

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد السادس بن يحيى - بجبل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية
دراسة حالة الجزائر 1990-2014

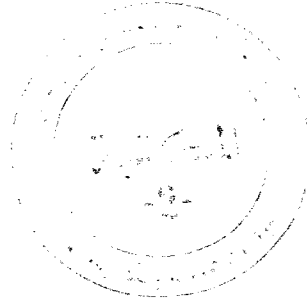
مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الاقتصاد

تخصص: نفوذ ومالية دولية

تحت إشراف الأستاذ:
* شاغوم عميروش

من إعداد الطالبين:

- مراكيم صونيا كاميلا
- نوري صبيحة

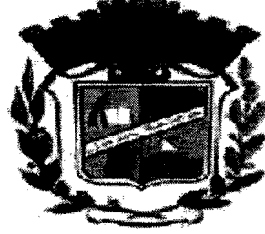


أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة بجبل	الأستاذ: شعواش محمد
مشرفاً ومقرراً	جامعة بجبل	الأستاذ: شاغوم عميروش
مناقشة	جامعة بجبل	الأستاذ: بن الدين محمد أمين

السنة الجامعية 2015-2016

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد السادس بن يحيى - بجيجل -



M-14623

M3766

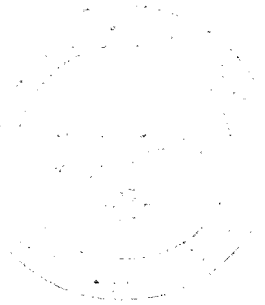
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
العنوان:

استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية
دراسة حالة الجزائر 1990-2014

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الاقتصاد
تخصص: نفوذ ومالية دولية

تعدده إهوانم الأستاذ:
* هانوم عميروش

من إعداد الطالبين:
- مراكب صونيا كاميلا
- نوري صبيحة



السنة الجامعية 2015-2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

The image displays the Basmala in a highly stylized, bold black calligraphic font. The text is arranged in a compact, rounded shape. Five long, vertical arrows point upwards from the top of the calligraphy, indicating the direction of the main strokes. Small numbers (1, 2, 3) and arrows are placed at various points along the letters to show the specific sequence and direction of the pen strokes used to form each character. The overall style is clean and modern, typical of contemporary Islamic calligraphy.

إهداء

إلى من أوصى بها الهادي ثلاثا وجعلت الجنة تحت قدميها

إلى بسمة العمر ونبع الحنان، إلى أمي الحبيبة

إلى من تعب لارتاح وضحى لأعلم، أبي حفظه الله

إلى سندي في الحياة، إخواني أمين ومسينيسا

إلى كل صديقاتي وأحبائي

إلى كل من أمتدت يدها لتصفح أوراق هذه المذكرة

أهدي هذا العمل.

كاميليا

إهداء

إلى الأستاذ حسان الدين مغاريشي مجددا ..

إلى أمي دائما وأبدا ..

إلى نفسي أكثر من أي وقت مضى ..

صبرية

كلمة شكر

الحمد لله الذي لا يتدأى بغير اسمه شيء ولا يتم بغير اسمه شيء، الحمد لله الذي وهبنا نعمة العقل ويسر لنا العقبات لإنجاز هذا العمل

فنحمدك اللهم حمدا كثيرا مباركا فيه

وبهذا فإننا نتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف "شلفوم عميروش"

الذي لم ييخل علينا بوقته وجهده وإرشاداته القيّمة

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأساتذة أعضاء اللجنة المناقشة على تشريفهم لنا

بقبول مناقشة هذا العمل وإثرائه بملاحظاتهم القيّمة

وفي الأخير لا يفوتنا أن نشكر كل من أعاننا من قريب أو من بعيد، وخاصة

زملاءنا في الدفعة

فهرس المحتويات

	البسمة
	كلمة شكر
II	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VIII	فهرس الأشكال
ا- ت	مقدمة عامة
الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية	
5	تمهيد
6	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية
6	المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية
7	المطلب الثاني: تطور السياسة النقدية
10	المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية
16	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية
16	المطلب لأول: الأدوات الكمية للسياسة النقدية
18	المطلب الثاني: الأدوات الكيفية للسياسة النقدية
20	المطلب الثالث: الأدوات الأخرى للسياسة النقدية
21	المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية
21	المطلب لأول: فعالية السياسة النقدية في الاقتصاديات المتقدمة
23	المطلب الثاني: فعالية السياسة النقدية في الدول النامية
26	خلاصة
الفصل الثاني: قنوات السياسة النقدية و فعالية قناة سعر الفائدة	
27	تمهيد
28	المبحث الأول: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية
28	المطلب الأول: قناة سعر الفائدة
30	المطلب الثاني: قناة الأسعار

32	المطلب الثالث: قناة الائتمان
34	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في قنوات انتقال آثار السياسة النقدية
37	المطلب الأول: العوامل المؤثرة في نقل الأثر النقدي في المرحلة الأولى
39	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في نقل الأثر النقدي في المرحلة الثانية
42	المبحث الثالث: فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية
42	المطلب الأول: استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية(خلاصة بعض الدراسات)
45	المطلب الثاني: محددات استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية
50	خلاصة
الفصل الثالث: الدراسة القياسية لاستجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية(1990-2014)	
52	تمهيد
53	المبحث الأول: تحرير أسعار الفائدة في ظل الإصلاحات النقدية في الجزائر(1990-2014)
53	المطلب الأول: تطور السياسة النقدية في الجزائر بعد قانون النقد والقرض 1990
59	المطلب الثاني: تحرير أسعار الفائدة في الجزائر في مرحلة التحول
63	المبحث الثاني: قياس تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار الفائدة بالتجزئة
64	المطلب لأول: إستقرارية السلاسل الزمنية
67	المطلب الثاني: اختبارات التكامل المتزامن (المشترك)
68	المطلب الثالث: نموذج تصحيح الخطأ ECM والاختبارات السببية
69	المبحث الثالث: النتائج والتحليل
70	المطلب لأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
71	المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك وتقدير علاقة التأثير في المدى الطويل
72	المطلب الثالث: تقدير درجة انتقال الأثر في الأجل القصير ومعامل سرعة التعديل باستخدام نموذج ECM
74	المطلب الرابع: تفسير ضعف استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة من 1990-2014

80	الخلاصة
82	الخاتمة
85	قائمة المراجع
	المخلص

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تطور السوق النقدية في الجزائر خلال المرحلة 1994-1999	57
02	نتائج تحليل استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المتعلقة بتقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي في المستوى (In level)	70
03	نتائج تحليل استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المتعلقة بتقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي (first diff)	71
04	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة (Engle et Granger)	72
05	نتائج تحليل ECM	73
06	عدد أشهر اللازمة لانعكاس تغيرات معدل اعادة الخصم كاملة في أسعار فائدة التجزئة	74

فهرس الاشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	المربع السحري لكالدور	13
02	مكانة النظام المالي والهياكل المالية في قنوات انتقال آثار السياسة النقدي	36
03	تطور أسعار الفائدة بالمقارنة بمعدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2014	62
04	الرسملة البورصة نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة 2010-2014	75
05	نسبة القروض للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة 2010-2014	76
06	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2010-2014	76
07	نسبة الهامش المصرفي خلال الفترة 2010-2014	78
08	يوضح نسبة القروض الموزعة من طرف البنوك العمومية والخاصة خلال الفترة 2010-2014	79

مقدمة

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم أدوات السياسة الاقتصادية، حيث تؤدي دورا هاما في التأثير على المتغيرات الاسمية والحقيقية، وتعمل في إطار إستراتيجية متكاملة تشمل الأدوات الكمية والكيفية، الأهداف الأولية والوسيط، والأهداف النهائية.

ولا يكفي للبنوك المركزية أن تحدد هدفا أو أهدافا نهائية تسعى لتحقيقها باستخدام الإستراتيجية سابقة الذكر، بل يجب أن تكون على دراية كافية وتقدير دقيق للمسار الذي تسلكه قراراتها، ما يعطي أهمية كبيرة لقنوات انتقال آثار السياسة النقدية، والتي تشمل كلا من قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، قنوات أسعار الأصول المالية والحقيقية، قناة سعر الصرف.

يبدأ تسلسل الأسباب في انتقال آثار السياسة النقدية من التغيير الحاصل في سعر الفائدة الرسمي وهو الذي يعيد به البنك المركزي تمويل البنوك في أفق بضعة أيام، وما يعقب ذلك من تغيرات تحصل في السوق ما بين البنوك، فتتغير تبعاً لذلك أسعار فائدة التجزئة للأجل المختلفة (سعر الفائدة على القروض، الإيداع والسندات الحكومية) في مرحلة أولى، يعقب ذلك تغيرات تشمل عرض الائتمان وتكلفته، وأسعار مختلف الأصول، فتنتقل بالقنوات سابقة الذكر إلى الطلب الكلي في مرحلة ثانية.

يتضح مما سبق أن استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي تعتبر مرحلة مهمة في انتقال آثار السياسة النقدية إلى الأهداف النهائية لها، فكلما كانت الاستجابة سريعة وكبيرة كلما زاد ذلك من فعالية انتقال الأثر النقدي، ويرتبط ذلك بعدة محددات تشمل هيكل الاقتصاد الوطني ودرجة انفتاحه هيكل النظام المصرفي والمالي ودرجة تطوره.

هذا وقد شهدت الجزائر خلال مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق (1990-2014) مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية الظرفية والهيكلية، منها ما يتعلق بالجانب النقدي والمصرفي، كإصلاح أدوات السياسة النقدية وتحرير أسعار الفائدة الرسمية الدائنة والمدينة، لا زالت مستمرة إلى اليوم، ويمكن تناول موضوع استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي لتقدير فعالية هذه الإصلاحات في الجانب النقدي.

1- الإشكالية: بناءً على ما سبق نتناول هذه الدراسة التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة 1990-2014؟

كما يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي المحددات التي تتحكم في درجة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي؟

- ما هي المحددات التي تتحكم في درجة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير معدل إعادة الخصم في الجزائر؟

2- فرضيات الدراسة:

للإجابة عن إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية اعتمدت الفرضيات التالية:

- ترتبط استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي بمحددات ترتبط بخصائص النظام المصرفي والمالي.

- تتميز استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير معدل إعادة الخصم بالضعف وطول المدة.

- يرجع ضعف استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير معدل إعادة الخصم إلى استمرار تخلف النظام المصرفي والمالي في الجزائر.

3- أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى:

- تعريف السياسة النقدية، أدواتها وقنواتها؛

- تبيان محدّدات استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي، انطلاقاً من عرض نتائج هذا الموضوع في الدراسات على الدول المتقدمة والنامية؛

- تقدير أثر سعر الفائدة الرسمي ممثلاً في سعر إعادة الخصم على أسعار فائدة التجزئة ممثلة في سعر الفائدة على القروض، الإيداع وأذونات الخزينة؛

- ربط نتائج تقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير سعر إعادة الخصم في الجزائر بخصائص النظام المصرفي والمالي.

4- أهمية الدراسة:

تكتسب الدراسة أهميتها من كونها تسعى إلى تقدير جزء مهم في انتقال الأثر النقدي للبنك المركزي، ألا وهو انتقال تغيرات معدل إعادة الخصم إلى أسعار الفائدة على القروض، الإيداع وأذونات الخزينة، خاصة وأنها تغطي مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، والتي تبنت فيها الجزائر عدة إصلاحات مصرفية ونقدية، ما يمكن من تقدير مدى فعالية هذه الأخيرة.

5- منهجية الدراسة:

تستخدم الدراسة المنهج الوصفي لعرض الجوانب النظرية للسياسة النقدية من تعاريف، أدوات أهداف، قنوات انتقال الأثر ومحددات هذه الأخيرة، وملخصاً للدراسات التي تناولت استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية في الدول المتقدمة والنامية، كما تم اعتماد المنهج التحليلي واستخدام

أساليب التحليل القياسي لتقدير درجة وسرعة استجابة أسعار الفائدة على القروض، الإيداع وأذونات الخزينة لتغيرات معدل إعادة الخصم ومحدداته في الجزائر خلال الفترة (1990-2014).

6- هيكل الدراسة:

قُسمت الدراسة إلى مقدمة، خاتمة وثلاثة فصول، يتناول الفصل الأول الإطار النظري للسياسة النقدية في ثلاثة مباحث، تطرق المبحث الأول إلى ماهية السياسة النقدية، تطورها وأهم أهدافها ويتناول المبحث الثاني أدوات السياسة النقدية، أما المبحث الثالث فقد خُصص لدراسة فعالية السياسة النقدية. يتناول الفصل الثاني قنوات انتقال أثر السياسة النقدية في المبحث الأول، خُصص المبحث الثاني لدراسة محددات فعالية قنوات السياسة النقدية، ويعرض المبحث الثالث ملخصا للدراسات التي تناولت موضوع استجابة أسعار فائدة التجزئة لتأثير أسعار الفائدة الرسمية ومحدداته في الدول المتقدمة والنامية. يتناول الفصل الثالث تحرير أسعار الفائدة في ظل الإصلاحات النقدية في الجزائر خلال مرحلة الدراسة في المبحث الأول، ويعرض المبحث الثاني قياس تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة التجزئة، أما المبحث الثالث فتم تخصيصه لاستعراض نتائج الدراسة القياسية مع التحليل.

الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية

تمهيد:

تشكل السياسة النقدية إحدى أهم أدوات السياسة الاقتصادية لتأثيرها الهام على المتغيرات الاسمية (الأسعار)، والحقيقية (الطلب الكلي الاستهلاكي والاستثماري)، وتعمل وفق إستراتيجية متكاملة تشمل الأدوات المباشرة وغير المباشرة، والأهداف الوسيطة، إلى جانب هدف (أو أهداف نهائية)، ويختلف تأثير وفعالية السياسة النقدية في الدول المتقدمة عن الدول النامية، لاختلاف هيكل وآليات عمل الاقتصاد.

ويسعى الفصل الأول إلى التعريف بالسياسة النقدية في ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول ماهية السياسة النقدية، يتطرق المبحث الثاني إلى أدوات السياسة النقدية، وتم تخصيص المبحث الأخير لدراسة فعالية السياسة النقدية في اقتصاديات كلا من الدول الرأسمالية والدول النامية.

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

نظرا لأهمية السياسة النقدية، فقد حظيت باهتمام العديد من الكتاب والمفكرين، وشهدت تطورا كبيرا في الممارسة العملية تبعا لتطور المدارس الاقتصادية، والتي أعطت دورا محددا للنقود في الاقتصاد (وبالتالي للسياسة النقدية).

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية

تعددت تعاريف السياسة النقدية تبعا لتعدد المفكرين الذين تناولوها في كتاباتهم، ويمكن عرض التعاريف التالية:

عرفها "Einzig" بأنها: "تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي"¹.
عرفها الاقتصادي "G.L.Bash" بأنها: "ما يقوم به البنك المركزي من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي، سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية"².

يقصد بالسياسة النقدية "مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المهيمنة على شؤون النقد والائتمان، وتتم هذه الهيمنة إما بإحداث تأثير في كمية النقود بما يلائم الظروف الاقتصادية المحيطة والهدف من التأثير هو امتصاص السيولة الزائدة أو حقن الاقتصاد بتيار نقدي جديد"³.
تُعرف كذلك بأنها عبارة عن "تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي أو الخزينة"⁴.

يظهر من خلال التعاريف السابقة، أنها متباينة لاختلاف الكتاب، وبالتالي تختلف نظرة كل واحد لهذه الأداة، ويمكن إعطاء تعريف شامل للسياسة النقدية بأنها مجموعة الأدوات التي تستخدمها البنوك المركزية للتأثير على الأهداف الوسيطة بهدف تحقيق هدف أو أهداف نهائية.

¹ - زكريا الدوري ويسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2006 ص185.

² - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر، مصر، 2005، ص 98.

³ - عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك (منهج نقدي ومصرفي)، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد، الأردن، 1999، ص207.

⁴ - كمال أمين الوصال ومحمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2004 ص 311.

المطلب الثاني: تطور السياسة النقدية

تطورت السياسة النقدية تبعا للتطور الاقتصادي، ويعتبر مصطلح السياسة النقدية حديث نسبيا، قد ظهر في القرن التاسع عشر، وشهد هذا القرن بداية الدراسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية من طرف المفكرين والأكاديميين، وزاد الاهتمام بهذا الموضوع بتزايد الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة للتضخم الذي انتشر في إسبانيا وفرنسا في ذلك الوقت، إلى جانب المشاكل المالية التي ظهرت في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية، وهكذا أصبحت دراسة المسائل النقدية في القرن العشرين جزءاً مهماً من السياسة الاقتصادية للدولة، ويمكن تلخيص مراحل تطور السياسة النقدية منذ بداية هذا القرن فيما يلي:

الفرع الأول: المرحلة الأولى (في ظل الفكر الاقتصادي الكلاسيكي)

كانت السياسة النقدية قبل حدوث أزمة الكساد العظيم سنة 1929 الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش، إلا أن حدوث الأزمة الاقتصادية التي سادت في تلك الفترة وما خلفته من آثار وخيمة على اقتصاديات العالم أثبتت عدم قدرة السياسة النقدية وحدها آنذاك للخروج منها، وأصبح ينظر إليها على أنها عاجزة عن تقديم الحلول في تلك الفترة¹.

حيث كان يسود آنذاك الفكر الاقتصادي الكلاسيكي الذي كان يرى أن الهدف الأساسي الذي تسعى إليه السلطات النقدية يتمثل في المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار، وذلك بالربط بين كمية النقود المعروضة وبين كمية السلع والخدمات المتاحة في السوق، وبموجب ذلك فإن المستوى العام للأسعار يتأثر فقط بالتغيرات في كمية النقود المعروضة، وإن التوسع النقدي سيقود إلى التضخم التراكمي باعتبار أن سلوك الوحدات الاقتصادية سيتكيف تلقائياً مع توقعات استمرار التضخم، وفي ظل عدم مرونة الجهاز الإنتاجي كونه واقع عند مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية بحسب ما افترضه الكلاسيك، ولهذا فقد اهتمت النظرية النقدية الكلاسيكية (نظرية كمية النقود) بتحليل العوامل المؤثرة في قيمة النقود، هذه العوامل تتمثل أساساً في التغيرات الناشئة في كمية النقود التي ستؤدي بها إلى تغيير المستوى العام للأسعار بحكم العلاقة الطردية والتناسبية التي افترضها الكلاسيك بين هذين المتغيرين، إذ أن المستوى العام للأسعار يتحدد بتكافؤ حجم المعروض النقدي مع الطلب على النقود وعلى هذا الأساس يصبح في مقدرة السلطات النقدية التحكم

¹ - أحمد فريد مصطفى وسهير محمد السيد حسن، السياسة النقدية والبلد الدولي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص 39.

في المستوى العام للأسعار، وذلك بالسيطرة على كمية المعروض النقدي ومن هنا تظهر أهمية السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي¹.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية (السياسة الكينزية الجديدة)

بعد أزمة الكساد الكبير يعتبر كينز أول من أشار بعدم جدوى السياسة النقدية في ظل الكساد طالما أن الزيادة في النقود من قبل السلطات النقدية وطرحها في الأسواق لا يؤدي إلى استثمارها بل الاحتفاظ بها على شكل عاطل، وهذا يعني استحالة الزيادة في الناتج القومي عن طريق استخدام أدوات السياسة النقدية عندما تصل أسعار الفائدة إلى أدنى مستوى لها، وعلى هذا نادى كينز بضرورة اعتماد السياسة المالية من أجل زيادة حجم الناتج القومي والخروج من حالة الكساد²، وذلك بسبب عجز السياسة النقدية عن إيجاد حلول لأزمة 1929، حيث بدأ يدعو إلى الاهتمام بالسياسة المالية للخروج من الأزمة في الفترة ما بين الحربين، وهكذا بدأ كينز أن السياسة المالية تأتي في المرتبة الأولى قبل السياسة النقدية وتم إعطاء دور أكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية الذي يستند إلى الإصدار النقدي أو الدين العام، وقد بنى كينز نظريته على أساس جمود الأسعار والأجور في الأجل القصير وشكك في كفاءة تلامع السوق مع الصدمات وعالج داء الاحتكار بداء التضخم، مما أدى إلى عجز الأدوات الكينزية عن علاج الاختلالات³.

الفرع الثالث: المرحلة الثالثة (الليبرالية الجديدة والكينزية الجديدة)

تتميز هذه المرحلة ب فشل السياسة المالية في معالجة التضخم بسبب بطئها وعدم مرونتها، وبدأت العودة للسياسة النقدية خاصة بعد مجيء النقديين بزعامة فريدمان الذي يؤمن بأن التحكم في عرض النقود يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وذلك بزيادة عرض النقود بمعدل مساوي لمعدل النمو الناتج القومي.

وبعد عام 1982 بدأت تتراكم ظاهرة الكساد والبطالة، وبالتالي ظهر من الجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، وكل يدعي بأن سياسته هي الأنجع لتحقيق الاستقرار الاقتصادي⁴. وكان ذلك رمز لفشل السياسات الكينزية، حيث فسر البعض المصاعب متزايدة التفاقم خلال السبعينات على أنها

¹ - مصطفى سلمان وحسام داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة، الأردن، 2000، ص 240.

² - بن حمود سكيبة، دروس في الاقتصاد السياسي، الطبعة الأولى، دار الملكية، الجزائر، 2006، ص 425

³ - يوسف كمال، السياسة النقدية والمصرفية الإسلامية، الطبعة الثانية، دار الوفاء المنصورة، مصر، 1996، ص 8.

⁴ - محمد فوداو، السياسة النقدية في ظل اقتصاديات العولمة وأهم الإصلاحات من أجل المسايرة، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص 13.

من الآثار الثانوية المترتبة عن الوضعية الكينزية الخطيرة المتسببة في التضخم، وعلى إثر ذلك الفشل في السياسات الكينزية وتلك الانتقادات العنيفة الموجهة لها، ظهر تيار اقتصادي جديد في الثمانينات سمي "الاقتصاد الكينزي الجديد" حاول خلق نوع من الاندماج بين الأفكار النيوكلاسيكية والنظرية الكينزية، أو بالأحرى البحث في الأسس الجزئية للاقتصاد الكلي الكينزي، بعدما كانت أفكار الكينزيين الجدد مستمدة أساساً من أفكار النظرية العامة، التي تقادمت بفعل التطورات الاقتصادية التي عرفتها السبعينات (الكساد التضخمي)¹.

الفرع الرابع: المرحلة الرابعة (الجدل الكينزي-النقدي)

احتدم الجدل بين النقديين والماليين حول جدوى كل من السياسة النقدية والمالية، فيرى الماليون أن السياسة المالية أقدر على التأثير في الاقتصاد وأن السياسة النقدية ليست إلا مكملًا للسياسة المالية، بينما ينتقد النقديون السياسة المالية بأنها بطيئة زمنياً وربما تحتاج إلى إجراءات تشريعية لإقرارها، وهذا يستغرق وقتاً طويلاً لمعالجة الاختلالات الاقتصادية².

وهكذا عاد الفكر الاقتصادي مرة أخرى إلى الخلف، فهناك عودة في التسعينات خصوصاً في أمريكا على يد الرئيس الأمريكي "بيل كلينتون" لإعادة فكر الثلاثينات الكينزي إلى السياسة الاقتصادية، ويبقى أنصار الفكر النقدي يصرون على جدوى السياسة النقدية وفعاليتها وعدم فعالية السياسة المالية وحاولوا تجريد السياسة المالية كلية من أية قدرة على التأثير على الناتج الوطني والخروج من الأزمات وتحقيق الاستقرار العام، ومن الطبيعي أن يظهر أنصار السياسة المالية دفاعاً عما يدعي عليهم النقديون ويقدمون امتيازات السياسة المالية عن النقدية وقدرتها على التأثير في النشاط الاقتصادي، فهم يعترفون بضرورة السياسة النقدية وأنها مكتملة للسياسة المالية، ولكن تبقى السياسة المالية هي الأولى من حيث الأهمية، وقد أدى تعصب كل من الفريقين لسياسة معينة، إلى بروز فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الأمريكي "والتر هيلر" الذي يرى أن التعصب لسياسة مالية أو نقدية ليس له مبرر لأن استخدام إحداهما بمفردها لا يغني عن ضرورة استخدام

¹ - رحيم حسين ، النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي والغربي، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2006، ص ص 129-130.

² وليد مصطفى شاويش، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الطبعة الأولى، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، الأردن، 2011، ص 160.

الأخرى، فكلاهما أصل ولا تقل أهمية أي منها عن الأخرى في العمل للخروج من الأزمات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي ولكل منها فعاليتها في ظرف الاقتصاد السائد المناسب لها¹.

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية

يسعى البنك المركزي إلى تحقيق هدف أو أهداف نهائية، عن طريق التأثير في هدف أو مجموعة من الأهداف الوسيطة، نتيجة غياب علاقة مباشرة بين أدوات السياسة النقدية والأهداف النهائية.

الفرع الأول: الأهداف النهائية

إن الهدف العام للسياسة النقدية هو نفسه هدف السياسة الاقتصادية وهو الحفاظ على الأوضاع النقدية والائتمانية الملائمة في ظل اقتصاد سليم، وتعتمد السلطات النقدية أن الاقتصاد السليم يمتاز بعمالة عالية ومعدل نمو جيد، ويمكن المحافظة عليه باستقرار أسعار صرف العملة الوطنية بالعملة الأجنبية المختلفة، وتتمثل الأهداف النهائية للسياسة النقدية في:

أولاً- تحقيق العمالة الكاملة:

تحقيق التشغيل الكامل والاستغلال الأمثل لجميع الموارد الاقتصادية المتاحة للمجتمع، ويعتبر هذا الهدف في مقدمة الأهداف النهائية التي تعمل السياسة النقدية على تحقيقها².

ومعظم الاقتصاديين يرون أنه حتى عند التشغيل الكامل فإن نسبة مقدارها 5% و6% من القوة العاملة تكون معطلة، والسبب في ذلك هو أنه عند تحقيق التشغيل الكامل فإن بعض الأفراد يكونون في مراحل تغيير وظائفهم، فمثل هؤلاء الأفراد يطلق عليهم البطالة الاحتكاكية، كما أن هناك بعض الأفراد ليس لديهم مهارة للعمل أو أنهم في موقع خاطئ ولا يستطيعون الحصول على أعمال مهما كان الرواج والكفاءة التي يعمل بها الاقتصاد القومي، مثل هؤلاء يطلق عليهم البطالة الهيكلية³.

وبالتالي هناك إجماع بين الاقتصاديين على أن يكون ضمان التشغيل كامل أو مستوى مرتفع من التشغيل من بين الأهداف التي تسعى إليها السياسة النقدية، ويراد بذلك هو أن تحرص السلطات النقدية على

¹ - صالح مفتاح، السياسة النقدية والمعلومات اللازمة لوضعها وعلاقتها بالسياسات الأخرى، مرجع سبق ذكره، ص 4-3.

² - السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 195.

³ - سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي (المفاهيم والنظريات الأساسية)، الجزء الثاني، مطابع الأهرام، الكويت، 1994، ص 60.

تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للموارد الطبيعية والبشرية، وعلى السلطات النقدية اتخاذ جميع الإجراءات الكفيلة بتجنب البطالة وما يرافقها من عوامل انكماشية في الإنتاج وتشغيل الموارد الإنتاجية غير المستغلة، والدخل واضطرابات العلاقات الاجتماعية، ومن هذه الإجراءات رفع حجم الطلب الكلي إلى المستوى اللازم لتشغيل الموارد الإنتاجية غير المستغلة، وبذلك تتمثل مساهمة السياسة النقدية في تثبيت معدل البطالة عند مستوى ينخفض عن المعدل الطبيعي للبطالة فعليا برفع معدل النمو النقدي، وهذا ما يجعل الميزان النقدي أعلى مما يرغب الأفراد، وهذا ينتج عنه انخفاض في أسعار الفائدة، وبالتالي يتحرك الإنفاق ويرتفع الدخل والإنتاج وينخفض الادخار ويرتفع الاستهلاك والاستثمار¹.

ثانياً- تحقيق استقرار الأسعار:

تتمحور السياسة النقدية حول هدف أساسي يتمثل في إيجاد توازن مستمر بين الكتلة النقدية وحجم السلع والخدمات وهو ما يتضمن تحقيق استقرار الأسعار².

وبشكل عام تهدف السياسة النقدية إلى الحفاظ على المستوى العام للأسعار بحيث لا يتقلب على الأقل بشكل حاد يهدد حالة الاستقرار الاقتصادي، ويتحقق هذا الهدف من خلال مراقبة الائتمان المصرفي، لأن التغير في الأسعار يؤدي إلى إحداث أضرار بفتنة الدائنين لصالح المدينين، وهذا ما يؤدي إلى توزيع سيء للثروة بين الطرفين³.

ثالثاً- المشاركة في تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع:

يعبر النمو الاقتصادي عن الزيادة المستمرة في الناتج الداخلي الخام، كما يعبر عن الزيادة المضطربة طويلة الأجل في الدخل الفردي الحقيقي، بصورة تلقائية وبدون تدخل الإنسان والمجتمع متى توافرت الظروف والعوامل الملائمة كما هو الحال في الدول المتقدمة، فلم يكن النمو الاقتصادي هدفا واضحا للسياستين الاقتصادية والنقدية إلا بعد الحرب العالمية الثانية، حيث برزت دول العالم الثالث⁴ وهنا بدأ النمو الاقتصادي يشغل بال المفكرين والساسة ويسيطر على اهتمامهم، ومن ثم بدأ الاهتمام بدور السياسة

¹ - مصطفى سلمان و حسام داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2000، ص 274.

² - رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين، الجزائر، 2008، ص 93.

³ - هيل عجمي جميل الجاني، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار واقل، الأردن، 2009، ص 260.

⁴ - فواد هاشم عوض، اقتصاد النقود والتوازن النقدي، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 1974، ص ص 217-218.

الاقتصادية ومنها دور السياسة النقدية في النمو الاقتصادي، وفي الخمسينات أصبح النمو الاقتصادي من أهداف السياسة الاقتصادية بصفة عامة والسياسة النقدية بصفة خاصة، وإذا نظرنا إلى دور السياسة النقدية في تحقيق معدل مرتفع لنمو الاقتصاد الوطني، نجد أنها باستطاعتها أن تعمل على تحقيق ذلك، كما أنها تساعد في المحافظة على النمو، ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توافرها لتحقيق هذا المعدل المرتفع، كتوافر الموارد الطبيعية والقوى العاملة ذات الكفاءة وتوافر عوامل وظروف سياسية واجتماعية ملائمة، ولذلك فإن دور السياسة النقدية يجب أن يعمل بالتنسيق مع هذه العوامل وكذلك مع سياسة مالية ملائمة غير مناقضة لدور السياسة النقدية¹، وتستخدم هذه الأخيرة في تحقيق النمو الاقتصادي تشجيع المنتجين على زيادة المخزون الرأسمالي والاستثماري، ويتم ذلك بخفض معدلات الفائدة مما يؤدي إلى تشجيع المشروعات على الاستثمار، أو يمكن تحقيق النمو الاقتصادي من خلال تحقيق الاستقرار النقدي واستقرار الأوضاع الاقتصادية بصفة عامة، فهذا هو العامل الكفيل بتخفيض درجة عدم اليقين اتجاه الظروف الاقتصادية القادمة، ويرفع من رغبة المنتجين للقيام بمشروعات استثمارية طويلة الأجل، وبالتالي يتحقق النمو الاقتصادي.

ثالثا- المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل تدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين وبلد آخر خلال فترة زمنية وعادة ما تكون سنة².

وتستخدم السياسة المالية لتصحيح الاختلال الداخلي (الموازنة العامة)، بينما تستخدم السياسة النقدية لتصحيح الاختلال الخارجي (ميزان المدفوعات)، كما يعرف ميزان المدفوعات بأنه الحساب الذي يسجل قيمة الحقوق والديون بين بلد معين والعالم الخارجي، نتيجة لمبادلاته خلال فترة تحدد عادة بسنة ويمكن التعرف بواسطته على درجة التقدم الاقتصادي وتحديد مركز الدولة المالي بالنسبة للعالم الخارجي وفي الغالب لا يتساوى طرفا ميزان المدفوعات، فقد يتحقق فائض أو يحدث عجز تسعى الدولة لتجنبه باستخدام وسائل عديدة منها تشجيع الصادرات وتقييد الواردات ، فالعجز يتطلب سياسة نقدية تنفادي الضغوط التضخمية التي ترفع أسعار السلع المحلية، مما يؤدي إلى ضعف قوتها التنافسية مع أسعار السلع الأجنبية، فتحجم الدول

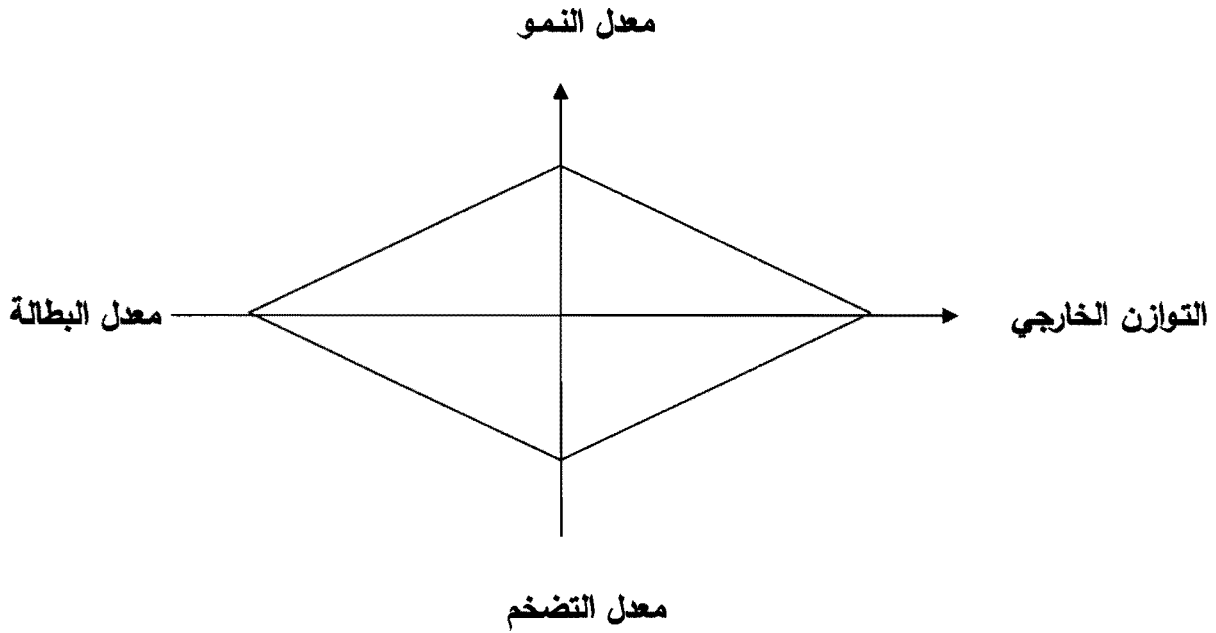
¹ - صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 139.

² - عبد المنعم الراضي، تقييم دور السياسة النقدية والمالية في علاج التضخم، محاضرات معهد الدراسات المصرفية، مصر، 1980 ص 52.

الأخرى عن استيرادها، والسياسة النقدية السليمة هنا هي إتباع سياسة انكماشية للحد من ارتفاع الأسعار وذلك عن طريق سحب جزء من المعروض النقدي باستخدام أدوات السياسة النقدية¹.

وعلى حد تعبير " D.Bruneel " فإن السعي لتحقيق الأهداف النهائية هو البحث عن المربع السحري²، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل (01): يوضح المربع السحري لكالدور.



Source: Pierre cliché, *Gestion budgétaire et dépenses publique*, presse de l'université de Québec, Canada, 2009, p 58.

ومن خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن تحقيق هذه الأهداف يواجه أخطار الابتعاد عن تحقيق هدف عن الأهداف الأخرى، وهذا يطرح مسألة الأولوية في طرح هذه الأهداف، وهي عملية تتعلق بجملة من المعطيات حسب الأنظمة الحكومية ونظرتها للأولويات، وأثبتت السنوات الأخيرة أن أهداف تحقيق التوازن الخارجي واستقرار الأسعار لا يمكنها أن تتحقق دون أن تخلف وراءها آثارا على النمو والتشغيل، وبالمقابل فإن صب جل اهتمام السياسة الاقتصادية على تحقيق نمو اقتصادي أكبر ودرجة تشغيل عالية قد يحمل معه ضغوطا تضخمية واختلالات خارجية، فزيادة التوظيف والعمالة يؤدي إلى رفع الأسعار، واختلال في ميزان المدفوعات، وزيادة حجم الصادرات تقتضي تخفيض مستوى الأسعار وتحسين الجودة وزيادة القدرة التنافسية

¹ - جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص 94.

² - محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود و البنوك، الطبعة السابعة، دار النهضة العربية، لبنان، بدون سنة نشر، ص 302.

بالمقارنة بالدول الأخرى، وزيادة الصادرات تتحقق زيادة الدخل والعمالة، إلا أن زيادة العمالة، والدخل ستؤدي إلى زيادة الميل للاستيراد واحتمال ارتفاع في مستويات الأسعار المحلية داخليا، وهكذا يمكن أن يؤدي التشغيل الكامل إلى رفع مستويات الأسعار المحلية وزيادة حجم الواردات مقارنة بحجم الصادرات، وبالتالي التأثير سلبيا على ميزان المدفوعات¹.

الفرع الثاني: الأهداف الوسيطة

تحاول السلطات النقدية تحقيق الأهداف النهائية من خلال التأثير على متغيرات وسيطة، وهذا لعدم قدرة السلطات النقدية على التأثير المباشر في الأهداف النهائية، والأهداف الوسيطة هي عبارة عن متغيرات نقدية يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية، وتتمثل الأهداف الوسيطة فيما يلي:

أولاً- معدل الفائدة:

إن تقلبات معدلات الفائدة تؤدي إلى حالة من عدم التأكد في الاقتصاد مما يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين ويجعل الأمر صعبا للتخطيط للمستقبل وحتى بالنسبة للمستهلكين فسوف يؤثر على قراراتهم عند شراء السلع المعمرة².

والمشكلة في اعتماد معدل الفائدة كهدف وسيط للسياسة النقدية هو أن معدلات الفائدة تتضمن عنصر التوقعات التضخمية وهذا ما يعقد دلالة أسعار الفائدة الحقيقية مما يفقدها أهميتها كمؤشر، كما أن التغيرات في معدل الفائدة لا تعكس في الواقع نتائج جهود السياسة النقدية بمفردها وإنما أيضا عوامل السوق، ذلك أن معدلات الفائدة تتجه نحو الارتفاع أو الانخفاض تبعا للوضعية التي يمر بها الاقتصاد (الدورة الاقتصادية)، فضلا عن كون الجمهور عادة ما يلجأ إلى ربط تحركات معدلات الفائدة بتشدد السلطات، إضافة إلى أن معدل الفائدة كما يمكن أن يستخدم كهدف وسيط يمكن أن يستخدم كقناة إبلاغ ووسيلة للسياسة النقدية³.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر 2003، ص 90.

² - عبد الطاهر وموفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، مركز يزيد، الأردن، 2006، ص 228.

³ - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 ص 64.

ثانيا - سعر الصرف:

يعتبر سعر الصرف مؤشرا نموذجيا لمعرفة الأوضاع الاقتصادية لبلد ما وذلك بالحفاظ على استقراره عند مستوى قريب من مستوى تكافؤ القدرات الشرائية، كما أن التدخل المقصود والهادف إلى رفع سعر الصرف تجاه العملات الأخرى قد يكون عاملا لتخفيض التضخم، فرفع سعر الصرف يؤدي إلى تخفيض الأسعار عند الاستيراد ويرفع من القدرة الشرائية للعملة وهذا ما يتطابق مع الهدف النهائي للسياسة النقدية¹. وإن رفع سعر الصرف للعملة يقلل من حدة التضخم، وهذا يساهم في تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية، فعند رفع سعر الصرف تتخفض تبعا لذلك قيمة الواردات، ويانخفض تكاليف الاستيراد في الفترة القصيرة، تكون هناك آثار ايجابية بالنسبة للتضخم وهنا تكون الفرصة مواتية للدولة لتكوين ادخارات لتمويل الاستثمار، وهذا يساعد على إيجاد مؤسسات قوية تدخل بمنتجاتها مجال التنافس الدولي، وبالتالي تنقل الآثار الايجابية إلى ميزان المدفوعات في المدى القصير وزيادة النمو في المدى الطويل².

ثالثا - المجمعات النقدية:

المجمعات النقدية هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة التي تعكس قدرة الأعوان الاقتصاديين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى الأعوان، ومن بين وسائل التوظيف تلك التي يمكن تحويلها بسرعة وبدون مخاطر خسارة في رأس المال إلى وسائل الدفع³. حيث تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور هذه الأخيرة التي تحتوي على الأوراق النقدية، النقود المساعدة ونقود الودائع، كما تتكون القاعدة النقدية من الاحتياطات المصرفية التي تتضمن ودائع البنوك لدى البنوك المركزية، الاحتياطات الإجمالية والإضافية وكذا النقود المتواجدة في خزائن البنوك أما الودائع الخاصة فهي تشمل الاحتياطات الإجمالية مطروح منها الاحتياطات الإجمالية لدى البنوك المركزية والودائع لدى البنوك الأخرى، أما الاحتياطات غير المقترضة فتساوي الاحتياطات الإجمالية مطروح منها الاحتياطات المقترضة⁴.

¹ - وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000، ص 205.

² - معيزي قويدر، فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي "دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر 2007/2008، ص 89.

³ - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 64.

⁴ - صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 124.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من خلال السياسة النقدية التي تتبعها، ويعتبر التأثير على حجم وسائل الدفع في المجتمع من أهم جوانب السياسة النقدية، وذلك بامتصاص النقود الزائدة أو توفير أرصدة تغذية جديدة للتعامل، وتعتمد الدولة في تنفيذ سياستها النقدية للتأثير على حجم ونوع الائتمان المصرفي على مجموعة من الوسائل والأدوات التي تستخدمها حسب الظروف الاقتصادية والمسموح باستخدامها بحكم القانون، تلك الأدوات التي يمكن من خلالها تنظيم نشاطها والنشاط الاقتصادي الوطني بصورة عامة، وهذه الأدوات هي ما يطلق عليها أدوات السياسة النقدية فتمارس هذه الأخيرة تأثيرها على النشاط الاقتصادي من خلال مجموعتين من الأدوار المتاحة للتأثير على عرض النقود وحجم الائتمان وهي الأدوات الكمية والأدوات الكيفية إضافة إلى أدوات أخرى.

المطلب الأول: الأدوات الكمية للسياسة النقدية

وتدعى الأدوات الكمية أيضا بالأساليب والأدوات غير المباشرة، وهي تلك الأدوات التي تمكن البنك المركزي من التأثير في الحجم الكلي للمعروض النقدي على وجه العموم، دون التمييز بين مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، وهي كما يلي:

الفرع الأول: سعر إعادة الخصم

سعر إعادة الخصم هو السعر الذي يفرضه البنك المركزي على القروض الممنوحة للبنوك التجارية بهدف التأثير في حجم الائتمان المتاح، فالبنوك التجارية تلجأ إلى البنك المركزي كلما احتاجت إلى موارد نقدية إضافية لتمويل عملياتها المصرفية، باعتباره بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض، سواء بالاقتراض المباشر أو مقابل إعادة خصم أنونات الخزنة والأوراق المالية والتجارية، ويعتبر سعر إعادة الخصم أقدم وسيلة من وسائل الرقابة غير المباشرة¹.

فإذا أراد البنك المركزي تخفيض حجم المعروض النقدي فإنه يقوم برفع سعر الخصم وبالتالي زيادة تكاليف البنوك التجارية، مما يدفعها إلى عدم خصم أوراقها التجارية وبالتالي التقليل من منح القروض ما يقلل من عرض النقد، أما إذا أراد البنك المركزي زيادة حجم المعروض النقدي فإنه يقوم بتخفيض سعر

¹ - جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص ص

الخصم، مما يشجع البنوك التجارية على إعادة خصم أوراقها التجارية وزيادة الإقراض مما يزيد من حجم المعروض النقدي¹.

الفرع الثاني: نسبة الاحتياطي القانوني

إن نسبة الاحتياطي القانوني هي تلك النسبة من النقود التي يجب على البنوك التجارية أن تحتفظ بها لدى البنك المركزي من حجم الودائع التي تصب في تلك البنوك، إذ يلتزم كل بنك تجاري بالاحتفاظ بجزء أو نسبة من أصوله النقدية وودائعه في شكل رصيد دائم لدى البنك المركزي، وعلى البنك المركزي أن يطلب من البنوك المرخصة إيداع احتياطي نقدي إلزامي لديه بنسبة أو بنسب معينة من ودايعها المختلفة على أن لا تقل هذه النسبة عن 5% و لا تزيد عن 35% منها، إذ يقوم البنك المركزي بتغيير هذه النسبة بالزيادة أو بالنقصان تبعاً للأوضاع الاقتصادية السائدة، وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة في العالم تطبق هذه الأداة منذ 1933، بعد ذلك تم استعمالها في باقي دول العالم.

في حالة التضخم يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني فتقل الاحتياطيات الموجودة لدى البنوك التجارية وهو ما يقلص من قدرتها على منح الائتمان، وبالتالي تقلص حجم الكتلة النقدية المتداولة فيقل حجم المعاملات وينقص الطلب الكلي فتتخفف الأسعار، وهو ما يعني الحد من ظاهرة التضخم والعكس في حالة الكساد، حيث يعمل البنك المركزي على تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني، وبالتالي الرفع من قدرة البنوك التجارية على منح القروض، ومن ثم زيادة النشاط الاقتصادي².

الفرع الثالث: سياسة السوق المفتوحة

تعد عمليات السوق المفتوحة من الوظائف التقليدية التي تستخدمها البنوك المركزية للتأثير على حجم الائتمان، وتعني دخول البنك المركزي للسوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات³، وتؤثر مباشرة في حجم الاحتياطيات النقدية للبنوك التجارية التي سيرتفع رصيدها من هذه الاحتياطيات تبعاً لذلك، وبالتالي تزداد قدرتها على منح الائتمان وخلق نقود الودائع، مما يدفع إلى تخفيض معدلات الفائدة على القروض الممنوحة، ومن ثم ارتفاع حجم الاستثمارات

¹ - بنابي فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي (دراسة نظرية)، رسالة ماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، الجزائر، 2009/2008، ص 110.

² - عمروش شريف، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، رسالة ماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، الجزائر، 2005/2004 ص ص 76-77.

³ - مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، مطبعة مزوار، الجزائر، 2007، ص 64.

والطلب الكلي، لينعكس الأثر مباشرة على حجم الناتج الوطني بالزيادة وكذا مستويات التشغيل، والعكس في حالة تدخل البنك المركزي كبائع للأوراق المالية في السوق النقدية¹.

ومن الشروط الواجب توفرها لضمان فعالية عمليات السوق المفتوحة²:

- مدى توفر السندات الحكومية كما ونوعا؛
- توفر سوق مالية نشطة لتداول هذه الأوراق؛
- مدى استجابة البنوك التجارية لرغبات البنك المركزي.

المطلب الثاني: الأدوات الكيفية للسياسة النقدية

يستخدم البنك المركزي إلى جانب الأدوات الكمية التي تؤثر في حجم الائتمان أدوات كيفية للتأثير في كيفية الائتمان واتجاهاته، وذلك عن طريق توجيه الائتمان إلى المجالات المرغوبة وحجبه عن المجالات التي لا تخدم الاقتصاد الوطني وهذه الأدوات كثيرة منها:

الفرع الأول: وضع حد أقصى لسعر الفائدة

في إطار المنافسة ما بين البنوك التجارية ويغرض زيادة ودائع العملاء تقوم بمنح الفوائد على الودائع التجارية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ارتفاعا كبيرا، لذا فإن البنك المركزي قد يضع حدا أعلى للفوائد التي تمنح على الودائع الجارية لا يجب على البنوك التجارية أن تتخطاه، وهذا الحد يكون قابلا للتغيير حسب الظروف الاقتصادية فينخفض في حالة الرواج ويرتفع في حالة الكساد³.

الفرع الثاني: سياسة تأطير القروض

هو إجراء تنظيمي يفرض ويطبق على البنوك التجارية بهدف تحديد حجم القروض المقدمة من طرف البنوك إلى الزبائن، فعلى هذه البنوك أن تحترم نسبة معينة عند الارتفاع السنوي للقروض التي تمنحها

¹ - بقيق ليلي أسهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتنا الداخلية (دراسة قياسية)، أطروحة دكتوراه منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر 2015/2014، ص 29.

² - جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2002، ص ص 112-113.

³ - عبد المنعم مبارك وأحمد ناقة، النقود والصرافة والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 153.

للزبائن من سنة لأخرى، ويجب أن لا تتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة لنسبة معينة التي حددتها السلطات النقدية¹.

وما تم تسجيله هو أن استعمال هذه الأداة لم يحقق التأطير والضبط المطلوب للقروض (قروض للاقتصاد الوطني، القروض للخزينة)، وهذا يعود إلى²:

- غياب تأثيره على القروض الموجهة للخزينة ورغبة السلطات النقدية بعدم إجراء تقييد كبير لتمويل الاقتصاد؛

- لجوء المشروعات إلى الاقتراض فيما بينها وإلى إصدار سندات دين أو حتى الاقتراض بالنقد الأجنبي.

الفرع الثالث: السياسة الانتقائية للقروض

تهدف هذه الإجراءات الانتقائية إلى توجيه القروض إلى القطاعات التي تعتبرها السلطات النقدية أكثر نفعاً للاقتصاد الوطني، بحيث تأخذ هذه السلطات القرارات الضرورية بإعطاء بعض التسهيلات إلى القروض الخاصة بهذه القطاعات، وتتخذ عدة أشكال³:

- إقرار معدل إعادة خصم مفصل خاص بالأوراق التجارية المرتبطة بالقروض التي تطلبها القطاعات الإنتاجية التي تقرر الدولة تشجيعها على حساب القطاعات الأخرى، وهذا المعدل يكون بطبيعة الحال أصغر من معدل إعادة الخصم العادي؛

- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي لا تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية، سعياً إلى تشجيع بعض القطاعات الحيوية وتمكينها من الحصول على القروض بسهولة؛

- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف إذا أراد البنك المركزي تشجيع بعض أنواع القروض؛

- تغيير مدة استحقاق القروض ومعدل فوائدها، حيث تقوم السلطات النقدية في بعض الأحيان بالتأثير على البنوك لكي تمنح القروض الخاصة ببعض القطاعات بشروط معينة، أي في مدة زمنية معينة وبمعدل فائدة معين.

والواقع أن السياسة الانتقائية للقروض تنحصر في بعض القطاعات فقط مثل قطاع القروض لشراء مواد الاستهلاك المعمرة، قطاع قروض البناءات العقارية، وقطاع قروض التصدير.

¹ - عبد الله البحري، أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية (دراسة حالة الجزائر)، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005/2004، ص 67.

² - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 256.

³ - خبابه عبد الله، الاقتصاد المصرفي، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013، ص ص 306-307.

المطلب الثالث: الأدوات الأخرى للسياسة النقدية

إلى جانب الأدوات المباشرة هناك أدوات أخرى للسياسة النقدية يمكن أن نذكر أهمها:

أولاً- الإقناع الأدبي:

وهو يعني قيام البنك المركزي بإقناع المصارف وإبداء النصيحة لها فيما يخص توجهاتها الائتمانية عموماً، بهدف التقيد بالسياسة التي يرسمها وخاصة كيفية التصرف في الاحتياطات والودائع النقدية، وتقليل القروض الممنوحة للأفراد في أوقات الكساد لزيادة مستويات الإنتاج الكلي وتحقيق العمالة أو تضيق الائتمان في حالة التضخم، وتستجيب البنوك التجارية عادة لتوصيات البنك المركزي حفاظاً على علاقتها الطيبة معه في حدود ما تسمح به إمكانياتها، وفي العادة تتوافق مصالح البنك المركزي مع المصالح الشخصية للبنوك والمؤسسات المالية¹.

ثانياً- التعليمات و التوجيهات المباشرة:

كما يقوم البنك المركزي بإصدار توجيهات أو تعليمات وأوامر مباشرة إلى البنوك التجارية بخصوص الائتمان الذي يمنح للمتعاملين، وبواسطة هذه التعليمات يمكن للبنك المركزي أن يفرض قيوداً على بعض أنواع الائتمان، ومثال على ذلك منع البنوك التجارية من منح القروض التي تستعمل في أغراض لا تخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، كمنع القروض التي توجه لأغراض المضاربة في السوق العالمية، أو يقوم بتحديد النسبة بين رأس المال والاحتياطي للبنوك من جهة وحماية أصولها من جهة ثانية، ويلجأ إلى هذا الأسلوب في حالة عدم الاستجابة لأسلوب الإقناع الأدبي².

ثالثاً- الرقابة على شروط البيع بالتقسيط:

يؤدي نظام البيع بالتقسيط إلى زيادة الاستهلاك بصفة عامة لحصول كل فرد على السلع التي يرغب فيها، لكن البنك المركزي يتدخل لوضع شروط منح هذا الائتمان أو ما يسمى بالائتمان الاستهلاكي، حيث أن المستهلك يدفع نسبة يحددها البنك المركزي ويقوم برفع النسبة أو بتقصير مدة التقسيط أي تقييد الائتمان، وفي الحالة العكسية أي الكساد فإنه يقوم بتيسير شروط البيع وذلك بتخفيض الجزء المدفوع من سلعة لحد أدنى وإطالة مدة التقسيط³.

المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية

¹ - جمال بن دعاس، مرجع سبق ذكره، ص ص 184-185.

² - معيزي قويدر، مرجع سبق ذكره، ص 146.

³ - ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الجزائر، 1993، ص 40.

وتعني فعالية السياسة النقدية مدى قدرة السياسة النقدية في التأثير على مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف التي تسعى إليها السلطة النقدية¹، ودون الدخول في الجدل الفكري الخاص بمدى فعالية السياسة النقدية في التأثير على عرض النقود ومن ثم على النشاط الاقتصادي، فإننا يمكننا أن ننقل مباشرة إلى محاولة التعرف على فعالية السياسة النقدية في كل من الاقتصاديات المتقدمة والاقتصاديات النامية في إطار الأبحاث والتجارب التي تمت في هذا المجال، وبالتالي يؤدي تجاوب البنوك التجارية والمؤسسات المالية مع البنك المركزي إلى تحقيق الأهداف المرسومة من طرف البنك المركزي.

المطلب لأول: فعالية السياسة النقدية في الاقتصاديات المتقدمة

تتبلور السياسة النقدية في الاقتصاديات المتقدمة في استخدام الأدوات الرأسمالية والخاصة للتأثير على العرض النقدي، وتظهر أهم السمات أو المعالم الرئيسية للاقتصاديات المتقدمة التي تساعد البنك المركزي على تحقيق الأهداف المرسومة للسياسة النقدية في الخصائص التالية²:

- يتميز هذا النظام بسيطرة التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية، على خلاف النظام السابق حيث يلجأ المتعاملون الاقتصاديون إلى تمويل احتياجاتهم للسيولة عن طريق حيازتهم لأصول مالية لها درجة عالية من السيولة بحيث يمكنها مبادلتها بسهولة وفي سوق نقدية ومالية واسعة ومتطورة، فتمويل النشاط الاقتصادي في هذا النظام يتم إذن على أساس الادخار الخاص والعفوي، أما اللجوء إلى القرض المصرفي فيكون ثانويًا ويكون موجهاً خصوصاً للعائلات (تمويل السكن والسلع الدائمة) والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تتميز الأسواق المالية والنقدية في هذا النظام بالاتساع والعمق والتطور، كما أنها تكون متصلة فيما بينها بشكل وثيق، وعليه فإن السوق النقدية لا تتطوي في دائرة البنوك فقط بل هي تشكل الشق القصير المدى للأسواق المالية؛
- تشكل الأصول المالية الحصة الأكبر في مكونات المحفظة المالية للمشروعات والوسطاء الماليين وكذا للعائلات، حيث تلجأ الوحدات الاقتصادية إلى توظيف مدخراتها في الأسواق المالية عن طريق الاكتتاب في الأصول المالية؛

¹ - ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران، الأردن، 1999، ص 435.

² - بقيق ليلى أسمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 132-133.

• تتميز الأسعار ومعدلات الفائدة في هذا النظام بالمرونة بسبب خضوعها لظروف العرض والطلب وبعيدا عن أي تدخل إداري، مما يجعلها تلعب دورها في تحقيق التوازن بين طلب وعرض رؤوس الأموال في الأسواق المالية؛

• تتميز المؤسسات المالية وعلى رأسها البنك المركزي بالاستقلالية خاصة اتجاه السلطة التنفيذية وهو ما يجعل درجة استقلالية البنك المركزي مرتفعة؛

• تعرف البنوك في هذا النظام ارتفاع في سيولتها واحتياطياتها الحرة، وهو ما يمكنها من منح قروض إضافية، دون أن تكون في حاجة إلى إعادة التمويل من طرف البنك المركزي (ينحصر دور المقرض الأخير) وهذا الوضع يظهر بوضوح ظاهرة مضاعف القرض.

تبعاً للخصائص السابقة، نستخلص أن السياسة النقدية تتبلور في الاقتصاديات المتقدمة في استخدام الأدوات الكمية والخاصة بالتأثير على عرض النقود، ويعتمد نجاحها على التعاون التام والثقة المتبادلة بين البنوك المركزية والبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية من ناحية، ومن ناحية أخرى يعتمد على وجود أسواق نقدية ومالية منظمة ومتقدمة، وبالتالي تؤدي تجاوب البنوك التجارية والمؤسسات المالية مع البنك المركزي إلى تحقيق الأهداف المرسومة للسياسة النقدية، وبالتالي تزيد من فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

ويؤدي وجود سوق نقدية كاملة ومنظمة تتعامل في قبول خصم الأوراق التجارية قصيرة الأجل إلى زيادة فعالية سعر الخصم في التأثير على الائتمان، عن طريق ما يحدثه من أثر على تكلفة خصم الأوراق التجارية الذي يمثل ائتمان قصير الأجل، كذلك يؤدي وجود سوق مالية كبيرة ومرنة تتعامل مع الأوراق المالية إلى زيادة فعالية عمليات السوق المفتوحة في التأثير على الائتمان، ومن ثم على عرض النقود عن طريق البنك المركزي عندما يدخل مشتريا أو بائعا لهذه الأوراق في هذا السوق.

وإذا أضفنا إلى ذلك النقود المصرفية التي تمثل الجزء الأكبر من كمية النقود المتداولة ومن ثم عرض النقود في هذه الدول، يتبين لنا أن تغيير نسبة الاحتياطي والسيولة يكون له دور فعال في التأثير على عرض النقود.

ومعنى ذلك أن الأدوات الكمية للسياسة النقدية إذا دعمت بالأدوات الكيفية تبين لنا الدور الفعال الذي يمكن أن تقوم به السياسة النقدية في التأثير على عرض النقود، ومن ثم على النشاط الاقتصادي في الاقتصاديات المتقدمة¹.

المطلب الثاني: فعالية السياسة النقدية في الدول النامية

يمكن اعتبار السياسة النقدية في الاقتصاديات النامية عموماً أقل فعالية منها في الاقتصاديات المتقدمة بسبب الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد القومي وعلاقته الاقتصادية الخارجية، وما يعانيه في كثير من الأحيان من تأثر بالتغيرات الاقتصادية والنقدية التي تحدث في العالم الخارجي، لذلك نجد أن بعض الأدوات الكمية للسياسة النقدية، مثل سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة يكون لها تأثير ضعيف يكاد في بعض الحالات لا يذكر، وإن الاعتماد كله ينصب على نسبي الاحتياطي والسيولة من ناحية والأدوات النوعية من ناحية أخرى.

وهناك العديد من الأسباب التي قد تحد من سلطة البنك المركزي وتحد من دور الجهاز المصرفي في القيام بالدور المطلوب، وبالتالي فإن ذلك يحد من فعالية السياسة النقدية في الدول النامية، وأهم هذه الأسباب ما يلي:

- تتميز الأسواق المالية والنقدية بالضيق وعدم التطور حيث أن غياب الأسواق المالية المتطورة يفقد سياسة سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة فعاليتها في التأثير على كمية الائتمان المصرفي وتكلفته، مقابل ذلك تستطيع البنوك المركزية في الدول المتقدمة تغيير سعر الخصم أسبوعياً على الأقل وقيام بنوكها المركزية يومياً ببيع وشراء السندات في السوق المالي، إلا أن هذه الإجراءات والتدابير التي تقوم بها البنوك المركزية في الدول المتقدمة يصعب تنفيذها وضمان النتائج المطلوبة في الدول النامية نتيجة لعدم قدرة مؤسساتها المصرفية والمالية على الاستجابة لتوجيهات البنك المركزي بحكم عدم توافر الأسواق المالية والنقدية المتطورة والتي ترافقها قلة تنوع الأصول المالية والنقدية المتمثلة في أدوات الائتمان القصير والطويل الأجل وقلة التعامل والتداول فيها؛
- الحداثة النسبية في نشأة البنوك والأجهزة المالية وفي مقدمتها البنوك المركزية؛

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك (أساسيات ومستحدثات)، دار الجامعية، مصر، 2007، ص ص 287-288.

- تخلف العادات المصرفية للمجتمع بالإضافة إلى تخلف عادات الأفراد والمؤسسات والمشاريع في التعامل بالأصول المالية المختلفة مقابل التمسك بالتعامل بالنقود الحاضرة تامة السيولة فضلا على حداثة الأجهزة والمؤسسات المالية والمصرفية، كل هذه العوامل مجتمعة أدت إلى فقدان السياسة النقدية لمعظم فعاليتها في التأثير على النشاط الاقتصادي، ومن ثم صعوبة تحقيق أهدافها التي تسعى إليها وفي مقدمتها تحقيق الاستقرار النسبي في قيمة العملة الوطنية والمساهمة في توفير معدلات مناسبة من النمو الاقتصادي¹؛
- تنتمي كثير من الدول النامية إلى مناطق نقدية تابعة للعالم الخارجي كمناطق اليورو والدولار الأمريكي، وبالتالي ترتبط القيمة الخارجية للعملة الوطنية عندئذ بقيمة العملة الأجنبية، كما يخضع التطور النقدي لتطور الأحوال النقدية للبلد المتبوع، لذلك تتضاءل سيطرة السلطات النقدية الوطنية على بعض الشؤون النقدية؛
- ضعف مرونة الاستثمارات لتغيرات سعر الفائدة بسبب ارتفاع درجة المخاطرة وانخفاض الكفاية الحدية لرأس المال، ولذلك فإن أي محاولة لزيادة الاستثمار تستلزم تخفيض سعر الفائدة انخفاضاً كبيراً وهو ما تحول دونه عدة اعتبارات هيكلية²؛

وبالرغم من تلك الأسباب المفسرة لاحتمالات ضعف فعالية السياسة النقدية في الاقتصاديات النامية إلا أنه لا يمكن لتلك الاقتصاديات الاستغناء عن السياسة النقدية، بل إن برامج الإصلاح الاقتصادي التي تتبناها كثير من تلك الاقتصاديات بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي، تشير إلى أن السياسة النقدية هي إحدى المحاور الرئيسية لتلك البرامج، بل إن الإصلاحات الاقتصادية تتجه إلى تقوية سوق النقد والمال وتحرير العملة الوطنية وغيرها من الإصلاحات التي ستزيد من فعالية السياسة النقدية في تلك الدول مستقبلاً.

¹ - ناظم نوري الشمري، مرجع سبق ذكره، ص ص 471-472.

² - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك (أساسيات ومستحدثات)، مرجع سبق ذكره، ص ص 288-289.

خلاصة الفصل

يعبر مصطلح السياسة النقدية عن تلك الإجراءات المطبقة من طرف السلطة النقدية بهدف التحكم في الأوضاع النقدية والائتمانية في الاقتصاد، تحقيقاً لأهداف عامة تتمحور حول تحقيق الاستقرار في الأسعار، زيادة حجم الناتج الوطني، رفع مستويات التشغيل وتحقيق التوازن الخارجي، وعن طريق أهداف وسيطة تتمثل في التحكم في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومراقبة المجمعات النقدية.

وتحقيقاً لأهداف السياسة النقدية تعتمد السلطة النقدية على أساليب مختلفة ومتنوعة، قد تكون غير مباشرة (إعادة الخصم، الاحتياطي القانوني والسوق المفتوحة) تستهدف التأثير في حجم النقد والائتمان وبما يسمح بتحقيق التوازن في سيولة السوق النقدية عن طريق حصر التغيرات في سعر الفائدة بشكل يتلاءم مع ظروف السوق واحتياجات التمويل.

وقد تكون هذه الأساليب مباشرة (تأطير القروض) تستهدف التأثير في نوع الائتمان ووجهته وتقتضي الموافقة المبدئية للسلطة النقدية على منح البنوك لأنواع معينة من القروض أو قيامها بأنواع معينة من الاستثمارات دون أن يكون لقوى السوق أي أثر على ذلك.

ترتبط طبيعة السياسة النقدية وفعاليتها ارتباطاً وثيقاً بطبيعة البنية الاقتصادية وخصائص الهيكل الاقتصادي، من حيث درجة تقدمه ونموه واستقراره، والتي تنعكس على درجة تطور أجزائه المالية وعليه يبدو من المنطقي أن تكتسي السياسات النقدية في الدول النامية خصائص معينة ترتبط بمميزات هذه الدول، فالسياسة النقدية في الدول النامية تتميز بمحدوديتها وقلة فعاليتها، حيث يرجع ذلك إلى ظروف وخصائص هذه الدول على غرار تكوينها المالي غير المتكامل، وجهازها النقدي محدود التطور والكفاءة وتختلف عاداتها المصرفية، ومحدودية أسواقها المالية، وعدم مرونة أجهزتها الإنتاجية.

الفصل الثاني: قنوات السياسة النقدية وفعالية قناة سعر الفائدة

المبحث الأول: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في قنوات انتقال آثار السياسة النقدية

المبحث الثالث: فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية

تمهيد:

تستعمل البنوك المركزية مجموعة من القنوات لنقل أثر السياسة النقدية إلى الأهداف النهائية تشمل على قناة سعر الفائدة، قنوات الإقراض، قنوات أسعار الأصول وقناة سعر الصرف، ترتبط فعالية هذه القنوات بمجموعة من العوامل كخصائص اقتصاد البلد ونظامه المصرفي والمالي.

يعتبر تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة التجزئة جزءًا مهمًا في انتقال آثار السياسة النقدية، إذ تؤثر تكلفة إعادة تمويل البنوك على مستوى البنك المركزي في أسعار الفائدة القصيرة، ثم ينتقل الأثر إلى أسعار الفائدة الطويلة، ما ينقل بدوره الأثر إلى مختلف أسعار الأصول، فتتدخل باقي القنوات للتأثير في الطلب الكلي (الاستهلاكي والاستثماري)، وبالتالي الأهداف النهائية.

مما سبق، يتناول هذا الفصل في المبحث الأول قنوات السياسة النقدية بالتفصيل، يتناول المبحث الثاني أهم العوامل التي تؤثر في فعالية هذه القنوات، يستعرض المبحث الثالث أهم الدراسات التي أجريت في كل من الدول المتقدمة والنامية بخصوص فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية ومحددات هذه الاستجابة.

المبحث الأول: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية

تتمثل قنوات إبلاغ السياسة النقدية في الميكانيزمات التي يتم من خلالها نقل قرارات البنوك المركزية إلى الأهداف النهائية لها، وتشمل:

المطلب الأول: قناة سعر الفائدة

تعتبر الآلية الرئيسية لانتقال أثر السياسة النقدية في النموذج الأساسي الكينزي IS/LM، وتتميز هذه القناة بميزة أساسية تتمثل في كون أسعار الفائدة الحقيقية وليست الاسمية هي التي تؤثر على قرارات المستهلكين والمؤسسات، كما أن أسعار الفائدة الحقيقية في المدى الطويل وليس القصير هي التي تؤثر بصفة كبيرة على الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري للأعوان الاقتصاديين، حيث يقوم البنك المركزي بتغيير أسعار الفائدة الرئيسية والتي تمثل أول حلقة لسلسلة التأثيرات المتعلقة بقرارات السياسة النقدية على مستوى الأسعار¹.

وفي ظل قناة سعر الفائدة فإن التغيرات في السياسة النقدية تتعكس في نهاية المطاف على أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل، والتي تؤثر على الطلب الكلي عن طريق تغيير حركة الاستثمار وقرارات الاستهلاك الدائمة، وهذا بدوره ينعكس على الناتج الإجمالي والأسعار، في ظل افتراض عدم مرونة الأسعار في المدى القصير².

وتكون هذه السياسة مقبولة في إطار نظرية التوقعات الرشيدة أين يمثل سعر الفائدة الحقيقي في المدى الطويل متوسط أسعار الفائدة المتوقعة في المدى القصير، وبهذا فإن ارتفاع أسعار الفائدة في المدى القصير يؤدي إلى ارتفاعها في المدى الطويل أيضا، يترتب على تغيرات الأسعار الأخيرة انخفاض الاستثمار والإنفاق على السلع المعمرة ومنه الطلب الكلي والتضخم، والعكس في حالة تبني سياسة نقدية توسعية.

وحسب النموذج الكينزي IS/LM فإن أثر السياسة النقدية على سعر الفائدة يزداد كلما انخفضت المرونة النسبية لدالة التفضيل النقدي، أي أن السياسة النقدية تكون فعالة وذات تأثير واضح عندما يكون الطلب على النقود لغرض السيولة منخفض المرونة وعندما يبقى ثابت ولا يتغير، أما إذا كانت دالة

¹- طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003 مذكرة ماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر 2004/2005 ص ص 74-75.

²- Jeevan kumar khundrakpam and Rajeev jain, monetary policy transmission in India : a peep inside the black box, munich personal RePEc archive, Girmany, june 2012, p 03.

التفضيل النقدي تامة المرونة عندئذ لن يكون للسياسة النقدية أي أثر على سعر الفائدة، ويحدث ذلك عادة في حالات الكساد عندما يقع الاقتصاد في فخ السيولة، حيث سيحتفظ المضاربون بأية كمية من النقود تقع في حوزتهم على شكل أرصدة نقدية عاطلة، كما أن الزيادة في النقود من قبل السلطات النقدية وطرحها في السوق لا تؤدي إلى استثمارها، وهذا يعني استحالة زيادة الناتج القومي عن طريق استخدام أدوات السياسة النقدية عندما تصل أسعار الفائدة إلى أدنى مستوى لها¹.

وقد قدم Taylor تحليلاً ممتازاً فيما يخص قناة سعر الفائدة، حيث بين أهمية هيكل سعر الفائدة في إطار انتقال أثر السياسة النقدية من الدائرة النقدية إلى الدائرة الحقيقية، أثبتت له التجارب بصفة أوسع أن أسعار الفائدة تحدث أثراً معتبراً على الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري مما يجعلها القناة الأقوى في انتقال أثر السياسة النقدية. وأصبح الاعتقاد (الذي تبناه العديد من الاقتصاديين) أن الصدمات النقدية التي لها مصدر كامن لإحداث رد فعل على متغيرات الدائرة الحقيقية، يتم تفهمها بصفة أفضل عن طريق أسعار الفائدة².

يبين ذلك Cechetti في دراسة لقنوات انتقال أثر السياسة النقدية من الدائرة النقدية إلى الدائرة الحقيقية أنه يجب التركيز على أسعار الفائدة أكثر من المجمعات النقدية كاستهدافات وسيطة، لأن البنوك المركزية تستعمل تغيرات الأسعار كاستهدافات وسيطة مما ينتج عنه أن آليات انتقال السياسة النقدية يتم التعرف عليها بسهولة كبيرة مقارنة بآليات الانتقال بواسطة الكميات، حيث تظهر عدة دراسات أكاديمية أن تغيرات أسعار الفائدة الرسمية لها أثر كبير في الاقتصاد الأمريكي مقارنة بالاقتصاد الأوروبي، وتوضح نتائج نموذج للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أن الأثر المترتب عن انخفاض أسعار الفائدة الرسمية بـ 100 نقطة قدر بارتفاع قدره 1.2 نقطة من الناتج المحلي الخام في مدة سنتين، مقارنة بـ 0.7 نقطة من الناتج المحلي الخام في الاتحاد الأوروبي وفقاً لنموذج للبنك المركزي الأوروبي³.

ولأن سعر الفائدة على مستوى البنك التجاري (ذو العلاقة بسعر الفائدة على مستوى البنك المركزي) يمثل تكلفة الإقراض بشكل خاص، فإن هذا الأمر يجعل سعر الفائدة يتطابق مع سعر الخصم المطبق من طرف البنوك التجارية، والذي يخضع بصفة أساسية للتكلفة المطبقة من قبل البنك المركزي على البنك التجاري فيما يتعلق بتمويله بطريقة إعادة خصم الأوراق التجارية، إذ يعد سعر الخصم متغيراً

¹ - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015، ص 124.

² - طيبة عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 76.

³ - نفس المرجع السابق، ص 76.

خارجيا بالنسبة للبنوك التجارية في حين أن سعر الفائدة المطبق من قبل البنوك التجارية فيعتبر متغيرا تابعا، وتقتضي سياسة التوسع النقدي تخفيض سعر الفائدة من خلال خفض سعر إعادة الخصم المطبق من طرف البنك المركزي، أما في حالة استهداف سياسة تقييدية يُرفع سعر إعادة الخصم ومن ثم سعر الفائدة المطبق على مستوى البنوك التجارية، مما يؤدي إلى انخفاض الإقبال على الاقتراض من طرف أرباب المشاريع وغيرهم فتتخفض حينئذ سيولة الاقتصاد¹، وتؤثر أسعار الفائدة على مختلف القرارات والمؤشرات الاقتصادية التي تساهم في تحديد مستوى الدخل القومي أهمها²:

- تشجيع الجمهور على الادخار وإيداع أموالهم في البنوك؛
- تشجيع الاستثمار وزيادة الطلب عليه؛
- المحافظة على رؤوس الأموال المحلية ومنع هروبها نحو الخارج وجذب رؤوس الأموال الخارجية؛
- المحافظة على استقرار سعر صرف العملة؛
- التأثير على حجم الكتلة النقدية من خلال توسيع أو تقليص الائتمان المحلي.

المطلب الثاني: قناة الأسعار

تدخل ضمن هذا العنصر كلا من قناة سعر الصرف وأسعار الأصول وهي موضحة كما يلي:

أولا- قناة سعر الصرف:

تأخذ قناة سعر الصرف مكانة كبيرة ضمن السياسات النقدية لعدد كبير من الدول خاصة تلك التي تبحث عن استقرار سعر صرف عملتها، مما يساعد على التحكم الجيد في التضخم عن طريق استقرار وانخفاض أسعار وارداتها، وتستخدم قناة الصرف كوسيلة لتنشيط صادرات عدد كبير من الدول النامية، كما تستعمل إلى جانب سعر الفائدة في استقطاب الاستثمار الأجنبي من طرف الدول المتقدمة وبعض الدول النامية³.

وبسبب توسع التجارة الدولية والتكامل الاقتصادي بين الدول وتأثير أسعار الصرف المرنة زاد الاهتمام بتأثير السياسة النقدية على صافي الصادرات والنتائج الكلي عبر أسعار الصرف، وتعمل هذه القناة من خلال تأثيرات أسعار الفائدة، حيث أن انخفاض أسعار الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض حجم

¹- بن عبد الفتاح دحمان، سعر الفائدة ومحدوبيته في علاج الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجا)، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 06/05 ماي 2009، ص ص 07-08.

²- بنايبي فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص 131.

³- عمروش شريف، مرجع سبق ذكره، ص 71.

الودائع الأجنبية في البلد المعني، ومن ثم انخفاض قيمة العملة المحلية بالمقارنة مع العملات الأجنبية والتي أصبحت نادرة نسبيا في سوق الصرف. هذا ما يجعل السلع المحلية أكثر تنافسية بالمقارنة مع السلع الأجنبية، مما يؤدي إلى ارتفاع صافي الصادرات، ومن ثم زيادة الناتج الكلي المحلي¹.

وبمعنى آخر فإن الانخفاض في قيمة العملة المحلية يؤدي إلى زيادة في الصادرات، حيث تصبح السلع المحلية أكثر تنافسية للمستهلكين الأجانب، وهذا الانخفاض في قيمة العملة المحلية يجعل النظام المالي المحلي أقل جاذبية، أي أن هناك انخفاض في الطلب المحلي على العملة المحلية لصالح العملات الأجنبية، هذا ما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية².

ثانيا- قناة أسعار الأصول: تعبر هذه القناة عن وجهة نظر أنصار المدرسة النقدية الذين يعتبرون أن تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد ينتقل عبر قناتين رئيسيتين وهما:

1- قناة توبين للاستثمار:

تعتبر قناة توبين للاستثمار نظرية حركية في الاستثمار مبنية على أساس أن الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل إلى تكلفة استبدال رأس المال³، وهي النسبة التي تسمى نسبة أو معامل Q، فإذا أشرنا إلى القيمة السوقية للأصل بـ M و تكلفة استبدال رأس المال بـ R، فإن:

$$Q = \frac{M}{R}$$

وإن الزيادة في كمية النقود تعني أن الأعوان الاقتصاديين يحوزون على سيولة كبيرة مقارنة بالمستوى المطلوب مما يستوجب خفضها عن طريق الإنفاق في السوق المالية، الأمر الذي يزيد من الطلب على الأسهم فترتفع أسعارها. حيث تربط هذا الأثر مع أثر ارتفاع أسعار الأسهم، فيؤدي إلى ارتفاع المعامل Q فيرتفع حجم الاستثمار، وبالتالي الناتج المحلي الإجمالي. والعكس في حالة انخفاض كمية النقود⁴.

¹ - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، مركز يزيد، الأردن، 2006 ص343.

² - Clément Muletier, La politique monétaire non conventionnelle de la Réserve Fédérale américaine Université de Strasbourg, Institut d'Etudes Politiques de Strasbourg, 2011, p 19.

³ - إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2009، رسالة ماجستير منشورة في قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010/2011، ص 64.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص ص 64-65.

يسمح ارتفاع أسعار الأسهم بتوسع الشركات في الاستثمار عن طريق إصدار أسهم جديدة والحصول على التمويل، ما يزيد من الناتج الحقيقي.

2- أثر الثروة على الاستهلاك:

لقد ظهر دور الثروة في تأثيرها على الاستهلاك في ظل نظرية دورة الحياة، والتي ترى أن الفرد يجب أن يحصل على استهلاك مستقر ليس فقط لفترة زمنية محددة وإنما طيلة حياته، والفرد يحصل على تيار من الدخل يكون منخفضاً نسبياً في بداية وأواخر سنوات حياته في حين يكون مرتفعاً في مرحلة شبابه، ووفق هذه النظرية فإن الفرد يدخر أكثر في مرحلة شبابه ولهذا يكون الدخل أكبر من الاستهلاك خلال هذه المرحلة، أما بعد ذلك فلا يكون للفرد مصدر لتمويل استهلاكه سوى السحب من المدخرات السابقة، فالاستهلاك إذن يساوي نسبة الحياة العملية إلى العمر الزمني للفرد مضروبة في الدخل، ومن ثم يتوقف الاستهلاك على القيمة الحالية لثروة الإنسان، فهذه النظرية تفترض تعاضم المنفعة الإجمالية التي يحصل عليها الأفراد نتيجة الاستهلاك طوال حياتهم¹.

انطلاقاً من نموذج دورة الحياة تؤدي السياسة النقدية التوسعية في شكل تخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى تحفيز الطلب على الأصول مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، إلى جانب ذلك فإن تخفيض أسعار الفائدة يؤدي إلى تخفيض سعر الخصم المطبق على الدخل والخدمات والتدفقات النقدية المرتبطة بالأسهم والمنازل وغيرها من الأصول، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، والزيادة الناتجة في إجمالي الثروة سوف تحفز الاستهلاك العائلي والطلب الكلي، وحسب نموذج دورة الحياة فإن قناة أثر الثروة تعمل من خلال أسعار الأصول، وبالتالي تعتبر قناة هامة في نقل أثر السياسة النقدية².

المطلب الثالث: قناة الائتمان

إن الزيادة في معدلات الفائدة التي يفرضها البنك المركزي على البنوك، تؤدي بهذه الأخيرة إلى رفع أسعار الفائدة على القروض، هذا الموقف يدفع البنوك للحد من الإقراض، وبالتالي فإن فرض قيود

¹ - بقيق ليلي أسهمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 121-122.

² - Jean boivin et al, how has the monetary transmission mechanism evolved over time ?, Finance and economics discussion series divisions of research and statistics and monetary affaire Federal reserve board washington, 2010, p 12.

الاتمائية لبعض الوكلاء والأسر أو الشركات الصغيرة يمكن أن يكون أحد قنوات انتقال آثار السياسة النقدية¹، ونميز بين:

أولاً- قناة الإقراض الضيقة:

توضح هذه القناة بأن البنوك تؤدي دوراً مهماً في النظام المالي، بسبب أنها مهينة بشكل جيد لحل مشاكل عدم تماثل المعلومات في أسواق الائتمان، وبسبب هذا الدور المميز للبنوك فإن بعض المقترضين لا يمكنهم الوصول إلى أسواق رأس المال ما لم يقترضوا من البنوك. وتزداد أهمية هذه القناة بالنسبة للمشروعات الصغيرة والتي تعتمد بصورة رئيسية على قروض البنك بالمقارنة مع المشروعات الكبيرة، والتي بإمكانها الوصول إلى أسواق رأس المال مباشرة من خلال أسواق الأسهم والسندات، وليس فقط من خلال البنوك².

تعتمد هذه القناة على تدفقات القروض داخل النظام المصرفي مع التركيز على نتائج شروط منح الائتمان للأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي، ووفق هذه القناة تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى زيادة عرض القروض البنكية نتيجة الزيادة في حجم الاحتياطات والودائع لدى البنوك، وبالتالي يزيد حجم الإنفاق الاستثماري وكذا الاستهلاكي (المشتريات من السلع الاستهلاكية المعمرة)، وهو ما ينعكس على زيادة الأسعار والناجح الإجمالي، وتحدث الآثار العكسية في حالة السياسة النقدية التقييدية³.

ثانياً- قناة الميزانية (قناة الإقراض الموسعة):

تقوم هذه القناة على توضيح العلاقة بين صدمات السياسة النقدية وقرارات الاستثمار التي تتخذها الشركات، من خلال تأثير الصدمات في الوضع أو الموقف المالي للشركة، ومؤدى هذه القناة هو أن علاوة التمويل الخارجي التي يتحملها المقترض تعتمد بشكل أساسي على وضعه المالي (أي وضع المؤسسة المقترضة)، حيث يؤدي انخفاض صافي قيمة أصول الشركات إلى تزايد مخاطر مشكلة عدم تماثل المعلومات (مخاطر الاختيار السيئ ومخاطر سوء النية)، مما يؤثر في حجم الائتمان

¹- Ibrahim diallo, la politique monétaire dans la zone UEMOA, mémoire de maitrise, Ufr de science economiques et gestion, Universite Gaston Berger de saint-louis, sénégal, 2007/2008, p 30.

²- عمروش شريف، مرجع سبق ذكره، ص 346.

³- بقيق ليلي أسهان، مرجع سبق ذكره، ص 124.

الممنوح لتلك الشركات وبالتالي انخفاض الاستثمار والنتائج¹.

فانخفاض أسعار الفائدة نتيجة تبني السياسة النقدية التوسعية، يؤدي إلى ارتفاع الأسعار السوقية للأصول المالية والحقيقية، أي ارتفاع العوائد المتوقع الحصول عليها من أصول الوحدات الاقتصادية وبالتالي ارتفاع صافي ثروة هذه الوحدات وانخفاض علاوة التمويل الخارجي، وهو ما ينعكس إيجاباً على قدرتها على الاقتراض، فيزيد حجم إنفاقها الاستثماري المالي والحقيقي وكذا إنفاقها الاستهلاكي ومن ثم زيادة حجم الطلب الكلي وارتفاع حجم الناتج الإجمالي المحلي².

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في قنوات انتقال آثار السياسة النقدية

يتأكد مما ورد سابقاً في الجوانب النظرية لقنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي أن النظام المالي يشكل الوسيط بين مختلف قرارات البنك المركزي والقطاع الحقيقي، إذ يتأكد في كل مرة أن النظام المالي يؤدي دوراً هاماً في تحديد أهمية وفعالية مختلف القنوات المعروضة، أي أن هيكل وخصائص هذا النظام تؤدي دوراً حاسماً في فعالية السياسة النقدية وقنواتها.

تحدد أهمية قنوات السياسة النقدية في أي اقتصاد بعدد من العوامل، ويقصد بأهمية أي قناة مدى وجودها واستخدامها عملياً في نقل قرار البنك المركزي للتأثير في الطلب الكلي، وبالتالي بلوغ الهدف أو الأهداف المراد تحقيقها، وتركز أغلب الدراسات في هذا المجال على العوامل التي تحدد أهمية كل قناة على حدة، لذلك يسعى هذا المطلب إلى تبيان وتلخيص مجموعة العوامل التي تشكل المحددات الأساسية لفعالية القنوات.

في هذا الإطار، فإن القنوات السابقة المعروضة في المبحث الأول لا تعمل في الواقع العملي بنفس الآلية، بل ترتبط بخصائص كل اقتصاد وخصائص هيكله المالية على وجه الخصوص، وتتشكل عملياً قنوات انتقال آثار السياسة النقدية بالعديد من العلاقات بين عدة متغيرات مالية واقتصادية كلية وجزئية، إذ يدخل في هذه الآلية متغيرات خاصة بالاقتصاد الكلي (سعر الصرف، تطورات وخصائص أسواق رأس المال، حجم ومستوى الانفتاح الاقتصادي والمالي)، ومتغيرات خاصة بوضعية وميزانيات الأعوان الاقتصاديين الماليين وغير الماليين على المستوى الجزئي (البنوك والمؤسسات المالية، الأسر والشركات المنتجة)، ويمكن تلخيص المتغيرات الأساسية في انتقال آثار السياسة النقدية في أسعار الفائدة الرسمية،

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص ص 127-128.

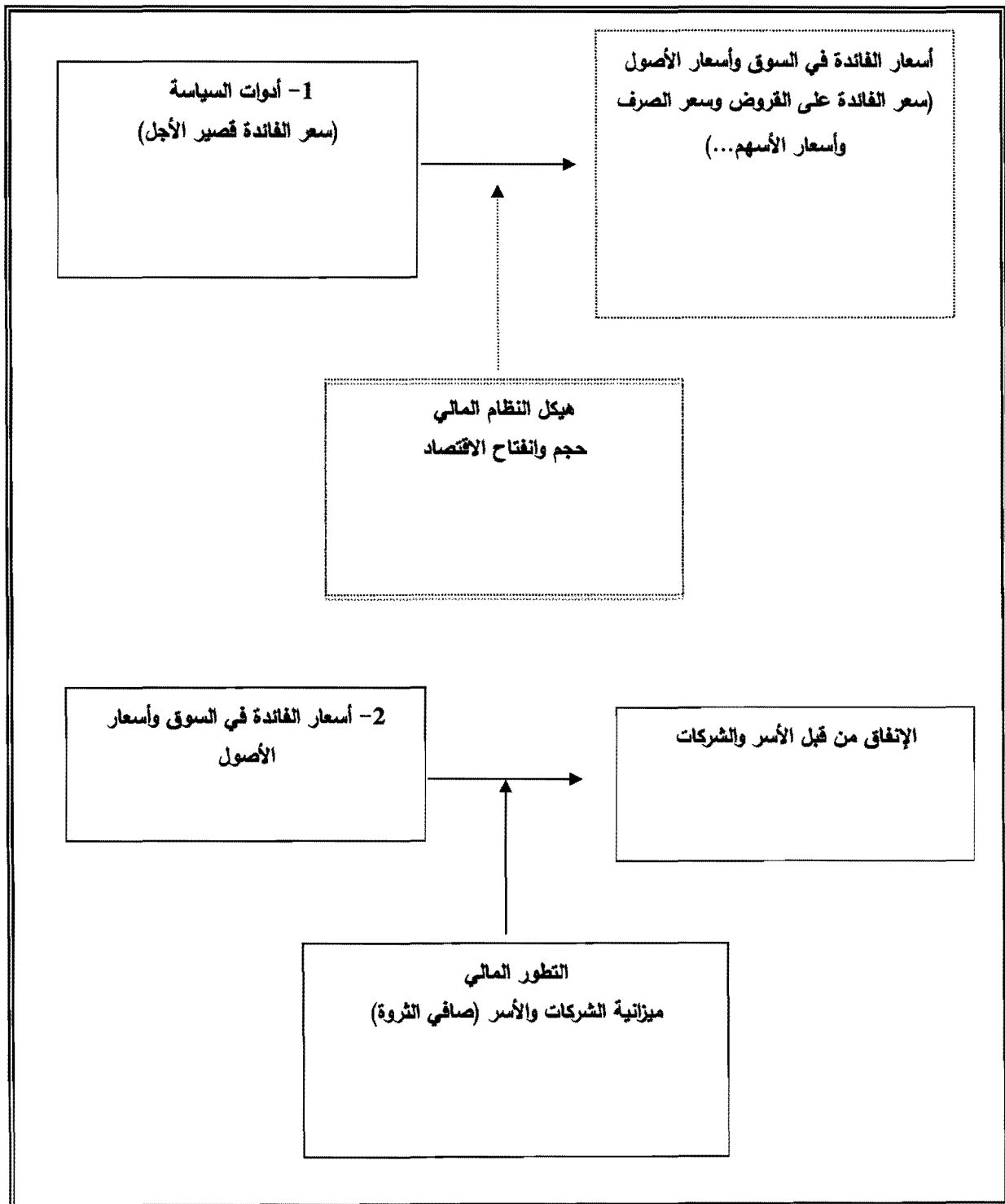
² - بقيق ليلي أسهمان، مرجع سبق ذكره، ص 124.

أسعار الفائدة في السوق، أسعار فائدة الودائع والقروض (التجزئة)، ميزانيات الوسطاء الماليين والأعوان الاقتصاديين غير الماليين، سعر الصرف، أسعار الأصول المالية والعقارية، هيكل الطلب والعرض خاصة ما يرتبط بمستوى جمود الأسعار والأجور، وينتقل تأثير السياسة النقدية عن طريق تعديلات تحدث بين مختلف المتغيرات السابقة استجابة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي.

وبغرض تبيان مختلف العوامل التي تساهم في التأثير في فعالية القنوات المختلفة للسياسة النقدية، وخاصة النظام المالي والهياكل المالية، من المفيد إعادة التذكير بمسار قرارات السياسة النقدية وانتقالها إلى القطاع الحقيقي، عن طريق تحديد مراحل انتقال الأثر من بداية اتخاذه من طرف البنك المركزي إلى القطاع الحقيقي والأسعار، أي انتقال تغيرات سعر الفائدة الرسمي إلى الناتج الحقيقي والأسعار، ويمكن تحديد مرحلتين لذلك؛ ففي مرحلة أولى ينتقل تأثير سعر الفائدة الرسمي إلى تغيير أوضاع سوق النقد، وفيها تستجيب أسعار الفائدة في السوق النقدية لتغيرات سعر الفائدة الرسمي، وهي أساسا أسعار الفائدة القصيرة الأجل، أسعار الفائدة طويلة الأجل الحقيقية، أسعار الفائدة على القروض والإيداع المختلفة (التجزئة)، أسعار الأصول المالية والعقارية، وسعر الصرف، بمعنى تحدث تغيرات في إعادة تخصيص مختلف الأصول في محفظة الأعوان الاقتصاديين (الأسر والشركات)، وتتأثر ميزانياتهم كذلك، وفي مرحلة ثانية يستجيب الطلب الكلي للتغيرات في أسعار الفائدة طويلة الأجل الحقيقية، تطورات سوق الإقراض، أسعار الأصول المالية والعقارية، وسعر الصرف، وفي النهاية يستجيب القطاع الحقيقي والمستوى العام للأسعار لتغيرات الطلب الكلي الاستهلاكي والاستثماري¹. وانطلاقا من المراحل السابقة، يمكن تبيان مكانة النظام المالي والهياكل المالية كأهم العوامل المؤثرة في فعالية آلية انتقال آثار السياسة النقدية، في مرحلتين أساسيتين يلخصهما الشكل رقم (02) الموالي:

¹ - Benoît Mojon, Structures financières et transmission de la politique monétaire en Europe : analyses comparatives de l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, CEPII, document de travail n° 98-12, Octobre 1998, P P 9-10.

الشكل رقم (02): مكانة النظام المالي والهياكل المالية في قنوات انتقال آثار السياسة النقدي



Source: Norman Loayza and Klaus Schmidt- Hebbel, **Monetary policy Functions and Transmission Mechanism**, Central Bank of Chile, Santiago, Chile, 2002, p 8.

وانطلاقاً من الشكل السابق ومن تتبع مسار قرار البنك المركزي إلى غاية التأثير في الأسعار والقطاع الحقيقي، يمكن تبيان العوامل المؤثرة في نقل الأثر النقدي في كل مرحلة فيما يلي:

المطلب الأول: العوامل المؤثرة في نقل الأثر النقدي في المرحلة الأولى

وفي هذه المرحلة ولنقل أثر السياسة النقدية (التوسعية مثلاً)، تتدخل العوامل المالية والاقتصادية

التالية:

الفرع الأول: في قناة الإقراض الضيقة

كنتيجة للسياسة النقدية التوسعية، تتخفص تكلفة القروض، ويزداد عرض القروض، وانخفاض تكلفة القروض مشروطة بما سبق ذكره من عوامل كاستجابة لسعر الفائدة الرسمي، أو لأسعار فائدة السوق، أما زيادة عرض القروض فيعتمد إلى جانب انخفاض التكلفة على مستوى اعتماد ولجوء البنوك إلى إعادة التمويل على مستوى البنك المركزي، وبه يتحدد تأثير السياسة النقدية على عرض القروض ويخضع بدوره لخصائص النظام البنكي، ويمكن تحديد أربعة عوامل تؤثر في ذلك تتمثل في مستوى السيولة، حجم البنوك، الفعالية (مستوى الربحية مثلاً)، ورأس المال (رأس المال إلى إجمالي الأصول، أو رأس المال إلى الأصول المرجحة بالمخاطر مثلاً)¹، ففي ما يتعلق بمستوى سيولة البنوك فإنه يحدد تبعيتها لإعادة التمويل على مستوى البنك المركزي، وفي مستوى توفر بدائل متاحة أمام البنوك لتعبئة موارد تجعلها في عنى عن البنك المركزي، وهذا السلوك موجود في الإبداعات المالية (عمليات التوريق، لأنها أدت إلى تخفيف قيود الإقراض)، أما العامل الثاني فيرتبط بحجم البنوك نفسها فإذا كان هناك عدد قليل من البنوك ذات الحجم الكبير تسيطر على السوق، فإنها ستحدد تكلفة وحجم القروض بشكل شبه مستقل عن قرارات البنك المركزي، في حين يرتبط العامل الثالث بفعالية البنوك وكفاءتها، وكلها قد تعكس الملاءة المالية للبنوك وربحيتها، فمثلاً في أوقات الأزمات تكون البنوك التي تمتلك أحسن الأصول وذات السيولة الجيدة أقل تأثر بقرارات السياسة النقدية، وسيؤكد ذلك في حالة أزمة الرهن العقاري.

في حين يرتبط العامل الأخير بحجم رأس المال للبنوك، وهناك مجموعة واسعة من القيم الممكنة لتحديد تأثير حجم رأس مال البنك على أصوله وبالتالي مستوى إقراضه، وفي هذا الصدد فإن البنوك التي

¹ - Aleksandar Jacimovic, **interbank market structure and the bank lending channel of monetary policy transmission**, M2 research project, 20 November 2012, p 3.

تمتاز بحجم كافي من رأس المال أو التي تكون قادرة على بلوغ مصادر إضافية لرأس المال، هي التي تكون قادرة على استيعاب الخسائر في رأس المال دون تقليص الأصول وبالتالي مستوى الإقراض¹.

إذن تعتمد قناة الإقراض الضيقة في نقل قرارات السياسة النقدية على خصائص وهيكل النظام البنكي، وهو جزء مهم من النظام المالي.

الفرع الثاني: في قناة الإقراض الموسعة

ترتفع أسعار الأصول المالية والحقيقية تبعا للسياسة النقدية التوسعية، ما يساهم من تحسن صافي الثروة للأعوان الاقتصاديين غير الماليين، ولا يمكن الكلام عن تحسن صافي الثروة ما لم يمتلك الأعوان الاقتصاديين أصولا مالية وحقيقية في محفظة الثروة، وبالتالي فإن أسواق رأس المال كجزء من النظام المالي تؤدي دورا مهما في نقل أثر السياسة النقدية، ويعتمد ذلك أساسا على درجة تطور هذه الأسواق، وسيولتها وعمقها، ما سيزيد من الأعوان الاقتصاديين غير الماليين عليها.

الفرع الثالث: في قناة أسعار الأصول المالية والحقيقية

ترتفع أسعار الأصول الحقيقية تبعا للسياسة النقدية التوسعية، وعلى غرار قناة الإقراض الموسعة، يستلزم وجود فعالية قناة أسعار الأصول المالية والحقيقية، توفر أسواق رأس مال متطورة تعكس تطورات الأسعار، وتكون مجالا للتوظيف لوحدات الفائض، ومجالا للإقراض لوحدات العجز.

ويمكن إدراج متغير مهم يؤثر في أهمية قناة الإقراض الموسعة، وقنوات أسعار الأصول المالية والحقيقية يتمثل في التحرير المالي، والذي ساهم في زيادة مكانة أسواق رأس المال في تعبئة الادخار وتخصيصه، وبالتالي زيادة مكانة الأصول في محفظة الأسر والشركات المنتجة، ولهذا تميل هذه القنوات إلى لعب دور أكبر في الدول التي تعتمد على التمويل المباشر، عكس الدول التي تعتمد على التمويل غير المباشر.

الفرع الرابع: في قناة سعر الصرف

ترتفع أسعار الصرف كاستجابة للسياسة النقدية التوسعية، هذه الاستجابة تعتمد على حجم الاقتصاد، مستوى انفتاحه على العالم الخارجي، ومستوى حرية حركة رأس المال، كلها عوامل تحدد قدرة السلطة النقدية على تحديد أسعار الفائدة المحلية وتأثيرها في سعر الصرف²، ففي الاقتصاديات الصغيرة

¹ - Jose M. Berrospide and Rochelle M. Edge, *The Effects of Bank Capital on Lending: What Do We Know, and What Does It Mean?*, International Journal of Central Banking, December 2010, p6.

² - Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, *Op-cit*, P 9.

المنفتحة تجاريا وماليا على العالم الخارجي وذات سعر الصرف المعوم، هذا الأخير يمتاز بالتذبذب استجابة لتغيرات أسعار الفائدة ولحركة رأس المال من وإلى الخارج، ولا شك أن ذلك يستلزم نظاما ماليا متطورا يمتاز بأسواق رأس مال متطورة، ما يوفر فرصا لتوظيف الأموال للمقيمين وغير المقيمين لتتولد حركة رأس المال داخليا وخارجيا.

مما سبق يتضح في هذه المرحلة أن استجابة أسعار الفائدة في السوق، أسعار فائدة التجزئة عرض القروض، أسعار الأصول المختلفة، سعر الصرف يعتمد على هيكل النظام المالي وخصائصه حجم الاقتصاد، ودرجة انفتاحه ماليا وتجاريا، ما يعني أن النظام المالي في قلب نقل قرارات البنك المركزي إلى القطاع الحقيقي في المرحلة الأولى.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في نقل الأثر النقدي في المرحلة الثانية

يتغير خلال هذه المرحلة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري للأعوان الاقتصاديين غير الماليين تبعا لتغيرات أسعار الفائدة السوقية، عرض القروض، أسعار الأصول المختلفة وسعر الصرف، وهذا التغير بدوره يرتبط بتغير دخل وثروة الأعوان غير الماليين، وهو بدوره تابع لتطور حجم وتكوين ميزانيات الأسر والشركات المنتجة، هذا الأخير متعلق بدرجة تطور النظام المالي، وانطلاقا مما سبق ذكره يمكن تحديد العوامل المؤثرة في نقل الأثر النقدي في هذه المرحلة في¹:

الفرع الأول: قناة الإقراض الضيقة

يتغير استهلاك الأسر واستثمار الشركات المنتجة تبعا لتغير عرض القروض، فزيادة هذا الأخير يزداد إنفاق الأسر والشركات المنتجة، ويعتمد ذلك على مدى اعتماد وحدات العجز غير المالية في تمويل استهلاكها واستثمارها على القروض البنكية، وبقييم البنوك لمدى قدرتها على سداد ديونها في المستقبل. إذ قد تعتمد على التمويل الذاتي، أو على التمويل المباشر من أسواق رأس المال، ما يلغي أي دور لقناة الإقراض في التأثير في الطلب الكلي للأسر والشركات المنتجة.

الفرع الثاني: قناة الإقراض الموسعة

كنتيجة لتحسن صافي الثروة للأسر والشركات لارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية، ما يشجع البنوك على زيادة إقراضها لها لزيادة الاستهلاك والاستثمار، لانخفاض المخاطر لأنها توفر ضمانات أكبر، ويعتمد ذلك أساسا على مدى تضمن ميزانياتهم على هذه الأصول ومدى استخدامها كضمانات مقابل القروض، إضافة إلى مدى قبولها من طرف البنوك، مع معرفة مدى استمرار الارتفاع أو

¹ - فليب كرم، السياسة النقدية (النظم، الأموات، الأهداف، وآلية انتقال الآثار)، معهد صندوق النقد الدولي، فيفري 2008 ص 20.

كنتيجة لتحسن صافي الثروة للأسر والشركات لارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية، ما يشجع البنوك على زيادة إقراضها لها لزيادة الاستهلاك والاستثمار، لانخفاض المخاطر لأنها توفر ضمانات أكبر، ويعتمد ذلك أساساً على مدى تضمن ميزانياتهم على هذه الأصول ومدى استخدامها كضمانات مقابل القروض، إضافة إلى مدى قبولها من طرف البنوك، مع معرفة مدى استمرار الارتفاع أو الانخفاض في أسعارها خلال مدة القرض، وبالتالي مدى قدرتها على سداد الديون، كلها عوامل ترتبط بالتطور المالي وظروف وتطورات الأسواق.

الفرع الثالث: أسعار الأصول المختلفة

ينعكس ارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية في زيادة استثمار الشركات المنتجة وفي بناء عقارات جديدة، ويرتبط ذلك بعدة عوامل، أولها أن تكون أغلب الشركات المنتجة المهمة في الاقتصاد مسعرة في السوق المالي، وذلك يستلزم أسواق مالية وعقارية متطورة، إضافة إلى ذلك، قد ترتفع أسعار الأسهم للشركات، لكنها لا تتوسع في إصدار أسهم جديدة للتوسع في الاستثمار، بل تلجأ إلى توظيف فوائدها في أسواق رأس المال، لأنها أكثر ربحية، نتيجة التحرير المالي الذي غذى الربحية الناتجة عن المضاربات في أسواق رأس المال على حساب الربحية الناتجة عن الاستثمارات المنتجة (سيوضح ذلك لاحقاً). أما بالنسبة لتغير استهلاك الأسر لزيادة دخولها بفعل ارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية فإنه يعتمد على عدة عوامل، تتمثل في مدى امتلاك الأسر لهذه الأصول في ميزانياتها (إذ قد تقوم بإيداع فوائدها في البنوك بدلاً من توظيفها في الأسواق رأس المال)، ومدى استخدامها (الدخول الناتجة عنها) في تمويل الاستهلاك، آجال استحقاق الأصول المختلفة، وتوجهات أسعارها في المستقبل، إذ قد يكون الارتفاع أو الانخفاض فيها مؤقتاً.

الفرع الرابع: قناة سعر الصرف

نميز بين انتقال الأثر المباشر إلى الأسعار والأثر غير المباشر إلى الطلب الكلي، بالنسبة للأثر المباشر فإن ارتفاع سعر الصرف سوف يمارس أثراً مباشراً على أسعار الواردات باتجاه ارتفاعها وهو ما يعني ارتفاع مؤشر أسعار الاستهلاك، وبالتالي على مختلف أسعار السلع المحلية، وهذا الأمر يرتبط بعدة عوامل، تتمثل في تاريخ التضخم في البلد، ومستوى الانفتاح التجاري، في حين يتمثل الأثر غير المباشر في انخفاض في نسبة الأسعار المحلية مقارنة بالأجنبية وبالتالي ارتفاع الأرباح من الصادرات في ظل تعدل الأسعار ببطء، وبالتالي زيادة الطلب على السلع المحلية، ويعتمد ذلك على مدى مرونة الجهاز الإنتاجي وقدرة الشركات المحلية على تغطية الطلب المتزايد على المنتجات المحلية محلياً ودولياً.

مما سبق فإن تغير الطلب الكلي الاستهلاكي والاستثماري كاستجابة لتغيرات عرض القروض صافي الثروة، أسعار مختلف الأصول وسعر الصرف يرتبط بحجم وتكوين ميزانيات الأسر والشركات المنتجة، وهو بدوره يرتبط بمستوى التطور المالي للبلد محل الدراسة، ففي الدول ذات النظم المالية المتخلفة، نلاحظ ضعفا في الخدمات المالية والمنتجات المالية، ما يعني غياب هذه الأصول في ميزانيات وحدات العجز إلى حد كبير، وبالتالي فإن استثمارها واستهلاكها (الطلب الكلي) لا يتحدد بتطورات أسعار هذه الأصول، والعكس في الدول المتقدمة، أين يكون النظام المالي متطورا ومتنوعا في أسواقه، منتجاته ومؤسساته المالية، ما يوفر بدائل للأسر والشركات في الإقراض، الإيداع والتوظيف، وبالتالي فإن أسعار مختلف الأصول تعتبر محددًا هامًا للطلب الكلي في الاقتصاد.

إلى جانب المرحلتين السابقتين هناك مرحلة أخيرة ترتبط باستجابة الأسعار والنواتج الحقيقي لتغيرات الطلب الكلي، وهي غير موجودة في الشكل السابق.

حيث ترتبط هذه المرحلة باستجابة الأسعار لتغير الطلب الكلي، إذ تتوقف السرعة التي تتحول بها التغيرات في الإنفاق إلى ضغوط سعرية على درجة جمود الأسعار ومدى مرونة الاقتصاد، ففي الأجل الطويل يتحدد مستوى الناتج أساسا بالعوامل المتعلقة بجانب العرض، كالنقد التكنولوجي، رصيد رأس المال، وحجم القوى العاملة، أما في الأجل القصير فغالبا ما تؤدي زيادة الطلب الكلي بما يتجاوز الناتج الممكن إلى خلق ضغوط تضخمية في الاقتصاد، من خلال عدة قنوات كزيادة الطلب على العمالة الضغوطات على الأجور، ارتفاع تكلفة وحدة العمل، وتؤدي التعديلات البطيئة في الأجور الحقيقية والأسعار النسبية الأخرى إلى آثار مطولة للطلب الكلي على القطاع الحقيقي، ما يستلزم إصلاحات هيكلية تستهدف تعزيز مرونة أسواق العمل والسلع، بما يساهم في تحقيق مستويات نمو مرتفعة وغير تضخمية¹.

وهذه القنوات تختلف من دولة إلى أخرى، وبحسب وضع الاقتصاد السائد في كل دولة وهيكل ودرجة تطور نظامها المالي، إذ تؤكد جليا أن هيكل وخصائص النظام المالي لأي اقتصاد يعتبر المحدد الأساسي لفعالية القنوات المختلفة للسياسة النقدية.

¹ - فليب كرم، السياسة النقدية (النظم، الأدوات، الأهداف، وآلية انتقال الآثار)، معهد صندوق النقد الدولي، فيفري 2008 ص 20.

المبحث الثالث: فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية

قبل التطرق إلى الدراسة التجريبية لانتقال أثر سعر الفائدة الرسمية إلى أسعار فائدة التجزئة في الجزائر، لابد من إلقاء نظرة عامة على نتائج بعض الدراسات التجريبية في الدول الأخرى المتقدمة والنامية.

المطلب الأول: استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية (خلاصة بعض الدراسات)

هناك دراسات قياسية وتجريبية كثيرة اهتمت ببحث آلية انتقال أثر أسعار الفائدة الرسمية إلى أسعار فائدة التجزئة في مختلف الدول باختلاف خصائصها وأنظمتها الاقتصادية، والدراسات التي تم الإطلاع عليها كثيرة، أجريت أغلبها على الدول المتقدمة، منها عدد قليل تناول هذا الموضوع في الدول النامية.

الفرع الأول: الدراسات في الدول المتقدمة

تعددت الدراسات الاقتصادية لتأثير أسعار الفائدة المركزية على أسعار فائدة التجزئة في

الأدبيات الاقتصادية، إذ وجد أن التوقعات الصحيحة أو الخاطئة بشأن توجه البنك المركزي فيما يخص أسعار الفائدة الرسمية تؤثر على أداء السياسة النقدية، فعندما تتوقع البنوك زيادة في أسعار الفائدة الرسمية فإن سعر الفائدة على القروض يعدل بشكل أسرع بالمقارنة مع سعر الفائدة على الودائع، أي أنه إذا كانت السياسة النقدية فعالة وذات كفاءة فإنها تؤثر على سرعة استجابة أسعار فائدة التجزئة.

إن الاختلالات المالية قد تسبب تقلبات كبيرة في المجالات الاقتصادية بشكل عام وتذبذب في أسعار الفائدة بشكل خاص، حيث أن وجود الاختلالات المالية يؤدي إلى وجود ما يسمى بحالة عدم تماثل المعلومات، ولهذا السبب يلجأ المقرضون إلى طلب ضمان لأصولهم، على سبيل المثال: ميزانية عمومية متدهورة لأحد الشركات نظرا لانخفاض أسعار أصولها سببها هو زيادة في أسعار الفائدة الرسمية ومنه عدم قدرة الشركة على الاقتراض، مما يؤثر في نهاية المطاف على الاستثمار، ومن هنا يبدأ ظهور حلقة مفرغة أين يؤدي انخفاض وتراجع النشاط الاقتصادي إلى انخفاض أسعار الأصول ومنه زيادة الشروط للحصول على التمويل.

وقد تم شرح جمود أسعار فائدة التجزئة من خلال صياغة نظرية التكاليف، فهذه النظرية ترى أن الشركات سوف تغير أسعارها عندما تكون الأرباح التي تستفيد منها أعلى من تكاليف تغيير الأسعار

وبالتالي إذا كان سعر الفائدة الرسمي صغير ومؤقت والتكاليف المرتبطة بتغيير أسعار فائدة التجزئة أعلى فإن البنوك تقوم بتغييرها¹.

إن البنوك عندما تتوقع مخاطر مرتفعة تميل إلى زيادة الفرق بين أسعار الفائدة على الإقراض من جهة وأسعار الفائدة على الودائع من جهة أخرى، فالمقترضون الذين يقبلون أسعار فائدة مرتفعة من المرجح أن تكون مشروعاتهم ذات جودة ضعيفة، أما المقترضون الذين يرغبون بالحصول على استثمارات أقل مخاطرة من المحتمل أنهم لا يقومون بالاقتراض إذا ارتفعت أسعار الفائدة، نظرا لكون زيادة أسعار الفائدة على القروض سيمنح حوافز مرضية لاختيار مشاريع ذات مخاطر مرتفعة، ومنه فإن أية زيادة في أسعار الفائدة الرسمية من شأنها أن تؤدي إلى زيادة احتمال التخلف عن السداد وبعبارة أخرى فإن البنوك قد تقوم بعدم برفع أسعار الفائدة وإن كانت تكلفة الحصول على التمويل مرتفعة، بل تقوم بتقنين الائتمان².

تتفاعل البنوك مع عدم تماثل المعلومات بالقيام بزيادة أسعار الفائدة بنسبة أعلى من أسعار الفائدة الرسمية بدلا من تقنين الائتمان، وبعبارة أخرى تقوم البنوك بزيادة أسعار الفائدة بنسبة أعلى من أسعار فائدة البنوك المركزية بهدف تعويض احتمالات عدم السداد، لذلك فإن أسعار فائدة التجزئة تكون ذات حساسية واستجابة لتغيرات أسعار الفائدة في السوق³.

ولقد بينت مختلف الدراسات أن أسعار فائدة التجزئة لا تستجيب بالشكل المطلوب لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية في حالة ما إذا قام كل من البنوك والزبائن باقتسام المخاطر وهذا ما يؤدي إلى زيادة جمود استجابة أسعار فائدة⁴.

بالإضافة أن الدراسات بينت دور الاقتصاد الكلي في التأثير على حساسية أسعار فائدة التجزئة إذا كانت هذه الأخيرة تتميز بشدة الحساسية فهذا يقلل من فعالية تأثير السياسة النقدية، إضافة إلى ذلك فإنه وخلال فترات التضخم تكون سرعة استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية أسرع لأنه

¹ - Francesco Grigoli and José M. Mota, Interest Rate Pass-Through in the Dominican Republic, IMF working paper, <https://www.imf.org>, consulter le 9/02/2016.

² - Stiglitz, J.E., & Weiss A, Credit rationing in markets with incomplete information, The American Economic Review, 71(3), p 393-410.

³ - De Bondt, Interest rate pass through: Empirical results for the Euro area. German Economic Review, 6:37-78, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-6485.2005.00121.x>, consulter le 21/02/2016.

⁴ - Fried, J and Howitt, Credit rationing and implicit contract theory. Journal of Money, Credit and Banking, <http://dx.doi.org/10.2307/1991722>, consulter le 19/02/2016.

يتم تغيير الأسعار بشكل متكرر، كما أن النمو الاقتصادي المرتفع يؤدي إلى استجابة أسرع لأن البنوك تجد الظروف الملائمة للقيام بتغيير أسعار الفائدة¹.

قوم Singh et al مدى استجابة أسعار الفائدة على الودائع، على القروض وعلى سندات الحكومة القصيرة والطويلة الأجل لسعر الفائدة قصير الأجل في السوق النقدية، في دراسة شملت خمس دول متقدمة (بريطانيا، كندا، أستراليا، الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا) وخمس دول آسيوية (كوريا، ماليزيا، الفلبين، تايلندا وأندونيسيا)، وتم التوصل إلى أن استجابة أسعار فائدة التجزئة الحالية وفي الأجل الطويل أكبر في الدول المتقدمة منها في دول آسيا، ويزداد هذا الفرق بالنسبة للاستجابة الحالية، ويرجع ذلك حسب الباحثين أساسا إلى اختلاف مستوى تطور النظام المالي، وقد تأكد أن ارتفاع درجة المنافسة في النظام المصرفي وزيادة حجم السوق المالي وتنوعه تشكل عوامل تؤثر إيجابيا في سرعة ودرجة الاستجابة².

الفرع الثاني: الدراسات في الدول النامية

عند دراسة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية في الأردن وجد أن تغيير أسعار الفائدة للإقراض والإيداع ناتج عن فترات ماضية من اختلالات في التوازنات على مرور فترة زمنية طويلة، حيث وجد أن انتقال أسعار الفائدة الرسمية على المدى الطويل يكون كامل إلى أسعار الفائدة على القروض وشهادات الإيداع والسبب وراء ذلك هو المنافسة ما بين البنوك للحصول على أكبر حصة ممكنة في السوق وجني مزيد من العوائد³.

لما تم دراسة تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة التجزئة في الهند حتى ولو كانت سرعة ومدى التأثير بطيء نوعا ما إلا أنه سجل أن عملية الانتقال تتم في خطوتين متتاليتين، الأولى بانتقال تأثير سعر الفائدة الرسمي إلى السوق ما بين البنوك (سعر الفائدة في السوق النقدية)، وهذا هو المعدل المستهدف في الإطار العملي، أما الخطوة الثانية تتم بانتقال تغيرات المعدل المستهدف إلى أسعار فائدة التجزئة (أسعار الفائدة على الودائع والقروض)⁴.

¹ - Francesco Grigoli and José M. Mota, Op.Cit.

² - Singh, S., Razi, A and Endut, N, **Impact of financial market developments on the monetary transmission mechanism**, BIS Papers, 2008, p 76.

³ - Osama sweiden, **Interest pass through: the case of Jordan**, economic research, May 2016
www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/1331677X.2011.11517442, consulter le 21/02/2016.

⁴ - Sonali das, **Monetary politician in India: transmission to bank interest rates**, IMF work paper, June 2015 p 16.

أما بالنسبة للدراسات التي تمت في الدول الإفريقية فقد وجد أنه من أحد أسباب بطء استجابة أسعار فائدة التجزئة لمختلف التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية هو غياب المنافسة في القطاع المصرفي، إضافة إلى اكتسابها لاحتياطات فائضة، وهذا ما يفسر جمود استجابة أسعار فائدة التجزئة إضافة إلى ذلك فإن اختلالات النظام المالي ومحدودية تطور الأسواق المالية تساهم في تعزيز مكانة القروض المصرفية كمصدر وحيد لتمويل الاقتصاد¹.

توصل *Qayyum and al* في دراسة على باكستان إلى أن استجابة سعر الفائدة في السوق النقدية لسعر الفائدة الرسمي فورية وكاملة، في حين تأخذ استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار فائدة السوق النقدية وقتاً أطول، وهو ما يعني وجود جمود في درجة الاستجابة، ويرجع السبب في ذلك حسب الباحثين إلى ارتفاع التكاليف في المصارف، بالإضافة إلى ارتفاع درجة التركيز في النظام المصرفي².

المطلب الثاني: محددات استجابة أسعار فائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية

إن طبيعة قنوات السياسة النقدية وكذا فعاليتها في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي ومن خلفها فعالية السياسة النقدية في أي اقتصاد إنما تتوقف على بنية هذا الاقتصاد وخاصة على طبيعة نظامه المالي.

وترجع أسباب استجابة أسعار الفائدة الرسمية لأسعار فائدة التجزئة في مختلف الدول العالم إلى العديد من العوامل تؤثر إيجابياً أو سلبياً، البعض منها هي أسباب مؤسسية ومالية، وقد توفر هذه العوامل توضيحات حول الاختلافات الموجودة من بلد إلى آخر والبعض الآخر يتعلق ببنية الاقتصاد والسوق المصرفية، نستعرضها فيما يلي:

الفرع الأول: محددات مرتبطة بالنظام المالي

أولاً- الجودة التنظيمية:

إن عدم استقرار البيئة التنظيمية يخلق حالة عدم اليقين في النظام المالي إضافة إلى زيادة تكاليف الوساطة المالية ويؤدي إلى إحداث تحولات جذرية على مستوى المعاملات المالية، ونتيجة لذلك تصبح أسعار فائدة التجزئة أقل استجابة وحساسية لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية.

¹ - Michel cyrille sonba rt Yu Yuan, *Interst rate pass through in the central african economic and monetary country area*, international journal of business and management, Vol 1, No 1, janvier 2010, p 37.

² - Qayyum A., Khan S., and Khawaja, *Interest rate pass-through in Pakistan: evidence from transfer function approach*, The Pakistan development review 44, 2005, p 975-1001.

ثانيا- الدورة المالية:

الأنظمة المالية التي تعتمد على العملات الأجنبية في مختلف المعاملات المالية تؤدي إلى الحد من دور البنك المركزي في السيطرة على أسعار الفائدة للأدوات المالية المقومة بالعملات المحلية والأجنبية، والسبب يعود إلى تكلفة التمويل بالعملات الأجنبية مرتبطة بعوامل خارجية التي تكون في معظمها خارج سيطرة البنك المركزي، بالإضافة إلى أن المشاركين في الأسواق المالية تقوم بالتحكيم بين أسعار الفائدة المحلية والأسعار الفائدة الأجنبية، وبالتالي فإن سعر الفائدة الرسمي يكون له تأثير جزئي على أسعار الفائدة في السوق.

ثالثا- عمق وتطور أسواق رأس المال:

إن تطور النظام المالي عادة ما يؤدي إلى تقديم أشكال مختلفة وبديلة للاستثمار والمزيد من التنوع في الفرص الاستثمارية، لذلك فإن زيادة المنافسة في النظام المالي وتطوره يزيد من استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية، وهي إحدى أهم العوامل المفسرة لوجود تباين ما بين درجة وسرعة الاستجابة بين الدول المتقدمة والنامية.

رابعا- نسبة السيولة:

انتقال أسعار الفائدة الرسمية إلى أسعار فائدة التجزئة قد يكون أقل فعالية في نظام مالي يضم بنوك ومؤسسات مالية تمتلك السيولة الإضافية بسبب عدم وجود تنوع في الفرص الاستثمارية، وعادة ما لا تؤدي تغيرات في أسعار الفائدة الرسمية إلى التأثير في نسبة القروض الممنوحة والمطلوبة في الاقتصاد المحلي في حالة وجود فائض في السيولة، أي أن السيولة تعمل كمنطقة عازلة ضد تقلبات أسعار الفائدة في الأسواق المالية.

خامسا- جودة الأصول:

في حالة إتباع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية فإن البنوك التي تمتلك ميزانية عمومية ضعيفة قد تقوم بدعم السيولة بدلا من تخفيض أسعار الفائدة، وبالتالي أسعار الفائدة الرسمية لها تأثير محدود وغير فعال على أسعار فائدة التجزئة¹.

كما تساهم عوامل مثل زيادة المنافسة في النظام المصرفي، انخفاض درجة التركيز في زيادة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية.

¹ - Christian Saborowski et Sebastian Weber , Assessing the determinant of interest rate transmission through conditional impulse response functions, IMF working paper, 2013, p 9-11.

الفرع الثاني: محددات مرتبطة بالاقتصاد

توجد محددات أخرى مرتبطة بخصائص الاقتصاد وتشمل:

أولاً- التضخم:

يستخدم التضخم لتقويم مدى انتقال سعر الفائدة الرسمي إلى سعر فائدة التجزئة حيث يكون التأثير والاستجابة أعلى في اقتصاد يتميز بارتفاع معدل التضخم (علاقة طردية)، إضافة إلى أنه وعندما يتوقع ارتفاع نسبة التضخم يؤدي إلى تغيير أسعار الفائدة مما يجعل أسعار الفائدة الرسمي تؤثر في الوقت المناسب على أسعار فائدة التجزئة.

ثانياً- سعر الصرف والانفتاح إلى الخارج:

إن انتقال أسعار الفائدة الرسمية بشكل فعال إلى أسعار فائدة التجزئة تكون بإتباع سياسة سعر الصرف ذات نفس مصداقية وتأثير السياسة النقدية، فبالنسبة للاقتصاديات المنغلقة تتميز بصرامة البنك المركزي وسيطرته في وضع سعر الفائدة الرسمي بعيداً عن التأثيرات مثل تأثيرات السياسة الضريبية وسياسة سعر الصرف، في المقابل لما يكون سعر الصرف مرناً فقد تكون إشارة إلى أن سعر الفائدة هو هدف وسيط وليس أولي للسياسة النقدية¹.

ثالثاً- تأثير النمو:

كما هو الحال مع التضخم فإن النمو يؤثر على سرعة واستجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية، والواقع أن النمو سيكون له تأثير قوي على الاستثمار والديون حيث أنه وعندما يكون النمو مرتفع يتوقع ارتفاع في الطلب الكلي وتتوقع الشركات زيادة في الأرباح ومنه زيادة الاستثمارات، ويرتبط الاستثمار ارتباطاً وثيقاً مع النمو (الأثر المضاعف الكينزي)، عندما يكون زيادة معدلات الاستثمار والنمو محدودة ومنخفضة سوف تميل الشركات للحصول على التمويل عن طريق الاستدانة، وهذه الأخيرة ستنم إما عن طريق استخدام التمويل مباشرة من الأسواق المالية أو باللجوء الهائل للائتمان المصرفي، ولذلك فمن المرجح أن الزيادة في الطلب وحجم الائتمان لديها دور في تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة التجزئة².

¹- Idem, p 11.

²- Raphaël Jeudy, La transmission de la politique monétaire aux taux bancaire en Europe : Sa dynamique et sa détermination vues au travers de modèles univariés et multivariés, THESE de Doctorat, Université Paris LA DEFENSE, 2009, p 100-103.

للإئتمان المصرفي، ولذلك فمن المرجح أن الزيادة في الطلب وحجم الائتمان لديها دور في تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة التجزئة¹.

للتأكيد على مختلف العوامل سابقة الذكر الخاصة بالنظام المالي واقتصاد البلد، أكدت دراسة شاملة لصندوق النقد الدولي تضم 70 دولة لمختلف مناطق العالم، نامية، ناشئة ومتقدمة، عدة عوامل تؤثر في سرعة ومستوى انتقال أثر تغيرات أسعار فائدة السوق إلى أسعار فائدة التجزئة، لا ترتبط فقط بالبنوك، بل تشمل متغيرات خاصة بالاقتصاد والنظام المالي ككل، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أنه وكلما كان نصيب الفرد من الناتج مرتفع كلما زادت سرعة ودرجة التأثير، لأن الدول المتقدمة والتي يرتفع فيها نصيب الفرد من الناتج تمتاز بأسواق رأس مال متطورة، ما يعكس في كفاءة أكبر لقناة سعر الفائدة، أما معدل النمو الحقيقي فإنه لا يؤثر في سرعة ودرجة التأثير بسبب طبيعته الدورية حيث لا تأخذ البنوك في الحسبان عند تحديد أسعار الفائدة في المدى الطويل، كما تؤكد التأثير الإيجابي لارتفاع معدل التضخم وارتفاع مستوى أسعار الفائدة، فعندما يكون هاذين المتغيرين مرتفعين فإن البنوك تقوم بتعديل أسعار الفائدة على القروض أكثر وتقوم بتوسيع الهامش، وبما أن ارتفاع أسعار الفائدة ومعدل التضخم يرتبط بدوره بارتفاع حالة عدم اليقين، فإن البنوك تقوم بتحميل المخاطر على المقترضين من خلال رفع سعر الفائدة لزيادة الأرباح، في حين تؤثر تقلبات السوق النقدية سلباً في إضعاف درجة وسرعة الانتقال، لأن البنوك تستجيب لتطورات السوق النقدية عندما تحمل تطورات أسعار الفائدة الناتجة عن تلك التقلبات معلومات موثوقة عن السوق، وفي ظل سيادة تقلبات حادة عن السوق النقدية، لا تحمل إشارة واضحة للبنوك التي تفسرها بنوع من الحذر ولا تظهر بالتالي في أسعار فائدة التجزئة، بل تنتظر حتى تجاوز هذه الحالة، كما تؤكد وجود على سلبية بين مستوى السيولة للبنوك ودرجة الانتقال، ففي ظل سيولة مفرطة للبنوك تقل التعاملات في السوق ما بين البنوك وبالتالي لا تعكس أسعار الفائدة التكلفة الحدية الحقيقية للتمويل، ما يعكس في ضعف استجابة أسعار الفائدة على القروض لأسعار فائدة السوق، في حين كلما زادت التكاليف (التكاليف العامة) للبنك كلما زادت درجة ومستوى انتقال الأثر، ويرجع ذلك أساساً إلى احتمال أن ارتفاع تكاليف البنوك قد يرجع إلى عوامل هيكلية تتعلق ببيئة تنظيمية وقانونية معقدة، بنية تحتية غير متطورة للنظام المالي، عدم تماثل المعلومات، عقبات قانونية في تصفية الضمانات، صعوبة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين والضمانات...، ولتغطية هذه التكاليف تميل البنوك إلى الاحتفاظ على

¹- Raphaël Jeudy, La transmission de la politique monétaire aux taux bancaire en Europe : Sa dynamique et sa détermination vues au travers de modèles univariés et multivariés, THESE de Doctorat, Université Paris LA DEFENSE, 2009, p 100-103.

هوامش أسعار فائدة مرتفع فعندما تكون أسعار الفائدة في السوق مرتفعة في ظل وجود هذه التكاليف ينتقل الأثر بسرعة إلى أسعار فائدة التجزئة والعكس صحيح، في حين فإن نوعية القروض (نسبة أقل من الديون المتعثرة) تزيد من درجة الانتقال، فعندما تكون الديون المتعثرة بنسبة كبيرة تقوم البنوك بفرض علاوة مخاطر مرتفعة ما يزيد من أسعار الفائدة على القروض، لكن عندما ترفع البنوك سعر الفائدة على القروض كاستجابة لارتفاع أسعار الفائدة القصيرة في السوق فإنها تميل إلى إقراض المشاريع ذات مخاطر مرتفعة، كما تزيد من مخاطر عدم السداد للمشاريع القائمة (بفرض وجود أسعار فائدة على القروض متغيرة)، ما يزيد من الديون المتعثرة واحتمال تكبد خسائر، لذلك فإن الربحية المرتفعة للبنك قد تكون أقل استجابة لمعدلات السوق عندما تكون جودة القروض ضعيفة، لأن نسبة مرتفعة من الزيادة في أسعار الفائدة القصيرة تم امتصاصها من ارتفاع علاوة المخاطر ما يسهم في ضعف درجة الانتقال، كما أن الربحية المرتفعة للبنوك تضعف من درجة الانتقال لأنها قد تعكس ضعف المنافسة في السوق، وبالتالي فإن البنوك المسيطرة تحدد أسعار فائدة تجزئة بشكل مستقل إلى حد ما عن أسعار فائدة السوق القصيرة كما أن وجود سعر صرف مرن يزيد من درجة الانتقال¹.

¹ - Nikoloz Giginishvili, **Determinants of Interest Rate Pass-Through: Do Macroeconomic Conditions and Financial Market Structure Matter?**, IMF Working Paper, WP/11/176, July 2011, p 14-16.

خلاصة الفصل:

تتنقل قرارات السياسة النقدية لتؤثر في الاقتصاد عن طريق تشكيلة من القنوات تشمل قناة سعر الفائدة، سعر الصرف، أسعار الأصول، وقناة الائتمان، وترتبط فعالية هذه القنوات بمجموعة من العوامل تحدد في النهاية انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد، ويؤدي النظام المالي من خلال هيكله وخصائصه دورا محوريا في تحديد أهمية وفعالية مختلف تلك القنوات وفعالية انتقال أثر السياسة النقدية، وبالتالي تعد خصائص النظام البنكي والمالي محددًا هامًا في نقل الأثر النقدي إلى القطاع الحقيقي.

يشكل انتقال تغيرات أسعار الفائدة الرسمية إلى أسعار فائدة التجزئة مرحلة مهمة في انتقال أثر السياسة النقدية، والتي تختلف من دولة إلى أخرى باختلاف خصائص نظامها المصرفي والمالي، وقد تأكد أن زيادة المنافسة في السوق المصرفية، انخفاض السيولة المصرفية، تطور أسواق رأس المال ارتفاع معدلات النمو والتضخم، جودة أصول المصارف، الانفتاح على الخارج وتعويم سعر الصرف تساهم في زيادة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات أسعار الفائدة الرسمية.

**الفصل الثالث: الدراسة القياسية لتأثير سعر الفائدة الرسمية على أسعار
الفائدة بالتجزئة خلال الفترة (1990-2014).**

المبحث الأول: تحرير أسعار الفائدة في ظل الإصلاحات النقدية في الجزائر (1990-2014)

المبحث الثاني: قياس تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار الفائدة بالتجزئة

المبحث الثالث: النتائج والتحليل

تمهيد:

تبنت الجزائر خلال المرحلة (1990-2014) مجموعة من الإصلاحات الظرفية والهيكالية، منها ما تعلق بالجانبيين النقدي والمصرفي بهدف إعطاء مكانة للسياسة النقدية في إطار التحول إلى اقتصاد السوق. ومن بين أهداف هذه الإصلاحات تحرير أسعار الفائدة لبلوغ معدلات حقيقية موجبة، تؤدي دورها في ضبط الوضع النقدي بالنسبة لمعدل إعادة الخصم لتحقيق هدف استقرار المستوى العام للأسعار، والتحفيز على الإيداع ببلوغ أسعار فائدة دائنة حقيقية موجبة تزيد من الادخار، ما يساهم في توفير التمويل غير التضخمي للاقتصاد الوطني، كما هدفت إلى بلوغ أسعار مدينة حقيقية موجبة تساعد على التخصيص الأمثل للموارد، بتحميل الشركات العامة ووحدات العجز الأخرى تكاليف اقتراضها من البنوك.

يشكل تقدير مدى استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم في الجزائر في ظل الأهداف سابقة الذكر أهمية كبيرة، ويسعى هذا الفصل إلى تحليل ذلك في ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول تطور السياسة النقدية وأسعار الفائدة في الجزائر بعد سنة 1990، ويتطرق المبحث الثاني إلى تبيان منهجية قياس تأثير معدل إعادة الخصم على أسعار فائدة التجزئة، أما المبحث الأخير فيستعرض النتائج المتوصل إليها مع التحليل والتفسير.

المبحث الأول: تحرير أسعار الفائدة في ظل الإصلاحات النقدية في الجزائر (1990-2014)

لم تكن المتغيرات النقدية بما فيها سعر الفائدة تؤدي أي دور في قرارات تخصيص الموارد وحتى نقل أثر السياسة النقدية إلى الأهداف النهائية خلال مرحلة التسيير الاشتراكي، وكان من بين أهداف الإصلاحات النقدية والمصرفية تحرير أسعار الفائدة لإعطائها الدور المنوط بها، بهدف تهيئة البيئة الملائمة لتفعيل وتعزيز دور السياسة النقدية ككل.

المطلب الأول: تطور السياسة النقدية في الجزائر في مرحلة التحول

قبل الإصلاحات النقدية والمالية لسنة 1990 لم يكن هناك ما يسمى بالسياسة النقدية في الجزائر بسبب سياسة الكبح المالي وتسلب الدائرة الحقيقية ودائرة ميزانية الدولة على الدائرة النقدية، فكان الإصدار النقدي يتم في إطار تغطية الاحتياجات المالية التي كانت تتطلبها برامج التنمية، في شكل تسبيقات للخزينة أو إعادة تمويل البنوك، لتقوم بدورها بمنح التمويل للشركات العامة، وقد جاء قانون النقد والقرض 90-10 ليعطي للسياسة النقدية دورا مهما تبعته عدة إصلاحات.

الفرع الأول: السياسة النقدية خلال الفترة (1990-2000)

شهدت هذه المرحلة ممارسة سياسة نقدية مستندة إلى قانون النقد والقرض في مرحلتين، الأولى انتقالية (1990-1993)، والثانية خلال الفترة (1994-2000) التزمت فيها السلطات ببرنامجي التثبيت والتعديل (1994-1998).

أول إصلاح لهذه المرحلة هو القانون المتعلق بالنقد والقرض، وتم إصداره بالأمر 90-10 الصادر في 14 أبريل 1990، ويعبر عن التوجه الجديد للسياسة النقدية في اعتمادها على مبدأ قوى العرض والطلب، بحيث وضع حواجز أمام تأثير المالية على النقد وذلك من خلال:

- 1- الفصل بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية: حيث تتخذ القرارات النقدية على أساس الأهداف التي تحددها السلطة النقدية وبناء على الوضع النقدي السائد والذي يتم تقديره من طرف ذات السلطة، كل هذا أدى إلى استعادة البنك المركزي لدوره في قمة النظام النقدي وفي تسيير السياسة النقدية.¹
- 2- الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة: حيث لم تعد الخزينة حرة في اللجوء إلى البنك المركزي لطلب التمويل الذي تحتاجه، وبالتالي فإن تمويل عجزها عن طريق اللجوء إلى البنك المركزي لم يعد يتميز

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 196.

بتلك التلقائية المعهودة في الفترة السابقة، كما لم يعد هذا التمويل يتم بلا حدود بل أصبح يخضع إلى بعض القواعد.

3- الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القروض: كانت الخزينة في النظام السابق تلعب الدور الأساسي في تمويل الاستثمارات للمؤسسة العمومية مما خلق غموضا كبيرا فيما يخص نظام التمويل نظرا للتداخل بين الوظيفة التمويلية للخزينة العمومية ووظيفة البنوك في هذا المجال، وجاء قانون النقد والقروض من أجل الفصل بين الدائرتين عن طريق إبعاد الخزينة عن منح القروض للاقتصاد ليبقى دورها يقتصر على ضمان الإستراتيجية المخططة من طرف الدولة، مما فتح المجال أمام النظام البنكي الذي استعاد مسؤوليته في منح القروض في إطار مهامه التقليدية¹.

4- الأخذ بسلطة نقدية مستقلة: كانت السلطة النقدية سابقا مشتتة في مستويات عديدة فقد كانت كل من وزارة المالية والخزينة تتحركان على أساس أنهما السلطة النقدية، والبنك المركزي كان يمثل بطبيعة الحال سلطة نقدية لاحتكاره امتياز إصدار النقد، ولذلك جاء قانون النقد والقروض ليلغي هذا التعدد في مراكز السلطة النقدية بإنشاء سلطة وحيدة ومستقلة عن أية جهة كانت والمتمثلة في مجلس النقد والقروض².

كما شهدت هذه المرحلة تبني برنامجين للإصلاح بهدف تبني نظام اقتصاد السوق، تم التراجع عن هذه الإصلاحات في عام 1992، ما يعني العودة إلى الاقتصاد المخطط، حيث دخلت الجزائر مفاوضات مع مؤسسة النقد الدولية للحصول على القروض والمساعدات فوقعت اتفاقين، الأول سنة 1989 والثاني سنة 1991، كان الاتفاق الأول يهدف إلى منح القروض والمساعدات من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، ومن أهم شروط الصندوق على الجزائر ما يلي:

- تحرير الأسعار وتجميد الأجور وتطبيق أسعار فائدة موجبة والحد من التضخم وتخفيض قيمة الدينار والقيام بإصلاح المنظومة الضريبية و الجمركية؛

- تحرير التجارة الخارجية والسماح بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية وإلغاء عجز الميزانية وإصلاح

¹- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص ص 345-355.

²- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 198.

المنظومة الضريبية¹.

يتمثل البرنامج الثاني في اتفاق الاستعداد الائتماني الثاني لعام 1991، حيث وقعت الجزائر لمدة 10 أشهر على هذا الاتفاق، وعمل الصندوق على تقديم 300 مليون وحدة حقوق سحب خاصة على أربعة أقساط، حيث تم سحب ثلاثة أقساط أما القسط الأخير فلم يتم سحبه لعدم احترام الحكومة لمحتوى الاتفاقية وسبب ذلك توجيه القرض إلى أغراض أخرى غير مدرجة في الاتفاق².

ثانيا- السياسة النقدية خلال الفترة 1994-1998

وافقت الجزائر على تبني برامج التثبيت والتعديل الهيكلي خلال الفترة (1994-1998)، وقد تضمننا في المجال النقدي الإصلاحات التالية:

1- برنامج التعديل الهيكلي من أبريل 1994 إلى مارس 1995:

أدى تنفيذ برنامج التعديل الهيكلي القيام بجملة من الإجراءات منها إيقاف تراجع النمو الاقتصادي واحتواء وتيرة التضخم والتسيير الجيد للطلب المحلي بواسطة سياسات نقدية صارمة وتعميق الإصلاحات الهيكلية مع تخفيف خدمات الديون الخارجية³.

ويسعى هذا البرنامج إلى القضاء على الاختلالات العميقة في التوازنات الاقتصادية الكلية التي ظلت تعاني منها جميع المتغيرات الاقتصادية، السياسية، النقدية، سعر الصرف، سعر الفائدة، معدل التضخم.. الخ، وكان لهذا البرنامج مبدئين أساسيين هما:

- المحافظة على قدر من هامش المناورة في مجال السياسة الاقتصادية؛
- المحافظة على مكاسب العمال وحماية الشبكة الاجتماعية للطبقة المحرومة من الشعب.

2- برنامج التعديل الهيكلي من أبريل 1995 إلى مارس 1998:

بعد نجاح تطبيق برنامج الاستقرار الاقتصادي حررت الجزائر خطابا جديدا للنوايا تضمن محتوى برنامج التعديل الهيكلي الذي تنوي القيام به وبالموافقة على إبرام اتفاق التمويل الموسع، أصبح من أهم أهداف السياسة النقدية إدارة الطلب الكلي من خلال مراقبة العرض النقدي، بتدعيم استقلالية البنك المركزي الجزائري في ممارسة السياسة النقدية، وقد تميزت السياسة النقدية المنتهجة خلال فترة التسعينات بما يلي:

¹- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر 2006 ص 189.

²- لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2010 ص 223.

³- ناصر دادي عدون ومناوي محمد، الجزائر والمنظمة العالمية للتجارة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003، ص 128.

- إدخال أداة نظام الاحتياطي الإجمالي سنة 1994 من أجل تحسين أدوات السياسة النقدية؛
 - تحفيز الادخار المحلي بإتباع سياسة نقدية صارمة منذ سنة 1995 بمعدلات فائدة حقيقية؛
 - التحول نحو الرقابة غير المباشرة للسياسة النقدية (سياسة السوق المفتوحة)؛
 - أصبحت السياسة النقدية وسيلة هامة لإدارة الطلب النقدي وذلك من جراء مشروطية صندوق النقد الدولي مما دعم دور السلطة النقدية وتفعيل دورها في التأثير على التوازنات النقدية الكلية¹.
 كما تبنت الجزائر عدة إصلاحات هيكلية كخصوصية المؤسسات العمومية، إصلاح النظام المالي الانفتاح على الاستثمار الأجنبي، تحرير التجارة الخارجية... إلخ.

صدرت التعليم رقم 94-16، المتعلقة بأدوات سير السياسة النقدية وإعادة تمويل المصارف وتنص هذه التعليم على أن: "الهدف الرئيسي للسياسة النقدية في الواقع هو السيطرة على معدل التضخم عن طريق التحكم الحذر لاسيما في التوسع النقدي والقروض بما يتلاءم مع هدف التضخم والنمو، تحقيقا لهذه الغاية فإن وضع سقف لنمو الموجودات الداخلية الصافية للنظام المصرفي وسقف لنمو الموجودات الداخلية الصافية للبنك المركزي سيتم اعتمادها"².

يتضح من نص التعليم السابقة، أن إستراتيجية السياسة النقدية تشمل السيطرة على معدلات التضخم كهدف نهائي للسياسة النقدية (إلى جانب النمو الاقتصادي الذي يعتبر من أهداف برنامج التثبيت) باستخدام الأهداف الوسيطة المتمثلة في التحكم في معدلات نمو العرض النقدي والقروض، عن طريق استخدام أهداف عاملة تتمثل في تحديد سقف للموجودات الداخلية الصافية للنظام المصرفي (القروض للدولة وللاقتصاد)، وللبنك المركزي (أي إعادة تمويل البنوك إلى جانب التسبيقات الممنوحة للخزينة).

استمر بنك الجزائر في استخدام أداة إعادة الخصم لتمويل المصارف بالسيولة، وقد استخدم كذلك خلال مرحلة التثبيت والتعديل الهيكلي أدوات غير مباشرة، ويتأكد من تطور السوق النقدية في الجدول رقم (01) أن بنك الجزائر استخدم نظام الأخذ على سبيل الأمانة منذ سنة 1994، واستخدم كذلك نظام المناقصات عن طريق النداء للعرض منذ سنة 1995، وشكلت الوسيلة الأساسية لتمويل المصارف في السوق النقدية خلال هذه المرحلة، واستخدم عمليات السوق المفتوحة بشكل محدود في سنة 1996، لأن سوق أدوات الدين حكومية كان في مرحلة التشكيل، كما أن مختلف السندات العامة والخاصة التي تستجيب

¹ - عبد الحق بن عروس، أثر التغير في التداول النقدي على الناتج المحلي في الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد الخامس، الجزائر، جوان 2009، ص 13 .

² - Instruction N° 16/94, du 09 avril 1994, **RELATIVE AUX INSTRUMENTS DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET AU REFINANCEMENT DES BANQUES**, www.bank-of-algeria.dz, consulter le :23-03-2016, 20:00.

لشروط بنك الجزائر كانت محلا لعمليات إعادة الخصم أو نظام المناقصة عن طريق النداء للعرض، هذا وقد ارتفع إجمالي تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية من 5.9 مليار دينار في عام 1994 إلى 121.7 مليار دينار في عام 1996، ليتراجع بحدة في عام 1997 كنتيجة لتراجع القروض المصرفية للاقتصاد، وارتفع ابتداء من سنة 1998 وبلغ 89.7 مليار دينار في عام 1999، وتبقى السوق النقدية في الجزائر سوقا ما بين البنوك لغياب سوق أدوات الدين القابلة للتفاوض، لكن شهد إجمالي التعاملات في السوق ما بين البنوك زيادة مضطربة خلال هذه المرحلة، ارتفع من 15.6 مليار دينار في عام 1994 إلى 86.8 مليار دينار في عام 1999، وقد سجلت التعاملات في السوق لأجل ارتفاعا عكس الفترة السابقة، أين كانت التعاملات تتم من يوم إلى يوم وساهم هذا التطور الإيجابي في تحسين سيولة المصارف، خاصة بعد أن سمح للمستثمرين التأسيسيين بالتدخل في السوق النقدية بصفة مقرض¹، كما ساهم هذا التطور الإيجابي في السوق ما بين البنوك بدوره في الحد من مجموع تدخلات بنك الجزائر ذات الطابع التضخمي، والتي استقرت عام 1999 عند مبلغ أقل من عام 1996.

الجدول رقم (01): تطور السوق النقدية في الجزائر خلال المرحلة 1994-1999

1999		1998		1997		1996		1995		1994		السنوات
المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المؤشر
-	79.5	11.8	47	13.3	31	17.2	107.3	19.4	44	-	-	نظام المناقصة
12	10.2	13	16	14.5	15	19	10.4	23	22.5	20	5.9	الأمثلة
-	-	-	-	-	-	14.9	4	-	-	-	-	السوق المفتوحة
	89.7		63		46		121.7		66.5		5.9	مجموع تدخلات بنك الجزائر
-	-	10	4.3	-	-	18	20	19.7	6.6	19.5	4.7	سوق من يوم إلى يوم
10.4	86.8	10.4	67.2	11.8	67.3	18.7	41.2	21.4	19.8	19.9	10.9	سوق لأجل
	86.8	20	71.5		67.3		61.2		26.4		15.6	مجموع السوق ما بين المصارف

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر، (www.bank-of-algeria.dz).

الفرع الثاني: السياسة النقدية خلال الفترة (2001-2014)

تختلف هذه المرحلة عن عشرية التسعينات، لأنها شهدت تبني إصلاحات ذاتية، وانتقال النظام المصرفي إلى حالة فائض السيولة، وقد شهد قانون النقد والقروض عدة تعديلات لعل أهمها تعديل 2003 وتعديل 2010.

¹ -Instruction N°28/95 , du 09 avril 1995, portant Organisation du Marché Monétaire, www.bank-of-algeria.dz , consulter le:23-03-2016, 20:00.

أولاً- أهداف السياسة النقدية:

أدخل الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض، المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض، الصادر في 26 أوت 2003، تغييراً جزئياً في أهداف السياسة النقدية، ونصت المادة رقم 35 منه على: "تتمثل مهمة بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد"¹.

يتضح بمقارنة نص المادة السابقة مع المادة 55 من قانون النقد والقرض أنها أدخلت تعديلين عميقين، يتمثل التعديل الأول في إحلال مصطلح (سريع) محل مصطلح (منتظم) لنمو الاقتصاد الوطني ويتمثل التعديل الثاني في حذف الجزء المتعلق بإنماء جميع الطاقات الوطنية، أي ضمان هدف التشغيل الكامل.

استمرت هذه الحالة إلى غاية إصدار الأمر رقم 10-04، بتاريخ 26 أوت 2010، ونصت الفقرة الأولى من المادة الثانية المعدلة والمتممة للمادة 35 من الأمر 11-03 على: "تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ على عليها لنمو مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي"².

يتضح من نص المادة السابقة أن استقرار المستوى العام للأسعار، يعتبر الهدف النهائي الوحيد للسياسة النقدية، وبالتالي، فإن هذا التعديل قد تجاوز القصور الوارد في القوانين السابقة والمتمثل في تعدد أهداف السياسة النقدية وعدم تبيان الأولويات، إلى جانب احتمال تعارض هذه الأهداف.

ثانياً- أدوات السياسة النقدية:

وبالنظر إلى فائض السيولة منذ بداية 2002 الذي تحول إلى ظاهرة هيكلية، أصبحت بذلك مختلف الأدوات السابقة غير مستعملة بما فيها أداة إعادة الخصم، التي لم تُستعمل منذ نهاية 2001. بقي معدل إعادة الخصم ثابتاً عند نسبة 4% منذ مارس 2004 إلى غاية جوان 2015، لذلك تمت إعادة تنشيط أداة الاحتياطي الإجمالي عن طريق إصدار التعليمات رقم 01-01 الصادرة بتاريخ 11 فيفري 2001³.

يظهر جلياً في الواقع العملي أن أداة الاحتياطي الإجمالي أصبحت لوحدها غير كافية للتأثير فعلياً في فائض السيولة المصرفية الذي تحول إلى فائض هيكلية، خاصة في ظل ضعف معدل الاحتياطي الإجمالي

¹ - الأمر رقم 10-04 مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 52، المؤرخ في 27 أوت 2003.

² - الأمر رقم 10-04 المعدل للأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2003، المؤرخ في 26 أوت 2010، الجريدة الرسمية، العدد 50 المؤرخ في أول سبتمبر 2010.

³ - Article 01 de l'instruction n° 01-06, du 06 décembre 2001, Modifiant l'instruction n° 01-01, relative au régime de réserve obligatoire, www.bank-of-algeria.dz, consulter le: 23-03-2016, 20:00.

في بداية مرحلة إعادة تنشيطه، لذلك تم إدخال أدوات أخرى غير مباشرة، تتمثل في استرجاع السيولة عن طريق النداء للعرض (بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 02-02 المؤرخة في 11 أبريل 2002)، وتتم عملية استرجاع السيولة لفترة 7 أيام وثلاثة أشهر، ولمدة 6 أشهر في جانفي 2013، كما تم في سنة 2005، إدخال أداة جديدة لامتناس فائض السيولة المصرفية تسمى تسهيلة الودائع المغلة للفائدة (بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 04-05 المؤرخة في 14 جوان 2005)، وتعتبر أداة مهمة لتسيير خزانة المصارف التجارية لفترات قصيرة جدا عكس الأداة السابقة، وتبقى هذه الأدوات موجهة لامتناس فائض السيولة، وهو ما يتلاءم مع وضع المصارف العامة، عكس المصارف الخاصة التي قد تعاني عجزا في السيولة¹.

المطلب الثاني: تحرير أسعار الفائدة في الجزائر في مرحلة التحول

يترتب عن تثبيت أسعار الفائدة عند مستويات متدنية أسعار فائدة حقيقية سالبة، ارتفاع الاكتناز ضعف المدخرات، سوء تخصيص الموارد وضعف فعالية السياسة النقدية، ما يستوجب تحريرها وإزالة القيود المفروضة عليها.

الفرع الأول: إجراءات تحرير أسعار الفائدة في الجزائر

يعد تحرير أسعار الفائدة محورا مهما من محاور سياسات التحرير المالي والتي تهدف في مجملها إلى تجاوز الآثار السلبية لسياسات الكبح المالي التي شهدتها الأنظمة المالية للدول النامية، والتي تسببت في تراجع مستويات الادخار، الحد من تطور النظام المصرفي، وكذا اتساع حجم القطاع المالي غير الرسمي.

عمدت الجزائر كالعديد من الدول إلى تطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة في إطار التدابير الرامية إلى تحرير المنظومة المالية، بعد أن كانت السياسة الاقتصادية تعتمد على مخططات استثمارية إدارية وعلى نظام مركزي للأسعار، بما في ذلك أسعار الفائدة التي كانت محددة إداريا عند مستويات منخفضة فلم تكن القروض الموجهة لتمويل القطاع العام تخضع لمعدلات السوق، وبالتالي ألغيت كل المتغيرات النقدية والمالية وأصبحت البنوك مجرد شبائيك لمرور التمويل للمؤسسات العمومية وقرارات من الخزانة، وعلى هذا الأساس لم يكن هناك تخصيص أمثل للموارد.

وبهذا فقد أتاح قانون النقد والقرض المجال لتحرير النظام المصرفي والمالي في البداية، تلتها خطوة ثانية تمثلت في تحرير معدلات الفائدة الدائنة اعتبارا من ماي 1990 مباشرة بعد صدور قانون النقد

¹ - التقرير السنوي النقدي، التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، بنك الجزائر، سبتمبر 2009، ص ص 180-181.

والقرض، ولهذا مُنحت البنوك الحرية في تحديد معدلات الفائدة الدائنة على مواردها المختلفة وعلى وجه الخصوص معدلات الفائدة على الودائع، مع اشتراط مستوى لا يتجاوز السقف القصوى لمعدلات الفائدة المدينة، وجاء هذا التحرير في إطار السعي إلى تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة لتشجيع تعبئة المدخرات¹.

ومنذ بداية 1991 تم رفع معدلات الفائدة لكي تؤدي دورها كمنظم للاختلالات الاقتصادية الكلية في إطار برنامج الاستقرار الاقتصادي، وفي هذا الصدد ومن أجل تنظيم سيولة الاقتصاد تدخل بنك الجزائر بداية من سنة 1991 عن طريق معدلات الفائدة، بهدف تنظيم المعدلات ما بين البنوك وقد كان تحديدها يتم بشكل يومي، ولذلك فهي تشكل أداة أساسية لتوجيه السياسة النقدية للتأثير في السوق ما بين البنوك².

أما فيما يخص معدلات الفائدة المدينة فقد جاء تحريرها متأخرا مقارنة بمعدلات الفائدة الدائنة لأن عملية تحريرها قد تتطوي على مخاطر كبيرة في حال ارتفاع هذه المعدلات إلى مستويات عالية جدا تحول دون حصول المؤسسات على التمويل اللازم، خاصة وأنها كانت تعاني من صعوبات مالية مع وجود ارتفاع كبير في معدل التضخم خلال السنوات الأولى من الإصلاحات الاقتصادية لسنوات التسعينات.

وبهذا فقد تم تحرير معدلات الفائدة المدينة بشكل نسبي في أبريل سنة 1994 بعد إلغاء السقف الأعلى الذي كان مفروضا والمقدر بنسبة 20% سنويا، وفرض هامش بنكي مؤقت بمقدار 5% فوق متوسط الموارد البنكية (التعليمة 19-94 المؤرخة في 09 أبريل 1994)، من أجل منع حدوث زيادة مفرطة في تكلفة القروض، وقد أكد النظام الصادر في جوان 1994 (النظام رقم 13-94، المادة 4) أن معدلات الفائدة المدينة إضافة إلى معدلات الفائدة الدائنة بما في ذلك العملات المطبقة من طرف البنوك تحدد بحرية من طرف هذه الأخيرة والمؤسسات المالية أيضا، لكن مع نهاية سنة 1995 تم إرساء التحرير الكامل والنهائي لتحديد معدلات الفائدة المدينة من خلال التعليمة 77/95 المؤرخة في 25 ديسمبر 1995، والتي قامت بإلغاء هذا الهامش، وفي النهاية أدى تحرير أسعار الفائدة بفضل سياسات إدارة الطلب الأكثر تشددا إلى ظهور أسعار الفائدة بقيمة حقيقية موجبة لأول مرة مع بداية سنة 1997³ كما هو موضح في المنحنى أدناه (المنحنى رقم 03).

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 391.

² بقبق ليلي أسهمان، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وانعكاساتها على فعالية السياسة النقدية، الملتقى الدولي حول إصلاحات النظام المصرفي الجزائري، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، ص 15.

³ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص ص 392-393.

عملت السلطات الجزائرية في مرحلة تطبيق برنامجي التثبيت والتعديل الهيكلي إلى إتباع سياسة نقدية صارمة، فقد لجأت سنة 1994 إلى استعمال أدوات السياسة النقدية غير المباشرة للحد من نمو حجم الكتلة النقدية (M2)، ومن ثم العمل على تخفيض معدل التضخم إلى المستوى الذي يسمح باستقرار الأسعار، وهذا ما يفسر رفع معدلات الفائدة خلال هذه الفترة وإلغاء السقوف على الفوائد المدينة والسقوف على الفائدة في السوق النقدية بين البنوك¹.

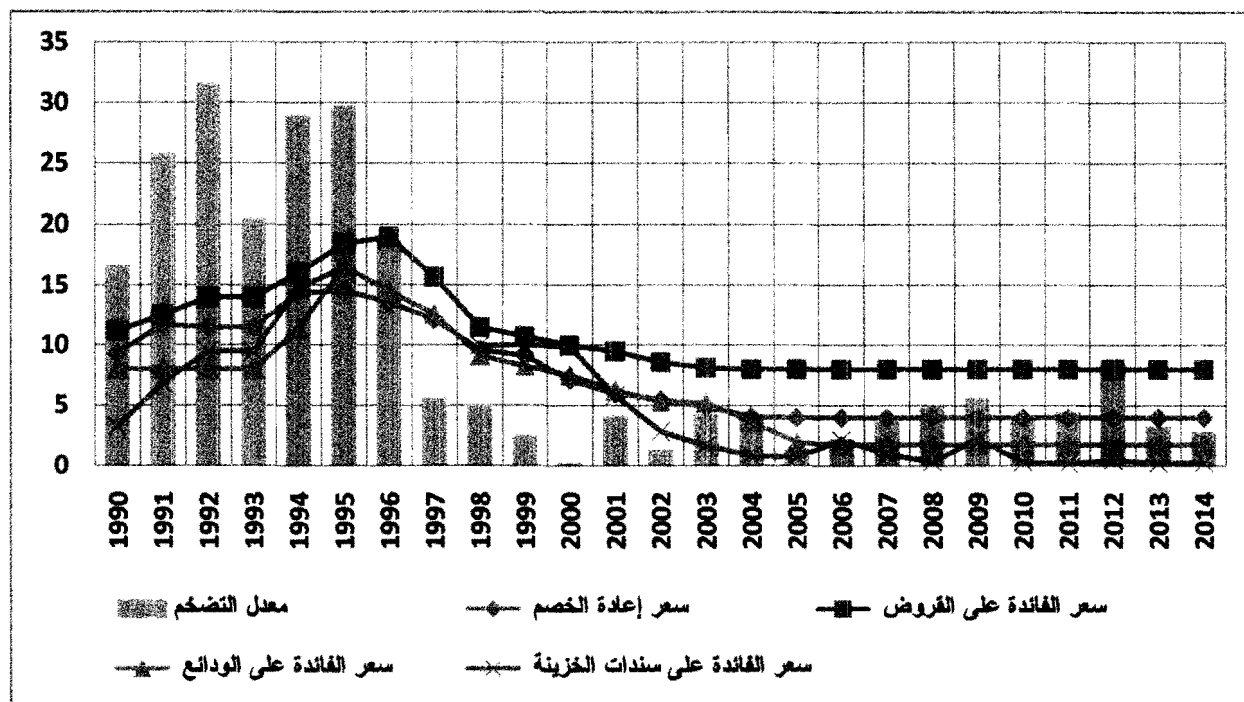
الفرع الثاني: تحليل تطورات أسعار الفائدة في الجزائر خلال مرحلة التحرير

أدت الإجراءات سابقة الذكر إلى تحرير أسعار الفائدة، فشهدت عدة مراحل ما بين الارتفاع والانخفاض والثبات، ويمكن توضيحها في الشكل الموالي رقم (03).

¹ - بلعزوز بن علي وكنوش عاشور، واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية (واقع وتحديات)، مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الاجتماعية، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 15/14 ديسمبر 2004، ص 499.

الشكل رقم (03): تطور أسعار الفائدة بالمقارنة مع معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-

2014.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الإحصاءات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي (IFS) (Data.imf.org).
من خلال المنحنى أعلاه يمكن القول أن أسعار الفائدة في النظام المصرفي الجزائري خلال الفترة 1990-2014 مرت بثلاثة مراحل نشرحها فيما يلي:

1- مرحلة الارتفاع المستمر: (1990-1996)

يتضح من خلال الشكل رقم (03) أن معدل إعادة الخصم وأسعار الفائدة على الودائع، القروض والسندات الحكومية عرفت ارتفاعا مستمرا خلال الفترة 90-96، وهذا الارتفاع راجع بالأساس إلى رغبة البنك المركزي في السيطرة على معدلات التضخم التي عرفت ارتفاعا ملحوظا خلال نفس الفترة فقام برفع معدل إعادة الخصم في إطار السياسة الانكماشية، كما تم رفع باقي أسعار فائدة التجزئة بهدف بلوغ أسعار فائدة حقيقية موجبة (في ظل ارتفاع معدلات التضخم).

قام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم إلى ما قيمته 15% خلال سنتي 1994 و1995 وذلك بهدف التأثير في القدرة الائتمانية للبنوك وسيولتها، وبالتالي الحد من التوسع في الائتمان من أجل التحكم في التضخم والسيطرة عليه، وبالفعل فمنذ أواخر سنة 1995 يلاحظ تراجع معدل إعادة الخصم، ما يعبر بوضوح عن نجاح السياسة النقدية في التحكم في معدل التضخم.

نلاحظ أيضا أن سعر الفائدة على الودائع ظل ثابتا إلى غاية بداية سنة 1994 بقيمة 8%، يُلاحظ الارتفاع المستمر لأسعار الفائدة على القروض إلى غاية سنة 1997، سجلت أسعار الفائدة على الودائع انخفاضا منذ بداية سنة 1996.

أما فيما يخص أسعار الفائدة على أدونات الخزينة فالملاحظ أنها شهدت ارتفاعا ملحوظا خلال سنة 1991 من 3.25% إلى 9.5% في عام 1992، ثم إلى 16.5% سنة 1994، كنتيجة للإصلاحات النقدية والتي أكدت على استقلالية الدائرة النقدية عن دائرة ميزانية الدولة.

2- مرحلة الانخفاض المستمر (1997-2003):

كنتيجة لبداية انخفاض معدلات التضخم عرف معدل إعادة الخصم وأسعار فائدة التجزئة انخفاضا مستمرا خلال الفترة 1997-2003، ما سمح بإيجاد أسعار فائدة حقيقية موجبة منذ بداية سنة 1997.

3- مرحلة الثبات (2004-2014):

الملاحظ خلال الفترة 2004-2014 أن معدل إعادة الخصم وأسعار الفائدة على القروض عرفت مرحلة من الثبات ابتداء من سنة 2004 عند مستوى 4% و 8% على التوالي، بينما استمر سعر الفائدة على الودائع في الانخفاض إلى غاية شهر مارس من سنة 2005 ليدخل مرحلة الثبات بقيمة 1.75% ويمكن تفسير هذا الثبات باستقرار معدل التضخم عند مستويات دنيا خلال هذه الفترة، بالإضافة إلى تحسن الوضعية المالية للبنوك والتي عرفت فائض سيولة لديها أدى بها إلى الإحجام عن طلب إعادة التمويل من البنك المركزي، فمنذ سنة 2001 لم تلجأ البنوك إلى إعادة التمويل، وهو ما يفسر بقاء سعر إعادة الخصم ثابتا. أما بالنسبة لأسعار الفائدة على أدونات الخزينة فقد ظلت تتغير عند مستويات منخفضة جدا وبمعدل يميل إلى الثبات في حدود المجال 0.1%-2.25% طوال فترة 2004-2014، حيث أنها وابتداء من سبتمبر 2009 لم تتجاوز نسبة 1%.

المبحث الثاني: قياس تأثير أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة التجزئة

يبين هذا المبحث مراحل التقدير القياسي لاستجابة أسعار فائدة التجزئة (سعر الفائدة على الودائع القروض والسندات الحكومية) لتغير معدل إعادة الخصم كأداة للسياسة النقدية (سعر فائدة رسمي).

المطلب الأول: استقرارية السلاسل الزمنية

غالبا ما تتسم البيانات بوجود تغيرات هيكلية تؤثر على درجة سكون السلاسل الزمنية، لذا يعد تحديد درجة السكون أمرا مهما قبل تقدير النموذج، لتفادي الانحدار الزائف، حيث يتطلب ذلك عدم سكون السلاسل الزمنية وتكاملها من نفس الدرجة.

الفرع الأول: اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

توجد العديد من الاختبارات للتأكد من استقرار السلاسل الزمنية، نذكر من بينها ما يلي:

أولا- اختبار ديكي- فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller):

يعتمد هذا الاختبار على ثلاثة عناصر للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية وهي¹:

1- صيغة النموذج؛

2- حجم العينة؛

3- مستوى المعنوية.

ويلاحظ في هذا الصدد أن هناك ثلاث صيغ للنموذج يمكن استخدامها في حالة (ADF) وهي:

1- الصيغة الأولى (I):

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

يلاحظ على هذه الصيغة أنها لا تحتوي على حد ثابت ولا على اتجاه زمني، وتتمثل الفروض في

هذه الحالة في:

$$H_0: \lambda = 0 \text{ أو } \rho = 1$$

$$H_1: \lambda > 0 \text{ أو } \rho < 1$$

ويتم إدراج عدد من الفروق ذات الفجوة (K) الصيغة الأولى (I) حتى تخفي مشكلة الارتباط التسلسلي

معبرا عنها بإحصائية (DW)، ويلاحظ هنا أنه إذا اختفت المشكلة بعد إدراج ثلاث حدود للفروق مثلا، فإن

هذه الفروق تتمثل في:

$$\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_t$$

$$\Delta Y_{t-2} = Y_{t-2} - Y_{t-3}$$

$$\Delta Y_{t-3} = Y_{t-3} - Y_{t-4}$$

وبعد تقدير الصيغة السابقة يتم حساب القيم المحسوبة لديكي- فولر الموسعة باستخدام الصيغة التالية:

¹ - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005، ص 655.

$$\tau^* = \frac{\hat{\lambda}}{S_{\hat{\lambda}}}$$

ثم يتم الحصول على القيمة الحرجة $ADF_{\lambda}(I,n,e)$ للنموذج (I)، وحجم العينة (N)، ومستوى المعنوية (e).

2- الصيغة الثانية (II): وتختلف هذه الصيغة عن الصيغة الأولى في كونها تحتوي على حد ثابت.

$$\Delta Y_t = \alpha + Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

وتتمثل الفروض المراد اختبارها في هذه الحالة في:

$$H_0: \lambda = 0 \text{ أو } \rho = 1, \alpha = 0$$

$$H_1: \lambda < 0 \text{ أو } \rho < 1, \alpha \neq 0$$

تم يتعين البحث عن القيم الحرجة لكل من (λ, α) كما يلي:

• القيمة الحرجة لـ λ هي: $ADF_{\lambda}(e,n,II)$ ؛

• القيمة الحرجة لـ α هي: $ADF_{\alpha}(e,n,II)$.

بعدها نقوم بمقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الحرجة.

3- الصيغة الثالثة (III): وتتضمن هذه الصيغة حدا ثابتا واتجاها زمنيا.

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_t + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

وتتمثل الفروض المراد اختبارها في:

$$H_0: \lambda = 0 \text{ أو } \rho = 1, \alpha = 0, \beta = 0$$

$$H_1: \lambda < 0 \text{ أو } \rho < 1, \alpha \neq 0, \beta \neq 0$$

ثم يتم حساب القيم المحسوبة تاو ديكي- فولر للمعاملات المختلفة على النحو التالي:

$$\tau^*_{\lambda} = \frac{\hat{\lambda}}{S_{\hat{\lambda}}}$$

$$\tau^*_{\alpha} = \frac{\hat{\alpha}}{S_{\hat{\alpha}}}$$

$$\tau^*_{\beta} = \frac{\hat{\beta}}{S_{\hat{\beta}}}$$

وللحكم على استقرار أو عدم استقرار السلاسل الزمنية تبعاً لهذا الاختبار، يتم حساب القيمة الاحتمالية P.value ويتم مقارنتها مع مستويات المعنوية 1%، 5%، 10%، وذلك بدون وجود ثابت وبوجود الثابت والاتجاه وبالثابت فقط، فإذا كانت P.value أكبر من مستويات المعنوية أو كانت القيمة المحسوبة ADF Test statistic أصغر من القيمة الجدلية Test Critical Value عند مستويات المعنوية سابقة الذكر، فإنه سوف يتم قبول فرض العدم الذي ينص على أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي عدم استقرار المتغيرات محل الدراسة في مستوياتها.

ثم بعد ذلك يتم إجراء أو احتساب الفروق الأولى لمعرفة ما إذا كانت السلسلة سوف تستقر بعد أخذ الفروق، فإذا كانت P.value أقل من مستويات المعنوية، فإنه يتم رفض فرض العدم أي أن المتغيرات تصبح معنوية والسلاسل الزمنية مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى (1).

ثانياً- اختبار فيليبس- بيرون (PHILIPS-PERRON) 1988:

يرتكز هذا الاختبار على تصحيح غير ثابت لإحصائيات Dickey-Fuller من أجل أخذ الأخطاء بعين الاعتبار، ويتم اختبار فيليبس وبيرون وفق المراحل التالية:

1- تقدير النماذج الثلاث لاختبار ديكي- فولر بطريقة المربعات الصغرى العادية، وذلك قصد تقدير البواقي e_t

2- تقدير الانحراف (التباين) في المدى القصير، وبحسب كالتالي:

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2$$

3- تقدير معامل التصحيح (التباين في المدى الطويل)، وبحسب انطلاقاً من تباينات البواقي للنماذج المقدره

$$S_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{p=i+1}^n e_t e_{t-1}$$

ولتقدير التباين في المدى الطويل لا بد من وجود قيمة تأخر (l) مقدره بدلالة المشاهدات:

$$n, l = 4 \left(\frac{1}{100}\right) \frac{2}{9}$$

4- حساب إحصائية فيليبس بيرون من خلال المعادلة التالية:

$$t_{\bar{\phi}_1}^* = \sqrt{k} \frac{(\bar{\phi}_1 - 1)}{\hat{\sigma}_{\bar{\phi}_1}} + \frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\bar{\phi}_1}}{\sqrt{k}}$$

وتكون ($k=1$) إذا كانت سلسلة البواقي (e_t) تشكل تشويش أبيض، ويتم مقارنة إحصائية ($t_{\bar{\phi}_1}$) مع القيمة الجدولية المستخرجة من جدول (Mackinnon)¹.

المطلب الثاني: اختبار التكامل المتزامن (المشترك):

أدت مساهمات جرانجر (1969) إلى توضيح مفهوم التكامل المتزامن بين متغيرين أو أكثر من الناحية الإحصائية، وهو وجود توازن طويل المدى بين هذين المتغيرين، وأصبح يستعمل بشكل خاص في الحالات التي تؤثر فيها علاقات المدى الطويل في القيمة الحالية للمتغير المدروس فضلا عن أهمية التكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية².

إن تعريف التكامل المشترك هو تصاحب بين سلسلتين زمنيتين (Y_t, X_t) أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحدهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتها غير ثابتة عبر الزمن. ولعل هذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حدة، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة، ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة المتغيرات المستقلة³.

ومما سبق نجد أن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل، فلو أن هناك متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تتجه لوضع التوازن في الأجل الطويل، بالرغم من إمكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير، وتوجد هناك العديد من اختبارات التكامل المشترك نختار منها اختبار التكامل المشترك لأنجل جرانجر واختبار التكامل المشترك لجوهانسن، وسوف نتطرق إلى هذه الاختبارات بالتفصيل فيما يلي:

الفرع الأول: اختبار التكامل المشترك لأنجل جرانجر

يعتبر تحليل التكامل المشترك الذي تم وضعه من قبل أنجل وجرانجر عند الكثير من الاقتصاديين كأحد المفاهيم الجديدة في مجال القياس الاقتصادي وكذلك لتحليل السلاسل الزمنية⁴.

¹ - سيف الدين بوزاهر، مرجع سبق ذكره، ص 153.

² - ندوى خزل رشاد، استخدام جرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2011، ص 269.

³ - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص 670.

⁴ - أحمد سلامي ومحمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الاثار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث، العدد 13، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013 ص

تستلزم طريقة اختبار التكامل المشترك لأجل جرانجر هذه المرور على مرحلتين:
أولاً- يتم في مرحلة أولى تقدير علاقة الانحدار الخطي البسيط بين متغيرين باستخدام طريقة المربعات الصغرى للعلاقة التالية:

$$X_t = \alpha + \beta Y_t + \varepsilon_t \dots (1)$$

حيث:

α, β : المعلمات المقدرة، يمثل β درجة استجابة المتغير التابع في المدى الطويل لتغير المتغير المستقل؛

ε_t : حد الخطأ العشوائي.

ثانياً- يتم في مرحلة ثانية اختبار مدى استقرار حد الخطأ العشوائي ε_t لمعادلة الانحدار السابقة، فإذا كانت هذه الأخيرة مستقرة فإن ذلك يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين (X_t, Y_t) ، وبالتالي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بينهما¹.

المطلب الثالث: تقدير العلاقة القصيرة الأجل (نموذج تصحيح الخطأ ECM)

لتقدير العلاقة في المدى القصير بين متغيرين متكاملين من نفس الرتبة مع وجود علاقة تكامل مشترك بينهما يُستخدم نموذج تصحيح الخطأ.

الفرع الأول: نموذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود التكامل المشترك بين متغيرين فإن النموذج الأكثر ملاءمة لتقدير العلاقة بينهما هو نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، وتأتي خطوة تصميم نموذج تصحيح الخطأ والتي تعتبر واحدة من أهم أدوات التحليل القياسي بحيث يضاف حد تصحيح الخطأ الذي يمثل بواقي الانحدار لمعادلة الأجل الطويل للنموذج المستخدم في الدراسة بفجوة زمنية متباطئة للفروقات، وهو ما يعرف بمعادلة الأجل القصير².

ويستخدم هذا النموذج عادة للتوفيق بين السلوك قصير الأجل والسلوك طويل الأجل للعلاقات الاقتصادية، فهو مسار تعديلي يسمح بإدخال التغيرات الناتجة في المدى القصير في علاقة المدى الطويل

¹ - عبد الرحيم شيببي، الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة المائنة والمقدرة على استدامة تحمل العجز الموازني والدين العام (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه غير منشورة في قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير جامعة أبو بكر بلقايد، الجزائر، 2012/2013، ص 183.

² - بوزاهر سيف الدين، مرجع سبق ذكره، ص 157.

وبذلك فإنه يهدف إلى عزل علاقة التكامل المشترك من جهة، ومن جهة أخرى للبحث عن الاتجاه المشترك والرابطة الحقيقية بين المتغيرات¹، حيث تمثل:

(Y_t): المتغير التابع؛

(X_t): متجه من المتغيرات المفسرة.

فإذا كانت مجموعة المتغيرات (Y_t) و (X_t) في حالة توازن يكون الفرق يساوي الصفر $\varepsilon_t = 0$ ، حيث:

$$\varepsilon_t = Y_t - \alpha - \beta X_t \dots (2)$$

وعندما لا يساوي هذا الفرق الصفر يكون هناك تباعد عن التوازن، وبصورة أدق يمكن القول إن هذه القيمة تقيس البعد عن التوازن بين (X_t) و (Y_t)، ويعرف ذلك بخطأ التوازن، ففي حالة تواجد خطأ التوازن يمكن افتراض أن المتغير التابع لها علاقة بالمتغير المستقل ومع القيم المتباطئة من X و Y ، ويمكن تمثيل ذلك بنموذج تصحيح الخطأ في المعادلة التالية²:

$$\Delta Y_t = c + \gamma \Delta X_t + \theta (Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + \varepsilon \dots (3)$$

حيث:

γ : درجة انتقال الأثر في الأجل القصير (الحالي)؛

$(I_{t-1} - \alpha - \beta P_{t-1})$: حد تصحيح الخطأ؛

θ : معامل سرعة التعديل (مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل

في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة)، والذي يجب أن يكون سالبا لأنه يشير إلى المعدل الذي تتجه به العلاقة قصيرة الأجل نحو العلاقة طويلة الأجل.

المبحث الثالث: النتائج والتحليل

بتطبيق الخطوات سابقة الذكر يمكن أن نصل إلى النتائج التالية فيما يخص تقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة (سعر الفائدة على القروض ($CRER$))، سعر الفائدة على الودائع ($DEPR$)، سعر الفائدة على سندات الخزينة (TBR))، وتغيرات معدل إعادة الخصم (DR) كسعر فائدة رسمي في الجزائر للفترة (1990-2014).

¹ - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص 680.

² - بوزاهر سيف الدين، مرجع سبق ذكره، ص 157-158.

المطلب الأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

أخضعنا كل المتغيرات إلى اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس- بيرون (PP) لمعرفة وجود أو عدم وجود جذر الوحدة لتفادي الانحدار الزائف، مع تحديد عدد فترات التأخر في كل مرة بناءً على معاملات (Akaike-Schwarz criterion)، (انظر الجدول رقم (02)).

يتبين من خلال هذه النتائج أن كل السلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستوى معنوية 1%، 5% و10%، تمتاز السلسلة الزمنية لمعدل الفائدة على أنونات الخزينة بوجود اتجاه عام، كما أن عدد فترات الإبطاء هي 5 بالنسبة لمعدل إعادة الخصم و0 بالنسبة لباقي السلاسل الزمنية.

الجدول رقم(02): يوضح نتائج تحليل استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المتعلقة بتقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي في المستوى (In level)

نتائج اختبار PP			نتائج اختبار ADF			
t-statistic	C , T , N	عدد فترات التأخر	t-statistic	C , T , N	عدد فترات التأخر	المتغيرات
-0.709155	N	5	-1.25153	N	5	**DR
-0.710505	N	0	-0.716353	N	0	*CRER
-1.049713	N	0	-1.049713	N	0	*DEPR
-1.909820	T	0	-1.309820	T	0	*TBR

* رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 1%.

** رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5%.

T,C,N: تعبر عن وجود الاتجاه العام في السلسلة (T)، وجود حد ثابت (C) وسلسلة بدون اتجاه عام وبدون حد ثابت (N).

هذا وحساب الفرق الأول للسلاسل الزمنية المعنوية (معدل إعادة الخصم، سعر الفائدة على القروض (CRER)، سعر الفائدة على الودائع (DEPR)، سعر الفائدة على سندات الخزينة (TBR))، تصبح كلها مستقرة عند مستوى معنوية مرتفع، وبالتالي فإن (DR, CRER, DEPR, TBR) متكاملة من الرتبة (1)، كما يتضح من النتائج المبينة في الجدول رقم (03).

الجدول رقم(03): يوضح نتائج تحليل استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المتعلقة بتقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي (first diff)

نتائج اختبار PP			نتائج اختبار ADF			
t-statistic	C , T , N	عدد فترات التأخر	t-statistic	C , T , N	عدد فترات التأخر	المتغيرات
-25.21585	N	5	-8.334302	N	5	DR*
-16.45629	N	0	-16.45629	N	0	CRER*
-17.23369	N	0	-17.23369	N	0	DEPR*
-16.56916	N	0	-16.52544	N	0	TBR*

* رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10%.

المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك وتقدير علاقة التأثير في المدى الطويل

اعتمدنا من أجل اختبار التكامل المشترك طريقة أنجل جرانجر (Engle and Granger) ، حيث تأكدنا في المرحلة الأولى من أن الفروق الأولى لكل المتغيرات مستقرة، أي أن كل المتغيرات متكاملة من نفس الرتبة (1)، وبقي لنا أن نقوم في المرحلة الثانية بتحليل الانحدار الخطي البسيط بين أسعار الفائدة الرسمية وأسعار فائدة التجزئة وذلك بالاعتماد على المعادلة رقم (01)، ثم نستخرج سلسلة البواقي ونختبر مدى استقرارها باستخدام المعادلة (02) في كل مرة كما يلي:

$$\varepsilon_t = Y_t - \alpha - \beta X_t \dots (2)$$

وبإتباع الخطوات السابقة توصلنا إلى النتائج التالية (الجدول رقم(04)):

الجدول رقم(04): يوضح نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة (Engle et Granger)

النموذج	α	β	اختبار ADF لسلسلة البواقي
DEPR	-1.86 (-9.365047)	1.06 (44.60687)	*-2.705785
CRER	4.33 (31.91930)	0.86 (52.70694)	**3.484933 -
TBR	-4.07 (-14.80126)	1.25 (35.11662)	***1.848473-

* رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10%.

** رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5% و 10%.

*** رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 10%.

يمثل المعامل (β) درجة الاستجابة الطويلة الأجل لأسعار الفائدة على الودائع، القروض وعلى أنونات الخزينة لمعدل إعادة الخصم.

يتضح جليا من الجدول السابق أن كل النماذج تتميز بوجود علاقة تكامل مشترك بين معدل إعادة الخصم وأسعار فائدة التجزئة، لأن سلسلة البواقي لتحليل الانحدار (اختبار الخطأ العشوائي ϵ_t لمعادلة الانحدار السابقة) مستقرة، إذ بلغت درجة استجابة سعر الفائدة على الودائع، القروض وسندات الخزينة لتغيرات معدل إعادة الخصم القيم 1.06، 0.86 و 1.25 على التوالي، وهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين أسعار الفائدة الرسمية وأسعار الفائدة التجزئة، وبالتالي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بينهما.

المطلب الثالث: تقدير درجة انتقال الأثر في الأجل القصير ومعامل سرعة التعديل باستخدام نموذج ECM بتعويض حد تصحيح الخطأ لفترة سابقة في المعادلة (2) يمكن إعادة المعادلة رقم (3) كما يلي:

$$\Delta Y_t = c + \gamma \Delta X_t + \theta(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + \epsilon \dots (3)$$

وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، يمكن تقدير العلاقة قصيرة الأجل وسرعة معامل التعديل انطلاقاً من المعادلة (4) للنماذج الثلاثة (نموذج ECM)، وهكذا توصلنا إلى النتائج المولوية (الجدول 05).

الجدول رقم (05): يوضح نتائج تحليل ECM.

النموذج الأول	C		R ²
CRER	-0.011622 (-0.595206)	-0.085403 (-2.578737)	-0.088290 (-4.788778)
DEPR	-0.022973 (-0.957570)	-0.229491 (-5.723684)	-0.105775 (-6.928165)
TBR	0.024258 (0.593358)	0.029839 (0.459331)	-0.061593 (-3.053243)

وفقاً لهذه النتائج يتضح أن معاملات التعديل كلها سالبة، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية كما أنها في نفس الوقت ذات معنوية إحصائية، أي أن سلوك أسعار فائدة التجزئة تتجه لتصل إلى وضع التوازن طويل الأجل، ويرتبط سعر الفائدة على الودائع وعلى القروض عكسياً بمعدل إعادة الخصم، حيث تبلغ درجة الاستجابة الحالية لسعر الفائدة على القروض والودائع لتغيرات معدل إعادة الخصم (-0.08) و(-0.22) على التوالي، أي أنها استجابة ضعيفة جداً، في حين لا يؤثر معدل إعادة الخصم في أسعار الفائدة على أدونات الخزينة في المدى القصير، لأن معلمة معامل الاستجابة الحالي غير معنوية. يمكن حساب عدد الفترات (الأشهر) اللازمة لاكتمال استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير سعر الفائدة الرسمي (Mean Adjustment Lag) باستخدام الصيغة التالية¹:

¹ - Espinoza-Vega M. A., and Rebutti, A. M. E., *Retail bank interest rate pass-through: is Chile atypical?*. In L.A. Ahumada and J.R. Fuentes (eds.), Banking market structure and monetary policy, Series on central banking, analysis, and economic policies - Volume VII, Santiago: Banco Central de Chile, 2003, p147-182

$$\text{Mean Adjustment Lag (M. A. L)} = \frac{1 - \gamma}{-\theta}$$

حيث:

γ : درجة انتقال الأثر في الأجل القصير (الحالي)؛

θ : معامل سرعة التعديل.

كلما كان هذا المعامل كبيرا كلما دل ذلك على جمود درجة الاستجابة، أي أن تعديل أسعار فائدة التجزئة لتغيير سعر الفائدة الرسمي يأخذ وقتا طويلا، والعكس صحيح.

باستخدام الصيغة السابقة، حصلنا على النتائج المرصدة في الجدول (06)، ويتضح أن استجابة أسعار فائدة التجزئة في الجزائر تأخذ وقتا طويلا يتجاوز السنة، ما يعني ضعف فعالية السياسة النقدية.

الجدول رقم(06): يوضح عدد الأشهر اللازمة لانعكاس تغيرات معدل إعادة الخصم كاملةً في أسعار فائدة التجزئة

النموذج	DEPR	CRER	TBR
M.A.L	12.2	13.5	16.6

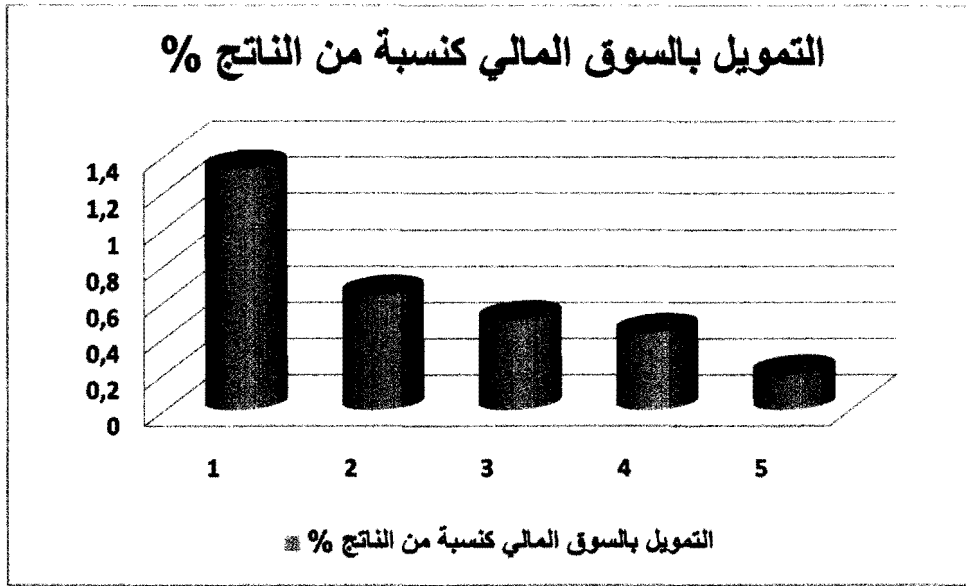
المطلب الرابع: تفسير ضعف استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم في الجزائر

كما ذكرنا في الفصل السابق فإن فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي تتأثر بجملة من المحددات ترتبط أساسا بطبيعة النظام المالي للاقتصاد المعني، وبناء على نتائج الدراسة القياسية يمكن تفسير ضعف درجة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم في الجزائر للسنوات الخمس الأخيرة بجملة المحددات الآتية:

أولاً- عمق السوق المالي:

ويمكن قياس عمق السوق المالي من خلال نسبة التمويل بالسوق المالي من الناتج، وذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (04): يوضح التمويل بالسوق المالي كنسبة من الناتج خلال الفترة 2010-2014.

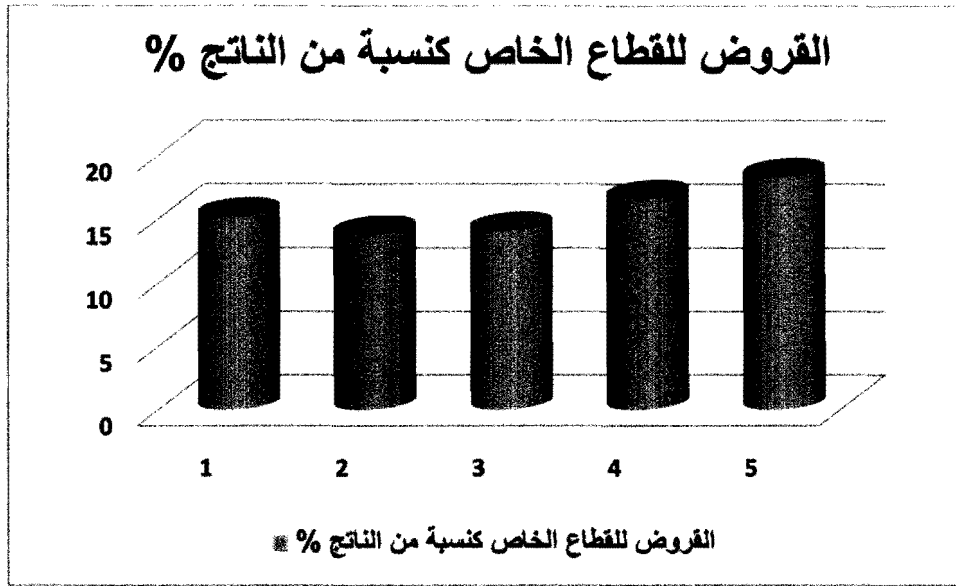


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من بورصة الجزائر (SGBV)، (<http://www.sgbv.dz>) وبيانات من بنك الجزائر، (<http://www.bank-of-algeria.dz>).

من خلال البيان أعلاه يتضح أن التمويل بالسوق المالي كنسبة من الناتج، ما يعني أن السوق المالي يساهم في إجمالي الناتج بنسبة ضعيفة جداً، وبالتالي فإنه لا يتسم بالعمق المالي المطلوب لتفعيل قناة سعر الفائدة، وهذا ما يفسر ضعف فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لمعدل إعادة الخصم في الجزائر كما أثبتت الدراسة القياسية.

ثانياً- العمق المصرفي: لقياس العمق المصرفي يستخدم مؤشر القروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): يوضح نسبة القروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج خلال الفترة 2010-2014.

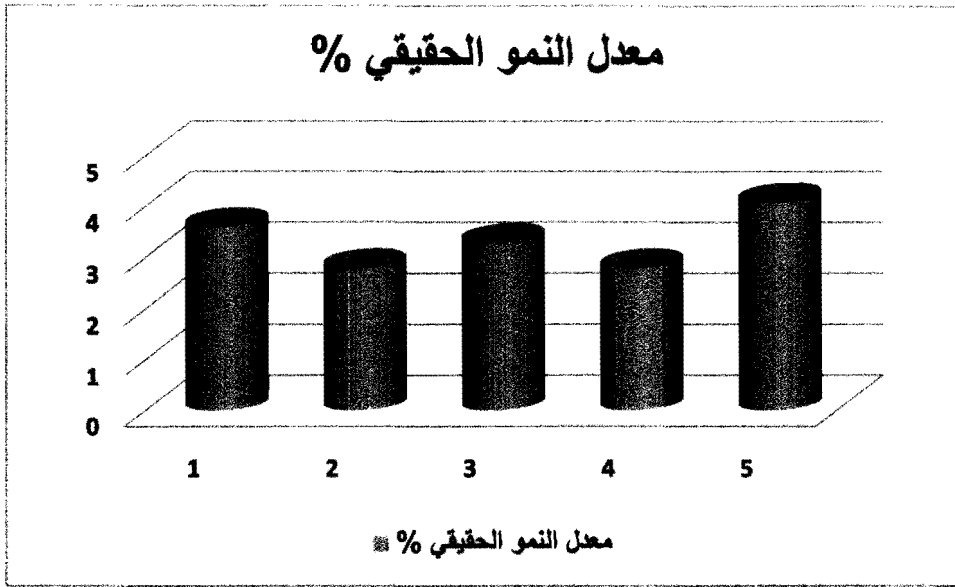


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من بنك الجزائر، (<http://www.bank-of-algeria.dz>).

من خلال البيان أعلاه يتضح أن القروض الممنوحة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج صغيرة، ما يدل على تخلف النظام المصرفي، وهذا ما يفسر ضعف فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم المتوصل إليها من خلال الدراسة القياسية.

ثالثاً- معدل النمو: تتحدد فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لسعر الفائدة الرسمي من خلال معدل النمو الحقيقي كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (06): معدل النمو الحقيقي خلال الفترة 2010-2014

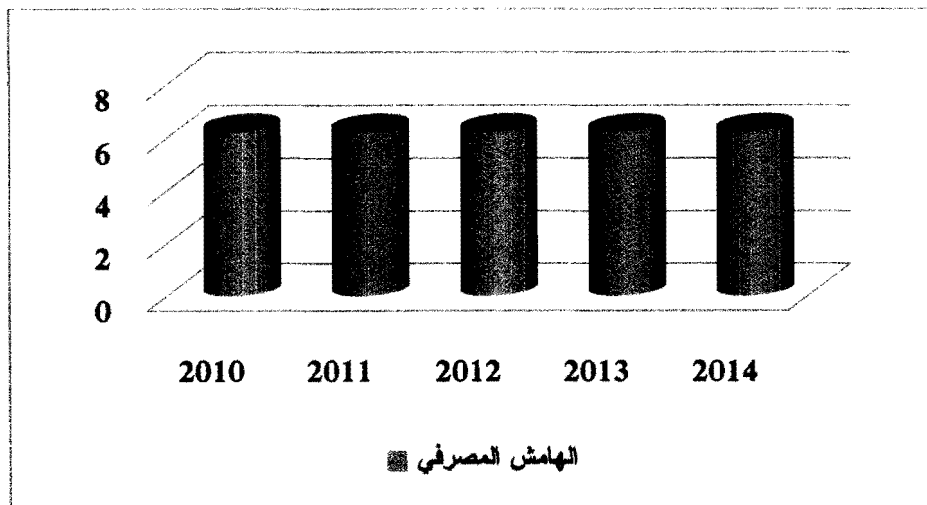


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من بنك الجزائر، (<http://www.bank-of-algeria.dz>).

من خلال البيان أعلاه نلاحظ أن معدل النمو الحقيقي صغير جدا خصوصا في السنوات الأخيرة، ما يعني أنه لا يؤثر في حجم الاستثمار والائتمان ومن ثم الطلب الكلي، وهذا ما يفسر ضعف استجابة أسعار فائدة التجزئة لمعدل إعادة الخصم.

رابعا- الهامش المصرفي: يمكن قياس الهامش المصرفي من خلال حساب الفرق بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع، وهو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): يوضح نسبة الهامش المصرفي خلال الفترة 2010-2014.

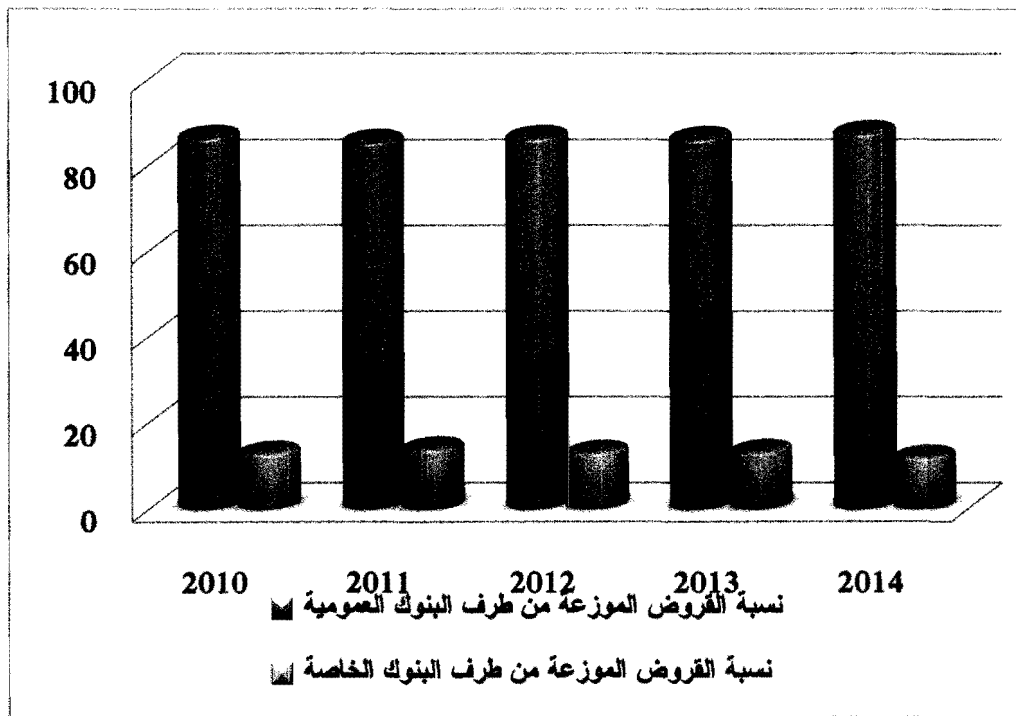


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من بنك الجزائر، (<http://www.bank-of-algeria.dz>).

من خلال البيان أعلاه نلاحظ أن الهامش المصرفي سجل نسبة ثابتة خلال السنوات الأخيرة وهذا المؤشر يعكس درجة كفاءة القطاع المصرفي والذي يتقلص كلما ازدادت المنافسة في القطاع، والملاحظ أن الهامش لم يتغير في السنوات الأخيرة وهذا راجع إلى انخفاض درجة المنافسة بسبب العدد القليل للمصارف الخاصة العاملة في الجزائر.

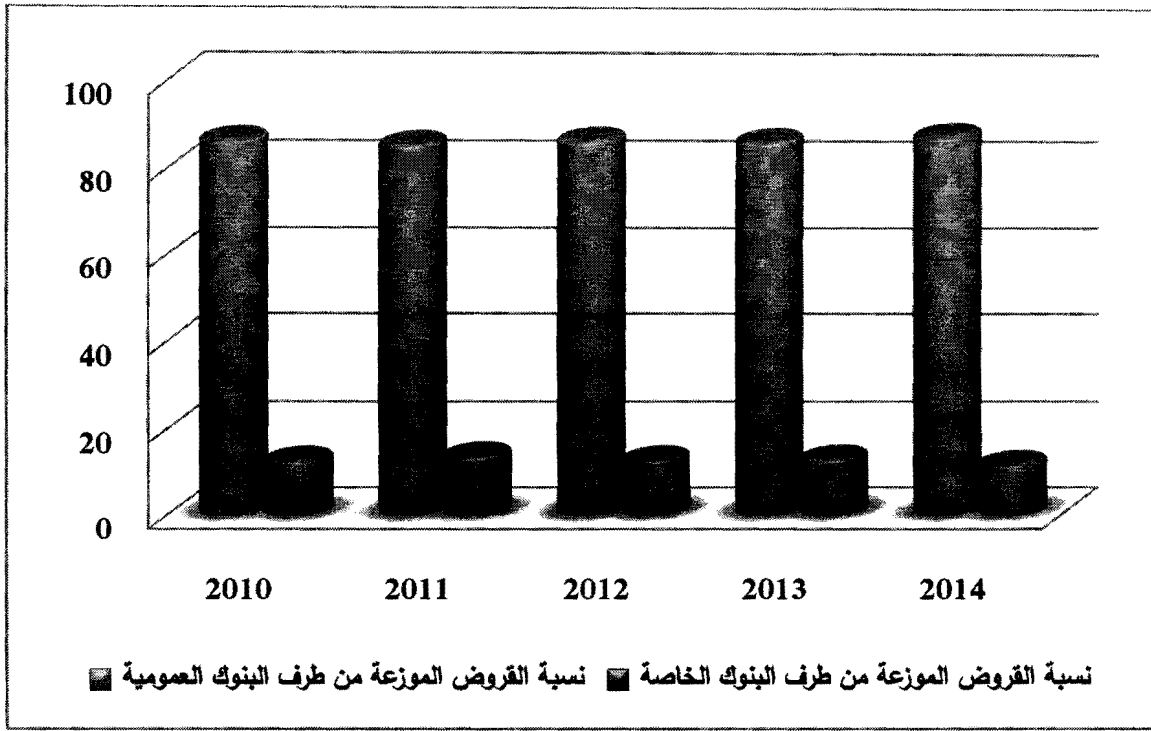
سادسا- المنافسة: تعتبر المنافسة من أهم محددات فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لسعر الفائدة الرسمي، ويوضح الجدول التالي حصص كل من البنوك العمومية والبنوك الخاصة من إجمالي البنوك الممنوحة للاقتصاد خلال الفترة 2010-2014.

الشكل رقم (08): يوضح نسبة القروض الموزعة من طرف البنوك العمومية والخاصة خلال الفترة 2010-2014.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من بنك الجزائر، (<http://www.bank-of-algeria.dz>).

من خلال البيان أعلاه نلاحظ أن البنوك العمومية هي الممول الرئيسي للاقتصاد الوطني بنسبة تتجاوز 80% من إجمالي القروض الممنوحة، أما نصيب البنوك الخاصة في هذا المجال فهو لا يتجاوز نسبة 08% من إجمالي القروض وتعتبر نسبة جد ضعيفة، ما يعتبر أحد أسباب عدم تحقق المنافسة في النظام المصرفي التي تعد من أهم المحددات التي تزيد من فعالية استجابة سعر فائدة التجزئة لسعر الفائدة الرسمي، وهذا ما يفسر ضعف فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم المتوصل إليها من المطلب السابق.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من بنك الجزائر، (<http://www.bank-of-algeria.dz>).

من خلال البيان أعلاه نلاحظ أن البنوك العمومية هي الممول الرئيسي للاقتصاد الوطني بنسبة تتجاوز 80% من إجمالي القروض الممنوحة، أما نصيب البنوك الخاصة في هذا المجال فهو لا يتجاوز نسبة 20% من إجمالي القروض وتعتبر نسبة جد ضعيفة، ما يعتبر أحد أسباب عدم تحقق المنافسة في النظام المصرفي التي تعد من أهم المحددات التي تزيد من فعالية استجابة سعر فائدة التجزئة لسعر الفائدة الرسمي، وهذا ما يفسر ضعف فعالية استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم المتوصل إليها من المطلب السابق.

خلاصة الفصل

يتأكد من خلال هذا الفصل أن السياسة النقدية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، قد شهدت عدة مراحل تبعا لتطور الأوضاع الاقتصادية وبرامج الإصلاح والتعديلات التي شهدها قانون النقد والقرض.

وقد تطورت أسعار الفائدة عبر ثلاثة مراحل، مرحلة الارتفاع إلى غاية نهاية 1996 كنتيجة لتشديد السياسة النقدية وتبني هدف بلوغ أسعار فائدة حقيقية موجبة، ثم مرحلة الانخفاض إلى غاية 2003 كنتيجة للتحكم في معدلات التضخم عند مستويات منخفضة، وأخيرا مرحلة الثبات إلى غاية 2014.

كما يتأكد من خلال تقويم أحد جوانب تحرير أسعار الفائدة، ألا وهو تقدير استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير معدل إعادة الخصم، أنها ضعيفة في المدى القصير، وبالرغم من ارتفاع درجة الاستجابة في المدى الطويل إلا أنها تتطلب وقتا طويلا، ما يُضعف من فعالية السياسة النقدية في بلوغ أهدافها النهائية.

الخاتمة

الخاتمة العامة:

تعد السياسة النقدية إحدى أهم أدوات السياسة الاقتصادية، لمساهمتها الفعالة في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية ممثلة في النمو الاقتصادي، التشغيل الكامل، التحكم في معدلات التضخم والتوازن في ميزان المدفوعات.

وقد مرت السياسة النقدية في تطورها عبر عدة مراحل تبعا لتطور الفكر الاقتصادي والممارسات الاقتصادية، وكانت في كل مرة تتعرض للمزاحمة من قبل السياسة المالية التي كانت تبرز كبديل واضح للسياسة النقدية في كل مرة تقف هذه الأخيرة عاجزة عن تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية وفي مقدمتها الاستقرار الاقتصادي الكلي.

هذا وتقوم ممارسة السياسة النقدية على مجموعة من الأدوات، تعتمد على بشكل أساسي لبلوغ أهدافها النهائية من خلال استهداف متغيرات نقدية وسيطة، وبالاعتماد على جملة من القنوات التي تعنى بنقل أثر السياسة النقدية من القطاع النقدي إلى القطاع الحقيقي.

✓ النتائج والاستنتاجات:

وبناء على ما تقدم في هذه الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- يعتمد عمل السياسة النقدية على استخدام تشكيلة من الأدوات الكمية والكيفية إضافة إلى أدوات أخرى، تهدف في مجملها إلى التأثير على الأهداف الوسيطة لبلوغ الأهداف النهائية؛
- تشمل آلية انتقال أثر السياسة النقدية عدة قنوات تؤثر في مختلف المتغيرات النقدية والاقتصادية تتمثل أساسا في قناة سعر الفائدة، قنوات أسعار الأصول، قناة سعر الصرف وقناة الائتمان، وترتبط فعالية هذه القنوات بجملة من العوامل تعتبر في النهاية محددات لفعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها النهائية، وهي مرتبطة بخصائص كل اقتصاد وخصائص نظامه المالي أساسا، وينتقل الأثر النقدي من خلال تعديلات تحدث بين مختلف المتغيرات المالية والنقدية كاستجابة لتغيرات سعر الفائدة الرسمي؛
- ترتبط فعالية استجابة أسعار الفائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية انطلاقا من نتائج عدة دراسات على الدول المتقدمة والنامية، بمجموعة من المحددات تلعب دورا مؤثرا في درجة ومدى استجابة أسعار الفائدة التجزئة لأسعار الفائدة الرسمية، بعض هذه المحددات مرتبطة بخصائص النظام المالي والمصرفي بينما البعض الآخر مرتبط بالاقتصاد ككل، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛
- مرت السياسة النقدية في الجزائر بعدة مراحل ابتداء من سنة 1990 إثر إصدار قانون النقد والقرض وفي ظل جملة الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي مرت بها المنظومة المصرفية الجزائرية، وقد قامت أساسا على تحرير المتغيرات النقدية والمالية وخصوصا أسعار الفائدة، كما تم رد الاعتبار للبنك المركزي ومنحه

صلاحية إدارة السياسة النقدية وتحديد أهدافها، وبهذا أصبحت السياسة النقدية وسيلة هامة وفعالة لإدارة الطلب النقدي والتأثير في التوازنات النقدية الكلية؛

- يتبين من خلال الدراسة القياسية أن هناك علاقة عكسية في المدى القصير ما بين معدل إعادة الخصم وأسعار فائدة التجزئة، كما أن استجابة هذه الأخيرة لتغير معدل إعادة الخصم ضعيفة في المدى القصير، وبالرغم من ارتفاع درجة الاستجابة في المدى الطويل، إلا أنها تتطلب وقتاً طويلاً، وهذا ما يُضعف من فعالية السياسة النقدية في بلوغ الأهداف النهائية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
 - يُفسر ضعف وطول مدة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير معدل إعادة الخصم في الجزائر بمجموعة من العوامل ذات الصلة بتخلف النظام المصرفي والمالي، تتمثل في ضعف العمق والمصرفي، مستوى النمو الاقتصادي والتضخم، ضعف المنافسة في السوق المصرفية وارتفاع درجة التركيز، لسيطرة البنوك العامة على الحصة الأكبر في القطاع المصرفي وتخلف السوق المالية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.
- ✓ الاقتراحات والتوصيات:

انطلاقاً من جملة النتائج الواردة أعلاه يمكن تقديم التوصيات الآتية:

- تعزيز المنافسة في السوق المصرفية وتخفيف احتكار وتدخّل الدولة المفرط؛
- تثمين إيرادات النفط لخلق اقتصاد متنوع يضمن استقرار القطاع المصرفي، وتفعيل دوره في التنمية، مع ضرورة تحسين مناخ الاستثمار لتحفيز استثمارات القطاع الخاص وتقليل المخاطر على المصارف؛
- إصلاح وتطوير النظام المالي والمصرفي الجزائري وخاصة ما يرتبط بالسوق المالي؛
- فتح المجال أمام القطاع الخاص وتوفير ظروف المنافسة العادلة، مما يؤدي إلى تنويع وتطوير الخدمات المالية.

✓ آفاق الدراسة

تناولت هذه المذكرة موضوع استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم، وهو جزء من آلية انتقال آثار السياسة النقدية، يمكن توسيع النتائج المتوصل إليها بدراسة باقي قنوات انتقال أثر السياسة النقدية، ما يعطي صورة واضحة عن فعالية السياسة النقدية في الجزائر.

قائمة المراجع

أولا-المراجع باللغة العربية

✓ الكتب:

- 1 - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 2- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2013.
- 3- أحمد فريد مصطفى وسهير محمد السيد حسن، السياسة النقدية والبعد الدولي، مؤسسة شباب الجامعة مصر، 2000.
- 4- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 5- جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية الجزائر، 2007.
- 6- جمال خريس، ايمن أبو حضير، عماد خصاونة، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار المسيرة ، الأردن 2002.
- 7- جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية الجزائر، 2007.
- 8- سكينه بن حمود ، دروس في الاقتصاد السياسي، الطبعة الأولى ، دار الملكية، ، الجزائر، 2006.
- 9- رحيم حسين ، النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي والغربي، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2006.
- 10- رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي ، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين، الجزائر، 2008.
- 11- زكريا الدوري ويسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2006.
- 12- سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي(المفاهيم والنظريات الأساسية)، الجزء الثاني، مطابع الأهرام، الكويت 1994.
- 13- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر، مصر، 2005.
- 14- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، ، الجزائر، 1993.
- 15- عبد الله خبابه، الاقتصاد المصرفي، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، ، مصر، 2013.

- 16- عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، مركز يزيد، الاردن 2006.
- 16- عبد القادر متولي، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010.
- 17- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
- 18- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك (أساسيات ومستحدثات)، دار الجامعية، مصر 2007.
- 19- عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية 2013.
- 20- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 21- عبد الحق بن عتروس، أثر التغير في التداول النقدي على الناتج المحلي في الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد الخامس، الجزائر، 2009.
- 22- عبد الحليم كراجة، محاسبة البنوك، الطبعة الأولى، دار الصفاء، الأردن، 2000.
- 23- عبد المنعم الراضي، تقييم دور السياسة النقدية والمالية في علاج التضخم، محاضرات معهد الدراسات المصرفية، مصر، 1980.
- 24- عبد المنعم مبارك وأحمد ناقة، النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر مصر، 1998.
- 25- عبد القادر محمد عطية، الحديث في الاقتصاد بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر مصر 2005.
- 26- عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك (منهج نقدي ومصرفي)، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر الأردن، 1999.
- 27- فؤاد هاشم عوض، اقتصاد النقود والتوازن النقدي، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر 1974.
- 28- فليب كرم، السياسة النقدية (النظم، الأدوات، الأهداف، وآلية انتقال الآثار)، معهد صندوق النقد الدولي فيفري 2008.

- 29- كمال أمين الوصال ومحمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2004.
- 30- لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2010.
- 31- مفيد عبد اللوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، مطبعة مزوار الجزائر، 2007.
- 32- محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود و البنوك، الطبعة السابعة، دار النهضة العربية، لبنان، بدون سنة نشر.
- 33- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015، ص 124.
- 34- مصطفى سلمان و حسام داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة، الأردن، 2000.
- 35- ناصر دادي عدون ومناوي محمد، الجزائر والمنظمة العالمية للتجارة، بدون طبعة، دار المحمدية العامة الجزائر، 2003، ص 128.
- 36- ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران، الأردن، 1999.
- 37- هيل عجمي جميل الجاني، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009.
- 38- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، بيروت لبنان، 2000، ص 205.
- 39- يوسف كمال، السياسة النقدية والمصرفية الإسلامية، الطبعة الثانية، دار الوفاء المنصورة، مصر، 1996.
- ✓ الرسائل الجامعية:

- 1- الرحيم شيببي، الآثار الاقتصادية الكلية للسياسة المالية والمقدرة على استدامة تحمل العجز الموازني والدين العام-دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم لتسيير جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2013.

- 2- فتيحة بنابي ، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي (دراسة نظرية)، رسالة الماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009/2008.
- 3- لونيس إكن ،_السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2009 رسالة الماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر الجزائر، 2011/2010.
- 4- ليلي أسمهان بقبق ، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومع وقاتها الداخلية(دراسة قياسية) أطروحة دكتوراه منشورة في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير ، جامعة تلمسان الجزائر 2014/2013.
- 5- عبد العزيز طيبة ،_سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003، مذكرة الماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2005/2004.
- 6- عبد الله البحري، أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية (دراسة حالة الجزائر)، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر 2005/2004.
- 7- عبد الرحيم شبيبي، الآثار الاقتصادية الكلية للسياسة المالية والمقدرة على استدامة تحمل العجز الموازني والدين العام (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم لتسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، الجزائر، 2013/2012، ص 183.
- 8- سيف الدين بوزاهر، أسعار الصرف وأسعار النفط -دراسة قياسية لاختبار العلة الهولندية-حالة الجزائر رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم لتسيير جامعة تلمسان، الجزائر، 2011/2010.
- 9- عمروش شريف، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، 2005/2004.
- 10- محمد فوداو، السياسة النقدية في ظل اقتصاديات العولمة واهم الإصلاحات من اجل المسايرة، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم لتسيير، جامعة الجزائر الجزائر، 2006/2005.

11- معيزي قويدر، فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي " دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2008/2007.

✓ المنتقيات والمؤتمرات والمجلات:

1- أحمد سلامي ومحمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث، العدد 13، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر.

2- بن عبد الفتاح دحمان، سعر الفائدة ومحدوديته في علاج الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 06/05 ماي 2009، ص ص 08-07.

3- بلعزوز بن علي وكتوش عاشور، واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية - واقع وتحديات-، مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الاجتماعية، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 15/14 ديسمبر 2004، ص 499.

4- ندوى خزعل رشاد، استخدام جرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2011.

5- ليلي أسمهان بقبق ، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وانعكاساتها على فعالية السياسة النقدية الملتقى الدولي حول إصلاحات النظام المصرفي الجزائري، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح الجزائر.

✓ النصوص القانونية والوثائق الرسمية:

1- الامر رقم 10-04 مؤرخ في 26 أوت 2003 ، يتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 52 المؤرخ في 27 أوت 2003.

2- الأمر رقم 10-04 المعدل للامر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2003، المؤرخ في 26 أوت 2010 الجريدة الرسمية، العدد 50 المؤرخ في أول سبتمبر 2010.

✓ التقارير :

1- التقرير السنوي النقدي، التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، بنك الجزائر، سبتمبر 2009.

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

✓ الكتب:

1- Aleksandar Jacimovic, **interbank market structure and the bank lending channel of monetary policy transmission**, M2 research project, 20 November 2012.

✓

2- Espinoza-Vega M. A., and Rebucci, A. M. E. **Retail bank interest rate pass-through: is Chile atypical?**».In L.A. Ahumada and J.R. Fuentes (eds.), **Banking market structure and monetary policy, Series on central banking, analysis, and economic policies – Volume VII**, Santiago: Banco Central de Chile , 2003.

3- Norman Loayza and Klaus Schmidt- Hebbel, **Monetary policy Functions and Transmission Mechanism**, Central Bank of Chile, Santiago, Chile, 2002.

4- Pierre cliche, **Gestion budgétaire et dépenses publique**, presse de l'université de Québéqué, canada, 2009.

✓ المقالات المجلات:

1- Christian Saborowski et Sebastian Weber , **Assessing the determinant of interest rate transmission through conditional impulse response functions**, IMF working paper, 2013.

2- Clément Muletier, **La politique monétaire non conventionnelle de la Réserve Fédérale américaine**, Université de Strasbourg, Institut d'Etudes Politiques de Strasbourg, 2011- Benoît Mojon, **Structures financières et transmission de la politique monétaire en Europe : analyses comparatives de l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni**, CEPII, document de travail n° 98-12, Octobre 1998.

3- Jean boivin et al, **how has the monetary transmission mechanism evolved over time ?**, Finance and economics discussion series divisions of research and statistics and monetary affaire Federal reserve board, washington, 2010

4- Jeevan kumar khundrakpam and Rajeev jain, **monetary policy transmission in India : a peep inside the blach box**, munich personal RePEc archive, Girmany, june 2012.

5- Jose M. Berrospide and Rochelle M. Edge, **The Effects of Bank Capital on Lending: What Do We Know, and What Does It Mean?**, International Journal of Central Banking, Vol. 6 No. 4, December 2010.

6- Michel cyrille sonba rt Yu Yuan, **Interst rate pass throught in the central african economic and monetary country area**, international journal of business and management, Vol 1, No 1, janvier 2010.

7- Nikoloz Gigineishvili, **Determinants of Interest Rate Pass-Through: Do Macroeconomic Conditions and Financial Market Structure Matter?**, IMF Working Paper, WP/11/176, July 201

8- Stiglitz, J.E., & Weiss A, **Credit rationing in markets with incomplete information**, The American Economic Review, 71(3), 1981.

9- Singh, S., Razi, A and Endut, N, **Impact of financial market developments on the monetary transmission mechanism**, BIS Papers, No.39, 2008.-

-10 Sonali das, **Monetary politician in India: transmission to bank interest rates**, IMF work paper, june 2015.

✓ الرسائل الجامعية:

1- Ibrahim diallo, **la politique monetaire dans la zone UEMOA**, mémoire de maitrise, Ufr de science economiques et gestion, Universite Gaston Berger de saint-louis, sénégal, 2007/2008.

2- Raphaël Jeudy, **La transmission de la politique monétaire aux taux bancaire en Europe : Sa dynamique et sa détermination vues au travers de modèles univariés et multivariés**, THESE de Doctorat, UNIVERSITE PARIS OUEST – NANTERRE LA DEFENSE, 2009, p100-103.

✓ الملتقيات والمؤتمرات التداولات:

1- Qayyum A., Khan S., and Khawaja, **Interest rate pass-through in Pakistan: evidence from transfer function approach**, The Pakistan development review 44, 2005.

✓ النصوص القانونية والوثائق الرسمية:

1- Article 01 de l'instruction n° 01-06, du 06 décembre 2001, Modifiant l'instruction n° 01-01, relative au régime de réserve obligatoire.

2- Instruction N° 16/94, du 09 avril 1994, **RELATIVE AUX INSTRUMENTS DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET AU REFINANCEMENT DES BANQUES.**

3- Instruction N°28/95 , du 09 avril 1995, **portant Organisation du Marché Monétaire.**

4- Instruction N° 16/94, du 09 avril 1994, **RELATIVE AUX INSTRUMENTS DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET AU REFINANCEMENT DES BANQUES.**

5- Instruction N°28/95 , du 09 avril 1995, **portant Organisation du Marché Monétaire.**

✓ المواقع الالكترونية:

1- <http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-6485.2005.00121.x>

2- www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/1331677X.2011.11517442

3- <https://www.imf.org>

4- www.bank-of-algeria.dz

المُلخَص

تناولت المذكرة موضوع تقويم استجابة أسعار فائدة التجزئة (سعر الفائدة على القروض، على الودائع وعلى أنونات الخزينة) لتغيرات معدل إعادة الخصم في الجزائر كسعر فائدة رسمي، باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة 1990-2014.

توصلت المذكرة باستخدام نموذج تصحيح الخطأ إلى أن هناك علاقة عكسية واستجابة ضعيفة في المدى القصير لسعر الفائدة على الودائع والقروض لتغيرات معدل إعادة الخصم، في حين لا تتأثر أسعار الفائدة على أنونات الخزينة بتغيرات معدل إعادة الخصم في المدى القصير. أكدت الدراسة أن استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغير معدل إعادة الخصم في الجزائر مرتفعة في المدى الطويل باستخدام طريقة (Engel et Granger)، لكنها تأخذ وقتاً طويلاً يتجاوز السنة، ما يعني ضعف فعالية السياسة النقدية في التأثير في الطلب الكلي. يمكن إرجاع ضعف وطول مدة استجابة أسعار فائدة التجزئة لتغيرات معدل إعادة الخصم إلى تخلف النظام المصرفي والمالي الجزائري.

الكلمات المفتاحية: معدل إعادة الخصم، أسعار فائدة التجزئة، النظام المصرفي والمالي الجزائري، نموذج تصحيح الخطأ.

Abstract:

The research dealt with the pass through, the responds of interest rate on loans, deposits and treasury bills to the changes re-discount in Algeria as the rate of official interest rate, using monthly data covering the period 1990-2014.

The Reached with the use of the error correction found that there is a weak inverse relationship in the short term interest between rate on deposits and loans and the changes of the re-discount rate, while interest rates are not affected by the Treasury Bills changes re-discount in the short-term rate, the study by using the method of (Engel et Granger) confirmed that the pass through in Algeria is high in the long run, but they take a long time more than a year, which means the effectiveness of monetary policy to influencing the aggregate demand, and we can return the weakness of the pass through to the failure of the banking and financial system of the Algerian.

Key words: the re-discount rate, retail interest rates, the banking and financial Algerian regime, model error correction.