

محدودية فعالية آليات التمويل غير التقليدية في الدول النامية.

Limited effectiveness of non-traditional financing mechanisms in developing countries.

إعداد:

د. علي صاري¹.

1 د. علي صاري - أستاذ محاضر "ف" - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة سوق اهراس
sari83@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 2019/04/17 تاريخ القبول: 2019/05/02 تاريخ النشر: 2019/06/22.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة مدى فعالية آليات التمويل غير التقليدية التي تم اعتمادها في العديد من الدول بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، من أجل تعزيز النشاط الاقتصادي وخفض مستويات البطالة، واستعادة النمو، والتخفيف من أثر وحدة الأزمة المالية؛ حيث تبنت الكثير من الدول المتقدمة وحتى النامية منها مجموعة متنوعة من أساليب وآليات التمويل غير التقليدية رغم المخاطر العديدة المصاحبة لهذه الآليات غير التقليدية، وما جلبته من انتقادات وتوتر في علاقات الدول المختلفة، كما أنه ليست هنالك ضمانات كافية تشير إلى نجاحها في تحقيق أهداف زيادة معدل النمو وتوفير فرص عمل جديدة، ما يجعلها آليات غير مؤكدة النتائج.

الكلمات الدالة: التمويل غير التقليدي، آليات التمويل غير التقليدي، تجربة الجزائر.

Summary:

The aim of this study is to discuss the effectiveness of unconventional funding mechanisms adopted in many countries after the recent global financial crisis to promote economic activity, reduce unemployment, restore growth and mitigate the impact of the financial crisis. Including a variety of non-traditional financing methods and mechanisms, despite the many risks associated with these unconventional mechanisms, their criticisms and tensions in the relations of different countries, and there are insufficient guarantees to indicate their success in achieving the objectives of increasing the rate of growth and Create new jobs, making them uncertain mechanisms.

Key words: non-traditional financing, non-traditional financing mechanisms, Algeria experience.

¹ المؤلف المرسل د. علي صاري. - جامعة سوق اهراس sari83@yahoo.com

المقدمة:

يتميز الوضع الاقتصادي في حالة الأزمات بالتغير ويصبح كل شيء غير ثابت، ما يمكن للبنوك المركزية من أن تتدخل بكل ثقلها لإنقاذ الإقتصاد؛ وهو ما حدث بعد الأزمة المالية الأخيرة في الكثير من الدول، حيث تطلب الأمر من البنوك المركزية معالجة العديد من اختلالات التوازن والمتزامنة أحياناً، فاضطرت إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، وتنفيذ عدد لا يُحصى من السياسات غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار المالي وتيسير التعافي الاقتصادي في إطار سياساتها النقدية، والتحول من استهداف متغيرات نقدية إلى استهداف متغيرات كمية. كل هذه المهام أدت إلى البحث عن إعادة تعريف جذرية لأهداف البنوك المركزية وإلقاء علامات من الشك على مدى أهمية الحفاظ على استقلالها؛

وعليه فإذا كان تحقيق الاستقرار النقدي يمثل المرتكز الرئيس للبنوك المركزية، فإن هذه الأخيرة لم تغفل الجانب التمويلي للأنشطة الاقتصادية وإنما غيرت من منهجية التعامل معها؛ فبدلاً من التركيز على توفير التمويل اللازم للاستثمارات بالكمية الكافية وبأسعار فائدة تفضيلية، والتي غالباً ما تتم من خلال إجراءات إدارية تحد من كفاءة تخصيص الموارد، أصبح الاهتمام في الوقت الراهن يركز على تبني الآليات التمويلية غير التقليدية والسهلة من الناحية التطبيقية؛ حيث يشهد العالم حالياً سباقاً نحو التسهيل النقدي من أجل توفير التمويل اللازم للاقتصاد وكبح قيمة العملة من الارتفاع، وفي نفس الوقت تغيير سياسة أسعار الفائدة إلى النطاق الصفري والسالب لعدم كفاية سياسة التيسير الكمي على استعادة النمو والاستقرار الاقتصادي.

أهمية الدراسة: تنبع أهمية هذه الدراسة من أجل معرفة الأهداف المراد تحقيقها والانعكاسات السلبية التي يمكن أن تحدث نتيجة تبني سياسات وآليات تمويلية غير تقليدية في الاقتصاديات المختلفة عموماً، وعلى الاقتصاديات النامية خصوصاً؛ ومنها الاقتصاد الوطني.

أهداف الدراسة: هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:

1- محاولة توضيح ومعرفة أهم الآليات التمويلية غير التقليدية المعتمدة في العديد من الاقتصاديات الدولية في الفترة الراهنة.

2- محاولة معرفة مدى انعكاس استخدام آليات التمويل غير التقليدية على العملة الوطنية بصفة خاصة والاستقرار الاقتصادي الكلي بصفة عامة.

مشكلة الدراسة: تحاول هذه الدراسة الإجابة على إشكالية مفادها: مدى فعالية آليات التمويل غير التقليدية التي تم اعتمادها في العديد من الدول في تحقيق أهدافها الاقتصادية؟.

فرضية الدراسة: بنيت هذه الدراسة على فرضية مفادها أن هناك فعالية محدودة لآليات التمويل غير التقليدية في ضبط معدلات التضخم، واستقرار أسعار الصرف عملات الدول النامية، وعلى الحد من التدفقات النقدية الدولية وغيرها من المتغيرات الأخرى.

أولاً: دوافع وشروط تنفيذ آليات التمويل غير التقليدية.

إن تنفيذ واستخدام آليات جديدة وغير معتادة لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية تتطلب توفر مجموعة من الشروط والدوافع، حيث يمكن التمييز في ذلك بين ثلاث دوافع أساسية هي كالآتي¹:

1- دوافع تنفيذ آليات التمويل غير التقليدية: إن استمرار الظروف الاقتصادية والمالية الصعبة وتراجع معدلات النمو الاقتصادي العالية، دفع الكثير الدول إلى إتباع سياسات وآليات تمويلية غير تقليدية لتوفير الحوافز لتنشيط الاقتصاد؛ إضافة إلى مجموعة من الدوافع الأخرى ومنها:

أ- الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد: يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقود من قبل المتعاملين الاقتصاديين، على أمل أنهم سينفقونها مباشرة، عكس الظروف العادية التي لا يمكن فيها استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية، فإن عدم الاستقرار على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعداً لضخ الأموال بكميات غير محدودة؛ بيد أنه في بعض الأحيان، يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقود في حد ذاته غير محدود. ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية.

ب- التأثير على نسب الفائدة بما من شأنه توجيه الاستثمارات: يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جداً وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلاً، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة.

ج - إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض: يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسيع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد (سندات خاصة) في خطوة ثانية.

وتمكن هذه العمليات في الآن نفسه من إضفاء الحيوية على سوق السندات وتوفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر. ومع ذلك، يتعين على البنك المركزي تحمّل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تدرج ضمن مهامه العادية. مع الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات

محدودية فعالية آليات التمويل غير التقليدية في الدول النامية.

بالأساس عبر السوق المالي. عكس الكثير من الدول النامية التي تعتبر أسواقها المالية غير متطورة إلى ذلك المستوى.

2- شروط تنفيذ آليات التمويل غير تقليدية: نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها آليات التمويل غير التقليدية، وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسة النقدية، فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ هذه الآليات؛ هذه الشروط هي²:

أ- لا بد أن تكون هذه الآليات متناسبة قدر الإمكان مع درجة الاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير التقليدية - وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة، اعتماداً على حجم الخلل في عمل النظام المالي.

ب- لا بد أن تكون هذه الآليات مصحوبة برسائل فورية وقوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، لأن البنوك تُعد الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لتنفيذ التمويل غير التقليدي، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.

ج- بقدر ما تعمل مجموع آليات التمويل غير التقليدية على تغيير بنوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد؛ فمن الواجب على البنوك المركزية أن تكون مدافعة وصریحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل؛ والتعديل الضروري للخلل في التوازن المالي؛ والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

ثانياً: التمويل غير التقليدي من خلال سياسة التيسير الكمي.

يعتبر التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في أوقات الأزمات؛ ونظراً إلى أنه نادراً ما يستخدم، فإنه يعد من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية بهدف إنعاش الاقتصاد الداخلي، حيث يشهد العالم حالياً سباقاً نحو التسهيل النقدي في المراكز المالية الرئيسية في العالم، ويمكن أن تنتقل هذه الموجة العالمية من سياسات التيسير الكمي من دولة إلى أخرى على نفس سياق التسابق في تخفيض قيمة العملات الذي حدث في فترة ما بين الحربين العالميتين، ومما لا شك فيه أن التحرك الذي قام به الاحتياطي الفيدرالي وردود الفعل من الكثير من البنوك المركزية في العالم تمثل جميعها إشارات لاحتمالات حدوث تصادم بين المراكز المالية والتجارية الرئيسية في العالم³.

1- تعريف التيسير الكمي: التيسير الكمي أو التسهيل الكمي (QE): هو أداة غير تقليدية من أدوات السياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة؛ حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد؛ ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بأكثر شراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة بجوار الصفر⁴.

كما يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار فائضاً من النقود وطرحها في الاقتصاد، وهي تستخدم أساساً لشراء الأصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد، بهدف زيادة تشجيع الطلب والاستثمار.⁵

2- الأهداف الايجابية لسياسة التيسير الكمي: تنطوي عملية استخدام سياسة التيسير الكمي على مجموعة من الأهداف الايجابية للمتغيرات الاقتصادية خاصة في الظروف الصعبة كحالة الأزمات، والتي منها⁶:

أ- تتم عملية التيسير الكمي بشراء السندات طويلة الأجل، ما يؤدي إلى زيادة سعرها، وتخفيض العائد عليها، وبالتالي يحفز المستثمرين لاستثمار السيولة الموجودة في السوق في أصول حقيقية للحصول على عائد أكبر.

ب- تهدف سياسة التيسير الكمي إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات، لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية، هذه الحيلة تجبر البنوك على الاستثمار في القطاعات الإنتاجية عبر زيادة القروض إليها وإلى القطاع الخاص والشركات، وبالتالي يتمكن من رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة للعاطلين عن العمل.

ج- تهدف سياسة التيسير الكمي عموماً إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية، أولها تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات، وثانياً خفض سعر صرف العملة لزيادة القوة التنافسية للبضائع الوطنية مقارنة بنظيراتها من الدول الأخرى في السوق المحلية والعالمية. ووفقاً للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة، كانت بضاعتها أرخص. وثالثاً تسهيل الائتمان البنكي بما يكفي لبعث النشاط الاقتصادي (إنتاج، تشغيل، تصدير...) وينسب فائدة مغرية (تقريب معدومة أو معدومة) لطالبي القروض البنكية، وهو ما يعزز الثقة المفقودة في النظام المالي.

د- إن من الأهداف الخفية الأساسية في خطة التيسير هي أنه من المتوقع أن يترتب عليها تغير واضح في الأوضاع النسبية للعملة العالمية بالنسبة للدولار، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية لعدد كبير من الدول بما فيها الصين، حيث ستؤدي خطة التيسير الكمي إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع، وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان أقل من قيمته الحقيقية.

محدودية فعالية آليات التمويل غير التقليدية في الدول النامية.

الشكل رقم(4): نمو ميزانية لبنك الاحتياطي مقابل نمو ميزانية البنك المركزي الأوروبي نتيجة سياسة التيسير الكمي أدي إلى التغير في سعر صرف اليورو مقابل الدولار.



المصدر: البنك المركزي الأوروبي ويوروستات ومجلس بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي 2015.

3- انعكاسات سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد: كما أن استخدام سياسة التيسير الكمي تنطوي عملية على مجموعة من الأهداف الايجابية للمتغيرات الاقتصادية، فإنها في نفس الوقت وعلى المدى المتوسط والطويل تنعكس إلى آثار سلبية وربما أزمات جديد تلحق بالاقتصاد المعني والتي من بينها⁷:

أ- أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر في إضعاف الدولار كما رفعت أسعار السلع وعلى رأسها النفط والذهب والمعادن الأخرى.

ب- ويقول اقتصاديون، وعلى رأسهم رئيس البنك المركزي الأمريكي السابق آلان غرينسبان، إن سياسة التيسير الكمي تعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل.

ج- كما أن بعض الاقتصاديين، وعلى رأسهم رئيس البنك الدولي، يرى أن من سلبيات سياسة التيسير الكمي الكثيرة تنعكس آثارها في الاقتصاديات الناشئة..

د- رغم مخاطر سياسة التيسير الكمي المتمثلة في إضعاف العملة واحتمالات التضخم الجامح الذي سيأكل القيمة الحقيقية لمداخرات ودخل المواطن، لا تمنح السياسة ضمانات بشأن إنعاش الاقتصاد وتنشيط الإقراض للأعمال التجارية الصغيرة والمتوسطة.

هـ- أن الخطر الحقيقي لخطط التيسير الكمي ليس على معدلات التضخم في الولايات المتحدة، بقدر ما هو على معدلات التضخم العالمي؛ حيث من المتوقع تتعرض معظم دول العالم لصدمة تضخم مستورد، الأمر الذي سيرفع من درجة عدم التأكد ومن ثم يؤثر سلبا في الآفاق المستقبلية للنمو في العالم.

و- أسوأ نتائج التيسير الكمي، سيكون على الدول الفقيرة، حيث تمثل السلع الأولية مثل الغذاء، عماد الرقم القياسي للأسعار في تلك الدول، وبالتالي من المتوقع أن تواجه تلك الدول فاتورة غذاء ضخمة في موازين مدفوعاتها، فضلاً عن تزايد الضغوط التضخمية، مع تراجع قيمة الدولار.

ثالثاً: آلية التمويل غير التقليدي من خلال معدلات الفائدة السالبة.

من الناحية النظرية يمكن أن تصل إليه معدلات الفائدة الاسمية هو مستوى الصفر، كما أنه من المفترض عندما يصل معدل الفائدة إلى هذا المستوى، تفقد السياسة النقدية فعاليتها وقدرتها على التأثير في الاقتصاد؛ كما أنه ليس من المتصور نظرياً أن تنخفض معدلات الفائدة الاسمية إلى ما دون الصفر، أي إلى النطاق السالب، غير أن التطبيق العملي أثبت عكس ذلك حيث لجأت البنوك المركزية إلى هذا الخيار غير التقليدي، بتبني معدلات الفائدة السالبة، التي تمثل إجراء غير اعتيادي يعبر عن حالة من اليأس لدى صناع السياسة النقدية عندما تعجز الأدوات النقدية التقليدية في معالجة أوضاع الاقتصاد في حالة الكساد العميق .

1- المقصود بأسعار الفائدة السالبة: يجب معرفة أن أسعار الفائدة السلبية هي قبل كل شيء سياسة نقدية تلجأ إليها البنوك المركزية في حالات الانكماش الاقتصادي، خصوصاً أن تلك الفترات تشهد قيام الشركات والأفراد باكتناز الأموال عوضاً عن الإنفاق والاستثمار. وفي نفس الوقت تعتبر سياسة أسعار الفائدة السالبة سياسة نقدية غير تقليدية، يتم اللجوء إليها عندما تبوء جميع أساليب إنعاش الاقتصاد بالفشل، ورغم أن هذه السياسة تواجه انتقادات عديدة إلا أن العديد من الدول لجأت إليها.

فسعر الفائدة أقل من صفر يعني أن البنك المركزي والبنوك الخاصة تستوفي أسعار فائدة على الودائع لديها بدلاً من إعطاء فائدة عليها، أي أن البنوك عندما تحتفظ بودائع لدى البنك المركزي تتجاوز نسبة الاحتياط القانوني عليها دفع فائدة له. فيما تهدف الفائدة السالبة إلى تشجيع الأفراد والمستثمرين على الإنفاق لأغراض استهلاكية واستثمارية بدلاً من إيداعها لدى البنوك ودفع فوائد عليها، وهو ما سيقضي على الركود الاقتصادي⁸.

ويعني مبسط يمكن القول بأن معدل الفائدة السالبة هو أن يقوم البنك المركزي -وفي حالات خاصة بعض البنوك- باستلام فائدة على النقود المودعة لديه بدلاً من دفع فوائد على هذه الإيداعات، حيث أن مودع النقود سيضطر إلى دفع فوائد على إيداعاته⁹. فبمجرد انخفاض سعر الفائدة إلى الصفر، حاولت البنوك المركزية شراء جبال من الديون العامة والخاصة من البنوك التجارية لمنحها الحافز للإقراض بحرية. وقد ذهب البنك المركزي الأوروبي حتى الآن إلى الدفع للبنوك لكي تقرض الشركات، وفي الوقت نفسه معاقبتها إذا لم تقدم القروض عن طريق أسعار فائدة سلبية على احتياطات فائضة¹⁰.

2- تطور معدلات الفائدة السالبة: تشير التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية والإقليمية خلال الربع الثاني من العام 2016م إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض

محدودية فعالية آليات التمويل غير التقليدية في الدول النامية.

المصارف وثباتها دون تغيير يذكر لدى مصارف أخرى، فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغيير للعام الخامس على التوالي¹¹؛ ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفرى) منسجمًا مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة، الهادفة إلى حفز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني من سنة 2013 بواقع ربع نقطة أساس ليصبح 0.5% مقارنة مع 0.75% في الربع الأول من نفس السنة .

في المقابل أبقى المصارف المركزية في كل من اليابان، والمملكة المتحدة، وسويسرا أسعار الفائدة كما هي دون أية تغييرات، علمًا بأن تلك الأسعار متدنية أصلاً وقريبة من الصفر¹² .

وحيث أنه من المعروف أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول، يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة وهو ما يعرف باسم (hot money) الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان، وهو ما يلاحظ من خلال الجدول في حالة كل من تركيا والبرازيل .

الجدول رقم (01): أسعار الفائدة المطبقة في مجموعة من الدول.

الدولة	2012		2013		2014		2015		آخر تعديل
	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	
الولايات المتحدة	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	2008/12/16
منطقة اليورو	0,75	0,75	0,75	0,50	0,15	0,05	0,05	0,05	2014/01/04
المملكة المتحدة	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	2009/03/05
سويسرا	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,725	-0,725	-0,725	2014/12/03
اليابان	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	2008/12/19
نيوزلندا	2,25	2,25	2,25	2,25	3,50	3,50	3,50	3,50	2014/07/23
الصين	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,60	5,35	2014/11/21
البرازيل	7,50	7,25	7,25	8,00	11,00	11,75	12,75	12,75	2014/12/03
تركيا	5,75	5,50	5,50	4,50	8,25	7,75	7,50	7,50	2014/12/20
مصر	9,25	9,25	9,25	9,75	8,75	8,75	8,75	8,75	2013/09/19

المصدر: دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، سلطة النقد الفلسطينية، نشرة الأسواق العالمية، من العدد السادس، تموز 2013، إلى العدد الثالث عشر، نيسان 2015.

3- الهدف من استخدام البنوك المركزية أسعار الفائدة السالبة: تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة

الصفيرية في حالة الأزمات من اجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح، وعليه (فإن منحني الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحني الطلب العادي حيث ينحدر من أعلى لأسفل والى جهة اليمين). وهو ما تنشده البنوك المركزية من خلال أسعار الفائدة

الصفريّة. كما تساهم أسعار الفائدة الصفريّة في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدوليّة للعمالات من خلال عدد الوحدات من العملة المحليّة التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى¹³؛

كما أن الهدف من هذه السياسيّة هو تشجيع المصارف لتستعمل أموالها في إقراض الشركات والأشخاص، حيث أن خفض نسب الفائدة تحت الصفر سيجعل الاقتراض أسهل ويزيد الطلب على القروض ويحفز الإنفاق والاستثمار.

فبمجرد تخفيض أسعار الفائدة الأساسيّة إلى ما كان يُعرف باسم ”النطاق الأدنى الصفري“، يصبح بوسع البنوك المركزيّة استخدام إجراءات غير تقليديّة على مستوى السياسيّة النقديّة لتقدم دفعة تنشيطيّة إضافيّة إذا ظلت أسعار الفائدة الحقيقيّة أعلى من المستويات التي تتسق مع استقرار الأسعار والتوظيف الكامل.

كما تهدف الأسعار السالبة لمعدلات الفائدة إلى تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقديّة والماليّة. وفي حالة الاقتصاديات المفتوحة الأصغر حجماً، يمكن لأسعار الفائدة المساهمة في الحد من التدفقات الرأسماليّة الوافدة وتخفيض ضغوط ارتفاع أسعار الصرف¹⁴.

جدير بالذكر أن البنوك المركزيّة في أمريكا وأوروبا لم تشرع في استخدام الأدوات غير التقليديّة إلا بعد وصول أسعار الفائدة لمستويات متدنية وفقدانها القدرة على تنشيط الاقتصاد وكان على البنوك المركزيّة إيجاد أدوات بديلة. فاعتمدت أسعاراً سلبية، مما أدى إلى إضعاف عمالاتها من خلال تشجيع المستثمرين على السعي للحصول على عوائد أعلى في أماكن أخرى¹⁵.

الجدول رقم (02): البنوك المركزيّة التي طبقت أسعار الفائدة الأساسيّة السالبة

قيم أسعار الفائدة بنقاط الأساس (مارس 2016)			تاريخ بداية تطبيق أسعار الفائدة السالبة	البلد
سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة الأساسي	سعر الفائدة على القروض		
-65	صفر	5	من يوليو 2012 إلى أفريل 2014 ثم من سبتمبر 2014 إلى الآن (مارس 2016)	البنك الوطني الدنماركي
-40	صفر	25	من يونيو 2014 وما بعده	البنك المركزي الأوروبي
-75	-	50	ديسمبر 2014	البنك الوطني السويسري
-125	-50	25	فبراير 2015	البنك المركزي السويدي
-10	صفر	10	يناير 2016	بنك اليابان المركزي
-5	120	145	مارس 2016	البنك المركزي الهنغاري

المصدر: هوزيه فينالز، وسامون غراي، وكيلي إيكولد، متاح على: http://blog-ontada.imf.org/page_id4171

4- تكلفة وحدود استخدام الفائدة السالبة:

أ- **حدود استخدام الفائدة السالبة:** من المعروف أن هناك حداً أدنى لمعدلات الفائدة، وهو أن يصل معدل الفائدة إلى الصفر، بعدها يفترض من الناحية النظرية أن يتوقف معدل الفائدة عن الانخفاض، لأن ذلك يعني تحول معدلات الفائدة على المودعات من الصفر إلى النطاق السالب، وبدلاً من أن تقوم البنوك بدفع فوائد على المودعات فإنها تحصل على فائدة من المودعين، ويصبح معدل الفائدة السالب بمثابة ضريبة على المودع يدفعها إلى البنك مقابل الاحتفاظ بودائعها.

وعليه قد تكون هناك قيود على استخدام أسعار الفائدة الأساسية السالبة - من حيث مدى ما قد يصل إليه البنك المركزي في تحديد أسعار الفائدة عند مستويات سالبة وطول المدة التي تظل خلالها سالبة. فقد يزداد لجوء الأفراد والشركات إلى استخدام النقد كمستودع للقيمة - وحتى كوسيلة للدفع - إذا كان من المتوقع أن تظل أسعار الفائدة سالبة بدرجة كبيرة ولفترة طويلة. ويسري الأمر بالطبع على البنوك، فبدلاً من استخدام البنوك الأرصدة الموجودة في حيازة البنك المركزي لتغطية المعاملات بين البنوك، يمكنها الاحتفاظ بالنقد في الخزينة لتسوية المعاملات فيما بينها.

وتتراوح أقرب تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي للمنعطف الحرج الذي يصبح عنده التحول إلى البديل النقدي جديراً بالمحاولة بين ناقص $(-0,75)$ وناقص $(-0,2)$. علماً بأن بعض تكاليف استخدام النقد كمستودع للقيمة، أو لإجراء معاملات بقيمة كبيرة، هي تكاليف ذات طابع غير متكرر. ونظراً لأن هذه التكاليف غير المتكررة ستكون موزعة على فترة من الوقت، فإن طول المدة المتوقع خلالها تحمل أسعار الفائدة السالبة ستكون لها أهميتها بالنسبة لاتخاذ القرار بشأن تنفيذها من عدمه¹⁶.

ب- تكلفة و آثار استخدام الفائدة السالبة على الاقتصاد¹⁷.

- في حالة فرض فائدة سالبة مع عدم توفر بيئة استثمارية مناسبة تشجع المستثمرين على الاقتراض وتجعل الكفاية الحدية لرأس المال أعلى ما يُمكن، وعدم وجود جهاز إنتاجي مرّن يستجيب للتغيرات التي تحصل في الطلب الكلي، سيؤدي فرض الفائدة السالبة إلى آثار اقتصادية معاكسة، فهذه الأموال ستوجه نحو الاكتناز أو تهجر دولياً إلى البيئة المناسبة، ومن ثم انخفاض حجم الأموال المعدة للإقراض ومن ثم انخفاض إنتاج السلع والخدمات فترتفع أسعارها ويحصل التضخم وينخفض النمو الاقتصادي وحصول عجز في ميزان المدفوعات، وهذا ما يعني أن الفائدة تؤثر سلباً على أهداف الاقتصاد الكلي.

- كما تؤثر الفائدة السالبة على الموازنة العامة سلباً، أي إذا تم فرضها في ظل عدم توفر البيئة المناسبة وعدم مرونة الجهاز الإنتاجي، في هذه الحالة ستخفض الدخول والأرباح كنتيجة لانخفاض الكفاية الحدية لرأس المال، وعدم قدرة الدولة على استيفاء الإيرادات الضريبية ومن ثم انخفاض الإيرادات العامة، ومن أجل تلبية هذه النفقات

لابد من اللجوء إلى الضرائب وهذا مستحيل لعدم قبول الأفراد منتجين ومستهلكين بها بسبب انخفاض دخولهم وعدم قدرتها على تحمل الضرائب.

- يشكو البعض من أن قيام محافظو البنوك المركزية دعم أسعار الأصول بشكل مصطنع ساعد على تفاقم عدم المساواة الطبقي، فهو كافي الشركات المالية رغم أخطائها السابقة وبالتالي زرع بذور الأزمة القادمة. وأن أسعار الفائدة المنخفضة في العالم الغني قد أرسلت سيل من أموال المضاربة تجاه الأسواق الناشئة وساهمت في توليد عدم الاستقرار المالي العالمي.

- الكثير من الخبراء الماليون يوضحون أن معدلات الفائدة المنخفضة ومن ثم السالبة لها تبعات سلبية كبيرة على المدخرين، حيث أن الأفراد الذين يهدفون في تأمين دخل أعلى لمرحلة التقاعد يصبحون مضطرين لادخار مبالغ أكبر في ظل الفائدة السالبة مما يعني خفض إنفاقهم، وهو ما يعاكس الأهداف الأصلية لسياسة الفائدة السالبة والتي تهدف لتحفيز الإنفاق والاستثمار.

ومع ذلك فإن العديد من المصارف ما زالت تعتبر أن الفائدة السلبية لها آثار إيجابية، حيث أنها ساهمت في تراجع تكاليف التمويل وانتعاش حركة القروض في منطقة اليورو بحسب البنك المركزي الأوروبي، لكن ذلك لا يمنع أن الفائدة السلبية تعتبر من أكثر السياسات النقدية إثارة للجدل.

رابعاً: آلية التمويل غير التقليدي من خلال أسعار صرف العملات.

تبنت الكثير من الدول الصناعية التي تعاني من تبعات الأزمة سياسة إضعاف عملاتها من أجل تنشيط النمو الاقتصادي لديها، فيما تقول الدول الناشئة مثل البرازيل وتركيا إن هذه السياسات تضر بها لأنها تجعل صادرت الدول النامية أغلى ثمناً وبالتالي أقل تنافسية في سوق الدولية؛ مشيرة إلى أن الأسواق الناشئة تعاني بسبب هبوط سعر صرف الدولار الذي زاد من تنافسية الصادرات الأمريكية في السوق.

1- مفهوم سعر الصرف: نظراً لأهمية سعر الصرف والدور الذي يلعبه في الاقتصاد، فإن الكثير من الاقتصاديين والمؤلفين تناولوا هذا المصطلح بالتعريف والتحليل، حيث هناك من يعرف سعر الصرف على انه عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى¹⁸.

كما أن هناك من يرى أن سعر الصرف هو عبارة عن سعر عملة بعملة أخرى، أو هو نسبة مبادلة عملتين، فأحدى العملتين تعتبر سلعة و العملة الأخرى تعتبر ثمنها لها، فسعر الصرف عبارة عن عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة من عملة أخرى¹⁹.

2- تعريف حرب العملات: تشير حرب العملات إلى تخفيض قيمة العملة في سوق الصرف حيث تقرر الدولة تخفيض عدد من وحدات النقد الأجنبي المعادلة لوحدة النقد الوطني، أو عندما تقرر إنقاص وزن الذهب الذي تمثله وحدة النقد الوطنية. حيث تعتبر عملية تخفيض قيمة العملة من أهم سياسات سعر الصرف، حيث

محدودية فعالية آليات التمويل غير التقليدية في الدول النامية.

يستعمل هذا الإجراء من أجل تحقيق أهداف اقتصادية وطنية محددة تختلف من دولة لأخرى، وذلك حسب الأولويات وخصائص الهياكل الاقتصادية ومستوى النمو، والتي تهدف أساساً إلى إعادة تحسين مستوى الميزان التجاري بالدرجة الأولى²⁰.

ويرى الدكتور صلاح عبد الرحمن الطالب²¹: أن حرب العملات هي حرب اقتصادية يقصد بها التلاعب بسعر صرف عملة واستخدامها كسلاح سريع المفعول للضغط وإلحاق الضرر باقتصاديات دولة ما أو بمجموعة دول وإجبارها على إعادة النظر بسياساتها وإجراءاتها المالية والاقتصادية بما يعود بالنفع على معالجة أزمة المهاجم الاقتصادية؛ وهذه الحرب لا يمكن تحريكها إلا من دول كبرى في استخدام عملتها الدولية كسلاح في مواجهة المقابل.

أي أن حرب العملات ظاهرة تشير إلى التخفيض التنافسي للعملة الذي تمارسه بعض الدول لزيادة صادراتها وتقليل مُستورداً من أجل تقليص العجز التجاري أولاً، وتحريكاً للاستثمار في الدول المخفضة ثانياً، وسعيًا لخلق مزيد من فرص العمل للعاطلين عنه²².

3- حرب العملات وأسعار الصرف: أصبحت أسعار صرف العملات العالمية إحدى قنوات التصادم والتضارب الاقتصادي بين الدول الصناعية الكبرى، حيث أصبحت تلك الدول تتدخل في أسعار صرف عملاتها بطرق شتى، بهدف التأثير على بعض المؤشرات الاقتصادية، كعجز الحساب الجاري، والميزان التجاري، والمديونية، وقيم الأصول وغيرها من المؤشرات.

كما أن حرب العملات ظاهرة تشير إلى التخفيض التنافسي للعملة الذي تمارسه بعض الدول لزيادة صادراتها وتقليل مُستورداً من أجل تقليص العجز التجاري أولاً، وتحريكاً للاستثمار ثانياً، سعيًا لخلق مزيد من فرص العمل للعاطلين عنه²³.

وعليه فإن الاحتياطي الكبير من العملات الأجنبية يسمح للحكومة بالتلاعب بأسعار الصرف لتحقيق الاستقرار في أسعار صرف عملتها الوطنية لتوفير بيئة اقتصادية مواتية على وجه أكبر.

الجدول رقم (03): أسعار صرف بعض العملات مقابل الدولار.

2014	2013	2012	2011	2010	2009	
1,572	1,564	1,585	1,604	1,546	1,564	الجنه الاسترليني
0,0098	0,010	0,013	0,013	0,011	0,011	الدين الياباني
1,329	1,328	1,286	1,391	1,327	1,393	اليورو
3.78	3,96	4,12	3,84	3,97	3,81	الريال البرازيلي
2,92	2,90	2,89	2,81	2,77	2,69	الليرة التركية
83,17	79,38	77,55	72,85	74,04	72,22	الدينار الجزائري

المصدر:

United Nations, World Économic Situation and Prospects(Eurostat) data base, April 2014

وتقارير بنك الجزائر -2010-2014.

وفي هذا الصدد وبالنسبة لتطورات أسعار صرف العملات العربية خلال الفترة 2010-2014 شهدت العملات العربية المثبت قيمتها مقابل الدولار استقرار نسبياً في سوق الصرف مع تدخل بعض البنوك المركزية في السوق بهدف الإبقاء على مستويات ثابتة لأسعار صرف هذه العملات مقابل الدولار الذي شهد انخفاضاً في قيمته؛ وفي المقابل تراجعت قيمة هذه مقابل اليورو نتيجة المكاسب التي سجلها اليورو مقابل الدولار خلال العام، أما فيما يتعلق بالعملات العربية التي تتبع نظام تعويم سعر الصرف، فقد تحسنت قيمتها مقابل الدولار، وتراجعت أسعار الصرف الفعلية الحقيقية لعدد كبير من العملات العربية خلال عام 2011، بما يعكس ارتفاع مستويات تنافسية هذه العملات نتيجة ارتداد (انعكاس) سياسة التلاعب بالعملات الدولية على عملات الدول الأخرى. فرغم تباين الآراء حول جدوى وفاعلية سياسة أسعار الصرف خصوصاً في البلدان النامية، إلا أن تلك السياسة تبقى إحدى أهم نصائح صندوق النقد الدولي للبلدان التي تعاني من اختلال في ميزان مدفوعاتها²⁴.

خامساً: تجربة الجزائر في تبني آلية التمويل غير التقليدي.

رغم المخاطر العديدة المصاحبة لآليات التمويل غير التقليدية وما جلبته من انتقادات وتوتر في علاقات الدول المختلفة، ليست هنالك ضمانات كافية تشير إلى نجاحها في تحقيق أهداف زيادة معدل النمو وتوفير فرص عمل جديدة، ما يجعلها سياسة غير مؤكدة النتائج. إلا أنه ونتيجة الظروف المالية الصعبة التي يمر بها الاقتصاد الوطني دفعت الحكومة الجزائرية في نوفمبر الماضي (نوفمبر 2017) اللجوء إلى اعتماد آلية التمويل غير التقليدي، وذلك بتمكين بنك الجزائر من إقراض الخزينة العمومية لتمويل الاقتصاد، وتغطية العجز في الخزينة، لفترة استثنائية لا تتجاوز خمس سنوات، والذي يعد بمثابة الضوء الأخضر للحكومة لمواجهة الوضع المالي الصعب الذي تعرفه البلاد من 2014 بسبب تدني الإيرادات بنسبة 50 بالمائة.

حيث جاء في القانون رقم 10/17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المعدل للمادة 45 من الأمر 03/11 أنه « وبغض النظر عن كل الأحكام المخالفة يقوم بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في تغطية احتياجات تمويل الخزينة، وتمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار»؛ وأن هذا الإجراء وضع حيز التنفيذ لمرافقة عملية تنفيذ برنامج الإصلاحات الاقتصادية الميزانية والتي من شأنها أن تسهم في إعادة التوازن لخزينة الدولة و كذا ميزان المدفوعات و ذلك في غضون المدة المحددة لآلية التمويل غير التقليدي²⁵.

كما حدد في هذا الإطار المرسوم التنفيذي الصادر في العدد 57 من الجريدة الرسمية لسنة 2017 آلية تنفيذ التمويل غير التقليدي. ويأتي هذا المرسوم تطبيقاً لأحكام المادة 45 مكرر الأمر رقم 03-11 المتعلق

محدودية فعالية آليات التمويل غير التقليدية في الدول النامية.

بالنقد والقرض المعدل والمتمم بالقانون رقم 17-10 المؤرخ 11 أكتوبر 2017؛ حيث يهدف إلى تحديد آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية والاقتصادية والمالية والميزانية الرامية إلى استعادة توازنات خزينة الدولة، وتوازن ميزان المدفوعات؛ وذلك في أجل أقصاه خمس (5) سنوات ابتداء من أول جانفي 2018. ويكلف في ذلك بنك الجزائر بصفته متعهد التمويل النقدي لفائدة الخزينة بضمان ومتابعة وتقييم مجموعة التدابير والإصلاحات؛ بالاعتماد على لجنة تتكون من ممثليه وممثلي وزارة المالية²⁶.

ومباشرة بعد اعتماد آلية التمويل غير التقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي، ضح بنك الجزائر وفي أقل من شهر (حتى 30 نوفمبر 2017) ما قيمته 2185 مليار دينار من العملة الوطنية وبما يعادل 19,5 مليار دولار، في إطار التمويل غير التقليدي أو ما يعرف بطباعة النقود، وهذا وفقا لما تضمنته الوضعية المالية لبنك الجزائر التي نشرت في الجريدة الرسمية²⁷.

كما بلغ حجم الإصدار النقدي الموجه لشراء سندات الخزينة في إطار تعديل المادة 45 مكرر ما يزيد عن 2316,6 مليار دج نيهاية ديسمبر 2017م، ثم ليبلغ بعد ذلك عند نهاية شهر مارس 2018 ما قيمته 3585 مليار دج. أي بما يزيد 2185 مليار دج خلال الثلاثي الرابع من سنة 2017 وبما قيمته 1400 مليار دج خلال الثلاثي الأول من سنة 2018م²⁸. وبهذا الإصدار النقدي الجديد تكون الكتلة النقدية M2 قد زادت بمعدل 6,42% خلال السداسي الأول من سنة 2018، مقابل 4,27% لنفس السداسي من سنة 2017م.

الجدول رقم 1: جدول تطور حجم الكتلة النقدية ومكوناتها في الجزائر في الفترة 2010-2018

الوحدة مليار دج

المتغير السنة	النقود القانونية	معدل التغير	الودائع تحت الطلب	النقود M1	معدل التغير	أشباه النقود	الكتلة النقدية M2	معدل التغير	سرعة تداول النقود PIB /M2	معدل التضخم
1020	2098.6	14,68	3657.8	5756.4	16,41	2524.3	8280.7	15,4	1.46	3,9
1120	2571.5	22,53	4570.2	7141.7	24,06	2787.5	9929.2	19,9	1.45	4,5
1220	2997.2	16,55	43356	7 681,8	8,34	3329.8	11067.6	11,46	1.46	8,89
1320	43247	7,71	5005,2	8249,8	7,4	3691,9	11941,7	7,89	1,6	3,25
4201	203.35	7,78	5429,5	8932,8	8,27	3925,6	12858,4	7,67	1,58	2,92
5201	4108,1	17.26	5136,3	9244,4	3,48	4443,4	13687,8	6,45	1,22	4,78
2016	4497,2	9,46	4909,8	9407,0	1,7	4409,3	13816,3	1,3	1,26	6,4
2017	4822,6	7,23	5097,5	9920,1	5,4	4653,7	14573,8	5,48	1,32	95,
06/2018	4938,8									4,6

المصدر: الحسابات من إعداد الباحث، اعتمادا على:

- بنك الجزائر، التقارير السنوية من 2010 إلى 2016، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
- موقع بنك الجزائر الإلكتروني: <http://www.banque of algéria.dz> 07/10/2018

الخاتمة والنتائج:

رغم المخاطر العديدة المصاحبة لآليات التمويل غير التقليدية وما جلبته من انتقادات وتوتر في علاقات الدول المختلفة، ليست هنالك ضمانات كافية تشير إلى نجاحها في تحقيق أهداف زيادة معدل النمو وتوفير فرص عمل جديدة، ما يجعلها سياسة غير مؤكدة النتائج. إلا أن استمرار الظروف الاقتصادية والمالية الصعبة من جهة، وتراجع معدلات النمو الاقتصادي من جهة أخرى، دفع البنوك المركزية في الكثير من الدول إلى إتباع آليات تمويل غير تقليدية لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب، هذه السياسات التي تنطوي على التوسع الكبير لموجودات البنك المركزي، لمعالجة الخلل في النظام المالي، وخفض أسعار الفائدة على المدى طويل، وتعزيز تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات انتقل معها هدف البنوك المركزية من تحقيق استقرار المتغيرات النقدية إلى تحقيق أهداف اقتصادية كمية.

وعلى أساس ما سبق يمكن استنتاج أن:

1- لقد نجحت هذه الآليات غير التقليدية في استعادة أداء السوق والوساطة سيما في الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية. وكذلك كانت لها آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي، والتضخم في الدول التي اتبعت هذه السياسات. مع أن النتائج لم تكن موحدة لجميع الدول على السواء وتفسيرها ينطوي على حذر، وتحدياتها كبيرة وانعكاساتها متفاوتة.

2- إن آليات التمويل غير التقليدية أدت إلى خفض كلفة الاقتراض لدى الحكومات. بينما انعكس ذلك سلباً على المكاسب من الضرائب والإنفاق أكثر من أي مكاسب جاءت نتيجة انخفاض أسعار الفائدة.

3- ساهم الضخ الكبير والسهل من الأموال وبتخفيفه أقساط المخاطر وأسعار الفائدة عزز أسعار الأصول الحقيقية مثل الأسهم والمساكن وساهم بزيادة أنفاق الأسر على المعيشة.

4- من الواضح أن التدابير غير التقليدية قد تؤدي إن لم تخضع لمتابعة دقيقة إلى عواقب غير مقصودة تتمثل في خلق بيئة مالية حميدة إلى حد غير طبيعي للأسواق والبنوك التجارية والدول ذات السيادة. وهذا بدوره من الممكن أن يؤخر التحسينات المطلوبة لعملية الإصلاح المالي، وإصلاح الموازنات العامة من قبل البنوك، والإصلاح الاقتصادي البنوي.

5- إن السياسات النقدية فيما بعد الأزمات الاقتصادية تجاوزت الدور التقليدي بالسعي نحو الاستقرار النقدي من خلال أسعار الفائدة ومواجهة التضخم إلى تحقيق هدف أشمل وهو الاستقرار المالي والمصرفي بشكل عام وذلك من خلال السياسات الجديدة التي بدأت البنوك المركزية بإتباعها؛

6- إن استخدام آليات التمويل غير تقليدية أمر مفيد فقط في الظروف الاستثنائية، ولا يوجد مبرراً لاستخدامها في الظروف العادية، وأن البنوك المركزية ينبغي أن تهدف إلى إعادة السوق لحالته الطبيعية فقط؛

7- أدت آليات التمويل غير التقليدية إلى خروج رساميل مفاجئة من الاقتصاديات الناشئة التي تعاني تباطؤًا في النمو الاقتصادي، ما أدى إلى تراجع أسواق الأوراق المالية فيها وتدني قيمة عملاتها.

المراجع والإحالات:

1. علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية-الأدوات والأهداف-، المجلة الجزائرية للعملة والاقتصاد، جامعة الجزائر، العدد الرابع، ديسمبر 2004، ص56.
2. JEAN-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être**, International Journal of Central Banking, January 2013, pp 237-238.
3. Ronald McKinnon, and Zhao Liu, **Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series437, October 2013, P8 .
4. موسوعة ويكيديا، بتصرف، متاح على: <http://www.ar.wikipedia.org> 05/02/2014
5. DANIEL Gro (Director CEPS, Brussels, Belgium), **Currency Wars?**, Intereconomics6- 2010, P339.
6. Kapetanios, George, Haroon Mumtaz, Ibrahim Stevens, and Konstantinos Tehodoridis, **Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing**, Economic Journal 122, History 2012 ,pp 316-347.
7. Fratzscher, Marcel, Marco Lo Duca and Roland Straub, **A Global Monetary Tsunami? On the Spillovers of US Quantitative Easing**, European Central Bank ,November 2012.
- 8 - Jean-Pierre Danthine, Negative interest rates in Switzerland: what have we learned?, Paris School of Economics and CEPR, April, 2017, p 4 .
- 9 - سليمان الرستم، ترجمة احمد المفلاني؛ سياسة معدل الفائدة السالب، مجلة الباحثون السوريون، | www.syr-res.com?R9448 March 2016
- 10 - يانوس فاروفاكس؛ سياسات أسعار الفائدة السلبية؛ <http://kassiounpaper.com/economy/item/21034-2016-08-28>
- 11 - دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، نشرة الأسواق العالمية، سلطة النقد الفلسطينية، العدد السادس، الربع الثاني، تموز 2013، ص4.
- 12 - محمود عبد العزيز الأحمد، حرب العملات تظل برأسها مجددا، القبس الاقتصادي، يناير 2013، العدد 142.
- 13 - William J.Baumol and Alan S.Blinder, **Economics-principales and Policy**, seventh édition, Harcourt Brace collage Publisher, 1998, P822.
- 14 - هوزيه فينيلز، وسامون غراي، و كيلبي إيكلود، الفائدة السالبة في الاقتصاد، أبريل 2016، متاح على: <http://blog-montada.imf.org>
- 15 - Jana Randow and Simon Kennedy , **Negative Interest Rates**, mars 2017 -
- 16 - بقلم هوزيه فينيلز، و سامون غراي ، و كيلبي إيكلود، الفائدة السالبة في الاقتصاد، تاريخ التسجيل 12: أبريل 2016، متاح على: <http://blog-montada.imf.org> /page-id 125
- 17 - حامد عبد الحسين الجبوري، الفائدة السلبية مفهوماً وتأثيراً وتطبيقاً، مركز الفرات للتنمية والدراسات الإستراتيجية2016- /www.fcdrs.com ©
- 18 - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية 2003، ص 96.
- 19 - عادل احمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، ص 177 .
- 20 - Chaffel Jean, Marc Montoussé, Serge d' Agostino, Alain - Marc Huart, **100 fiches pour comprendre la mondialisation** , Editions Bréal, 2006,p 172.
- 21 - الدكتور صلاح عبد الرحمن الطالب، محاضرة في ندوة حول حرب العملات وأثرها على أداء الأسواق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية، عمان 10 يناير 2011.

²² -Rashmin Chandulal Sanghvi , **Currency Wars**, Executive Summary of the Paper Currency Wars, 24th January, 2011 at: http://www.rashminsanghvi.com/articles/economics-&investment/Indian_economics/currency_wars.html, sthash.ShtvrXQF.dpuf(09-02-2014)

²³ -Rashmin Chandulal Sanghvi , **Currency Wars**, Executive Summary of the Paper Currency Wars, 24th January, 2011 at: http://www.rashminsanghvi.com/articles/economics-&investment/Indian_economics/currency_wars.html, sthash.ShtvrXQF.dpuf(09-02-2014).

²⁴ - دوتاغوبتا روبا، وآخرون، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة ، قضايا اقتصاديا، صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية 2006، ص 15 .

²⁵ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 57 الصادرة في 12 أكتوبر 2017.

²⁶ - المرسوم التنفيذي رقم(18-86) المؤرخ في 05 مارس 2018، المتضمن آلية متابعة التدابير والاصلاحات الهيكلية في اطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، الجريدة الرسمية، العدد 15 الصادرة في 07 مارس 2018.

²⁷ - التمويل-غير-التقليدي-بنك-الجزائر-يكشف: متاح على <https://www.tsa-algerie.com/ar/> 2018/08/12

²⁸ - .banque of algéria , Bulletin monétaire et financier - 1er semestre 2018, P9