

تحليل العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في الدول الناشئة
والنامية مع تطبيق خاص على الجزائر
**Analyzing the relationship between monetary policy
and financial stability in emerging and developing
countries- with a special application to Algeria**

أ.د: قدي عبد المجيد

مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية - جامعة الجزائر 3

Keddi.abdelmadjid@univ-alger3.dz

الطالب : عنان إسماعيل*

مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية - جامعة الجزائر 3

annane.smail@univ-alger3.dz

تاريخ النشر: 2026/01/31

تاريخ القبول: 2025/12/10

تاريخ الاستلام: 2025/11/15

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في الدول الناشئة والنامية، من خلال مقارنة مقارنة تغطي عينة من الإقتصادات ذات الهياكل المالية المتنوعة، مع تطبيق خاص على الجزائر. تتناول الدراسة كيفية تأثير أدوات السياسة النقدية — مثل أسعار الفائدة، ونسب الاحتياطي الإلزامي، والتوسع في عرض النقود — في مؤشرات الاستقرار المالي المتمثلة في نمو الائتمان، ونسب القروض المتعثرة، ومؤشرات رسملة البنوك. اعتمدت الدراسة منهجًا تحليليًا قائمًا على مراجعة الأدبيات وربطها بتجارب بلدان مختارة (تركيا، ماليزيا، مصر، جنوب إفريقيا، المغرب، الهند، المكسيك، البرازيل، الشيلي، تونس، الجزائر) لتحديد مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن بين استقرار الأسعار واستقرار النظام المالي. تُظهر النتائج أن فعالية السياسة النقدية تتوقف بدرجة كبيرة على درجة استقلالية البنك المركزي، ومستوى تطور الأسواق المالية، وتنوعية المؤسسات. وفي الحالة الجزائرية، تُبرز النتائج محدودية فعالية السياسة النقدية التقليدية في ظل ضعف قنوات الانتقال النقدي وهيمنة التمويل العمومي وارتفاع مستويات الدولة (احتفاظ الأفراد بمدخراتهم خاصة أو حتى تفضيل إجراء معاملاتهم بالعملة الأجنبية)، مما يتطلب تنسيقًا أعمق بين السياسة النقدية والسياسة الاحترازية الكلية. الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية، استقرار مالي، بنوك مركزية، الجزائر، إقتصادات ناشئة، إقتصاديات نامية.

صنيف JEL: D12, D91, D81, D24, L15, L91.

Abstract

This study examines the relationship between monetary policy and financial stability in emerging and developing economies, through a comparative analytical approach with a specific focus on Algeria. It investigates how monetary policy instruments—interest rates, reserve requirements, and money supply growth—affect key financial stability indicators such as credit expansion, non-performing loans, and bank capitalization ratios.

The analysis relies on international evidence from countries such as Turkey, Malaysia, Egypt, South Africa, Morocco, India, Mexico, Brazil, Chile, Tunisia, and Algeria. Results reveal that the effectiveness of monetary policy in promoting financial stability depends on institutional quality, central bank independence, and financial market depth. In Algeria, weak monetary transmission channels and public-sector bank dominance limit the effectiveness of conventional policy tools, and high levels of dollarization (individuals keeping their savings private or even preferring to conduct their transactions in foreign currency), underscoring the need for greater coordination with macroprudential policy.

Keywords: Monetary Policy, Financial Stability, Central Banks, Emerging Economies, Algeria.

Jel Classification Codes: L91. L15. D24. D81. D91. D12.

المقدمة:

تُعَدّ السياسة النقدية أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية الكلية التي تستخدمها البنوك المركزية لتحقيق أهداف متعددة، أبرزها استقرار الأسعار والنمو الاقتصادي المستدام. غير أن التحولات العميقة التي شهدتها النظام المالي العالمي خلال العقود الثلاثة الأخيرة من القرن العشرين، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008، جعلت من تحقيق الاستقرار المالي هدفا لا يقل أهمية عن استقرار الأسعار؛ حيث تطور النقاش من التركيز بشكل أساسي على استقرار الأسعار إلى دمج مخاوف الاستقرار المالي (Tobal & Menna, 2020). إذ يشير Čihák et al (2012، ص. 199-210) إلى أن الأزمة المالية العالمية شكلت نقطة تحول في مهام البنوك المركزية، حيث انتقلت من التركيز على استقرار الأسعار إلى دمج الاستقرار المالي ضمن مسؤولياتها المؤسسية، من خلال اعتماد نهج رقابي كلي احترازي. فقد انتقلت مقارنة البنوك المركزية من التركيز الحصري على استقرار الأسعار إلى دمج الاستقرار المالي والمخاطر النظامية ضمن تصميم السياسات (IMF, 2010, P.5). حيث تشير الأدبيات النظرية والقياسية إلى أن السياسة النقدية يمكن أن تساهم في الحد من تراكم المخاطر لكنها ليست دائما كافية؛ ولذلك فإن السياسات الاحترازية الكلية تكمل السياسة النقدية وتُحسن من نتائج الاستقرار الكلي (Lim et al., 2011, p.26). تظهر دراسة (Herrero & Río, 2003, pp1-3) أن تصميم السياسة النقدية - ولا سيما تحديد هدفها الأساسي - له أثر مباشر في الاستقرار المالي. إذ بينت النتائج التجريبية أن الإقتصادات التي تُركز بنوكها المركزية على استقرار الأسعار فقط تكون أكثر عرضة لحدوث أزمات مصرفية مقارنة بتلك التي تراعي أيضا المخاطر النظامية ضمن إطار السياسة النقدية.

وفي الدول الناشئة والنامية، تزداد هذه الإشكالية تعقيدًا نظرا لهشاشة أنظمتها المالية، وضعف استقلالية بنوكها المركزية، واعتمادها المفرط على التمويل الخارجي أو المواد الأولية (كما هو الحال في الجزائر والدول النفطية الأخرى). فالعلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في هذه البلدان ليست علاقة خطية بسيطة، بل تتأثر بجملة من العوامل البنوية مثل:

- بنية الجهاز المصرفي،
- تقلب تدفقات رأس المال بسبب تغير سياسات الدول المتقدمة (مثل رفع الفائدة الأمريكية).
- ضعف عمق الأسواق المالية، مما يحد من فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية.
- مخاطر التضخم وسعر الصرف المرتبطة بالدين الخارجي المقوم بالعملة الأجنبية.
- كفاءة أسواق المال،

- وفعالية قنوات الانتقال النقدي.

1- أهمية هذه الدراسة :

تنبع أهميتها من كونها تجمع بين التحليل النظري والمقاربة التطبيقية المقارنة، مما يسمح بفهم حركية السياسة النقدية في بيئات مالية متباينة. كما تسعى إلى تقديم مقترحات عملية لتعزيز التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة الاحترازية الكلية، بما يحقق التوازن بين استقرار الأسعار واستقرار النظام المالي.

2- هدف الدراسة :

بفحص الدراسات السابقة تبين لي أن تأثير السياسة النقدية على الاستقرار المالي يختلف تبعاً للظروف الاقتصادية ومستوى التطور المؤسسي؛ إذ تميل أسعار الفائدة المرتفعة في الدول النامية إلى تقويض الاستقرار المالي نتيجة هشاشة الأنظمة المصرفية وارتفاع تكاليف التمويل، بينما يمكن أن تسهم في تحسينه في الاقتصادات المتقدمة بفضل قوة الأطر التنظيمية والرقابية. كما تؤكد الأبحاث الحديثة على أن تحقيق الاستقرار المالي المستدام يتطلب تنسيقاً فعالاً بين السياسة النقدية والسياسات الاحترازية الكلية، خصوصاً في الدول النامية والناشئة التي تواجه تحديات إضافية ناجمة عن تقلبات تدفقات رأس المال وضعف البنية التنظيمية.

ومن ثم؛ فإن هذه الدراسة تهدف إلى تحليل الروابط بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في الدول الناشئة والنامية، من أجل تجميع وتوفير فهم شامل لكيفية تأثير السياسة النقدية على حركية القطاع المصرفي واستقرار النظام المالي داخل هذه الاقتصادات. وبالتركيز على التجربة الجزائرية باعتبارها نموذجاً لاقتصاد ريعي يسعى إلى تنوع أدواته المالية وتحسين فعالية السياسة النقدية في ظل إصلاحات هيكلية تدريجية.

3- طرح إشكالية الدراسة، مما سبق يمكن طرح السؤال الرئيسي التالي:

إلى أي مدى تؤثر السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي في الدول الناشئة، وكيف يمكن تقييم فعالية هذه العلاقة في الحالة الجزائرية؟

ويتفرع عن هذه الإشكالية عدد من التساؤلات الفرعية:

السؤال 1: ما أبرز التجارب الدولية الناجحة في توظيف السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار المالي في الدول الناشئة والنامية، وما الدروس التي يمكن استخلاصها منها؟

السؤال 2: ما هي الخصائص البنوية والمؤسسية التي تميز الإطار النقدي الجزائري، وكيف تؤثر في قدرة السياسة النقدية على تحقيق الاستقرار المالي؟

السؤال 3: إلى أي مدى تؤثر بنية الاقتصاد الجزائري المعتمد على الإيرادات البترولية وضعف تنوع الأدوات المالية على فعالية السياسة النقدية؟

السؤال 4: ما الإصلاحات والإجراءات الممكنة لتعزيز فعالية السياسة النقدية في الجزائر وضمان تحقيق استقرار مالي مستدام؟

4 - فرضيات الدراسة، تم ربط التساؤلات السابقة بالفرضيات التالية:

- الفرضية 1: تؤثر السياسة النقدية في الدول الناشئة والنامية تأثيراً معنوياً ومباشراً في مستوى الاستقرار المالي متى توافرت استقلالية كافية للبنك المركزي وتعددت الأدوات النقدية الفعالة.
- الفرضية 2: يُظهر الإطار النقدي الجزائري خصوصيات مؤسساتية وبنائية تحد من سرعة وعمق انتقال السياسة النقدية إلى القطاع المالي.
- الفرضية 3: يعوق الاعتماد المفرط على الإيرادات النفطية وضعف تنوع الأدوات والأسواق المالية قدرة السياسة النقدية الجزائرية على تحقيق استقرار مالي فعال.
- الفرضية 4: يمكن تعزيز فعالية السياسة النقدية في الجزائر عبر إصلاحات مؤسساتية وهيكلية تشمل تنوع الأدوات، وتطوير الأسواق المالية، وتعزيز استقلالية البنك المركزي.
- 5- المنهجية المستخدمة في الدراسة:

اعتمدت الدراسة منهجاً وصفيّاً تحليليّاً مدعوماً بمقاربة مقارنة ودراسة حالة تطبيقية، تجمع بين التحليل الكيفي والمعلومات الكمية المستقاة من تقارير المؤسسات المالية الدولية. وبالنظر إلى تأثير تدفقات رأس المال على الأوضاع المالية، تُحدد هذه الورقة البحثية شروط النقاش حول العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في الاقتصادات الناشئة والنامية. مع الأخذ في الاعتبار تطور وجهات النظر السياسية والأدبيات الأكاديمية في السنوات التي أعقبت الأزمة المالية العالمية، تُؤلي الورقة اهتماماً خاصاً لقدرة سعر الفائدة على تخفيف الاختلالات المالية، مع الأخذ في الاعتبار مدى إمكانية مواجهة التقلبات في الاقتصادات الناشئة والنامية.

6- طبيعة الدراسة:

الدراسة وصفية-تحليلية مقارنة، تهدف إلى تحديد أوجه التشابه والاختلاف بين الدول الناشئة والنامية فيما يتعلق بتأثير السياسة النقدية على الاستقرار المالي، مع تطبيق خاص على الجزائر كدراسة حالة.

7- مجتمع الدراسة وعينتها:

تشمل عينة الدراسة إحدى عشر دولة ناشئة ونامية موزعة على ثلاث قارات، تم اختيارها بناءً على توافر البيانات وتقارب مستويات التنمية المالية:

- من آسيا: ماليزيا، الهند، تركيا.
- من إفريقيا: مصر، المغرب، تونس، جنوب إفريقيا والجزائر.
- من أمريكا اللاتينية: البرازيل، المكسيك، تشيلي.

8- مصادر البيانات:

تم الاعتماد على بيانات من:

- صندوق النقد الدولي: (IMF) مؤشرات السلامة المالية، ومعدلات الفائدة، ونسب التضخم.
- البنك الدولي: (WDI) بيانات الائتمان، الناتج المحلي، والسيولة النقدية.
- بنك التسويات الدولية: (BIS) مؤشرات الرافعة المالية والاعتماد الخارجي للبنوك.

● تقارير وطنية: بنك الجزائر، بنك المغرب، البنك المركزي المصري. البنك المركزي لماليزيا...

9- مؤشرات التحليل:

اعتمدت الدراسة على مجموعة مؤشرات تمثل جانبي العلاقة:

● السياسة النقدية: معدل الفائدة الحقيقي.

● الاستقرار المالي: نسبة القروض المتعثرة ، نسبة كفاية رأس المال ، ونمو الائتمان المصرفي .

10- منهج التحليل المقارن:

تم استخدام المقاربة المقارنة لتحليل الاتجاهات الكلية بين الدول، مع تقسيمها إلى مجموعتين:

● دول ذات نظام مالي متطور (مثل تركيا وماليزيا).

● دول ذات نظام مالي متوسط التطور (مثل الجزائر ومصر والمغرب).

ومن ثم تحليل مدى تفاعل أدوات السياسة النقدية مع مؤشرات الاستقرار المالي في كل مجموعة. تم اعتماد تصنيف الدول إلى متطورة وأخرى غير ذلك وفق مستوى تطور نظامها المالي ، وبالأخص على مجموعة من المؤشرات الكمية والمؤسسية التي تعكس مدى عمق وكفاءة النظام المالي وقدرته على دعم النمو الاقتصادي والاستقرار المالي. حيث تم اعتبار تركيا وماليزيا دولاً ذات نظام مالي متطور لأنها تمتلك أسواقاً مالية عميقة، أدوات تمويل متنوعة، إطاراً رقابياً فعالاً، وتكاملاً عالمياً أكبر

. في المقابل، صُنفت الجزائر ومصر والمغرب كنظم مالية متوسطة التطور بسبب هيمنة القطاع المصرفي التقليدي، محدودية الأدوات المالية، وضعف العمق السوقي والتنظيمي مقارنة بالدول المتقدمة مالياً.

11- عناصر الدراسة

تشمل الدراسة العناصر التالية:

◀ الإطار النظري للعلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي.

◀ مراجعة الأدبيات السابقة.

◀ السياسة النقدية والاستقرار المالي من منظور تطبيقي.

◀ دراسة الحالة التطبيقية : الجزائر.

أولاً : الإطار النظري للعلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي

تشكل العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي محورا أساسيا في تحليل الأداء الاقتصادي الكلي، إذ يُنظر إلى السياسة النقدية بوصفها أداة رئيسية لتوجيه السيولة والحفاظ على استقرار الأسعار، بينما يمثل الاستقرار المالي شرطا لضمان فعالية تلك السياسة. ومع تزايد الأزمات المالية العالمية، برزت الحاجة إلى فهم أعمق للتفاعل بينهما، خاصة من حيث كيفية تأثير أدوات السياسة النقدية في المخاطر النظامية والائتمانية داخل النظام المالي.

1- مفهوم السياسة النقدية وأهدافها الحديثة

تُعرّف السياسة النقدية بأنها مجموعة الإجراءات التي تنتهجها السلطة النقدية مثل البنك المركزي للتأثير والتحكم في عرض النقود (كمية النقود في الإقتصاد) وأسعار الفائدة وسعر الصرف، بما يتماشى مع الأهداف الإقتصادية الكلية بهدف استقرار المستوى العام للأسعار والنمو الإقتصادي (دويدار، 2017، ص. 13-20). ظهر مصطلح السياسة النقدية في الفكر الإقتصادي مع بداية القرن التاسع عشر (مصطفى عبدالرؤوف، 2001 ص 11 و 12)، وتطور مدى الإهتمام به منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة للنظرية الكمية للنقود، حيث :

- انتقل من المفهوم الحيادي (سلبية الأسعار : المدرسة الكلاسيكية ، آدم سميث 1776 ، ريكاردو دافيد 1817 جون ستيوارت ميل 1848). يري إرفين فيشر-نظرية كمية النقود 1911- أن النقود محايدة لأن زيادتها لا تؤثر على المتغيرات الحقيقية (الإنتاج والتوظيف)، بل فقط على المتغيرات الإسمية (الأسعار). وبالمثل: ومن جهة الكلاسيكيين الجدد- نظرية الأرصدة النقدية - أو ما يعرف بمعادلة كمبريدج؛ يري الفرد مارشال (1923) مثل فيشر أنه على المدى الطويل فإن الزيادة في النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار دون تأثير على الإنتاج الحقيقي وهذا عندما تتغير رغبة الأفراد في الإحتفاظ بالنقود.

- إلى المفهوم غير الحيادي : النقود تؤثر بصفة مؤقتة على الإقتصاد (المدرسة الكينزية: جون مينارد كينز (1936)،

- ثم إلى مرحلة تعظيم دور النقود والسياسة النقدية في توجيه النشاط الإقتصادي (المدرسة النقدية: ميلتون فريدمان 56، ص 17).

وقد استقر الفكر الإقتصادي على مفهوم محدد للسياسة النقدية؛ يتمثل في التحكم في المعروض النقدي بصورة مباشرة أو غير مباشرة بهدف تحقيق أهداف محددة تختلف أولوياتها من دولة إلى أخرى ومن فترة زمنية إلى أخرى في ذات الدولة حسب الظروف السائدة وما يترتب عليها من إختلاف الأدوات المستخدمة والأهداف التشغيلية والوسطية ومدى فعاليتها في تحقيق الهدف النهائي (دويدار، 2017؛ صندوق النقد العربي، 2020: 2019 Mishkin)، بالإضافة إلى المؤشرات التي توجه عمل السياسة النقدية وتساعد في تقييم أدائها والتي تركزت في أربعة مؤشرات رئيسية هي (دويدار، 2017، ص. 58-75):

- سعر الفائدة،

- معدل النمو في المعروض النقدي،

- القاعدة النقدية،

- معدل التوسع في الإئتمان المحلي.

2- أهداف السياسة النقدية:

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق المستوى الملائم من النمو في النقود (السيولة المحلية م2) من خلال الموازنة بين : المعروض النقدي والطلب على النقود (صافي الأصول الأجنبية والأصول الإئتمانية المحلية) ، إلى

جانب التحكم في عرض النقود وإدارته على النحو الذي يقتضيه تحقيق معدل النمو الحقيقي الأمثل مع العمل على استقرار مستوى الأسعار (دويدار، 2017، ص. 65-90).

وتتمثل الأهداف النهائية للسياسة النقدية في محاولة الآتي (جميل كاظم حميد، 2019، ص. 95-112) :

- النمو الإقتصادي (تحقيق نمو إقتصادي يزيد عن نمو السكان).

- التوظيف الكامل (الحد من البطالة)،

- العمل على استقرار المستوى العام للأسعار (التضخم)،

- استقرار أسعار الفائدة بالعملة المحلية،

- استقرار اسعار الصرف،

- استقرار سوق المال (النقد/ رأس المال).

ونظرا لصعوبة تحقيق كل الأهداف معا (التنازل عن ميزة من أجل الحصول على أخرى ، فعلى سبيل المثال استقرار أسعار السلع والخدمات يتعارض مع إستقرار الفائدة والتوظيف الكامل) وكذا صعوبة المواءمة بين العوامل التي تمثل الإستقرار الداخلي وبين الإستقرار الخارجي (المعبر عنه بتوازن ميزان المدفوعات) ولتعارض بعض نتائج الأهداف مع بعضها لذا ينبغي التركيز على هدف أو اثنين على الأكثر حتى يمكن الحصول على النتائج المرغوبة. ولذلك فإن معظم البنوك المركزية تستهدف إستقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية. غير أن مفهومها تطور تدريجياً منذ سبعينيات القرن الماضي؛ فبعد أن كانت تركز أساسا على استقرار الأسعار عبر استهداف التضخم، بدأ يتسع نطاقها ليشمل الحفاظ على الاستقرار المالي باعتباره شرطا مسبقا لتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي (عيسى و محمد محمود، 2016).

وتشير أدبيات صندوق النقد الدولي (IMF, 2014, P11) وبنك التسويات الدولية (BIS, 2014) إلى أن الهدف المزدوج للسياسة النقدية أصبح يشمل:

● استقرار الأسعار (Price Stability) ؛

● النظام المالي (Financial Stability).

لكن تحقيق هذين الهدفين يتطلب أحيانا مفاضلات صعبة، إذ قد تؤدي السياسة النقدية التوسعية، رغم دعمها للنمو، إلى تراكم اختلالات مالية كالتوسع المفرط في الائتمان وارتفاع أسعار الأصول، مما يهدد الاستقرار المالي لاحقا. وورد في تقرير التسويات الدولية" قد تؤدي إجراءات السياسة النقدية التي تحفز النمو والإنتاج والتضخم على المدى القصير إلى تراكم هشاشات مالية، مثل النمو المفرط في الائتمان وارتفاع أسعار الأصول، مما يمكن أن يقوّض الاستقرار الاقتصادي الكلي على المدى الطويل". (بنك التسويات الدولية، التقرير الاقتصادي السنوي 2019، ص. 23).

تواجه الاقتصادات الناشئة والنامية عند استخدام السياسة النقدية لمعالجة مخاوف الاستقرار المالي تحديات سياسية مختلفة عن تلك التي تواجهها الاقتصادات المتقدمة. ونظرا لإعتماد الأوضاع المالية في الاقتصادات الناشئة والنامية بشدة على تدفقات رأس المال، يجب على السياسة النقدية في هذه الاقتصادات

موازنة الآثار على الطلب الكلي وتدفقات رأس المال. وفي مواجهة هذا القيد الإضافي؛ يجب على الاقتصادات الناشئة والنامية استكمال أدواتها السياسية التقليدية بأدوات أخرى، بما في ذلك التدخلات العرضية في سوق الصرف الأجنبي وسياسات التحوط الكلي.

3- الاستقرار المالي ومؤشراته

الاستقرار المالي مفهوم متعدد الأبعاد، يعبر عن قدرة النظام المالي على أداء وظائفه الأساسية — تعبئة المدخرات، وتخصيص الموارد، وإدارة المخاطر — دون انقطاع أو اضطراب كبير (IMF, 2013, p. 7). ويُقاس الاستقرار المالي من خلال مجموعة مؤشرات من أبرزها (صندوق النقد الدولي، 2006، ص: 84-95؛ بنك التسويات الدولية، 2006، ص: 3-6؛ صندوق النقد العربي، 2024، ص: 113):

● مؤشرات السلامة المالية : مثل نسبة القروض المتعثرة إلى إجمالي القروض (NPLs) ، نسبة كفاية رأس المال (CAR) ، ونسبة السيولة.

● مؤشرات الائتمان الكلي مثل نمو الائتمان إلى القطاع الخاص، ومعدل الرافعة المالية في الاقتصاد.

● مؤشرات أسواق المال كاستقرار أسعار الأسهم والسندات، وتقلبات أسعار الصرف.

يشير تقرير البنك الدولي (2023 ص: 52-59) إلى أن الدول التي تمتلك مؤسسات مالية قوية وأطر احترازية فعالة تكون أكثر قدرة على امتصاص الصدمات الناتجة عن التغيرات النقدية.

كان يُنظر إلى الاستقرار المالي قبل الأزمة المالية العالمية بشكل رئيسي من منظور الاقتصاد الجزئي، أي أن المخاطر التي يواجهها النظام المالي ككل كانت تُعتبر في الغالب مجموع المخاطر التي تتحملها المؤسسات المالية الفردية (ألين وكارلتي، 2013، الصفحات 121-127). ومع ذلك، أظهرت الأزمة المالية العالمية أن هذه

المؤسسات تتفاعل بطرق يمكن أن تؤدي إلى تأثيرات خارجية سلبية تُضخم المخاطر التي يواجهها النظام ككل (أي المخاطر النظامية)، على الرغم من أنها لا تزيد من تحمل المخاطر الفردية (بورريو كلوديو وبيتي ديسياتات، 2011، الصفحات 29-30). تنعكس هذه التأثيرات الخارجية السلبية، على سبيل المثال، في دورة مالية تتفاقم فيها المخاطر النظامية، ويؤدي ازدهار أسعار الائتمان والأصول لاحقاً إلى الركود (بورريو وآخرون، 2001؛ بورريو ولو، 2002).

تصور هذه النظرة الأزمات المالية على أنها ذاتية المنشأ، وبالتالي تتناقض مع احتمالية أنها ليست نتيجة نمو ائتماني مفرط سابق وارتفاع أسعار الأصول، وعلى وجه الخصوص؛ تتناقض مع احتمالية أن الأزمات المالية تنبع من تحولات غير مبررة في الطلب أو العرض تؤدي إلى حالات تخلف عن السداد، وارتفاع علاوات المخاطر، وانخفاض الائتمان. وهذا الأخير هو النهج المتبع تقليدياً في أدبيات الاقتصاد الكلي، والذي ركز، من خلال نمذجة الأزمات المالية كنتيجة لصدمات خارجية.

وللنظرة للأزمات المالية على أنها خارجية آثار مهمة على دور السياسة النقدية في معالجة الاستقرار المالي. ففي غياب المخاطر النظامية، تستطيع البنوك المركزية، في معظم الأحيان، معالجة الاستقرار المالي بعد وقوعه،

أو كما قال آلان جرينسبان رئيس الاحتياطي الأمريكي-1987 إلى 2006 - (2020 الصفحة 5 و6)، لا يمكن للسياسة النقدية سوى "تخفيف التداعيات عند وقوعها، ونأمل أن تُسهل الانتقال إلى التوسع التالي". من ناحية أخرى، يصور مجال دراسي آخر مختلف الأزمات المالية كأحداثٍ خارجية، وهو ما يتوافق أكثر مع وجهة نظر المخاطر النظامية (على سبيل المثال، بوريو وآخرون 2002 ص 43-47؛ جوريو وودفورد: 2012 الصفحات من 03 إلى 13).

فبدلاً من أن تكون الأزمات المالية في الاقتصادات الناشئة والنامية ناجمة بصفة بحتة عن اختلالات داخلية، كما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة، فقد ارتبطت تقليدياً أيضاً بتقلبات تدفقات رأس المال. تاريخياً، عندما سادت أنظمة سعر الصرف الثابت، غالباً ما نشأت الأزمات المالية خلال فترات ازدهار تدفقات رأس المال، مما أدى إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ونمو ائتماني مرتفع، توضح كل من كامينسكي وراينهارت (1999، ص 494) أن معظم الأزمات في الاقتصادات الناشئة تشترك "في نمط مميز يتمثل في تدفقات رأسمالية وفيرة، وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية، تليها توقفات مفاجئة وانهييارات مالية". ومع ذلك، غالباً ما انتهت هذه الاختلالات بـ "توقفات مفاجئة"، حيث أدى هروب رأس المال إلى انخفاض نمو الائتمان وانخفاض قيمة العملة، مما أدى إلى ارتفاع التضخم وانكماش الناتج؛، يشرح كالفو آلية "التوقف المفاجئ" (Sudden Stop) كحدث داخلي في أسواق المال، يسببه تبدل مفاجئ في معنويات المستثمرين تجاه الاقتصادات الناشئة (ص 36-39، 1998)، ويصف نتائج "هروب رأس المال" وما يترتب عليه من انخفاض حاد في الائتمان والناتج، وارتفاع التضخم نتيجة لانخفاض قيمة العملة (ص 44-46، 1998).

4- قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الاستقرار المالي

ترتبط السياسة النقدية بالاستقرار المالي عبر قنوات متعددة:

● **قناة سعر الفائدة:** حيث يؤدي خفض أسعار الفائدة إلى زيادة الإقراض والمخاطر الائتمانية، بينما يحد رفعها من النمو الائتماني ولكنه قد يضغط على جودة الأصول.

● **قناة الائتمان:** التوسع النقدي قد يؤدي إلى زيادة السيولة المصرفية ومن ثم تراكم المخاطر النظامية.

● **قناة التوقعات:** إذ تسهم مصداقية البنك المركزي واستقراره المؤسسي في تعزيز ثقة المتعاملين الماليين.

يوضح (ميشكان، ص 311-315، 2015) أن مصداقية البنك المركزي تؤثر مباشرة على التوقعات بشأن التضخم وأسعار الفائدة المستقبلية، مما يجعل السياسة النقدية أكثر فاعلية.

● **قناة سعر الصرف:** خاصة في الدول ذات الانفتاح المالي، حيث تؤثر تحركات العملة على ميزان المدفوعات والاستقرار الخارجي.

يؤكد بوريو (2014، ص 10) من بنك التسويات الدولية أن تجاهل السياسة النقدية لديناميكيات المخاطر المالية بتركيزها فقط على التضخم على المدى القصير يؤدي إلى دورة مالية مفرطة تتجلى في فترات ازدهار وائتمان مفرط تتبعها فترات ركود حاد. لذلك، يُوصي بتبني سياسات تأخذ في الاعتبار المخاطر المالية بشكل منهجي.

5- تفاعل السياسة النقدية مع السياسة الاحترازية الكلية

في أعقاب أزمة 2008، أصبح التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة الاحترازية الكلية ضرورةً لتفادي التناقض بين أهداف استقرار الأسعار والاستقرار المالي.

ففي حين تهدف السياسة النقدية إلى ضبط الدورة الاقتصادية عبر أسعار الفائدة، تهدف السياسة الاحترازية إلى الحد من التراكم المفرط للمخاطر النظامية.

وقد أظهرت تجربة بلدان مثل كوريا الجنوبية وماليزيا والبرازيل أن تطبيق أدوات احترازية — كرفع متطلبات رأس المال وتطبيق قيود على القروض — جنب اقتصاداتها أزمات مصرفية حتى في ظل السياسات النقدية التوسعية (تقرير صندوق النقد الدولي لسنة 2020).

6- المخاطر النظامية: الآثار المترتبة على السياسة النقدية

قبل أزمة 2007-2009، كان الاستقرار المالي مفهومًا مرتبطًا ارتباطًا وثيقًا بالمخاطر التي تواجهها المؤسسات باعتبارها مكونات معزولة عن النظام المالي. بعبارة أخرى، كان الاستقرار المالي مفهومًا اقتصاديًا جزئيًا في جوهره (أشاريا 2009 ص 19؛ ألين وكارليتي: 2013، ص 242). ولذلك، فإن النظر إلى المؤسسات المالية باعتبارها مكونات معزولة عن النظام جعل من الصعب توقع المخاطر المؤدية إلى الأزمة المالية العالمية.

في الواقع، ساهم النظر إلى العوامل الخارجية السلبية الناتجة عن الروابط والتفاعلات وحلقات التغذية العكسية للمؤسسات المالية في إقناع صانعي السياسات بأن المخاطر المالية أكثر ذاتية مما كانوا يعتقدون في البداية. إن وجود العوامل الخارجية يؤدي إلى فشل السوق، مما يوفر مبررًا للتدخل الحكومي. لقد وسعت الحاجة إلى التدخل العام مسؤوليات العديد من البنوك المركزية من خلال تكليفها، بحكم القانون أو بحكم

الواقع، بهدف سياسي جديد (أي الحد من تراكم المخاطر النظامية). ولتحقيق هذا الهدف، نظرت المؤسسات الدولية والبنوك المركزية والهيئات التنظيمية في استخدام سياسة الاحتراز الكلي، والتي تتمثل في تعديل الأدوات الاحترازية وفقا لمرحلة الدورة المالية. ومع ذلك، يرى البعض بأن التنظيم الاحترازي الكلي غير كاف، وأنه يعزز أنشطة المصارف الموازية ويؤدي إلى تحول النشاط نحو الجهات الأقل تنظيماً - shadow banks - (يباور، ستيفان و مازيليس، فالك 2023، ص15)، مما يقلل من فعالية السياسة الاحترازية ويسهم في زيادة المخاطر النظامية. وبالتالي قد لا يكون كافيا للتخفيف من تراكم المخاطر النظامية. في هذا السياق، برز نقاش حول ما إذا كان ينبغي للسياسة النقدية أن تكمل سياسة الاحتراز الكلي في الحد من تراكم المخاطر النظامية (أي ما إذا كان ينبغي أن "تستند عكس اتجاه الدورة"). في الواقع نحن أمام جدل بين مدرستين:

← المدرسة الأولى: ترى أن السياسة النقدية يجب أن تبقى موجهة نحو استقرار الأسعار فقط، وأن مهمة معالجة الاختلالات المالية هي من اختصاص السياسات الاحترازية الكلية.

← المدرسة الثانية: ترى أنه ينبغي للسياسة النقدية أن "تستند عكس اتجاه الدورة"، أي أن تتدخل للحد من دورات الائتمان المفرطة والمخاطر النظامية حتى لو كان التضخم ضمن الهدف ، أي أن تميل السياسة النقدية عكس اتجاه الدورة.

خلال سنوات ما قبل أزمة 2008، شهدت العديد من الاقتصادات توسعاً مفرطاً في الائتمان وأسعار العقارات، لكن البنوك المركزية لم ترفع أسعار الفائدة لأن التضخم كان منخفضاً. تبين؛ لاحقاً أن تجاهل تلك الاختلالات كان أحد أسباب الأزمة. لذلك، بعد الأزمة، دعا باحثون مثل (Borio (2014 و White (2006 إلى أن تميل السياسة النقدية "عكس اتجاه الدورة".

إن الجدل حول دور السياسة النقدية في منع الأزمات يستند إلى فكرة أن الأزمات المالية أحداث ذاتية المنشأ. في الواقع، إذا كانت الأزمات المالية ناجمة عن تراكم سابق للاختلالات المالية، فإن السؤال البديهي هو ما لماذا لم تعالج السياسة النقدية هذا التراكم مسبقاً. وفي هذا السياق، طرحنا وجهتا نظر: وجهة نظر "السياسة الدورية"، التي ترى أنه ينبغي استخدام السياسة النقدية لمعالجة تراكم الاختلالات المالية، يعرض سميثس (2014 ص 269) ما أسماه بـ "إجماع جاكسون-هول المعدل" ويشرح أن السياسة النقدية يجب أن تبقى مركزة على استقرار الأسعار، بينما تُعهد مهمة الاستقرار المالي إلى السياسات الاحترازية الكلية".

إجماع جاكسون هول المعدل* (Modified Jackson Hole Consensus) "مهم لأنه يعكس تحولاً جوهرياً في التفكير النقدي بعد الأزمة المالية العالمية (2008). أظهرت الأزمة أن استقرار الأسعار لا يعني بالضرورة استقرار النظام المالي، إذ انهارت الأسواق رغم انخفاض التضخم واستقرار النمو. لذلك ظهر ماسي بـ "إجماع جاكسون هول المعدل وهو ما تناوله (2014) Smets تحديداً في مقاله *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?*، وفقاً لسميثس (2014، ص. 269):

• السياسة الاحترازية الكلية (Macroprudential Policy) هي الأداة الأساسية لمعالجة المخاطر المالية والاختلالات في النظام المالي.

• السياسة النقدية يجب أن تركز على استقرار الأسعار والنشاط الاقتصادي الكلي. ومع ذلك، يمكن أن تساند السياسة النقدية السياسات الاحترازية عند الحاجة، لكن دون أن تتحمل عبء الاستقرار المالي بمفردها.

*مصطلح إجماع جاكسون هول المعدل يُشير إلى مجموعة من القنوات التي ترسخت بين صناعات السياسات النقدية خلال مؤتمرات جاكسون هول السنوية التي ينظمها الاحتياطي الفيدرالي في كانساس سيتي منذ الثمانينيات. ووفق هذا الإجماع التقليدي: - إن هدف السياسة النقدية الأساسي هو استقرار الأسعار (أي السيطرة على التضخم). - أما الاستقرار المالي، فيُفترض أن يتحقق تلقائياً من خلال استقرار الأسعار، وبالتالي لا ينبغي للسياسة النقدية التدخل مباشرة لمنع الأزمات المالية.

تقترح نظرية "السياسة الدورية" وجود دورة مالية ذات سعة ومدة تختلفان اختلافاً كبيراً عن دورة الأعمال التي تتفاعل فيها المؤسسات بطرق معقدة وغير خطية، مما يؤدي إلى تراكم الاختلالات المالية. يوضح بوريو ولو

(2002 ص 44 و 45) أن المتغيرات مثل نمو الائتمان وارتفاع أسعار الأصول (جزء من الدورة المالية) تمثلان مؤشرين مهمين لإحتمال وقوع أزمات مصرفية — مما يتماشى مع مفهوم "الدورة المالية" التي تختلف عن دورة الأعمال التقليدية. في الواقع، يمكن أن يؤدي هذا السلوك الدوري إلى تراكم الاختلالات المالية في فترة انتعاش الدورة والأزمات المالية في فترة الانكماش .

وخلال فترة انتعاش الدورة، يُولد النمو المفرط في الائتمان والرافعة المالية إعادة تقييم لأسعار الأصول، وبالتالي مكاسب رأسمالية للمؤسسات المالية. بدورها، تُعزز هذه المكاسب الرأسمالية نمو الائتمان والرافعة المالية من جديد، مما يؤدي زيادات إضافية في أسعار الأصول ومكاسب رأسمالية إضافية. وهكذا، فإن هذا يدفع المؤسسات المالية إلى تخفيض ديونها بشكل كبير خلال فترات الركود.

يشرح أدريان وشين كيف (2009 ص 605-606) أن توسع ميزانيات المؤسسات المالية خلال فترات الانتعاش يؤدي إلى تضخيم أسعار الأصول والائتمان، وفي دورة تراكمية تنقلب لاحقاً إلى تخفيض حاد في الديون خلال فترات الركود. ويؤدي هذا التخفيض الكبير في الديون إلى تقليص توافر الائتمان، مما يؤدي إلى انخفاضات حادة في أسعار الأصول، وبالتالي إلى خسائر رأسمالية للعديد من المؤسسات المالية .

يتبين من الأدبيات الاقتصادية الحديثة أن العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي تتجاوز البعد التقليدي المتمثل في التحكم بمستوى الأسعار أو النشاط الاقتصادي الكلي. إذ تُظهر دراسات أدريان وشين (2009، ص. 603-604) أن توسع الائتمان وانخفاض أسعار الفائدة خلال فترات الرواج يؤديان إلى تراكم الرافعة المالية في القطاع المالي وارتفاع أسعار الأصول، مما يخلق ما يُعرف بـ "الدورة الائتمانية المفرطة". هذه الدورة تجعل النظام المالي أكثر هشاشة، بحيث يمكن لأي صدمة محدودة أن تتحول إلى أزمة شاملة.

وفي هذا الإطار، يؤكد بوريو ولو (2002، ص. 9-15)، أن تجاهل البنك المركزي للمؤشرات المالية أثناء تصميم سياسته النقدية يؤدي إلى تضخيم الدورات الاقتصادية، وبالتالي إلى اختلالات مالية متكررة. ومن ثم، يرون ضرورة أن تتفاعل السياسة النقدية مع المتغيرات المالية، حتى وإن اقتضى ذلك الحياد مؤقتاً عن هدف التضخم، باعتبار أن الإستقرار المالي يُعد شرطاً لتحقيق استقرار الأسعار على المدى الطويل. و انطلاقاً من هذه المقاربة، يمكن القول إن السياسة النقدية لا ينبغي أن تقتصر على أدائها التقليدية، بل أن تتكامل مع السياسة الاحترازية الكلية لتحقيق التوازن بين استقرار الأسعار والحد من التراكمات الائتمانية والمخاطر النظامية، وهو ما يشكل أساس ما يُعرف اليوم بنموذج السياسة "المتكاملة" بين البنوك المركزية والهيئات الرقابية المالية.

ثانياً: مراجعة الأدبيات السابقة

تُعد العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي من أكثر المواضيع التي شهدت تطوراً في الفكر الاقتصادي المعاصر، خاصة منذ مطلع الألفية الثالثة، حيث تصاعد الجدل حول مدى مسؤولية البنوك

المركزية عن تحقيق الاستقرار المالي إلى جانب استقرار الأسعار. ويمكن تصنيف الأدبيات المتعلقة بالموضوع إلى ثلاث مقاربات رئيسية:

1- المقاربة التقليدية

تستند هذه المقاربة إلى الفصل الصارم بين السياسة النقدية والسياسة الاحترازية، حيث ترى أن مهمة البنك المركزي تقتصر على استقرار الأسعار، بينما يُعهد بتحقيق الاستقرار المالي إلى هيئات الرقابة المصرفية. وقد دافع عن هذا الاتجاه فريدمان (1968) وتايلور (1993) في أبحاثهما حول قواعد السياسة النقدية، معتبرين أن التحكم في التضخم هو أفضل ضمان للاستقرار المالي على المدى الطويل.

قدم ميلتون فريدمان تصوراً لما يُعرف بقاعدة معدل النمو/الثابت للنقود (k-percent rule)، والتي تنص على أن على البنك المركزي أن يجعل عرض النقود ينمو بمعدل ثابت يساوي تقريباً معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي.

ومع بداية التسعينيات، أعاد جون تايلور صياغة فكرة القواعد النقدية من منظور جديد يعتمد على استهداف سعر الفائدة بدلاً من عرض النقود. اقترح قاعدة تعرف بإسمه "قاعدة تايلور"، وهي معادلة كمية تحدد سعر الفائدة الإسمي الأمثل استناداً إلى الفارق بين التضخم الفعلي والمستهدف، والفجوة الإنتاجية. تهدف القاعدة إلى تحقيق توازن بين استقرار الأسعار واستقرار الناتج، مع الحد من التقديرات المفرطة في قرارات السياسة النقدية (تايلور، 1993، ص 202-206). وتُعد قاعدة تايلور امتداداً عملياً لنهج فريدمان القائم على القواعد، لكنها أكثر مرونة وتفاعلاً مع المتغيرات الاقتصادية. إلا أن الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أظهرت محدودية هذه الرؤية؛ فارتفاع استقرار الأسعار في العديد من الاقتصادات لم يمنع نشوء فقاعات مالية ضخمة، ما كشف أن استقرار الأسعار لا يعني بالضرورة استقراراً مالياً.

2- المقاربة التفاعلية

تعتبر هذه المقاربة أن السياسة النقدية والسياسة الاحترازية الكلية وجهان لعملة واحدة، وأن كلا منهما يؤثر في الآخر بشكل متبادل. يشير بوريو (2004) من بنك التسويات الدولية إلى أن السياسة النقدية التوسعية المفرطة في الفترات الاقتصادية المزدهرة تؤدي إلى تراكم المخاطر النظامية، ما يستوجب دمج اعتبارات الاستقرار المالي في قواعد السياسة النقدية. وأشار إلى أن مراقبة الائتمان وأسعار الأصول يجب أن تكون جزءاً من تقييم موقف السياسة النقدية لتجنب تراكم الاختلالات المالية (بوريو، 2004، ص 7-10).

أما راي (2015) فقد بينت في دراستها الشهيرة حول "الدورة المالية العالمية" أن أسعار الفائدة الأمريكية، باعتبارها مؤشراً عالمياً للسيولة، تؤثر في أوضاع الائتمان في الأسواق الناشئة حتى دون وجود روابط تجارية قوية مع الولايات المتحدة الأمريكية، مما يجعل سياسات هذه الدول رهينة للظروف النقدية العالمية. وتوصي بتبني أدوات احترازية كلية إلى جانب السياسة النقدية التقليدية مثل فرض نسب محددة للقروض مقارنة بالقيمة أو رفع متطلبات رأس المال خلال فترات الانتعاش المالي، وذلك لتقليل التأثير الخارجي وتحسين استقرار النظام المالي المحلي (راي، 2025، ص 300-304).

وهذا يشير إلى أن تحقيق الاستقرار المالي في الأسواق الناشئة يتطلب مقاربة تفاعلية تجمع بين السياسة النقدية التقليدية والمراقبة المكثفة للمخاطر المالية المرتبطة بالدورة المالية العالمية.

3- المقاربة المؤسسية (المنظور المؤسسي)

تركز هذه المقاربة على الدور المؤسسي للبنك المركزي، وعلى كيفية تأثير استقلاليته وشفافيته في تحقيق الاستقرار المالي. تشير الدراسات الحديثة إلى أن فعالية السياسة النقدية لا تتوقف فقط على أدوات البنك المركزي أو استقلاليته، بل تعتمد أيضاً على مدى التنسيق بين السلطات النقدية والهيئات الرقابية. وفقاً لتقرير صندوق النقد الدولي (2018، ص 45-50) فإن تكامل السياسات النقدية مع الرقابة المصرفية والأدوات الاحترازية الكلية يعزز قدرة البنك المركزي على التحكم في المخاطر المالية ومنع تراكم الاختلالات الائتمانية.

كما يشير تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (2021، ص 12-18) إلى أن الدول التي تطبق إطاراً منسقاً بين السياسة النقدية والرقابة المالية تحقق استقراراً مالياً أكبر، خاصة في مواجهة الصدمات الخارجية أو تقلبات أسعار الأصول، مقارنة بالدول التي تعمل بسياسات منفصلة.

ويعكس هذا ضرورة المقاربة المؤسسية والتفاعلية التي تؤكد أن السياسة النقدية وحدها ليست كافية، بل يجب أن تتكامل مع أدوات الرقابة واللوائح المالية لضمان استقرار النظام المالي بشكل مستدام. فالدول التي نجحت في إنشاء لجان مشتركة للتنسيق بين البنك المركزي وهيئات الرقابة المصرفية، مثل ماليزيا وكوريا الجنوبية، ساهم هذا الإجراء في تحقيق استقرار مالي أكبر مستدام حتى خلال فترات الصدمات الخارجية (ناكاتا من البنك الآسيوي للتنمية ADB: 2012، ص 22).

كما يّين تقرير بنك فرنسا (2020، ص 22-28) أن الاقتصادات الناشئة ذات الهياكل المصرفية التي تهيمن فيها البنوك الحكومية على القطاع المصرفي، مثل الجزائر ومصر، تواجه صعوبات كبيرة في تفعيل قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية، مما يقلل من فعالية السياسة النقدية التقليدية. ويعود ذلك إلى أن القرارات الائتمانية وتحديد أسعار الفائدة غالباً ما تتأثر بأهداف الدولة مثل دعم القطاعات الاستراتيجية أو التمويل الحكومي، بدلاً من الاستجابة للمؤشرات الاقتصادية السوقية. مما يبرز الحاجة إلى دمج أدوات احترازية كلية وإطار مؤسسي تفاعلي لضمان الاستقرار المالي.

4- دراسات عربية ودول نامية

تناولت بعض الدراسات العربية هذه العلاقة ضمن سياقات محلية، حيث أشار صندوق النقد العربي (2021، ص 34-41) إلى أن الاقتصادات العربية ما تزال تواجه تحديات في تحقيق التوازن بين استقرار الأسعار والتمويل البنكي، نتيجة ضعف الأسواق المالية الثانوية وتدني مستويات الشمول المالي.

وفي دراسة مقارنة بين المغرب وتونس ومصر، توصل البنك الإفريقي للتنمية (2022، ص 34-41) أن استقلالية البنك المركزي ومرونة سعر الصرف تزيد من فعالية السياسة النقدية في دعم الاستقرار المالي.

أما على مستوى الجزائر، فقد أظهرت بحوث بنك الجزائر (2023) أن فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية — كالسعر الرئيسي وإعادة الخصم — ما تزال محدودة في التأثير على النشاط الائتماني، بسبب هيمنة التمويل العمومي وضعف المنافسة المصرفية (بلغ إجمالي الودائع المجمعة من طرف المصارف العمومية 85,89 % و قدر نصيب القطاع المصرفي الخاص 14,11 % ص 49-50 من التقرير). أشار خبراء صندوق النقد الدولي (تقرير خاص بالجزائر تحت رقم 24/088 بموجب مشاورات سنة 2023، ص 29) إلى وفرة السيولة المصرفية وأسعار الفائدة الحقيقية قصيرة الأجل السلبية، إلا أن السياسة النقدية تظل تيسيرية وهي دلالة على ضعف فعالية السياسة النقدية. مما يستدعي إصلاحاً عميقاً في الإطار التشغيلي للسياسة النقدية.

ثالثاً: السياسة النقدية والاستقرار المالي من منظور تطبيقي دولي (التحليل المقارن بين الدول الناشئة والنامية)

تهدف هذه المقارنة إلى إبراز كيفية تفاعل أدوات السياسة النقدية مع متغيرات الاستقرار المالي في مجموعة مختارة من الدول الناشئة والنامية.

وقد تم اختيار هذه الدول استناداً إلى ثلاثة معايير أساسية:

◀ تنوع النظم النقدية والمالية (أنظمة سعر صرف مختلفة).

◀ توافر البيانات الدورية من مؤسسات مالية دولية.

◀ تمثيل جغرافي متوازن (آسيا، إفريقيا بما فيها الدول العربية، أمريكا اللاتينية).

تُظهر النتائج أن فعالية السياسة النقدية في دعم الاستقرار المالي تختلف جذرياً بين الدول حسب مستوى تطور النظام المالي ومرونة آليات الانتقال النقدي، ومدى استقلالية البنك المركزي عن السلطة التنفيذية.

1- التجربة الآسيوية: تركيا، ماليزيا والهند

1-1 تركيا

منذ بداية الألفية الثالثة، اعتمد البنك المركزي التركي سياسة استهداف التضخم مع مرونة نسبية في سعر الصرف. لكن بعد عام 2018، أدت التدخلات السياسية المتكررة في تحديد أسعار الفائدة إلى فقدان مصداقية السياسة النقدية، وارتفاع مؤشر التضخم السنوي إلى أكثر من 58,50 % في 2024 (وفق بيانات WDI: World Development Indicators, 2024)، ما زاد من هشاشة النظام المالي.

يُظهر تقرير البنك الدولي (ماي 2019) أن الانخفاض الحاد في سعر الليرة التركية تسبب في تآكل الرسملة البنكية وارتفاع القروض المتعثرة إلى نحو 5 % من إجمالي القروض. النتيجة: ضعف استقلالية البنك المركزي أدى إلى تدهور فعالية السياسة النقدية وقوض الاستقرار المالي، رغم التطور النسبي للأسواق المالية.

2-1 ماليزيا

على النقيض من تركيا، نجحت ماليزيا في تحقيق توازن بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي بفضل دمج السياسة النقدية بالسياسة الاحترازية الكلية.

فالبنك المركزي الماليزي (Bank Negara Malaysia) يتبع منذ 2011 إطارًا تشغيليًا مرناً، يستخدم فيه أدوات غير تقليدية مثل نسب القروض إلى قيمة الأصول المرهون (LTV Ratios: Loan-to-Value Ratios) ومتطلبات السيولة.

خلال أزمة "كوفيد-19"، حافظت ماليزيا على استقرار مالي ملحوظ رغم انخفاض أسعار الفائدة إلى أدنى مستوياتها، حيث بقيت نسبة القروض المتعثرة دون 2% (حوالي 1,57% نهاية فيفري 2020 و 1,5% في نوفمبر 2024)، أما نسبة كفاية رأس المال فوق في النصف الثاني من سنة 2022 فبلغت 18,80% .

النتيجة: التنسيق المؤسسي بين السياسة النقدية والاحترازية الكلية هو العامل الحاسم في استقرار النظام المالي.

3-1 الهند

اعتمدت الهند سياسة استهداف التضخم رسميًا منذ 2016 مع نطاق مستهدف $2 \pm 4\%$ (أي النطاق من 2% إلى 6% - IGIDR Working Paper) كمؤشر رسمي لاستراتيجية البنك المركزي. يتمتع بنك الاحتياطي الهندي بدرجة عالية من الاستقلالية، مما ساعده على التحكم في السيولة وتوجيه الائتمان نحو القطاعات المنتجة.

ورغم تقلبات السوق العالمية، ظلت نسبة القروض المتعثرة مستقرة عند 5% (Reserve Bank of India Report -)، كما تمكنت الهند من الحفاظ على استقرار سعر صرف الروبية ضمن نطاق مقبول.

النتيجة: وجود إطار مؤسسي قوي واستقلالية نقدية يضمن توازنًا بين استقرار الأسعار والقطاع المالي.

2- التجربة الإفريقية: المغرب، تونس، مصر، وجنوب إفريقيا

1-2 المغرب

اعتمد بنك المغرب منذ 15 جانفي 2019 إطارًا تدريجيًا لتحرير سعر الصرف مع الحفاظ على سياسة نقدية حذرة.

أدت هذه الخطوات إلى تعزيز مرونة النظام المالي وتحسين قدرة البنوك على امتصاص الصدمات. تطورت نسبة القروض المتعثرة بنسبة طفيفة من 6.9% عام 2014 (حسب WORLD BANK / FRED) إلى 8.6% في جانفي 2025 (وفق قاعدة بيانات CEIC Data)، فيما ارتفعت كفاية رأس المال إلى 16.2% في نهاية السداسي الأول من سنة 2024 (تقرير بنك المغرب جوان 2024).

النتيجة: الإصلاح التدريجي والشفافية المؤسسية ساعدا في ترسيخ الثقة لدى المتعاملين الماليين وتعزيز الاستقرار المالي من خلال مرونة الإقتصاد في مواجهة الصدمات الخارجية (صندوق النقد الدولي، 2023، ص5).

2-2 تونس

رغم تحسن استقلالية البنك المركزي التونسي قانونيًا منذ 2016، فإن البيئة الاقتصادية غير المستقرة والضغط المالي العامة قللت من فعالية السياسة النقدية.

تشير بيانات البنك المركزي التونسي (2023) إلى ارتفاع نسبة القروض المتعثرة من 13,6% في سنة 2022 إلى 15,6% في ديسمبر سنة 2023 (البنك المركزي تونس) بسبب ضعف النمو الائتماني وتباطؤ الاقتصاد. يذكر تقرير صندوق النقد الدولي (2024، ص 11-12) صراحة أن بعض البلدان (منها تونس) اعتمدت على «التمويل النقدي» وأن غياب التنسيق بين السياسة النقدية والمالية أو وجود هيمنة مالية يُضعف فعالية السياسة النقدية ويزيد مخاطر الاستقرار.

النتيجة: غياب التنسيق بين السياسة النقدية والسياسات المالية يؤدي إلى مخاطر نظامية حتى مع وجود أدوات نقدية فعالة.

3-2 مصر

منذ تطبيق تعويم الجنيه عام 2016، تبنت البنك المركزي المصري سياسة نقدية مرنة تستهدف التضخم. ساهمت عمليات التعقيم ورفع أسعار الفائدة تدريجياً في كبح التضخم ودعم الاستقرار المالي. خلص تقرير البنك المركزي المصري إلى أن السياسة النقدية المصرية خلال 2023-2024 كانت فعالة في تحقيق الاستقرار المالي النسبي رغم الضغوط الخارجية، من خلال استخدام مزيج من رفع الفائدة، التحكم في السيولة، والتنسيق مع المالية العامة. لكنها لا تزال تواجه تحدي ضعف انتقال الأثر إلى الاقتصاد الحقيقي، أي أن التشديد النقدي قلل التضخم لكنه كبح النمو الائتماني (تقرير البنك المركزي المصري 2024 ص 52). ولاحظ تقرير صادر عن صندوق النقد الدولي سنة 2023 أن ارتفاع الدين الحكومي المحلي أدى إلى تزايد اعتماد البنوك على شراء السندات الحكومية، ما يحد من دورها في تمويل القطاع الخاص.

النتيجة: فعالية السياسة النقدية مرهونة بتقليص التشابك بين البنوك والدين السيادي.

4-2 جنوب إفريقيا

تمتلك جنوب إفريقيا نظاماً مالياً متطوراً نسبياً وسياسة نقدية شفافة قائمة على استهداف التضخم منذ عام 2000. ويُعد بنك الاحتياطي الجنوب إفريقي من أكثر البنوك المركزية استقلالية في القارة، إذ حافظ على تضخم دون 6% في معظم الفترات (صندوق النقد الدولي 2023، ص 5-7) مع الحفاظ على استقرار مالي قوي. النتيجة: يُظهر هذا النموذج أن الاستقلال المؤسسي والشفافية في السياسة النقدية يشكلان ركيزتين أساسيتين لتحقيق الاستقرار المالي في الاقتصادات الناشئة.

3- التجربة في أمريكا اللاتينية: البرازيل، المكسيك، تشيلي

1-3 البرازيل

اعتمدت البرازيل نظام استهداف التضخم منذ 1999، وواجهت صدمات مالية متكررة. لكن السياسة النقدية المتشددة ساعدت على استقرار النظام المصرفي رغم ارتفاع تكاليف الاقتراض. بلغت القروض المتعثرة في جوان 2023 نسبة 2.84% وكفاية رأس المال 15.08% (البنك المركزي البرازيلي، 2023، ص 2-3). النتيجة: التشدد النقدي الموجه يساهم في صون الاستقرار المالي ولو على حساب النمو قصير الأمد.

2-3 المكسيك

تتميّز المكسيك بنظام سعر صرف مرّن واستقلالية قوية للبنك المركزي، مكنها ذلك من امتصاص الصدمات الخارجية والحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي. ويُظهر تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2022، ص 32-35) أن التنسيق المؤسسي بين السياسة النقدية والسياسات المالية أسهم في تعزيز متانة القطاع المصرفي وأدى إلى خفض تقلبات الائتمان.

النتيجة: إنّ التنسيق المؤسسي الفعال بين السلطات النقدية والمالية يضمن تلازم استقرار الأسعار والسيولة المصرفية.

3-3 تشيلي

تعتبر تشيلي نموذجًا ناجحًا في إدارة المخاطر الكلية، إذ اعتمدت منذ عام 1999 نظام استهداف التضخم مدعومًا بسياسات احترازية كلية قوية. وخلال فترات الأزمات، لجأ البنك المركزي إلى أدوات نقدية غير تقليدية (تسهيلات إعادة الشراء ودعم السيولة المؤقتة خلال الأزمات في 2008، وجائحة كوفيد-9) للحفاظ على استقرار النظام المالي دون المساس بمصداقية السياسة النقدية (صندوق النقد الدولي 2023، ص 8-10).

النتيجة: إنّ وجود إطار احترازي كلي متين يعزّز فعالية السياسة النقدية في دعم الاستقرار المالي.

4-3 استخلاصات المقارنة الدولية

من خلال المقارنة بين هذه الدول، يمكن تلخيص أهم النتائج في النقاط التالية:

المعايير	الدول ذات أداء قوي (مثل ماليزيا، تشيلي)	الدول ذات أداء ضعيف (مثل تركيا، تونس)
استقلالية البنك المركزي	مرتفعة ← استقرار مالي قوي	ضعيفة ← هشاشة في النظام المالي
تنسيق السياسات النقدية	موجود ومنظم	محدود
مرونة سعر الصرف	تساعد في امتصاص الصدمات	تؤدي لعدم استقرار إذا غابت الثقة
تنوع مصادر التمويل	يقلل الإعتماد على التمويل الحكومي	يزيد المخاطر الائتمانية
الاستقرار المالي الكلي	مستقر ومستدام	هش ومتقلب

النتيجة العامة المستخلصة من المقارنة: تعتمد فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي في الدول الناشئة بدرجة أساسية على استقلالية البنك المركزي، وعمق النظام المالي، والتكامل بين السياسات النقدية والاحترازية الكلية.

رابعا دراسة الحالة التطبيقية الجزائر: السياسة النقدية والاستقرار المالي في الجزائر

تُعد الجزائر من الاقتصادات النامية ذات البنية الريعية، حيث يعتمد أكثر من 90% من عائدات التصدير و60% من الإيرادات العامة على قطاع المحروقات. هذه الخصوصية تجعل السياسة النقدية شديدة الحساسية لتقلبات أسعار النفط، ما ينعكس بصفة مباشرة على الاستقرار المالي الكلي.

منذ إصلاحات التسعينيات، سعى بنك الجزائر إلى تحديث أدوات السياسة النقدية بما يتلاءم مع نظام اقتصاد السوق، غير أن هيمنة الدولة على القطاع المصرفي واستمرار التمويل العمومي يحذّان من فعالية السياسة النقدية.

تاريخياً، ركزت السياسة النقدية الجزائرية على هدف استقرار الأسعار، لكنها لم تدمج بوضوح بعد هدف الاستقرار المالي في استراتيجيتها الرسمية، رغم التوصيات المتكررة من صندوق النقد الدولي (IMF) والبنك العالمي بضرورة الانتقال نحو إطار أكثر تكاملاً يراعي المخاطر النظامية.

1- تطور السياسة النقدية في الجزائر

يمكن تمييز ثلاث مراحل رئيسية لتطور السياسة النقدية الجزائرية منذ التسعينيات:

المرحلة	الخصائص الأساسية	التحديات
2000-1990	مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق؛ إصلاح قانون النقد والقرض 1990؛ بداية تحرير أسعار الفائدة	ضعف الأسواق المالية، ارتفاع التضخم بعد التعويم الجزئي للدينار
2014-2001	سياسة نقدية تسييرية مدفوعة بفوائد النفط، تعزيز احتياطات الصرف؛ استقرار نسبي للأسعار	تزايد الإعتماد على الإيرادات النفطية؛ ضعف التنوع الإنتاجي
2015-2024	تباطؤ النمو بسبب تراجع أسعار النفط؛ اللجوء إلى التمويل غير التقليدي (2017-2019)؛ تدابير لإعادة الاستقرار المالي	مخاطر تضخمية، ضعف فعالية آليات الانتقال النقدي، هشاشة هيكل الإئتمان

أصدر بنك الجزائر في 2017 قرارًا بالسماح للحكومة بالتمويل المباشر عبر "التمويل غير التقليدي" (الجريدة الرسمية رقم 57 لسنة 2017، المادة 4 مكرراً من قانون النقد والقرض)، ما أدى إلى توسع نقدي كبير وارتفاع التضخم إلى أكثر من 9% في 2019 (بنك الجزائر 2019، ص 37-39 وتقرير صندوق النقد الدولي 2020، ص 8). ورغم توقف هذا البرنامج لاحقاً، إلا أن آثاره بقيت واضحة ومحسوسة على التوازن النقدي والمالي.

2- هيكل النظام المالي الجزائري

يتكون النظام المالي الجزائري من 20 بنكاً تجارياً، منها 07 مملوكة للدولة، إلى جانب بنك الجزائر كمؤسسة مركزية. تشكل البنوك العمومية حوالي 85% من إجمالي الأصول المصرفية، ما يجعل السوق شديدة التركيز وضعيفة المنافسة، كما يلاحظ أن:

- نسبة القروض إلى الناتج المحلي منخفضة نسبياً (نحو 36,9% في 2023).
 - نسبة القروض المتعثرة بلغت 20,47% في المتوسط خلال السنوات الأخيرة، وبلغت نسبة القروض المتعثرة بعد خصم المؤنات في المتوسط للثلاث سنوات الأخيرة 10,54% (تقرير بنك الجزائر لسنة 2024، ص 66).
 - إن سوق رأس المال محدودة الحجم والنشاط، حيث أن رسملة البورصة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في سنتي 2022-2023 يقدر بنحو 0,2% (CEIC 2023).
- تدل هذه المؤشرات على ضعف عمق النظام المالي، ما يقلل من فعالية السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد الحقيقي.

3- قنوات انتقال السياسة النقدية في الجزائر

أ- قناة سعر الفائدة: يحدد بنك الجزائر السعر الرئيسي لإعادة التمويل كأداة أساسية للتأثير على السيولة، لكن هذه القناة تبقى ضعيفة بسبب:

- سيطرة البنوك العمومية على الإقراض بناءً على اعتبارات إدارية أكثر من تجارية.
- غياب سوق بين البنوك فعالة تحدد أسعار الفائدة الحقيقية (تبقى المعاملات محدودة وتعتمد في الغالب على تدخل بنك الجزائر لتوزيع السيولة).
- ضعف المنافسة في سوق الائتمان.
- النتيجة: هذا الوضع يضعف آلية انتقال السياسة النقدية ويجعل سعر الفائدة المعلن أقل تمثيلاً للتوازن الحقيقي في السوق.

ومنه فإن أثر أسعار الفائدة على الاستقرار المالي ضعيف (بنك الجزائر، 2023 ص 45-46، صندوق النقد الدولي 2024، ص 14)، لأن السيولة المصرفية تُدار في الغالب بقرارات إدارية لا سوقية.

ب- قناة الائتمان

تعتمد السياسة النقدية الجزائرية أساساً على التحكم في الكتلة النقدية والتمويل الائتماني. أدت سياسة التمويل غير التقليدي (2017-2019) إلى ضخ سيولة كبيرة في النظام المصرفي وارتفع نمو الائتمان حيث تم تسجيل نمو القروض بنسبة 12,3 % في 2018، مما زاد من المخاطر الائتمانية ونسبة القروض غير المنتجة التي بلغت 20,3% في ديسمبر 2022 حسب بيانات البنك العالمي، أما تقرير بنك الجزائر (2022) فحدد معدل القروض المتعثرة بـ 19,86%. (نشير أن بنك الجزائر يورد في تقاريره قيمة القروض المتعثرة ومعدلاتها ولكن في تحليله يركز على معدل القروض المتعثرة صافية من المؤنات وحيث بلغ معدل القروض المتعثرة بعد خصم المؤنات مثلاً في سنة 2022 9,94%).

وبعد سنة 2020، شدد البنك المركزي شروط الإقراض واستعاد السيطرة على السيولة، فانخفض تغير نمو الائتمان إلى نحو 8,8% في سنة 2019 و 3,3% في سنة 2020.

النتيجة: السياسة النقدية التوسعية المفرطة سببت مؤقتاً فقدان التوازن المالي وارتفاع المخاطر النظامية.

ج- قناة سعر الصرف

يتبع الدينار الجزائري نظام صرف مُدار بمرونة محدودة، حيث يتدخل بنك الجزائر بانتظام لتقليل تقلبات السوق والحفاظ على استقرار الأسعار. ساعد هذا النظام في احتواء التضخم نسبياً، لكنه حدّ من فعالية واستقلالية السياسة النقدية، لأن سعر الصرف لا يعكس بالكامل التغيرات الاقتصادية.

النتيجة: الاعتماد على نظام صرف ثابت نسبياً يحقق استقراراً قصيراً الأجل، لكنه يجعل التوازن الخارجي أكثر هشاشة عند حدوث صدمات في أسعار النفط.

4- مؤشرات الاستقرار المالي في الجزائر (2015-2024)

السنة	نسبة القروض المتعثرة (%)	كفاية رأس المال (%)	التضخم (%)	إحتياطي الصرف (مليار دولار)
-------	--------------------------	---------------------	------------	-----------------------------

144.13	4.4	15.76	9.77	2015
114.13	6.4	16.25	12.09	2016
97.33	5.9	14.97	12.96	2017
79.88	3.5	14.99	13.13	2018
62.75	2.3	17.99	14.76	2019
48.16	2.0	19.17	16.36	2020
45.29	7.2	21.60	19.64	2021
60.99	9.4	21.53	19.86	2022
68.98	7.1	22.88	20.88	2023
68.27	4.4	22.82	20.68	2024

المصدر: بنك الجزائر، تقارير الاستقرار المالي 2015-2024. * نسب الملاءة الكلية.

يتضح من الجدول أن هناك تحسناً نسبياً بعد 2021 في كفاية رأس المال واحتياطات الصرف بفضل ارتفاع أسعار النفط، لكن مستويات التضخم والمخاطر الائتمانية ما تزال مرتفعة.

5- المقاربة التفاعلية بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في الجزائر

إن تجربة الجزائر في إدارة السياسة النقدية والاستقرار المالي تعكس إلى حد كبير التحديات التي تناولها كل من بوريو (2004) وري (2015) فيما يخص دمج المخاطر المالية ضمن إطار صنع القرار النقدي. فمند منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، ركّز بنك الجزائر على مراقبة مؤشرات الائتمان وأسعار الأصول المحلية، وكذلك التطورات الخارجية التي تؤثر على التدفقات المالية، بما يعكس محاولة نبني مقاربة شبه تفاعلية، رغم محدودية أدواته الاحترازية مقارنة بالبنوك المركزية في الدول المتقدمة. فعلى سبيل المثال، خلال صدمة أسعار النفط 2014-2016، لاحظ البنك المركزي ارتفاع الرافعة المالية للقطاع الخاص وتوسع الائتمان، ما استدعى رفع معدلات الاحتياطي الإلزامي وتنظيم الائتمان البنكي، لتخفيف تراكم المخاطر المالية دون المساس المفرط بمعدلات النمو الاقتصادي (Banque d'Algérie, 2015, pp. 45-52). كما أن تجربة جائحة كوفيد 2019-2020 أظهرت أن البنك اعتمد سياسة نقدية توسعية لحماية السيولة، مع متابعة دقيقة للرافعة المالية والديون المصرفية، بما يعكس محاولة التوفيق بين استهداف التضخم وضبط المخاطر المالية، وهو جوهر المقاربة التفاعلية التي اقترحها بوريو وري. ورغم ذلك، تشير الدراسات المحلية إلى أن التطبيق في الجزائر لا يزال محدوداً مقارنة بالدول الناشئة الأخرى؛ فالاعتماد على أدوات الاحتياطي الإلزامي وأسعار الفائدة التقليدية يفوق استخدام أدوات التحوط الكلي حديثة مثل الحدود على نسب القروض/القيمة (LTV) أو رأس المال الإضافي خلال دورة الانتعاش، كما يوصي بوريو (2004) وري (2015).

وبالتالي، يمكن القول إن بنك الجزائر يتجه تدريجيًا نحو مقاربة تفاعلية بين السياسة النقدية والاستقرار المالي، لكنه يواجه قيودًا هيكلية وتنظيمية تحد من فعالية دمج هذه الأدوات بالكامل.

6- تحديات السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي

أهم التحديات التي تواجه بنك الجزائر في تحقيق التوازن بين الاستقرار النقدي والمالي هي:

- ضعف استقلالية البنك المركزي عن وزارة المالية.
- هيمنة التمويل العمومي على النشاط المصرفي.
- غياب أدوات احترازية كلية فعالة.
- ضعف الشمول المالي وتطور أسواق المال.
- تأثير أسعار النفط على السيولة المحلية والاحتياطات الخارجية.

7- السياسات المقترحة لتعزيز التنسيق بين السياسة النقدية والاستقرار المالي في الجزائر

- إدراج هدف الاستقرار المالي رسميًا في إطار السياسة النقدية.
- تأسيس لجنة تنسيق بين بنك الجزائر وهيئة الرقابة المصرفية لتبادل المعلومات حول المخاطر النظامية.

- تطوير أدوات احترازية كلية (مثل حدود نمو الائتمان ومتطلبات السيولة).
- تحرير تدريجي لسعر الصرف لزيادة مرونة السياسة النقدية.
- تعزيز الشفافية والتواصل المؤسسي عبر نشر تقارير دورية مفصلة.
- تشجيع تنوع مصادر التمويل وتطوير سوق السندات الحكومية والخاص.

الخاتمة:

تؤكد هذه الدراسة أن الاستقرار المالي ليس نتيجة تلقائية للسياسة النقدية، بل هو ثمرة تنسيق مؤسسي متكامل بين السلطات النقدية والرقابية والمالية.

كما تُظهر التجربة الجزائرية أن غياب عمق مالي واستقلال مؤسسي حقيقي يُضعف فاعلية السياسة النقدية، مما يستدعي إصلاحات هيكلية طويلة الأمد لتأسيس اقتصاد متنوع ومستقر ماليًا.

وفي ضوء المقارنة الدولية، يمكن القول إن مستقبل الاستقرار المالي في الدول الناشئة والنامية يعتمد على مدى قدرتها على تحديث أطرها المؤسسية واعتماد سياسات نقدية مرنة تراعي طبيعة الأسواق المحلية ومخاطرها النظامية.

تُظهر التجربة الجزائرية أن السياسة النقدية، في غياب سوق مالية متطورة واستقلال مؤسسي فعلي، تظل محدودة التأثير في دعم الاستقرار المالي. إن تحقيق هذا الهدف يتطلب إصلاحًا مؤسسيًا عميقًا يدمج السياسة النقدية بالسياسات الاحترازية الكلية ويعزز مرونة النظام المالي.

◀ النتائج العامة للدراسة

من خلال التحليل النظري والمقارنة التطبيقية بين مجموعة من الدول الناشئة والنامية، يمكن استخلاص جملة من النتائج الأساسية كما يلي:

أ- على المستوى النظري

- 1- العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي علاقة تبادلية وليست سببية أحادية الاتجاه، حيث تؤثر كلٌّ منهما في الأخرى بشكل دوري عبر قنوات أسعار الفائدة، الائتمان، التوقعات، وسعر الصرف.
- 2- تحقيق استقرار الأسعار لا يضمن تلقائيًا تحقيق الاستقرار المالي، كما أظهرت الأزمة المالية العالمية لعام 2008.

3- دور البنك المركزي لم يعد مقتصرًا على استهداف التضخم، بل أصبح يشمل إدارة المخاطر النظامية من خلال أدوات احترازية كلية.

ب- على المستوى المقارنة الدولي

- 1- الدول التي تمتلك بنوكًا مركزية مستقلة وشفافة (مثل ماليزيا، تشيلي) استطاعت تحقيق توازن بين استقرار الأسعار والقطاع المالي.
- 2- ضعف التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية في بعض الدول (مثل تركيا وتونس) أدى إلى اختلالات مالية مزمنة رغم استخدام أدوات نقدية فعالة.
- 3- عمق النظام المالي وتنوع أدوات التمويل من العوامل الحاسمة التي تحدد قدرة السياسة النقدية على التأثير في الاستقرار المالي.
- 4- التجارب الناجحة (ماليزيا، الهند) أظهرت أهمية دمج السياسة النقدية مع السياسة الاحترازية في إطار مؤسسي متكامل.

ج- على المستوى الجزائر

- 1- السياسة النقدية في الجزائر ما تزال موجهة إداريًا أكثر من كونها تلي متطلبات السوق بسبب هيمنة البنوك العمومية وضعف الأسواق المالية.
- 2- فعالية قنوات الانتقال النقدي محدودة، خصوصًا قناة سعر الفائدة، نظرًا لتشوه هيكل السوق البنكية.
- 3- فترة التمويل غير التقليدي (2017-2019) كشفت عن هشاشة التوازن النقدي والمالي في غياب ضوابط احترازية فعالة.
- 4- رغم تحسن مؤشرات كفاية رأس المال واحتياطي الصرف بعد 2021، إلا أن التضخم والمخاطر الائتمانية ما يزالان يشكلان تحديًا رئيسيًا للاستقرار المالي.

◀ التوصيات العامة للدول الناشئة والنامية

- 1- تعزيز استقلالية البنك المركزي قانونيًا وعمليًا، بما يضمن حيادية القرار النقدي عن الضغوط السياسية.
- 2- دمج الاستقرار المالي كهدف صريح ضمن استراتيجيات السياسة النقدية.
- 3- تحسين التنسيق بين السياسة النقدية والاحترازية الكلية عبر إنشاء مجالس استقرار مالي وطنية.
- 4- تطوير أدوات السوق المفتوحة وأسواق المال لتفعيل قنوات انتقال السياسة النقدية.
- 5- تعزيز الشفافية والتواصل المؤسسي من خلال نشر تقارير دورية حول المخاطر النظامية.
- 6- توسيع الشمول المالي لدعم الاستقرار المالي والاجتماعي، خصوصًا في الاقتصادات التي يغلب عليها الطابع غير الرسمي.

◀ التوصيات الخاصة بالجزائر

- 1- إصلاح هيكل النظام المصرفي عبر تشجيع المنافسة وإعادة هيكلة البنوك العمومية.
- 2- إعادة النظر في أدوات السياسة النقدية لتصبح أكثر استجابة لتطورات السوق، مع تطوير أدوات غير تقليدية (عمليات السوق المفتوحة الثانوية، شهادات الإيداع).
- 3- تحرير تدريجي لسعر الصرف مع مراقبة تقلباته، لزيادة مرونة السياسة النقدية.
- 4- تعزيز الرقابة الكلية على المخاطر بإنشاء وحدة دائمة للاستقرار المالي داخل بنك الجزائر.
- 5- إدماج التكنولوجيا المالية في إطار منظم لتحسين كفاءة النظام المالي.
- 7- التنسيق مع وزارة المالية لضمان أن السياسة المالية لا تتعارض مع الأهداف النقدية (خصوصًا في إدارة الدين العمومي).

المراجع:

المراجع العربية:

- 1- مصطفى عبدالرؤوف هاشم، قياس آثار السياسة المالية والنقدية على أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد المصري خلال الفترة من 1974 إلى 91/90 واتجاهاتها المستقبلية، رسالة دكتوراه غير منشورة، قسم الإقتصاد - كلية التجارة الإسماعيلية، جامعة قناة السويس، 2001.
- 2 - مصطفى قسبية، كمال فايد، دور السياسة النقدية في تحقيق الإستقرار المالي في الجزائر للفترة من 2009-2019، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد 01، جوان 2022.
- 3- بنك الجزائر (2023) تقرير الاستقرار المالي في الجزائر، بنك الجزائر، العدد السنوي.
- 4- صندوق النقد العرب (2021) تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية، أبوظبي: الإدارة الاقتصادية والمالية، الصفحات 15-104.
- 5- وزارة المالية الجزائرية (2023) النشرة الاقتصادية والمالية، الربع الرابع 2023، الجزائر العاصمة، الصفحات 8-57.
- 6- بنك المغرب (2022) التقرير السنوي حول الاستقرار المالي، الرباط: المجلد 9، الصفحات 23-88.
- 7- البنك المركزي التونسي (2022) تقرير السياسة النقدية، تونس: العدد 28، الصفحات 10-76.
- 8- الأمانة العامة، رابطة دول جنوب شرق آسيا، 2015، رؤية مجتمع رابطة دول جنوب شرق آسيا 025.
9. جاكارتا: أمانة رابطة دول جنوب شرق آسيا، متاحة ع □ الرابط:

<http://www.asean.org/storage/images/2015/November/aec-page/ASEAN-Community-Vision>.

- 1- Adrian. T, & Shin, H. S, (2009); *Money, liquidity, and monetary policy*, American Economic Review, 99(2).
- 2- Agénor, P.R., Kharroubi, E , Lahreche, A , & Pereira da Silva, L. A , (2019). *Monetary Policy and Financial Stability*, BIS Working Papers N° 762, Basel: Bank for International Settlements.
- 3- Bank Negara Malaysia, (2021). *Financial Stability Review*. Kuala Lumpur.
- 4- BIS. (2022), Annual Economic Report 2022: Monetary Policy Strategies in a Changing World.Basel: Bank for International Settlements, Chapter III, pp 47–102. [ISBN: 978-92-9259-545-5]
- 5- Borio, C. (2004), *Monetary and financial stability: So close and yet so far?* BIS Working Papers N° 240.
- 6- Borio, C. (2014) , *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?* , BIS Working Papers N° 395, Basel: Bank for International Settlements.
- 7- Brunnermeier, M. K, & Sannikov, Y. (2016), *The I theory of money*. NBER Working Paper N° 22533.
- 8- Fonds Monétaire International (FMI), (2022), *Consultations de l'article IV – Algérie*, Washington, D.C.
- 9- John B. Taylor. (1993). *"Discretion versus Policy Rules in Practice"*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol 39.
- 10- Friedman, M. (1968), *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, 58(1), 1–17, American Economic Association.
- 11- IMF. (2021), *Algeria: 2021 Article IV Consultation Report*. Washington, D.C: International Monetary Fund.
- 12- IMF. (2023), *Global Financial Stability Report: Safeguarding Financial Stability Amid Inflation and Tightening Conditions*.Washington, D.C: International Monetary Fund, April 2023 Edition. [ISBN: 9798400241973]
- 13- OECD, (2021), *Monetary Policy and Financial Stability in Emerging Markets*.Paris: OECD Publishing, Economic Outlook Paper No. 17. [ISBN: 9789264335182]
- 14- Pandey, R., Patnaik, I., & Sengupta, R. (2024). *The Journey of Inflation Targeting in India*. Mumbai: IGIDR Working Paper 2024-022, p. 2.
- 15- Smets, F. (2014). *Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?* International Journal of Central Banking, 10(2).
- 16- Svensson, L. E. O. (2012). "Monetary Policy and Financial Stability." Speech at the Conference on Riksbank and Financial Stability, Stockholm.
- 17- Rey, H. (2015). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. *Annual Review of Economics*, 7(1).
- 18- White, W. R. (2006). *Is Price Stability Enough?* BIS Working Papers N° 205. Basel: Bank for International Settlements.

- 1- Banque de France. (2020). *Stabilité financière et politique monétaire dans les économies émergentes*.Bulletin de la Banque de France, No. 232.

- 2- OCDE. (2022). *Politiques monétaires et stabilité financière : Le cas des économies en développement*. Paris : Éditions OCDE, Série Études économiques, vol. 14.
- 3- Banque mondiale. (2023). *Perspectives économiques mondiales : stabilité et résilience financière*. Washington D.C. : Rapport annuel 2023.