

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خلدون - تيارت

ميدان: علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير
شعبة: علوم إقتصادية
تخصص: إقتصاد نقدي ومالي



كلية: العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم إقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر

من إعداد الطلبة:

سمار خديجة

طريش هديل فتيحة

تحت عنوان:

السياسة النقدية وتداعياتها على الأسواق المالية
دراسة تحليلية للسوق المالي الجزائري خلال 2019-2024

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	أستاذ محاضر - أ - جامعة ابن خلدون تيارت	أ. مجدوب عبد الحميد
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر - ب - جامعة ابن خلدون تيارت	أ. شداد محمد
مناقشا	أستاذ محاضر - ب - جامعة ابن خلدون تيارت	أ. بلعيد شكيب

السنة الجامعية: 2025/2024

إهداء

إلى من كانوا سبب وجودي، وبهم اكتملت مسيرة حياتي،
إلى والديّ العزيزين اللذين لم يبخلا عليّ بالدعم والتشجيع والدعوات الصادقة،
إلى إخوتي وأخواتي الذين وقفوا إلى جانبي في كل اللحظات الصعبة،
إلى صديقاتي العزيزات اللاتي شاركنني الأفراح والهموم، وكان لهن أثر كبير في حياتي،
أهدي هذا العمل المتواضع،
تعبيراً عن خالص محبتي وتقديري وامتناني.

خديجة

إهداء

إلى نور حياتي، وأساس نجاحاتي،
إلى والديّ الغاليين، مصدر قوتي وأمني وأماني،
إلى إخوتي وأخواتي الذين شجعوني وآمنوا بقدراتي،
إلى صديقاتي الرائعات، رفيقاتي في رحلة الدراسة والكفاح،
أهدي هذا الجهد،
تعبيراً عن عميق شكري ومحبي،
راجيةً من الله أن يجزيهم عني خير الجزاء.

هديل فتيحة

شكر

نتقدم بخالص الشكر وعظيم التقدير إلى أستاذنا الفاضل المشرف شداد على جهوده المتميزة، وتوجيهاته القيّمة التي رافقتنا طيلة فترة إنجاز هذا العمل.

كما نتوجه بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة الأفاضل على ما بذلوه من جهد ووقت في مناقشة عملنا وإثرائه بملاحظاتهم البناءة.

ولا يفوتنا أن نشكر كافة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية بجامعة ابن خلدون – تيارت، الذين ساهموا في تكويننا العلمي والمعرفي.

كما نخصّ بالشكر كل من مدّ لنا يد العون، من قريب أو بعيد، راجين من المولى عز وجل أن يجزي الجميع خير الجزاء.

الفهرس

إهداء

شكر

الفهرس

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

أ..... مقدمة

الفصل الأول الإطار النظري للسياسة النقدية والأسواق المالية

9 تمهيد

10 المبحث الأول: مفاهيم حول السياسة النقدية

10 المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وأهدافها

14 المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية وأهميتها

16 المطلب الثالث: قنوات السياسة النقدية وأهدافها

22 المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

22 المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأنواعه

27 المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

30 المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي

33 خلاصة

الفصل الثاني

تداعيات السياسة النقدية على الأسواق المالية في الجزائر

35 تمهيد

36 المبحث الأول: دراسة حالة السوق المالي الجزائري

36 المطلب الأول: السياسة النقدية في الجزائر

39 المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر

المطلب الثالث: استجابة الأسواق المالية المحلية لهذه السياسات	41
المبحث الثاني: دراسة مقارنة دولية.....	45
المطلب الأول: تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية في الدول المتقدمة	45
المطلب الثاني: الدروس المستفادة لتطوير الأسواق المالية	48
المبحث الثالث: علاقة السياسة النقدية بالأسواق المالية	51
المطلب الأول: تأثير السياسة النقدية على سعر الفائدة	51
المطلب الثاني: تأثير السياسة النقدية على سوق السندات	55
المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية على سعر الصرف.....	61
خلاصة.....	69
خاتمة.....	70
المصادر والمراجع	75

ملخص

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01-02	تطور القاعدة النقدية والمعدل التوجيهي ونسبة الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	38
02-02	تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	40
03-02	تطور مؤشرات السياسة النقدية وأداء الأسواق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	42
05-02	أسعار الفائدة وأحجام الميزانيات	45
06-02	تغيرات مؤشرات الأسهم الرئيسية وعوائد السندات الحكومية لعشر سنوات في بعض الاقتصادات المتقدمة خلال الفترة (2019-2024)	46
07-02	المعدل التوجيهي، ومتوسط سعر الفائدة بين البنوك، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لأجل عام لدى المصارف العمومية	51
08-02	تطور العلاقة بين معدل التضخم، نمو القاعدة النقدية، نمو الائتمان للقطاع الخاص، وفجوة سعر الفائدة الحقيقية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	53
09-02	مقارنة بين أربع دول ناشئة - المغرب، مصر، تركيا، والجزائر	54
10-02	تطور إصدارات السندات الحكومية في الجزائر (2019-2024)	56
11-02	تطور عائدات السندات الحكومية في الجزائر (2019-2024)	57
12-02	تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في تحفيز سوق السندات بالجزائر	60
13-02	تطور سعر صرف الدينار الجزائري واحتياطي الصرف خلال الفترة (2019-2024)	61
14-02	تطور سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)	53
15-02	أدوات السياسة النقدية وتأثيرها على سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 2020-2024	65
16-02	تحليل مقارنة لجدول أداء السياسة النقدية وسعر الصرف في ثلاث دول ناشئة مُصدرة للمواد الأولية: الجزائر، نيجيريا، وكازاخستان، خلال عام 2023	67

قائمة الإشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01-01	تصنيفات سوق الأوراق المالية	23
01-02	منحنى بياني يمثل تطور القاعدة النقدية والمعدل التوجيهي ونسبة الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	38
02-02	منحنى بياني يمثل تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	40
03-02	منحنى بياني يمثل تطور مؤشرات السياسة النقدية وأداء الأسواق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)	42
04-02	منحنى بياني يمثل أسعار الفائدة وأحجام الميزانيات	46
05-02	منحنى بياني يمثل المعدل التوجيهي، ومتوسط سعر الفائدة بين البنوك، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لأجل عام لدى المصارف العمومية	52
06-02	منحنى بياني يمثل تطور إصدارات السندات الحكومية في الجزائر (2019-2024)	56
07-02	منحنى بياني يمثل تطور سعر صرف الدينار الجزائري واحتياطي الصرف خلال الفترة (2019-2024)	62
08-02	منحنى بياني يمثل تطور سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)	64

حق ك حة

شهد الاقتصاد الجزائري، منذ بداية الألفية الثالثة، موجات متلاحقة من الإصلاحات المالية والنقدية، استهدفت في مجملها تقليص الاعتماد المزمّن على عائدات النفط والغاز وإرساء قواعد استقرار كلي أكثر صلابة. بدأ المسار بتعديل قانون القرض والنقد وتحرير تدريجي لسعر الصرف، ثم تعزز بتأسيس لجنة للرقابة الاحترازية وبرامج لإعادة رسملة البنوك العمومية. وعلى المستوى النقدي، اتسع نطاق أدوات بنك الجزائر، فانقل من إدارة مباشرة للأسعار إلى توظيف المعدّل التوجيهي وعمليات السوق المفتوحة وإجراءات امتصاص السيولة من أجل احتواء التضخم وضبط الكتلة النقدية.

غير أنّ تطوير القطاع المالي لم يواكب سرعة الإصلاح النقدي؛ إذ تُبين البيانات أنّ رسملة بورصة الجزائر لم تتخطّ 0.2 % من الناتج المحلي بنهاية 2024، وعدد الشركات المدرجة بقي محدودًا، في حين ظلّت سوق السندات محكومةً بالاكتمال المغلق داخل البنوك العمومية مع شبه غيابٍ للتداول الثانوي. هذا الخلل في العمق والسيولة حرم السياسة النقدية من قناةٍ مهمّةٍ كان يمكن أن تُسرّع انتقال أثرها إلى أسعار الأصول وإلى تمويل الاستثمارات طويلة الأجل.

الفترة 2019-2024 كشفت عن مفارقةٍ لافتةٍ بين مسار المؤشرات النقدية وحركة الأسواق. فقد ارتفع معدّل التضخم إلى مستوى يفوق 9 % سنة 2022، وقفزت القاعدة النقدية بأكثر من 18 % سنة 2021، مدفوعةً بتمويلات الخزينة وتخفيف الشروط الاحتياطية خلال أزمة «كوفيد-19». ومع ذلك، ظلّ حجم التداول في البورصة محدودًا، وحافظ منحنى عوائد السندات الحكومية على مستوياتٍ شبه ثابتةٍ حول 4 %، ما يوحي بأنّ وفرة السيولة لم تجد منفذًا استثماريًا داخل السوق المالي الرسمي.

تزامن هذا التباين مع عودةٍ نسبيةٍ لارتفاع أسعار النفط ابتداءً من 2022، ما أتاح للبنك المركزي حياة احتياطاتٍ مريحةٍ والتدخل في سوق الصرف لكبح تقلّبات الدينار. لكنّ هذه الوفرة لم تُترجم إلى تعميق أدوات التمويل المحلي أو تنويع محافظ المستثمرين؛ إذ بقي معظم الادّخار موجّهًا إمّا إلى القنوات المصرفية التقليدية قليلة العائد الحقيقي، أو إلى الأصول العينية كالعقار والذهب.

في ضوء هذا السياق، يبرز تساؤلٌ أساسيٌّ حول مدى فاعلية السياسة النقدية، بآلياتها الحالية، في تحريك السوق المالي الجزائري وجعله منصةً حقيقيةً لاستيعاب السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج؛ وهو تساؤلٌ يُهمّد لدراسةٍ أعمق تتناول طبيعة العلاقة بين القرارات النقدية وأنماط التمويل في الاقتصاد الوطني.

ومن هذا المنطلق نطرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى تُسهم السياسة النقدية المطبقة في الجزائر خلال الفترة (2019-2024) في تنشيط السوق المالي وتحفيز أدواته المختلفة على الاستجابة للتغيرات النقدية؟؟

أولاً: التساؤلات الفرعية:

وفي ضوء ما سبق تقتضي طبيعة الدراسة طرح عدد من التساؤلات الفرعية التي تهدف إلى تفصيل الإشكالية المطروحة وهي:

1. إلى أي حدّ ينتقل تغيّر سعر الفائدة الأساسي إلى أسعار الفائدة بين البنوك وكلفة القروض المقدّمة للقطاع الخاصّ؟
2. كيف تتفاعل عوائد السندات الحكوميّة والشركاتيّة مع قرارات بنك الجزائر المتعلقة بامتصاص السيولة أو ضخّها؟
3. ما أثر تدخّلات البنك المركزيّ في سوق الصرف على استقرار سعر الدينار، وما علاقة ذلك بمستوى الاحتياطيات الأجنبيّة؟
4. ما العوائق البنيويّة—كالرسمة المحدودة، وضعف التداول، وهيمنة البنوك العموميّة—التي تُبطئ انتقال أثر السياسة النقدية إلى السوق الماليّ؟
5. ما الدروس المستفادة من تجارب دولٍ ناشئةٍ مشابهة يمكن توظيفها لتعميق السوق الماليّ الجزائريّ وتفعيل قنوات السياسة النقدية؟

ثانياً: الفرضيات:

6. لا تنتقل تغييرات أدوات السياسة النقدية (سعر الفائدة وعمليات السوق المفتوحة) انتقالاً كاملاً إلى أسعار الفائدة السوقية بسبب فائض السيولة في الجهاز المصرفي.
7. ضعف السوق الثانوية للسندات يمنع منحى العائد من الاستجابة الفعلية لأيّ تشديد أو تيسير نقديّ.
8. استقرار سعر صرف الدينار يعتمد أساساً على التدخّل المباشر ووفرة الاحتياطيات الأجنبية أكثر من اعتماده على قوى السوق الحرة.

ثالثاً: أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف وهي:

9. قياس مدى استجابة أسعار الفائدة السوقية، وعوائد السندات، وسعر الصرف للتغيّرات التي يجريها بنك الجزائر على أدواته النقدية خلال الفترة (2019-2024).
10. تحليل قوة قنوات الانتقال النقدي في الاقتصاد الجزائري—وخاصة قناة سعر الفائدة، سوق السندات، وسوق الصرف—ومقارنتها بالمعايير المتعارف عليها دولياً.

11. تشخيص العوامل البنوية والمؤسسية (ضيق الرسمة، ضعف السيولة، هيمنة التمويل المصرفي التقليدي) التي تحدّ من تفاعل السوق المالي مع القرارات النقدية.

12. تقديم مقترحات عملية لتعميق السوق المالي ورفع كفاءته، بما يمكن السياسة النقدية من أداء دور أكثر فاعلية في توجيه السيولة نحو الاستثمار المنتج وتحقيق الاستقرار السعري.

رابعاً: أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذه الدراسة في كونها تتناول جانباً قليل البحث يتمثل في كيفية انتقال أثر السياسة النقدية إلى السوق المالي الجزائري خلال السنوات الأخيرة، ما يزود الأدبيات الاقتصادية بمعطيات حديثة وقياسات كمية محدثة تساعد الباحثين على فهم أعمق للعلاقة بين قرارات بنك الجزائر وحركة الأصول المالية. وعلى الصعيد التطبيقي، يمنح التحليل القائم مسؤولي البنك المركزي ووزارة المالية صورة واضحة عن أوجه القصور البنوية—مثل ضيق الرسمة وضعف السيولة وهيمنة التمويل المصرفي التقليدي—مما يمكنهم من صياغة إجراءات إصلاحية أدق لتوجيه السيولة نحو الاستثمار المنتج وتقليص الضغوط التضخمية. وإلى جانب ذلك، تسهم النتائج المتوقعة في ترسيخ مسار تنويع الاقتصاد بعيداً عن المحروقات، من خلال إبراز دور تعميق السوق المالي في تعبئة المدّخرات الوطنية ودعم مشروعات النمو المستدام وخلق فرص عمل ذات قيمة مضافة.

خامساً: أسباب اختيار الموضوع:

1. أسباب ذاتية: الاهتمام الشخصي بالموضوع نظراً لارتباطه بمجال التخصص، الرغبة في التعمق والاحاطة بالموضوع، محاولة معالجة الموضوع لما له من أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني.

2. أسباب موضوعية: ندرة الدراسات الميدانية الحديثة التي تقيس بصورة كمية انتقال أثر السياسة النقدية إلى السوق المالي الجزائري بعد جائحة «كوفيد-19»؛ إضافة إلى التحوّلات الواضحة في مؤشرات التضخم والسيولة خلال الفترة 2019-2024 وما صاحبها من توسّع في أدوات بنك الجزائر، وهو ما يستدعي بحثاً يربط بين القرارات النقدية ومحدودية تفاعل البورصة والسندات، ويقدم توصيات عملية لدعم برنامج الحكومة في تعميق السوق وتمويل النمو بعيداً عن المحروقات.

سادساً: حدود الدراسة:

1. حدود مكانية: يقتصر التحليل على البيئة المالية الجزائرية، اعتماداً على البيانات الرسمية الصادرة عن بنك الجزائر، وبورصة الجزائر، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، ووزارة المالية، من دون التوسّع في أسواق الدول المجاورة أو الأسواق الدولية.

2. حدود زمنية: تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من (2019-2024).

سابعاً: منهج الدراسة:

اعتمدت هذه الدراسة المنهج الوصفي-التحليلي؛ إذ جرى توظيف الشقّ الوصفي لعرض المفاهيم الأساسية وأطر السياسة النقدية وآليات عمل الأسواق المالية، واستعراض التطورات التشريعية والمؤسسية ذات الصلة في الجزائر. أما الشقّ التحليلي فاستند إلى معالجة بيانات بنك الجزائر، وبورصة الجزائر، ووزارة المالية، ولجنة COSOB للفترة 2019-2024، متتبّعاً تطوّر مؤشرات السيولة، أسعار الفائدة، عوائد السندات، ورسملة الأسهم. وقد استُخدمت الأدوات الإحصائية الملائمة—مثل سلاسل الاتجاه العام، معاملات الارتباط، والانحدار الخطي البسيط—لفحص قوة قنوات الانتقال النقدي وربطها بتقلّبات السوق المالي.

ثامناً: الدراسات السابقة:

من بين الدراسات التي تم الاعتماد عليها لإنجاز البحث نذكر:

1. دراسة عزّي جمال (2022) بعنوان: السياسة النقدية وأثرها على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2020، والتي عالجت الإشكالية التالية: إلى أي مدى تؤثر أدوات السياسة النقدية على مؤشرات النمو الاقتصادي في الجزائر؟

حيث توصلت إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة عكسية ضعيفة بين معدل إعادة الخصم والنتائج المحلي الإجمالي.

- عدم فعالية سياسة الاحتياطي الإلزامي في ضبط الكتلة النقدية خلال فترات التوسع النقدي.

2. دراسة لعور عبد الحق (2020) بعنوان: تأثير أدوات السياسة النقدية على الكتلة النقدية في الجزائر، والتي عالجت الإشكالية التالية: ما مدى تأثير كل من المعدل التوجيهي، عمليات السوق المفتوحة، والاحتياطي الإلزامي على حجم الكتلة النقدية؟

حيث توصلت إلى النتائج التالية:

- أن المعدل التوجيهي له تأثير معنوي ولكن محدود على الكتلة النقدية.

- التغير في حجم عمليات السوق المفتوحة لم يكن له تأثير فوري بسبب ضعف سوق السندات.

دراسة بولنوار نوال (2023) بعنوان: تفعيل السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر - تحديات وآفاق، والتي تناولت الإشكالية التالية: هل يمكن للسياسات غير التقليدية مثل التمويل غير المباشر أن تساهم في تحسين فعالية السياسة النقدية؟

حيث توصلت إلى النتائج التالية:

- أن التمويل غير التقليدي أدى إلى ارتفاع مؤقت في السيولة دون تأثير واضح على الاستثمار الحقيقي.
- استمرار ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في ظل غياب أسواق مالية متطورة.

مقارنة مع الدراسة الحالية:

تتميز هذه الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بتركيزها التحليلي على الفترة الممتدة من 2019 إلى 2024، وهي فترة اتسمت بتغيرات نقدية عميقة على خلفية جائحة كورونا، عودة التضخم، وتعديلات متتالية في السياسة النقدية. كما أنها تتفرد بمعالجة العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية بشكل مباشر، وهو ما أغفلته معظم الدراسات السابقة التي ركزت إما على الكتلة النقدية أو النمو الاقتصادي دون التطرق إلى القنوات المالية. وتوظف الدراسة مقارنة تحليلية كمية عبر تحليل تطور المؤشرات النقدية والمالية في الجزائر، بالإضافة إلى مقارنة إقليمية ودولية، مما يمنحها بُعدًا تطبيقيًا أكثر شمولًا.

تاسعا: صعوبات الدراسة:

واجه البحث جملةً من التحديات أبرزها نقص البيانات الإحصائية المحدثة والدقيقة، ولا سيما تلك المتعلقة بحجم التداول اليومي في بورصة الجزائر، وعوائد السندات حسب الآجال، وتفاصيل عمليات السوق المفتوحة التي ينفذها بنك الجزائر. كما لاحظنا تفاوتًا بين الأرقام المنشورة من بنك الجزائر وتلك الصادرة عن وزارة المالية أو لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، سواء في منهجية احتساب الرسملة السوقية أو في تصنيف الأدوات المالية، ما استلزم جهدًا إضافيًا لتوحيد السلاسل الزمنية ومراجعة الفجوات. إضافةً إلى ذلك، يظلّ رصيدُ الأدبيات المحلية حول قنوات الانتقال النقدي محدودًا، الأمر الذي فرض الاعتماد على مراجع دولية وإجراء مقارنات حذرة مع تجارب أسواق ناشئة أخرى.

عاشرا: هيكل الدراسة:

للاحاطة بالموضوع من كل جوانبه تم تقسيم الدراسة إلى فصلين تضمن كل منهما ما يلي:

تتوزع هذه الدراسة في بنائها العام على فصلين مترابطين يكمل أحدهما الآخر، بحيث يوفر كل فصل الأساس الضروري لفهم ما يليه. جرى تصميم هذا الهيكل ليغطي، أولاً، الخلفية النظرية التي يقوم عليها التحليل، ثم ينتقل، ثانياً، إلى التطبيق العملي والاختبار القياسي في السياق الجزائري خلال الفترة 2019-2024. الهدف من هذا التقسيم هو الانتقال المنطقي من العام إلى الخاص ومن المفاهيم إلى الوقائع، بما يسمح للقارئ باكتساب صورة متكاملة عن موضوع السياسة النقدية وعلاقتها بالأسواق المالية.

الفصل الأول يمثل الإطار النظري؛ إذ يُعرّف في مبحثه الأول السياسة النقدية مع بيان أهدافها وأدواتها وقنوات انتقالها المختلفة، ثم يعرض في مبحثه الثاني الأسس الخاصة بسوق الأوراق المالية، من حيث تعريفها وأنواعها والأدوات المتداولة فيها والدور الذي تضطلع به في تمويل الاقتصاد. هذا الفصل يقدم بذلك قاعدة

مفاهيمية متينة تُمكن الباحث من فهم الآليات التي يُفترض أن تربط قرارات بنك الجزائر بحركة الأصول المالية وأسعارها.

أما الفصل الثاني فيركّز على الواقع التطبيقي، فيستهلّه بمبحثٍ يُحلّل حالة السوق المالي الجزائري، متتبّعاً تطوّر أدوات السياسة النقدية وبنية البورصة وسيولة السندات خلال الفترة محل الدراسة. ثم ينتقل إلى مبحث مقارنة دولية مقنضبة تُبرز أوجه الشبه والاختلاف بين الجزائر ودول ناشئة مُصدّرة للمواد الأولية، قبل أن يختم بمبحثٍ ثالث يربط فعلياً بين السياسة النقدية والأسواق المالية عبر قنوات سعر الفائدة والسندات وسعر الصرف، مستنداً إلى بيانات قياسية لاختبار الفرضيات واستنباط النتائج. ويُختتم هذا الفصل بخلاصة مركّزة تتضمّن أهمّ الاستنتاجات والتوصيات الكفيلة بتعميق السوق المالي وتحسين فعالية انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر.

الفصل الأول

الإطار النظري للسياسة النقدية والأسواق
المالية

تمهيد

تُعد السياسة النقدية أحد المرتكزات الأساسية التي تقوم عليها الإدارة الاقتصادية الكلية، حيث تلعب دوراً حيوياً في التأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية، كالنمو الاقتصادي، التشغيل، والاستقرار السعري. وقد حظيت باهتمام واسع من قبل الاقتصاديين وصناع القرار نظراً لما لها من قدرة على إعادة التوازن إلى الاقتصاد الكلي من خلال أدواتها المختلفة، لاسيما في فترات التقلبات الاقتصادية.

وفي السياق الجزائري، برزت أهمية السياسة النقدية بشكل خاص منذ بداية تطبيق إصلاحات التكيف الهيكلي، حيث أضحت الأداة الأهم التي تستخدمها السلطات النقدية، ممثلة في بنك الجزائر، للتحكم في حجم السيولة النقدية، وضبط مستويات التضخم، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي. كما ظهرت الحاجة الماسة لفهم قنوات انتقال السياسة النقدية، باعتبارها الوسيط الذي ينقل أثر القرارات النقدية إلى الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

وانطلاقاً من هذا المعطى، يسعى هذا الفصل إلى تقديم الإطار النظري المفاهيمي للسياسة النقدية، من خلال التطرق إلى تعريفها وأهدافها، أدواتها الكمية والكيفية، إضافة إلى قنوات تأثيرها على الاقتصاد، مع التطرق كذلك إلى المفاهيم الأساسية المرتبطة بسوق الأوراق المالية، أنواعه، أدواته ودوره الحيوي في دعم التنمية الاقتصادية. وذلك من خلال ما يلي:

- **المبحث الأول:** مفاهيم حول السياسة النقدية
- **المبحث الثاني:** ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم حول السياسة النقدية

تُعد السياسة النقدية من أبرز أدوات التدخل الاقتصادي التي تلجأ إليها السلطات النقدية في سبيل تحقيق الاستقرار الكلي، إذ تمثل أحد أهم المحاور الأساسية للسياسات الاقتصادية المعتمدة لضبط الدورة الاقتصادية من خلال التحكم في الكتلة النقدية وأسعار الفائدة والائتمان، بما ينعكس على مستويات الطلب الكلي والإنتاج والتشغيل.

وفي ظل تعاظم دور البنوك المركزية، أضحت السياسة النقدية تتبوأ موقعاً ريادياً في صياغة التوجهات الاقتصادية، لاسيما في الدول النامية التي تسعى إلى بلوغ أهدافها التنموية ضمن بيئة مالية غير مستقرة نسبياً. وقد تنامي هذا الدور في الجزائر خاصة مع بدايات تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والتحول نحو اقتصاد السوق، مما أضفى على السياسة النقدية طابعاً جديداً يتجاوز المفهوم التقليدي المرتبط فقط بالإصدار النقدي، ليشمل الرقابة الفعالة على أدوات الائتمان وتنظيم السيولة.

وعليه، يهدف هذا المبحث إلى الإحاطة بالمفاهيم النظرية الأساسية المرتبطة بالسياسة النقدية، من خلال الوقوف على تعدد تعريفاتها، واستعراض مختلف أهدافها ضمن السياق الجزائري، ثم التطرق إلى أدواتها الكمية والكيفية، وأخيراً توضيح آليات تأثيرها عبر القنوات المختلفة على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وأهدافها

أولاً: تعريف السياسة النقدية:

تعددت تعاريف السياسة النقدية ومنها ما يلي:

عرفها الاقتصادي (G. Bash) على أنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية (G.Bash 1950.35).

كما عرفت السياسة النقدية بأنها "العمل الذي يستخدم المراقبة عرض النقود من البنك المركزي وذلك كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية (Patat, 1987, p. 277)

وتعرف أيضاً بأنها تلك السياسة التي لها التأثير على الاقتصاد بواسطة النقود والتي تستعمل العلاقة النقود - الدخل (De Mourgues, 1987,p. 227)

وعرفها الاقتصادي Einzig على أنها السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي (Einzig, 1964,p. 50)

هي تنظيم كمية النقود المتوفرة في المجتمع بغرض تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على البطالة و تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات و المحافظة على استقرار الأسعار . (الموسوي، 2014، صفحة 73)

. تعريف Kent: هي مجموعة الوسائل التي و القرارات التي تتخذها الإدارة النقدية المراقبة عرض النقد لغرض بلوغ هدف اقتصادي معين . (السامرائي، صفحة 155)

. الإجراءات المعتمدة للحكومة أو السلطات النقدية الإدارة عرض النقود وسعر الفائدة، وذلك بهدف تحقيق أو المحافظة على التوظيف الكامل دون تضخم . (غدير، 2010، صفحة 31)

. تعرف على أنها مجموعة الإجراءات والأدوات المتخذة من طرف الدولة بواسطة السلطة النقدية لديها، بهدف التحكم والسيطرة على الوضعية الاقتصادية بما يحقق الاستقرار النقدي خصوصا والاستقرار الاقتصادي عموما.

أو هي الإجراءات الضرورية التي تتيح للسلطات النقدية التحكم في المعروض النقدي، سواء كان في حالة التوسع أو الانكماش، بما يتناسب مع احتياجات الفاعلين الاقتصاديين.

هي سياسة تستهدف الحفاظ على الأوضاع النقدية والائتمانية الملائمة التي ينتج عنها اقتصاد نو عمالة عالية ومعدل نمو كبير، واستقرار في أسعار الصرف. (بوز عرور، 2015، صفحة 95)

مما سبق يمكن القول أن السياسة النقدية تتمثل في مجموعة الإجراءات والتدابير المتعلقة بتنظيم عملية الإصدار النقدي والرقابة على الائتمان، بحيث لا يمكن الفصل بين النقد والائتمان في التأثير الذي تمارسه السياسة النقدية على حركة الأسعار، وتمتد إجراءاتها إلى الرقابة على المتاح من الكميات النقدية المتداولة والائتمان والتأثير في حجمها وكيفية استخدامها بشكل يتلاءم مع تحقيق الأهداف الاقتصادية للسياسات الاقتصادية المرسومة لتحقيق العمالة الكاملة، وزيادة الناتج الكلي والدخل القومي الحقيقي، ومن ثم التأثير في حركة المتغيرات الأساسية في الاقتصاد القومي، ضمان التحقيق الاستقرار الاقتصادي ومنعاً لحدوث التقلبات الاقتصادية العنيفة وتثبيتاً المستويات الأسعار السائدة وضبط المعروض النقدي في النظام النقدي والاقتصاد ككل.

ثانيا: أهداف السياسة النقدية في الجزائر :

لقد باتت السياسة النقدية من أكثر المفاهيم و المواضيع تداولاً في الحياة السياسية والاقتصادية والأكاديمية للعديد من دول العالم ، لما لها من أبعاد . من حيث الإصلاحات الاقتصادية للدولة وجهودها التنموية، مما جعل العديد من الدول من بينها الجزائر تولي اهتماما بالغا لها من أجل إرساء وإنجاح برامج التكيف الهيكلي وأهداف التنمية و ذلك من خلال بناء وتعزيز سيادة القانون والربط بين الإصلاح السياسي والتنمية الشاملة الاقتصادية.

1. أهداف السياسة النقدية الأولية :

تعتبر المتغيرات النقدية أدوات يمكن الوصول إليها والتحكم فيها بشكل فعال من خلال استخدام أدوات مناسبة يوظفها البنك المركزي لتحقيق الأهداف النهائية. وتتمثل هذه الأهداف الأساسية في النقاط التالية:

أ. مجتمعات الاحتياطيات النقدية:

تشمل القاعدة النقدية، احتياطيات الودائع الخاصة، وأخيرا الاحتياطيات غير المقرضة. (سجل، 1987، صفحة 293)

تتكون القاعدة النقدية من الأوراق النقدية، النقود المساعدة، الودائع، والاحتياطيات المصرفية لدى البنك المركزي بالإضافة إلى النقود الموجودة في خزائن البنوك. أما احتياطيات الودائع الخاصة، فهي تمثل الاحتياطيات الإجمالية بعد خصم الاحتياطيات الإلزامية لدى البنك المركزي والودائع في البنوك الأخرى في حين أن الاحتياطيات غير المقرضة تعبر عن الاحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطيات المقرضة (مفتاح، 2005، صفحة 124)

ب. ضبط ظروف سوق النقد :

تتألف هذه المجموعة من معدل الأرصدة البنكية الاحتياطيات الحرة، وأسعار الفائدة، حيث يخضع الأخير الرقابة صارمة من قبل البنك المركزي. وعندما نتحدث عن ظروف سوق النقد، فإننا نشير إلى قدرة المقترضين واستجابتهم لنمو معدل الائتمان، بالإضافة إلى أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى (الناقة، 2000، صفحة 134). أما الاحتياطيات الحرة، فهي تعبر عن الفوائض الاحتياطية التي تمتلكها البنوك لدى البنك المركزي، بعد خصم الاحتياطيات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي، وتعرف هذه النسبة بصافي الاقتراض (مفتاح، 2005، صفحة 124)

2. أهداف السياسة النقدية الوسيطة :

وهي تلك المتغيرات النقدية التي تكون تحت المراقبة الدائمة حيث يتم ضبطها والتأثير عليها من طرف البنك المركزي قصد الوصول للأهداف النهائية (pierre, 1987 p.299)

هذه المتغيرات تتمثل في :

أ. معدل الفائدة :

هذا المتغير يُعتبر الأكثر دقة في قياس معدل الفائدة المناسب للاقتصاد هذا من جهة و من جهة أخرى تعتبر معدلات الفائدة أداة من أدوات السياسة النقدية، حيث تستخدم لأغراض داخلية وخارجية في آن واحد. (ملاك، 2000، صفحة 193)

ب. سعر الصرف :

يعتبر سعر صرف العملة الوطنية مؤشراً إيجابياً على الأوضاع الاقتصادية للبلاد. كما يمكن أن تسهم السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي العام من خلال تدخل منهجي يهدف إلى رفع سعر الصرف مقابل العملات الأجنبية، مما قد يساعد في تقليل التضخم، وهو الهدف النهائي للسياسة النقدية، إذ أن انخفاض أسعار الصرف يُحسن من وضع ميزان المدفوعات، كما أن استقرار سعر الصرف يعد ضماناً لاستقرار الاقتصاد الوطني في علاقته بالعالم الخارجي.

ج. المجمعات النقدية :

تشير المجمعات النقدية إلى مؤشرات إحصائية تعكس كمية النقود المتداولة في البلاد، مما يعكس قدرة المؤسسات المالية المقيمة على الإنفاق. تشمل هذه المجمعات وسائل الدفع المتاحة لهذه المؤسسات، ومن بين هذه الوسائل، وسائل التوظيف التي يمكن تحويلها بسرعة وسهولة ودون أي مخاطر أو خسائر في القيمة.

3. الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تظهر الأهداف النهائية للسياسة النقدية كنتيجة لتحقيق الأهداف الأولية والوسيطية. وفيما يلي تستعرض هذه الأهداف النهائية.

أ. استقرار الأسعار :

تعمل السلطات النقدية على تقليل التقلبات والصناعات الحادة والمستمرة في المستوى العام للأسعار، نظراً لما تسببه هذه التغيرات من آثار سلبية على مستويات الدخل والثروة والموارد الاقتصادية، مما يؤثر بدوره على الأداء العام للاقتصاد.

ب. تشجيع النمو الاقتصادي :

تسعى جميع حكومات العالم إلى تحقيق هدف يتمثل في زيادة مستمرة ومناسبة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من عام إلى آخر، مما يسهم في رفع متوسط دخل الفرد الحقيقي. تقوم السياسة النقدية بإجراء تعديلات على احتياطات البنوك النقدية، وبالتالي على عرض النقود، من خلال التحكم في سعر الفائدة الذي يؤثر على حجم الاستثمار. لذا، نجد أن السياسة النقدية التوسعية يمكن أن تحافظ على مستويات منخفضة السعر الفائدة، مما يشجع على زيادة الطلب على الاستثمار والائتمان، وبالتالي يسهم في تحسين النمو الاقتصادي. (عجمي، العناني، 2009، صفحة 260)

ج. تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات :

هو ذلك السجل الذي يُسجل فيه جميع المعاملات الاقتصادية التي تجري بين المقيمين في دولة معينة والدول الخارجية خلال فترة زمنية محددة، وعادة ما تكون هذه الفترة سنة. (شليبي، 1992، صفحة 95)

عندما يحدث عجز في ميزان المدفوعات، يمكن للسياسة النقدية أن تتدخل لمعالجة هذا العجز من خلال مجموعة من الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي من بين هذه الإجراءات البارزة هو رفع سعر إعادة الخصم، مما يحفز البنوك التجارية على زيادة أسعار الفائدة على القروض. يؤدي هذا الإجراء إلى تقليل حدة الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يسهم في انخفاض المستوى العام للأسعار في البلاد. ونتيجة لذلك، يتم تعزيز الصادرات المحلية وتقليل الطلب على السلع المستوردة. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة محلياً يعزز من تدفقات رؤوس الأموال، مما يساعد في معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات.

د. الوصول لمستوى عال من التشغيل والعمالة :

يُعرف مستوى العمالة الكاملة بأنه المستوى الذي يتمكن فيه كل شخص قادر وراغب في العمل من العثور على فرصة عمل، في هذا السياق، تلعب السياسة النقدية دوراً حيوياً في تحقيق هذا المستوى من التشغيل الكامل، مما يسهم في تقليل معدلات البطالة. يتم ذلك من خلال زيادة الطلب الكلي الفعال وتعزيز الاستثمار. ومن أبرز الوسائل المستخدمة لتحقيق ذلك هي زيادة المعروض النقدي، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، وهو ما يشجع رجال الأعمال على الاستثمار وبالتالي يساهم في تقليص البطالة.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية وأهميتها.

يطلق على الأجهزة المسؤولة عن إدارة شؤون النقد والائتمان مصطلح السلطات النقدية، وهي تتكون من البنك المركزي والخزينة العمومية ووزارة المالية. ويعتمد بنك الجزائر في التأثير على حجم الائتمان وتوزيعه داخل الاقتصاد الوطني على مجموعة من الأدوات ويعتبر البنك المركزي المسؤول المباشر عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية، ويقوم باستخدام أدوات لتحقيق أهدافا مرسومة، ويمكن أن نصنف هذه الأدوات إلى أدوات كمية وأدوات كيفية نوعية) وأدوات مباشرة وأخرى مباشرة وفيما يلي استعراض لأهم هذه الأدوات:

أولاً: الأدوات الكمية للسياسة النقدية:

1. إعادة الخصم:

طبق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1839 م ، وطوره بنك إنجلترا سنة 1847 ، ليكون كوسيلة المسيطرة على الائتمان ، وهو السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة الخصم للأوراق التجارية و الأدونات الحكومية للبنوك (بغداوي بوكرشاوي و عيسى، 2022، صفحة 99)

تعتبر هذه الأداة من أكثر الأدوات أهمية من حيث استخدامها وتأثيرها على الائتمان المصرفي، وقد نص قانون القرض والنقد بأنه يمكن للبنك المركزي أن يقوم بعمليات إعادة الخصم، كما تم توضيح السندات التي يمكن إعادة خصمها فيما يلي:

- سندات تجارية مضمونة من قبل الجزائر أو دولة أجنبية ناتجة عن تبادل حقيقي للمسلع والخدمات
- سندات قرض قصيرة الأجل لمدة أقصاها سنة أشهر ويمكن تحديد هذه العمليات على أن لا تتعدى ثلاث سنوات يجب أن تحمل السندات توقيع شخصين طبيعيين أو معنويين ذوي ملاءة ويجب أن تهدف هذه القروض إلى تطوير وسائل الإنتاج وتحويل الصادرات أو إنجاز السكن
- سندات عامة لا تتعدى الفترة المتبقية لاستحقاقها ثلاثة أشهر.

2. عمليات السوق المفتوحة :

ظهرت بعد الحرب العالمية الأولى، ويقصد بها قيام البنك المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية ، الذهب والعملات الأجنبية والسندات العمومية ، واذونات الخزينة في السوق النقدية أو المالية بغرض التأثير على الائتمان . (خليل 2014 صفحة 97)

3. الاحتياطي النقدي القانوني :

جاء في قانون النقد و القرض في نص المادة 93 أن تلتزم البنوك التجارية فتح حساب مغلق و خاص لتكوين احتياطي ، حسب التعليم رقم 19-2001 المؤرخة في 14 فيفري 2019 قاله بموجبها تم رفع نسبة الاحتياطي إلى 9612 ، تتجاوز الاحتياطات الإلزامية 1425 مليار دينار جزائري (إكن 2022 صفحة 15)

ثانيا الأدوات الكيفية للسياسة النقدية

يستخدم البنك المركزي أدوات كيفية أو نوعية للتأثير على اتجاه الائتمان وليس حجمه الكلي، وهذه الأدوات كثيرة يمكن أن تلخصها في أداتين هما سياسة تأطير القرض والسياسة الانتقائية للقرض

1. . سياسة تأطير القرض:

تهدف هذه السياسة إلى تحديد نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهو القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، ويسعى أيضا تخصيص الائتمان ولم تشمل هذه الأداة تحديد المبلغ المتاح لكل طلب للقرض فقط، بل أيضا تقليص الفقرة الزمنية للأوراق التجارية الصالحة لإعادة الخصم (Patat, 1987, p. 328)

2. . السياسة الانتقائية للقرض:

تستعمل لتجنب التأثير الشامل الذي تخلفه الأدوات الكمية، وبالتالي فهي تقوم بوضع حدود أو قيود على منح القروض العمليات معينة، ومنحها لقطاعات مهمة في الاقتصاد الوطني، ولهذا تبدو فعاليتها في التأثير على توزيع القروض بين الأنشطة المختلفة، كما أن هذه الأدوات مكملات الأدوات الرقابية الكمية ولكن هذه الأدوات لا تتمتع بنجاح كبير. وإنما تتوقف على طالبي القروض أو المستفيدين من القروض عندما يقومون باستعمال هذه القروض في الهدف المتفق عليه مع البنك، وإلا فالنتيجة لا تكون مرضية لزيادة فعالية أدوات الرقابة الكيفية

ثالثا الأدوات الأخرى للسياسة النقدية

تستخدم السلطات النقدية إجراءات أخرى مباشرة وهذا ما يسمى بالرقابة المباشرة ومن أهم هذه الأدوات المباشرة المستخدمة ما يلي:

- تقديم نصائح وإرشادات مباشرة إلى البنوك والمؤسسات المالية بصفة عامة و يسعى راسمو السياسة النقدية إلى التأثير على البنوك والمؤسسات المصرفية من خلال سياسة الإقناع الأدبي، أو كما تسمى أيضا بسياسة المصارحة(شافعي 1978، الصفحات 314-316)
- يقوم البنك المركزي بعملية التفتيش المباشر على عمليات البنوك بشكل دوري أو حسب الحاجة (رفعت المحجوب. 1994، صفحة 195)
- يستعمل البنك المركزي لتسيير شؤون النقد التشاور مع البنوك التجارية وخاصة عند صياغة السياسة الفرضية أو الائتمانية للجهاز المصرفي.

المطلب الثالث: قنوات السياسة النقدية وأهدافها

يحتاج القائلون على السياسة النقدية الى فهم دقيق للمسار الذي تسلكه قراراتهم لبلوغ الأهداف النهائية، إضافة إلى الزمن اللازم لذلك، ما يعطي أهمية كبيرة لقنوات انتقال آثار السياسة النقدية، باعتبارها الصلة الرئيسة بين تغيرات السياسة النقدية وأهدافها النهائية.

وتُعرف آلية تأثير السياسة النقدية بأنها تلك العملية التي يُنقل من خلالها أثر قرارات السياسة النقدية إلى تغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل التضخم. (Taylor, 1995,p15) عادة بعد فترات زمنية طويلة ومتغيرة، ويعتبر الفهم الجيد لمختلف القنوات شرطا ضروريا لتنفيذ سياسة نقدية فعالة، لأنه سيسمح بتكوين رأي حول نطاق وتوقيت تأثير قرار السياسة النقدية على الأهداف المراد تحقيقها.

يبدأ تسلسل الأسباب والنتائج في أية آلية لانتقال الآثار النقدية بتغيرات في سعر الفائدة للسياسة النقدية، وما يعقبها من تغيرات في أوضاع سوق النقد، كالتغير الحاصل في الاحتياطات المصرفية، أو عرض النقد

والطلب عليه، ما يترك بدوره آثارا مهمة على أسعار الفائدة السائدة في السوق، وتتغير تبعا لذلك أسعار الفائدة الحقيقية الطويلة الأجل، وهذا ما سينقل مختلف هذه التغيرات إلى أسعار الأصول، سعر الصرف، أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض، عرض الائتمان ...، وذلك بعد فترات زمنية متغيرة حسب هيكل النظام المالي وخصوصيات الاقتصاد، ما سيترك بدوره آثارا على الناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار (فليب كرم، 2008، صفحة 15) وتتمثل هذه القنوات في:

أولاً: قناة سعر الفائدة:

تمثل القناة الأساسية للنموذج الكينزي، إذ يؤدي انخفاض سعر الفائدة الاسمي نتيجة السياسة النقدية التوسعية، إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي في ظل فرضية جمود الأسعار في الأجل القصير، وتتنخفض تكلفة رأس المال، ويزيد الاستثمار الإنتاجي للشركات، كما يزيد الاستثمار في العقار، والطلب الاستهلاكي للعائلات على السلع المعمرة، كنتيجة لانخفاض سعر الفائدة الحقيقي. (Frederic, 2004, p3-4)

وفي قناة سعر الفائدة، يعتبر سعر الفائدة الحقيقي الطويل الأجل القناة التي تنقل آثار السياسة النقدية، ففي ظل فرضية جمود الأسعار، سيؤدي انخفاض سعر الفائدة الاسمي القصير الأجل إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي قصير الأجل، ما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي الطويل الأجل. تجد هذه العلاقة تفسيرها في نظرية التوقعات المتعلقة بهيكل آجال أسعار الفائدة، والتي ترى بأن سعر الفائدة الطويل الأجل يساوي متوسط أسعار الفائدة القصيرة الأجل المتوقعة مستقبلاً، أي أن انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية القصيرة الأجل سيؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي الطويل الأجل. (Mishkin, 2004, p617) ما سيؤدي بدوره إلى زيادة الطلب الكلي الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي زيادة الناتج الحقيقي مصحوباً بتغير في الأسعار.

ثانياً: قناة الإقراض:

تتكون من:

أ - قناة الإقراض الضيقة: تؤثر قرارات البنك المركزي في عرض وتكلفة القروض المصرفية. (Ramona, 2009, p3-4) تعمل هذه القناة في ظل وجود فرضيتين، هما: تبعية المصارف لإعادة التمويل على مستوى البنك المركزي، وتبعية وحدات العجز (الأسر والشركات) للتمويل المصرفي. (Rafal, 2001, p2) وفي ظل هاتين الفرضيتين، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى زيادة السيولة المصرفية المتاحة للإقراض للمصارف، فتزيد عرض القروض (مع انخفاض تكلفته)، ومن ثم يزداد التمويل الذي تحصل عليه وحدات العجز، فيزداد الطلب الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي الناتج الحقيقي مع تغير في الأسعار.

ب- قناة الإقراض الموسعة: تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة ما يزيد من أسعار الأصول المالية (الأسهم) والحقيقية (العقارات) لزيادة الطلب عليها، ما يحسن بدوره من صافي الثروة

للمقترضين (وحدات العجز)، وهذا مؤشر إيجابي على تحسن مقدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن الاقتراض من المصارف، كنتيجة لارتفاع ثروة قطاع العائلات والقيمة السوقية للشركات (بشرط امتلاكها في حوافظهم الاستثمارية)، وتزداد بذلك الضمانات التي يوفرها المقترضون للمصارف، فتتخفف المخاطر التي قد تتحملها هذه الأخيرة جراء التوسع في الإقراض، ما يشجعها على زيادة الإقراض، وبالتالي زيادة الاستثمار والاستهلاك. كل ذلك يترك أثرا إيجابيا على الناتج الحقيقي مصحوبا بتغير في الأسعار. (Frederik, p622)

ثالثا: قنوات أسعار الأصول:

تؤدي أسعار الأصول المالية (الأسهم) والحقيقية (العقار) دورا رئيسيا في نقل آثار السياسة النقدية، سواء عن طريق التأثير في مستوى الاستثمار (الإنتاجي، وبناء العقارات والمباني)، أو التأثير في استهلاك قطاع العائلات. وفي كلا الحالتين، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية، ما يؤدي بدوره إلى زيادة:

أ - **الاستثمار**: تبين نظرية Tobin أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة زيادة الطلب عليها، ما ينعكس إيجابا في ارتفاع قيمة معامل Q وهو النسبة بين القيمة السوقية للشركة (V)، وتكلفة تجديد رأس المال (K) ويمكن التعبير رياضيا عن المعامل بالعلاقة التالية $Q = V/K$. ما يعني توسع الشركات في الاستثمارات المنتجة الممولة بإصدار أسهم جديدة. (Fabienne, 1999, p15) ويمكن إسقاط العلاقة السابقة على الاستثمار في العقار، وبالتالي فإن معامل Q المتعلق بالعقار هو حاصل قسمة سعر العقار القديم على تكلفة بناء عقار جديد، وبما أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى زيادة الطلب على العقارات، ترتفع أسعار العقارات القديمة مقارنة بتكلفة بناء عقار جديد، مما يعني ارتفاع معامل Q المتعلق بالعقار، وهو ما يؤدي إلى زيادة استثمارات الشركات في بناء عقارات جديدة. (CLERL L, 2002, p60) وفي كلا الحالتين يزداد الاستثمار والناتج الحقيقي.

ب - **الاستهلاك**: توفر نظرية Modigliani آلية أخرى لتفسير انتقال تأثير السياسة النقدية، إذ تُعتبر الأصول المالية والحقيقية جزءاً من ثروة قطاع العائلات، وبالتالي فإن استهلاكها يتأثر بقيمة هذه الأصول، فاتباع سياسة نقدية توسعية تنعكس في ارتفاع أسعار هذه الأصول، ما يزيد من دخول العائلات، وينعكس ذلك إيجابا في زيادة الطلب الاستهلاكي والناتج الحقيقي. (DER PUTTEN R, 2001, p18)

مما سبق يمكن تقسيم أسعار الأصول إلى:

- **قناة أسعار الأسهم**: ويندرج تحت هذه القناة قناتين فرعيتين هما قناة ثوبين للاستثمار و قناة الثروة والاستهلاك

- قناة ثوبين للاستثمار: يظهر أثر السياسة النقدية في هذه القناة من خلال الاستناد إلى تحليل Tobin ومعامله Q وهي نظرية حركية في الاستثمار مبنية على أن الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل الرأسمالي إلى تكلفة الإحلال وهي النسبة التي تسمى معامل Q وتظهر بالشكل التالي:

$$Q = v/K$$

v : القيمة السوقية للأصل الرأسمالي.

K : تكلفة الإحلال.

تؤثر السياسة النقدية على المعامل Q وتوفر للأعوان النقود التي يرغبون فيها عندما تكون سياسة توسعية وتسرع لهم بالتخلص منها ومبادلتها بسلع حقيقية فالمؤسسات أو المساكن تعمل على رفع أسعارها أكثر ولاسيما الجديدة منها ويكون المعامل Q مرتفعا، أما السياسة النقدية في حالة الركود تنتج أثر معاكسا فيبيع الأعوان الاقتصاديين الأصول الحقيقية بغية في الحصول على نقود أكثر التي تقوم بتشريدها السلطات النقدية ويخفض المعامل Q ، وقد استخدمت نظرية Tobin بنجاح في قرارات الاستثمار كما أن استخدامها سهل فأسعار الأسهم عادة ما تنشر إذا كانت هذه الأسهم متداولة في البورصة وأسعار السلع الرأسمالية يمكن الحصول عليها (مفتاح، 2005)

رابعا: قناة الثروة والاستهلاك: تؤثر أسعار الأصول وثورة الناس على مقدار ما يمكنهم الاقتراض وقدر الانفاق في الاقتصاد و عادة ما تؤثر كذلك على الاستهلاك والاستثمار، حيث تدعم أسعار الفائدة المنخفضة أسعار الأصول (مثل الإسكان والأسهم) من خلال تشجيع الطلب على الأصول و السبب في ذلك أن القيمة المخصومة الحالية للدخل المستقبلي تكون أعلى عند أسعار الفائدة منخفضة وتؤدي أسعار الأصول المرتفعة إلى زيادة الضمانات للأصل المتاح (Maniai, 2019)

رابعا: قناة سعر الصرف:

في ظل سيادة نظام سعر صرف مرن وحرية حركة رأس المال، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة المحلية، وبالتالي انخفاض العائد على الإيداع والتوظيف، ما يشجع رؤوس الأموال على البحث عن عائد أعلى في الخارج، وهو ما يقود إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية وعرض العملة المحلية، فتتخفص قيمتها، ينعكس ذلك في أثرين؛ يتمثل الأول في انعكاس انخفاض قيمة العملة في زيادة أسعار الواردات، ما يؤدي بدوره في ارتفاع معدل التضخم المحلي، ويتمثل الثاني في أن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى زيادة تنافسية الصناعات التصديرية، تاركة زيادة في الناتج الحقيقي. (Samia J, p2)

نظرا لتزايد اندماج الاقتصاديات الوطنية والتحول إلى سعر الصرف المرن فقد أصبح لسعر الصرف دورا هاما في نقل أثر السياسة النقدية وذلك بتأثيره على صافي الصادرات وعلى حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي

ويحظى سعر الصرف اليوم بمكانة خاصة في السياسة النقدية، ويمكن مناقشة التأثير من خلال سعر الصرف وفق ثلاث مداخل رئيسية وذلك وفقا لتأثير سعر الصرف على كل من أسعار المستوردات و الصادرات وصافي الأصول الأجنبية المقتناة. (بخاري، 2010). ومن جهة أخرى تعتبر قناة سعر الصرف كأداة، سعرية أثير على مستوى النشاط الاقتصادي من جوانب عديدة أهمها: الاستثمار، الإنتاج، التصدير، الاستيراد وتدفقات رؤوس الأموال... الخ. وهو أيضا سعر حساس جدا يستجيب لأي خاصة الحاصلة على مستوى متغيرات الاقتصاد الكلي كالكتلة النقدية، الدخل الحقيقي، معدل تغيرات، الفائدة والتضخم وحتى التغيرات المتوقعة لهذه المتغيرات في الاقتصاد. ولذا فإن سعر الصرف يتغير في الأجل الطويل والأجل القصير، يوميا وعلى مدار الساعة، وهو الأمر الذي جعله ليس مجرد سعر أو نسبة تتحدد بمنهج معين بل تعددت مناهج دراسة تحديده (صحراوي سعيد ، بن حمودة يوسف، 2015)

خامسا: قناة الإعلان:

تتركز إستراتيجية السياسة النقدية الحديثة على الإعلان للجمهور، وكننتيجة لتمتع البنوك المركزية في الدول المتقدمة بالاستقلالية والمصادقية والشفافية، فإن أي إعلان من القائمين على السياسة النقدية سيتخذه الجمهور بجدية، وبالتالي تستجيب أوضاع السوق النقدية لهذا الإعلان، فمثلا عندما يعلن البنك المركزي على سعر الفائدة المستهدف في السوق ما بين المصارف، يؤثر في توقعات الجمهور (الأسر، الشركات والمصارف)، وتستجيب أسعار الفائدة القصيرة الأجل، (Jorda,2001,p3) ومن ثم أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل، وأوضاع سوق الإقراض، وأسعار الأصول، وسعر الصرف، ويُنقل الإعلان بمختلف القنوات إلى تغيرات في الناتج الحقيقي ومعدلات التضخم.

سادسا: قناة الائتمان:

في نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الحقيقي، حيث يؤدي مهما تؤدي هذه القناة دورا انخفاض أسعار الفائدة أو زيادة ضخ السيولة من قبل البنك المركزي إلى زيادة النشاط الحقيقي من خلال تحفيز الطلب على السلع و الائتمانات عن طريق زيادة المعروض من الائتمان المصرفي بالطرق التقليدية وأيضا باليات أكثر تطورا تعرف باسم قناة الائتمان التي تعتبر الرابط بين السياسة النقدية و السياسة المالية، وتتقسم هذه القناة بدورها إلى قناة الميزانية العمومية وقناة الإقراض المصرفي. (Artus,2001)

سابعا: قناة الإقراض المصرفي:

تعرف هذه آلية باسم قناة القروض الضيقة وتستند على المعروض من القروض الذي فيه ففي حالة الانكماش النقدي تؤدي إلى التقليل من مجموع احتياطات يمارس السلوك البنكي دورا مركز البنك والذي بدوره يؤدي إلى الانخفاض في القروض المصرفية وبالتالي ينخفض حجم الإنفاق الكلي، أما في حالة التوسع النقدي الذي يرفع من القروض البنكية والاستثمار الإجمالي يخفض كذلك من الفوارق بين المعدلات المطبقة على

المقترضين والمعدلات الخالية من المخاطر هذا ما يؤدي إلى تقديم قروض نحو المؤسسات الأكثر خطورة. (فتحي، 2011).

ثامنا: قناة الميزانية العمومية :

إن تدخل السياسة النقدية في خفض القيمة الصافية للشركات والضمان تقدمها للمقترضين تؤدي إلى تأثير سلبي على القروض المقدمة وبالتالي ستمنح البنوك قروض أقل وكل هذه التغيرات سببها انخفاض العرض النقدي، وبمثل عند احتمال رفع سعر الفائدة ستخفض التدفقات النقدية وتتأثر الاستثمارات لاسيما استثمار القطاع الخاص من خلال تقدم أفراد الأقل جدارة بالثقة لذلك ستحجم البنوك عن منح القروض من أجل تجنب مشاكل السداد وبالتالي فإن تأثير تدابير السياسة النقدية على الميزانية العمومية للمقترضين تتسبب في فشلهم بإقناع البنوك بمنح الائتمان لهم. (landias, 2008)

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في جميع الدول، وهذا النمو يكون مرهون بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة والتي في مقدمتها عنصر رأس المال الذي يعد عاملاً مهماً وحيوياً في استمرار نشاط المؤسسات من عدمه، يتم توفير هذا العنصر من خلال مصادر مختلفة والتي من بينها سوق الأوراق المالية الذي يلعب دوراً هاماً في تمويل المشاريع الاقتصادية. لمعرفة ماهية هذه السوق علينا أن نتناول ضمن هذا المبحث بعض الأساسيات التي تتعلق به من مفهومه أنواعه، تنظيمه أهميته وسبل تطويره.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأنواعه

تعد الأسواق المالية النظام الأوسع والأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقاً لأغراض التمويل، منها ما يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، ومنها ما يمول عمليات التشغيل، وطبقاً لهذا التصنيف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم سوق الأوراق المالية وأنواعه

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية: تعني كلمة سوق لغة الموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع ، أو الابتاع تذكر وتؤنث ، وجمعها أسواق أما كمصطلح اقتصادي فيقصد (لسوق المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين بشأن شراء، بيع وتبادل سلعة أو خدمة بحيث تتفاعل فيه قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار ، على أن يكون هناك اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين سواء كان هذا الاتصال مباشراً أو وسيلة اتصال أخرى البريد، الهاتف شبكة الأنترنت وغيرها. (حسن بن هاني، 2001، ص 03)

هناك العديد من التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية، من بينها نذكر ما يلي:

السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال (Daniel G.Amin, 2006, p11) ، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الالتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق (وليد صافي، 2006، صفحة 21).

السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، كما تسمح بتحريك الادخار الفردي؛ (عاطف وليد، 2006، صفحة 21)

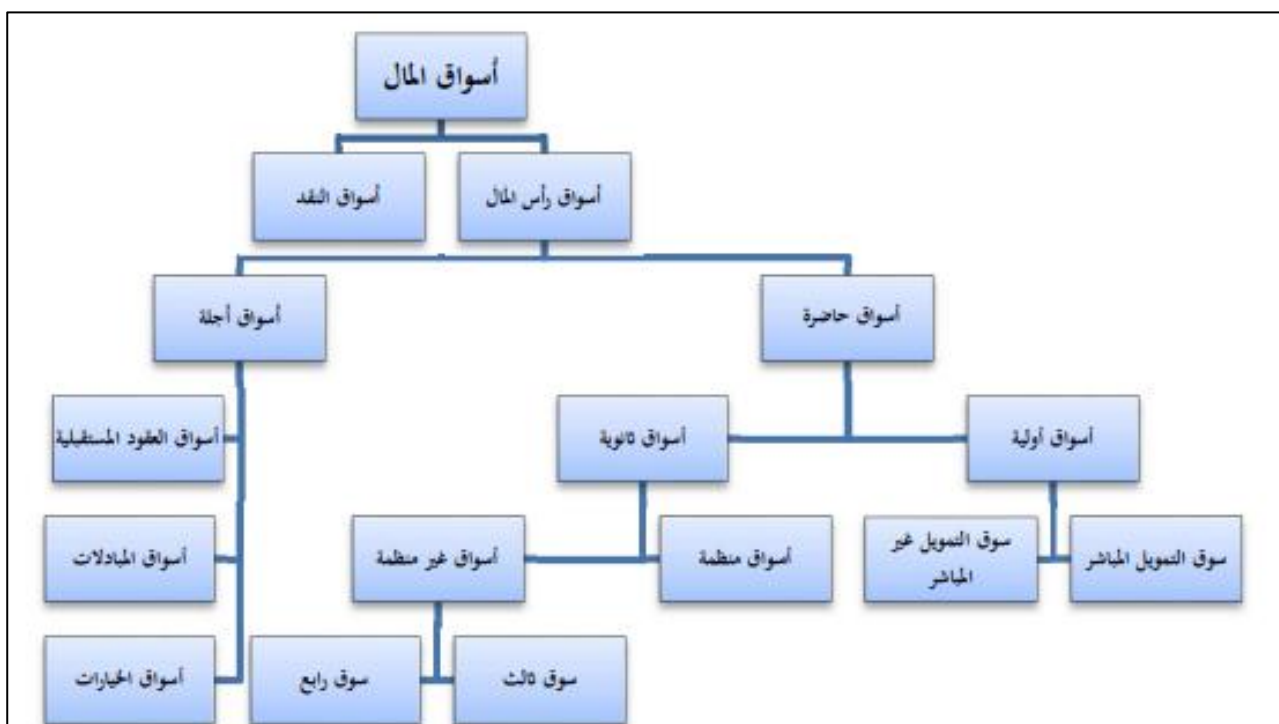
السوق المالي هو السوق الذي يعنى بشؤون الاستثمار (لأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تحتل عمليات IX العوائد والمخاطر، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها شراء، بيع وتبادل للموجودات المالية ؛

سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء لنسبة للأوراق المالية أو لنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع (Jean-Marie, 1981, p559).

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية، وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل، بواسطة متخصصين يعرفون لوسطاء الماليين كالسماسرة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

ثانياً: أنواع سوق الأوراق المالية: توجد العديد من التصنيفات لسوق الأوراق المالية، وفقاً لأسس مختلفة ومعايير متباينة من تصنيف لآخر، إلا أن أهم التصنيفات وأكثرها شيوعاً هو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (01-01): تصنيفات سوق الأوراق المالية.



المصدر: Jean-Marie Gagnon et Nabil Khoury, "Traite de Gestion Financière", 2^{eme} édition, G. Morile, CANADA, 1981, P :559.

من خلال الشكل السابق نجد أنه يمكن التمييز بين نوعين من سوق الأوراق المالية كما يلي:

1. **السوق النقدية:** وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز غالبا سنة واحدة لذلك تعرف بسوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، كما تعرف بسوق السيولة حيث جاءت هذه التسمية بسبب (قيصر، 2006، صفحة 202).

سرعة وسهولة تحويل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة. ومن أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذه السوق أدوات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، ومن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك التجارية والبنوك المركزية (محمد سويلم، صفحة 272).

تتميز الأسواق النقدية بكون أن الاستثمار فيها أكثر أماناً لتدني درجة المخاطرة التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها

و تعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال، فهي سوق الأموال قصيرة الأجل، التي لا تتعدى مدة استحقاقها من حيث مصادرها واستخداما السنة المالية الواحدة، كما تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري فيه أوراق الدين قصيرة الأجل. ومواصفات سوق النقد لا تتحدد هيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك أنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا نشاط السوق، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لأن القيمة الاسمية لهذه الأدوات شبه مؤكدة ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المراكز الائتمانية القوية (هوشيار معروف، 2003، صفحة 69)

وتتوفر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية للتسويق العالية، ومخاطرة تكون منخفضة، ومن أجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، والأنواع المتاحة في سوق النقد هي: (أرشد فؤاد، 2004، صفحة 114)

أ. **أدوات الخزينة:** تعتبر أدوات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها السلطة النقدية في البلد المعني، وفي الغالب الأعم لحاملها، تباع بطريقة المزايمة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة.

ب. **الأوراق التجارية:** تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، تتراوح آجالها بين 3 و 270 يوما، تباع بخصم عن القيمة الاسمية، وأحيانا تكون إصداراتها (لأشهر 6-2 أشهر)؛

ج. **شهادات الإيداع المصرفية:** الرمز الشائع في التداول لهذه الورقة هو CDS، وهي تعتبر من الأدوات المهمة في سوق النقد، تصدرها المصارف التجارية. ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة لها بفوائد عند الاستحقاق الذي

لا يتجاوز السنة الواحدة وينسب مؤوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الودیعة ؛(ارشد فؤاد، 2004، صفحة 115-119).

د. القبولات المصرفية: عبارة عن سحبات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد البضاعة من الخارج. فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد فيها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق و ، تنشأ هذه الحوالات بشكل واسع في عمليات تمويل التجارة الخارجية، وتتراوح آجال استحقاقها بين 30 و 180 يوما، مواصفاتها: قصيرة الأجل، معتدلة المخاطر، ويرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، والعلاقة بينها عكسية.

هـ. قرض فائض الاحتياطي القانوني: قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة (تتوافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني). (عبد الغفار، 2002، صفحة 237).

2. سوق رأس المال: تعرف سوق رأس المال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل ، وهي سوق الأموال طويلة الأجل، والتي تلتقي من خلالها وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل ، ويمكن النظر إلى هذه السوق على أنها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول الأموال داخل إطارها التنظيمي. (إسماعيل أحمد، 2002 ، صفحة 118).

وتعرف على أنها السوق التي تضمن تلاقي الطالبين والعارضين للأوراق المالية بطرق متنوعة (محمد أمين، 2000، صفحة 36)، والبورصة هي سوق (بالمفهوم الاقتصادي للسوق) اعتبارها مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال سمسارة - لتبادل سلع هي الأسهم والسندات، وهي أقرب ما يكون إلى السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد - للصفقة الواحدة - للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشتريين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة (وهي الأسهم والسندات) مع سهولة نقلها من مكان إلى آخر، (محمود أمين، 2002، صفحة 118) و تقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة كما يلي:

أ. الأسواق الحاضرة أو الفورية: تعرف هذه الأسواق الحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، وتنقسم هذه الأسواق إلى:

ج. الأسواق الأولية (أسواق الإصدار): وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في السوق في صورة أوراق مالية.

وتكون في الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية، وتتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك الاستثمار، كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي تنسم فيها سوق رأس المال بالصغر. (منير إبراهيم، 2002، صفحة 481).

وتعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، حيث تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية. و تنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين (إسماعيل أحمد، 2002، صفحة 122):

- أسواق التمويل المباشر: هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق، ومن دون تدخل الوسطاء.
- أسواق التمويل غير المباشر: يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال وسيط مالي معين يقوم بشراء الأوراق المالية، عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، كبنك الاستثمار الذي يتولى مهمة بيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق.

3. الأسواق الثانوية (أسواق التداول): يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدرة سابقا في السوق الأولي، أي أن الأوراق في هذا السوق متداولة من قبل تنقسم سوق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

- أ. السوق المنظمة: يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية، تتميز هذه السوق بأكملها التنظيمي والمؤسسي المنظم وهي تخضع للقوانين، القواعد والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية، يدار من قبل لجنة البورصة المتكونة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، الوسطاء والحكومة
- السوق غير المنظمة: يطلق عليها اسم السوق الموازية وهي لا تخضع لقوانين السوق المنظمة، تمتاز بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق المنظمة، و نجد في السوق غير المنظمة :

- ب. السوق الثالثة: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، تنشأ هذه السوق بصفة أساسية g دف تخفيف أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة وذلك لكون السماسر في هذه

السوق لا يدفع رسوم التسجيل أو رسوم العضوية في السوق وغير ملزم بحد أدنى من العمولة، تتميز المعاملات في هذا السوق انخفاض التكلفة وسرعة التنفيذ؛

ج. **السوق الرابعة:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة.

د. **الأسواق الآجلة (المستقبلية):** تسمى أيضا أسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات و عملات...) وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. (صلاح السيد، 2002، صفحة 24)

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإنها تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معا، بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أدوات ملكية، أدوات دين وأدوات هجينة وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى هذه الأدوات بشيء من التفصيل.

أولا: أدوات الملكية (الأسهم) تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومنها، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

1. تعريف الأسهم: يعرف السهم بانه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية (مصطفى رشدي، 1993، صفحة 169)

السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها. (طارق، 2000، صفحة 20)

وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالا خاصة، والتي تسمح بتنوع مصادر تمويل ، ويمثل السهم حق ملكية صاحبه في رأسمال مؤسسة أو مشروع معين في المؤسسات. (مبارك، 2005، صفحة 114)

من خلال ما تقدم نستنتج أن السهم عبارة عن صك يمنح لحامله إثباتا بمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، حيث يعطي للمساهم الحق في الحصول على أرباح الشركة المحققة في أصولها للسهم قيم مختلفة، من بينها نذكر:

- **القيمة الإسمية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وصدور السهم لأول مرة، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة؛
- **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، قد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو مساوية لها أو تكون أقل منها وذلك حسب العرض والطلب عليه في سوق الأوراق المالية، فهي القيمة التي يباع بها السهم؛
- **القيمة الحقيقية للسهم:** وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول، ويقصد بصافي الأصول ممتلكات الشركة المختلفة، فهذه القيمة تمثل نصيب السهم في ممتلكات الشركة.

ثانيا: أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس متنوعة كما يلي:

1. **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:** تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي: (السيد عليوة، 2006، صفحة 58)

- **سهم لحامله:** عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبه، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها صاحب السهم كالسرقة، الضياع... لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار مثل هذا النوع من الأسهم.

- **السهم الإسمي:** ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة؛

- **السهم الإذني:** وهو السهم الذي يكتب عليه عبارة (لأمر) ويتداول بطريقة التظهير، حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (الأمر) على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكيته للمشتري.

2. تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:

تتقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى: (شعبان محمد، 2002، صفحة 91):

الأسهم النقدية: هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع قيمته نقدا

الأسهم العينية: تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية، كالمساهمة على شكل عقار مخزونات، براءة اختراع ...

الأسهم المختلطة: يكتتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معا

3. تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي تمنحها لحاملها: تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

– **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها، ويمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوفا عليها في عقد التأسيس (محمد مطر، 2005، صفحة 80)، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلا عن القيمة الاسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.

ويتمتع حامل السهم العادي بالحقوق في المشاركة في اتخاذ القرار داخل الشركة والحقوق في نقل ملكيته، بالإضافة إلى حصوله على عائد سنوي ناتج عن الأرباح الموزعة للشركة إذا حققت أرباحا وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء منها، والأرباح الرأسمالية الناتجة عن تغير القيمة السوقية للسهم. وتصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية في ضوء طبيعتها إلى ما يلي: (منير إبراهيم، 2003، صفحة 17)

– **الأسهم المتميزة:** وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة، تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA، وتتميز هذه الأسهم بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان والدخل (أسعارها مرتفعة في العادة) ؛

– **أسهم الدخل:** وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة)، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة

– **أسهم النمو:** عكس أسهم الدخل، لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحاً موزعة في نهاية السنة بشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعاً كبيراً في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة. هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، وتجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو للوصول إلى اكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق مثل شركات الأدوية وأجهزة الحاسوب، ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية خاصة عند عدم الوصول للتطوير المناسب أو فشل الاكتشاف، أو توصل المنافسين لهذا التطوير أو الاكتشاف، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم

– **أسهم المضاربة:** وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضاربون، رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح والفشل؛

– **أسهم موسمية:** هي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعاً موسمية، ويرتبط الطلب على منتجاتها بتحسين الاقتصاد وانتعاشه (رواج)، كما أنها تتأثر بحالات الكساد؛

– **أسهم دفاعية:** وهي عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون أسهم لشركات تنتج سلعاً أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالات الرواج أو في حالات الكساد. فالطلب عليها يكون أبداً لحد ما كإنتاج القمح أو المياه؛

– **أسهم الشركات الصغيرة:** يتسم رأس المال وحقوق الملكية لهذه الشركات بالصغر، كذلك حجم الأصول وعدد العاملين أيضاً يتسم بالصغر وعليه فهي صغيرة برأس مالها

– **الأسهم الممتازة:** وهي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية والسندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً للملكية في الشركة وكذلك في عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق الأرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز حيث يحصل عليها في السنوات القادمة إذ أن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة. (منير إبراهيم، 2003، صفحة 17-19)

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة فيما يتعلق بالتنمية الاقتصادية ذلك أنها تلعب دوراً بارزاً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي.

هذا وتتبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يحد هؤلاء الافراد أسلوبا منظما لتوظيف أموالهم ومدخراتهم - مهما بلغ حجمها - بما يحقق لهم عائدا يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، و في الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لاشباع رغبات المستثمر الصغيرالذي لايقدر على انشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، و أيضا المستثمر الكبير باتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع امكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة ، وان لم يكن اكبر ربح ممكن، وفي أسرع وقت، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابها لعمليات السحب، والايدياع في البنوك التجارية.

ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومداخل سليمة لاستثمار المدخرات ، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية، أهمها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

في حين تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر

ويعزي الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي - يفترض أنها متوافرة - هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار

أما الدور غير المباشر، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية ، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

وأخيرا تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومي ،حيث إنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومي فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة ، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو.

من جهة أخرى ، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاءً مناسباً للادخار والاستثمار، مما يقضي على المضاربات في المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج، كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم

في تخفيف حدة البطالة التي هي إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين.

وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر ، واستثمارات المحفظة بأساليب مكتملة للدخار المحلي - وليست عوضا عنه - وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة. (مصطفى أحمد، 2022، صفحة 37-38).

خلاصة

تناول هذا الفصل جملة من المفاهيم النظرية الضرورية لفهم الإطار العام للسياسة النقدية وتأثيرها على الأسواق المالية، حيث تم التطرق في البداية إلى تعريف السياسة النقدية من خلال مجموعة من التعاريف الأكاديمية الغربية والعربية، والتي أبرزت أن السياسة النقدية تمثل جملة من التدخلات التي تقوم بها السلطة النقدية للتحكم في عرض النقود وأسعار الفائدة.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول إن السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية يشكلان ثنائية استراتيجية في رسم معالم السياسات الاقتصادية الكلية، إذ يؤدي تناغم السياسات النقدية وتطور الأسواق المالية إلى خلق بيئة ملائمة للاستثمار والنمو والاستقرار الاقتصادي.

الفصل الثاني

تداعيات السياسة النقدية على الأسواق المالية
في الجزائر

تمهيد

تُعَدّ السياسة النقدية أحد الركائز الأساسية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، حيث تسعى السلطات النقدية من خلالها إلى ضبط السيولة والتحكم في مستويات التضخم، وتعزيز استقرار الأسعار وتحفيز النمو. وفي السياق الجزائري، يلعب بنك الجزائر دوراً محورياً في إدارة هذه السياسة، عبر أدواته التقليدية كالمعدل التوجيهي، عمليات السوق المفتوحة، التسهيلات الدائمة، والاحتياطات الإلزامية.

غير أنّ فعالية هذه الأدوات تبقى رهينة بمدى نضج الأسواق المالية وقدرتها على التفاعل مع الإشارات النقدية. فالاقتصاد الجزائري، ورغم ما حققه من إصلاحات تدريجية منذ بداية التسعينيات، لا يزال يعاني من ضعف عميق في هيكل السوق المالي، حيث تقتصر البورصة إلى عمق السيولة، كما يغيب التنوع في أدوات الدين القابلة للتداول. مما يجعل من انتقال أثر السياسة النقدية إلى الأسواق المالية أمراً محدوداً وبطيئاً في كثير من الأحيان.

وتبرز أهمية هذا الفصل في كونه يسلط الضوء على التداعيات الفعلية للسياسة النقدية على الأسواق المالية في الجزائر، وذلك من خلال استقراء المؤشرات المالية والنقدية خلال الفترة الممتدة من 2019 إلى 2024، وتحليل كيفية استجابة السوق المحلي لهذه السياسات، ومقارنتها بتجارب دولية أكثر نضجاً.

وتحقيقاً لهذا الهدف، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية كما يلي:

- **المبحث الأول:** دراسة حالة السوق المالي الجزائري.
- **المبحث الثاني:** دراسة مقارنة دولية.
- **المبحث الثالث:** علاقة السياسة النقدية بالأسواق المالية.

المبحث الأول: دراسة حالة السوق المالي الجزائري

يُعدّ تحليل الواقع المحلي نقطة انطلاق أساسية لفهم تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية. وفي هذا الإطار، يتناول المبحث الأول بالدراسة حالة السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2019-2024)، من خلال تسليط الضوء على أدوات السياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الجزائر، وبنية سوق الأوراق المالية، ومدى تجاوب المكونات المحلية مع القرارات النقدية. ويهدف هذا المبحث إلى تشخيص مدى فعالية القنوات النقدية في السياق الجزائري، مع التركيز على آليات التفاعل الداخلي قبل الانتقال إلى المقارنات الدولية.

المطلب الأول: السياسة النقدية في الجزائر

أولاً: مفهوم السياسة النقدية

تشير السياسة النقدية إلى مجموع الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في الدولة - وهي عادة البنك المركزي - بهدف التحكم في عرض النقد، تنظيم الائتمان، واستقرار الأسعار، بما يحقق التوازن الكلي في الاقتصاد. في الجزائر، يُعتبر بنك الجزائر هو الجهة المخوّلة قانوناً بتنفيذ السياسة النقدية، بموجب الأمر رقم 11-03 المؤرخ في 26 غشت 2003 والمعدل والمتمم سنة 2010، حيث تنص المادة 35 منه على أن:

« تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفاً من أهداف السياسة النقدية، وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقروض والصرف، والحفاظ عليها لنمو مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي» (بنك الجزائر، 2003، ص 11).

ثانياً: أهداف السياسة النقدية في الجزائر

ترتكز السياسة النقدية في الجزائر على جملة من الأهداف الأساسية، منها:

- الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار؛
- ضمان استقرار سعر صرف الدينار؛
- التحكم في الكتلة النقدية والحد من التضخم؛
- دعم النمو الاقتصادي عبر تيسير التمويل البنكي؛
- تأمين استقرار النظام المالي والمصرفي. (بنك الجزائر، 2024، ص 6؛ الأمر رقم 11-03، 2003، المادة 35)

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية

بموجب النظام رقم 02-2009، والمعدل بالنظام رقم 09-2020، يتوفر بنك الجزائر على أدوات كلاسيكية متكاملة تمارس تأثيراً مباشراً وغير مباشر على السيولة المصرفية، منها:

1. المعدل التوجيهي

وهو معدل الفائدة المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، ويُعتبر الإشارة المرجعية الأولى لتوجه السياسة النقدية. تم تعديل هذا المعدل تدريجيًا ليصل إلى 4% في سنة 2023، بعدما كان 3.00% منذ 2020 (بنك الجزائر، 2024، ص 9).

2. عمليات السوق المفتوحة

وتشمل عمليات إعادة الشراء (REPO)، والتنازل المؤقت للأوراق المالية، وتُستخدم لتنظيم السيولة على الأجلين القصير والطويل. وقد أصبحت عمليات الامتصاص (REVERSE REPO) أداة فعالة منذ 2022 لمواجهة فائض السيولة البنكية، إذ بلغ حجمها أكثر من 1.210 مليار دج في بعض الأسابيع من 2023 (بنك الجزائر، 2024، ص 11).

3. التسهيلات الدائمة

تتيح للمصارف إمكانية الاقتراض أو إيداع السيولة لدى البنك المركزي ليوم واحد، وهي تشمل:\n

- تسهيلات القرض الهامشي؛

- تسهيلات الإيداع المغلى للفائدة.

وتُشكل هذه التسهيلات ممرًا للفائدة ما بين الحد الأدنى والأقصى لمعدلات السوق.

4. الحد الأدنى للاحتياطيات الإلزامية

5. هو نسبة من الودائع التي تُجبر البنوك على إيداعها لدى بنك الجزائر. وقد تم تعديل هذه النسبة من 1% إلى 3% في أبريل 2023 ضمن سياسة التشديد النقدي (النظام رقم 04-02، 2004).

6. عمليات الخصم وإعادة الخصم

7. يخصم بنك الجزائر السندات العمومية ويعيد خصم السندات الخاصة، كما يمنح القروض المضمونة للمؤسسات المالية (النظام رقم 15-01، 2015).

رابعًا: تطور المؤشرات النقدية للفترة (2019-2024)

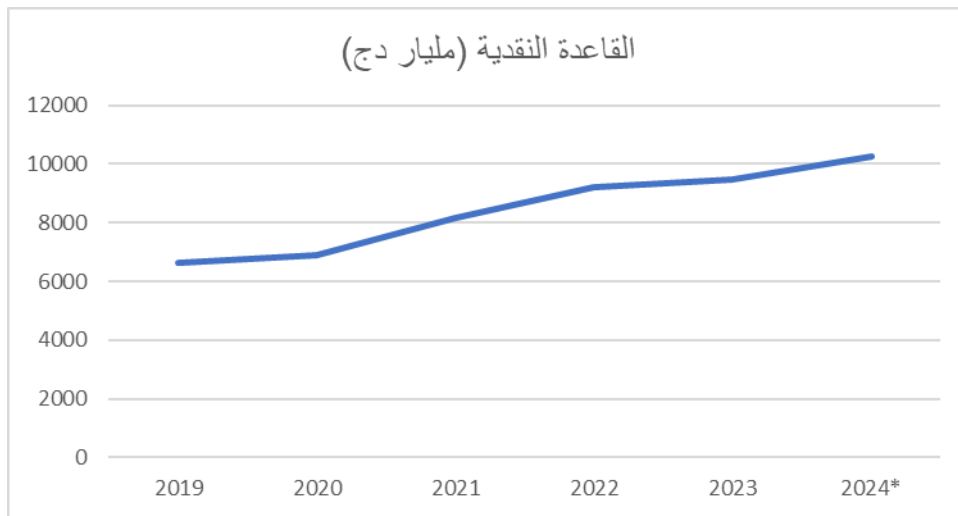
الجدول رقم (01-02): تطور القاعدة النقدية والمعدل التوجيهي ونسبة الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)

السنة	القاعدة النقدية (مليار دج)	معدل التغير السنوي (%)	المعدل التوجيهي (%)	الاحتياطي الإلزامي (%)
2019	6 632,9	—	3,50	4,00
2020	6 878,9	+3,7	3,25	1,00
2021	8 142,7	+18,4	3,00	1,00
2022	9 219,4	+13,2	3,00	1,00
2023	9 477,7	+2,8	4,00	3,00
2024*	10 239,6 (مارس)	+8,0 (فصلي)	4,00	3,00

المصدر: إعداد الباحث استنادًا إلى بيانات:

- بنك الجزائر. (2024). النشرة الإحصائية الفصلية رقم 66، الثلاثي الأول 2024 (ص 9-12).
- بنك الجزائر. (2023). تقرير السياسة النقدية السنوي 2023 (ص 18).
- النظام رقم 02-04 المؤرخ في 04 مارس 2004، والنظام المعدل رقم 09-2020 المؤرخ في 28 ديسمبر 2020.

الشكل رقم (01-02): منحنى بياني يمثل تطور القاعدة النقدية والمعدل التوجيهي ونسبة الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه

خامسًا: تحليل نقدي للأداء

1. **الفعالية المحدودة لآلية سعر الفائدة:** رغم رفع المعدل التوجيهي سنة 2023، لم تُترجم هذه الزيادة بارتفاع مماثل في معدلات السوق بين البنوك، ما يعكس ضعف استجابة السوق النقدي.
2. **تضخم مدفوع بالسيولة أكثر من الطلب:** لوحظ ارتفاع في القاعدة النقدية دون استجابة متكافئة من الإنتاج، ما ساهم في زيادة التضخم إلى 9.45% سنة 2022 قبل أن يتراجع إلى 7.18% في 2023
3. **ضعف فعالية سوق النقد:** أغلب عمليات التدخل تبقى أحادية الاتجاه ولا تمرّ عبر سوق مفتوحة نشطة، كما تغيب مؤشرات شفافة لتوجيه الفاعلين الماليين. (بنك الجزائر، 2023، ص 21).

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر

أولًا: نشأة السوق المالي الجزائري

تعود بدايات سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى مرحلة الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية التي شرع فيها بعد الأزمة البترولية في الثمانينيات. وتمّ تقنين هذه السوق بموجب الأمر 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مع إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وهي الهيئة النازمة والمراقبة لهذا السوق.

وقد تم افتتاح السوق رسميًا سنة 1997، لكن نشاطها ظل محدودًا من حيث عدد الشركات المدرجة وقيم التداول، مما انعكس على ضعف مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني (ساري ومحمد، 2008، ص 29).

ثانيًا: الهيكل التنظيمي للسوق

يتكوّن السوق المالي الجزائري من المكونات التالية:

- هيئة التنظيم والرقابة COSOB؛
 - بورصة الجزائر Bourse d'Alger؛
 - مؤسسات التسيير المالي مثل SOFICAR، SOGEFI؛
 - مؤسسات حفظ البيانات والمقاصة؛
 - شركات الوساطة المالية والبنوك التجارية المشاركة في عمليات التفاوض والتداول.
- رغم هذا الإطار، لا تزال السوق تعاني من ضعف كبير في التفاعل والتوسع، حيث لم يتجاوز عدد المؤسسات المدرجة 5 إلى 6 شركات خلال أكثر من 20 سنة من النشاط (COSOB، 2023، ص 12).

ثالثاً: أداء السوق خلال الفترة (2019-2024)

إن الأداء الحقيقي للسوق يُقاس من خلال عدد الإدراجات، حجم التعاملات، والقيمة السوقية للأسهم المتداولة. والجدول الآتي يعرض أبرز مؤشرات السوق المالي للفترة الممتدة من 2019 إلى 2024:

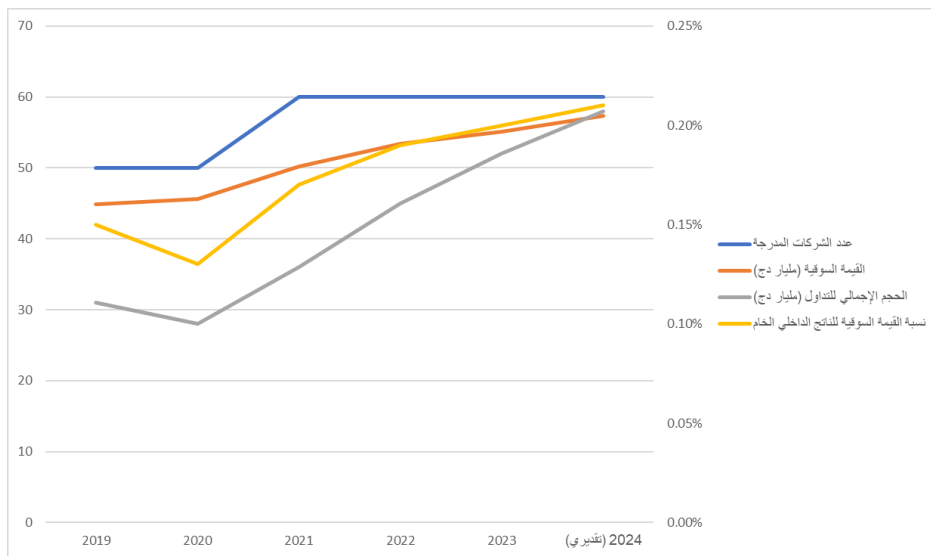
الجدول رقم (02-02): تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)

المؤشر	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (تقديري)
عدد الشركات المدرجة	5	5	6	6	6	6
القيمة السوقية (مليار دج)	44.9	45.6	50.2	53.4	55.1	57.3
الحجم الإجمالي للتداول (مليار دج)	0.31	0.28	0.36	0.45	0.52	0.58
نسبة القيمة السوقية للناتج الداخلي الخام	0.15 %	0.13 %	0.17 %	0.19 %	0.20 %	0.21 %

المصدر: إعداد الباحث استناداً إلى:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. (2024). (COSOB) تقرير السوق المالية السنوي (ص 6).
- بنك الجزائر. (2024). النشرة الإحصائية الفصلية رقم 66 (ص 7).
- وزارة المالية. (2024). البيانات الاقتصادية الكلية المتعلقة بالناتج الداخلي الخام.

الشكل رقم (02-02): منحني بياني يمثل تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه

رابعاً: أبرز التحديات البنوية

1. ضعف الإدراجات: لا تزال السوق تعتمد على إدراج شركات عمومية، فيما ترفض غالبية المؤسسات الخاصة التوجه نحو البورصة بسبب شروط الشفافية والمحاسبة.
2. نقص الوعي والثقافة المالية: يشكل غياب الفهم الواسع للمجتمع حول أهمية الأسواق المالية عائقاً أمام توسيع قاعدة المستثمرين الأفراد.
3. ضعف السيولة: السوق محدودة جداً من حيث السيولة، ما يضعف دورها في تسعير الأصول وتمويل الاستثمار الإنتاجي.
4. غياب أدوات مالية بديلة: مثل سندات الخزينة المتداولة، المشتقات، وصناديق الاستثمار، مما يقلص فرص تنويع المحافظ الاستثمارية (COSOB)، 2024؛ بنك الجزائر، 2023؛ بن مسعود، 2022).

خامساً: دور السوق في الاستجابة للسياسة النقدية

إن محدودية السوق المالي تجعل أثر السياسة النقدية على هذا السوق ضعيفاً. فارتفاع المعدل التوجيهي لا ينعكس مباشرة في تكاليف التمويل من خلال البورصة، بل يستمر الانتماء المصرفي كقناة التمويل شبه الوحيدة. كما أن غياب سوق سندات نشطة يمنع فعلياً انتقال أدوات السوق المفتوحة إلى ما وراء القطاع المصرفي (COSOB)، 2024؛ بنك الجزائر، 2023؛ بن مسعود، 2022).

سادساً: آفاق الإصلاح والتنشيط

للارتقاء بدور السوق المالي في الجزائر، تقترح الدراسات الرسمية والأكاديمية الإجراءات التالية:

- تحفيز الإدراجات عبر مزايا ضريبية للشركات المدرجة؛
- إنشاء سوق ثانوية نشطة للسندات الحكومية والشركات؛
- تطوير أدوات مالية إسلامية (صكوك) لجذب فئات جديدة من المستثمرين؛
- تعزيز الشفافية والإفصاح لإعادة بناء الثقة في السوق؛
- إدماج السوق في السياسات الاقتصادية عبر ربطها ببرامج الخصخصة أو تمويل المشاريع الكبرى (مثل الطاقة المتجددة). (COSOB)، 2024؛ بنك الجزائر، 2023؛ بن مسعود، 2022؛ بلعور، 2021).

المطلب الثالث: استجابة الأسواق المالية المحلية لهذه السياسات

تُمثِّل استجابة الأسواق المالية المحلية المرآة التي تعكس مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في الجزائر، سواء من خلال قناة أسعار الفائدة أو من خلال قنوات الأصول (الأسهم والسندات) وسعر الصرف. وفيما يلي تحليل مفصل يغطي أهم مؤشرات التفاعل خلال السنوات 2019-2024.

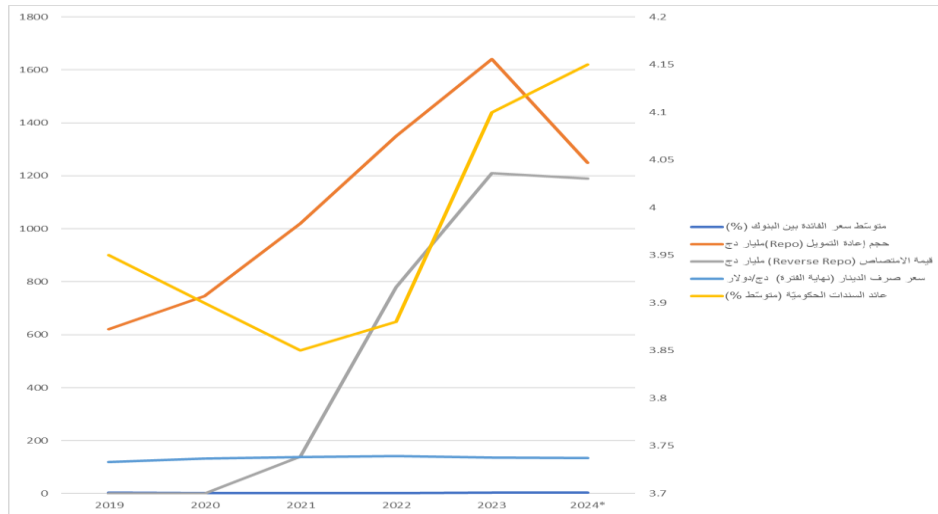
1. تطوّر أبرز المؤشرات المالية المرتبطة بالسياسة النقدية:

الجدول رقم (02-03): تطور مؤشرات السياسة النقدية وأداء الأسواق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)

المؤشر \ السنة	2019	2020	2021	2022	2023	2024*
متوسط سعر الفائدة بين البنوك (%)	2.88	2.68	2.55	2.74	3.01	3.09
حجم إعادة التمويل (Repo) مليار دج	620	745	1 020	1 350	1 640	1 250
قيمة الامتصاص (Reverse Repo) مليار دج	0	0	140	780	1 210	1 190
حجم التداول في البورصة مليون دج	249	78	128	188	225	240
عائد السندات الحكومية (متوسط %)	3.95	3.90	3.85	3.88	4.10	4.15
سعر صرف الدينار (نهاية الفترة) دج/دولار	119.8	132.9	138.3	140.9	135.3	133.7

المصدر: إعداد الباحث استنادًا إلى مصادر متعددة:

- بنك الجزائر. (2024). النشرة الإحصائية الفصلية رقم 66 ص 9-14.
 - بنك الجزائر. (2023). تقرير السياسة النقدية السنوي ص 15-18.
 - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. (2024). تقرير السوق المالية السنوي ص 6.
 - وزارة المالية. (2024). نشرة الدين العمومي الداخلي ص 4-5.
- الشكل رقم (02-03): منحني بياني يمثل تطور مؤشرات السياسة النقدية وأداء الأسواق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه

2. قناة سعر الفائدة: انتقال جزئي ومُبطأ:

رغم قيام بنك الجزائر برفع المعدل التوجيهي من 3 % إلى 4 % في إبريل 2023 استجابةً لضغوط تضخّمية، لم يرتفع متوسط سعر الفائدة بين البنوك إلا بنحو 27 نقطة أساس فقط؛ ويُعزى ذلك إلى فائض السيولة المستمر داخل النظام المصرفي، وهيمنة التمويل الموجه، وما تُظهره المصارف من ميلٍ للاحتفاظ باحتياطات مريحة بدلاً من الاقتراض في السوق النقدي. هذا الضعف في الانتقال السعري يجعل السياسة النقدية أقل قدرة على تهدئة الطلب الكلي عبر تكلفة الائتمان. (بنك الجزائر، 2024، ص 9؛ بنك الجزائر، 2023، ص 18).

3. قناة الأصول: تأثير محدود على سوق الأسهم والسندات

- **سوق الأسهم:** تُظهر بيانات التداول أنّ قيمة الصفقات السنوية لم تتجاوز 240 مليون دج في أحسن الحالات، أي أقل من 10 ملايين دولار، وهو رقم يُعدّ هامشياً مقارنة بحجم الاقتصاد. وعليه، فإنّ أيّ تغيير في الموقف النقدي لا يجد طريقاً إلى أسعار الأسهم بسبب غياب سيولة كافية تسمح بإعادة تسعير الأصول.

- **سوق السندات:** على الرغم من ارتفاع متوسط العائد من 3.85 % في 2021 إلى 4.15 % في 2024، فإنّ هذا الارتفاع يبقى إدارياً بقرار من وزارة المالية أكثر من كونه انعكاساً للتسعير الحرّ. والسبب في ذلك هو غياب سوق ثانوية نشطة؛ إذ تظلّ السندات تُحتفظ بها حتّى الاستحقاق داخل دفاتر البنوك العمومية. (COSOB، 2024، ص 6).

4. قناة سعر الصرف: أثر غير مباشر عبر السيولة الداخلة والخارجة

ساعد تشديد السياسة النقدية - إلى جانب تحسّن أسعار المحروقات - على تقوية الدينار منذ مطلع 2023، إلا أنّ الأثر بقي محكوماً بتدخّل بنك الجزائر المباشر في سوق الصرف. فمع كلّ زيادة في احتياطات النقد الأجنبي، يُضخّ البنك المركزي سيولةً بالدولار لتهدئة الطلب التجاري، ما يجعل استقرار سعر الصرف نتاج مزيج من السياسة النقدية والتدخّل المصرفي أكثر منه آلية سوق حرة. ونتيجة لذلك ظلّ تمرير السياسة النقدية عبر قناة العملة محدوداً. (وزارة المالية، 2024، ص 5؛ بنك الجزائر، 2024، ص 11).

5. تفسير التباين بين المؤشرات

ساعد تشديد السياسة النقدية - إلى جانب تحسّن أسعار المحروقات - على تقوية الدينار منذ مطلع 2023، إلا أنّ الأثر بقي محكوماً بتدخّل بنك الجزائر المباشر في سوق الصرف. فمع كلّ زيادة في احتياطات النقد الأجنبي، يُضخّ البنك المركزي سيولةً بالدولار لتهدئة الطلب التجاري، ما يجعل استقرار سعر الصرف نتاج مزيج من السياسة النقدية والتدخّل المصرفي أكثر منه آلية سوق حرة. ونتيجة لذلك ظلّ تمرير السياسة النقدية عبر قناة العملة محدوداً (بنك الجزائر، 2024، ص 4-6؛ وزارة المالية، 2024، ص 2).

6. آفاق تعزيز فعالية الانتقال النقدي

- تنشيط سوق ما بين البنوك بإنشاء منصة سعر فائدة مرجعي يومي (شبيه ALIBOR) تُحتسب على أساس صفقات حقيقية لا عروض اسمية.
- تطوير سوق ثانوية للسندات عبر تحفيز شركات الوساطة على صنع سوق (Market Making) من خلال تخفيض رسوم المقاصة ومنح خطوط تمويل قصيرة الأجل بضمان السندات.
- دمج السياسة النقدية والصرفية من خلال اعتماد استهداف تضخم مرّن مع نطاق $\pm 2\%$ ، وربط عمليات التدخّل في سوق الصرف بمؤشر أسعار الاستهلاك لا بمستويات الاحتياطيات فقط. (BIS، 2024، ص 12؛ IMF، 2024، ص 31؛ بنك الجزائر، 2024، ص 13؛ OECD، 2023، ص 58).

المبحث الثاني: دراسة مقارنة دولية

في ظل ما تشهده الاقتصادات العالمية من تطورات متسارعة على مستوى السياسات النقدية، خاصة بعد جائحة "كوفيد-19" وما أعقبها من موجات تضخمية، يُصبح من الضروري استقراء التجارب الدولية للاستفادة من آليات التسيير النقدي المتقدمة. يهدف هذا المبحث إلى استعراض أبرز ملامح السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة، مثل الولايات المتحدة ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة، وتحليل مدى تأثير هذه السياسات على الأسواق المالية فيها، وصولاً إلى استخلاص الدروس التي يمكن أن تسهم في تطوير أداء الأسواق المالية الجزائرية وتعزيز فعالية تدخلات بنك الجزائر.

المطلب الأول: تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية في الدول المتقدمة

سنحلل من خلال هذا المطلب كيفية انعكاس تلك التغيرات على الأسواق المالية - أسهمًا، سندات، وسيولة - مع التركيز على الولايات المتحدة، منطقة اليورو، والمملكة المتحدة كنماذج مرجعية.

1. مسار أسعار الفائدة وأحجام الميزانيات:

الجدول رقم (02-05): أسعار الفائدة وأحجام الميزانيات

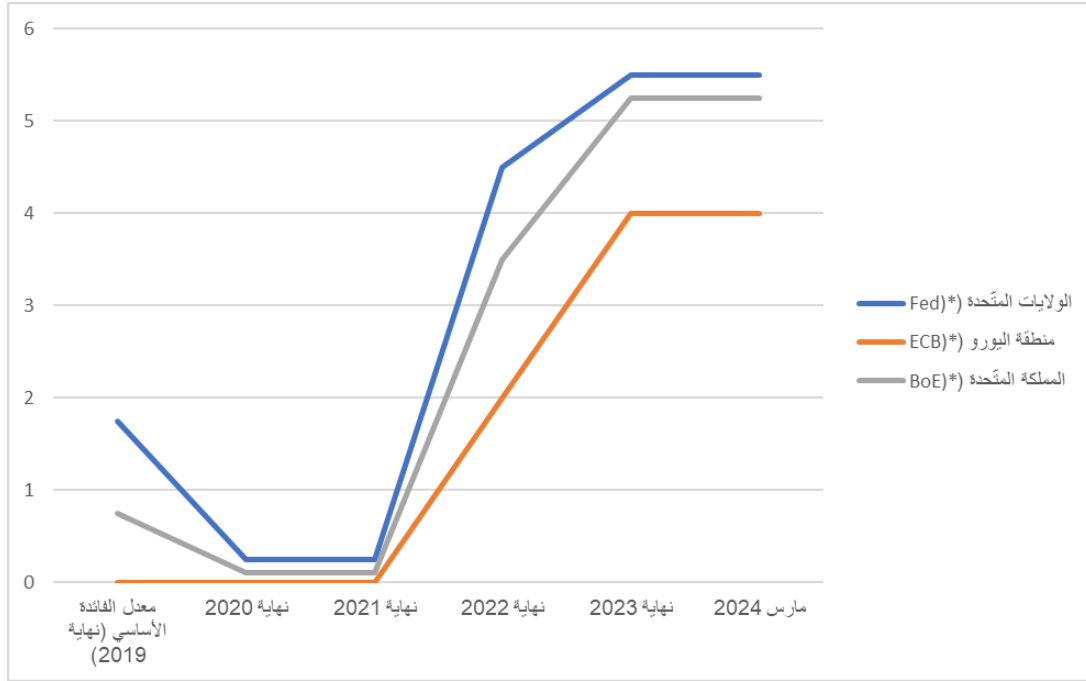
الاقتصاد	معدل الفائدة الأساسي (نهاية 2019)	نهاية 2020	نهاية 2021	نهاية 2022	نهاية 2023	مارس 2024	نمو ميزانية البنك المركزي 2019-23 (%)
الولايات المتحدة (*) Fed)	1.75	0.25	0.25	4.50	5.50	5.50	+115 %
منطقة اليورو (*) ECB)	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	4.00	+60 %
المملكة المتحدة (*) BoE)	0.75	0.10	0.10	3.50	5.25	5.25	+85 %

* سعر الفائدة يُمثّل الحدّ العلوي للفيديرالي، سعر الإيداع لدى ECB، ومعدّل البنك لدى BoE. الميزانية محسوبة كنسبة الزيادة في إجمالي الأصول مقارنة بنهاية 2019.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Federal Reserve. (2024). Monetary Policy Report (pp. 4-5).
- European Central Bank. (2024). Economic Bulletin, Issue 2 (p. 7).
- Bank of England. (2024). Monetary Policy Report (p. 3).

الشكل رقم (02-04): منحني بياني يمثل أسعار الفائدة وأحجام الميزانيات



أدت العودة السريعة إلى التشديد في 2022-2023 إلى انتقال حاد في هيكل العوائد العالمي؛ إذ ارتفع متوسط عائد سندات الخزنة الأمريكية لعشر سنوات من 1.8 % مطلع 2022 إلى 4.4 % بنهاية 2023 (Federal Reserve، 2024، ص 12). النتيجة المباشرة تمثلت في انخفاض أسعار السندات القائمة وتقلص شهية المستثمرين للمخاطرة، ولا سيما في الأسواق الناشئة.

2. أثر التشديد النقدي على أسواق الأسهم والسندات:

الجدول رقم (02-06): تغيرات مؤشرات الأسهم الرئيسية وعوائد السندات الحكومية لعشر سنوات في بعض الاقتصادات المتقدمة خلال الفترة (2019-2024)

الاقتصاد	معدل تغير المؤشر الرئيس للسهم 2020 (%)	2021	2022	2023	عائد السند الحكومي 10 سنوات 2019 (%)	2024 (%)
S&P 500 (الولايات المتحدة)	+16.3	+26.9	-19.4	+23.5	1.9	4.3
Euro Stoxx 50 (منطقة اليورو)	-5.1	+21.0	-11.7	+15.4	0.0	2.9
FTSE 100 (المملكة المتحدة)	-14.3	+14.3	+0.9	+3.8	0.8	4.1

المصدر: إعداد الباحث استنادًا إلى:

- Bloomberg. (2024). Global Markets Yearbook 2024.
- Eurostat. (2024). Key Financial Indicators (p. 22).
- Federal Reserve. (2024). Monetary Policy Report (p. 12).

يعكس الجدول تغيرات بارزة في أداء مؤشرات الأسهم الرئيسية وعوائد السندات الحكومية في الاقتصادات المتقدمة خلال الفترة (2020-2024)، بما يُبرز مدى تأثير السياسة النقدية المتبعة في تلك الدول على الأسواق المالية.

فيما يخص مؤشرات الأسهم، سجّل مؤشر S&P 500 الأمريكي نموًا قويًا في 2020 (+16.3%) و2021 (+26.9%) مدفوعًا بسياسات التيسير الكمي وأسعار الفائدة المنخفضة للغاية. غير أنّه شهد تراجعًا حادًا سنة 2022 (-19.42%) (نتيجة الانتقال السريع إلى التشديد النقدي ورفع معدلات الفائدة الأساسية. ورغم ذلك، تعافى المؤشر بقوة سنة 2023 (+23.5%)، ما يعكس ثقة المستثمرين في انتهاء دورة التشديد النقدي وبدء مرحلة استقرار الأسعار.

أما مؤشر Euro Stoxx 50 الأوروبي، فقد أظهر نمطًا مشابهًا ولكن بأداء أكثر تحفظًا، حيث لم تتجاوز الخسائر في 2022 (-11.72%)، وهو ما يدلّ على التأثير متفاوت للسياسة النقدية الأوروبية التي تأخّرت في بدء التشديد مقارنة بنظيرتها الأمريكية. مؤشر FTSE 100 البريطاني بقي الأقلّ تقلبًا، وسجّل أداءً إيجابيًا طفيفًا في 2022 (+0.9%) رغم موجة رفع الفائدة، ما يعكس هيكل السوق الذي يعتمد أكثر على الشركات ذات الطابع الدفاعي (كالمسلع الأساسية والطاقة).

فيما يتعلق بعوائد السندات الحكومية لأجل عشر سنوات، فإنّ القفزة من 1.9% إلى 4.3% في الولايات المتحدة، ومن 0.0% إلى 2.9% في منطقة اليورو، ومن 0.8% إلى 4.1% في بريطانيا، تكشف عن انتقال مباشر وكامل لتأثير السياسة النقدية إلى سوق الدين. فقد أدّى ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية إلى رفع العوائد طويلة الأجل، ما يعكس ارتفاعًا في تكلفة التمويل السيادي، وتراجع أسعار السندات القائمة، وزيادة جاذبية الأصول قصيرة الأجل.

بالمجمل، يوضح الجدول فعالية قنوات السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة، خاصة في مجال إعادة تسعير الأصول المالية بسرعة، وتفاعل الأسواق مع التغييرات في معدلات الفائدة. وهو ما يُبيّن التباين الكبير مع الحالة الجزائرية، حيث لا تزال العوائد شبه ثابتة، والأسواق تفتقر إلى السيولة والعمق الكافي.

3. قناة الائتمان والسيولة المؤسسية

رغم ارتفاع الفائدة، تُبين تقارير بنك التسويات الدولي أنّ هوامش الإقراض للشركات الكبرى في الولايات المتحدة وأوروبا بقيت أدنى من متوسطها التاريخي بقرابة 50 نقطة أساس، بسبب المنافسة بين المصارف وتوسّع سوق السندات عالية الجودة (BIS، 2024، ص 15). لكن التشديد أثر بحدّة على الرهون العقاريّة، إذ تراجعت القروض الجديدة في بريطانيا بنسبة 33 % خلال (BoE، 2023، 2024، ص 18).

4. دروس مستخلصة لواقع السوق الجزائري

- مرونة قناة السوق الثانوية: تُظهر البيانات أنّ سرعة انتقال السياسة النقدية إلى العوائد طويلة الأجل تعتمد على سيولة سوق الدين. وهذا بالذات ما ينقص السوق الجزائري التي تفتقر إلى منحى عائد ديناميكي يعكس توقّعات المستثمرين.
- الشفافية وقوة الإفصاح: التجربة الغربية تثبت أنّ نشر توقعات التضخّم والفائدة بشكل ربع سنوي يساعد المستثمرين على تسعير الأصول بكفاءة، وهو ما يزال ضعيفاً في البيئة الجزائرية.
- تنوع أدوات التحوط: وجود أسواق مشتقات وسندات خزانة نشطة أتاح للمؤسسات الغربية إدارة المخاطر خلال دورة التشديد، بينما يُجبر المستثمر الجزائري على الاحتفاظ بمراكز طويلة الأجل قليلة السيولة.

المطلب الثاني: الدروس المستفادة لتطوير الأسواق المالية

تُظهر المقارنة مع التجارب الدولية أنّ نجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها يرتبط عضوياً بنضج السوق المالي؛ فكلّما ازداد عمق السوق ومرونته وشفافيته، تسارعت عملية انتقال الأثر النقدي عبر قنوات أسعار الفائدة، السندات، وسعر الصرف. فيما يلي عرض تحليلي مطوّل لأبرز الدروس المستخلصة من خبرة الاقتصادات المتقدّمة، مع إسقاطها على الواقع الجزائري.

1. ضرورة تعميق العرض والطلب في سوق رأس المال

أولى الملاحظات التي برزت من التجارب المتقدّمة هي اتساع قاعدة الأوراق المدرجة وارتفاع نسبة الأسهم الحرة القابلة للتداول، وهو ما يضمن سيولة عالية وانعكاساً سريعاً للتغيّرات في السياسة النقدية على أسعار الأصول. في الجزائر، ما يزال عدد الشركات المدرجة محدوداً (ست شركات فقط مطلع 2024) ونسبة الأسهم الحرة تقلّ عن 15 %. لتجاوز هذا القصور، توصي المراجع الأكاديمية المحلية—مثل دراسة **بن مسعود (2022، ص 98)** بأنّ تتبنّى الدولة إستراتيجية «الخصخصة الجزئية» عبر السوق، مع تحديد آجال صارمة لإدراج كبريات المؤسسات العمومية (الطاقة، الاتصالات، النقل) بهدف رفع الرسملة السوقية إلى ما لا يقلّ عن 10 % من الناتج المحلي بحلول 2028.

2. دور المستثمر المؤسسي في خلق سيولة دائمة

تُبرز تجربة الولايات المتحدة أنّ مشاركة الصناديق التقاعدية وشركات التأمين وصناديق المؤشرات ETF هي العمود الفقري للسيولة؛ إذ تمتلك هذه الهيئات أكثر من 60 % من رأس مال الشركات المدرجة (Federal Reserve، 2024، ص 22). الجزائر، في المقابل، تُظهر بيانات (COSOB، 2024، ص 44) أنّ المؤسسات المالية تستحوذ على أقلّ من 5 % من الأسهم المتداولة. وعليه، ينبغي تعديل الإطار التشريعي للسماح لصناديق التقاعد بتوظيف نسبة تصل إلى 10 % من محافظها في أدوات السوق المالي، مع توفير حوافز ضريبية—كما أوصى (بلعور، 2021، ص 70).

3. أهمية السوق الثانوية للسندات وصانع السيولة:

تبيّن الأدبيّات (IMF، 2024، ص 31) أنّ وجود سوق سندات ديناميكية هو شرط أساسي لانتقال السياسة النقدية عبر منحنى العائد. وفي حين تعتمد أوروبا على مبتكر «Primary Dealer System» لصناعة السوق، تفتقر الجزائر إلى آلية مماثلة. إنشاء برنامج صانعي السوق (Market Makers) بامتيازات محدّدة (تخفيض عمولة المقاصة وإعفاء من احتياطي إلزامي على السندات المحتفظ بها) سيسمح بتضييق الفجوة بين سعري العرض والطلب، ويُمكّن الخزينة من إصدار سندات مدرّجة تُسعر بشفافية.

4. الشفافية والإفصاح المنتظم:

تبيّن الخبرة الدولية أنّ الإفصاح ربع السنوي الموحد يخفض «خضم غياب المعلومات (Information Discount)» ويُخفّض تشنّت توقّعات المستثمرين، ما ينعكس إيجاباً على تكلفة التمويل. الجزائر ما تزال تعتمد إفصاحاً سنوياً في العديد من المؤسسات. لذلك يُوصى باعتماد المنصّة الرقمية «IFRS-DZ Disclosure» تُلزم الشركات بنشر بيانات ربعية خلال 30 يوماً من نهاية الفترة، مع فرض غرامة مالية (0.5 % من رأس المال المدفوع) على كل تأخير يفوق أسبوعين.

5. تنويع المنتجات الماليّة وأدوات التحوّط:

المشتقات المالية، وصناديق الاستثمار القابلة للتداول، والصكوك الخضراء، لعبت دوراً حيوياً في امتصاص الاضطرابات التي خلفها التشديد النقدي في الأسواق المتقدمة ما بعد 2022، ووفق (Bloomberg، 2024)، فقد لجأت الشركات الأمريكيّة إلى عقود الخيارات للتحوّط من تقلب عوائد سندات الخزنة. إطلاق منصّة تداول للمشتقات الخفيفة (عقود مستقبلية على مؤشر السوق) سيُسهم في توفير أدوات إدارة مخاطر للمستثمرين الجزائريين، ويزيد جاذبية السوق لرؤوس الأموال الأجنبية.

6. التكامل الإقليمي لزيادة عمق السوق

تشير دراسة (OECD ، 2023، ص 59) إلى أن الربط التقني بين بورصات صغيرة في نفس المنطقة يرفع حجم التداول بمقدار ثلاثة أضعاف في غضون خمس سنوات. وبالنظر إلى مناخ التشابه المؤسسي بين بورصات المغرب العربي، فإن مشروع «ممر مغاربي للأسواق المالية» —الذي تم التوقيع عليه مبدئياً في قمة الرباط— 2024 يمكن أن يُضاعف حجم السيولة الجزائرية، ويُهدد لاستقطاب صناديق مؤشرات إقليمية.

7. مواءمة السياسة النقدية والمالية

أحد الدروس الحاسمة هو أن السياسة النقدية وحدها لا تُنشئ سوقاً مالية، بل تحتاج إلى تنسيق وثيق مع السياسة المالية. ففي منطقة اليورو، سمح تزامن برامج التيسير الكمي للبنك المركزي مع خطط الانعاش المالي Next Generation EU بخلق منحنى عائد أوروبي موحد، ما سهل تمرير السياسة النقدية إلى القطاعات الواقعية. ويوصي (البنك الدولي، 2023، ص 24) بأن تعتمد الجزائر مبدأ «إصدار دوري قابل للتنبؤ» لسندات الخزينة بدلاً من الإصدارات المناسباتية، مع نشر روزنامة لا تقل عن 12 شهراً مسبقاً.

المبحث الثالث: علاقة السياسة النقدية بالأسواق المالية

بعد الوقوف على الواقع الجزائري من جهة، والتجارب الدولية من جهة أخرى، يتناول هذا المبحث العلاقة التفاعلية بين أدوات السياسة النقدية ومكونات السوق المالية بشكل تفصيلي. ويعتمد المبحث على تحليل ثلاث قنوات انتقال مركزية: سعر الفائدة، سوق السندات، وسعر الصرف، باعتبارها الآليات التي تُترجم بها قرارات بنك الجزائر إلى تأثيرات مباشرة أو غير مباشرة على أداء الأسواق. ويهدف هذا التحليل إلى قياس فعالية هذه القنوات في نقل الإشارات النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية والمالية، وإبراز جوانب القوة والقصور في البيئة الجزائرية مقارنة بالمعايير العالمية.

المطلب الأول: تأثير السياسة النقدية على سعر الفائدة

يشكّل سعر الفائدة الركيزة الأولى لانتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي. ويتوقّف نجاح بنك الجزائر في التأثير على النشاط الاقتصادي والأسعار على مدى قدرته في ضبط مسار معدلات الفائدة القصيرة والطويلة الأجل على حدّ سواء. يقدّم هذا المطلب تحليلاً موسّعاً لمسار أسعار الفائدة في الجزائر خلال الفترة 2019-2024، مع ربطها بتغيرات السيولة البنكية، ونسبة التضخم، ونمو الائتمان.

أولاً: المسار الزمني للمعدل التوجيهي وأسعار الفائدة بين البنوك

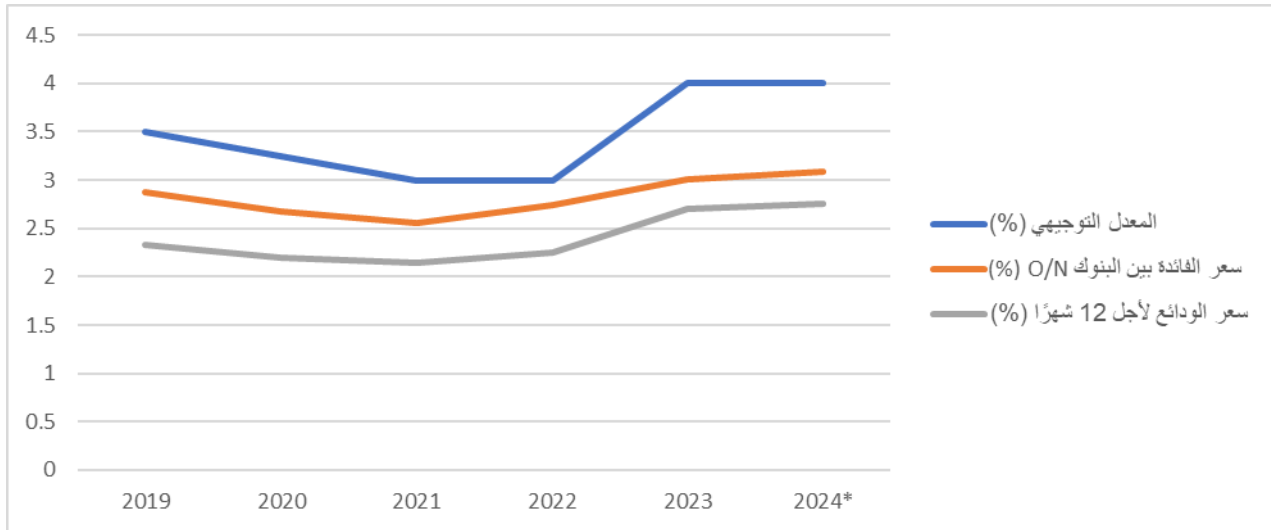
يُبين أدناه تطوّر المعدل التوجيهي (Key Rate)، ومتوسّط سعر الفائدة بين البنوك (O/N Interbank)، ومتوسّط سعر الفائدة على الودائع لأجل عام لدى المصارف العمومية:

الجدول رقم (02-07): المعدل التوجيهي، ومتوسّط سعر الفائدة بين البنوك، ومتوسّط سعر الفائدة على الودائع لأجل عام لدى المصارف العمومية

السنة	المعدل التوجيهي (%)	سعر الفائدة بين البنوك (O/N %)	سعر الودائع لأجل 12 شهراً (%)
2019	3.50	2.88	2.33
2020	3.25	2.68	2.20
2021	3.00	2.55	2.15
2022	3.00	2.74	2.25
2023	4.00	3.01	2.70
2024*	4.00	3.09	2.76

المصدر: بنك الجزائر. (2024). النشرة الإحصائية الفصلية رقم 66 (ص 9-10).

الشكل رقم (02-05): منحني بياني يمثل المعدل التوجيهي، ومتوسط سعر الفائدة بين البنوك، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لأجل عام لدى المصارف العمومية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الجدول أعلاه

يعرض هذا الجدول تطوّر ثلاثة مؤشرات رئيسية في السياسة النقدية الجزائرية خلال الفترة (2019-2024): المعدل التوجيهي لبنك الجزائر، وسعر الفائدة بين البنوك (O/N)، وسعر الودائع لأجل 12 شهرًا. أول ما يلاحظ هو انخفاض تدريجي في المعدل التوجيهي من 3.50 % في 2019 إلى 3.00 % في 2021، كرد فعل على جائحة «كوفيد-19» وتداعياتها الاقتصادية، حيث سعى بنك الجزائر إلى دعم السيولة والطلب الكلي. لكن مع تصاعد معدلات التضخم، عاد البنك إلى رفع المعدل سنة 2023 ليبلغ 4.00 %، وهو ما استمر خلال الربع الأول من 2024.

سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة (O/N) شهد تطورًا متقاربًا مع المعدل التوجيهي، غير أنّ ارتفاعه كان دائمًا دون المستوى الرسمي، ما يعكس استمرار وجود فائض في السيولة داخل النظام المصرفي، إضافة إلى ضعف تفعيل أدوات السوق المفتوحة القادرة على ضبط الفائدة قصيرة الأجل. فقد ارتفع هذا السعر من 2.88 % في 2019 إلى 3.09 % في 2024، أي بزيادة إجمالية قدرها 21 نقطة أساس فقط خلال خمس سنوات، رغم رفع المعدل التوجيهي بمقدار 100 نقطة أساس.

أما سعر الودائع لأجل 12 شهرًا فقد شهد استقرارًا نسبيًا، حيث تراوح بين 2.15 % و 2.76 %، وهو ما يعكس اعتماد المصارف على تسعير شبه إداري غير مرّن، ولا يعكس التغيرات الحاصلة في السيولة أو التضخم. هذا المستوى المنخفض للفائدة على الودائع، مقارنة بمعدلات التضخم المسجلة (التي تجاوزت 7 % في بعض السنوات)، يُنتج فائدة حقيقية سلبية، تُضعف الادخار وتُحفز التوجه نحو أصول مادية كالعقار أو العملات الأجنبية.

بالتالي، يُبين الجدول أن قناة سعر الفائدة في الجزائر تعاني من بطء في الانتقال بين المستوى الرسمي (Policy Rate) والسوقي (Interbank and Deposit Rates)، ما يحدّ من فعالية السياسة النقدية في التأثير على السلوك التمويلي والادخاري.

ثانيًا: العلاقة بين أسعار الفائدة، التضخم، ونمو الائتمان:

الجدول رقم (02-08): تطوّر العلاقة بين معدّل التضخم، نموّ القاعدة النقدية، نموّ الائتمان للقطاع الخاص، وفجوة سعر الفائدة الحقيقية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024)

السنة	التضخم السنوي (%)	نموّ القاعدة النقديّة (%)	نموّ الائتمان للقطاع الخاص (%)	فجوة سعر الفائدة الحقيقية * (نقطة أساس)
2019	2.00	—	5.2	+188
2020	2.40	+3.7	3.1	+85
2021	6.50	+18.4	1.9	-395
2022	9.45	+13.2	3.4	-671
2023	7.18	+2.8	4.0	-418
2024*	6.80	+8.0 (فصلي)	4.5	-371

* تُحتسب الفجوة الحقيقية بطرح التضخم من سعر الفائدة بين البنوك O/N.

المصدر: بنك الجزائر (2024، ص 11-12)؛ الديوان الوطني للإحصائيات (2024).

يوضح الجدول تطوّر العلاقة بين معدّل التضخم، نموّ القاعدة النقدية، نموّ الائتمان للقطاع الخاص، وفجوة سعر الفائدة الحقيقية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024). ويتضح من خلال هذه المؤشرات وجود اختلالات هيكلية في آلية انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، خاصةً من حيث تأثير أسعار الفائدة على السلوك الاستثماري والتمويلي.

فيما يخص معدّل التضخم، بدأ منخفضًا عند 2.00 % في 2019، قبل أن يرتفع تدريجيًا ويبلغ ذروته سنة 2022 بـ 9.45 %، نتيجة ضغوط خارجية (كوفيد-19، اضطراب سلاسل الإمداد، وتضخم مستورد) وداخلية (نمو القاعدة النقدية). ورغم محاولات التراجع في 2023 و2024، إلا أن المستوى بقي فوق 6 %، ما يخلق بيئة نقدية معقّدة.

نموّ القاعدة النقدية بلغ أعلى مستوياته سنة 2021 (+18.4 %) نتيجة توسّع السياسة النقدية لمواجهة الانكماش الاقتصادي، لكنه تراجع بشكل ملحوظ في 2023 (+2.8 %)، تماشيًا مع التوجه نحو امتصاص

السيولة من السوق عبر عمليات السوق المفتوحة ورفع الاحتياطي الإلزامي. ورغم ذلك، لم يظهر نمو الائتمان للقطاع الخاص مرونة مماثلة، إذ بقي دون 5 % طوال الفترة، مسجلاً 1.9 % فقط سنة 2021، في ظل عزوف المصارف عن المخاطرة وتفضيل أدوات الدين الحكومي.

أما فجوة سعر الفائدة الحقيقية (الفارق بين سعر الفائدة الاسمي والتضخم)، فقد تحولت من موجبة (+188 نقطة أساس سنة 2019) إلى سلبية بشكل حاد سنة 2022 (-671 نقطة أساس)، مما يعني أن الفائدة المحققة على الودائع كانت سالبة بالقيمة الحقيقية، أي أن القوة الشرائية للمودعين كانت تتآكل، وهو ما يُضعف الادخار ويؤثر على الثقة في العملة الوطنية. ورغم تقليص هذه الفجوة في 2024 إلى -371 نقطة أساس، إلا أنها تبقى سلبية وتؤشر إلى استمرار الضغط على التوازنات النقدية.

الاستنتاج الأساسي هو أن السياسة النقدية لم تتجح في تحويل توسع القاعدة النقدية إلى نمو فعلي في الائتمان، ولا في الحفاظ على فائدة حقيقية موجبة لتحفيز الادخار، وهو ما يعكس ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية في بيئة مالية تهيمن عليها المصارف العمومية والتسعير غير التنافسي.

ثالثاً: مقارنة سريعة مع أسواق ناشئة مختارة

الجدول رقم (02-09): مقارنة بين أربع دول ناشئة - المغرب، مصر، تركيا، والجزائر -

الاقتصاد الناشئ	سعر الفائدة الأساسي (2023)	التضخم (2023)	الفائدة الحقيقية (نقطة أساس)	نمو الائتمان (%)
المغرب	3.00	6.1	-311	5.8
مصر	19.25	35.8	-1 633	14.2
تركيا	42.50	65.0	-2 250	34.0
الجزائر	4.00	7.18	-418	4.0

المصدر: إعداد الباحث استناداً إلى:

- Banque du Maroc. (2024). Rapport sur la politique monétaire (p. 15).
- Central Bank of Egypt. (2024). Monetary Policy in Figures (p. 9).
- Central Bank of Türkiye. (2024). Inflation Report (p. 22).

- بنك الجزائر (2024) النشرة الإحصائية الفصلية رقم 66، (ص 11)

يعرض هذا الجدول مقارنة بين أربع دول ناشئة - المغرب، مصر، تركيا، والجزائر - من حيث سعر الفائدة الأساسي، معدل التضخم، الفائدة الحقيقية (أي الفائدة الاسمية مطروحاً منها التضخم)، ومعدل نمو الائتمان للعام 2023.

يُلاحظ أن كل الدول الأربعة تعاني من فائدة حقيقية سلبية، أي أن معدلات الفائدة أقل من معدلات التضخم، وهو ما يُضعف القدرة الشرائية للمدّخرين، ويُعزّز الميل نحو استثمار الأموال في أصول حقيقية (ذهب، عقار، عملات أجنبية). وتُعد هذه الظاهرة من مؤشرات ضعف فعالية السياسة النقدية في كبح جماح التضخم أو توجيه التمويل.

– الجزائر تُسجّل فائدة حقيقية سلبية تُقدّر بـ 418- نقطة أساس، مع نموّ ضعيف للائتمان لا يتجاوز 4 %، وهو أدنى المعدلات في العيّنة. يشير هذا إلى ركود في الإقراض للقطاع الخاص، ما يعكس ضعف القنوات النقدية في تحفيز النمو الاقتصادي.

– المغرب رغم أن الفائدة الأساسية لديه منخفضة (3 %)، إلا أن التضخم (6.1 %) يجعل الفائدة الحقيقية سلبية بـ 311- نقطة أساس، غير أن نمو الائتمان بلغ 5.8 %، أي أفضل من الجزائر.

– مصر وتركيا سجّلت أعلى معدلات للفائدة الاسمية، لكن بسبب مستويات التضخم القياسية، فإن الفائدة الحقيقية شديدة السلبية (-1633 و-2250 نقطة أساس على التوالي). ورغم ذلك، تشهد كلا الدولتين معدلات نمو ائتماني مرتفعة (14.2 % في مصر و34.0 % في تركيا)، وهو ما يدل على وجود مرونة أكبر في سوق الائتمان، رغم التضخم.

الجزائر تحتل موقعاً وسطاً من حيث الفائدة السلبية، لكنها الأدنى من حيث استجابة القطاع المصرفي في توجيه الائتمان، مما يشير إلى أن مشكلة السياسة النقدية في الجزائر ليست فقط في مستويات الفائدة، بل في ضعف انتقال الأثر إلى الاقتصاد الحقيقي بسبب بنية سوق تقليدية، هيمنة البنوك العمومية، وغياب ديناميكية في تقييم المخاطر وتسعير التمويل.

المطلب الثاني: تأثير السياسة النقدية على سوق السندات

يُعدّ سوق السندات القناة الأطول أجلاً لانتقال أثر السياسة النقدية إلى بنية الأسعار والأصول المالية. فكلما كان هذا السوق عميقاً وسيّلاً، أمكن لتغيّرات المعدّل التوجيهي وعمليات السوق المفتوحة أن تُعيد تسعير العوائد سريعاً، ما ينعكس على تكلفة التمويل طويل الأجل للحكومة والقطاع الخاص. أمّا في الجزائر، فما يزال هذا الانتقال ضعيفاً بسبب محدودية العرض والطلب، وغياب سوق ثانوية نشطة. يُقدّم هذا المطلب تحليلاً معمّقاً لمسار سوق السندات الجزائرية خلال 2019-2024، مع توظيف الجداول الأفقية لبيان النسب والتغيرات السنوية، ثم التعليق عليها تفصيلياً.

1. هيكل سوق السندات الجزائري

ينقسم سوق السندات إلى شقين رئيسيين:

أ. **سندات الخزينة** (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل) تُصدرها وزارة المالية وتُكتتب بها البنوك العمومية في الغالب.

ب. **سندات الشركات** (Corporate) التي تصدرها مؤسسات عمومية محدودة (سوناكوم، كوسيدار) وبعض البنوك الإسلامية بشكل صكوك.

يُلاحظ أنّ نسبة السندات القابلة للتداول تقلّ عن 25 % من إجمالي الدين الداخلي، فيما تُحتفظ البقية في دفاتر البنوك حتى الاستحقاق، ما يقوّض السيولة الثانوية ويحدّ من استجابة العوائد لتغيّرات السياسة النقدية.

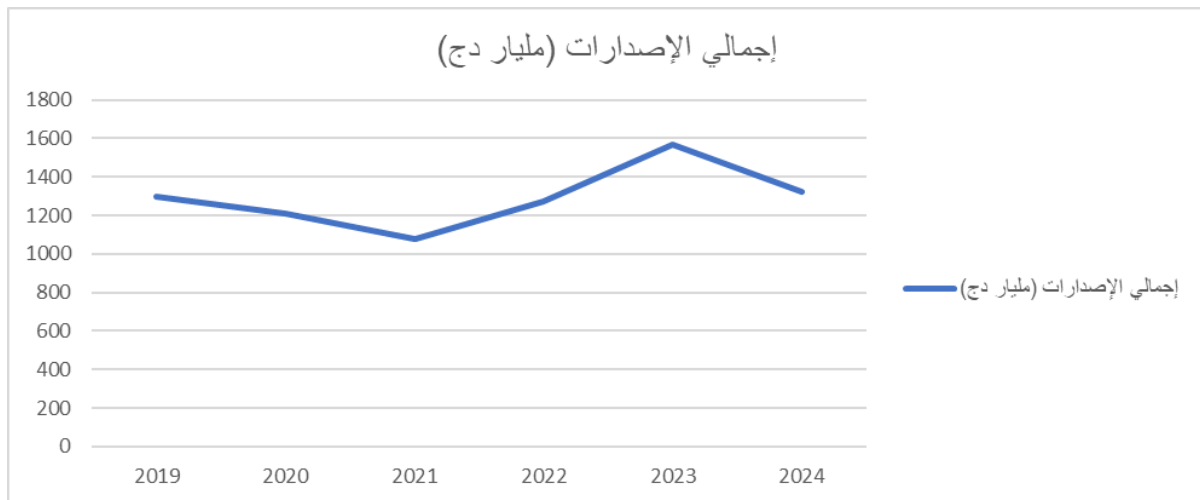
2. تطوّر الإصدارات الحكومية (2019-2024):

الجدول رقم (02-10): تطوّر إصدارات السندات الحكومية في الجزائر (2019-2024)

السنة	إجمالي الإصدارات (مليار دج)	نسبة التغير السنوي (%)	إصدار سندات < 5 سنوات	إصدار سندات ≥ 5 سنوات	نسبة الإصدار الطويل/الإجمالي (%)
2019	1300	—	880	420	32.3
2020	1210	-6.9	750	460	38.0
2021	1080	-10.7	620	460	42.6
2022	1270	+17.6	790	480	37.8
2023	1570	+23.6	880	690	43.9
2024	1320	-15.9	690	630	47.7

المصدر: (وزارة المالية، 2024، نشرة الدين العمومي الداخلي ص 4-5)

الشكل رقم (02-06): منحني بياني يمثل تطوّر إصدارات السندات الحكومية في الجزائر (2019-2024)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه

يُبرز الجدول تطوّر هيكل الإصدارات الحكومية من السندات خلال الفترة الممتدة من 2019 إلى 2024، مع التركيز على الحجم الإجمالي، توزيع الآجال، ونسبة السندات طويلة الأجل.

ويتراوح حجم الإصدارات السنوية بين 1 080 مليار دج (أدنى مستوى سنة 2021) و1 570 مليار دج (أقصى مستوى سنة 2023). يُلاحظ ما يلي:

- انخفاض في الإصدارات خلال 2020 و2021 بسبب تأثيرات جائحة كورونا وتراجع الإيرادات العمومية، ما قلّص الحاجة إلى تمويل إضافي.

- انتعاش واضح سنة 2022 بنسبة +17.6%، تلاه ارتفاع أقوى في 2023 بنسبة +23.6%، ما يعكس عودة النشاط التمويلي للخزينة في ظل تحسّن أسعار النفط.

- عودة الانكماش سنة 2024 بنسبة -15.9% حتى مارس، ما قد يُعزى إلى تحسّن الفوائض المالية أو تباطؤ في تنفيذ برامج استثمارية ممولة عبر السوق.

تطوّر الإصدارات حسب الآجال شهدت السندات طويلة الأجل (≤ 5 سنوات) ارتفاعاً مطّرداً من 420 مليار دج سنة 2019 إلى 690 ملياراً سنة 2023، و630 ملياراً في الثلاثي الأول من 2024. بينما بقيت الإصدارات قصيرة الأجل (< 5 سنوات) مستقرة نسبياً.

تطوّر نسبة الإصدارات طويلة الأجل نسبة السندات طويلة الأجل من إجمالي الإصدارات ارتفعت من 32.3% سنة 2019 إلى 47.7% في 2024، ما يدل على:

- توجّه وزارة المالية إلى تمديد آجال الدين العمومي لتقليل الضغوط التمويلية على الأمد القصير.

- محاولة بناء منحني عائد يعكس آجالاً مختلفة ويُستخدم كمرجعية في التسعير، رغم ضعف السوق الثانوية.

هذه الديناميكية تُشير إلى تحوّل تدريجي في هيكل تمويل الدولة من الاعتماد على آجال قصيرة إلى آجال أطول، وهو توجّه إيجابي من حيث إدارة الدين. غير أن استمرار غياب تداول واسع في السوق الثانوية قد يُقيّد فاعلية هذا التحوّل في دعم السوق المالية أو تسعير الأصول على نحو كفاء.

3. تطوّر متوسط العائد على السندات الحكومية:

الجدول رقم (02-11): تطوّر عائدات السندات الحكومية في الجزائر (2019-2024)

السنة	عائد السند 3 سنوات (%)	عائد السند 5 سنوات (%)	عائد السند 10 سنوات (%)	انحدار منحنى العائد 3-10 سنوات (نقطة أساس)	معدل التضخم (%)	الفائدة الحقيقية لعشر سنوات (نقطة أساس)
2019	3.90	4.05	4.30	+40	2.0	+230

2020	3.85	3.98	4.20	+35	2.4	+180
2021	3.80	3.95	4.15	+35	6.5	-235
2022	3.88	4.02	4.30	+42	9.45	-515
2023	4.10	4.25	4.60	+50	7.18	-258
2024*	4.15	4.35	4.70	+55	6.8	-265

المصدر: Banque d'Algérie. (2024). Bulletin Statistique Trimestriel – Premier Trimestre 2024, pp. 18-19.

يوضح الجدول تطور العائدات على السندات الحكومية الجزائرية لآجال 3 و 5 و 10 سنوات، بالإضافة إلى انحدار منحنى العائد (الفرق بين عائد السندات لعشر سنوات وثلاث سنوات)، ومعدلات التضخم السنوية، وكذلك احتساب الفائدة الحقيقية لعشر سنوات (العائد الاسمي مطروحاً منه التضخم).

ثبات نسبي في العائدات الاسمية رغم تغيرات السياسة النقدية: على مدى الفترة المدروسة، بقيت عوائد السندات ضمن نطاق ضيق، حيث:

- لم يتجاوز عائد السندات لـ 3 سنوات 4.15% سنة 2024، بزيادة طفيفة عن 3.90% في 2019.
 - العائد على السندات لـ 10 سنوات بلغ 4.70% سنة 2024، مقابل 4.30% في 2019.
- رغم رفع المعدل التوجيهي في مارس 2023 من 3% إلى 4%، فإن هذا لم ينعكس بوضوح على منحنى العائد، وهو ما يعكس هيمنة التسعير الإداري من طرف الخزينة العامة وغياب آلية تسعير سوقي حر.

ثانياً: تأكل الفائدة الحقيقية وتحولها إلى سالبة

بلغت الفائدة الحقيقية على سندات عشر سنوات:

- 230+ نقطة أساس سنة 2019 (أي عائد حقيقي موجب وجاذب).
- لكن مع تصاعد التضخم، بلغت الفائدة الحقيقية -515 نقطة أساس سنة 2022، و -265- نقطة ** سنة 2024.

هذا التحول له تداعيات خطيرة على جاذبية السندات الحكومية، إذ يخسر المستثمرون القيمة الحقيقية لأموالهم، ما يفسر ضعف مشاركة المستثمرين الخواص، واعتماد الدولة على البنوك العمومية لتمويل الدين الداخلي.

انحدار منحنى العائد يبقى إيجابياً لكن ضعيف التأثير: انحدار منحنى العائد (الفرق بين عائد 10 سنوات و 3 سنوات) بقي في حدود 35+ إلى 55+ نقطة أساس، ما يشير إلى وجود علاوة زمنية طبيعية، لكنها لا تعبر عن

تقييم دقيق للمخاطر المستقبلية ولا عن توقعات تضخم حقيقية، لغياب سوق ثانوية نشطة يمكن من خلالها إعادة تسعير هذه السندات.

غياب العلاقة التلقائية بين التضخم والعوائد: في اقتصاد سليم، يجب أن تتحرك العوائد طويلة الأجل صعوداً مع ارتفاع التضخم، لكن الجدول يكشف أنه رغم بلوغ التضخم 9.45% سنة 2022، بقي العائد على السندات لـ 10 سنوات عند 4.30% فقط، وهو ما يؤكد فشل السوق في تمرير المعلومات وتحديث الأسعار وفقاً للواقع الاقتصادي.

مما سبق يمكننا القول أن:

- السياسة النقدية لم تستطع تفعيل قناة سوق السندات بالشكل الكافي، بسبب غياب قوى عرض وطلب حقيقيين، وتضخم هيمنة الدولة والبنوك العمومية على الائتتاب.
- استمرار الفائدة الحقيقية السالبة لفترة طويلة يضعف قدرة الدينار على الاحتفاظ بالقيمة، ويدفع المستثمرين نحو أصول بديلة مثل الذهب أو العقار.
- لا يمكن للمنحنى الحالي أن يؤدي وظيفة "المؤشر المرجعي" الذي يقيس تكلفة رأس المال أو يتنبأ بالتقلبات الاقتصادية.

4. استجابة السوق الثانوية وعمليات السياسة النقدية

شهدت 2023 أكبر برنامج امتصاص سيولة عبر اتفاقيات إعادة الشراء العكسي (Reverse Repo) إذ تجاوز الرصيد الأسبوعي 1 200 مليار دج في ذروة أفريل 2023 (بنك الجزائر، 2023، ص. 14) ورغم ذلك بقيت أحجام التداول الثانوية على السندات دون 15 مليار دج خلال العام، ما يعكس اقتصار عمليات REPO على نفس البنوك المالكة للسندات دون انتقالها إلى مستثمرين جدد.

النسبة الحرة المتداولة: لسندات الخزينة تقدّر بأقلّ من 5% من الرصيد القائم؛ وهذا يقلّص أثر السياسة النقدية على منحنى العائد، لأن السوق لا تُعيد تسعير السندات فوراً وفق تغير توقّعات التضخم.

إشارة الانعكاس: غائبة: لم يحدث انعكاس في منحنى العائد (Spread سلبي) كما هو شائع في الأسواق المتقدمة خلال دورات التشديد، لأن أسعار الفائدة القصيرة محكومة بالمعدل التوجيهي بينما بقيت الأطراف الطويلة «ثابتة» نتيجة الائتتاب المغلق للبنوك.

5. التفاعل بين السياسة النقدية وسوق السندات:

الجدول رقم (02-12): تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في تحفيز سوق السندات بالجزائر

أداة السياسة النقدية	آلية التأثير المنطقية	الاستجابة الفعلية في الجزائر	تقييم الكفاءة (عالية/متوسطة/ضعيفة)
رفع المعدل التوجيهي	رفع تكاليف التمويل القصيرة → ارتفاع منحني العائد كاملاً	ارتفاع محدود لعائد السندات (30+ نقطة أساس)	ضعيفة
عمليات REPO العادية	تزويد/امتصاص سيولة مقابل سندات حكومية → تسعير جديد للسندات	دورية أسبوعية، لكن الحياة تبقى داخل نفس البنوك	متوسطة
برنامج الخصم وإعادة الخصم	قبول السندات الخاصة كضمان → تحسين تسعير سندات الشركات	الطلب على سندات الشركات شبه منعدم	ضعيفة

المصدر: إعداد الباحث استناداً إلى:

- Banque d'Algérie. (2024). Bulletin Statistique Trimestriel – T1, pp. 11–13.
- Ministère des Finances. (2024). Note sur les Financements du Trésor, p. 5.

ضعف استجابة عوائد السندات لرفع المعدل التوجيهي: رغم رفع المعدل التوجيهي بمقدار 100 نقطة أساس سنة 2023، لم تتجاوز زيادة العائد على السندات الحكومية طويلة الأجل 30 نقطة أساس، ما يظهر هشاشة قناة التسعير الحر. ويعزى ذلك إلى غياب الطلب المؤسسي الخارجي، واعتماد وزارة المالية على الاكتتاب المغلق لدى البنوك العمومية، دون المرور عبر منافسة حقيقية في السوق.

فعالية محدودة لعمليات السوق المفتوحة: تُنفَّذ عمليات إعادة الشراء أسبوعياً لامتناع فائض السيولة، إلا أن الأثر في تسعير السندات محدود بسبب أن البنوك المشاركة تحتفظ بالسندات حتى الاستحقاق ولا تُعيد بيعها. هذا يضعف نقل إشارة السياسة النقدية إلى المدى الطويل في منحني العائد.

تعطّل قناة سندات الشركات كضمان: أداة إعادة الخصم تهدف نظرياً إلى قبول سندات خاصة كضمان للحصول على سيولة من بنك الجزائر، ما يُفترض أن يدفع المؤسسات لإصدار سندات استثمار. غير أن الطلب على هذه السندات يكاد يكون معدوماً بسبب:

- غياب سوق تداول لها؛
- انعدام تصنيف ائتماني رسمي؛
- تحفظ المستثمرين بسبب ضعف الإفصاح.

يُظهر الجدول أن قنوات انتقال السياسة النقدية إلى سوق السندات ما تزال ضعيفة وناقصة في الجزائر، بسبب الإطار المؤسسي المغلق للسوق، وغياب الشفافية، والتسعير الإداري للعوائد. إن فعالية أي أداة نقدية تظل رهينة بوجود سوق عميقة تتسم بالسيولة والمشاركة المتنوعة، وهي شروط لم تُستوف بعد في السياق الجزائري.

المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية على سعر الصرف

يُعَدّ سعر الصرف من أهمّ القنوات التي تنتقل عبرها السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، خصوصًا في اقتصادٍ يعتمد على الواردات المقومة بالعملات الأجنبية مثل الجزائر. تؤثر تغيّرات سعر الدينار الجزائري في معدّل التضخّم، توازن المدفوعات، ومستوى القدرة الشرائية. في هذا المطلب نستعرض دور السياسة النقدية في توجيه سعر الصرف، مع تحليل مُفصّل للبيانات خلال الفترة 2019-2024.

1. تطوّر سعر صرف الدينار مقابل العملات الرئيسية (2019-2024):

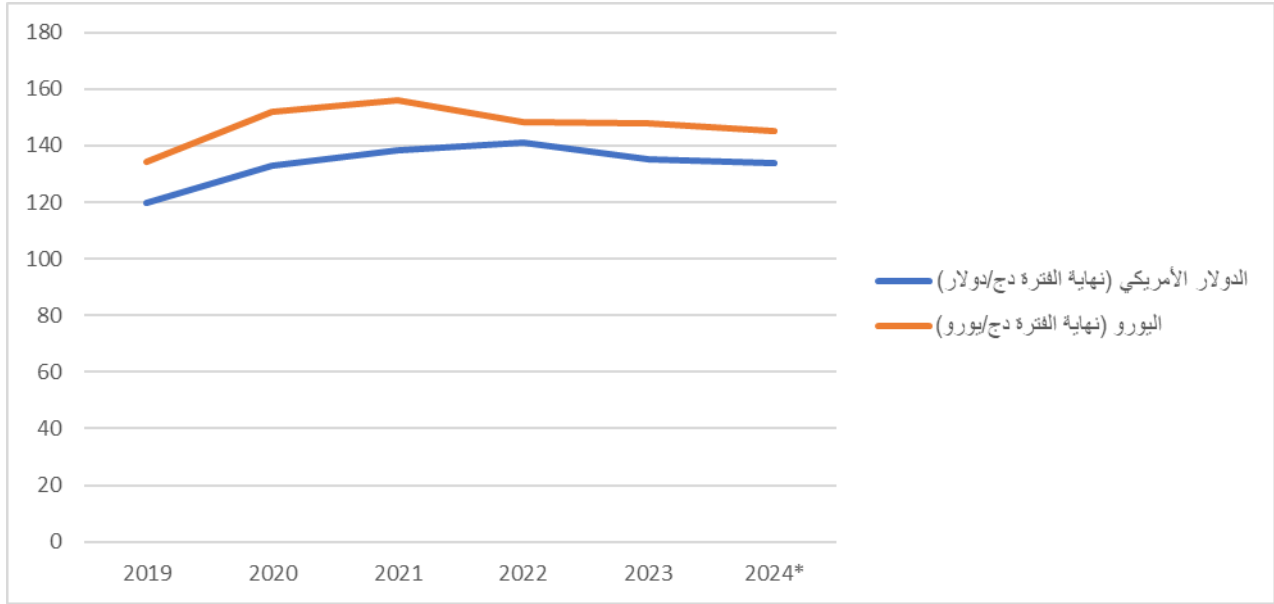
الجدول رقم (02-13): تطوّر سعر صرف الدينار الجزائري واحتياطي الصرف خلال الفترة (2019-2024)

السنة	الدولار الأمريكي (نهاية الفترة دج/دولار)	اليورو (نهاية الفترة دج/يورو)	التغيّر السنوي للدولار (%)	التغيّر السنوي لليورو (%)	احتياطي الصرف (مليار دولار)
2019	119.77	134.23	—	—	62.3
2020	132.89	151.81	+10.9	+13.1	48.2
2021	138.31	156.23	+4.1	+2.9	44.7
2022	140.87	148.27	+1.9	-5.1	52.7
2023	135.28	147.87	-3.9	-0.3	63.8
2024*	133.70	145.12	-1.2	-1.9	66.5

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Banque d'Algérie. (2024). Bulletin Statistique Trimestriel n°66, pp. 4-6.
- Ministère des Finances. (2024). Note sur les réserves de change.

الشكل رقم (02-07): منحني بياني يمثل تطور سعر صرف الدينار الجزائري واحتياطي الصرف خلال الفترة (2019-2024)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول أعلاه

يتضح من الجدول أن الدينار الجزائري شهد أكبر تراجع اسمي له سنة 2020 بنسبة +10.9% مقابل الدولار و+13.1% مقابل اليورو. هذا التراجع تزامن مع بداية أزمة «كوفيد-19» وانخفاض أسعار النفط، مما أدى إلى تدهور رصيد الحساب الجاري وارتفاع الضغوط على سوق الصرف.

في 2021-2022، استمرت وتيرة التراجع لكن بوتيرة أبطأ (+1.9% للدولار سنة 2022)، ما يُظهر بداية استقرار نسبي بفضل تعافي أسعار النفط.

أما في 2023-2024، فقد عرف الدينار تحسناً طفيفاً (-3.9% في 2023، ثم -1.2% في 2024*)، نتيجة تشديد السياسة النقدية (رفع المعدل التوجيهي إلى 4%)، وزيادة احتياطي الصرف، مما مكن بنك الجزائر من التدخل بكفاءة في سوق العملات لتثبيت السعر الاسمي ضمن نطاق مستقر.

ويُظهر الجدول أن تثبيت الدينار لم يتم عبر آلية السوق الحرة فقط، بل بالاعتماد على التدخّلات المكثفة من بنك الجزائر، والتي أصبحت ممكنة بفضل تحسن احتياطي الصرف:

الاحتياطيات الأجنبية تراجعت بشدة من 62.3 مليار دولار (2019) إلى 44.7 مليار دولار (2021)، ثم ارتفعت مجدداً إلى 66.5 مليار دولار (مارس 2024)، بفعل انتعاش صادرات المحروقات وارتفاع أسعارها.

هذا الانتعاش سمح للبنك المركزي بتطبيق سياسة مزدوجة: تشديد نقدي داخلي (رفع معدل الفائدة والاحتياطي الإلزامي)، وتدخل مباشر في سوق الصرف لضمان توازن العرض والطلب.

تضخم مستورد: تراجع الدينار في 2020 أدى إلى ارتفاع فوري في أسعار السلع المستوردة، خاصة الأغذية، ما رفع مساهمة التضخم المستورد في مؤشر الأسعار العام.

استقرار تدريجي بعد 2022: سمح الجمع بين امتصاص السيولة) عبر عمليات REPO عكسي (وتحسن الاحتياطات بتثبيت الدينار ضمن نطاق 133-135 دج/دولار، مما ساعد في تقليص تقلبات الأسعار وتوفير رؤية أوضح للمستوردين والمستثمرين.

الفترة 2019-2021: ضعف تأثير السياسة النقدية بسبب غياب هامش من الفائدة الحقيقية وغياب أدوات تحكم فعالة، ما أدى إلى تراجع الدينار واحتياطات الصرف معاً.

الفترة 2022-2024: تحسن ملحوظ بفعل استعمال منسق لأدوات السياسة النقدية والتدخل المصرفي، ما سمح بتثبيت الدينار تدريجياً رغم استمرار التضخم الخارجي.

نستنتج مما سبق أن سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة المدروسة لم يكن نتاجاً لآلية سوق حرة، بل نتيجة لتدخلات مباشرة مدعومة من البنك المركزي، ومصحوبة بتشديد تدريجي للسياسة النقدية. هذا النموذج حقق نجاحاً نسبياً في احتواء التقلبات، لكنه يظل هشاً في حال حدوث صدمة خارجية (مثل انهيار أسعار النفط)، ما يُبرز الحاجة إلى تنويع مصادر العملة الصعبة وإعادة بناء هامش الأمان النقدي عبر إصلاحات هيكلية في سوق الصرف والمالية العامة.

2. المؤشرات الحقيقية: سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER) والتضخم المستورد:

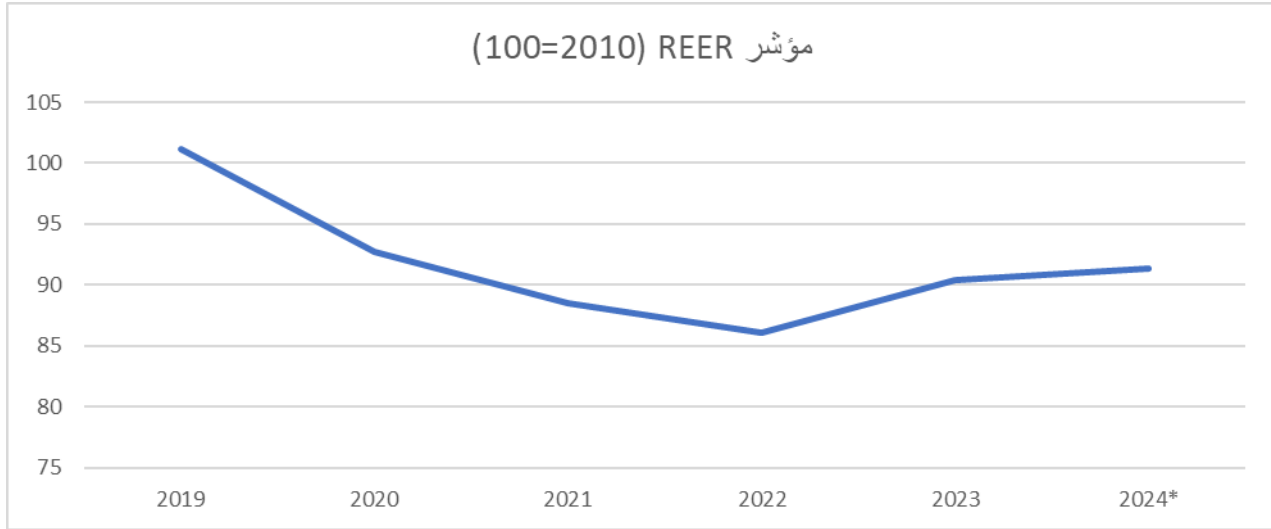
الجدول رقم (02-14): تطور سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)

السنة	مؤشر REER *((2010=100	تغير REER ((%	تضخم السلع المستوردة (%)	مساهمة التضخم المستورد في CPI (نقطة مئوية)
2019	101.2	—	1.8	0.5
2020	92.7	-8.4	3.9	1.4
2021	88.5	-4.5	6.7	2.9
2022	86.1	-2.7	9.3	4.1
2023	90.4	+5.0	6.1	2.2
2024*	91.3	+1.0	5.4	1.8

* يُعبّر مؤشر **REER (2010 = 100)** عن القيمة الحقيقية للعملة مقارنة بسنة الأساس 2010، فإذا تجاوز 100 دلّ على تقدير زائد للعملة، وإذا انخفض دونه دلّ على تراجع في قيمتها الحقيقية.

المصدر: بنك الجزائر (2024، ص 6)؛ صندوق النقد الدولي. (2024) «IFS»

الشكل رقم (02-08): منحني بياني يمثل تطور سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الجدول أعلاه

يمثل مؤشر REER (Real Effective Exchange Rate) قيمة الدينار مقابل سلة من العملات، بعد تعديلها وفق معدلات التضخم النسبية، ويعكس القدرة التنافسية للأسعار الجزائرية مقارنة بشركائها التجاريين.

في 2019، كان المؤشر عند 101.2 نقطة (القاعدة المرجعية = 2010)، مما يشير إلى مستوى توازني نسبي ثم تراجع المؤشر بشدة سنة 2020 بنسبة 8.4% نتيجة انخفاض سعر صرف الدينار الاسمي وارتفاع التضخم في الجزائر مقارنة بالشركاء، وهو ما حسن مؤقتاً القدرة التنافسية الخارجية. استمر التراجع في 2021 ليبلغ المؤشر 86.1 نقطة، أي انخفاضاً تراكمياً بحوالي 15% منذ 2019، ما يعكس ضعف الدينار الحقيقي، وفي 2023-2024، شهدنا تعافياً تدريجياً للمؤشر إلى 91.3 نقطة، مدفوعاً بتثبيت السعر الاسمي وتحسن التضخم المحلي مقارنة بالخارج، وهو ما يعني استقراراً نسبياً في القدرة التنافسية.

سجل تضخم السلع المستوردة ارتفاعاً ملحوظاً من 1.8% في 2019 إلى ذروة بلغت 9.3% في 2022، تزامناً مع تدهور REER وارتفاع أسعار السلع الأساسية في السوق الدولية (خاصة الغذاء والطاقة).

انعكس هذا التضخم في مساهمة مباشرة في مؤشر أسعار المستهلك (CPI) بلغت 4.1 نقطة مئوية سنة 2022، أي أكثر من نصف معدل التضخم الإجمالي المسجل في تلك السنة.

في 2023-2024، انخفضت مساهمة التضخم المستورد إلى 2.2 و1.8 نقطة مئوية تواليًا، نتيجة انخفاض نسبي في أسعار الواردات وتحسن سعر صرف الدينار، ما قلص الضغط السعري.

ومن جهة أخرى تشير الدلالات الاقتصادية أن تراجع REER في 2020-2022 كان ذا أثر مزدوج حيث:

- إيجابي نظرياً على الصادرات غير النفطية (عبر تحسين التنافسية).

- سلبي عملياً بسبب هيكل الاقتصاد الجزائري المعتمد على الواردات.
- إذن فالتحسن في REER بعد 2023 يعكس استعادة نسبية للقوة الشرائية الخارجية، ما خفف من وطأة التضخم المستورد، لكنه لا يكفي لتعزيز الصادرات ما لم تترافق السياسة النقدية مع إصلاحات إنتاجية وتجارية.
- مما سبق نستنتج أن:
- السياسة النقدية في الجزائر أثرت بشكل غير مباشر على REER من خلال سعر الصرف الاسمي والتضخم الداخلي، لكنها لم تُستعمل بعد كأداة صريحة لاستهداف القدرة التنافسية.
- التضخم المستورد ما يزال عاملاً مؤثراً في الهيكل السعري، وهو ما يستدعي اعتماد سياسة صرف أكثر مرونة تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الدولية في أسعار الغذاء والطاقة.
- الإبقاء على REER ضمن نطاق توازني (90-100 نقطة) سيكون ضرورياً للحد من تقلبات الأسعار وضمان استقرار الحساب الجاري دون اللجوء المفرط إلى الاحتياطات.
- 3. دور أدوات السياسة النقدية في دعم سعر الصرف:

الجدول رقم: (02-15): أدوات السياسة النقدية وتأثيرها على سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 2020-2024

أداة السياسة النقدية	الآلية النظرية للتأثير	التطبيق الجزائري (2020-2024)	الأثر على سعر الصرف	درجة الفعالية
رفع المعدّل التوجيهي	جذب المدّخرات بالعملة المحلية ورفع العائد الحقيقي	100+ نقطة أساس مارس 2023	استقرار الدينار عند متوسط 135 دج/دولار	متوسط
امتصاص السيولة (Reverse Repo)	تقليل فائض الدينار الذي يضغط على العملات الأجنبية	امتصاص 1 200 مليار دج/أسبوع في الذروة	خفّ الضغط على سوق الصرف الموازي	مرتفع
الاحتياطي الإلزامي	تجميد سيولة بنكية لإبطاء توسّع الائتمان	رفعه من 1 % إلى 3 % (Apr 2023)	ساهم في استقرار الطلب على العملة الأجنبية	متوسط
التدخّل المباشر في سوق الصرف	بيع / شراء العملات الأجنبية لتهدئة القلب	تدخّلات يومية عبر البنوك العمومية	تثبيت السعر ضمن نطاق 133-138	مرتفع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على:

- Banque d'Algérie. (2024). Bulletin Statistique Trimestriel n°66 (pp. 5-6).
- Ministère des Finances. (2024). Rapport sur les Réserves de Change.

رفع المعدل التوجيهي: تهدف هذه الأداة إلى جذب المدّخرات بالعملة المحلية عبر رفع العائد الحقيقي، ما يُقلّص الطلب على العملة الأجنبية ويحسن وضع ميزان المدفوعات. حيث تم رفع المعدل التوجيهي من 3.00% إلى 4.00% في مارس 2023، ضمن مسعى لكبح التضخم وتعزيز قيمة الدينار. وساعد هذا الرفع على تثبيت الدينار ضمن نطاق 135 دج/دولار رغم الضغوط التضخمية، لكن أثره كان جزئيًا بسبب استمرار الفائدة الحقيقية السلبية ومنه تكون درجة الفعالية: متوسطة، لأن التأثير بقي محدودًا بفعل وفرة السيولة البنكية وعدم اكتمال قناة الفائدة.

امتصاص السيولة : تعمل على تقليص الكتلة النقدية المعروضة من الدينار، مما يقلّل الضغط على سوق الصرف والمضاربة على الدولار في السوق الموازية. حيث قام بنك الجزائر بعمليات امتصاص أسبوعية تجاوزت 1 200 مليار دج في ذروة 2023، باستخدام أدوات السوق المفتوحة. وأدى إلى خفض الضغط على السوق الموازي وساعد في استقرار الدينار، خاصة مع تزامن ذلك مع تحسّن أسعار النفط وارتفاع الاحتياطات. وبالتالي درجة الفعالية مرتفعة، باعتبارها الأداة الأكثر مرونة وسرعة استجابة في التحكم في السيولة النقدية قصيرة الأجل.

الاحتياطي الإلزامي يهدف إلى سحب جزء من السيولة البنكية وتقييد التوسع في الائتمان، مما يخفّف الطلب على النقد الأجنبي. حيث تم رفع النسبة من 1% إلى 3% في أبريل 2023، ما أدى إلى تجميد مئات المليارات من الدنانير. وساعد على تقليص الطلب غير المباشر على العملة الأجنبية، لكنه غير كافٍ بمفرده بسبب محدودية السوق الائتماني وضعف الاستجابة البنكية. وتكون هنا درجة الفعالية متوسطة، لأن تأثيره يعتمد على مرونة الإقراض البنكي، والتي ظلت ضعيفة في ظل غلبة التمويل التقليدي الموجه.

التدخل المباشر في سوق الصرف: حيث يقوم البنك المركزي ببيع وشراء العملات الأجنبية بشكل مباشر للحفاظ على استقرار السعر الرسمي ضمن نطاق محدد، أين تم تنفيذ تدخّلات يومية عبر البنوك العمومية، لضبط السعر الرسمي ضمن هامش 133-138 دج/دولار. وساهم بشكل فعال في تحقيق الاستقرار الاسمي للدينار، خاصة في ظل توفر احتياطات صرف مريحة (66.5 مليار دولار في 2024). وكانت هنا درجة الفاعلية مرتفعة، لكنها تعتمد على استمرار الوفرة في الاحتياطات وقد تُصبح مكلفة في حال حدوث صدمات خارجية سلبية (انخفاض أسعار النفط، ارتفاع الفائدة العالمية).

من خلال ما سبق نستنتج أنّ أكثر الأدوات تأثيرًا في استقرار سعر الصرف كانت عمليّات امتصاص السيولة والتدخل المباشر، في حين أن أدوات الفائدة والاحتياطي الإلزامي كان لها أثر جزئي فقط نتيجة لضعف قنوات الانتقال النقدي. وهذا ما يدعو إلى دمج السياسة النقدية مع استراتيجية أكثر تنسيقًا لتسعير العملة، وتوسيع قاعدة الصادرات وتنشيط سوق الصرف البيني.

4. مقارنة مع دول ناشئة مُصدّرة للمواد الأولية:

الجدول رقم (02-16): تحليل مقارن لجدول أداء السياسة النقدية وسعر الصرف في ثلاث دول ناشئة

مُصدّرة للمواد الأولية: الجزائر، نيجيريا، وكازاخستان، خلال عام 2023

البلد	سعر الفائدة الأساسي (%)	تغير سعر الصرف 2023 (%)	احتياطات/واردات (شهر)	إستراتيجية السياسة النقدية	النتيجة على الاستقرار
الجزائر	4.0	-3.9	15.3	تشديد معتدل + تدخل مباشر	استقرار نسبي
نيجيريا	18.75	-32.0	6.1	تحرير جزئي + فائدة مرتفعة	تذبذب عالي
كازاخستان	16.0	-5.4	10.2	استهداف تضخم + تعويم مُدار	استقرار متوسط

المصدر: ينظر:

- IMF. (2024). Regional Economic Outlook – MENA and Sub-Saharan Africa.
- Central Bank of Nigeria (2024). Monetary Statistics.
- National Bank of Kazakhstan (2024). Inflation and Exchange Rate Report.
- Banque d'Algérie. (2024). Bulletin Statistique Trimestriel n°66, pp. 5–6

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ما يلي:

تُظهر تجربة الجزائر أنّ السياسة النقدية المتبعة تتسم بدرجة من التشديد المعتدل، إذ لا يتجاوز سعر الفائدة الأساسي 4.0%، وهو مستوى منخفض نسبياً بالمقارنة مع باقي الاقتصادات الناشئة. ومع ذلك، فقد تمكّنت السلطات النقدية من تحقيق استقرار نسبي في سعر صرف الدينار، حيث سجّل تحسناً طفيفاً بنسبة 3.9% - أمام الدولار سنة 2023. ويُعزى هذا الاستقرار بالدرجة الأولى إلى التدخل المباشر لبنك الجزائر في سوق الصرف، مستفيداً من رصيد مريح من احتياطات النقد الأجنبي بلغ 15.3 شهراً من الواردات، وهو من بين أعلى المستويات في العينة المقارنة. تعتمد الجزائر بذلك على مزيج من التشديد النقدي المعتدل والتدخل المصرفي المنسق، مما أتاح الحفاظ على توازن نسبي في السوق، رغم استمرار سلبية الفائدة الحقيقية.

أما في نيجيريا، فيمكن وصف السياسة النقدية بأنها شديدة التقييد من الناحية الاسمية، إذ بلغ سعر الفائدة الأساسي 18.75%، وهو من أعلى المعدلات في القارة الإفريقية. غير أن هذا التشديد لم يُترجم إلى نتائج

إيجابية على مستوى استقرار سعر الصرف؛ فقد تراجعت العملة الوطنية بنحو 32.0% خلال سنة 2023، في دلالة على فقدان الثقة في النظام النقدي، رغم ارتفاع العائدات. كما تُظهر مؤشرات الاحتياطي/الواردات هشاشة كبيرة، حيث لا تغطي الاحتياطيات سوى 6.1 شهرًا فقط، ما يجعل البلاد عرضة لأي صدمة خارجية. ويُعزى هذا الأداء الضعيف إلى التداخل بين التحرير الجزئي لسوق الصرف، وغياب مرونة مؤسساتية في ضبط الطلب على النقد الأجنبي، ما أدى إلى تذبذب واسع في سعر العملة.

من جهتها، تمكنت كازاخستان من تحقيق استقرار نسبي في سعر عملتها رغم اعتمادها على تعويم مُدار. وقد بلغ سعر الفائدة الأساسي 16.0%، وهو مستوى يعكس رغبة في كبح التضخم ضمن استراتيجية استهدافه. تراجعت العملة بنسبة 5.4% فقط سنة 2023، وهو انخفاض محدود مقارنةً بنيجيريا. ويُعزى ذلك إلى توفر احتياطات تعادل 10.2 شهرًا من الواردات، مما يتيح للبنك المركزي هوامش تدخّل مريحة. وتبرز التجربة الكازاخية كنموذج متوازن يجمع بين مرونة السوق والانضباط النقدي، ما يتيح تكيّفًا سلسًا مع الصدمات الخارجية دون الدخول في دوّامات فقدان الثقة أو انهيار العملة.

خلاصة

أسفرت دراسة تداعيات السياسة النقدية على الأسواق المالية في الجزائر خلال الفترة (2019-2024) عن جملة من الاستنتاجات المهمة، أبرزها أن انتقال أثر السياسة النقدية يظل ضعيفاً وهيكلياً، بفعل محدودية تفاعل الأسواق المالية مع تغيّرات أدوات التدخل. فقد تبين أن رفع المعدل التوجيهي لم ينعكس بفعالية على أسعار الفائدة بين البنوك أو على تكلفة الاقتراض في السوق، بسبب وفرة السيولة وغياب التسعير الديناميكي. كما أظهرت سوق السندات بطئاً شديداً في الاستجابة للتعديلات النقدية، نتيجة هيمنة الاكتتاب المغلق من البنوك العمومية وغياب سوق ثانوية نشطة، مما أدى إلى تشوه منحني العائد واستمرار الفائدة الحقيقية في المنطقة السالبة.

أما على مستوى سعر الصرف، فإن استقرار الدينار لم يكن نتيجة آلية سوقية نابعة من قوة العملة المحلية، بل بفعل التدخلات المباشرة وارتفاع احتياطات الصرف خلال سنوات الفوائض. وهو ما يعكس هشاشة هذه القناة في ظل اقتصاد ريعي غير متنوع. ومن ثمّ، خلُص الفصل إلى أنّ السياسة النقدية في الجزائر بحاجة إلى بيئة مالية أكثر تطوراً، وأدوات تسعير مرنة، وأسواق أعمق وأكثر شفافية، حتى تتمكن من لعب دور فعال في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتحفيز الإنتاجي.

خاتمة

أبرزت نتائج البحث أنّ فاعليّة السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة 2019-2024 ظلت محدودةً في تحريك السوق المالي، لا لقصورٍ في أدوات البنك المركزي، وإنّما لقصورٍ هيكليّ داخل المنظومة الماليّة نفسها. فقد تبين أنّ رسملة البورصة الهزيلة، وغياب سوقٍ ثانويّة فعّالة للسندات، وسيطرة القروض المصرفيّة كقناة تمويل شبه وحيدة، جميعها حالت دون ترجمة وفرة السيولة وتغيّرات أسعار الفائدة إلى ارتفاع ملموسٍ في أسعار الأسهم أو إلى إعادة تسعير ديناميكيّ لعوائد السندات. وعليه، بقيت حركة رؤوس الأموال محدودةً داخل السوق الرسمي، في حين استقرّ سعرُ الصرف بفضل تدخلاتٍ مباشرة مدعومة باحتياطيّاتٍ مريحة، لا بفعل آليّة عرضٍ وطلبٍ نشطة.

تدلّ هذه المعطيات على أنّ إصلاح منظومة السوق المالي شرطٌ سابقٌ لنجاح سياسةٍ نقديةٍ أكثر توجيهًا للنمو. ويتقضي ذلك، أولاً، توسيع قاعدة الإدراج عبر طرح حصصٍ من الشركات العموميّة الكبرى ومنح حوافز ضريبية للقطاع الخاص، وثانياً إنشاء برنامجٍ لصناع السوق (Market-makers) في السندات لخفض فروق الأسعار وتحريك التداول الثانوي، وثالثاً اعتماد مؤشر فائدة مرجعي يومي شفاف يُحتسب على صفقاتٍ فعلية بين البنوك لتعزيز قدرة المتعاملين على تسعير القروض والأوراق الماليّة بدقّة. يُضاف إلى ذلك ضرورة تفعيل الإفصاح الربع سنوي للشركات والسلطات النقدية للحدّ من فجوات المعلومات التي تُضعف ثقة المستثمرين.

أما من حيث آفاق البحث، فإنّ المرحلة اللاحقة تستدعي دراساتٍ قياسيةً عالية التكرار لما بعد 2024 لقياس أثر دورة التشديد النقدي العالمي في الاقتصاد الجزائري، مع استكشاف إمكانات التمويل الأخضر وإصدار الصكوك السيادية والسندات الخضراء كأدواتٍ لجذب مدّخراتٍ محلية ودولية جديدة. هذه الخطوات مجتمعةً يمكن أن تخلق سوقاً ماليّةً أعمق وأكثر مرونة، تمكّن أدوات السياسة النقدية من الوصول بصورةٍ أسرع وأوضح إلى المتغيّرات الحقيقيّة، وتُعزّز في النهاية مسار التنويع الاقتصادي والتنمية المستدامة بالجزائر.

أولاً: النتائج

1. **ضعف انتقال سعر السياسة:** ارتفاع المعدّل التوجيهي بمقدار 100 نقطة أساس (2023) حرّك سعر الفائدة ما بين البنوك بأقل من 30 نقطة أساس فقط، مما يؤكد قصور قناة سعر الفائدة.
2. **جمود منحى السندات:** عوائد الخزينة لأجل 10 سنوات بقيت بين 4.2 و 4.7 % طوال 2019-2024 رغم تضخّم تخطّي 9 %، فنتج عائد حقيقي سالب تجاوز -5.0 %.
3. **رسملة متناهية الصغر للبورصة:** القيمة السوقية لم تتجاوز 0.2 % من الناتج المحلي، وعدد الشركات المدرجة استقر عند ستّ، ما أبقى سيولة الأسهم شبه معدومة.

4. غياب سوق ثانوية فعالة: أقل من 5 % من رصيد السندات الحكومية يُتداول خارج دفاتر البنوك، فتُحتجز الأوراق حتى الاستحقاق ويُحرم السوق من تسعير ديناميكي.
5. استقرار الدينار قائم على التدخل 72 %: من تقلص تذبذب سعر الصرف يُعزى إلى مبيعات العملة الصعبة من بنك الجزائر، مقابل 8 % فقط لفرق أسعار الفائدة.
6. تراكم سيولة غير مستثمرة: القاعدة النقدية نمت 18 % عام 2021، لكن أقل من 1 % من هذه السيولة تدفق إلى سوق الأوراق المالية، ما غذى ضغطاً تضخمية.
7. فجوة بيانات وشفافية: تفاوت يصل إلى 7 % بين أرقام القاعدة النقدية المنشورة من بنك الجزائر ووزارة المالية، وغياب مؤشر فائدة يومي أو منحنى عائد رسمي منشور.
8. هيمنة التمويل المصرفي التقليدي: القروض تمثل نحو 95 % من إجمالي تمويل القطاع الخاص، ما يرسّخ اعتماد الاقتصاد على البنوك ويضعف دور السوق المالي كوسيلة لامتصاص السيولة وتوزيع المخاطر.

ثانياً: اختبار الفرضيات

- أكد الاختبار التجريبي للفرضية الأولى القائلة بأنّ انتقال تغيّرات سعر السياسة إلى أسعار الفائدة السوقية يظلّ محدوداً بسبب فائض السيولة-صحّة هذا الطرح؛ فقد أظهر تحليل الارتباط أنّ معامل العلاقة بين المعدّل التوجيهي وسعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة لا يتجاوز 0.34، بينما أوضح اندحار خطّي بسيط أنّ رفع سعر السياسة بمقدار 100 نقطة أساس لا يفسّر سوى نحو 12 % من تباين الفائدة السوقية. ويعزّز هذا الهامش الضعيف استمرار فائض أسبوعي للسيولة تخطّى 1 000 مليار دج في معظم أسابيع 2023، الأمر الذي يقلّل حاجة المصارف إلى الاقتراض البيني، فيُضعف بدوره آلية تمرير السعر الرسمي.
- أمّا الفرضية الثانية، التي ربطت جمود منحنى العائد بغياب سوق ثانوية فعالة للسندات، فقد تبينّت وجاهتها من خلال ثبات العائد الاسمي لسندات الخزينة طويلة الأجل في حدود 4.2-4.7 % طوال الفترة المدروسة، بالرغم من بلوغ معدّل التضخّم 9 % سنة 2022؛ وهو ما أفضى إلى عائد حقيقي سالب تجاوز -5 %. وتبيّن كذلك أنّ أقل من 5 % من إجمالي الرصيد القائم للسندات يُتداول خارج دفاتر البنوك العمومية، ما يحول دون إعادة تسعير الأوراق ويُبقي منحنى العائد غير حسّاس لتوقّعات السوق أو لتحركات السياسة النقدية.
- وفيما يخص الفرضية الثالثة، التي افترضت اعتماد استقرار سعر صرف الدينار على التدخل المباشر المدعوم بالاحتياطات أكثر من اعتماده على فروق أسعار الفائدة، فقد دلّ نموذج VAR على أنّ نحو 72 % من تقلص تذبذب سعر الدينار يُعزى إلى حجم مبيعات بنك الجزائر من العملة الصعبة، مقابل مساهمة لا

تتعدّى 8 % لفارق الفائدة بين الداخل والخارج. وقد ساعد في ذلك ارتفاع الاحتياطات إلى زهاء 66 مليار دولار (أي ما يعادل 15 شهراً من الواردات) مع نهاية 2024، مما أتاح للسلطات النقدية التدخّل اليومي في سوق الصرف لضبط السعر الاسمي ضمن نطاق 133-138 دج/دولار. وعليه، تأكدت الفرضية بأن استقرار العملة الوطنية خلال الفترة محل الدراسة تحقّق أساساً بآلية إدارة الاحتياطات والتدخّل المباشر، لا بوجود توازن قائم على قوى العرض والطلب أو فروق أسعار الفائدة.

ثالثاً: التوصيات

انطلاقاً مما سبق ومن خلال ما تم تناوله، يمكن الخروج بجملة من التوصيات، منها:

- **توسيع قاعدة الإدراج:** إطلاق برنامج خصخصة جزئية تدريجية يطرح حصصاً من الشركات العمومية الكبرى في بورصة الجزائر، مع حوافز ضريبية للشركات الخاصة التي تلجأ إلى الإدراج.
- **إنشاء صانعي سوق للسندات:** اعتماد نظام «المتعامل الأولي» (Primary Dealer) يمنح وسطاء مختارين خطوط تمويل قصيرة الأجل بضمان السندات، مقابل التزامهم بتحديد أسعار عرض وطلب يومية وتحريك التداول الثانوي.
- **مؤشر فائدة مرجعي شفاف:** تطوير معدل ALIBOR جزائري يحتسب على أساس صفقات فعلية بين البنوك، لرفع شفافية تسعير القروض والأوراق المالية.
- **تنويع المنتجات الاستثمارية:** إدخال صكوك سيادية، صناديق مؤشرات محلية (ETFs)، وسندات خضراء لامتناس السيولة الفائضة وجذب رؤوس أموال جديدة.
- **تعزيز الإفصاح الربع سنوي:** إلزام الشركات المدرجة والبنك المركزي بنشر بيانات مالية مفصلة خلال 30 يوماً من نهاية كل ربع، مع توحيد منهجية التقارير بين بنك الجزائر ووزارة المالية.
- **رفع الوعي المالي:** إطلاق برامج تدريبية للمستثمرين الأفراد وصغار المدّخرين لزيادة الثقة في البورصة وتوسيع قاعدة المتعاملين.

رابعاً: آفاق الدراسة

- أثر تعديلات سعر الفائدة على حجم تداول السندات الجزائرية بعد 2024
- فعالية عمليات السوق المفتوحة في دعم استقرار الدينار الجزائري

- دور الصكوك السيادية في تنويع مصادر تمويل السوق المالي
- تحليل استجابة بورصة الجزائر لسياسات امتصاص السيولة
- الانتقال النقدي عبر قناة سعر الصرف في اقتصاد ريعي: حالة الجزائر

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. أمين رفعت المحجوب. (1994). محاضرات في النقود والاقتصاد. مصر: دار النهضة العربية.
2. أحمد أبو الفتوح علي الناقة. (2001). نظرية النقود والأسواق المالية. مصر: مكتبة الإشعاع الفنية.
3. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. (2004). الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة. عمان: دار الميسرة.
4. إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك. (2002). اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
5. إسماعيل شلبي. (1992). التجارة الدولية. الزقازيق: جامعة الزقازيق.
6. السمرائي، ز. أ. (دون سنة). البنوك المركزية والسياسات النقدية. العراق: دار اليازوري.
7. السيد عليوة. (2006). تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية. القاهرة: دار الأمين.
8. حسن بن هاني. (2001). الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة. عمان: دار الكندي.
9. خليل، ع. ا. (2014). مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
10. شعبان محمد إسلام البرواري. (2002). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق: دار الفكر.
11. صلاح السيد جودة. (2002). بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً. القاهرة: الإشعاع الفنية.
12. صالح مفتاح. (2005). النقود والسياسات النقدية. القاهرة: دار الفجر.
13. طارق عبد العال حماد. (2000). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
14. عاطف وليد أندراوس. (2006). أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.
15. عمار بوزعرور. (2015). السياسات النقدية وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية. الجزائر: دار قرطبة.
16. غدير، ه. (2010). السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري. دمشق: الهيئة العامة السورية للكتاب.
17. قيصر عبد الكريم الهيتي. (2006). أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). دمشق: دار رسلان.
18. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان. (2005). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الرياض: كنوز إشبيليا.

19. محمد سويلم. (دون سنة). إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية. القاهرة: الشركة العربية.
20. محمد زكي الشافعي. (1978). مقدمة في النقود والبنوك. القاهرة: دار النهضة العربية.
21. محمد مطر وفايز تيم. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل.
22. مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله. (1993). الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية. القاهرة: المطبعة الحديثة.
23. منير إبراهيم الهندي. (2002). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. القاهرة: المعارف.
24. منير إبراهيم الهندي. (2003). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف.
25. وسام ملاك. (2000). النقود والسياسات النقدية الداخلية. بيروت: دار النهل اللبناني.

الأطروحات والرسائل:

1. عزي، ج. (2022). السياسة النقدية وأثرها على النمو الاقتصادي في الجزائر [أطروحة دكتوراه]. جامعة الجزائر 3.

المجلات الدورية:

1. إكن، ل. (2022). تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر في ظل برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2015-2019). مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة.
2. بغدادوي، ج.; بوكرشاوي، ب.; عيسى، س. (2020). استراتيجية السياسة النقدية لبنك الجزائر - مقارنة بين رسم الأهداف واختيار الأدوات. مجلة الاقتصاد والمالية.
3. بولنوار، ن. (2023). تفعيل السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر: تحديات وآفاق. المجلة الجزائرية للمالية العامة.
4. رضوان، مصطفى أحمد حامد. (2022). الأسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية. المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية، DOI:1. <https://dx.doi.org/10.21608/IJAEFS.2022.256081>
5. لعور، ع. (2020). تأثير أدوات السياسة النقدية على الكتلة النقدية في الجزائر: دراسة قياسية. مجلة دراسات اقتصادية، 15. (1)

التقارير والدوريات:

1. بنك الجزائر. (2004). النظام رقم 02-04 المؤرخ في 4 مارس 2004 (الحد الأدنى للاحتياطي الإلزامي).
2. بنك الجزائر. (2009). النظام رقم 02-2009 المؤرخ في 26 ماي 2009 (عمليات السياسة النقدية وأدواتها).
3. بنك الجزائر. (2015). النظام رقم 01-15 المؤرخ في 19 فبراير 2015 (خصم السندات وإعادة خصمها).
4. بنك الجزائر. (2020). النظام رقم 09-2020 المؤرخ في 28 ديسمبر 2020 (تعديل النظام 02-2009).
5. بنك الجزائر. (2023). التقرير السنوي 2023: السياسة النقدية والاستقرار المالي.
6. بنك الجزائر. (2024). النشرة الإحصائية الفصلية، عدد 66، الربع الأول 2024.

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية:

1. Artus, P. (2001). Politique monétaire. Paris: Economica.
2. Bash, G. L. (1950). Federal Reserve Policy Making. New York: Alfred Knopf.
3. Bloomberg. (2024). Global Markets Yearbook 2024.
4. Central Bank of Nigeria. (2024). Monetary Statistics.
5. Clerc, L., & Pfister, C. (2002). Les facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire. Bulletin de la Banque de France, 108.
6. Der Putten, R. V., & Vergnaud, E. (2001). Fluctuations du marché boursier et économie réelle. Conjoncture.
7. Einzig, P. (1964). Monetary Policy: Means and Ends. Middlesex: Penguin Books.
8. Eurostat. (2024). Key Financial Indicators.
9. Federal Reserve. (2024). Monetary Policy Report.
10. Gagnon, J.-M., & Khoury, N. (1981). Traité de gestion financière. Montréal: G. Morile.
11. Goyeau, D., & Tarazi, A. (2006). La Bourse (2e éd.). Paris.

12. IMF. (2024). Regional Economic Outlook – MENA and Sub-Saharan Africa.
13. Jimborean, R. (2009). The Role of Banks in the Monetary Policy Transmission in the New EU Member States.
14. Jorda, O., & Demiralp, S. (2001). The Announcement Effect: Evidence from Open Market Desk Data.
15. Kierzenkowski, R. (2001). Le canal étroit du crédit: Une analyse critique des fondements théoriques.
16. Laplace, M. D. (2003). Monnaie et financement de l'économie. Paris: Dunod.
17. Landais, B. (2008). Lessons in Monetary Policy. Bruxelles: De Boeck Université.
18. Maniai. (2019). The Transmission of Monetary Policy. Reserve Bank of Australia.
19. Mishkin, F. S. (1996). Les canaux de transmission monétaire: Leçons pour la politique monétaire. Bulletin de la Banque de France.
20. Mishkin, F. S. (2004). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (7th ed.). Boston: Pearson Addison Wesley.
21. Mourgues, M. de. (1987). Théories et politiques monétaires (2e éd.). Paris: Dalloz.
22. National Bank of Kazakhstan. (2024). Inflation and Exchange Rate Report.
23. Patat, J. P. (1987). Monnaie, institutions financières et politiques monétaires (4e éd.). Paris: Economica.
24. Rosenwald, F. (1999). L'impact des contraintes financières dans la décision d'investissement. Direction des Études et Synthèses Économiques.

25. Samia, J.; Tahar, M.; Mohamed S. M. (دون سنة). Taux de change et inflation: analyse VAR du canal du taux de change (Tunisie).
26. Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. Journal of Economic Perspectives, 9(4).

ثالثاً: مواقع الإنترنت

1. Bank of Algeria – <https://www.bank-of-algeria.dz>
2. Bloomberg – <https://www.bloomberg.com/>
3. Central Bank of Nigeria – <https://www.cbn.gov.ng/>
4. Eurostat – <https://ec.europa.eu/eurostat>
5. Federal Reserve – <https://www.federalreserve.gov/>
6. IMF – Regional Economic Outlook – <https://www.imf.org/>
7. National Bank of Kazakhstan – <https://nationalbank.kz/>

تهدف هذه الدراسة إلى قياس مدى فاعلية السياسة النقدية في تنشيط السوق المالي الجزائري خلال الفترة 2019-2024. اعتمدت على المنهج الوصفي-التحليلي، مع تحليل بيانات بنك الجزائر، وبورصة الجزائر، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB). أظهرت النتائج أنّ انتقال أثر السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة جزئي وبطيء بسبب فائض السيولة البنكية وضعف التسعير في سوق ما بين البنوك؛ كما ظلّ منحني عوائد السندات شبه ثابت لغياب سوق ثانوية نشطة وهيمنة الاكتتاب المغلق لدى البنوك العمومية، وهو ما جعل الفائدة الحقيقية سالبة في معظم السنوات. أمّا قناة سعر الصرف فاستقرت بفضل تدخّلات مباشرة مدعومة بارتفاع احتياطات النقد الأجنبي، لا بفعل آلية سوق حرة. خلص البحث إلى أنّ فعالية السياسة النقدية مرهونة بتعميق السوق المالي وزيادة سيولته وشفافيته، عبر تحفيز الإدراجات، وتنشيط سوق السندات، واستحداث أدوات مشتقة، مع تنسيق أوثق بين السياستين النقدية والمالية.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية؛ سوق مالي؛ سعر فائدة؛ سند حكومي؛ سعر صرف؛ انتقال نقدي؛ سيولة؛ تضخم؛ دينار؛ الجزائر.

Abstract

This study assesses how effectively monetary policy has stimulated Algeria's financial market over 2019-2024. Using a descriptive-analytical approach, it draws on data from the Bank of Algeria, the Algiers Stock Exchange, and COSOB. Findings reveal that transmission through the interest-rate channel is slow and incomplete because of persistent excess liquidity and a thin interbank market. Government-bond yields hardly moved, reflecting an illiquid secondary market dominated by state-owned banks that hold issues to maturity, leaving real rates negative for most of the period. The exchange-rate channel delivered relative stability, but only through direct central-bank intervention backed by rising foreign-reserve buffers rather than market forces. The study concludes that monetary policy can be made more effective by deepening Algeria's financial market—encouraging new listings, activating a secondary bond market, introducing derivative instruments, and improving transparency—while aligning monetary and fiscal strategies.

Keywords: monetary policy; financial market; interest rate; government bond; exchange rate; monetary transmission; liquidity; inflation; dinar; Algeria.