



النقود و سعر الصرف

The money and the Exchange rate

أ/سحاب نادية

جامعة باتنة 1 الحاج لخضر

المخبر

Emailsehabyouhibamail.co

Abstract :

The monetary approach of exchange rate is based on basic characteristic which distinguish it from elasticities and absorption approaches, this characteristic is linking equilibrium in money market to the external equilibrium.

The model summarizes the determinants of exchange rate in the relative real money supply, relative real income, relative interest rates, relative inflation rate, foreign and domestic current account

الملخص :

يقوم المنهج النقدي لتحديد سعر الصرف على خاصية أساسية تميزه عن كل من منهج المرونات و منهج الاستيعاب، ألا و هي ربط التوازن في سوق النقود بالتوازن الخارجي.

يلخص النموذج محددات سعر الصرف في: العرض النقدي الحقيقي النسبي، الدخل الحقيقي النسبي، معدلات الفائدة النسبية، معدلات التضخم النسبية ورصيد الحساب الجاري المحلي و الأجنبي.

الكلمات المفتاحية: أربع كلمات على الأقل
سعر الصرف، المنهج النقدي، التوازن النقدي، العرض النقدي.

مقدمة:

إذا كانت الاقتصاديات المتقدمة قد وصلت إلى درجة معتبرة من النمو الذاتي من شأنها السماح بتفعيل آليات السوق، فإن اقتصاديات الدول النامية قد ميزتها مجموعة من الخصائص، والتي يأتي في مقدمتها الكثير من التشوهات و الاختلالات الاقتصادية التي تعاني منها أغلب المتغيرات الاقتصادية، كانهضاء الدخل الوطني وانهضاء معدلات النمو، ارتفاع معدلات البطالة و التضخم، الاختلال في ميزان المدفوعات، ارتفاع أسعار صرف العملات ...الخ.

و بتعدد المناهج المحددة لسعر الصرف و تباينها، و التي يمكن تقسيمها إلى ثلاث اتجاهات رئيسية: منهج المرونات، منهج الاستيعاب و المنهج النقدي لسعر الصرف، احتل هذا الأخير مكانة هامة من اهتمامات الكثير من المفكرين. فقد برزت في هذا الإطار جملة من الاتجاهات و النقاشات المثيرة فيما يتعلق بتحديد سعر الصرف و تفسير التغيرات التي يتعرض لها في ضوء المنهج النقدي (دراسة و تحليل العلاقة بين المتغيرات النقدية و سعر الصرف، أي مدى تأثير الطلب و العرض النقدي، معدل التضخم، سعر الفائدة... على سعر الصرف)، كذلك تسليط الضوء على مدى إسهام السياسة النقدية المتبعة على سلوك سعر الصرف.

إشكالية الدراسة

في ظل التحولات الأخيرة و المتعلقة بالتحريك الاقتصادي و ظهور أنماط جديدة للتجارة الدولية و التدفقات الاستثمارية، شهدت أسعار صرف العملات الدولية عامة و الدينار الجزائري خاصة تقلبات حادة و ذلك منذ بداية التسعينات من القرن العشرين. و بتعدد المناهج المحددة لسعر الصرف، ارتأينا التركيز على المنهج النقدي، و الذي شهد نقاشات حادة و مثيرة للجدل.

من خلال ما تقدم يمكن صياغة إشكالية البحث و اهتمامنا في التساؤل الرئيسي

التالي:

ما هي طبيعة العلاقة بين المتغيرات النقدية و سعر الصرف و ما تأثير الوحدات النقدية المختلفة في تحديد سعر الصرف؟

و حتى يتسنى لنا الإلمام بالموضوع من كل جوانبه يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية التالية:

- كيف يحدد سعر الصرف في إطار النماذج النقدية الأساسية لسعر الصرف؟
- ما هو سلوك سعر الصرف اتجاه سياسات الاقتصاد الكلي ؟
- ما هو واقع سياسة الصرف و السياسة النقدية في الجزائر في ظل التحول إلى اقتصاد السوق؟

فرضيات الدراسة

- على ضوء ما تم طرحه من تساؤلات يمكننا الوقوف على الفرضيات التالية:
- يتحدد سعر الصرف بمجموعة من المتغيرات النقدية،
- تؤثر سياسات الاقتصاد الكلي بشدة في تحديد سعر الصرف، خاصة السياسة النقدية،
- في ظل التحول إلى اقتصاد السوق شهدت سياسة الصرف و السياسة النقدية بالجزائر تحسنا. الدراسات السابقة
- دراسة بن زيان راضية: دراسة قياسية و اقتصادية للعلاقة بين سعر الصرف و معدلات الفائدة و التضخم في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2010، تعرضت الأطروحة إلى دراسة قياسية لعلاقة سعر الصرف، معدل الفائدة و التضخم في الجزائر خلال مرحلة الإصلاحات، و لقد توصلت إلى أنه هناك علاقة متبادلة بين مستوى التضخم و سعر صرف الدينار، كما يتأثر التضخم بعوامل أخرى.

أسباب اختيار الموضوع

يحتل سعر الصرف دورا رياديا في النشاط الاقتصادي، بالإضافة لكونه يمثل ظاهرة جد معقدة تثير الكثير من الفضول و الاهتمام و تستدعي إزالة بعض الغموض خاصة فيما يتعلق بالدينار الجزائري، كما يساهم في رفع الغموض و اللبس حول ميكانيزمات سعر الصرف و خاصة و الجزائر تسير نحو الانفتاح الاقتصادي و اقتصاد السوق.

أهمية الدراسة

تعود أهمية الدراسة إلى الأهمية التي يكتسبها سعر الصرف من حيث التأثير والتأثر بمختلف المتغيرات الاقتصادية خاصة فيما يتعلق بالتجارة الخارجية و المبادلات الدولية عامة، و تبني نظام التعويم، وبروز أهمية استخدام أدوات السياسة النقدية في التأثير على ميزان المدفوعات كظاهرة نقدية و تحديد سعر صرف الدينار في هذا الصدد.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى تسليط الضوء و الكشف عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات النقدية و سعر الصرف و كيفية استجابة هذا الأخير للمتغيرات النقدية، و محاولة اختبار مدى صحة الفروض التي يقوم عليها المنهج النقدي، و تسليط الضوء على الدينار الجزائري في إطار المنهج النقدي.

محتويات الدراسة

تم تقسيم الدراسة إلى قسمين: تناول القسم الأول أهم النماذج النقدية لتحديد سعر الصرف و ذلك من خلال التطرق إلى نظرية تعادل القوة الشرائية PPP كمدخل أساسي للمنهج النقدي، ثم استعراض النموذج النقدي الأساسي. كما تم التطرق بالدراسة و التحليل إلى مختلف النماذج المتفرعة عن النموذج النقدي الأساسي، أما القسم الثاني فقد تم فيه تسليط الضوء على واقع الاقتصاد الجزائري، و ذلك من خلال التطرق إلى سياسة الصرف في إطار الاتفاق مع صندوق النقد الدولي. كما ركزنا على واقع السياسات النقدية في اتفاقيات الجزائر مع الـ FMI و بعض التوازنات النقدية.

تمهيد:

تعتبر سياسة سعر الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية بهدف إدارة الاقتصاد الوطني و الوصول إلى سعر صرف توازني، و الذي يتأثر بدوره بعدة عوامل منها ما هو طويل الأجل ومنها ما هو قصير الأجل. وبصفة عامة تتعدد المناهج التي تحدد سعر الصرف تحتل المنهج النقدي مكانة هامة في مجال الاقتصاد النقدي و الدولي.

1- المنهج النقدي لتحديد سعر الصرف

يستمد المنهج النقدي لسعر الصرف أساسه من نظرية تعادل القوة الشرائية PPP (Purchasing Power Parity)، والتي ظهرت خلال الحرب العالمية الأولى و الفترة التي تلتها للبحث عن كيفية تحديد أسعار التعادل بين عملات الدول التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب، مما أدى إلى حدوث فوضى شديدة في أسعار صرف العملات.

1- نظرية تعادل القوة الشرائية

يرجع الفضل في صياغة النظرية إلى الاقتصادي السويدي (Gustav Cassel) في بداية العشرينات من القرن العشرين، والذي حاول أن يبحث عن أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى العملات الأخرى بخلاف أساس الذهب. وقد خرج بنظريته " تعادل القوة الشرائية " التي تقوم على فكرة أن سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها الداخلية مع قوتها الشرائية في سوق دولة أخرى، وذلك بعد تحويلها إلى عملة هذه الأخيرة وفقا لسعر الصرف الذي يحقق هذا التعادل¹.

1-1 الصياغة المطلقة لنظرية PPP

تبين النظرية في صورتها المطلقة أن سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يتحقق عندما تتساوى القوة الشرائية في الداخل مع القوة الشرائية في الخارج²، أي أن سعر الصرف هو النسبة بين الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية. فإذا رمزنا إلى سعر الصرف بالرمز E ، P إلى مستوى الأسعار المحلية، P* مستوى الأسعار الأجنبية فإن الصياغة المطلقة للنظرية PPP تأخذ الشكل:

$$E = \frac{P}{P^*} \rightarrow (01)$$

ومنه فإن مفهوم PPP يقر بأن تقييم العملات يكون على أساس ما يمكن أن تشتريه العملة في الداخل و الخارج. كما يتفق أنصار نظرية PPP على أن أي انحراف لسعر الصرف عن مستوى PPP سوف يعود مرة أخرى إلى مساره بفضل تفاعل قوى السوق في المدى الطويل.

2-1 الصياغة النسبية لنظرية PPP

إذا كانت الصيغة المطلقة لحساب تعادل القوة الشرائية، تقوم بربط سعر الصرف بمستوى الأسعار لجميع السلع القابلة للتجار بين الدولتين و في الفترة التي تكون فيها الأسعار مستقرة، الأمر الذي يستبعد حدوث تغيير كبير في أسعار الصرف،

نجد أن فترة التضخم السريع التي شهدها عقد السبعينات من القرن العشرين بين حدوث تغييرات معتبرة في أسعار الصرف، بالإضافة إلى العيوب التي أصبحت تشوب نظرية PPP في صورتها المطلقة برزت هذه النظرية في شكلها النسبي، و التي حاولت الإجابة على التساؤل الآتي: ما هو سعر الصرف التوازني إذا تعرض الاقتصاد الوطني إلى تضخم مفرط؟

تقر النظرية في صيغتها النسبية أن سعر التوازن يتحقق عندما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع معدل التغير في النسبة بين الأسعار، وإذا وجدت معدلات مختلفة من التضخم المحلي فإن سعر الصرف سوف يتحرك حتى تتساوى الفروق بين هذه المعدلات³، ويمكن صياغة معادلة سعر الصرف كما يلي:

$$E_1 = \frac{P_1 / P_0}{P_1^* / P_0^*} \rightarrow (02-1)$$

حيث: E_1 : سعر الصرف الجديد، P_1 و P_1^* : المستوى العام للأسعار في سنة المقارنة (محليا و أجنبيا)، P_0 و P_0^* : المستوى العام للأسعار في سنة الأساس (محليا و أجنبيا).

وبناء على المفهوم النسبي، فإن أي ارتفاع في مستوى الأسعار الداخلي لا يصاحبه ارتفاع في مستوى الأسعار العالمي سيؤدي إلى انخفاض سعر الصرف، أي انخفاض القيمة الخارجية للعملة الوطنية بنفس نسبة ارتفاع الأسعار، أي أن تدهور القيمة الداخلية للعملة هو السبب الرئيسي لتدهور قيمتها الخارجية و ليس العكس، و على الرغم من شدة الانتقادات الموجهة للنظرية PPP إلا أنها أعطت تفسيراً لتحركات سعر الصرف في المدى الطويل في حال وجود تباين كبير لمعدلات التضخم بين الدول و كذلك استطاعت إبراز العلاقة بين مستويات الأسعار بين مختلف الدول و أسعار عملاتها في ظل نظام حرية الصرف.

2- النماذج النقدية الأساسية لسعر الصرف

يعتبر المدخل النقدي لسعر الصرف من أهم القضايا التي تعد مجالا خصبا للباحثين في مجال الاقتصاد الدولي بشكل عام و الاقتصاد النقدي بشكل خاص.

حيث يتميز المدخل النقدي بتباين وتعدد النماذج الفرعية التي تنطوي تحت لوائه و أهمها: المدخل النقدي في شكله الأساسي، نموذج جيرتون روبر، نموذج فروق أسعار الفائدة الحقيقية ... الخ.

2-1 النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف

يعتبر المدخل النقدي أن عرض النقود و الطلب عليها من المحددات الرئيسية لسعر الصرف، كما أنه يؤكد على الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية في تحديد كل من سعر الصرف و معدل التضخم في الأجلين الطويل و القصير، إلا أن ذلك لا يعني عدم تأثير المتغيرات الحقيقية على سعر الصرف بالنسبة للنماذج النقدية، إذ تمارس المتغيرات الحقيقية تأثيرها على سعر الصرف ولكن بطريقة غير مباشرة من خلال تأثيرها على الطلب على النقود، كذلك يبرز المنهج النقدي دور التوقعات في تحديد سعر الصرف مع الأخذ بعين الاعتبار.

وتجدر الإشارة إلى أن النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف يتشابه مع التحليل الاقتصادي الكلاسيكي من حيث افتراضه مرونة الأسعار في الأجل القصير، بمعنى سريان نظرية تعادل القوة الشرائية PPP، أي أن تأثيرات السياسة النقدية تنتقل إلى سعر الصرف من خلال قناة تعادل القوة الشرائية وليس من خلال قناة أسعار الفائدة.

2-1-1 النموذج النقدي للسعر المرن FLMA

يهدف النموذج النقدي للسعر المرن إلى تفسير كيفية تأثير التغيير في طلب و عرض النقود على سعر الصرف، و يقوم على الافتراضات، التالية:

- العالم يتكون من اقتصادين محلي و أجنبي، العرض النقدي متغيراً خارجياً (يحدد من طرف البنك المركزي)، دالة الطلب الحقيقي على النقود مستقرة بالنسبة لمستوى الدخل الحقيقي، مستوى سعر الفائدة و الأسعار، مرونة الطلب الداخلية على النقود موجبة، العلاقة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية و سعر الفائدة عكسية، تساوي مرونة الطلب الداخلية على النقود و مرونة الطلب بالنسبة لسعر الفائدة في كلتا الدولتين، و تم الوصول إلي المعادلة التالية:

$$E = (m - m^*) - \phi(Y - Y^*) + \lambda(r - r^*) \rightarrow (03-1)$$

توضح المعادلة أن حدوث زيادة في المعروض النقدي المحلي تؤدي إلى انخفاض متناسب في قيمة العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية في المدى الطويل (ارتفاع سعر الصرف E)⁴.

تؤدي الزيادة في الناتج المحلي إلى تحسن قيمة العملة المحلية، و بالمثل فإن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يؤدي إلى خفض قيمة العملة المحلية. يوضح النموذج بأن هذه المتغيرات تؤثر على سعر الصرف فقط من خلال تأثيرها على الطلب على النقود، إذ تؤدي الزيادة في الدخل الحقيقي المحلي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية المحلية، حيث يقوم المتعاملون بزيادة أرصدهم النقدية الحقيقية، في نفس الوقت فإنهم يخفضون من إنفاقهم، و بالتالي انخفاض الأسعار ليتم الوصول إلى توازن سوق النقود وطبقا لنظرية PPP فإن انخفاض الأسعار يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية.

2-1-2 النموذج النقدي للسعر الجامد (SPMA)

إذا كان النموذج النقدي للسعر المرن يركز على تحليل التوازن الآني لكل من سوق السلع وسوق النقود، فإن SPMA و الذي ينسب إلى (1976 Dornbusch) قد ركز على أثر تحرير رؤوس الأموال على سعر الصرف، الأمر الذي لا يجعل سعر الصرف يحقق التوازن في سوق السلع فحسب بل تحقيق التوازن في سوق الأصول المالية المحلية و الأجنبية.

يتميز النموذج SPMA بنفس خصائص النموذج FLMA في المدى الطويل في حين أنه يختلف بشكل جوهري في خصائصه قصيرة المدى، وذلك بسبب افتراضه جمود الأسعار، و الذي يعطي تفسيراً آخر لتقلب سعر الصرف⁵.

يعرف النموذج بنموذج الاندفاع السريع **Overshooting** لسعر الصرف، إذ أن حدوث زيادة في عرض النقود الاسمي يؤدي إلى اندفاع سعر الصرف بسرعة في الأجل القصير متعبداً مستوى سعر الصرف طويل الأجل نتيجة حدوث أثرين لزيادة العرض النقدي، هما الأثر المباشر (أي أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية) و أثر السيولة (زيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة و بالتالي تدفق رؤوس الأموال للخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية).

2-2 النموذج النقدي لـ Girton-Roper

لقد أضاف كل من Don Roper & Lance Girton عام 1977 من خلال نموذجهما النقدي جانبا جديدا للمدخل النقدي لسعر الصرف، يعرف هذا النموذج بنموذج ضغوط سوق الصرف (EMP) Exchange Market Pressures، أي أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت فإن الضغوط على الحسابات الخارجية يتم استيعابه عادة عن طريق تغيرات الاحتياطيات الدولية للدولة المعنية، في حين يتم استيعاب ضغط سوق الصرف في ظل نظام مرن لسعر الصرف عن طريق تغيرات سعر الصرف. غير أن الواقع يشير إلى أن النظام النقدي الدولي لا هو نظام ثابت ولا هو نظام تام المرونة بل هو نظام للتعويم المدار أو المراقب، ويتم استيعاب الضغط على سعر الصرف في ظل هذا الأخير جزئيا عن طريق تغيير الاحتياطيات الدولية في حين يتم استيعاب الجزء الآخر عن طريق تغيير سعر الصرف.

و لتحقيق القياس الدقيق لأثر الضغوط النقدية على سوق الصرف الأجنبي استخدمنا Roper & Girton معيارا مركبا يشتمل على مجموع معدل التغير في الاحتياطيات الدولية مكمشا بمستوى الأساس النقدي بالإضافة إلى معدل التغير في سعر الصرف ذاته، و الذي يعبر عن مقياس حقيقي لمقدار ضغط سوق الصرف وفق المعادلة التالية:

$$r + e = P^* + y - a - d \rightarrow (04-1)$$

حيث: P^* : التغير النسبي في مستوى الأسعار الأجنبية، (e) : التغير النسبي في مستوى سعر الصرف (E) ، (y) : التغير النسبي في مستوى الناتج (Y) ، (a) : التغير النسبي في مستوى مضاعف النقود (m) ، (d) : التغير النسبي في الائتمان المحلي بالنسبة للقاعدة النقدية $[(\Delta D / (R + D))]$ ، (r) : التغير في صافي الأصول الأجنبية بالنسبة للقاعدة النقدية $[DR / (R + D)]$.

توضح المعادلة (04-1) أنه وفي ظل قيم معطاة لـ (y, a, P^*) فإن الزيادة في الائتمان المحلي (d) تؤدي إلى انخفاض في الاحتياطيات الأجنبية، وتدهور نسبي مساو في قيمة العملة المحلية.

* المعادلة $(r + e)$ تقيس ضغط سوق الصرف، أي الضغط على احتياطات الصرف الأجنبي و على سعر الصرف و كذلك عندما يحدث توسع في عرض النقود المحلي على الطلب عليها في ظل نظام التعويم المدار، كما تبين مجموعة من العلاقات الأساسية و الهامة، و التي يمكن إجمالها في:

* زيادة معدل نمو عرض النقود المحلي سوف تتلاشى و يتحقق التوازن النقدي من جديد عن طريق خفض (رفع) سعر الصرف و تدفق الاحتياطات الأجنبية للخارج (للدخل)،

* زيادة معدل نمو الدخل الحقيقي تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، و التي يمكن أن تقابل في ظل غياب التوسع النقدي المحلي من خلال رفع سعر الصرف و دخول تدفقات الاحتياطات الأجنبية،

* زيادة معدل نمو الأسعار العالمية سوف ينعكس في مزيج من رفع سعر الصرف و تدفقات إلى الداخل للاحتياطات الأجنبية،

* زيادة معدل نمو مضاعف النقود سوف تنعكس إما في رفع سعر الصرف أو تدفق خارج الاحتياطات الأجنبية أو مزيج بينهما⁶.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن نموذج **Girton & Roper** نموذج مشتق من النموذج النقدي الأساسي، تم تعميمه بافتراض أن تحرك سعر الصرف ينحرف عن فروق التضخم بشكل خطي بمقدار مزيج معدلات التوسع في الائتمان المحلي و النمو النقدي الأجنبي.

إن تحقيق متطلبات النظرية يتطلب وجود ما يعرف بنظام **(Linear Trade-Off)**، بمعنى أن تحرك ب (1%) في سعر الصرف يمكن تجنبه بواسطة تدخل ب (1%) من رصيد المعروض النقدي في ظل تحقق افتراضات محددة لمدى استجابة الطلب على النقود و السلوك الخاص لسعر الصرف، كما أن النموذج يعتبر أكثر ملاءمة في الأجل الطويل.

2-3 النموذج النقدي لفروق أسعار الفائدة الحقيقية

تمثل أسعار الفائدة - في معظم نماذج تحديد سعر الصرف - أداة ربط للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية الأساسية مع تغيرات سعر الصرف، وفي ظل النمو المضطرب في

حركة رؤوس الأموال الدولية تزايدت أهمية تباين أسعار الفائدة الحقيقية عند تحديد سعر الصرف.

2-3-1 فروق أسعار الفائدة الحقيقية و التحركات الدولية لرأس المال

مما لا شك فيه أن ازدياد درجة تدفق رؤوس الأموال الدولية سوف يؤدي إلى تعاظم أهمية أسعار الفائدة في تحديد سعر الصرف، فبافتراض عالم تسوده حرية تدفق رؤوس الأموال بين الدول فإن أسعار الصرف و أسعار الفائدة النسبية تتحدد معاً، بحيث يمكن التأكد من أن الفجوة بين الادخار والاستثمار المحليين تساوي العجز (الفائض) في الحساب الجاري، وعلى الرغم من أن التغيرات في فروق أسعار الفائدة الحقيقية تعتبر السبب المحوري لتغيرات سعر الصرف إلا أن السبب النهائي يناط بتغيرات الادخار و/أو الاستثمار، فزيادة الاستثمار المحلي عن الادخار المحلي تعتبر دافعا لزيادة أسعار الفائدة الحقيقية المحلية مقارنة بأسعار الفائدة الأجنبية، مما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية و بنفس الآلية فإن زيادة الادخار عن الاستثمار يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية نتيجة انخفاض أسعار الفائدة المحلية عن مثيلتها الأجنبية.

2-3-2 نموذج Frankel لفروق أسعار الفائدة الحقيقية

قام Frankel ببناء نموذج نقدي يمزج بين النموذج النقدي للسعر المرن و النموذج النقدي للسعر الجامد يعرف هذا النموذج بالنموذج النقدي لفروق أسعار الفائدة الحقيقية، حيث يفترض سريان PPP في المدى الطويل فقط، و إذا كان Dornbusch يرى بأن توقعات سعر الصرف تتوقف على سرعة تجاوز الفجوة بين سعر الصرف الحاضر الجاري و سعر الصرف طويل الأجل، و بتلاشي هذه الفجوة يكون التحيز في كل من سعر الصرف الجاري و التضخم المتوقع مساوياً للصفر، فإن Frankel يقر بتأثير هذه الفجوة لكنه يضيف تأثير فروق مستويات التضخم المتوقعة، و بالتالي ينظر لنموذج Frankel بأنه نموذج أكثر عمومية لتحديد سعر الصرف، إذ يبرز التأثير المباشر لنمو عرض النقود على سعر الصرف، كذلك التأثير غير المباشر للتوقعات الخاصة بالتضخم على سعر الصرف، كما أنه يبين أثر السيولة على أسعار الفائدة الحقيقية و تحركات رأس المال ومن ثم على سعر الصرف.

إذ أن التوسع المفاجئ في عرض النقود المحلية يؤدي إلى انخفاض واضح في قيمة العملة المحلية إذا أدى ذلك إلى انخفاض مؤقت لأسعار الفائدة الحقيقية، مما يؤدي

إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج وقد توصل إلى المعادلة:

$$\bar{E} = \bar{P} - \bar{P}^* = \bar{m} - \bar{m}^* - \phi \left(\bar{y} - \bar{y}^* \right) + \lambda (\pi - \pi^*) \rightarrow (05-1)$$

تبين المعادلة أن سعر الصرف يتحدد بالعرض من و الطلب على عملتين.

ففي حالة التوازن التام تؤدي زيادة المعروض النقدي إلى تضخم الأسعار، و بالتالي ارتفاع سعر الصرف تناسبيا، كما تؤدي زيادة الدخل أو الانخفاض في معدل التضخم المتوقع إلى زيادة الطلب على النقود مما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية.

II - واقع السياسات الاقتصادية وسعر صرف الدينار

عرفت السياسات الاقتصادية الكلية بالجزائر تطورات هامة خاصة مع مطلع السبعينيات من القرن الماضي

1- سياسة الصرف في الجزائر

فيما يتعلق بالإجراءات التي قامت بها الدولة على سعر الصرف بغية تحقيق قدرة تنافسية مع الخارج و التأثير على الأسعار المحلية، عرف نظام الصرف الجزائري في تطوره عدة مراحل:

1-2 التسيير الديناميكي لسعر الصرف

لقد أعلنت السلطات النقدية منذ منتصف 1990 عن رغبتها في التوصل إلى قابلية تحويل الدينار بالنسبة للمعاملات الجارية مع نهاية 1993 أو بداية 1994، على أن تتم هذه العملية بشكل تدريجي واحترازي، و قد تمثلت عملية تعديل معدل الصرف وفق الطرق الأربعة التالية: الانزلاق التدريجي، التخفيض الصريح، تقنية التسعير المسماة "fixing session" سوق الصرف ما بين البنوك.

1-2-1 الانزلاق التدريجي

قامت طريقة الانزلاق على تنظيم " انزلاق تدريجي " و مراقب، طبق خلال فترة طويلة نسبيا امتدت من نهاية 1987 إلى سبتمبر 1992، انتقل سعر صرف الدينار من 4.936 دينار لكل دولار أمريكي واحد في نهاية 1987 إلى 8.032 دينار جزائري مقابل الدولار الواحد مع نهاية 1989. و على الرغم من الإصلاحات المنتهجة إلا أن المتغيرات الاقتصادية الكلية شهدت تدهورا، حيث استمر النمو السالب لحجم الإنتاج الداخلي الخام منذ 1986، كما سجل ميزان الحساب الجاري عجزا نسبته 2.6% من PIB

عام 1988، كما عجزت تخفيضات الإنفاق الحكومي عن تعويض انخفاض الإيرادات، وفي ظل غياب سوق مالية لجأت الحكومة إلى الإصدار النقدي والاستدانة الخارجية من أجل تغطية عجزاتها، مما أسفر عن⁸:

- ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي من 30% عام 1985 إلى 45.7% عام 1988،

- قفز نسبة خدمة الدين إلى الصادرات من 35% إلى 87.16%،

- زيادة نسبة النقود بمعناها الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي، حيث وصلت إلى 76% عام 1985 وارتفعت إلى 79% عام 1988.

وقد أدى إصدار النقد إلى تراكم السيولة الزائدة وازدهار السوق الموازية وزيادة الأسعار فيها. كما أدت أسعار الفائدة السالبة وارتفاع قيمة الدينار إلى تعزيز الاعتماد الكثيف على رأس المال وإلى زيادة الواردات. مما أدى إلى صعود التوترات التضخمية، تشوه الأسعار النسبية.

وانطلاقاً من سنة 1990 وتماشياً مع تسريع تطبيق الإصلاحات انتقل سعر صرف الدينار إلى 12.1191 ديناراً للدولار الواحد نهاية 1990، ليصل في نهاية مارس 1991 إلى 17.76 ديناراً مقابل الدولار، ليستقر عند هذا المستوى طيلة الستة أشهر الموالية قبل اعتماد طريقة التخفيض الصريح.

1-2-2 التخفيض الصريح

قرر مجلس النقد والقرض في نهاية سبتمبر 1991 تخفيض قيمة الدينار بـ 22% بالنسبة للدولار الأمريكي، ليصل إلى 22.5 ديناراً مقابل الدولار، واستقر سعر صرف الدينار حول هذه القيمة إلى غاية شهر مارس 1994.

غير أن الاستقرار النسبي لمعدل سعر الصرف الاسمي لم يكن يقابل الأساسيات الاقتصادية التي أدت إلى جعل معدلات التضخم في الجزائر باستمرار أعلى من ذلك السائد لدى شركائها التجاريين، وبالتالي فإن قيمة الدينار الحقيقية قد ارتفعت بنسبة 50% بين أكتوبر 1991 ونهاية 1993.

وقبل إبرام الاتفاق الجديد مع صندوق النقد الدولي، وبدون سابق إعلان أجري تعديل طفيف لم يتعد 10% تهيئة لقرار التخفيض الذي اتخذته مجلس النقد والقرض (بتاريخ 94/04/10)، وذلك بنسبة 40.17%، وبهذا القرار أصبح سعر صرف الدينار 36 ديناراً مقابل الدولار الأمريكي الواحد.

- وتجدر الإشارة أن التخفيض المتتابع اتخذته الجزائر لعدة أسباب منها⁹:
- ✓ مواجهة أسعار الصرف المغالى فيها، و التي نتجت عن التدهور في معدلات التبادل،
 - ✓ الحيلولة دون ارتفاع سعر الصرف الحقيقي،
 - ✓ المساعدة على المحافظة على القدرة التنافسية لمنتجات السلع المحلية.

1-2-2-1 طريقة التسعير fixing

تقوم طريقة الـ **fixing** على نظام التسعير بالمزاد العلني بهدف تدعيم قابلية الدينار للتحويل¹، تعتمد على جلسات يومية تعقد في مقر بنك الجزائر وتجمع ممثلي البنوك التجارية المقيمة برئاسة ممثل بنك الجزائر.

لقد سمحت هذه الطريقة بتبيان القدرة على إشباع طلب المتعاملين على العملات الصعبة و وفرت للصيرفة فرصة لتعميق معارفهم و إدراك تأثير المعلومات السياسية والاقتصادية والمالية على سلوك سعر الصرف، كما مكنت من التحضير لإعداد التنظيمات والإجراءات والموارد البشرية الضرورية لإنشاء سوق الصرف، لكن الأهم من ذلك أنها مكنت من تحديد سعر صرف شبه حقيقي يخضع لقانون العرض والطلب.

1-2-2-2 سوق الصرف ما بين البنوك

لقد أقيمت سوق الصرف ما بين البنوك، ابتداء من جانفي 1996 حيث تثنى سعر الصرف الفعلي الحقيقي ما بين 1995- 1998 بأكثر من 20 % و اتبع بتدهور بنسبة 13% ما بين 1998 و 2001، و بعد 16 شهر من التثنى الحقيقي منذ 2002 بسبب تثنى اليورو مقابل الدولار الأمريكي، تدخلت السلطات في سوق الصرف الأجنبي سنة 2003 لإعادة سعر الصرف الفعلي الحقيقي إلى مستواه الذي كان سائدا في نهاية 2002 .

في الواقع فإن سوق الصرف بين البنوك هو محدود لكون أغلب القروض من العملة الأجنبية يتأتى من البنك المركزي نتيجة ضعف الصادرات خارج المحروقات، وبالتالي فإنه يوجد اختلال هيكلي، ولذلك فإن التحديد اليومي لسعر الصرف لا ينتج

عن تقابل قوى العرض والطلب في السوق النقدية بل ينتج عن سياسة سعر الصرف التي حددها البنك المركزي¹⁰.

1-2-3 مراقبة الصرف

لقد حدد النظام 90-03 المؤرخ في سبتمبر 1990 بدقة شروط تحويل رؤوس الأموال إلى الجزائر لتمويل النشاطات الاقتصادية ثم إعادة تحويلها إلى الخارج مع المداخيل الناجمة عنها، وفيما يخص مراقبة الصرف فقد تم تحديد شروط وقواعد تنفيذ هذه المراقبة، ويمكن تفويض حق تسيير الصرف إلى الوسائط المالية المعتمدة و أهم العناصر التي تدخل في هذا التفويض هي:

❖ ودائع الزبائن في حسابات العملة الصعبة لدى الوسائط المالية المعينة، المبالغ المتأتية من عمليات الشراء في سوق الصرف، مواد أخرى يمكن تحديدها عند الحاجة من طرف البنك المركزي. وتتم مراقبة الصرف بوضع مجموعة من الضوابط والآليات التي تهدف إلى التحكم في جميع التدفقات المالية بين الجزائر والخارج،

2- مسار السياسة النقدية في الجزائر

دخلت الجزائر في مفاوضات مع مؤسسة النقد الدولية للحصول على المساعدات والقروض، فوقع على اتفاقيتين: الأولى في ماي 1989 و الثانية في جوان 1991 و التي يمكن إيجازها في ما يلي¹¹:

- تحرير الأسعار وتجميد الأجور وتطبيق أسعار موجبة،
- الحد من التضخم وتخفيض قيمة الدينار،
- تحرير التجارة الخارجية، والسماح بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية،
- إلغاء عجز الميزانية، وإصلاح المنظومة الضريبية والجمركية.

2-1 سير السياسة النقدية

خلال الفترة 1989-1990 تطورت M_2 بنسبة 11.32% في حين لم يتغير الناتج الداخلي (PIB) سوى بمعدل 0.8% فقط، و هو ما يبين وجود تباعد بين المؤشرات النقدية و المؤشرات العينية، أي وجود كتلة نقدية بدون مقابل، و بالتالي ظهور اختناقات تضخمية كما تم تسجيل المؤشرات التالية: ارتفاع معدل التضخم بمعدل 17.9%، ارتفاع التسرب النقدي بنسبة 12.57%.

2-2 الاستعداد الائتماني الثاني جوان 1991

لقد واجه تنفيذ هذا الاستعداد بعض الظروف الصعبة، مما جعلها تقف عائقا أمام تطبيق بنوده و لتحقيق الأهداف المسطرة وضعت الحكومة مجموعة من الإجراءات النقدية:

العمل على الحد من الكتلة النقدية M_2 وجعلها في حدود 41 مليار دج، تخفيض قيمة الدينار، رفع معدل الخصم ليصل في أكتوبر 1991 إلى 11.5% بدلا من 10.5% مع رفع المعدل المطبق على كشوف البنوك من 15% إلى 20%، و تحديد سعر تدخل بنك الجزائر عند مستوى السوق النقدية 17%.

2-1 النتائج النقدية والمالية

تميزت المؤشرات المالية و النقدية بما يلي:

استمرار سلبية معدل الفائدة، ارتفاع التكلفة المتوسطة لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر إلى 14 %، نمو الكتلة النقدية M_2 ب 21.3%، تراجع معدل السيولة إلى 53 % بعد ما كان 64% سنة 1990، استمرار ارتفاع معدل التضخم بمؤشر أسعار الاستهلاك ليصل إلى 22.8%.

2-3 الاستعداد الائتماني الثالث 1994

نتيجة للعراقيل و القيود التي وقفت أمام إعادة التوازن الداخلي و الخارجي لجأت حكومة «مالك رضا» إلى صندوق النقد الدولي لإبرام برنامج تكييفي معه لمدة سنة تغطي الفترة من 1994/04/01 إلى 1995/03/31 ولقد استهدف الاتفاق ما يلي: رفع معدل النمو الاقتصادي، الإسراع في تحقيق التقارب بين معدلات التضخم السائد في الجزائر مع المعدلات السائدة في البلدان الصناعية، تحرير التجارة الخارجية و تعديل الأسعار النسبية، استعادة قوة ميزان المدفوعات مع تحقيق مستويات ملائمة من احتياطات الصرف¹².

و قد استهدفت السياسة النقدية دعم سعر صرف الدينار بالحد من الضغط التضخمي عن طريق تخفيض معدل التوسع النقدي M_2 إلى 14% مقارنة ب 21% سنة 1993 و كذلك: رفع معدل إعادة الخصم إلى 15%، جعل تدخل البنك المركزي في السوق النقدية عند مستوى 20 %، التخلي عن استعمال الوسائل المباشرة لمراقبة قروض الاقتصاد لإحلال مكانها الوسائل الغير المباشرة.

2-3 اتفاق القرض الموسع (ماي 1995- ماي 1998)

وافق صندوق النقد الدولي على اتفاق القرض الموسع مع الجزائر يمتد إلى ثلاث سنوات، ينص على إعادة جدولة ثمانية للقروض المتوسطة و الطويلة مع نادي باريس و لندن، و من بين البنود التي استهدفها الاتفاق:

- السعي لإرساء نظام صرف مستقر، و إنشاء سوق ما بين البنوك للعملات الصعبة، مع إنشاء مكاتب الصرف ابتداء من الفاتح جانفي 1996، و العمل على تحويل الدينار الجزائري للمعاملات الجارية الخارجية،
- دعم تحرير التجارة الخارجية، من خلال التركيز على خفض الضريبة الجمركية إلى 50% كحد أقصى،

- التركيز على التخفيض التدريجي لعجز الميزان الجاري الخارجي،
- ترقية الادخار الوطني ب 5.5 نقطة بالنسبة للنتاج الداخلي الإجمالي بين 1994/1995 و 1997/1998.

2-3-1 سير السياسة النقدية

شهدت هذه الفترة تسجيل المؤشرات التالية:

- بلغ معدل السيولة M_2/PIB 38.6% سنة 1995 بدل 49.2% سنة 1993،
- بلغ معدل التضخم 21.9% نهاية 1995 بدل 38.6% سنة 1994،
- وصل معدل PIB الحقيقي 4.3%،
- بلغت نسبة العجز الكلي للميزانية العامة إلى (1.4%)،
- بلغت نسبة عجز الحساب الجاري إلى PIB (6.2%)،
- سجل معدل السيولة المحلية ارتفاعا ب 13%،
- بلغت الاحتياطات الرسمية بالنسبة للواردات 2.1 شهر،
- ارتفاع الائتمان المحلي سنة 1995 ليسجل 5.3% سنة 1995.
- أما فيما يخص سنة 1996 فقد تم تسجيل المؤشرات التالية:
- بلغ معدل السيولة 36.3%،
- سجل معدل التضخم معدل 15%،
- نسبة العجز في الفائض الكلي للميزانية العامة إلى PIB 0.3%،
- نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي -3.8%،
- الاحتياطات الرسمية بالنسبة للواردات 2.5 شهر،
- نمو الائتمان المحلي ب 9.3%،

- معدل نمو خدمة الدين 63.8 %.

و كخلاصة يمكن تقييم برنامج الإصلاح الموسع بأنه توصل إلى نتائج يمكن وصفها بالمقبولة على مستوى مؤشرات التوازن الاقتصادي الكلي، بالإضافة إلى إعادة تفعيل السياسة النقدية كوسيط ضبط مالي واقتصادي، و من بين النتائج الإيجابية، فقد سجل انخفاض في معدل التضخم من 29% سنة 1994 إلى 5% سنة 1998 و انخفاض معدل إعادة الخصم من 15% سنة 1994 إلى 9.5% سنة 1998. كذلك سجل ارتفاع في نمو الكتلة النقدية.

3- السياسات النقدية و الجبائية بعد التعديل

تميزت السياسات النقدية و المالية بعد سنتي 1998 و 1999 باستقرار مضطرب للمناخ الاقتصادي الكلي، و باعتماد سياسة اقتصادية كلية تهدف إلى:

- التحكم في التضخم، استمرارية المالية العامة، بما فيها استدامة قابلية تحمل الدين الخارجي،

- استمرارية الوضعية الموائمة لميزان المدفوعات وتخفيض حساسية الاقتصاد تجاه الصدمات الخارجية و السعي لتحسين شروط التنافسية الخارجية في ظل تعويم مدار لسعر الصرف.

و قد استمر بقاء التوازن الداخلي والخارجي خاضعين للعوامل الخارجية، فبعد انتهاء برنامج التعديل الهيكلي، وما تضمنه من الحصول على تمويلات استثنائية¹³ سجل ميزان المدفوعات عجزاً قدر بـ 2,4 مليار \$ سنة 1999، أين وصل انخفاض رصيد الميزان الجاري إلى 0.02 مليار \$، مما أدى إلى تدهور الرصيد الإجمالي للخبزينة العمومية نتيجة لتدهور إيرادات الدولة من المحروقات و وصوله إلى 16.50 مليار دج. لكن و مع عودة أسعار المحروقات إلى الارتفاع منذ سنة 2000، عرف الوضع المالي عودة إلى التوازن إلى غاية 2006 مرتكزا على:

انتعاش متزايد في ميزان المدفوعات بسبب تحسن أسعار البترول و ملائمة مؤشرات المديونية، و استقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي، تحسن وضعية المالية العامة مما سمح منذ سنة 2000 بإطلاق برنامج الإنعاش الاقتصادي على المدى المتوسط (2001-2004)، الزيادة المعتبرة في السيولة المصرفية المدعمة و تحسين شروط تمويل الاقتصاد.

3-1 إدارة السياسة النقدية

سمح تعميق إصلاح أدوات السياسة النقدية خلال الفترة 1994-1998 لبنك الجزائر بأن يتوفر على تشكيلة من الأدوات تمثلت في معدل موجه يحدد وفقا للتطورات الاقتصادية الكلية، و تطور المؤشرات النقدية، أدوات السوق النقدية المتمثلة في أخذ الأمانات وإعلان مزادات بالقروض، وقد اعتمد هذا النظام كأهم أداة غير مباشرة للسياسة النقدية منذ 1995، الاحتياطات.

وفي سنة 2000 وصل ارتفاع صافي الأصول الخارجية إلى ما يعادل 30 % من الكتلة النقدية الاسمية، لكن توسع (M_2) لم يتعد 14%، إلا أن هذا التحكم النسبي في توسع الكتلة النقدية لم يكن راجعا إلى العمليات المالية بل إلى التعقيم الجزئي لتراكم صافي الأصول الأجنبية عبر السياسة الجبائية، ففي افريل سنة 2000 أنشأت السلطات صندوقا لضبط موارد المحروقات.

وقد حدث الارتفاع في نمو المعروض النقدي رغم الزيادة في صافي الأصول الأجنبية في سنة 2001 و 2002 مما أدى إلى ارتفاع الأسعار و المعدل المتوسط للتضخم من 0.34 سنة 2000 إلى 4.2 سنة 2001. وإثر التراكم المتزايد للأصول الأجنبية الصافية فإن السلطات العمومية قررت في افريل 2002 إدخال تسهيلة إيداع لدى البنك المركزي لامتنعاص السيولة الفائضة،

و خلال السنوات 2001 – 2004 ظهرت القاعدة النقدية كهدف وسيط للسياسة النقدية مدعمة باستقرار المضاعف النقدي، فقد أعاد بنك الجزائر منذ فيفري 2001 تنشيط أداة الاحتياطات الإجبارية و ذلك لدفع البنوك نحو إدارة سيولتها بشكل أحسن و التصدي للتأثير السلبي الذي تمارسه الصدمات الخارجية الإيجابية على السيولة المصرفية.

لقد سمح بتحديد الهدف الوسيط للسياسة النقدية بواسطة الاستخدام المنسجم للأداتين: الاحتياطات الإجبارية و سحب السيولة، و قد ساهمت إدارة السياسة النقدية بالفعل في التحكم في التضخم و في خلق استقرار نقدي يساهم في رفع النمو الاقتصادي، الذي يجب أن يدعم بتخصيص أكثر فعالية للموارد خاصة إطلاق المخطط الخماسي 2005 – 2009 ضمن ظروف مالية ونقدية جد ملائمة، مما

يشكل أداة دعم لتوزيع السيولة في الاقتصاد الوطني لفائدة النمو الاقتصادي زيادة عما قامت به السلطات من إجراءات قطاعية (آليات ضمان و تدعيم) مصاحبة للتمويل المصرفي على المدى المتوسط و الطويل للمؤسسات الاقتصادية و النمو الاقتصادي.

النتائج

كما تم الإشارة إليه فإن المنهج النقدي لا ينكر تأثير المتغيرات الحقيقية على سعر الصرف، ولكنه يقر بأن تأثير هذه الأخيرة يمر عبر قنوات نقدية ويرجع الدور الأساسي إلى تأثير المتغيرات النقدية. وبغرض الإجابة على التساؤلات يستلزم الوقوف على مدى صحة الفرضيات المسطرة.

الفرضية الأولى: يتحدد سعر الصرف بمجموعة من المتغيرات النقدية وهذا ما تم إثباته من خلال استعراض جملة النماذج النقدية لسعر الصرف، والتي نجد على رأسها إسهامات كل من **Hooper, Girton, Frankel, Dornbusch**.

الفرضية الثانية: تؤثر سياسات الاقتصاد الكلي، خاصة السياسة النقدية على سعر الصرف. تؤكد صحة الفرضية، حيث أن أثر السياسات الاقتصادية على اقتصاد صغير و على العالم الخارجي يكون دالة لسعر الصرف الثابت والمرن.

الفرضية الثالثة: في ظل التحول إلى اقتصاد السوق، شهدت السياسة النقدية وسياسة الصرف في الجزائر تحسنا ملحوظا. وقد تجسد التحسن في سياسة الصرف والسياسة النقدية منذ 1994 من خلال جملة الإجراءات المسطرة في إطار الاتفاقيات المبرمة مع صندوق النقد الدولي، وتوصلت الجزائر إلى تسيير سعر صرف الدينار بطريقة مرنة عن طريق التعويم المدار مع الأخذ بعين الاعتبار الاستقرار النقدي في صدارة الاستهداف، و الذي تجسد من خلال التحكم في فوائض السيولة المصرفية و التحكم في معدلات التضخم و الإصدار النقدي. لكن ما يجب التنبيه إليه هو أن التحسن المسجل على مستوى الاقتصاد الكلي لم يكن سببه التحسن في أداء القطاع الحقيقي نتيجة للإصلاحات المطبقة ولكن كان سببه التحسن الكبير الذي عرفته أسعار المحروقات.

الهوامش:

¹ - مدحت صادق، النقد الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة، 1997، ص 129.

² - Henri de Bodinat , Klein, Marois ,Gestion Financière ,les variables et les décisions financières internationales ,dunod, 1980, p80.

³ - مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 130

Allgret, Bernard Courbis – Monnaie Finance et mondialisation

Vuibert, 2003 , p103. - ⁴

⁵ - سي بول هالوود، رونالد ماك مكدونالد، ترجمة محمد ابراهيم منصور، النقد و التمويل الدولي، ص 304.

⁶ - نشأت الوكيل، التوازن النقدي ومعدل الصرف - دراسة تحليلية ومقارنة لسوق النقد وسعر الصرف- شركة ناس للطباعة، 2006 ، ص 281.

⁷ - عبد الله منصور، السياسة النقدية و الجبائية لمواجهة انخفاض كبير في الصادرات، حالة اقتصاد صغير ومفتوح، رسالة دكتوراه دولة، 2006، ص 353

⁸ - النشاشيبي كريم وآخرون، دراسة خاصة للجزائر تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، واشنطن، 1998، ص 9.

⁹ - مبارك بوعشة، مجلة العلوم الإنسانية، منتوري قسنطينة، 1999 ، ص 83.

¹⁰ - توفيق الصادق وآخرون، السياسة النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2006، ص 83.

¹¹ - Abdelkrim Naas, Le système bancaire Algérien de la décolonisation à

l'économie du marché, maison neuve, 2003, p 18.

¹² - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، ص 190، 2006.

¹³ - محمد العربي ساكر الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتحليل، 2006.

¹⁴ - المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي: مشروع التقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي . 2000، 2002، 2004.

¹⁵ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد- سبتمبر 2000.