

السياسات النقدية غير التقليدية (غير التقييدية) كمخرج من الأزمات المالية

Unconventional (non-restrictive) monetary policies as an exit from financial crises

أمنية موسلي، أستاذة مساعدة أ، جامعة الجزائر 3، مخر رأس المال البشري والأداء، الجزائر.

mousli.amina@univ-alger3.dz

رشيد دريس، بروفيسور، جامعة الجزائر 3، الجزائر.

Racdriss@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2025/09/11 : تاريخ القبول: 2025/10/22

مستخلص:

تتناول هذه الدراسة دور البنوك المركزية في كل من الاقتصاديات المتقدمة والنامية في مواجهة التحديات التي يشهدها القطاعين النقدي والمالي وإيجاد حلول للمشاكل التي تظهر فيهما، من خلال توظيف مجموعة من الأساليب والأدوات التقليدية، في إطار ما يُعرف بـ "السياسة النقدية التقليدية"، أو عن طريق ابتكار أدوات ووسائل حديثة تندرج ضمن "السياسة النقدية غير التقليدية" أو غير التقييدية". يتحدد الإطار النقدي الذي تعتمد عليه الدولة وفقا للأهداف المراد الوصول إليها من جهة، وكذا الأوضاع السائدة فيها من جهة أخرى. ففي حالة الأزمات المالية عادة ما يتم اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية كمخرج وعلاج لها، بعد استنفاد كافة الوسائل والأدوات التقليدية.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية غير التقليدية، التيسير الكمي، التسهيل النوعي، معدلات الفائدة الصفرية والسالبة، حروب العملات.

تصنيف JEL: E52؛ E58؛ G01.

Abstract:

This study explores the role of central banks in both advanced and emerging economies in addressing challenges in the monetary and financial sectors, and in seeking solutions to new problems. These efforts are carried out either through the use of traditional instruments and mechanisms, within the framework of conventional monetary policy, or through the adoption of innovative the unconventional (or non-tools and approached that fall within restrictive) monetary policy. The monetary policy framework adopted by a

أمنية موسلي، mousli.amina@univ-alger3.dz

country is shaped by its economic objectives from one perspective, and by during financial crises, prevailing conditions from another one unconventional monetary policies are often employed as an alternative and a remedial measure, after all conventional instruments and mechanisms have been exhausted.

Keywords: Unconventional Monetary Policy, Quantitative Easing "QE", Credit Easing "CE", zero interest, negative interest, Currency Wars.

Jel Classification Codes : E52 ; E58 ; G01

المقدمة:

تُعَدُّ البنوك المركزية الركيزة الأساسية في إدارة السياسة النقدية، إذ تضطلع بوضع الإطار العام لها وتنفيذها، بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي بالتكامل والتنسيق مع باقي السياسات الاقتصادية الأخرى، على رأسها السياسة المالية التي تُعنى بالإيرادات العامة والنفقات العامة للدولة. ففي فترات الأزمات المالية بصورة عامة تتخذ السلطات النقدية إجراءات معينة للحد من تداعياتها باستخدام جملة من الأدوات، غير أن هذه الأخيرة قد تفقد فعاليتها في ظل ظروف معينة. على غرار ما حدث خلال الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لعام 2007، أين قامت البنوك المركزية لبعض الاقتصاديات المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، وغيرها بتيسير سياستها النقدية عن طريق تخفيض معدلات الفائدة حتى أصبحت قريبة من الصفر، وهذا الإجراء حدَّ من فعالية السياسة النقدية. لذلك شهدت السياسة النقدية تطورات جديدة غيرت آلية عملها، فأصبحت تنقسم إلى سياسة نقدية تقليدية وأخرى غير تقليدية، وهذه الأخيرة انتهجت عدة دول كمخرج وعلاج للأزمات المالية. وعليه يمكن أن نطرح الإشكالية التالية:

- هل تمثل السياسة النقدية غير التقليدية الحُلَّ الأمثل والبديل للسياسة النقدية التقليدية لتعزيز قدرة البنوك المركزية على مواجهة الأزمات المالية؟

وقصد الإجابة على هذه التساؤل قمنا بوضع الفرضية التالية:

- بعد استنفاد كافة الوسائل التقليدية للسياسة النقدية، يكون البديل والحل الأمثل اعتماد آليات وتدابير حديثة أكثر فعالية، تدخل في إطار السياسة النقدية غير التقليدية للحد من تداعيات الأزمات المالية.

الأهمية: تتمثل أهمية هذا البحث في إبراز الدور الكبير الذي أضحت تلعبه السياسة النقدية غير التقليدية في الخروج من الأزمات المالية وتجنب تداعياتها العميقة، خاصة في ظل عدم فعالية الأساليب التقليدية. كما تظهر أهميته كذلك في تحليل تجارب بعض الدول المتقدمة والنامية التي لجأت لهذه السياسات كحل استثنائي لدعم استقرارها الاقتصادي.

الأهداف: يكمن الهدف من هذا البحث في إظهار مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة الأزمات المالية والتخفيف من حدتها، مع تحديد إمكانية اختيارها كبديل عن السياسة النقدية التقليدية قصد دعم الاقتصاد.

أولاً: مفهوم السياسة النقدية التقليدية وأدواتها.

1) مفهومها: تتعدد التعاريف والمفاهيم التي وضعها الباحثون للسياسة النقدية التقليدية بين مفاهيم ضيقة وأخرى واسعة: (الدعيمي، 2010، صفحة 25)

- المفهوم الضيق للسياسة النقدية: هي الاجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة أو هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كالاستخدام الكامل تبعاً للاقتصادي "Kent"، في حين عرفها "Shaw" بأنها أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في كلفة الحصول عليه.
- المفهوم الواسع للسياسة النقدية: تعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي وهي بذلك تعني العمل الذي يوجهه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي.

في التعريف الضيق تم حصر مفهوم السياسة النقدية في عرض النقود بغية تحقيق هدف معين أو مجموعة من الأهداف. أما المفهوم الواسع فيشمل كل التدابير والإجراءات سواء كانت نقدية أو مصرفية التي تهدف للتأثير على النقد.

هذا وتعرف السياسة النقدية أيضاً على أنها "مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة". (عبد المطلب،

(2019)

ويقصد بها كذلك "مجموعة الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المهيمنة على شؤون النقد والائتمان، إذ تتم هذه الهيمنة إما بإحداث تأثيرات على كمية النقود أو على وسائل الدفع بما يتلاءم مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، وهذا التأثير يكون لغرضين إما إمتصاص السيولة الزائدة، أو ضخ سيولة إضافية في الاقتصاد." (محمود، 2019، صفحة 31)

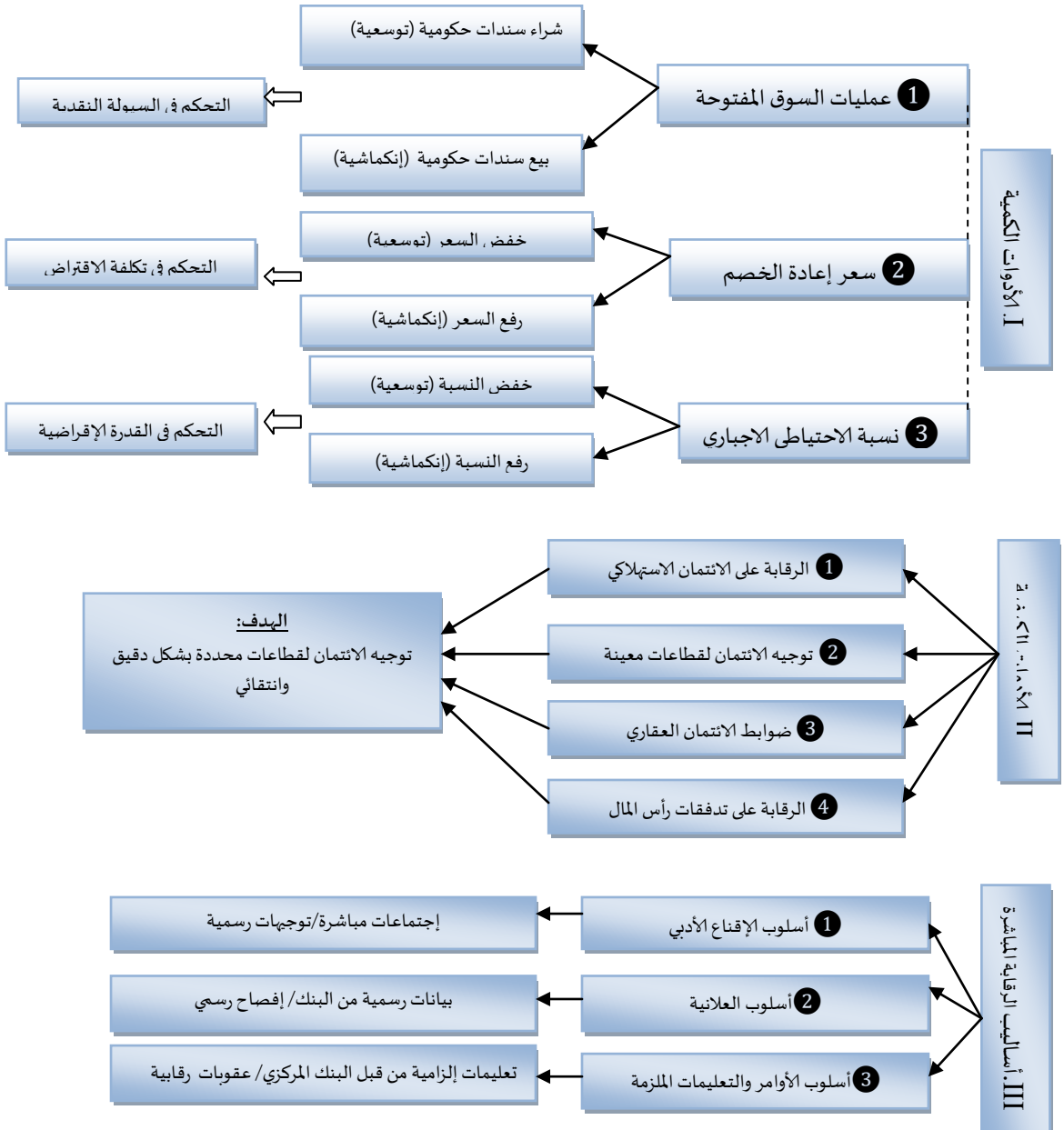
كما تعبر السياسة النقدية أيضا عن "تلك الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط المعروض النقدي أو التوسع النقدي ليتوافق مع حاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي من ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط عرض النقود." (قدي، 2017، صفحة 53)

وعليه يمكن أن نستخلص تعريفا للسياسة النقدية التقليدية على أنها "مجموعة من الاجراءات والتدابير التي تتخذها السلطة النقدية المتمثلة في البنك المركزي، باستخدام أدوات نقدية لغرض تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، إذ تُستخدم لضبط الطلب الكلي والتحكم في معدلات التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف."

كما يمكن للسياسة النقدية أن تتخذ شكلين رئيسيين: (Mishkin F. S., 2019)
من جهة، قد تكون السياسة النقدية انكماشية (تقييدية)، هدفها تقليص حجم المعروض النقدي ورفع معدلات الفائدة، قصد كبح التضخم، أو التحكم في نمو الناتج المحلي الإجمالي، أو دعم العملة المحلية عن طريق رفع سعر صرفها. عادة ما تستخدم هذه السياسة عندما يشهد الاقتصاد ضغوطا تضخمية أو زيادة في حجم الطلب الكلي.
من جهة أخرى، قد تكون السياسة النقدية توسعية، يسعى من خلالها البنك المركزي إلى زيادة المعروض النقدي، وخفض معدلات الفائدة لزيادة الاستثمار والاستهلاك، مما يسمح برفع الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي تشجيع النشاط الاقتصادي. تُنفَّذ هذه السياسة عادة في فترات الركود وتراجع النمو الاقتصادي.

(2) أدواتها: أدوات السياسة النقدية التقليدية تتمثل في مختلف الوسائل والآليات التي تستخدمها البنوك المركزية للتحكم في السيولة النقدية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، والتي يمكن تلخيصها في المخططات التالية:

الشكل رقم (1): أدوات السياسة النقدية التقليدية.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معلومات من مراجع مختلفة.

ثانيا: السياسة النقدية غير التقليدية

تختلف السياسة النقدية التقليدية عن السياسة النقدية غير التقليدية سواء من حيث المفهوم أو الأدوات التي تتدخل من خلالها السلطة النقدية بالإضافة لظروف وفترات التدخل وهذا ما سنوضحه فيما يلي.

(1) مفهومها: في الحالات التي يتعذر فيها تطبيق السياسات النقدية التقليدية عادة ما يتم اللجوء إلى ما يعرف بالسياسات النقدية غير التقليدية (أو غير التقليدية) ويمكن تعريفها كما يلي: (صاري، 2013)

أ) من حيث المستهدفات: تمثل السياسات النقدية غير التقليدية مجموعة من الوسائل والإجراءات التي تخرج عن إطار الأدوات المعتادة للسياسة النقدية التقليدية، وتلجأ إليها السلطة النقدية للتأثير على النشاط الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة، بهدف تحقيق أهداف إقتصادية محددة. وبذلك فهي تستهدف متغيرات إقتصادية حقيقية مثل النمو الاقتصادي أو مستوى التشغيل.

ب) من حيث الأدوات المستخدمة: تُعتمد هذه السياسات عادة في أوقات الأزمات، وتشمل تنفيذ برنامج دعم ائتماني معزز، وتقديم تسهيلات ائتمانية مختلفة، وتطبيق سياسات التيسير الكمي، والتدخل في أسواق الصرف وأسواق الأوراق المالية، إضافة إلى توفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية. ويكمن الهدف الأساسي من هذه الإجراءات في ضمان استمرارية عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من التداعيات السلبية للأزمة.

التعريف الأول للسياسة النقدية غير التقليدية يقتصر على الأهداف المرغوب تحقيقها باستخدام جملة من الوسائل والإجراءات غير تلك التي كانت مستخدمة سابقا (التقليدية منها)، كما أنَّها تستخدم في فترات زمنية معينة (الأزمات). أما التعريف الثاني يقتصر على الأدوات غير التقليدية التي يتم اللجوء إليها في ظروف استثنائية كالأزمات المالية، قصد التقليل من حدتها والحد من تداعياتها.

ويكمن تعريفها أيضا على أنها "مجموعة من الأدوات والأهداف وقنوات الانتقال (أحيانا) تكون مختلفة عن تلك المستعملة في العادة (التي أوردناها سابقا في السياسة النقدية التقليدية). غير أنه لا يجب المبالغة في الفروق أو الاختلافات بين السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، فغالبا ما تكون هذه الأخيرة مجرد إمتداد للأولى". في هذا التعريف تم اعتبار السياسة النقدية التقليدية على أنها سياسة ثلاثية الجوانب: هدف نهائي (استقرار الأسعار)، أداة (سعر الفائدة)، قناة الانتقال (قناة سعر الفائدة). بحيث يبدأ تشغيل السياسات النقدية غير التقليدية عندما

تتأثر أحد الجوانب الثلاثة بالأزمة. (Carré, 2015, p. 43)

(2) أدواتها: لمواجهة عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية، تطبق البنوك المركزية سياسات نقدية غير تقليدية التي تهدف للتأثير على تمويل الاقتصاد ومحاربة حالات التوجه نحو الركود. وهناك أربع أصناف من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وهي:

(أ) **التيسير الكمي ("QE")**: عبارة عن سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. حيث يشتري البنك المركزي الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد. وتتميز هذه عن السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية بأنها تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف. (شويش و عبد الباري أحمد، 2014، صفحة 124)

(ب) **تيسير الائتمان أو التسهيل النوعي (Credit Easing)**: وهي التدابير المرتبطة مباشرة بالائتمان و بميزانيات البنوك، تتمثل بالنسبة للبنك المركزي، في شراء أوراق مالية حكومية وخاصة. بغية من جهة، السماح للبنوك من الدرجة الثانية التقليل من حجم ديونها. ومن جهة أخرى، لتشجيع البنوك على منح قروض جديدة. في بعض الحالات تقبل البنوك المركزية بشراء قروض متدنية (ضعيفة) الجودة على غير العادة للتقليل من المخاطر التي تتحملها البنوك من الدرجة الثانية، وبالتالي تحسين الثقة الإجمالية في النظام البنكي. (BEITONE, 2013, p. 316)

(ت) **التوجيه المستقبلي (forward guidance)**: نقصد به سياسة سعر الفائدة التي لا تؤثر على ميزانية البنك المركزي حيث أن الهدف منها التأثير على توقعات أسعار الفائدة قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، حيث نجد فيها نوعين: (سيد أحمد، 2022، صفحة 143)

➤ **توجيه أوديسن الآجل (Odyssean forward guidance)**: فيه يذكر البنك المركزي صراحة أنه في حالة تعافي الاقتصاد لن يرفع أسعار الفائدة من خلال الالتزام بالحفاظ على سعر الفائدة عند الحد الأدنى لفترة معينة.

➤ **توجيه دلفيك للأمام (Delphic forward guidance)**: يؤكد فيه البنك المركزي ضمناً على تغيرات أسعار الفائدة وفقاً لتوقعات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم.

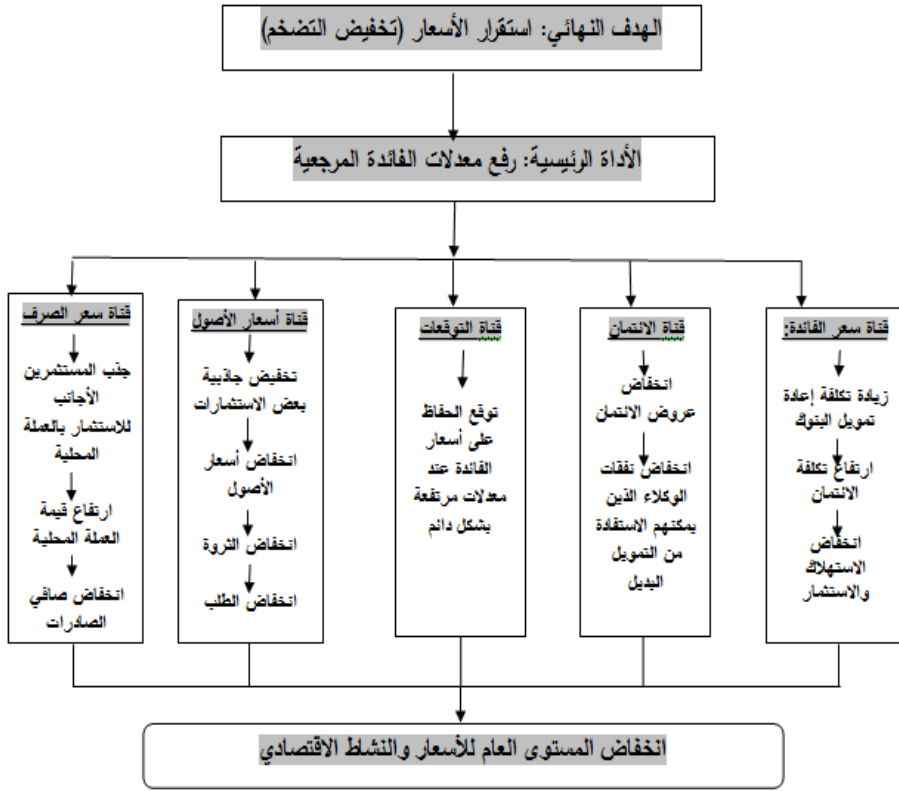
تدخل هذه الأداة (التوجيه المستقبلي) ضمن التدابير المتعلقة بالتأثير على ثقة الأعوان فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، فهي تتمثل بالنسبة للبنك المركزي بالالتزام علناً حول استمرارية انخفاض أسعار الفائدة على المدى القصير لتشجيع التخفيف في معدلات الفائدة طويلة الأجل،

وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي. (BEITONE, 2013, p. 316)

ث) حرب العملات "la guerre des monnaies": تشمل عمليات خفض تنافسية في أسعار الصرف تمارسها الحكومات الساعية إلى خفض كلفة هيكلياتها وزيادة صادراتها وخلق الوظائف وإعطاء اقتصادها دفعة على حساب شريكاتها التجارية. (ريكاردز، 2014، صفحة 193) كما أن حرب العملات تتمثل في الوضع الذي يحاول فيه بلد أو مناطق عملة نقدية إضعاف قيمة عملتها من أجل كسب حصة في السوق على حساب دول أو مناطق نقدية أخرى. هذه الرغبة المتزامنة مستحيلة حسابيا لأنه من غير الممكن أن تنخفض كل أسعار الصرف في وقت واحد. (Bénayssa & d'autres, 2014, p. 2)

ثالثا: قنوات انتقال أثار السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية إلى الاقتصاد الحقيقي. تدخل السياسة النقدية ضمن السياسات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على توجهات الاقتصاد الحقيقي، إذ تمّ الاعتماد عليها كثيرا من القرن العشرين لتحقيق النمو المستدام، من خلال التركيز على هدفها الأساسي المتمثل في استقرار الأسعار. لذلك كان لابد من الاهتمام برسم السياسة النقدية، وكذا التأكيد على فعالية وكفاءة السلطة النقدية التي تتولى إدارتها ذلك من خلال فهم القنوات التي تؤثر من خلالها على المتغيرات الاقتصادية. (الشاذلي، 2017، صفحة 16) وتعتبر السياسة النقدية التقليدية أداة فعالة، إلا أنه قد يترتب عنها عواقب غير تلك التي كانت متوقعة، أو عواقب غير مرغوب فيها. وقصد نجاح السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد، لابد على السلطات النقدية أن تجري تقييما ودراسة دقيقة لتوقيت تنفيذ هذه السياسة، كما يجب فهم الأليات التي تنقل أثر السياسة النقدية التقليدية للاقتصاد. (Mishkin, 1995, p. 4)

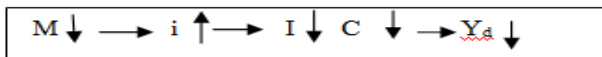
الشكل رقم (2): قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية (سياسة انكماشية).



Source: Michel Dupuy (2025), "La macroéconomie en schémas", éditions ellipses, Paris, p: 8785

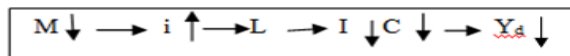
تتمثل أهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية التقليدية للاقتصاد الحقيقي في خمس قنوات رئيسية وهي: قناة أسعار الفائدة، قناة سعر الصرف، قناة الائتمان وقناة أسعار الأصول. بالإضافة لقناة التوقعات التي تعد حديثة نسبيا بالمقارنة مع القنوات السالفة الذكر. هذه القنوات موضحة في الشكل رقم (1) في حالة اعتماد سياسة نقدية انكماشية (تقييدية).

1- قناة أسعار الفائدة: تعد قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية لهدف النمو، ففي ظل سياسة نقدية انكماشية (تقييدية) ترتفع أسعار الفائدة الاسمية (i)، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية ومنه ارتفاع تكلفة رأس المال، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاستثمار (I) والاستهلاك (C)، بالتالي انخفاض الطلب الكلي (Y_d) ومن ثم انخفاض النمو. (قدي، 2017، صفحة 77) وهذا ما توضحه العلاقة التالية:



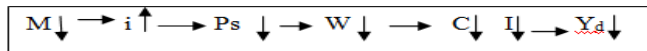
2- قناة الائتمان: يمكن تقسيمها إلى جزئين

أ) قناة الائتمان بالمفهوم الضيق (قناة الائتمان المصرفي): اتباع سياسة نقدية انكماشية يترتب عنها تقلص حجم الاحتياطات والودائع لدى البنوك، وبالتالي يقل حجم الائتمان المصرفي المتاح (L)، ومنه ينخفض كل من الاستثمار (I) والاستهلاك (C)، فينخفض بذلك الناتج الإجمالي. (الشاذلي، 2017) وهذا ما توضحه العلاقة:

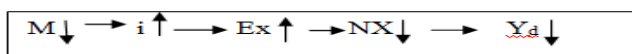


ب) قناة الائتمان بالمفهوم الواسع (قناة الميزانية): يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض صافي قيمة المؤسسات، ويؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تخفيض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة، فتزيد بذلك مخاطر إقراضها، مما يؤثر على استثمار القطاع الخاص، فينخفض الناتج المحلي الخام. (قدي، 2017، صفحة 79)

3- قناة أسعار الأصول: يؤدي تغيير أسعار الفائدة من قبل السلطات النقدية (رفعها في حالة السياسة الانكماشية) إلى بعض التحركات في أسعار الأصول (Ps) (اتجاه نزولي) وبالتالي انخفاض الثروة (W) ومن ثم تراجع الطلب الكلي. (بن علي، 2015-2016) وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

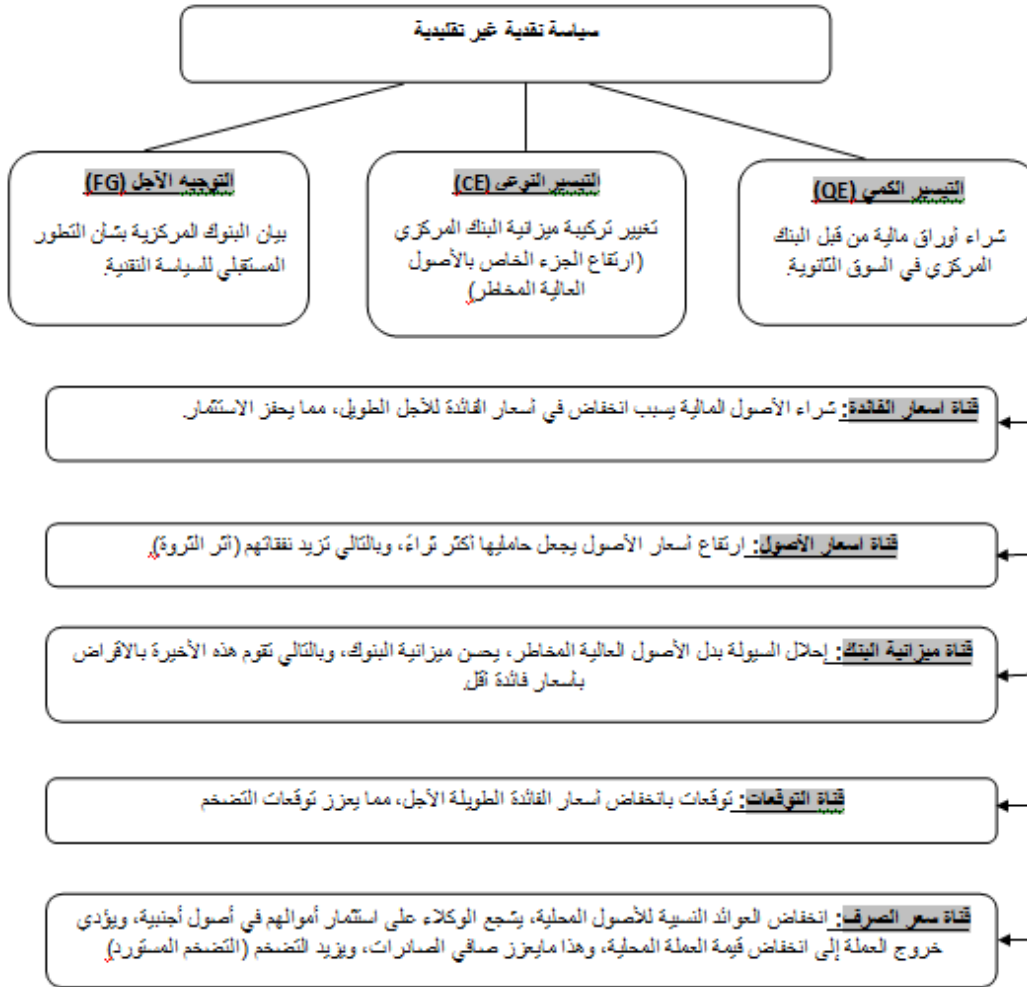


4- قناة سعر الصرف: يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية (Ex)، مما يؤدي إلى انخفاض صافي الصادرات (Nx)، وبالتالي انخفاض الطلب الكلي والناتج الإجمالي. والذي يظهر من خلال العلاقة أدناه:



5- قناة التوقعات: اكتسبت هذه القناة أهمية كبيرة في إدارة السياسة النقدية وهذا لقدرتها على التأثير في القنوات الأربعة التقليدية المذكورة سابقا. إذ تشير هذه القناة إلى أن التوقعات الخاصة بالعوامل الاقتصادية الناتجة عن الصدمات الاقتصادية وردود فعل البنك المركزي يمكن أن تؤثر على المتغيرات التي تحدد بطريقة استشرافية. وعليه فإن أي إجراءات وتدابير يعلن عنها البنك المركزي مستقبلا تؤثر على التوقعات في الأسواق المالية وتؤدي إلى تغيرات في الناتج والتضخم. (بن علي، 2015-2016) بمعنى أن قناة التوقعات تعتمد على تصريحات البنك المركزي المباشر حول المستقبل (تغيير سلوك الأعوان والفاعلين الاقتصاديين).

الشكل رقم (3): قنوات انتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية للاقتصاد الحقيقي.



Source: : Michel Dupuy, Opcit,p: 89.

الشكل أعلاه يوضح مختلف قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية إلى الاقتصاد الحقيقي - تحديدا عند تبني سياسة نقدية توسعية- في هذه الحالة القنوات هي ذاتها لكن الاختلاف يكمن في الأدوات المعتمدة كالتيسير الكمي وغيرها من الأدوات غير التقليدية.

ثالثا: السياسة النقدية غير التقليدية لأهم البنوك المركزية للخروج من الأزمة المالية

"كانت البنوك المركزية في قلب الأزمة المالية العالمية، وقد ألقى عليها باللائمة بسبب سياساتها وإجراءاتها التي قادت العالم إلى هذه الأزمة، ولكنها أيضا نالت التقريظ لقيادتها العالم

للخروج منها. وقد أنصف التقييمان حيث كانت البنوك المركزية جزءا من المشكلة وأيضا جزءا من الحل. "دوفوري سوباراو (محافظ البنك المركزي الهندي). (أندرسون، 2011، صفحة 51)

من خلال ما صرح به محافظ البنك المركزي الهندي يتضح أن البنوك المركزية من خلال سياساتها النقدية المعتمدة، كانت من جهة سببا في حدوث الأزمات المالية، ومن جهة أخرى استخدمت كأداة للخروج منها وإنهاء الركود الذي عاناه الاقتصاد العالمي من تبعات الأزمات المالية. وقد استخدمت الدول المتقدمة على رأسها أمريكا ومجموعة من الدول الأوروبية كعلاج ومخرج من أزمة 2008 سياسات نقدية غير تقليدية، إلا أن اليابان تعد أول من استخدمها للحد من تبعات الأزمة من خلال ما عرف بسياسات "أبي الاقتصادية"، واستخدمت تحديدا "سياسة التيسير الكمي". فيما يلي نتطرق لأهم الاجراءات التي لجأت إليها هذه البنوك للخروج من الأزمة وهي بنك اليابان وبنك انجلترا والبنك الاوروبي والاحتياطي الفيدرالي ثم بنك الجزائر.

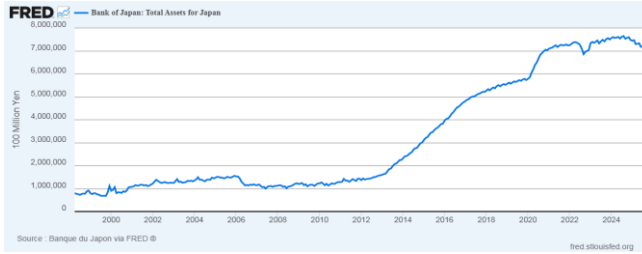
ا. بنك اليابان BOJ والسياسة النقدية غير التقليدية: شهد الاقتصاد الياباني في نهاية التسعينات إنكماشاً اقتصادياً منقطع النظير، حيث كانت أبرز مؤشرات هذا الانكماش ارتفاع معدل البطالة من 2% سنة 1990 إلى 4% سنة 1998، كما تراجعت معدلات النمو الحقيقية. وقد أظهر التحليل الاقتصادي للاقتصاديين اليابانيين أن السبب وراء هذه الأزمة يعود إلى الإفراط في الاقتراض المصرفي المدعم بأسهم الأراضي التي كانت أسعارها في ارتفاع مستمر، والذي عرف بفقاعة الأصول العقارية، وبمجرد انهيار أسعار هذه الأخيرة عجز المقرضون عن السداد (تماما مثل ما حدث خلال أزمة الرهن العقاري بأمريكا)، ما أدى إلى حدوث زعر إئتماني وحالة عدم ثقة. كما انهارت أسعار الأسهم والأراضي وتآكلت ثروة اليابانيين، والذي نتج عنه انخفاض في الانفاق وتراجع حجم الاستثمار ومن ثم حدوث الانكماش الاقتصادي. (chen & andrew, 2012) (الأفندي، 2020، الصفحات 85-86)

اعتمدت اليابان على الطرق التقليدية للسياسة النقدية لمواجهة الأزمة في البداية، حيث لجأت إلى تخفيض معدلات الفائدة قصد توفير سيولة كافية وتنشيط الاقتصاد القومي، لكن مع اقتراب معدلات الفائدة الاسمية من الصفر أصبحت هذه السياسة غير فعالة، وفقدت دورها في التأثير على متغيرات الاقتصاد الحقيقي، فلجأ البنك المركزي إلى السياسة النقدية غير التقليدية قصد تحسين ظروف الائتمان.

تجدر الإشارة إلى أن كل من التيسير الكمي والتوجيه المستقبلي forward guidance ليسا ابتكارين خاصين بالأزمة الأخيرة، فبين عامين 2001 و2006 بدأ بنك اليابان برنامج شراء الأصول

(الشكل رقم 3) لمكافحة الانكماش الذي أثر على الاقتصاد الياباني في عامين 1999 و2003. في النهاية ، اشترى بنك اليابان ما يقرب من 30 تريليون ين ياباني من السندات الحكومية المحلية، وفي أوت أعلن بنك اليابان أنه سيزيد برنامج شراء الأصول بمقدار 10 تريليون ين إلى 40 تريليون ين ياباني. (chen & andrew, 2012, pp. 233-234)

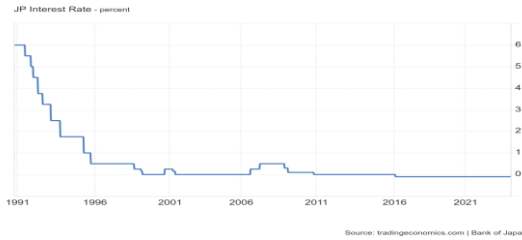
الشكل رقم (4): إجمالي أصول بنك اليابان.



Source: <https://fred.stlouisfed.org/series/JPNASSETS>

استؤنفت في عام 2012 بانتخاب "شينزو آبي" رئيسًا للوزراء. ووعد بإصلاحات للاقتصاد الياباني من خلال برنامج المكون من ثلاثة أسهم، «أبينوميكس». (<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jl0607>). خرج بنك اليابان من التسهيل الكمي في مارس 2006 وأنهى أيضًا سياسة سعر الفائدة الصفري في يونيو 2006. (Yoshitomi, 2006, p. 137)

الشكل رقم (4): أسعار الفائدة في البنك المركزي الياباني .



Source: <https://tradingeconomics.com/japan/interest-rate>

إلى جانب سياسة التيسير الكمي فقد اتبع بنك اليابان سياسة نقدية غير مسبقة وغير عادية تاريخيا، سياسة سعر الفائدة الصفرية (ZIRP) في the zero interest rate policy (ZIRP) ربيع عام 1999 تم إدخال سعر الفائدة الصفري (الشكل رقم 4)، لكنه كان مقيد بما يسمى بمشكلة الحد الصفري أو سياسة الصفر السفلي ويطلق عليها أيضا "أرضية معدل الفائدة

الاسمي" (ZLB Zero Lower Bound). وهو ما يعني أن أسعار الفائدة الاسمية لا يمكن أن تقل عن الصفر، في هذه الحالة لا يستطيع البنك المركزي أن يخفض سعر الفائدة مما يؤدي إلى الوقوع في مصيدة السيولة (*Liquidity trap*) (الوضع الذي يفضل فيه الأفراد الاحتفاظ بالنقد على شكل سيولة بدل الاقتراض بسعر فائدة متدني)، مما يؤدي إلى انخفاض كل من الاستهلاك والاستثمار والطلب الكلي والتضخم. فيدخل الاقتصاد في فترات من الركود والانكماش وبالتالي تصبح أدوات السياسة النقدية غير فعالة، فتلجأ البنوك المركزية إلى السياسة النقدية غير التقليدية. (سيدأحمد، 2022)

اتبع البنك المركزي الياباني الخطوات التالية لتطبيق سياسة التيسير الكمي: (مطاي و فتيحة، 2016، صفحة 18)

- رفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين إلى 35 تريليون خلال 4 سنوات (2001-2004).
 - شراء ما يعادل 5 تريليون من الأصول طويلة الأجل في أكتوبر 2010.
 - رفع المعروض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون ين في أوت 2011.
 - توسيع قيمة شراء الأصول طويلة الأجل من 5 تريليون إلى 55 تريليون في أكتوبر 2011.
 - ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون ين حيث سجل الاقتصاد نموا بلغ 1,5%.
- II. الاحتياطي الفيدرالي FED والسياسة النقدية غير التقليدية: تدخل بنك الاحتياطي الفيدرالي FED في بداية الأزمة بسياسة نقدية تقليدية تمثلت أساسا في تخفيض معدلات الفائدة بين سبتمبر 2007 وديسمبر 2008 من 5,25 % إلى الصفر تقريبا. وكما أشرنا سابقا أنه عند انخفاض معدلات الفائدة إلى مستويات جد متدنية فإن السياسة النقدية التقليدية تصبح غير فعالة. لذلك لجأ البنك الاحتياطي الفيدرالي إلى تبني السياسة النقدية غير التقليدية (ففي حالة الانخفاض هذه يبحث البنك المركزي عن حل لتخفيض كل من علاوة المخاطر والأجل على معدلات الفائدة). واتخذ بنك الاحتياطي الفيدرالي وإدارتي بوش وأوباما والكونغرس الأمريكي مجموعة من الإجراءات على مستوى كل من السياسة النقدية والمالية قصد الخروج من تبعات الأزمة المالية العالمية.

قصد تهدئة الأوضاع اتخذ الاحتياطي الفيدرالي خطوات استثنائية، ففي أواخر عام 2007 قام بإنشاء تسهيلات الائتمان والتي صممت تحديدا لتوفير السيولة للمؤسسات والأسواق المالية. كما قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض أسعار الفائدة بشدة خلال عام 2008 متبنيا سياسة أسعار الفائدة الصفرية بحلول نهاية السنة. كما استخدم أيضا سياسة التيسير الكمي

لتخفيض أسعار الفائدة الطويلة الأجل، وقام بشراء سندات الخزينة والأوراق المالية المضمونة برهون عقارية لمؤسستي "فاني ماي" و"فريدي ماك" عامي 2009، 2010. وقامت المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع على رفع حدود التأمين على الودائع وقدمت ضمانات للديون المصرفية. وأنشأ الكونغرس الأمريكي برنامجا لإنقاذ الأصول المتعثرة (TARP) في أكتوبر 2008، والذي تم ضخه من قبل الخزينة الأمريكية في البنوك المتعثرة. (بلندر و زاندي، 2010)

باشر الاحتياطي الفيدرالي في تطبيق أول برنامج للتيسير الكمي والذي أطلق عليه QE1 بداية من 25 نوفمبر 2008 بإعلانه شراء 100 مليار دولار من السندات المضمونة برهون عقارية لمؤسستي "فاني ماي" و"فريدي ماك"، كما قرر زيادة في 18 مارس 2019 زيادة المشتريات ، إلى 100 مليار دولار من قروض الوكالة، و 750 مليار دولار سندات مضمونة برهون عقارية MBS بالإضافة إلى 300 مليار دولار سندات حكومية طويلة الأجل قصد تحسين الأوضاع في سوق الائتمان الخاص. ومع انتهاء تنفيذ البرنامج الأول للتيسير الكمي بلغت الأموال التي تم ضخها في الاقتصاد الأمريكي قرابة 2 تريليون دولار لشراء الأصول المالية، مع طبع المزيد من الدولارات مقابل هذه الأصول. كنتيجة لهذه الإجراءات المعتمدة عرفت ميزانية الاحتياطي الفيدرالي ارتفاعا كبيرا في حجمها، وفي المقابل تحسنت معدلات النمو مع بداية عام 2010 وإعلان خروج الاقتصاد الأمريكي من حالة الكساد التي كان يعيشها. (محمود، 2019)

الجدول رقم(1): المركز المالي لبنك الاحتياطي الفيدرالي (مليار دولار)

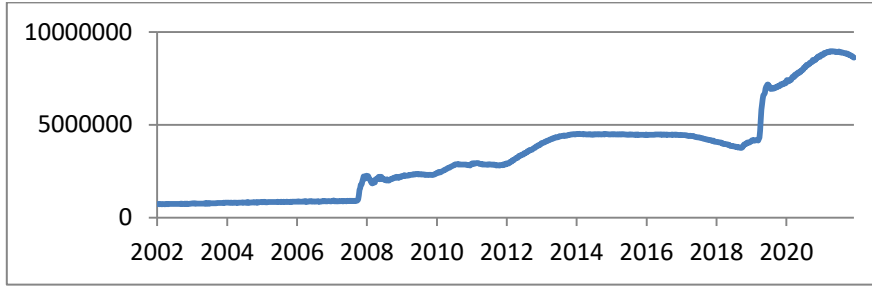
2016/12/31				2007/12/31			
المطلوبات		الموجودات		المطلوبات		الموجودات	
1385	النقد المصدر	2461	السندات الحكومية	792	النقد المصدر	746	السندات الحكومية
2766	الاحتياطيات	1761	السندات المضمونة برهون	37	الاحتياطيات	169	الموجودات الأخرى
299	مطلوبات أخرى	31	سندات أخرى	49	مطلوبات أخرى		
4450	إجمالي المطلوبات	237	موجودات أخرى	878	إجمالي المطلوبات		
40	رأس المال			36	رأس المال		
4490	إجمالي المطلوبات+رأس المال	4490	إجمالي الموجودات	915	إجمالي المطلوبات+رأس المال	915	إجمالي الموجودات

المصدر: عبد الرحمن محمد السلطان، (2018) "النظرية الاقتصادية الكلية، الرياض، مكتبة الملك فهد الوطنية، ص ص: 377، 378.

استجاب الاحتياطي الفيدرالي بقوة للأزمة المالية التي ظهرت عام 2007 ، بما في ذلك تنفيذ عدد من البرامج المصممة لدعم سيولة المؤسسات المالية وتعزيز الظروف المحسنة في الأسواق المالية، أدت هذه البرامج إلى تغييرات كبيرة في الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي.

(https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)

الشكل رقم (5): إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي (بالمليار دولار)



Source: <https://tradingeconomics.com/united-states/indicators>

كانت أصول الاحتياطي الفيدرالي من الأوراق المالية 790 مليار دولار قبل الأزمة، ولكن مع منتصف عام 2007 ارتفعت إلى مليار دولار ثم إلى 2,6 تريليون دولار منتصف عام 2011، وبدأ من سبتمبر 2012، حيث قررت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة زيادة شراء الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) والمضمونة من قبل الوكالة بوتيرو 40 مليار دولار شهرياً من أجل دعم انتعاش اقتصادي أقوى. من يناير 2013 بدأ الاحتياطي الفيدرالي في شراء سندات الخزنة طويلة الأجل بوتيرو 45 مليار دولار شهرياً. ومع اواخر 2014 بلغت أكثر من 4.5 تريليون دولار. (https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)

كما أن السياسة النقدية غير التقليدية التي انتهجها البنك الاحتياطي الفيدرالي كانت فعالة في إخراج الاقتصاد الأمريكي من حالة الركود التي عاشها، فمعدلات البطالة مثلاً انقلت من 4,6% سنة 2007، ثم بلغت الذروة عام 2010 نتيجة الأزمة حيث قدرت ب 9,60 %، وبدأت في التراجع مع تنفيذ برامج التيسير الكمي تحديداً سنة 2011 بمعدل 8,9 %، لتصل إلى أدنى مستوياتها عام 2019 بنسبة 3.70 % (Groupe de la banque mondiale).

أما معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي للسنوات 2011، 2010، 2012، 2013 على التوالي فقد بلغ 2,7 %، 1,6 %، 2,3 %، 2,1 % بعد أن كانت هذه النسبة لا تتعدى 0,1 % سنة 2008، و 2,7 % سنة 2009. أي أن معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي شهدت تحسناً ملحوظاً منذ سنة 2010 (بدأ ظهور التعافي مع تطبيق أول برنامج للتيسير الكمي).

بمقارنة المركز المالي للبنك الاحتياطي الفيدرالي لسنتي 2007، 2016 (الجدول رقم (2))، تظهر النتائج الإيجابية لمختلف برامج التيسير الكمي QE1/QE2/QE3 للسياسة النقدية غير التقليدية، فإجمالي موجودات FED قدرت ب 915 مليار دولار عام 2007، منها 746 مليار دولار سندات حكومية قصيرة الأجل (تدخل في إطار السياسة النقدية التقليدية المنتهجة من قبل الاحتياطي الفيدرالي)، بالإضافة لموجودات أخرى قدرت ب 169 مليار دولار، أما في جانب المطلوبات فنجد

الاحتياطات لم تتعدى 37 مليار دولار فقط. في حين أن موجودات الاحياطي الفيدرالي تعدت 4 أضعاف موجوداته لسنة 2007 بحيث بلغت 4490 مليار دولار، منها 2460 مليار دولار سندات حكومية، و 1761 مليار دولار سندات مضمونة برهون عقارية والتي لم تكن موجودة سابقا في ميزانية الاحتياطي (وهي السندات التي اضطر البنك لشراؤها لخلق الطلب عليها بعد تراجع قيمتها)، أما جانب المطلوبات تخطت فيه الاحتياطات 2766 مليار دولار. (سلطان، 2008، الصفحات 378-379)

III. بنك الجزائر والسياسة النقدية غير التقليدية: انتهجت الجزائر في نهاية 2017 بداية 2018 السياسة النقدية غير التقليدية والتي أطلق عليها محليا "التمويل غير التقليدي"، متمثلة أساسا في سياسة "التيسير الكمي" عقب الصدمة البترولية التي شذتها البلاد منذ منتصف سنة 2014، حيث عرفت أسعار النفط انهيارا حادا، فتراجعت بذلك مداخيل المحروقات من 29,9% من الناتج الداخلي الخام سنة 2013، إلى 27% سنة 2014، ليصل هذا الانخفاض إلى 18,9% سنة 2015، وبالتالي فقدان ما يزيد عن 60% من مداخيل البلاد من العملة الصعبة. كما عرفت موازنة الدولة عجزا نتيجة هذا الانخفاض في مداخيل المحروقات (انظر الشكل رقم..)، وهو ما أثر بدوره على العجز في الخزينة العمومية. (ناصر، 2020، صفحة 127)

وبالتالي تقرر في الجزائر اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية عقب الصدمة البترولية، تحديدا بعد فشل السياسة النقدية التقليدية في التقليل من حدة الأزمة، وهذا الذي شرع له القانون رقم 10-17 المؤرخ في 10/11/2017، يتمم الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، المعدل والمتمم بمادة 45 مكرر، والتي تنص على مايلي: بغض النظر عن الأحكام المخالفة، يقوم بنك الجزائر، ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ، بشكل استثنائي ولمدة (5) سنوات، بشراء مباشرة عن الخزينة، السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة،
- تمويل الدين العمومي الداخلي،
- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

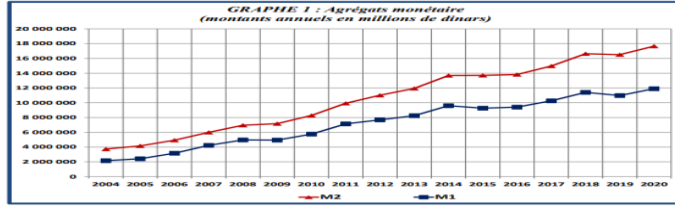
تنفذ هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الاصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، والتي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المذكورة أعلاه كأقصى تقدير إلى:

- توازنات خزينة الدولة،

- توازن ميزان المدفوعات.

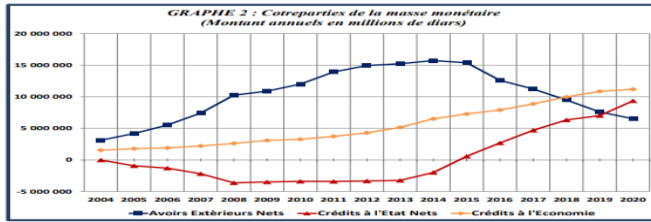
أهم نتائج التمويل غير التقليدي في الجزائر: أهم مانع عن تنفيذ التمويل غير التقليدي في الجزائر، بعد سنتين من النمو المستدام الذي بلغ 8,4 % سنة 2017 و 11,1 % سنة 2018. تقلصت الكتلة النقدية M2 بـ 0,8 % في 2019 منتقلة من 16636,7 مليار دينار نهاية 2018 إلى 16510,7 مليار دينار سنة 2019 (الشكل رقم 6). هذا لانخفاض البسيط يعود أساسا إلى تراجع الودائع تحت على مستوى البنوك (بما في ذلك بنك الجزائر) للشركة الوطنية للمحروقات والتي تراجعت عوائدها بـ 71,3 % خلال نفس الفترة. كما أدى انخفاض الودائع تحت الطلب لقطاع المحروقات إلى تراجع M1 بـ 3,7 %، (2019، الصفحات 133-134)

الشكل رقم(6): تطور المجاميع النقدية M1 وM2 في الجزائر من 2004 إلى 2020



Source: Bulletin statistique de la banque d'algerie - SERIES RETROSPECTIVES —,P:76.

الشكل رقم (7): تطور مقابلات الكتلة النقدية من 2004 إلى 2020



Source: Bulletin statistique de la banque d'algerie - SERIES RETROSPECTIVES —,P:76.

أدى تنفيذ التمويل غير التقليدي إلى ارتفاع السيولة المصرفية من 482 مليار دينار في أكتوبر 2017 إلى 1557,6 مليار دينار نهاية 2018. كما أدى التمويل النقدي لاحتياجات الخزينة العمومية بما يعادل 1000 مليار دينار بداية 2019 إلى تزايد في مستوى السيولة، حيث بلغت ذروتها في 22 جانفي 2019 (2081 مليار دينار). ثم تقرر إلغاء التمويل التقليدي لبقية السنة، ما أدى إلى انخفاض موجودات البنوك لدى البنك المركزي لتصل إلى 1100,9 مليار دينار نهاية 2019 (إلى جانب العجز الهيكلي للرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات الخارجية). (2019، صفحة 140)

الخاتمة:

إن اللجوء إلى السياسة النقدية عموماً سواء الحديثة منها أو التقليدية، يكون بهدف الوصول إلى مجموعة من الأهداف، والتي يتم تحديدها من قبل صناع القرار والسلطة النقدية لأي دولة، وقد تختلف هذه السياسة من فترة زمنية إلى أخرى ومن ظرف إلى آخر. ففي فترات الأزمات المالية وعندما تستنفذ الدول والسلطة النقدية كل وسائلها التقليدية، قد تلجأ كعلاج ومخرج من الأزمات والصدمات المالية إلى السياسة النقدية غير التقليدية. وتعد اليابان أول الدول التي تبنت السياسة النقدية غير التقليدية من خلال ما عرف بنموذج "أبي الاقتصاد". كما أن الولايات المتحدة أيضاً اعتمدت على هذه السياسة كحل لأزمة 2007-2008، وتبعته في ذلك بعض الدول الأوروبية وقد حققت هذه السياسة نتائج إيجابية، رغم اختلاف نسبة نجاحها من اقتصاد لآخر.

أما في الجزائر فتم اعتماد السياسة غير التقليدية عن طريق تبني الدولة لسياسة طبع النقود عام 2017 كحل استثنائي للخروج من تبعات الأزمة البترولية التي مست البلاد مع تدهور أسعار النفط منذ سنة 2014. لكن تم إلغاء التمويل غير التقليدي سنة 2019 بعد أن شهدت الجزائر تحسناً ملحوظاً في نسب السيولة.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها ما يلي:

- أن السياسة النقدية غير التقليدية تتمثل في تلك الأدوات غير الاعتيادية التي يتم اللجوء إليها في فترات الأزمات المالية كمخرج ومنفذ منها؛
- تعتمد السياسة النقدية غير التقليدية على مجموعة من الأدوات أهمها: التيسير الكمي، التسهيل النوعي، التأثير على ثقة الأعوان الاقتصاديين عن طريق معدلات الفائدة، حرب العملات.
- تعد اليابان السباقة لاعتماد السياسة النقدية غير التقليدية من خلال اعتمادها على سياسات AB الاقتصادية، ثم تلتها الوم أ للخروج من الأزمة المالية لسنة 2007-2008، بعدما عجزت الأدوات التقليدية على إيجاد الحلول، خصوصاً بعد أن قاربت معدلات الفائدة الصفر، وهذا ما اعتمدته بعض الدول الأوروبية للخروج من تبعات الأزمة. وقد حققت هذه السياسة نتائج إيجابية رغم اختلافها من بلد إلى آخر.
- تبنت الجزائر السياسة النقدية التقليدية من خلال "سياسة طبع النقود" أو "التيسير الكمي" كحل استثنائي فرضته الأوضاع التي مر بها الاقتصاد الجزائري جراء الصدمة البترولية.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية.

- (1) عباس كاظم الدعيي(2010)، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن.
- (2) عبد المطلب عبد الحميد(2013)، "السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي"، الدار الجامعية، مصر.
- (3) رمزي محمود(2019)، التيسير الكمي "سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي"، دار التعليم الجامعي، مصر.
- (4) جايمس ريكاردز، ترجمة: أنطوان باسيل(2014)، "حروب العملات: افتعال الأزمة العالمية الجديدة" شركة المطبوعات للتوزيع والنشر، لبنان.
- (5) عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية : دراسة تحليلية تقييمية" (2017)، ط:4، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر.
- (6) محمد أحمد الأفندي، (2020)، "الجذور الفكرية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية وصعود التمويل الاسلامي"، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان.
- (7) عبد الرحمان محمد السلطان، (2018) "النظرية الاقتصادية الكلية"، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض.
- (8) هناء محمود سيد احمد ، تأثير السياسة النقدية غير التقليدية على معدل التضخم، مصر المعاصرة، المجلد: 113، العدد: 3.
- (9) صاري علي(2013)، "السياسة النقدية غير التقليدية"، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد: 4.
- (10) عبد العزيز شويش عبد الحميد و بشرى عبد الباري أحمد(2014)، "التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد: 4، العدد: 2.
- (11) أحمد شفيق الشاذلي، "قنوات انتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي" (أكتوبر 2017)، دراسات اقتصادية ، العدد: 39، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
- (12) كاميلأ أندرسون :نظرة جديدة إلى الاقتصاد في عالم متغير(جوان 2011) ، مجلة التمويل والتنمية.

(13) مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة (ديسمبر 2016)، "سياسة التفسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات - تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية"، مجلة رؤى اقتصادية، العدد: 11.

(14) آلن بليندر، مارك زاندي (ديسمبر 2010)، "ثمار التنشيط"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد: 47، العدد: 4.

(15) سليمان ناصر (أكتوبر 2020)، "سياسة التفسير الكمي ومدى نجاعتها في البلدان النامية بعد أزمة (كوفيد19) الجزائر أنموذجا"، مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي، العدد: 3، المجلد: 33.

(16) بن علي عبد الغاني، "الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2015-2016.

(17) القانون رقم 10-17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية رقم 57، بتاريخ 12 أكتوبر 2017.

(18) تقرير بنك الجزائر، 2019، 134. متاح على:

<https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/02/rapportBA2019ar.pdf>

(19) تقرير بنك الجزائر، 2019، متاح على:

<https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/02/rapportBA2019ar.pdf>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Emmanuel Carré(2015), « **Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques** », L'Économie politique, n° 66, p: 43. www.cairn.info
- 2- Alain BEITONE et autres(2013), "Dictionnaire de science économique", 3eme édition, édition Mehdi, Algérie.
- 3- Alain BEITONE et autres, "Dictionnaire de science économique", 3eme édition, édition Mehdi, Algérie, 2013.
- 4- Agnès Bénassy-Quéré et autres (Janvier 2014), "L'euro dans la guerre des monnaies", les notes du conseil d'analyse économique, n°: 11.
- 5- Frederic Mishkin, symposium on the monetary transmission mechanism (fall 1995), Journal of economic perspectives, volume 9, number 4.

- 6- Frederic Mishkin, "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets" (12th Ed) pearson education,
- 7- Qianying Chen & Andrew (2012), "[International spillovers of central bank balance sheet policies](#)," [BIS Papers chapters](#), in: Bank for International Settlements, [Are central bank balance sheets in Asia too large?](#), volume 66,.
- 8- Department of the Treasury. "[Remarks of Under Secretary Sheets at the Harvard Law School Japan-U.S. Symposium on Building Financial Systems for the 21st Century](#)" at site : <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jl0607>
- 9- Masaru Yoshitomi (2006), "[Comments on: "Japanese monetary policy: 1998-2005 and beyond" by Takatoshi Ito](#)," [BIS Papers chapters](#), in: Bank for International Settlements (ed.), [Monetary policy in Asia: approaches and implementation](#), volume 31.
- 10- https://www.federalreserve.gov/monetarpolicy/bst_crisisresponse.htm
- 11- Groupe de la banque mondiale, <https://data.albankaldawli.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?end=2023&locations=US&start=2005>