

جامعة حسبية بن بو علي بالشلف
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
مخبر الأنظمة المالية و المصرفية و السياسات الاقتصادية الكلية
في ظل التحولات العالمية

مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي العاشر حول موضوع
فعالية السياسة النقدية في الدول النامية – تجارب الماضي وتحديات المستقبل-
(17 و 18 نوفمبر 2015)

عنوان المداخلة
دور قناة القرض المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية في اقتصاديات الاستدانة
- حالة الجزائر - (دراسة قياسية 1990-2014)

د، بقيق ليلي أسهمان أ ، بورقعة سنوسي
أستاذة محاضرة ب بجامعة معسكر أستاذ مساعد بجامعة معسكر
bouregaa_senouci@yahoo.fr bakbak_isma@yahoo.fr

ملخص البحث

في اقتصاد الاستدانة تكون السياسة النقدية سياسة مباشرة، تتم إدارتها عن طريق أدوات مباشرة بهدف أولي وهو تقليص الضغوطات التضخمية . فتدخل البنك المركزي إذن يكون غالبا على أساس تحديد حجم القرض الذي تمنحه البنوك للاقتصاد ، وهو ما يسمى بسياسة تأطير القروض. وعليه فإن القناة التي تكون الأكثر ملائمة وسيطرة في نقل أثر هذه السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي هي قناة الائتمان وذلك ما توصلت إليه بعض الدراسات .

إن إشكالية السياسة النقدية في الجزائر ترتبط ارتباطا وثيقا بالتحول الذي شهده الاقتصاد الجزائري بالانتقال من الاقتصاد المخطط و الموجه إلى اقتصاد السوق. فبعد أن كانت السياسة النقدية خاضعة كلية للسلطة السياسية وأجهزتها ، استوجبت المرحلة الانتقالية نحو اقتصاد السوق، إصلاحها بموجب قانون النقد و القرض ، الذي غير مسار السياسة النقدية تدريجيا من الرقابة المباشرة نحو أساليب الرقابة الغير مباشرة لإدارة هذه السياسة نحو تحقيق الاستقرار في الأسعار .

ولكن بالرغم من التوجه الجديد للاقتصاد الجزائري إلا أن هذا الأخير لا يزال لغاية الوقت الحالي يتسم بخصائص اقتصاد الاستدانة وذلك في ظل التدخل الحكومي و سيطرة النظام البنكي على تمويل الاقتصاد الوطني أمام ضعف ومحدودية السوق المالية . وفي ظل هذه الخصائص يبرز بوضوح دور القناة النقدية و قناة القرض المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي في الجزائر وذلك على ضوء نتائج الدراسة القياسية المعتمد عليها في هذا البحث .

مقدمة

بالرغم من كونها أحد أهم سياسات الاستقرار على المستوى الاقتصادي الكلي ، فمن الممكن أن يكون للسياسة النقدية نتائج غير متوقعة أو حتى غير مرغوبة في الاقتصاد ، ولذلك ومن أجل ضمان سلامتها يفترض بصانعي السياسة النقدية أن يكونوا على دراية دقيقة بنوقيت وأثار السياسة المتبعة على الاقتصاد الحقيقي، وهو ما يتطلب فهما صحيحا للآليات التي ينتقل بها أثر هذه السياسة ، والتي تعبر عن ميكانيكية عمل قنوات إبلاغ السياسة النقدية .

وطبيعة 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.

فالأنظمة المالية وبالرغم من تنوعها ، إلا أنه يمكن تصنيفها وفقا لعدة معايير ¹ ، ولعل التصنيف الأكثر شيوعا هو ما اقترحه الاقتصادي (John Hicks) سنة 1974 في كتابه **The Crisis in Keynesian Economics** ، بتصنيفه للأنظمة المالية في نوعين أساسيين ، وفقا لمعيار طرق تمويل الوحدات الاقتصادية وهما على التوالي: **اقتصاد السوق المالية واقتصاد الاستدانة**².

تكون السياسة النقدية في ظل اقتصاديات الاستدانة سياسة مباشرة ، تتم إدارتها عن طريق أدوات مباشرة بهدف أولى وهو تقليص الضغوطات التضخمية . فتدخل البنك المركزي إذن يكون غالبا على أساس تحديد حجم القرض الذي تمنحه البنوك للاقتصاد ، وهو ما يسمى بسياسة تأطير القروض ، وذلك من خلال وضع معايير لتحديد وتيرة نمو القرض ومنحه بالنسبة لكل بنك ولكل قطاع. فهنا يعمل البنك المركزي على التعديل أو التصحيح الكمي لسوق النقد (سوق ما بين البنوك). وعليه فإن القناة التي تكون الأكثر ملائمة وسيطرة في نقل أثر هذه السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي هي **قناة الائتمان** وذلك ما توصلت إليه البعض من الدراسات .

إن إشكالية السياسة النقدية في الجزائر ترتبط ارتباطا وثيقا بالتحول الذي شهده الاقتصاد الجزائري بالانتقال من الاقتصاد المخطط و الموجه إلى اقتصاد السوق. فبعد أن كانت السياسة النقدية خاضعة كلية للسلطة السياسية وأجهزتها ، استوجبت المرحلة الانتقالية نحو اقتصاد السوق، إصلاحها بموجب قانون النقد و القرض ، الذي غير مسار السياسة النقدية تدريجيا من الرقابة المباشرة نحو أساليب الرقابة الغير مباشرة لتصبح عمليات إعادة الخصم و الاحتياطي الإجباري أدوات مهمة لإدارة السياسة النقدية نحو تحقيق الاستقرار في الأسعار.

وفي العشرية الأخيرة (ابتداء من سنة 2000) ونتيجة لظاهرة فائض السيولة النقدية التي شهدتها المنظومة المصرفية الجزائرية و الناتجة عن الارتفاع المتواصل في أسعار المحروقات، استحدث بنك الجزائر أساليب جديدة لإدارة سياسته النقدية تمثلت أساسا في أسلوب استرجاع السيولة وكذا أسلوب الوديعة المغلة للفائدة إلى جانب أسلوب الاحتياطي القانوني الذي يستمر العمل به . إن توجيه السياسة النقدية عن طريق الأساليب الألف ذكره سمح بامتصاص جزء معتبر من فائض السيولة وهو ما انعكس على احتواء الضغوط التضخمية .

إن إدارة السياسة النقدية عن طريق الأساليب السابقة لم يكن ممكنا إلا بوجود مجموعة من القنوات التي كانت مسؤولة عن نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، هذه القنوات التي ترتبط بطبيعتها وفعاليتها بالخصائص التي تميز النظام المالي الجزائري والذي لا يزال يغلب عليه خصائص الأنظمة المالية لاقتصاديات الاستدانة ، وهذا في ظل سيطرة النظام المصرفي الجزائري على تمويل الاقتصاد الوطني أمام محدودية السوق المالية المغيبة تماما عن الساحة الاقتصادية .

على ضوء الخصائص التي تميز النظام المالي الجزائري ، نتوقع أن تكون القناة المسيطرة و الأكثر ملائمة لنقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي في الجزائر هي قناة الائتمان . وفي هذا السياق يبرز هدفنا من خلال هذا البحث في محاولة إبراز دور قناة الائتمان (بطريقة قياسية) في نقل أثر السياسة النقدية في الجزائر وذلك على غرار ما تلعبه هذه القناة من دور فاعل في الكثير من اقتصاديات الاستدانة ، وعليه تبرز إشكالية هذا البحث كمايلي:

هل تلعب قناة الائتمان دورا فاعلا في نقل أثر السياسة النقدية في الجزائر ؟

1- ملخص نظري عن قناة الائتمان و دورها في نقل أثر السياسة النقدية

قنوات تأثير السياسة النقدية هي عبارة روابط خاصة من خلالها تؤثر السياسة النقدية على الطلب الكلي . أما ميكانيكية تأثير السياسة النقدية فهي تعبر عن عمل قنوات السياسة النقدية في نقل أثرها إلى الناتج و الأسعار وفي أجال زمنية طويلة ومتغيرة³. وهذه القنوات كثيرة ومتنوعة يصنفها الاقتصاديون حسب ظهورها في الفكر النقدي إلى قنوات تقليدية تتمثل أساسا في **قناة سعر الفائدة** وما يرتبط بها من قنوات **كقناة سعر الصرف وقناة أسعار الأصول المالية و الحقيقية**. أما القنوات الحديثة فتتجلى في **قنوات الائتمان من خلال قناة القرض المصرفي (القناة الضيقة للقرض) وقناة الميزانية (القناة الموسعة للقرض)**⁴.

و تتجه الأبحاث المعاصرة بشأن انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي إلى إبراز دور **الائتمان المصرفي** كقناة للسياسة النقدية وذلك بسبب علاقته الوطيدة بالطلب الكلي⁵. و ظهر دور هذه القناة أول مرة على يد الاقتصاديان (**1988 Bernanke et Blinder**) في إطار النموذج (**CC-LM**)⁶.

ففي سنة 1988 اعدا (**Bernanke et Blinder**) صياغة نموذج **IS-LM** بإدماج سوق الائتمان في النموذج السابق وتحوله إلى نموذج آخر يسمى نموذج (**CC-LM**)، و الذي يمثل بدوره التوازن الأني لكل من **سوق النقد** الذي يتحقق بنقاط الطلب على النقود وعرضها وتوازن **سوق الائتمان** الذي يتحقق بتساوي الطلب على القروض وعرض القروض. علما أن توازن سوق الائتمان يمثل المنحنى **CC** الذي يدمج سوق السلع وسوق القروض (**commodities and credit**) .

فالطلب على القروض هو دالة متزايدة تابعة لمستوى النشاط الاقتصادي الذي يمثله الدخل الوطني **y** وفق علاقة طردية ولمعدلات الفائدة المدينة على القروض البنكية **p** وفق علاقة عكسية ولمعدلات الفائدة في السوق المالية **i** وفق علاقة طردية

$$L_d = L(p, i, y)$$

أما عرض القروض فهو تابع لعدة متغيرات خصوصا لحجم الودائع البنكية خارج الاحتياطات الإجبارية **D(1-r)** حيث تمثل **r** الاقتطاعات من الاحتياطات وكذا للنسبة **λ** التابعة لمعدلات الفائدة المدينة على القروض وفق علاقة طردية ولمعدلات الفائدة في السوق المالية وفق علاقة عكسية.

$$L_s = \lambda(p, i) D(1-r)$$

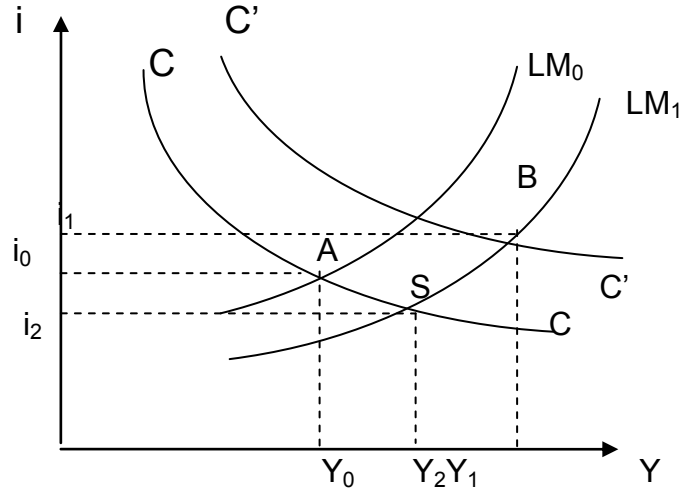
وتجدر الإشارة أن التغير في عرض القروض تابع للتغير في حجم الاحتياطات البنكية وليس لسعر الفائدة.

ويدرر النموذج **CC/LM** تأثير التغير في العرض النقدي على الطلب الكلي دون التمييز بين النقود وأدوات الائتمان الأخرى، وذلك بالاستناد على الافتراضات التالية:

- وجود ثلاثة أصول وهي النقود (الودائع)، السندات و القروض.
- وجود أربعة أسواق، سوق السلع، سوق نقدي، سوق السندات وسوق الائتمان
- وجود ثلاث أعوان اقتصادية، البنوك التجارية، الدولة / البنك المركزي، العائلات و المؤسسات.
- يقوم النموذج على فرضية الاستبدال الغير تام أو الإحلال الغير كامل بين السندات و القروض، ومعنى ذلك أن البنوك لا يمكنها تعويض النقص في ودائعها عن طريق تحويل الأصول المالية التي تمتلكها في محفظتها المالية إلى سيولة نقدية ببيعها في الأسواق المالية، كما أن المؤسسات لا يمكنها تعويض النقص في مواردها المالية بإصدار أصول مالية جديدة دون أن تتحمل تكاليف إضافية،
- إدراج متغير جديد في النموذج يتمثل في سعر الفائدة على القروض المعاكس لسعر الفائدة على السندات.
- الأخذ في الاعتبار مشاكل عدم تناظر المعلومات (**informations asymétriques**)⁷ التي تميز سوق الائتمان.
- تركيبة المحافظ المالية للأفراد و المتكونة من السندات و القروض تتحدد بناء على معدلات الفائدة الخاصة بكل منهما .
- افتراض ثبات المستوى العام للأسعار
- اقتصاد مغلق

بناء على ما سبق يمكن تتبع آلية انتقال أثر السياسة النقدية في ظل هذا النموذج وفق ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم-1- أثر السياسة النقدية في اطار النموذج CC/LM



المصدر : Sylvie Diatkine, théories et politiques monétaires, p 154.

تؤدي السياسة النقدية التوسعية ، من جهة ، إلى ارتفاع مستوى الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية ليزيد تبعا لذلك عرضها للقروض فيحدث توسع في سوق الائتمان ، يظهر في الشكل بانتقال المنحني CC إلى C'C' وهو ما يظهر الفرق بين هذا المنحني ومنحني IS ، وتبعاً لذلك يرتفع حجم الطلب الكلي ومن ثم مستوى الناتج الوطني بانتقاله من Y_0 إلى Y_1 . ومن جهة أخرى تؤدي هذه السياسة إلى انخفاض معدلات الفائدة على السندات (السوق المفتوحة) ليرتفع تبعا لذلك الطلب على القروض، وذلك بسبب توجه الأعوان الاقتصادية إلى سوق الائتمان المصرفي ، وعليه يؤول هذا الارتفاع في الطلب على القروض إلى ارتفاع معدلات الفائدة المدينة ومن ثم ترتفع تكلفة الحصول على القروض، مما ينتج عنه انخفاض الطلب عليها فتقل الاستثمارات وينخفض مستوى الطلب الكلي ومن ثم يتراجع مستوى الناتج الوطني بانتقاله من Y_1 إلى Y_2 .

وتلعب السياسة النقدية تأثيرها على الاقتصاد الحقيقي عن طريق قناة الائتمان من خلال القناة الضيقة للقرض التي تؤدي دورها تبعا لما تمتلكه البنوك من احتياطات نقدية ، و القناة الموسعة للقرض و التي تلعب دورها من خلال ميزانية الوحدات الاقتصادية (محافظهم المالية)⁸.

● قناة القرض البنكي (القناة الضيقة للقرض)

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 و الودائع لديها، وبالتالي يزيد حجم الإنفاق الاستثماري وكذا الاستهلاكي (المشتريات من السلع الاستهلاكية المعمرة) وهو ما ينعكس على زيادة الأسعار و الناتج الإجمالي. وتحدث الآثار العكسية في حالة السياسة النقدية التقييدية.

وتجدر الإشارة أن الآثار السابقة للسياسة النقدية تمس خصوصا المشروعات الصغيرة و الوحدات الاقتصادية التي لا تتوفر لها مصادر أخرى للتمويل غير الائتمان المصرفي.

● قناة الميزانية (القناة الموسعة للقرض)

هذه القناة تأخذ في الاعتبار الصحة المالية و الهيكل المالي للمقرضين، من جهة، و المقترضين من جهة أخرى، كما أنها تشمل كل وسائل التمويل الخارجية وليس القرض فحسب ، ولذلك فهي تعتمد على درجة الإحلال بين التمويل الخارجي و التمويل الداخلي.

فالمقترض يلجأ إلى التمويل الأقل تكلفة و الأقل مخاطرة، وفي المقابل فإن المقرض يبحث عن التوظيف الأكثر ضمانا والذي يمكنه من تعظيم أرباحه. فالقناة الموسعة للقرض تعتمد على ما يسمى بعلاوة التمويل الخارجي والتي تعتمد بدورها على المركز المالي للمقترض، وتمثل الفارق بين تكلفة التمويل الذاتي للمنشأة وتمويلها عن طريق مصادر خارجية. فكلما زاد صافي الثروة للمقترض انخفضت علاوة التمويل الخارجي و العكس صحيح. نستنتج إذن أن التقلبات في ميزانية المقترض تؤثر على شروط منح الائتمان ومن ثم على قرارات الاستثمار والإنفاق الاستهلاكي.

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

2- طبيعة السياسة النقدية وقنوات تأثيرها في اقتصاد الاستدانة واقتصاد السوق المالية

الأنظمة المالية وبالرغم من تنوعها ، إلا أنه يمكن تصنيفها وفقا لعدة معايير، ولعل التصنيف الأكثر شيوعا هو ما اقترحه الاقتصادي (John Hicks) سنة 1974 في كتابه **The Crisis in Keynesian Economics** ، بتصنيفه للأنظمة المالية في نوعين أساسيين، وفقا لمعيار طرق تمويل الوحدات الاقتصادية وهما على التوالي: **اقتصاد السوق المالي واقتصاد الاستدانة** ، ويظهر ذلك في قوله بأنه "يمكن تصنيف المؤسسات (يمكن أن ندرج هنا المؤسسات المالية) في قطاعين: أحدهما يسمح بتغطية احتياجات السيولة بفضل حيازة أصول سائلة، والآخر من خلال إمكانية الحصول على القرض "9.

■ فهناك إذن أنظمة اقتصادية تلجأ فيها الوحدات الاقتصادية إلى تلبية احتياجاتها من السيولة عن طريق التعامل في أسواق مالية متطورة، (السوق النقدية وسوق رأس المال) وذلك من خلال حيازة أصول مالية قابلة للتحويل بسرعة إلى سيولة، عن طريق مبادلتها في هذه الأسواق المالية. فتمويل النشاط الاقتصادي في هذه الأنظمة يكون عن طريق الادخار الخاص والعفوي ، ولذلك يطلق عليها **بافتصديات السوق (Economies de marché)** ، في حين يكون اللجوء إلى القرض المصرفي ثانويا.

■ وهناك أنظمة أخرى تلجأ فيها الوحدات الاقتصادية إلى تمويل نشاطها الاقتصادي عن طريق اللجوء إلى الاقتراض من الجهاز المصرفي وذلك بسبب قلة ادخاراتها الخاصة والعفوية . يطلق على هذا النوع من الأنظمة **بافتصديات الاستدانة (Economies d'endettement)** . في حين يكون اللجوء إلى الأسواق المالية ضعيفا وثانويا.

- السياسة النقدية في اقتصاد الاستدانة

تظهر أهم السمات أو المعالم الرئيسية لاقتصاد الاستدانة في الخصائص التالية¹⁰:

- يشكل القرض المصرفي الوسيلة الرئيسية لتمويل النشاط الاقتصادي ، حيث تلجأ العائلات و المشروعات ، بسبب عجزها عن تمويل نفسها ذاتيا، نظرا لضآلة ادخارها الخاص والعفوي، وكذلك بسبب ضيق الأسواق المالية وغياب الادخار الطويل الأجل، إلى تمويل احتياجاتها للسيولة عن طريق الاقتراض من الجهاز المصرفي، في حين يكون لجوئها إلى الأسواق المالية ثانويا. فالعائلات و المؤسسات تكون مدينة بشكل معتبر للنظام البنكي.
- تعمل البنوك في هذا النظام ومن خلال منحها للقروض على خلق وسائل التمويل ، حيث يسمح القرض البنكي بسد الفجوة بين الادخار والاستثمار.
- يشكل القرض المصرفي المقابل الرئيسي للكتلة النقدية، فعرض النقود في هذا النظام يكون متغيرا داخليا، ذلك أن خلق النقود يكون بسبب ما تطلبه الوحدات الاقتصادية من قروض.
- تتشكل أصول الأعوان الاقتصادية في هذا النظام عموما من توظيفات على مستوى البنوك وذلك في شكل ودائع للمدى القصير ، أما التوظيفات في شكل أصول مالية فهي قليلة جدا، وذلك بسبب ضيق الأسواق المالية، وحتى السوق النقدية فإنها تكون محصورة في دائرة البنوك ولا تتعد كونها سوق نقدية ما بين البنوك .

تكون البنوك في هذا النظام في حاجة مستمرة للسيولة ، وأمام صعوبة تكوينها لاحتياجات حرة، تلجأ بصورة مستمرة لإعادة تمويل نفسها عن طريق البنك المركزي الذي يلعب في هذا النظام دوره كمقرض أخير، فهو يكون مضطرا للتدخل لإعادة تمويل البنوك (عن طريق إعادة الخصم أو نظام الأمانة) ، لتفادي وقوعها في أزمات مالية تضر بالنظام ككل .

إن ما يهم البنوك في هذا النظام هو تحديد حجم القرض الذي يمكنها منحه في المقام الأول، وعلى أساس ذلك تلجأ للبحث عن التمويل لتغطية حاجتها من السيولة اللازمة. ولهذا تظهر في هذا النظام ظاهرة قسمة القرض (diviseur du crédit) عوض ظاهرة مضاعف القرض (multiplicateur du crédit)¹¹.

انعدام مرونة الأسعار ومعدلات الفائدة بسبب تحديدها إداريا. فمعدلات الفائدة في هذا النظام لا تعكس التوازن بين عرض وطلب القروض (الطلب على القروض غير مرن لمعدلات الفائدة)، ولكنها تحدد إداريا من طرف السلطة النقدية عند مستوى معين. فالمعدلات المطبقة تكون صارمة ، كما أن معدلات الفائدة الحقيقية تكون غالبا سالبة ، وهو ما ينعكس على عدم القدرة على انتقاء الاستثمارات المنتجة والغير منتجة ، وهو ما يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد.

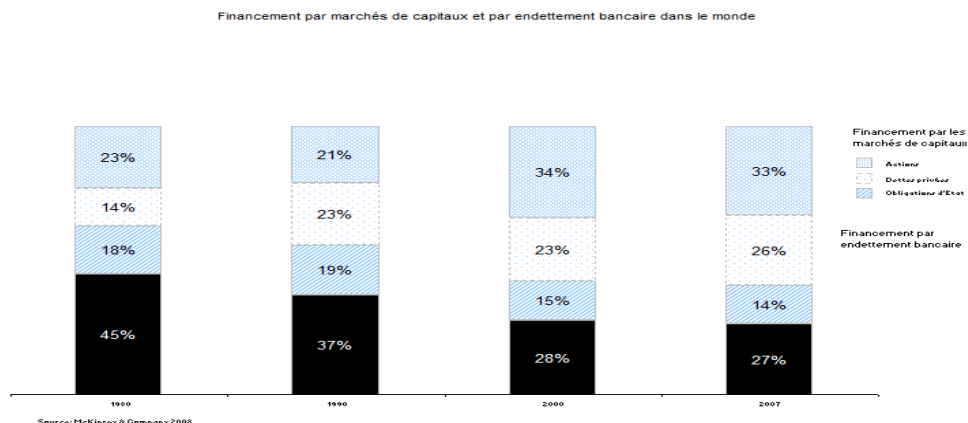
تلجأ الخزينة العمومية في هذا النظام إلى تمويل عجز ميزانيتها أساسا إلى التسيقات التي يقدمها لها البنك المركزي ، وهذا التمويل النقدي لعجز الميزانية هو تمويل تضخمي، وهو ما يعتبر إشكالا في حد ذاته . فهذا الأمر يدل بوضوح على تسلط الجهاز التنفيذي على البنك المركزي خاصة وعلى البنوك و المؤسسات المالية بشكل عام. وعليه قد تغيب استقلالية البنك المركزي وإن وجدت فإنها تكون ضعيفة جدا في هذا النظام.

إن هذا النظام هو تضخمي بطبيعته ، حيث ترتفع معدلات التضخم بسبب الإصدار النقدي المكثف بدون مقابل لتلبية طلبات البنوك للسيولة وكذا طلبات الوحدات الاقتصادية للقرض، دون أن ننسى تمويل العجز الموزني .

تبعاً للخصائص السابقة تكون السياسة النقدية في ظل هذا النظام سياسة مباشرة¹² ، تتم إدارتها عن طريق أدوات مباشرة بهدف أولي وهو تقليص الضغوطات التضخمية . فتدخل البنك المركزي إذن يكون غالبا على أساس تحديد حجم القرض الذي تمنحه البنوك للاقتصاد ، وهو ما يسمى بسياسة تأطير القروض، وذلك من خلال وضع معايير لتحديد وتيرة نمو القرض ومنحه بالنسبة لكل بنك ولكل قطاع. فهنا يعمل البنك المركزي على التعديل أو التصحيح الكمي لسوق النقد (سوق ما بين البنوك). وعليه فإن القناة التي تكون الأكثر ملائمة وسيطرة في نقل أثر هذه السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي هي قناة الائتمان .

تتجه دول العالم حاليا إلى إدخال آليات السوق في اقتصاداتها ولذلك أصبح يهيمن التمويل عن طريق السوق المالية على التمويل الدولي مقارنة مع التمويل البنكي، وهو ما يوحي بانتشار اقتصاد السوق المالية مقارنة مع اقتصاد الاستدانة في العالم ، ويتضح ذلك جليا من خلال المنحنى التالي:

الشكل رقم 2- التمويل عن طريق الأسواق المالية و التمويل البنكي في العالم



المصدر: www.vernimmen.net/vernimmen/graphiques/du-vernimmen.php

نلاحظ من خلال الشكل السيطرة الواضحة للتمويل عن طريق الأسواق المالية على التمويل في العالم مقارنة مع التمويل عن طريق القروض البنكية، حيث عرف التمويل عن طريق السوق المالية ارتفاعا معتبرا من 55 % سنة 1980 إلى، 63 % سنة 1990، 72 % سنة 2000 و 74 سنة 2007 . أما حصة التمويل البنكي فعرفت تراجعا ملحوظا من 45 % سنة 1980 إلى ، 37 % سنة 1990 ، 28 % سنة 2000 و 27 % سنة 2007 .
تجدر الإشارة ان هذا لا يعني زوال اقتصاد الاستدانة، فلا تزال الكثير من الدول النامية ، ومنها الجزائر ، تستجيب لمعطيات اقتصاد الاستدانة وقد تستجيب لها لمدة طويلة .

3- خصائص النظام المالي الجزائري

لا يزال الاقتصاد الجزائري عموما و النظام المالي الجزائري على وجه الخصوص يستجيب لمعطيات اقتصاد الاستدانة ، ويظهر ذلك جليا من خلال عدة مؤشرات تقتصر في هذا البحث على إبراز المؤشرات التالية :

أ - التدخل الحكومي في النظام المصرفي الجزائري

ويبرز ذلك بوضوح من خلال المؤشرات التالية :

✓ سيطرة البنوك العمومية على الشبكة البنكية مقارنة مع البنوك الخاصة

الجدول رقم - 1 - تطور الشبكة البنكية للبنوك العمومية و الخاصة (2012-2004)

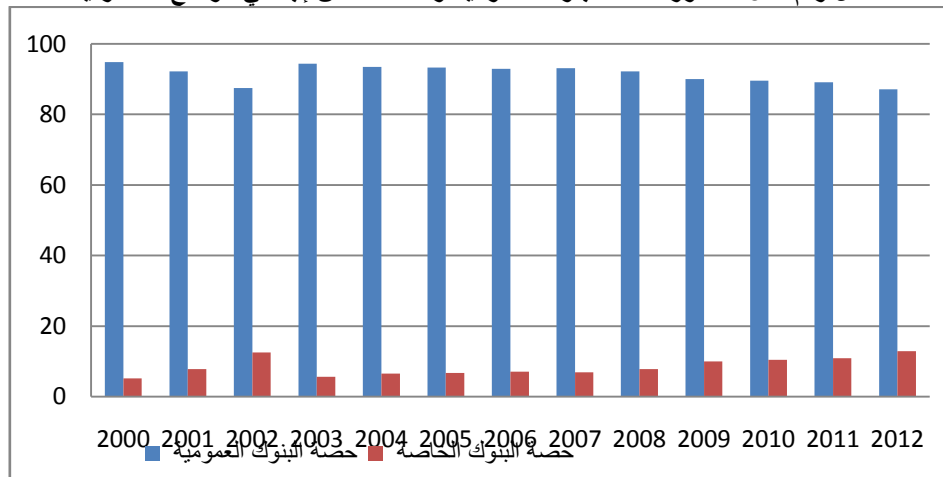
السنوات/ البيان	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
عدد الشبايك	1183	1227	1278	1233	1301	1324	1367	1426	1392
بنوك عمومية	1063	1097	1126	1093	1058	1072	1077	1083	1091
بنوك خاصة	120	130	152	196	243	252	290	343	301

المصدر: Rapport Banque d'Algérie, 2004 , p 74 , Rapport Banque d'Algérie, 2005 , p , 85, Rapport Banque d'Algérie, 2006 , p 84, :Rapport Banque d'Algérie, 2007 , p94, :Rapport Banque d'Algérie, 2008 , p 90, :Rapport Banque d'Algérie, 2009 , p 102, :Rapport Banque d'Algérie, 2010 , p 69, :Rapport Banque d'Algérie, 2011 , p74, :Rapport Banque d'Algérie, 2012 , p81.

يظهر من الجدول ارتفاع مستمر في عدد الشبايك البنكية خلال هذه الفترة وهو ما يدل على اتساع دائرة النظام المصرفي، ولكن مع السيطرة الواضحة للبنوك العمومية دائما على أكبر الشبايك البنكية في مقابل العدد المحدود لشبايك البنوك الخاصة. يدل ذلك على سوء توزيع البنوك، فالبنوك العمومية تتوزع عبر كل ولايات الوطن، في حين تتركز البنوك الخاصة في بعض الولايات دون أخرى، وخصوصا الولايات الشمالية.

✓ سيطرة البنوك العمومية على حصة الأسد من إجمالي الموارد البنكية مقارنة مع البنوك الخاصة

الشكل رقم - 3 - تطور حصة البنوك العمومية و الخاصة من إجمالي الودائع المصرفية



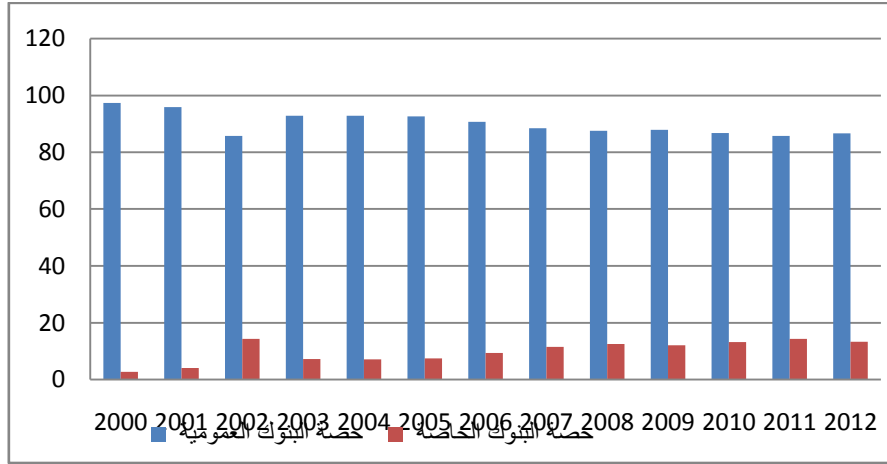
من إعداد الباحثين بناء على تقارير بنك الجزائر

يظهر أن البنوك العمومية تسيطر على حصة الأسد من إجمالي الموارد البنكية مقارنة مع نصيب البنوك الخاصة منها . حيث لم تتمكن البنوك الخاصة مجتمعة تحصيل أكثر من 13 % من إجمالي الودائع خلال هذه الفترة . و ترجع هذه الوضعية إلى عدة عوامل أهمها:

- ارتفاع ادخار المؤسسات العمومية العاملة في قطاع المحروقات على مستوى البنوك العمومية بالدرجة الأولى،
- فقدان الثقة في البنوك الخاصة بعد أزمة إفلاس بنك الخليفة والبنك الصناعي و التجاري سنة 2003،
- انخفاض ثقافة الادخار لدى المواطنين ومن ثم انتشار ظاهرة الاكتناز،
- ضعف قدرة البنوك الجزائرية على تبني استراتيجية لجذب الودائع وادخار العائلات و القطاع الخاص،
- سوء انتشار الفروع البنكية وتوزيعها الجغرافي،

✓ سيطرة البنوك العمومية على حصة الأسد من إجمالي القروض الممنوحة للاقتصاد :

الشكل رقم 4 - تطور حصة البنوك العمومية و البنوك الخاصة من إجمالي القروض

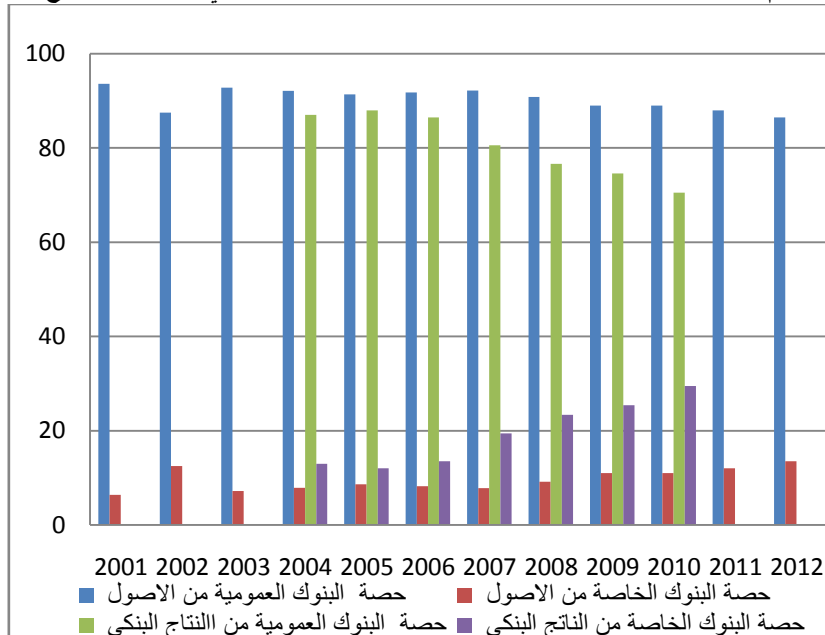


من إعداد الباحثين بناء على تقارير بنك الجزائر

يظهر من الشكل، استحواذ البنوك العمومية على الحصة الأهم من إجمالي القروض ، حيث لم تتخفص حصة هذه الأخيرة عن 85 % طيلة هذه العشرية، وهو ما يدل على أن البنوك العمومية هي الممول الرئيسي للاقتصاد الوطني . أما بشأن البنوك الخاصة، فيعود انخفاض نسب مساهمتها في تمويل الاقتصاد إلى عدم اهتمامها بتمويل القطاع العام، واقتصارها على تمويل القطاع الخاص خاصة في مجال الاستيراد والاعتمادات المستندية، ومنح بعض التسهيلات الائتمانية القصيرة الأجل . فالبنوك الخاصة إذن ما تزال بعيدة عن تمويل الاستثمارات المتوسطة و الطويلة الأجل .

✓ سيطرة البنوك العمومية على حصة الأسد من مجموع الأصول و الناتج البنكي :

الشكل رقم 5 - تطور نصيب البنوك العمومية و الخاصة من إجمالي الأصول و الناتج البنكي



يظهر جليا سيطرة البنوك العمومية على الحصة الأكبر من إجمالي الأصول البنكية و الناتج البنكي ، حيث تبلغ أدنى نسبة لحصة البنوك العمومية من الأصول والناتج على التوالي : 86.5 % بالنسبة للأصول و 80.6 % بالنسبة للناتج . أما حصة البنوك الخاصة من الأصول و الناتج البنكي فهي منخفضة جدا لا تتعدى في ذروتها 13.5 % بالنسبة للأصول و 29.5 % بالنسبة للناتج. وهذا الأمر يوحى إلى درجة التركيز الشديد التي تميز البنوك الجزائرية مما يحد من المنافسة البنكية .

ب - محدودية السوق المالية (البورصة) في الجزائر

بالرغم من شروع بورصة الجزائر في العمل منذ سنة 1999 إلى ان هذه الأخيرة ما تزال مغيبية تماما عن الواقع الاقتصادي الجزائري، وذلك راجع إلى ضعف أدائها و ضعف مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني . مما جعلها تشكل عقبة أمام تطور ونمو الاقتصاد الوطني . ويمكن الاستدلال على ذلك بمؤشرات كثيرة، نقتصر في هذا البحث على المؤشرات التالية:

✓ عدد الشركات المدرجة في البورصة

الجدول رقم 2 - عدد الشركات في بورصة الجزائر

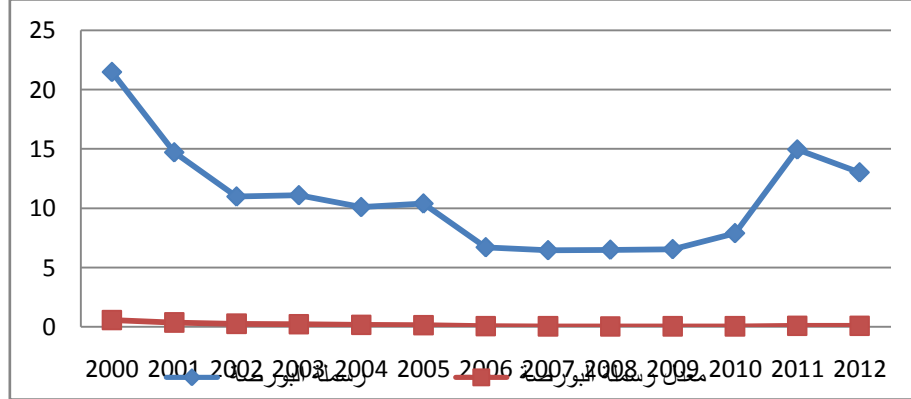
السنوات	بورصة الجزائر
2005 - 2000	3
2010 - 2006	2
2012 - 2011	3

المصدر: تقارير لجنة البورصة

يظهر بوضوح انخفاض حجم المبادلات في البورصة نتيجة محدودية المؤسسات المدرجة فيها والتي لم تتعد ثلاث شركات في سوق الأسهم ، منذ انطلاق البورصة ولغاية اليوم. في المقابل عرفت البورصات المغاربية تنوعا و تعددا في حجم الشركات المتدخلة فيها ، حيث فاق عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس مثلا في السنوات الأخيرة 50 شركة، أما في المغرب تجاوز عدد الشركات المدرجة 70 شركة. إن هذا الانخفاض في عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مقارنة مع مثيلاتها إنما يدل على محدودية وبدائية هذه البورصة والتي ما تزال في حاجة إلى خطوات عملاقة وجهود جبارة لتطويرها.

✓ رسملة البورصة ومعدل رسملة البورصة

الشكل رقم 6 - تطور رسملة البورصة ومعدل رسملة البورصة في الجزائر (2000-2012)



من إعداد الباحثين بناء على تقارير لجنة البورصة

يظهر جليا ، تذبذب رسملة بورصة الجزائر ،خلال هذه الفترة، بين الارتفاع و الانخفاض، حيث بلغت رسملة البورصة أقصى حد لها سنة 2000، حيث بلغت 21.5 مليار دج ، وذلك راجع إلى دخول سهم جديد تمثل في سهم مؤسسة نزل الأوراسي سنة 2000.

ابتداء من سنة 2001، بدأ مستوى رسملة البورصة بالتناقص لغاية سنة 2007، بانتقالها من 14.72 مليار دج سنة 2001، إلى 6.46 مليار دج سنة 2007. ويرجع هذا الانخفاض إلى تراجع أسعار أسهم الشركات الثلاثة المدرجة في البورصة (الرياض سطيف، نزل الأوراسي صايدال) ، بالإضافة إلى غياب دخول أي شركات جديدة من 2002 إلى 2005 . هذه السنة الأخيرة التي عرفت ارتفاعا طفيفا في رسملة البورصة نتيجة الارتفاع الذي عرفه سهم الأوراسي .

ما بين سنتي 2006 و 2007، انخفضت رسملة البورصة بشكل ملحوظ جدا بانتقالها من 6.71 مليار دج سنة 2006، إلى 6.46 مليار دج سنة 2007، ويرجع هذا الانخفاض إلى انسحاب شركة الرياض سطيف من البورصة سنة 2006 بعد أن لحقت بها خسائر نتيجة تدهور أسعار أسهمها في البورصة. فانسحاب هذه المؤسسة أثر بشكل جلي على كفاءة البورصة وأدائها.

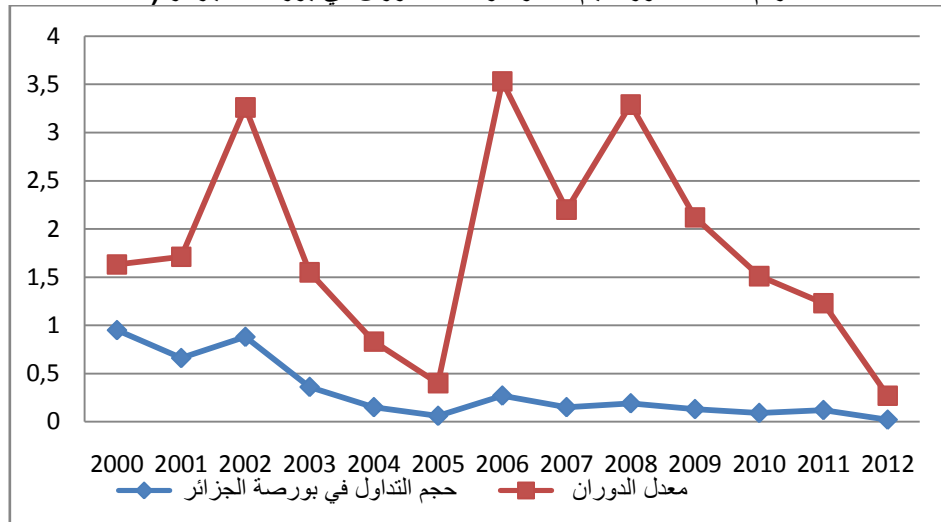
وابتداء من سنة 2008، بدأت رسملة البورصة ترتفع تدريجيا بانتقالها من 6.50 مليار دج سنة 2008، إلى 7.90 مليار دج سنة 2010، لتقفز بشكل ملحوظ جدا إلى الضعف بحجم 14.96 مليار دج سنة 2011. يرجع هذا الارتفاع المسجل ابتداء من سنة 2008، إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة (صايدال و الأوراسي) بسبب ارتفاع الطلب عليها خصوصا بعد خروج سهم الرياض سطيف من البورصة. كما أن القفزة المسجلة سنة 2011، إنما ترجع إلى اندراج شركة التأمين أليانس في البورصة في هذه السنة، وهو ما انعكس على تنشيط السوق المالية بعض الشيء. وفي سنة 2012، يعود مستوى رسملة البورصة للانخفاض بسبب انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة.

أما بشأن معدل رسملة البورصة، فيظهر جليا اقتراب هذا المعدل من الصفر، وهو ما يدل على غياب مساهمة البورصة عن تمويل الاقتصاد الوطني.

من خلال ما سبق يظهر أن بورصة الجزائر تتميز بمحدوديتها وصغر حجمها وضعف نشاطها وهو ما ينعكس على ضعف قدرتها في تحريك رأس المال في الاقتصاد الوطني.

✓ حجم التداول ومعدل الدوران :

الشكل رقم 7- تطور حجم التداول ومعدل الدوران في بورصة الجزائر (2000-2012)



من إعداد الباحثين بناء على تقارير لجنة البورصة

يبرز الانخفاض الكبير في حجم التداول في بورصة الجزائر، حيث يظهر معدل حجم التداول بمستويات متدنية تقترب من الصفر، وهو ما يعكس انخفاض حجم تداول القيمة الإجمالية للأسهم في بورصة الجزائر. إن انخفاض حجم التداول يرجع إلى الانخفاض في أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، وهو ما يظهر بوضوح ضعف سيولة بورصة الجزائر خاصة والاقتصاد الجزائري بصفة عامة.

أما بشأن معدل الدوران، فهو يظهر منخفضا كذلك، حيث لم يتعد في أقصاه 3.53 %، وهو ما يدل على انخفاض درجة سيولة السوق من جهة، وانخفاض قدرة بورصة الجزائر على تداول الأسهم بسهولة، من جهة أخرى. أي أن هناك بطء في عملية تداول الأسهم في بورصة الجزائر والذي يمكن إرجاعه إلى محدودية المتعاملين في الأسهم في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى محدودية الأوراق المالية، وخاصة الأسهم، المتعامل بها في البورصة.

4- تطور السياسة النقدية في الجزائر

خلال مرحلة الاقتصاد الموجه ، لعب البنك المركزي دور الممول الحصري للخرينة العمومية التي كانت تسيطر بدورها على الجهاز المالي و النقدي الجزائري من خلال تمويلها للاستثمارات خصوصا استثمارات المؤسسات العمومية . فالبنك المركزي إذن تجرد من كل صلاحياته كسلطة نقدية حيث لم تعط له في الواقع الاستقلالية الكاملة في اتخاذ الإجراءات و القرارات اللازمة بشأن سياسته النقدية.

نتيجة للوضعية السابقة فان السياسة النقدية لم تظهر بمعناها الحقيقي و المستقل، فهي لم تكن واضحة المعالم بسبب خضوعها بصفة كلية للخطة المادية. ومن ثم تميز التنظيم النقدي بتسيير إداري خاضع للسلطة الحكومية و أجهزتها وهو ما يظهر جليا من خلال :

- التدخل الإداري في تثبيت معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة و التي بلغت 3.75 % من 1963 إلى 1971 لتتخفف بعدها إلى 2.75 % من 1972 إلى 1986. إلا انه خلال إصلاحات الثمانينات وبتبني النظام الجديد للانتقال نحو اقتصاد السوق سارعت الدولة إلى تحرير الأسعار تدريجيا بما فيها أسعار الفائدة لترتفع تبعا لذلك إلى 5% خلال سنتي 1987 و 1988 و 7 % سنة 1989¹³

- فمعدلات الفائدة إذن كانت عاجزة عن لعب دورها في تحفيز الادخار، و توجيه القروض وفق معايير التكلفة و المردودية . فهذه المعدلات لم يكن بإمكانها حتى تغطية معدل التضخم لان مستوياتها تظهر منخفضة مقارنة مع معدلات التضخم المسجلة والذي شهد أعلى مستوياته خلال هذه المرحلة حيث بلغ في السبعينيات 8.1 % سنة 1975 ليرتفع إلى 11.3 % سنة 1979 . إلا أن هذا المعدل عرف بعض الانخفاض خلال الثمانينات حيث قدر ب 15.1 % سنة 1981 لينخفض نتيجة الانهيار في أسعار البترول إلى 9.3 % سنة 1989¹⁴.

- الإصدار المكثف للنقد دون مقابل بهدف تغطية احتياجات المؤسسات العمومية التي كانت تعاني من اختلالات داخلية ناتجة عن المشاكل المالية المختلفة التي كانت تتخبط فيها. حيث تشير الإحصائيات¹⁵ إلى الارتفاع المتصاعد للكتلة النقدية، فخلال الفترة من 1962 إلى 1970 تضاعفت الكتلة النقدية فقط ب 3 مليار دج في حين تسارع تضاعف هذا الحجم إلى أكثر من 10 مليار دج طيلة الفترة 1970-1982 و هذا راجع للتخطيط المالي للاقتصاد الذي لعب دوره في تحفيز الاستثمارات عن طريق التوسع النقدي لينخفض تضاعف حجم الإصدار النقدي إلى 1.3 مليار دج طيلة فترة الإصلاحات الاقتصادية 86 - 89 وهذا بسبب الانهيار في أسعار البترول الذي انعكس على حجم الموجودات الخارجية .

- انفصال عرض النقود عن النشاط الاقتصادي باتساع الفجوة بين الإصدار النقدي و الإصدار العيني (الإنتاج المادي) حيث تشير الإحصائيات أن التزايد في الكتلة النقدية كان اكبر من التزايد في الناتج الداخلي الخام . فعندما تضاعف مقدار الإصدار النقدي بحوالي 77 مليار دج ما بين 1963 و 1989، لم يتضاعف الناتج الداخلي الخام إلا بحوالي 30 مليار دج خلال نفس الفترة وهو ما انعكس على تصاعد الضغوط التضخمية كما سبقت الإشارة و ارتفاع معدل سيولة الاقتصاد¹⁶.

في ظل هذه الظروف اتجهت السلطة النقدية في هذه المرحلة إلى إدارة السياسة النقدية عن طريق أساليب مباشرة ولعل أبرزها أسلوب تأطير القروض الذي شكل الأسلوب المفضل و الملازم لإدارة السياسة النقدية خصوصا مع ضيق السوق النقدية التي كانت في طور الإنشاء و غياب السوق المالية.

إن التوجه الجديد للاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق تدعم بإعادة النظر من جديد في إصلاح النظام المصرفي بصور قانون النقد و القرض في 14 أبريل 1990 بهدف تأسيس الأعضاء و الأدوات و الميكانيزمات الضرورية لإرساء قواعد تنظيم نقدي و بنكي جديد يتوافق مع مقومات الاقتصاد الحر¹⁷

قانون النقد و القرض¹⁸ ساهم بشكل واضح في تغيير مسار السياسة النقدية خلال التسعينيات حيث انطلقت هذه الأخيرة تدريجيا نحو أساليب الرقابة الغير مباشرة حيث أصبح يتم إدارة السياسة النقدية خلال هذه المرحلة عن طريق الإجراءات التالية¹⁹: تأطير القروض ، التقنين الحذر ، الاحتياطات الإجبارية وإعادة التمويل عن طريق إعادة الخصم .

فبالنسبة لعملية إعادة الخصم شكلت خلال التسعينيات الأسلوب الأكثر استعمالا لإعادة تمويل البنوك والوسيلة الأكثر أهمية لتدخل البنك المركزي الجزائري لإدارة السياسة الائتمانية ، حيث عرف هذا المعدل ارتفاعا من 10.5 % سنة 1990 إلى 15 % سنة 1995 ، ليشهد انخفاضا متواصلا لغاية 1999 أين بلغ 8.5 %.

أما سياسة السوق المفتوحة فقد تمت أول عملية خلال عام 1996 والمتمثلة في شراء البنك المركزي للسندات العمومية التي لا تتجاوز مدتها ستة أشهر، وتلتها محاولة أخرى سنة 1997 ولكن نظرا لضيق السوق النقدية وغياب سوق مالية متطورة فإنه يبدو من الصعب تصور قيام بنك الجزائر بعمليات السوق المفتوحة في ظل الظروف الراهنة .

و بشأن الاحتياطي القانوني على الودائع المصرفية فقد حدد بنسبة لا تتعدى 28% في قانون النقد و القرض ، ولكن بموجب التعليم رقم 16-94 الصادرة بتاريخ 19 أبريل 1994 فان البنوك و المؤسسات المالية ملزمة بالاحتفاظ بمبالغ معينة من ودائعها في شكل احتياطات لدى بنك الجزائر وذلك في ظل الشروط المحددة في التعليم رقم 73-94 بتاريخ 28 ديسمبر 1994 وذلك بهدف تنظيم السيولة في الاقتصاد الوطني . و حدد معدل الاحتياطي الإجباري بنسبة 2.5%. ولكن ما تجدر الإشارة إليه هو ان هذه السياسة لم تستعمل بشكل فعلي خلال التسعينات بسبب نقص السيولة المصرفية و التبعية الحصرية للبنوك للبنك المركزي الجزائري.

بالإضافة إلى الأدوات التنظيم النقدي السابقة، يتدخل بنك الجزائر في تنظيم السوق النقدية ابتداء من 1995 عن طريق مجموعة من العمليات أهمها: التدخل اليومي ، الأخذ لأجل للسندات العمومية و الخاصة ، عمليات السوق المفتوحة، مزايادة سندات الخزينة في الحساب الجاري، ومزايدة القروض عن طريق المناقصات.

ان استعمال الأدوات السابقة ساهم بشكل واضح في تحسين الوضعية النقدية خلال التسعينات ولعل ابرزها ظهور ملامح الاستقرار النقدي بعد تمكن السياسة النقدية من ضبط الإصدار النقدي ، حيث تميزت فترة التسعينات بتراجع ملحوظ في معدل التضخم²⁰ الذي انتقل من 29.7 % سنة 1995 إلى 18.6 سنة 1996 ، 5.7 سنة 1997 ، 4,9 سنة 1998 و 2,6 سنة 1999.

التراجع المشهود في معدلات التضخم إنما يرجع أساسا إلى تقلص الفجوة بين الإصدار النقدي و الإنتاج المادي²¹، حيث شهدت عشرية التسعينات استمرار ارتفاع الكتلة النقدية بانتقالها من 343 مليار دج سنة 1990 إلى 1789.3 مليار دج سنة 1999، إلا ان معدلات نمو هذه الأخيرة تبقى أقل من معدلات نمو الناتج الداخلي الخام وهو ما يوحى بتقلص الفجوة بينهما، فمثلا بلغ معدل نمو الكتلة النقدية سنة 1999 ، 12.3 % مقابل نسبة نمو الناتج ب 15.5% .

أما خلال العشرية الأخيرة، وابتداء من سنة 2000، يعرف الاقتصاد الجزائري تغيرات إيجابية ناتجة أساسا عن الارتفاع الكبير و المتواصل لأسعار النفط و التي أصبحت تعرف بالطفرة النفطية، هذا الارتفاع في أسعار البترول انعكس على تراكم مزايد في الموجودات الخارجية الناتجة عن ارتفاع إيرادات الصادرات من المحروقات. فخلال هذه المرحلة تضاعف حجم الموجودات الخارجية بأكثر من 18 مرة ما بين 2000 و 2011 .

بل ان هذا المجمع وباعتباره من مقابلات الإصدار النقدي أصبح ابتداء من سنة 2001 يمثل المصدر الأساسي للكتلة النقدية ، حيث ارتفعت نسبة الموجودات الخارجية إلى الكتلة النقدية من 38,3 % سنة 2000 إلى 100,5 % سنة 2005 لتبلغ هذه النسبة 144.8 % سنة 2010 متجاوزة بذلك الكتلة النقدية التي انتقلت خلال نفس الفترة من 2022.5 مليار دج سنة 2000 إلى 8162,8 مليار دج سنة 2010، 9929,2 مليار دج سنة 2011 و 11013.3 مليار دج سنة 2012²². أما القروض للاقتصاد فتحل المرتبة الثانية في مقابلات الكتلة النقدية علما ان القروض شكلت المقابل الأساسي للكتلة النقدية طيلة العشرية السابقة .

آلت الظروف السابقة إلى تشكيل فوائض نقدية كبيرة على مستوى المنظومة المصرفية و السوق النقدية ، مما جعل بنك الجزائر يسارع إلى اتخاذ التدابير اللازمة خوفا من عودة الضغوطات التضخمية بعد استقرارها نسبيا عند مستويات متدنية منذ 1997 ، لينصب الاهتمام حول بلوغ الهدف النهائي للسياسة النقدية و المتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار في المدى المتوسط و الطويل وبمعدل تضخم مستهدف يتراوح بين 3 % و 4 % . ولتحقيق هدف استقرار الأسعار، يعمل بنك الجزائر حاليا على امتصاص الفائض من السيولة في السوق النقدية ، وذلك بالاعتماد على الأساليب التالية²³.

- وسيلة الاحتياطي القانوني: والذي يشهد ارتفاعا محسوسا ومستمر لغاية السنوات الأخيرة .

- وسيلة استرجاع السيولة (عن طريق النداء للعرض) : والتي أدخلت حيز التطبيق منذ سنة 2002 من خلال أسلوب استرجاع السيولة ل 7 أيام ليتم تدعيمها منذ سنة 2005 بأسلوب استرجاع السيولة ل 3 اشهر . وسنة 2013 باسترجاع السيولة ل 6 اشهر . وبموجب هذه الأداة، يعلن بنك الجزائر عن رغبته في امتصاص السيولة من السوق النقدية عن طريق المناقصة وبعرض المبلغ المراد سحبه بمعدل فائدة يعينه بنك الجزائر ،

- تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة : والتي تم إدخالها منذ جوان 2005 ، حيث تلجا البنوك وفق هذا الأسلوب إلى تشكيل ودائع على مستوى البنك المركزي الجزائري لمدة 24 ساعة أو 7 أيام أو 3 اشهر مقابل عائد يحدده بنك الجزائر .

ويظهر تطور معدلات أدوات السياسة النقدية خلال هذه العشرية وبالأرقام من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم-3 - : تطور معدلات عمليات بنك الجزائر من (2000 – 2015)

نداءات العروض									
المعدل المستهدف لمنافسات القروض %	تسهيلات الودائع %	استرجاع السيولة			المعدل المستهدف لنظام الأمانات ل 24 ساعة %	معدل إعادة الخصم %	معدل حساب الاحتياطي الإجباري %	معدل المكافئة في الاحتياطي الإجباري %	
		استرجاع السيولة ل 6 اشهر %	استرجاع السيولة ل 3 اشهر %	استرجاع السيولة ل 7 أيام %					
8.25	-	-	-	-	10.75	6.00	-	-	2000
8.25	-	-	-	-	8.75	6.00	3.00	-	2001
8.25	-	-	-	2.75	8.75	5.50	4.25	2.50	2002
8.75	-	-	-	1.75	4.50	4.50	6.25	2.50	2003
4.50	-	-	-	0.75	4.50	4.00	6.5	1.75	2004
4.25	0.30	-	1.90	1.25	4.50	4.00	6.5	1.00	2005
-	0.30	-	2.00	1.25	4.50	4.00	6.5	1.00	2006
-	0.75	-	2.50	1.75	-	4.00	6.5	1.00	2007
-	0.75	-	2.00	1.25	-	4.00	8.00	0.75	2008
-	0.30	-	1.25	0.75	-	4.00	8.00	0.50	2009
-	0.30	-	1.25	0.75	-	4.00	9.00	0.50	2010
-	0.30	-	1.25	0.75	-	4.00	9.00	0.50	2011
-	0.30	-	1.25	0.75	-	4.00	11	0.50	2012
-	0.30	1.50	1.25	0.75	-	4.00	12	0.50	2013
-	0.30	1.50	1.25	0.75	-	4.00	12	0.50	2014
-	0.30	1.50	1.25	0.75	-	4.00	12	0.50	2015 (مارس)

Sources : - Bulletin statistique trimestriel N° 1/Sep 2007, p12, Bulletin statistique trimestriel N°5/Déc. 2008, p17, Bulletin statistique trimestriel N° 9/Déc. 2009, p17, Bulletin statistique trimestriel N° 21/Déc. 2010, p17, Bulletin statistique trimestriel N° 16/Déc2011, p17, Bulletin statistique trimestriel, N° 21 mars 2013 , P 17, Bulletin statistique trimestriel, N° 25mars 2014 , P 17 , Bulletin statistique trimestriel, N° 30 Juin 2015 .

ان إدارة السياسة النقدية الحالية في الجزائر عن طريق الأساليب السابقة نجحت في امتصاص حجم معتبر من السيولة الفائضة في السوق النقدية وخصوصا عن طريق وسيلة استرجاع السيولة التي تساهم بنسب اكبر في عملية الامتصاص مقارنة مع الأدوات السابقتين²⁴. هذا الوضع الذي انعكس إيجابا على تراجع معدلات التضخم خلال السنوات الأخيرة ، حيث قدر هذا المعدل ب 3.9 % سنة 2010 بعد ان كان 4,8 % سنة 2008 ، و 5,7 % سنة 2009 .

5 - عرض لبعض الدراسات القياسية لاختبار دور قناة الائتمان

قبل إجرائنا للدراسة القياسية بشأن اختبار ما اذا كان لقناة القرض البنكي دورا في نقل اثر السياسة النقدية في الجزائر ، لا بأس ان نستعرض بعض الدراسات القياسية التي أجريت حول قناة الائتمان المصرفي في بعض الاقتصاديات النامية التي مازالت بدورها تستجيب لمعطيات اقتصاد الاستدانة ، ومن اهم هذه الدراسات نذكر :

▪ دراسة (Abdenmour Faouzi, 1999)²⁵ بعنوان :

Les Canaux de transmission des impulsions de la politique monétaire : Analyse théorique et essai d'application empirique sur données tunisienne

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد قنوات تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد التونسي قياساً باستعمال النموذج (VAR) والمتضمن المتغيرات التالية: سعر الفائدة في السوق النقدية، الكتلة النقدية، حجم القروض للقطاع الخاص، سعر الصرف، واعتمد الباحث على بيانات ثلاثية تغطي الفترة من الثلاثي الأول لسنة 1990 إلى الثلاثي الثالث من سنة 1998 ، أي حوالي 35 ملاحظة . وبعد تقدير النموذج محل الدراسة كانت النتائج كمايلي:

- استجابة كل من القناة النقدية وقناة سعر الصرف وقناة القروض للصدمة العشوائية في السياسة النقدية وذلك بشكل يتوافق مع التوقعات النظرية ،
- تحتل قناة القروض الأهمية الأولى في التأثير على الناتج التونسي وتليها أسعار الفائدة في المرتبة الثانية ثم أسعار الصرف في المرتبة الثالثة.

▪ دراسة (AdelBoughrara , 2005)²⁶ بعنوان :

Monetary Transmission Mechanisms in Morocco and Tunisia

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وتحديد ومقارنة ميكانيكية انتقال أثر السياسة النقدية التي تسببها الصدمات النقدية في كل من المغرب وتونس ، حيث اعتمدت هذه الدراسة على بيانات ثلاثية تمتد من الثلاثي الأول من سنة 1989 (بالنسبة لتونس) و الثلاثي الأول من سنة 1990 (بالنسبة للمغرب) إلى الثلاثي الرابع من سنة 2005 بالنسبة للبلدين . وتتعلق هذه البيانات بالمتغيرات التالية: معدل الفائدة في السوق النقدية (بالنسبة لتونس) ومعدل الفائدة ما بين البنوك (بالنسبة للمغرب) كأداة للسياسة النقدية، سعر الصرف الفعلي الإسمي، القروض للقطاع الخاص، مؤشر أسعار الأسهم، مؤشر الإنتاج الصناعي أو الناتج الداخلي الحقيقي ومؤشر أسعار الاستهلاك .

- وبعد تقدير النموذج (VAR) توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:
- لا سعر الصرف ولا أسعار الأصول المالية كان لها دور كقنوات في نقل أثر السياسة النقدية في كلا البلدين ،
 - قناة القرض البنكي هي القناة المسيطرة في تونس مقارنة مع قناة أسعار الفائدة ،
 - تلعب قناة سعر الفائدة دوراً مسيطراً في المغرب في حين أن قناة القرض تلعب دوراً ضعيفاً في المغرب مقارنة مع تونس .

▪ دراسة (TusharPoddar, RandeSab,HasmikKhachatryan, 2006)²⁷ بعنوان :

The Monetary Transmission Mechanism in Jordan

تهدف هذه الدراسة إلى فحص قنوات تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد الأردني خلال الفترة من 1996 إلى 2005 وذلك بالاعتماد على النموذج (VAR) والذي تضمن المتغيرات التالية : الناتج الحقيقي، الاحتياطات الخارجية، الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع ل 3 أشهر في الأردن ومعدل الفائدة على الدولار الأمريكي في البنك الفدرالي وسعر الصرف مقابل الدولار.

وتوصل الباحثون بعد تقدير النموذج إلى أن السياسة النقدية في الأردن نجحت خلال الفترة محل الدراسة في التأثير على حجم الاحتياطات و كذا في دفع الودائع المصرفية ومعدلات الفائدة على القروض ولكنها لم تتجح في التأثير على الناتج المحلي .

أما بشأن قنوات تأثير السياسة النقدية، فتشير النتائج إلى أن كل من قناة سعر الفائدة وقناة القروض وأسعار الأصول لم تكن لها فعالية خلال هذه الفترة في نقل أثر السياسة النقدية إلى الناتج المحلي . ويرجع الباحثون ذلك إلى قصر الفترة محل الدراسة ، كما أن هذه الفترة شهدت العديد من الإصلاحات الهيكلية في الأردن على عهد غير مسبق، وهو ما أدى إلى بعض الفوضى في البيانات محل الدراسة، وكذا في تغيير العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية.

▪ دراسة (Rania Al -Mashat,AndreasBillmeier, 2007)²⁸ بعنوان :

The Monetary Transmission Mechanism in Egypt

فحصت هذه الدراسة قنوات تأثير السياسة النقدية في مصر ، وخصوصاً تأثيرها على هدف التضخم وذلك باستعمال النموذج (VAR) ، وبالاعتماد على بيانات شهرية تخص الفترة من جانفي 1996 إلى جوان 2005.

ويتضمن نموذج هذه الدراسة سلسلة من المتغيرات الداخلية و الخارجية، فالمتغيرات الداخلية تتمثل أساسا في الناتج الداخلي الخام، مؤشر أسعار الاستهلاك، سعر الصرف الإسمي الفعلي، القروض الداخلية المقدمة للقطاع العام و الخاص وسعر الفائدة ، أما المتغيرات الخارجية فتمثلت في سعر البترول وسعر الفائدة على الدولار الأمريكي في السوق العالمية .

وبعد تقدير نموذج الدراسة، توصلت هذه الدراسة إلى أن سعر الصرف هو القناة التي تسيطر وتلعب دورا قويا في نقل أثر السياسة النقدية إلى الناتج و الأسعار ، أما بقية القنوات وخاصة قناة القروض وقناة أسعار الأصول دورها ضعيف جدا ، في حين أن قناة معدلات الفائدة كانت في تطور .

■ دراسة (AdelBoughrara , 2008) بعنوان :²⁹

Monetary Transmission Mechanisms and the effectiveness of monetary policy in Egypt, Morocco and Tunisia

تهدف هذه الدراسة إلى قياس الأهمية النسبية لأربع قنوات للسياسة النقدية ، ويتعلق الأمر بقناة سعر الصرف، قناة سعر الفائدة، قناة القرض المصرفي ، وقناة أسعار الأصول المالية، باستعمال النموذج (VAR) . واعتمد الباحث على تقدير ثلاث نماذج بالنسبة لكل دولة :

- بالنسبة لمصر: اعتمد الباحث على بيانات شهرية من الشهر الأول لسنة 1997 إلى الشهر الثاني عشر من سنة 2007 ، وتخص هذه البيانات على التوالي: الناتج الداخلي الحقيقي، أسعار الاستهلاك، معدل الفائدة على سندات الخزينة، سعر الصرف الإسمي الفعلي، مؤشر أسعار الأسهم، بالإضافة إلى متغيرين خارجيين: سعر البترول وسعر الفائدة على الدولار الأمريكي في السوق العالمية .

- بالنسبة للمغرب: اعتمد الباحث على بيانات شهرية من الشهر الأول لسنة 1990 إلى الشهر الرابع عشر من سنة 2007 ، وتخص هذه البيانات : الناتج الداخلي الإسمي، مؤشر أسعار الاستهلاك، معدل الفائدة بين البنوك ، القروض الداخلية ، سعر الصرف الفعلي الإسمي، مؤشر أسعار الأسهم ، بالإضافة إلى المتغيرين الخارجيين السابق ذكرهما .

- بالنسبة لتونس : اعتمد الباحث على بيانات شهرية من الشهر الأول لسنة 1993 إلى الشهر الأول سنة 2008، وتخص مؤشر الإنتاج الصناعي، مؤشر أسعار الاستهلاك، معدل الفائدة في السوق ما بين البنوك، القروض الداخلية، سعر الصرف الإسمي الفعلي ومؤشر أسعار الأسهم. وبعد تقدير النماذج السابقة توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- لا تعمل أدوات السياسة النقدية بشكل فعال ما لم تعمل قنواتها بشكل صحيح وفعال،
- تتغير قنوات السياسة النقدية بتغير الوقت، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل منها: التغيرات التي تطرأ على النظام النقدي في الدولة، الإصلاحات الهيكلية التي تمس النظام البنكي و الأسواق المالية ... الخ
- تسيطر قناة سعر الصرف على انتقال السياسة النقدية في مصر، وقناة أسعار الفائدة في المغرب وقناة القرض المصرفي في تونس .

■ دراسة (حسين علي العمر، 2009) بعنوان: ³⁰تأثير السياسة النقدية (حالة الكويت)

سعت هذه الدراسة للتعرف على قنوات تأثير السياسة النقدية في الناتج المحلي الغير نفطي و المستوى العام للأسعار بدولة الكويت وذلك باستعمال النموذج (VAR) . وتعتمد هذه الدراسة على بيانات شهرية تغطي الفترة من 1992 إلى 2006، وتتعلق هذه البيانات بالمتغيرات التالية: الناتج المحلي الغير النفطي، الرقم القياسي للأسعار ، سعر الخصم، سعر الفائدة قصير الأجل بين البنوك، القروض للقطاع الخاص، قيمة الأسهم المتداولة وسعر الصرف للدينار الكويتي مقابل الدولار. كما أضاف الباحث إلى المتغيرات المحلية السابقة متغيرا خارجيا تمثل في سعر الفائدة على الدولار في لندن .

وتشير نتائج تقدير النموذج المدروس إلى أن قنوات سعر الفائدة، القروض، أسعار الأصول وسعر الصرف هي ذات أهمية نسبية في الكويت لكونها تعزز الأثر العكسي للسياسة النقدية التقيدية و الممثلة في ارتفاع سعر الخصم ، علما أن هذا الأثر يمس الأسعار فقط من دون الناتج المحلي، وهو ما يفيد بعدم فعالية السياسة النقدية في الكويت. ويرجع الباحث ذلك إلى عدة عوامل أهمها قصور البنية الهيكلية و التشريعية للقطاع المالي الكويتي.

6 - اختبار دور قناة الائتمان في الاقتصاد الجزائري

نعتمد في هذه الدراسة على معطيات ثلاثية تغطي الفترة من 1990 إلى 2014 أي حوالي 100 ملاحظة ، وتخص هذه البيانات المحصل عليها من تقارير بنك الجزائر والديوان الوطني للإحصائيات المتغيرات التالية:

معدل إعادة الخصم (TR) و الذي يمثل أداة السياسة النقدية ، الكتلة النقدية بالمفهوم الضيق (M1) والتي تمثل القناة النقدية ، القروض المقدمة للاقتصاد (CR) والتي تمثل قناة الائتمان ، (مؤشر أسعار الاستهلاك (IPC) الذي يعبر عن الهدف النهائي للسياسة النقدية و الناتج الداخلي الخام (PIB) و الذي يمثل الاقتصاد الحقيقي.

أ - تقدير نموذج الدراسة

قبل تقدير نموذج الدراسة سوف نقوم أولاً بإجراء الاختبارات المناسبة لفحص خواص السلاسل الزمنية محل الدراسة حتى لا نقع في خطأ الحصول على نتائج تقدير زائفة .

- اختبارات سكون (استقرار) السلاسل الزمنية Tests de stationnarité :

نستعمل لهذا الغرض اختبارين³¹: اختبار ديكي- فولر المطور (Dickey – Fuller Augmentés (1981 واختبار فيليب- بيرون (Phillips –Perron (1988 . ويسمح كل من هذين الاختبارين باختبار فرضية العدم بوجود جذر الوحدة ومن ثم عدم استقراريه السلسلة الزمنية .

فبعد تطبيق هذين الاختبارين تحصلنا على النتائج الموضحة في الملحقين رقم 1 و 2 والتي يتضح من خلالهما أن كل من السلاسل الزمنية الخاصة بمعدل إعادة الخصم ، الكتلة النقدية، القروض المقدمة للاقتصاد، مؤشر الأسعار و الناتج الداخلي الخام أصبحت مستقرة بعد فرقها الأول ومن ثم فكل منها على حدى هي سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى. ونشير في هذا الصدد إلى اعتمادنا على اختبار فيليب بيرون لأفضليته .

- اختبار التكامل المشترك Test de Cointégration :

على ضوء النتائج السابقة نمر إلى اختبار التكامل المشترك للمتغيرات الساكنة في فرقها الأول . ونعتمد في هذه الخطوة على اختبار (Johansen - Juselius)³² الذي يقترح اختبار إحصائيتين وهما ، الأول اختبار الأثر (Test de Trace - λ) و الثاني اختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue- λ_{max}) .

وقبل تطبيق اختبار التكامل المشترك ، كان علينا أن نقوم أولاً بتحديد فترة التأخر المثلى في النموذج VAR فكانت فترة تأخر واحدة هي الفترة المثلى (انظر الملحق رقم 3) وعليه وبعد تطبيق اختبار (Johansen - Juselius) كانت النتيجة هي عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة كما هو موضح في الملحق رقم 4. وننوه هنا إلأننا اختبرنا التكامل المشترك في حالة عدم وجود الثابت وعدم وجود الاتجاه وذلك طبعاً بعد دراسة كل البدائل الممكنة فكانت هذه الحالة البديل الأفضل للحصول على أفضل النتائج .

- تقدير النموذج محل الدراسة (نموذج VAR³³)

بعد دراسة كل البدائل الممكنة توصلنا إلى تقدير النموذج الموضح في الملحق رقم 5 (انظر الملاحق) و الذي تبرز لنا من خلاله الملاحظات التالية:

- جميع معادلات النموذج معنوية عند مستوى 1 % ، 5 % و 10 % وذلك حسب ما تظهره إحصائية فيشر و التي تظهر فيما أكبر من قيم إحصائية فيشر المجدولة . في حين تظهر إحصائية ستودنت معاملات غير معنوية حيث حوالي 25 % من معاملات النموذج معنوية .
- تظهر الصفة الإحصائية القوية للنموذج وذلك من خلال معامل التحديد المعدل (R^2 ajusté) و الذي يظهر قيمة مرتفعة تقترب من الواحد بالنسبة لكل معادلات النموذج ، فارتفاع معامل التحديد يدل على ان المتغيرات المستقلة في معادلات النموذج مشروحة بصفة جيدة . وعليه فالقوة التفسيرية للنموذج جيدة .

ب- تحليل دوال الاستجابة

تقيس دالة الاستجابة طبيعة أثر كل متغير من متغيرات النموذج في ذاته وفي المتغيرات الأخرى ، حيث تظهر ما إذا كان لهذا المتغير أثر إيجابي أو سلبي مع تتبع تطور هذا الأثر خلال مدة استقراء معينة³⁴. ومن خلال تحليلنا للشكل البياني لهذه الدوال (انظر الملحق رقم 6) خرجنا بالملاحظات التالية:

- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل إعادة الخصم إلى ارتفاع مؤشر أسعار الاستهلاك على طول فترة الاستجابة وهو ما لا يتوافق مع التوقعات النظرية .
- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل إعادة الخصم إلى انخفاض الناتج الداخلي الخام على طول فترة الاستجابة وهو ما يتوافق مع التوقعات النظرية .
- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل إعادة الخصم إلى انخفاض الكتلة النقدية على طول فترة الاستجابة وهو ما يتوافق مع التوقعات النظرية .
- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل إعادة الخصم إلى انخفاض القروض المقدمة للاقتصاد على طول فترة الاستجابة وهو ما يتوافق مع التوقعات النظرية .
- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في الكتلة النقدية إلى ارتفاع الناتج الداخلي الخام على طول فترة الاستجابة وهو ما يتوافق مع النظري .
- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في الكتلة النقدية إلى ارتفاع القروض المقدمة للاقتصاد على طول فترة الاستجابة وهو ما يتوافق مع النظري .
- يؤدي حدوث صدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في القروض المقدمة للاقتصاد إلى ارتفاع الناتج الداخلي الخام على طول فترة الاستجابة وهو ما يتوافق مع النظري .
- تأثير القروض على الناتج ضعيف مقارنة مع تأثير الكتلة النقدية .

ج - تحليل نتائج البحث :

- غياب التأثير المتوقع للسياسة النقدية على الأسعار، حيث كان هذا التأثير موجبا عكس التوقعات النظرية . ويمكن إرجاع غياب تأثير السياسة النقدية على الأسعار إلى الأسباب التالية :
- إن التضخم في الجزائر ليس نقديا فحسب، بل قد يرجع التضخم إلى أسباب أخرى كالتضخم المستورد والتضخم الناتج عن أسباب هيكلية كانتشار السوق الموازية .
- غياب تأثير السياسة النقدية على الأسعار قد يكون ناجما عن الدراسة القياسية في حد ذاتها وهو ما يطلق عليه الاقتصاديون بـ **Price Puzzle** أو **Enigme des Prix**³⁵ وأرجع الباحثون هذه الظاهرة لعدة أسباب منهجية و هيكلية. فالأسباب المنهجية ترجع في نظرهم إلى النموذج القياسي في حد ذاته، حيث أن هذا النموذج يتميز بغياب المتغيرات التي تمثل التوقعات المستقبلية بشأن التضخم (Sims 1992). أما الأسباب الهيكلية تتعلق بطبيعة النظام النقدي وخصائصه في كل دولة .
- تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي ، وذلك من خلال قناتين **وهما القناة النقدية وقناة القروض المقدمة للاقتصاد** . فالسياسة النقدية تمارس تأثيرها على القناة النقدية لتتقل هذه الأخيرة الأثر إلى القروض المقدمة للاقتصاد ومن ثم إلى النشاط الاقتصادي . ولكن ما تجدر ملاحظته هو أن تأثير القناة النقدية على الناتج أقوى من تأثير قناة القروض وذلك نرجعه إلى عدة أسباب أهمها:
- طبيعة الجهاز المالي و المصرفي الجزائري و المتميزة بقصور البنية الهيكلية للقطاع المالي (ضيق السوق النقدية و محدودية السوق المالية) مما ينعكس على اقتصار تمويل الاقتصاد الوطني على البنوك ، العمومية خصوصا.
- الحركة البطيئة للقروض مقارنة مع الموارد المتوفرة لدى البنوك،
- القروض الممنوحة من طرف البنوك في معظمها هي قروض قصيرة الأجل تتمثل أساسا في قروض رهينة أو قروض استهلاكية وحتى القروض المتوسطة و الطويلة الأجل لا توجه إلى الاستثمارات المنتجة،
- انتشار واتساع السوق النقدية الموازية .
- فالسياسة النقدية إذن عن طريق قنواتها (القناة النقدية وقناة القروض) ما تزال عاجزة عن تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المتاحة و بطريقة منتجة .

د - توصيات البحث:

- ضرورة تعميق الإصلاحات المصرفية وتعديل الإطار التشريعي وفق ما يتماشى مع التطورات العالمية الحاصلة،
- تقليص درجة التدخل الحكومي في عمل النظام المصرفي

- تشجيع تأسيس البنوك الخاصة و الأجنبية وتفعيلها للمساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني
- الاهتمام أكثر بمنح القروض الطويلة الأجل أو الموجهة لتمويل الاستثمار الإنتاجي
- نشر الثقافة المصرفية بين جموع المواطنين وذلك لتشجيع الادخار العائلي
- تشجيع البنوك على تبني الاستراتيجيات الحديثة كالإندماج المصرفي و الخصوصية البنكية والبنوك الشاملة، هذه الاستراتيجيات التي من شأنها رفع رأسمال البنوك ومن ثم رفع مردوديتها .
- العمل على خلق وكالات بنكية جديدة وتوزيعها على كامل التراب الوطني خصوصا بالنسبة للبنوك الخاصة ،
- تشجيع المنافسة البنكية من خلال تنويع المنتجات و الخدمات البنكية
- تشجيع البنوك على الاستثمار في البورصة وذلك طبعا بعد تفعيل البورصة الجزائرية

ملاحق البحث

الملحق رقم 1: نتائج اختبار (ADF)

السلسلة	مستوى الاختبار	t المحسوبة	t المقدرة	فترة التأخر P	نوع النموذج	النتيجة
LTR	المستوى	-1.35	-1.94	0	1	غير مستقرة
	الفرق الأول	-3.22	-1.94	3	1	مستقرة
LM1	المستوى	3.15	-1.94	4	1	غير مستقرة
	الفرق الأول	-3.70	-3.45	3	3	مستقرة
LCR	المستوى	2.67	-1.94	4	1	غير مستقرة
	الفرق الأول	1.37	-1.94	3	1	غير مستقرة
	الفرق الثاني	-30.78	-1.94	2	1	مستقرة
LIPC	المستوى	-2.83	-3.45	4	3	غير مستقرة
	الفرق الأول	-1.25	-1.94	3	1	غير مستقرة
	الفرق الثاني	-34.20	-1.94	2	1	مستقرة
LPIB	المستوى	-1.52	-3.45	4	3	غير مستقرة
	الفرق الأول	-4.02	-3.45	3	3	مستقرة

المصدر: من إعدادنا اعتمادا على النتائج المستخرجة من برنامج Eviews 6

الملحق رقم 2: نتائج اختبار (pp)

السلسلة	مستوى الاختبار	t المحسوبة	t المقدرة	P	نوع النموذج	النتيجة
LTR	المستوى	-1.35	-1.94	0	1	غير مستقرة
	الفرق الأول	-9.84	-1.94	0	1	مستقرة
LM1	المستوى	-0.76	-3.45	0	3	غير مستقرة
	الفرق الأول	-12.26	-3.45	0	3	مستقرة
LCR	المستوى	4.31	-1.94	0	1	غير مستقرة
	الفرق الأول	-11,98	-3.45	0	3	مستقرة
LIPC	المستوى	-1.14	-2.89	0	2	غير مستقرة
	الفرق الأول	-12.08	-2.89	0	2	مستقرة
LPIB	المستوى	-1.61	-3.45	0	3	غير مستقرة
	الفرق الأول	-11.59	-3.45	0	3	مستقرة

المصدر: من إعدادنا اعتمادا على النتائج المستخرجة من برنامج Eviews 6

الملحق رقم 3: تحديد فترة التباطؤ

عدد فترات التباطؤ	AIC	SC	HQ
1*	74.51	75.18*	74.78*
2	74.84	76.18	75.38
3	74.99	76.99	75.80
4	73.88	76.55	74.96

المصدر: من إعدادنا اعتمادا على النتائج المستخرجة من برنامج Eviews 6

الملحق رقم 4: نتائج اختبار (JJ)

اختبار الأثر λ_{trace} - Test de Trace			
الفرض العدمي	الفرض البديل	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة 5 %
$0 = r$	$1 \leq r$	66.68	69.81
$1 \geq r$	$2 \leq r$	40.83	47.85
$2 \geq r$	$3 \leq r$	24.84	29.79
$3 \geq r$	$4 \leq r$	11.15	15.49
$4 \geq r$	$5 \leq r$	0.66	3.84
اختبار القيمة الكامنة العظمى λ_{max} - (Maximal eigenvalue)			
الفرض العدمي	الفرض البديل	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة 5 %
$0 = r$	$1 = r$	25.85	33.87
$1 \geq r$	$2 = r$	15.98	27.58
$2 \geq r$	$3 = r$	13.69	21.13
$3 \geq r$	$4 = r$	10.48	14.26
$4 \geq r$	$5 = r$	0.66	3.84

المصدر: من إعدادنا اعتمادا على النتائج المستخرجة من برنامج Eviews 6

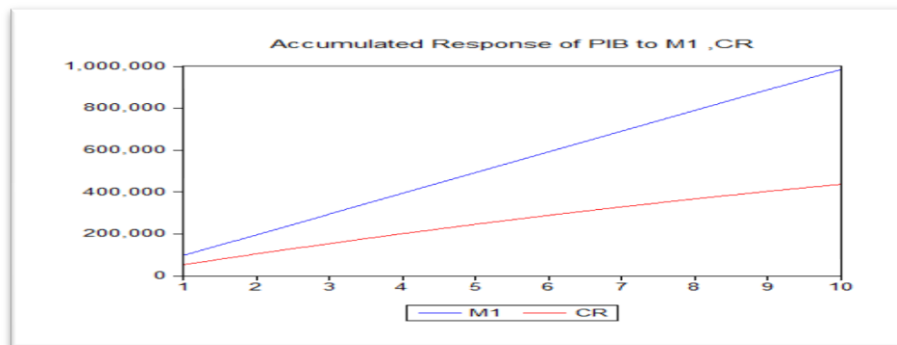
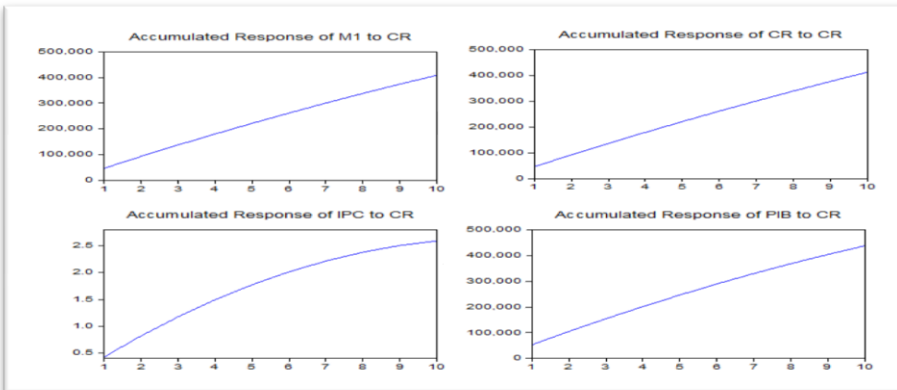
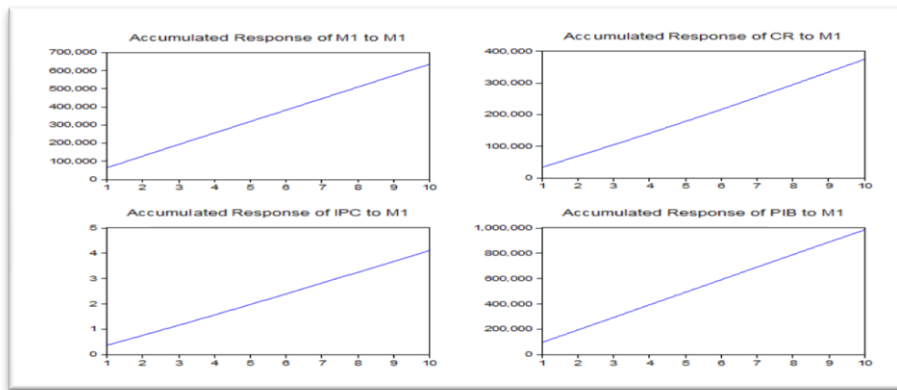
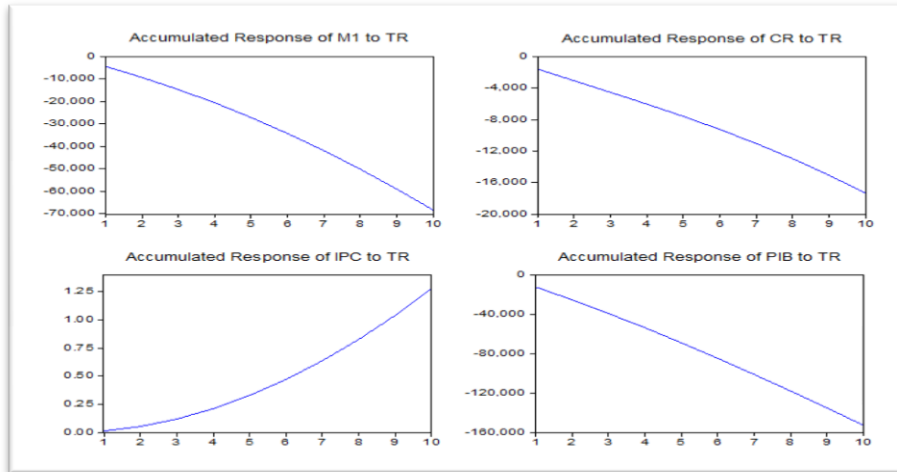
الملحق رقم 5: نتائج تقدير النموذج الاصيلي

VectorAutoregressionEstimates
Sample (adjusted): 1990Q2 2014Q4
Included observations: 99 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	TR	M1	CR	IPC	PIB
TR(-1)	1.010744 (0.01413) [71.5158]	423.7160 (6472.41) [0.06546]	3150.595 (4672.46) [0.67429]	0.210981 (0.07954) [2.65245]	-8503.179 (11774.6) [-0.72216]
M1(-1)	8.57E-08 (3.6E-07) [0.23800]	0.828990 (0.16494) [5.02613]	-0.035511 (0.11907) [-0.29825]	1.37E-06 (2.0E-06) [0.67564]	0.184077 (0.30005) [0.61348]
CR(-1)	-2.12E-07 (2.7E-07) [-0.77417]	0.037287 (0.12551) [0.29709]	0.964603 (0.09060) [10.6464]	-2.16E-06 (1.5E-06) [-1.39935]	-0.207102 (0.22832) [-0.90706]
IPC(-1)	-0.003974 (0.00497) [-0.79990]	-1388.310 (2275.37) [-0.61015]	-950.3727 (1642.60) [-0.57858]	1.000758 (0.02796) [35.7888]	4784.451 (4139.37) [1.15584]
PIB(-1)	5.96E-08 (1.6E-07) [0.36477]	0.100480 (0.07477) [1.34383]	0.047283 (0.05398) [0.87598]	-9.09E-09 (9.2E-07) [-0.00989]	0.939563 (0.13602) [6.90736]
R-squared	0.979137	0.992066	0.987449	0.993644	0.992565
Adj. R-squared	0.978250	0.991729	0.986914	0.993374	0.992249
F-statistic	1102.922	2938.609	1848.799	3673.827	3137.400

المصدر: مستخرج من برنامج Eviews 6

الملحق رقم 6: دوال الاستجابة



المصدر: مستخرج من برنامج Eviews 6

الإحالات و الهوامش :

- أهم هذه المعايير : - طرق تمويل الوحدات الاقتصادية ، - آليات تصحيح الأسواق المالية و النقدية و العلاقات و التفاعلات بين الأسواق المالية و النقدية ، - العلاقات بين المؤسسات المالية فيما بينها وعلاقتها اتجاه الجهاز التنفيذي. ارجع إلى: د، محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية القطاع النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010، ص 125 ،
- ²J.R.Hicks, la crise de l'économie keynésienne, France, 1998, p 90.
- ³Frédéric Mishkin, Monnaie, Banque et Marchés Financiers, Ed Pearson Education, 2004, p799.
- ⁴· ارجع إلى: محمود مناع عبد الرحمن، الآثار الاقتصادية الكلية للسياسة النقدية، في ظل اتباع برامج التكيف وعلاقتها بالركود الاقتصادي، مع إشارة للاقتصاد المصري، دار الأبدية للطباعة و النشر، 2004 ، ص ص 18-19
- Sergio Rossi, Macroéconomie monétaire, - théories et politiques, Ed Bruylant L.G.D.I, Schulthess, 2008, pp 256.- 257
- ⁵· قناة سعر الصرف لانتقال أثر السياسة النقدية، مفاهيم مالية، العدد الثاني، المعهد المصرفي المصري، مستخرج من الموقع الإلكتروني: www.ebi.gov.eg
- ⁶· من طرف الباحثان بتصرف واعتمادا على المراجع التالية:
- Sylvie Diatkine, Théories et Politiques monétaires, Ed Armand colin, Paris, 1995, pp 152-156.
- RafalKierzenkowsski, Le canal étroit du crédit ; une analyse critique des fondements théoriques, Avril 2001, pp 2-9. مستخرج من الموقع الإلكتروني:
- <http://basepub.dauphine.fr/xmlui/bitstream/handle/123456789/3439/kierzenkowskipau.pdf>
- Jean Marie Le Page, Économie monétaire ; Ed Cujas, p 44.
- N,Payelle, les canaux du crédit, document n°2, 2007/2008, pp 3-5 voir le site perso.univ-rennes1.fr/nathalie.../plan%20cours%20et%20documents.pdf
- Nicolas Viegi, Financial Crisis and Real Economy, Lecture 3, August 2010, voir le site www.nvieg.net/teaching/lec04.pdf
- ⁷· المقصود بعدم تناظر المعلومات هو عدم قدرة المقرض الحصول على كل المعلومات اللازمة بشأن الحالة المالية للمقترض الذي يقوم بإخفائها. ونميز حالتين من عدم تناظر المعلومات : قبل إمضاء العقد وهو ما يسمى بالاختيار العكسي أو السيء (Sélection adverse) وبعد إمضاء العقد أو ما يعرف بالخطر الأخلاقي (aléa moral) ، لمزيد من التفاصيل بهذا الشأن ارجع إلى:
- Sergio Rossi, Macroéconomie monétaire, op.cit., pp 266-270.
 - Agnès Bénassy-Quéré-, Benoit Coeuré, Pierre Jacquet, Jean Pissani-Ferry, politique économique, Ed de Boeck, Paris, 2004, p236.
 - Daniel Szpiro, économie monétaire et financière, Ed de Boeck ;Bruxelles, 2009, pp 141 – 142.
- ⁸· تم تلخيص قنوات الائتمان بتصرف واعتمادا على المراجع التالية:
- Pascal Gaudron, Sylvie Lecappentier, Économie monétaire et financière, Ed economica, 2006, pp 325-326.
 - Xavier Bradley, Christian Descamps, Monnaie, Banque , Financement, Ed Dalloz, 2005, pp 189-192.
 - Samuel BATES, Effectivité des canaux de transmission de la politique monétaire, Thèse de doctorat, université des Antilles et de la Guyane, UFR de droit et de sciences économiques, 2007, chapitre 1, pp 30-38.
 - Cristina PEICUTI, Crédit, Déstabilisation et Crises, Ed l'Harmattan, Paris, 2010, pp 20- 23 .
- ⁹J.R.Hicks, la crise de l'économie keynésienne, op,cit, p 90.
- ¹⁰· تلخيص بتصرف وبالاتماد على المراجع التالية:
- د، محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، المرجع السابق، ص ص 187 – 195 .
 - -Ammour Benhalima ; Monnaie et régulation monétaire, référence à l'Algérie, Ed dahlab, pp 72-75.
 - - Jean Marie Le Page, Économie monétaire, op.cit., pp 60-65.
 - Pierre Vernimmen, Finance d'Entreprise, Ed Dalloz, Paris, 2009, pp 360 – 361
 - Xavier Ducreux, Économie d'endettement et économie de marchés financiers, les cahiers français, N°277, juillet/septembre, 1996
 - Françoise Renversez, de l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers, Revue Economix CNRS, Paris x, document de travail N° 1-2008, pp 54-64.
- ¹¹· ارجع إلى عملية خلق النقود من طرف البنوك من خلال المراجع التالية :
- د، محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، المرجع السابق، ص ص 145 – 183 ، ص ص 196 – 203 ،
 - Jean-Luc Bailly, Gille Caire, Archangelo Figliuzzi, Valérie Lelievre, Économie monétaire et financière, Collection dirigée par Marc Montoussé, Ed Leila moussouni, 2000 , pp 67- 70.
 - Paul Jacques Lehmann, la politique monétaire, institutions, instruments et mécanismes, Ed Lavoisier, paris, 2011, pp 51- 52.

- ¹²- Sandrine Trouvelot, les limites de la politique monétaire en régime de finance directe, alternatives économiques, N°142, Novembre, 1996.
- ¹³- Bulletin statistique de la Banque d'Algérie, séries rétrospectives, Statistiques monétaires (64-2005), juin 2012
- ¹⁴- office national des statistiques, ONS, bulletin statistique, N°15, 1987
- ¹⁵- statistiques financières internationales – FMI- Annuaire 1996.
- ¹⁶- Annuaire 1996 - statistiques financières internationales
- ¹⁷- M.Benissad, L'ajustement Structurel, OPU, 1999, pp 59-65.
- ¹⁸- ارجع إلى قانون النقد والقرض الصادر في 14 أبريل 1990.
- ¹⁹- بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2005-2006، صص 69-74.
- ²⁰- Bulletin statistique trimestrielle, banque d'Algérie, N° 7, Juin 2009, p 19.
- ²¹- Bulletin statistique de la Banque d'Algérie, séries rétrospectives, Statistiques monétaires (64-2005), juin 2008
- ²²- Bulletin statistique de la Banque d'Algérie, séries rétrospectives, Statistiques monétaires (64-2005), juin 2012
- ²³- rapport 2006 Banque D'Algérie, Évolution économique et monétaire, pp 146-147
- ²⁴- banque d'Algérie, rapport 2009: " évolution économique et monétaire en Algérie", p:190.
- ²⁵- Revue Tunnisienned'Economie n°10, 1999.
- ²⁶- paper presented in workshop, Monetary Policy and Inflation Targeting, 24th-25th October 2008, Tunisia
- ²⁷- IMF, Working Paper WP/06/48.
- ²⁸- paper presented in workshop, Monetary Policy and Inflation Targeting, 24th-25th October 2008, Tunisia
- ²⁹- paper presented in report : research n°FEM 31-05, Efficiency of monetary policies in a changing macroeconomic environment, DRAFT, p 33-63, workshop, Monetary Policy and Inflation Targeting, 24th-25th October 2008, Tunisia
- ³⁰- مجلة جامعة الشارقة للعلوم الاجتماعية و الإنسانية، المجلد 6، العدد 3، 2009.
- ³¹- للتفاصيل بشأن هذين الاختبارين ارجع إلى
- . Philippe Casin, Économétrie, Méthodes et applications avec EVIEWS, Ed Technip, Parid, 2009, pp208-213
- Regis Bourbonnais, Économétrie, Manuel et Exercices corrigés, Ed, Dunod, Paris, 2005, pp 148-158
- ³²- ارجع إلى:
- TaladidiaThiombiano, Économétrie des modèles dynamiques, Ed l'Harmattan, 2013, pp 205-213
- ³³- النموذج VAR نموذج متعدد المتغيرات يستخدم للتعرف على حجم وطبيعة العلاقة ما بين المتغيرات الداخلة في هذا النموذج، كمتغيرات داخلية تتحدد من خلاله، حيث يعد كل متغير دالة في القيم السابقة له و للمتغيرات الأخرى. وهذا النموذج يتكون من عدد من المعادلات يساوي عدد المتغيرات المستخدمة. لتفاصيل أكثر بشأن هذا النموذج ارجع إلى:
- TaladidiaThiombiano, Econométrie des modèles dynamiques, op.cit, p p 225-241 :
- ³⁴- د، حسين علي العمر، قنوات تأثير السياسة النقدية (حالة الكويت)، المرجع السابق، ص 261
- ³⁵- Cornel OROS, Mécanismes de transmission de la politique monétaire en Roumanie, p 10-11

مصادر الأشكال البيانية الواردة في البحث :

- 1- منشورات شركة إدارة وتسيير بورصة القيم، خطواتك الأولى في البورصة، 1996،
- 2- التقارير السنوية للجنة COSOB، تقرير 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013. المستخرجة من الموقع : www.cosob.org
- 3- Rapport Banqued'Algérie, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014.
- 4- Bulletin statistique, séries rétrospectives (1964- 2011), Banque d'Algérie, juin 2011
- 5- Bulletins statistiques trimestrielles de la Banque d'Algérie, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015
- 6- SGBV, Guide pratique de l'introduction en Bourse, ENEP, Rouiba, Algérie
- 7- - SGBV, la négociation en Bourse, publication n°3, 1998
- 8- Guide de la bourse et des opérations boursières, Collection guide-plus, 1996