جامعة يحي فارس بالمدية
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضـــــــوع:

فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود و بنوك

من إعداد الطالبة:
خليلي فاطمة الزهراء

تحت إشراف الأستاذ:
د. سعودي محمد

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د. غريبي أحمد	جامعة المدية	رئيساً
د. سعودي محمد	جامعة المدية	مقرراً
أ.د. خليل عبد القادر	جامعة المدية	عضواً ممتحناً
أ.د. طيبة عبد العزيز	جامعة الشلف	عضواً ممتحناً
د. هدروق أحمد	جامعة المدية	عضواً ممتحناً
د. رسول حميد	جامعة البويرة	عضواً ممتحناً

السنة الجامعية: 2020-2021

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى والدتي

إلى والدي

إلى زوجي

إلى إخوتي

إلى كل الأهل والأحباب

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين الذي وفقني على إنجاز هذا العمل المتواضع وأعانني على إتمامه،

ثم أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى:

- الأستاذ المشرف: الدكتور سعودي محمد على تأطيره لهذا البحث وتوجيهاته ونصائحه القيمة وإشرافه على إتمام هذا العمل،
- الدكتور هدروق أحمد على كل ما قدمه من نصائح ومعلومات قيمة،
- أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة البحث والمساهمة في إثرائه وتقييمه؛
- إلى كل أساتذتي الأفاضل،
- إلى من مد لي يد العون والنصح وشجعني ولو بكلمة طيبة .

المستخلص:

تبحث الدراسة في فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر والممثل باستقرار الناتج المحلي الإجمالي والتضخم خلال الفترة 1990-2018، بالتركيز على الفترة ما بعد استهداف التضخم، وفيما إذا كانت السياسة النقدية في الجزائر تساهم في الأداء الاقتصادي المحقق.للتوصل إلى نتائج نستخدم مؤشر Cukierman لقياس درجة استقلالية بنك الجزائر، إضافة إلى استخدام نموذجي ARDL وVAR لتقييم فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في الجزائر خلال فترة الدراسة. كما وباستخدام منهج حدود الفعالية نحاول تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

توضح النتائج انخفاض في درجة استقلالية بنك الجزائر لاسيما بعد تعديل قانون النقد والقرض 2017 واعتماد التمويل غير التقليدي وهو ما كان له الأثر السلبي على نجاح استهداف التضخم بكونه شرطا أساسيا لتطبيقه. ومن خلال تقييم قنوات انتقال السياسة النقدية تظهر قناة الائتمان القناة الوحيدة التي تعمل من خلالها السياسة النقدية على التأثير على الناتج والتضخم، تمثل الاحتياطات الإجبارية أهم أداة للسياسة النقدية، ويبرز صافي الائتمان المحلي كمتغير أساسي للتأثير على الناتج والتضخم.كما نستنتج أن مساهمة السياسة النقدية في تحقيق الأداء الاقتصادي معتبرة خاصة بانخفاض انحرافات التضخم فيما أنه لا يمكن الحكم بفعالية السياسة النقدية نتيجة التحول إلى استهداف التضخم في سياق تعرض الاقتصاد الوطني لصدمات عرض كلي أقل كانت لها المساهمة في تحقيق استقرار اقتصادي.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، استهداف التضخم، الاستقرار الاقتصادي، الفعالية.

Abstract :

This study investigate effectiveness of monetary policy in achieving economic stability that is considered here by fluctuation in output (GDP) and inflation over the period 1990-2018, and focus mainly on the period post adoption of inflation targeting, and whether the monetary policy in Algeria contribute to any observed economic performance. To attain results, first we assess bank of Algeria independence using Cukierman index. We utilize ARDL and VAR model to evaluate effectiveness of the important monetary policy transmission channels, and then we assess effectiveness on monetary policy using efficiency frontier .

Results show that first, Bank of Algeria independence decline relatively since unconventional financing implementation. Second, monetary policy in Algeria works its effects on economic performance via the lending channel that seems to be effective in affecting GDP and inflation, using the of reserve requirement an important instrument, the most important variable to be considered in the conduct of monetary policy of the Bank of Algeria is the net domestic credit that affect output and inflation. Finally, we conclude that monetary policy contribution to economic performance is significant especially concerning inflation, whereas the decrease of supply shock contribute to economic performance, so it will be exaggerate to attribute effectiveness to monetary policy in this context of ‘good luck’ economic situation .

Keywords :monetary policy, inflation targeting, economic stability, effectiveness.

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
كلمة شكر وعرفان.....	I.
الإهداء.....	II.
المستخلص.....	III.
فهرس المحتويات.....	V .
قائمة الأشكال.....	VI.
قائمة الجداول.....	VII.
قائمة الملاحق.....	VIII.
مقدمة.....	أ-د
الفصل الأول: **السياسة النقدية : النظريات والاتجاهات الحديثة**	
تمهيد:.....	2
المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية	3
المطلب الأول: أهداف وأدوات السياسة النقدية	3
المطلب الثاني: قنوات انتقال أثار السياسة النقدية	16
المطلب الثالث: أهمية السياسة النقدية عبر المدارس الاقتصادية	23
المبحث الثاني: أنظمة السياسة النقدية	27
المطلب الأول: نظام استهداف سعر الصرف	28
المطلب الثاني: نظام استهداف المجمعات النقدية	30
المطلب الثالث: نظام استهداف التضخم	31
المطلب الرابع: نظام محور الارتكاز الضمني	32
المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة في السياسة النقدية	33
المطلب الأول: السياسة النقدية: الانتقاء أم القاعدة	33
المطلب الثاني: الإتجاهات الحديثة في السياسة النقدية غير التقليدية	37
خلاصة الفصل:	**42**

الفصل الثاني: **استهداف التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي – تجارب دولية –**	
تمهيد:.....	**44**
المبحث الأول: استهداف التضخم ضمن الممارسة	**45**
المطلب الأول: الإطار النظري لاستهداف التضخم	45
المطلب الثاني: أنظمة استهداف التضخم	48
المطلب الثالث: استقلالية البنك المركزي واستهداف التضخم	51
المبحث الثاني: الاستقرار الاقتصادي واستهداف التضخم	**61**
المطلب الأول: استهداف التضخم والأداء الاقتصادي في الدراسات التجريبية	61
المطلب الثاني: فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي باستخدام حدود الفعالية	66
المطلب الثالث: فعالية السياسة النقدية في الدراسات التجريبية	74
المبحث الثالث: تجارب دولية في استهداف التضخم	**81**
المطلب الأول: تجارب الدول الصناعية في استهداف التضخم	81
المطلب الثاني: تجارب الدول الناشئة في استهداف التضخم	84
المطلب الثالث: تقييم التجارب الدولية في استهداف التضخم	86
خلاصة الفصل:.....	**89**
الفصل الثالث: **السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990- 2018)**	
تمهيد:.....	**91**
لأول: مراحل تطور إدارة السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990- 2018)	**92**
المطلب الأول: المرحلة الأولى (1990-1999)	92
المطلب الثاني: المرحلة الثانية (2000-2009)	98
المطلب الثالث: المرحلة الثالثة (2010-2018)	102
المبحث الثاني: السياسة النقدية واستهداف التضخم في الجزائر	**107**
المطلب الأول: استهداف التضخم في الجزائر	107
المطلب الثاني: استقلالية بنك الجزائر	109
المطلب الثالث: التحديات : التمويل غير التقليدي	113

المبحث الثالث: السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر	**117**
المطلب الأول: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر	117
المطلب الثاني: السياسة النقدية والفلسفة الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في [illegible]	126
المطلب الثالث: السياسة النقدية وهيمنة السياسة المالية في الجزائر	145
خلاصة الفصل:	**151**
الفصل الرابع: **تقييم فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990- 2018)**	
تمهيد:.....	**153**
المبحث الأول: فعالية السياسة النقدية عبر قنوات الانتقال الرئيسية في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1990-2018)	**154**
المطلب الأول: منهجية دراسة فعالية قنوات انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر	154
المطلب الثاني: الدراسة القياسية	155
المطلب الثالث: نتائج الدراسة	165
المبحث الثاني: قياس فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي خلال الفترة (1990- 2018)	**166**
المطلب الأول: تقييم فعالية السياسة النقدية باستخدام منهج حدود الفعالية	167
المطلب الثاني: بناء حدود الفعالية	172
المطلب الثالث: قياس فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي	175
المطلب الرابع: نتائج الدراسة	180
خلاصة الفصل:.....	**182**
خاتمة:.....	184
قائمة المراجع:.....	189
ملاحق:.....	198

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
(1-1)	فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى IS	25
(2-1)	فعالية السياسة النقدية ومنحنى LM	25
(1-2)	منحنى حدود الفعالية ونقطة الأداء	71
(2-2)	اشتقاق التباينات المثلى	73
(1-3)	تطور معدل التضخم والمعدل المستهدف في الفترة 2000-2017	108
(2-3)	تطور معدل الإقراض ومعدلات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر	123
(3-3)	الفلسفة الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تحريك الطلب الكلي	133
(4-3)	تطور النفقات العمومية والإيرادات العمومية خلال الفترة 1999-2017	147
(5-3)	تطور الدين الداخلي ورصيد الميزانية الأولى خلال الفترة 1990-2017	148
(6-3)	تطور معدل التضخم ومعدل رصيد PIB في الفترة 2000-2017 الميزانية الأولى/	149
(1-4)	دوال الاستجابة	162
(2-4)	تطور معدل التضخم في الفترة 1990-2018	167
(3-4)	تطور الناتج الداخلي الإجمالي y في الفترة 1990-2018	168
(4-4)	تطور لوغاريتم الناتج الداخلي الإجمالي Yt في الفترة 1990-2018	168
(5-4)	تطور مؤشر أسعار الاستيراد	168
(6-4)	تطور القاعدة النقدية في الفترة 1990-2018	169
(7-4)	تطور أسعار النفط في الفترة 1990-2018	169

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
(1-2)	مؤشر استقلالية البنك المركزي GMT	57

(1-3)	تطور المعدل المستهدف لمناقصات القروض خلال الفترة 1995-2005	96
(2-3)	تطور المعدل المستهدف لمناقصات القروض خلال الفترة 1995-2005	97
(3-3)	تطور معدلات ومبالغ إعادة الخصم للفترة 1990- 2000	98
(4-3)	معدلات الاحتياطات الإجبارية في الفترة 2000-2009	101
(5-3)	معدلات الفائدة المطبقة على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في الفترة 2002-2009	102
(6-3)	معدلات الفائدة المطبقة على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في الفترة 2010-2018	104
(7-3)	معدلات الاحتياطات الإجبارية في الفترة 2010-2018	106
(8-3)	تطور معدلات التضخم والمعدلات المستهدفة من بنك الجزائر في الفترة 2003-2018	107
(9-3)	قياس الاستقلالية القانونية لبنك الجزائر للفترة 1990-2017	110
(10-3)	محافظي بنك الجزائر للفترة 1990-2018	111
(11-3)	قياس الحساسية السياسية لبنك الجزائر للفترة 1990- 2018	112
(12-3)	برنامج التمويل غير التقليدي لسنة 2018	114
(13-3)	برنامج التمويل غير التقليدي لغاية جانفي 2019	115
(14-3)	إجراءات السياسة النقدية والسياسة المالية في برنامج التثبيت الاقتصادي (1994-1995)	126
(15-3)	تطور الائتمان المقدم للحكومة وللاقتصاد خلال الفترة 1992-1998	128
(16-3)	تطور الائتمان المقدم للحكومة وللاقتصاد خلال الفترة 1992-1998	128
(17-3)	إجراءات برنامج التعديل الهيكلي (1995-1998)	129
(18-3)	معدل النمو السنوي للناتج الداخلي الحقيقي والإنتاج الداخلي الخام بالحجم 1994-1999	131
(19-3)	إجراءات السياسة النقدية والسياسة المالية في فلسفة تحقيق الاستقرار من خلال الطلب الكلي	133
(20-3)	هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2001-2004	135
(21-3)	هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2005-2009	136
(22-3)	هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2010-2014	137
(23-3)	هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2015-2019	137
(24-3)	تطور معدل نمو القروض للاقتصاد والمعدلات المستهدفة لبنك الجزائر للفترة 2005-2018	138
(25-3)	تطور الكتلة النقدية خلال الفترة 2004-2018	142
(26-3)	التمويل النقدي للمالية العمومية في الفترة 2000-2006	148

(1-4)	اختبار KPSS لاستقرارية متغيرات قناة النقود	155
(2-4)	اختبار KPSS لاستقرارية متغيرات قناة الائتمان	156
(3-4)	اختبار test bound	156
(4-4)	اختبار test bound	157
(5-4)	درجة التأخير Lag length	159
(6-4)	اختبار التكامل المشترك Cointegaration test	159
(7-4)	اختبار جذر الوحدة للبواقي	159
(8-4)	اختبار فترة التأخير المثلى	160
(9-4)	اختبار التكامل المشترك	160
(10-4)	اختبار السببية لـ Granger	179
(11-4)	تجزئة تباين التضخم	162
(12-4)	الارتباط بين معدل الفائدة على الإقراض ومعدلات إعادة التمويل	163
(13-4)	تقدير معادلة الانحدار بين معدلات الفائدة لبنك الجزائر ومعدل الفائدة على الإقراض للبنوك	164
(14-4)	قيم المتوسط والانحراف المعياري لمتغيرات الأداء الاقتصادي الكلي	170
(15-4)	القيم المثلى والقيم الفعلية للأداء الاقتصادي خلال الفترة 1990-2018	176
(16-4)	القيم المثلى والقيم الفعلية للأداء الاقتصادي (λ_1=0.7، λ_2 =0.02) خلال الفترة 1990-2018	178

قائمة الملاحق:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	استقرارية المتغيرات	198
02	قنوات السياسة النقدية	200
03	النموذج الهيكلي للاقتصاد الوطني	203
04	دالة استجابة البنك المركزي	205
05	نموذج تحديد استجابة السياسة النقدية لتقدير قيمة λ (تقدير ميل منحنى العرض الكلي)	206

مقدمة:

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم مجالات السياسة الاقتصادية، حيث تعتمد على المعطيات النقدية في تدخلها لما لهذه الأخيرة من أهمية في النشاط الاقتصادي، ذلك أن الاستقرار النقدي جزء لا يتجزأ من الاستقرار الاقتصادي، وذو أهمية معتبرة في تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار وكبح التضخم، كما وتحقيق استقرار الناتج المحلي الإجمالي. وهنا يجب الإشارة إلى أن إدارة السياسة النقدية في سياق تحقيق استقرار مستوى الأسعار والناتج تواجهها مشكلة عدم الاتساق الزمني ضمن سياسة انتقائية، ما يتطلب توفير التزام مؤسسي ومصداقية أكثر للبنك المركزي في ممارسة مهامه بأكثر فعالية وبصورة مستدامة، وذلك بإدارة السياسة النقدية باستخدام قاعدة وإطار مؤسسي أكثر التزاما .

في هذا المجال تذهب الدراسات الحديثة وكذا ممارسة السياسة النقدية في الدول المتقدمة في إطار السياسة النقدية التلقائية التي تعمل وفق قاعدة، إلى ضرورة تركيز الجهود على تحقيق هدف نهائي واحد بشكل مباشر في إطار ما يعرف باستهداف التضخم، حيث تتضمن هذه الإستراتيجية تحديد هدف صريح كمي لمعدل التضخم من خلال تحديد المؤشر ومجال التغير والأفق الزمني، وقد طبقت لأول مرة في نيوزيلاندا سنة 1990 كأول تجربة لتطبق فيما بعد من طرف العديد من البنوك المركزية في دول العالم المتقدمة والناشئة حيث نتج عنها فعالية اقتصادية من حيث استقرار معدلات التضخم وملاحظة تذبذبات ضعيفة في كل من المستوى العام للأسعار والناتج.

إن تنفيذ إستراتيجية استهداف التضخم تضع البنك المركزي أمام عدة خيارات مرتبطة بالأهمية النسبية لكل من التضخم والناتج ضمن أهدافه، بالتالي تطبيق استهداف للتضخم إما بشكل مقيد يولي الأهمية فقط لمعدل التضخم، أو مرن أين يتم اعتبار أهداف أخرى بجانب هدف التضخم، منه يتاح للبنك المركزي في إدارة السياسة النقدية الانتقائية استخدام مفهوم تبادلية الناتج والتضخم في إطار ما يعرف بمنحنى فيليبس أين يمكن تقبل مستوى من ارتفاع في معدل التضخم مقابل تخفيض معدل البطالة. غير أن هذه التبادلية صالحة فقط في الأجل القصير كما أنه ينتج عنها فقط ارتفاع معدل التضخم. أما في الأجل الطويل فإنه لا توجد تبادلية بين الناتج والتضخم، وهو ما أشار إليه فريدمان وفلبس بشكل منحنى فيليبس العمودي في الأجل الطويل.بذلك فإن التبادلية التجريبية ما بين التضخم والبطالة ليست صالحة لإدارة السياسة النقدية وتحقيق المستويات المرغوبة من التضخم والناتج (التشغيل) في الأجل المتوسط والطويل. غير أنه يمكن إيجاد تبادلية بين التضخم والناتج من شكل أخر في مفهوم تايلور فيما يعرف بالتبادلية بين تباينات الناتج والتضخم، وهو ما يتوضح من خلال الخيارات التي يمكن للبنك المركزي القيام بها في إدارة السياسة النقدية وفق مفهوم منحنى تايلور 1979، والذي يمثل مواقع فعالية ومنحنى تبادلية بمعنى منحنى

فيليبس من الدرجة الثانية، بهذا المفهوم يتوفر للبنك المركزي آلية لإدارة السياسة النقدية بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي في إطار استهداف التضخم. كما يمكن استخدام هذا المفهوم لتقييم مدى فعالية السياسة النقدية.

في الجزائر، تطلب تحول الاقتصاد الجزائري من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق إصلاحات اقتصادية بمرافقة المؤسسات المالية الدولية في إطار فلسفة اقتصادية ليبيرالية، إضافة إلى إحداث إصلاح عميق للنظام النقدي وإطار وآليات السياسة النقدية بواسطة القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض ثم تعديله بالأمر 03-11 الذي أوكل بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف مهمة توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لضمان نمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد كأهداف للسياسة النقدية، وفي إطار الأمر 10-04 المعدل والمتمم للأمر 03-11 تم إرساء هدف استقرار الأسعار كهدف صريح للسياسة النقدية مبرزا ضرورة استهداف التضخم، حيث عمل بنك الجزائر خلال الفترة 2001-2014 على تنفيذ سياسة نقدية تتماشى مع السياسة الموازنية التوسعية المتبعة. لكن مع تراجع عوائد النفط منذ 2014 عرفت السياسة النقدية لبنك الجزائر عدة صعوبات لمحافظة على نفس النسق التوسعي وهو ما دفع إلى إجراء تعديل على قانون النقد والقرض لاسيما المادة 45 منه مما سمح بمزيد من طبع النقود، غير أن هذه التعديلات كان لها أثر بالغ على استقلالية بنك الجزائر وبالتالي قدرته الفعلية على تطبيق آلية استهداف التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

الإشكالية:

على ضوء ما سبق يمكن طرح إشكالية البحث على النحو التالي:

ما مدى فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018) ؟

ومن أجل الإحاطة ما أمكن بكل جوانب هذه الإشكالية ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي متطلبات تجسيد آلية استهداف التضخم ؟

- ما هي أسباب التفاوت في نجاح استهداف التضخم بين الدول الناشئة والدول المتقدمة؟

- ما مدى مساهمة آلية استهداف التضخم في تحسين فعالية السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر؟

- ما هي أهم أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر وأهم قنوات انتقال أثارها وما مدى فعاليتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر ؟

وقصد تسهيل الإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية، تم صياغة الفرضيات التالية:

- تمثل استقلالية بنك الجزائر متطلبا أساسيا لنجاح استهداف التضخم في الجزائر بجانب خصائص مرتبطة بالمؤسسات النقدية والمالية والنظام الجبائي، وهو ما يكون له أهمية معتبرة في مساهمة السياسة النقدية في تحقيق استقرار اقتصادي في الجزائر؛

- إن نجاح بعض الدول الناشئة في استهداف التضخم مرتبط بمكانة السياسة النقدية في السياسة الاقتصادية المطبقة لاسيما ضمن تفاعل السياستين المالية والنقدية؛

- يمثل استهداف التضخم إطارا لإدارة السياسة النقدية يضمن تحقيق فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛

- تستخدم السياسة النقدية في الجزائر مجموعة من الأدوات لعل أهمها معدل إعادة الخصم والاحتياطي الإجباري، والتي تنتقل أثارها إلى الاقتصاد الوطني من خلال كل من قناة النقود وقناة الائتمان في حين تتأثر فعاليتها بهيكل الاقتصاد الوطني وخصوصية النظام المالي في الجزائر. فيما أن ضعف قناة معدل الفائدة يجعل منها قناة غير فعالة للسياسة النقدية.

أهمية الدراسة: يعتبر الموضوع ذو أهمية بالغة في الوقت الراهن الذي يعيشه الاقتصاد الجزائري، من خلال الآثار السلبية لظاهرة التضخم على البيئة الاقتصادية ومؤشرات الاقتصاد الكلي ، ذلك كونه يمثل عائقا في المسيرة التنموية للاقتصاد الوطني.

أهداف الدراسة:

- تفسير التضخم في الاقتصاد الوطني؛

- تحليل السياسة النقدية المطبقة لبنك الجزائر للتحكم في التضخم ومعرفة مدى فعالية أدواتها وأهم آليات انتقال إجراءاتها للاقتصاد الوطني، وتأثير ذلك على تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛

- تحديد متطلبات تطبيق إستراتيجية استهداف التضخم في الجزائر؛

- تقييم مدى فعالية السياسة النقدية ضمن تطبيق إستراتيجية استهداف التضخم لبنك الجزائر في تحقيق أهدافها وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

دوافع اختيار الموضوع:

كون أن الموضوع يمس وضعية الاقتصاد الوطني خاصة في الظروف الاقتصادية الراهنة المتعلقة بانخفاض المداخيل النفطية نتيجة انخفاض أسعار النفط منذ 2014، وكل تبعاتها الاقتصادية التي تتجلى مظاهرها في الإجراءات المالية والتشريعية المطبقة وكذا المعطيات الاقتصادية الحالية لاسيما ما يتعلق منها بارتفاع معدلات التضخم، وهذا ما يتطلب الاهتمام به من الباحثين وتخصيص مجال أوسع للموضوع ضمن الدراسات الأكاديمية.

منهج البحث:

استخدمنا في الدراسة المنهج الاستنباطي وأدواته الوصف عند تناول المفاهيم والتعاريف خاصة في الفصل الأول، فضلا عن استخدام أداة التحليل عند ذكر المعطيات الإحصائية في كل من الفصل الثاني والثالث والرابع، أما في الدراسة التطبيقية فقد استخدمنا المنهج الاستقرائي وأداته القياس الاقتصادي من خلال نموذج الدراسة إضافة إلى الرياضيات حيث كانت دراستنا تميل للقياس الرياضي.

حدود الدراسة:

تركز الدراسة على فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر، وتغطي دراسة الحالة الفترة ما بين 1990 و 2018، مجزأة إلى فترتين رئيسيتين فترة ما قبل انتهاج إستراتيجية استهداف التضخم (1990-2002) و فترة ما بعد 2003 تاريخ تصريح بنك الجزائر الضمني باستهداف التضخم إلى غاية 2018 .

الدراسات السابقة:

❖ Tahar Latreche, **Ciblage d'inflation et conduite de la politique monétaire en Algérie**, les cahiers du CRED,N° 101, 2012.

تضمنت الدراسة موضوع استهداف التضخم في الجزائر والذي تم اعتماده منذ صدور الأمر 10-04 والمتعلق بقانون النقد والقرض، كهدف صريح للسياسة النقدية فيما يتعلق باستقرار الأسعار، وتضمنت الدراسة الإطار التنظيمي والتقني وميكانيزمات عمل إستراتيجية استهداف التضخم إضافة إلى شروط ومتطلبات استهداف التضخم ضمن السياسة النقدية في الجزائر .

خلصت الدراسة إلى أنه ضمن هذا الإطار تنفيذ يوجد الكثير لعمله لتحقيق نجاح إستراتيجية استهداف لتضخم في الجزائر وهذا من حيث تدعيم استقلالية بنك الجزائر وأيضا القيام بإصلاحات عميقة فيما يخص النظام المالي والبنكي وأيضا تدعيم نظام إدارة السياسة النقدية بالأساليب والطرق الحديثة التنبؤية والإحصائية، مع هذا فإن استهداف التضخم في الجزائر يمثل تطور نوعي في إدارة السياسة النقدية في الجزائر، وحسب الباحث يتطلب الأمر في المراحل الأولى لتنفيذ استهداف التضخم ، الاستمرار في السياسة النقدية التقليدية من حيث استخدام المجمعات النقدية كأهداف وسيطية.

❖ Stefan Krause, **Measuring Monetary Policy Efficiency in European Union Countries: The Pre-EMU Years,** the Journal of Monetary Economics , Vol 01, 2004.

استخدم الباحث حدود الفعالية لتحليل التغيرات في الأداء الاقتصادي وتحديد المساهمة النسبية فيه لكل من تحسن فعالية السياسة النقدية والتغيرات في تقلبات العرض الكلي. شملت الدراسة 14 بلدا ينتمي للوحدة الأوربية وتمت المقارنة بين أدائها الاقتصادي في الفترتين ما بين 1980 و1990.

توصل الباحث إلى أن السياسة النقدية المتبعة خلال فترة سنوات 1990 كانت قريبة من السياسة النقدية المثلى وهو ما يشير إلى أن السياسة النقدية أصبحت أكثر فعالية مقارنة بسنوات 1980. حسب الباحث فإن لانخفاض تغيرات صدمات العرض أهمية كمصدر لتحسن الأداء الاقتصادي بالنسبة لمجموعة البلدان (اليونان، بلجيكا، فرنسا إيطاليا، الدنمارك، هولندا)، بينما لا يكون له دور يذكر في حالة مجموعة الدول (البرتغال، المملكة المتحدة، إسبانيا إيرلندا والنمسا)، وفي حالات أخرى قد يساهم في تدني في الأداء الاقتصادي .

- Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-Country Analysis,** The Economic Journal, N°116, USA, 2006.

لتحديد تقييم لفعالية السياسة النقدية، شملت الدراسة عينة 24 بلدا صناعيا وناميا ومقارنة أدائها الاقتصادي الكلي بين الفترتين 1980 و1990، حيث تحقق الباحثين من أن 21 بلدا من بين 24 بلدا أصبحت فيها السياسة النقدية أكثر فعالية خلال فترة 1990، وتم التوصل إلى النتائج باستخدام منهج حدود الفعالية لتقييم مدى مساهمة التحسن في فعالية السياسة النقدية والتغيرات في صدمات العرض الكلي على الأداء الاقتصادي.كما اعتبرت الدراسة أنه توجد عوامل عديدة ساعدت في تفسير الاختلافات في النتائج الاقتصادية الكلية وتمثل في مصداقية وشفافية البنك المركزي وأيضا طبيعة النظام المالي، هذه العوامل تساهم بشكل جزئي في التحسن الملاحظ في الأداء الاقتصادي. وقد أشار الباحثون إلى أن السياسة النقدية الأكثر فعالية هي القوة الدافعة وراء تحقيق تحسن في الأداء الاقتصادي الكلي وفي نفس الوقت فقد ساهمت ولو جزئيا في الحد من الآثار في تغيرات صدمات العرض في بعض البلدان التي شملتها عينة الدراسة، وبشكل عام فإن انخفاض تغيرات صدمات العرض قد لعبت دورا ثانويا في تحسن الأداء الاقتصادي الكلي.

- **Muhammad Khoirul Fuddin,** effectiveness of monetary policy transmission in Indonesia, Economic Journal of Emerging Markets , 6 (2), 2014.

تضمنت الدراسة البحث في فعالية قنوات انتقال أثار إجراءات السياسة النقدية في أندونيسيا إلى كل من متغيري النمو الاقتصادي والتضخم. باستخدام نموذج VECM لتقييم فعالية أهم القنوات المتمثلة في قناة النقود، الائتمان، معدل الفائدة وقناة سعر الصرف، مع تحديد أدوات السياسة النقدية لكل قناة على حدا إضافة إلى متغيري النمو والتضخم خلال الفترة 1961-2011. وضحت النتائج أن قناة الائتمان الأكثر فعالية في التأثير على النمو الاقتصادي، وقناة معدل الفائدة فعالة في تأثير السياسة النقدية على التضخم خلال فترة الدراسة.

- Abdelkader Aghir, **Stabilité, croissance économique et ciblage d'inflation**, thèse de doctorat en sciences économiques , université Grenoble Alpe.2016.

تضمنت الدراسة تحليل لسياسة استهداف التضخم في الاقتصاديات الناشئة من حيث فعالية أداء إستراتيجية استهداف التضخم ضمن السياسة النقدية. وتضمنت الدراسة تجارب مجموعة من الدول الناشئة التي طبقت هذه الإستراتيجية (جمهورية تشيك، كوريا الجنوبية، بولونيا، البرازيل، تشيلي، كولومبيا، إفريقيا الجنوبية، تايلاندا، المكسيك، هنغاريا، البيرو، الفليبين، تركيا)، وتضمنت الدراسة تحليل لفعالية إستراتيجية استهداف التضخم في الاقتصاديات الناشئة محل الدراسة في مرحلة الأزمة المالي 2008 إلى غاية 2014، عن طريق تقدير نموذج بانل الديناميكي بغرض دراسة وتيرة المؤشرات: معدل التضخم، PIB، معدل الصرف، رصيد الميزان التجاري، معدل البطالة).

خلصت الدراسة إلى أن اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم في الاقتصاديات الناشئة سمحت بتخفيض التضخم في مرحلة الأزمة وهذا مع ملاحظة أثر إيجابي ذو دلالة على كل من معدل نمو الناتج الداخلي الخام PIB ومعدل الفائدة، ومنه استنتج الباحث من خلال هذه الدراسة أن استهداف التضخم ذو تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي المستديم، مما يسمح بتحقيق أداء اقتصادي كلي أفضل.

- أمحمد بن عدة، **واقع سياسة استهداف التضخم في الجزائر للفترة (2001-2014) ومتطلبات تفعيلها بالاعتماد على التجربة التركية**، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 3، العدد1، 2017.

تضمنت الدراسة إجراء تقييم شامل لسياسة استهداف التضخم والتي اتجهتها السلطات النقدية الجزائرية بعد إتباعها لسياسة نقدية توسعية تزامنت مع بداية تطبيق البرامج التنموية الثلاث في الفترة الممتدة من 2001 إلى 2014 من أجل تحقيق الهدف النهائي المتمثل في التحكم في المستوى العام للأسعار ومنه تحقيق الهدف النهائي المتمثل في التحكم في المستوى العام للأسعار ومنه تحقيق استقرار دائم في المؤشرات الاقتصادية الكلية كما تضمنت الدراسة تجربة تركيا في الاعتماد على سياسة استهداف التضخم .

وخلصت الدراسة إلى أن نجاح سياسة استهداف التضخم في الجزائر لا يزال ناقصا بسبب عدم الالتزام التام بتطبيق بعض شروط هذه السياسة خاصة فيما يتعلق بمساءلة البنك المركزي عن عدم تحقيق الهدف في الأجل الطويل، عدم وجود علاقة مستقرة بين معدل التضخم وأدوات السياسة النقدية وعدم تبني نظام سعر صرف مرن. إضافة إلى ضرورة توافر بعض الشروط الأولية لاعتماد استهداف التضخم في إدارة السياسة النقدية مستقبلا، مع الاستفادة من بعض تجارب الدول الناشئة والمتقدمة.

تتقارب دراستنا مع الدراسات السابقة في استخدام منهج حدود الفعالية بمحاولة تطبيقه على خصوصية حالة الجزائر، بهدف تقييم مدى فعالية السياسة النقدية ودرجة مساهمتها في تحسن الأداء الاقتصادي في حالة الجزائر بمقارنة فترتي ما قبل استهداف التضخم وما بعد الاستهداف، مع اختلافات في تحديد دالة استجابة البنك المركزي ضمن أسلوب إدارة سياسة نقدية انتقائية وليس كقاعدة واعتبار متغير القاعدة النقدية كأداة رئيسية عوض معدل الفائدة الذي ركزت عليه الدراسة الأصلية.

كما تم تقييم فعالية قنوات انتقال أثار إجراءات السياسة النقدية باستخدام تحديد لأهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر مع تحديد أدوات السياسة النقدية لكل قناة وعلاقتها بالأهداف النهائية المتمثلة في الناتج والتضخم.

ولتحليل واقع تطبيق إستراتيجية استهداف التضخم ركزت دراستنا على شرط استقلالية بنك الجزائر مع تقييم كل من الاستقلالية القانونية والفعلية، باعتبار أهمية استقلالية بنك الجزائر في تنفيذ استهداف التضخم بنجاح، فيما ركزت الدراسات السابقة في حالة الجزائر على شروط أخرى بجانب الاستقلالية مثل المساءلة والشروط التقنية والإحصائية إضافة إلى التحكم في أدوات السياسة النقدية وارتباطها بالهدف النهائي.

هيكل البحث:

من أجل الإجابة عن الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات تم تقسيم البحث على النحو التالي

مقدمة

الفصل الأول: السياسة النقدية : النظريات والاتجاهات الحديثة

الفصل الثاني: استهداف التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي – تجارب دولية –

الفصل الثالث: السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

الفصل الرابع: تقييم فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم في الجزائر خلال الفترة(1990-2018) **خاتمة**

الفصل الأول:

السياسة النقدية : النظريات والاتجاهات الحديثة

الفصل الأول: السياسة النقدية : النظريات والاتجاهات الحديثة

تمهيد:

تهدف السلطة النقدية من خلال إجراءات السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف اقتصادية، وذلك عن طريق تعديل أدواتها للتحكم أساسا في العرض النقدي، ومنه التأثير على النشاط الاقتصادي . إن المدى الذي يمكن للسياسة النقدية العمل على التأثير على الاقتصاد الحقيقي يتعلق بعملية انتقال هذه الأثار عبر قنواتها، وهو ما يحدد فعالية السياسة النقدية من عدمها.

تتجه السياسة النقدية إلى تحديد هدف استقرار الأسعار كهدف نهائي، ويعتمد نجاحها في هذا المسعى إلى تحديد محور ارتكاز كهدف وسيط يتم من خلاله تحقيق الهدف النهائي بالتركيز في ذلك على المدى الطويل، وهو ما نتج عنه تبني أنظمة نقدية متعددة في مجال اختيار المتغير الذي يؤدي دور محور ارتكاز(المجمعات النقدية، سعر الصرف، معدل التضخم). ويبدو استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية يتم من خلاله تركيز جهود السلطات النقدية على تحقيق استقرار الأسعار ضمن إدارة السياسة النقدية على أساس قاعدة. وفيما يأتي نتطرق إلى ماهية السياسة النقدية من خلال النظريات والاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية، لذلك نقسم الفصل الأول كما يلي:

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية
المبحث الثاني: أنظمة السياسة النقدية
المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة في السياسة النقدية

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

يسعى البنك المركزي من خلال السياسة النقدية إلى التأثير على النشاط الاقتصادي لتحقيق أفضل أداء اقتصادي، وبغية تحقيق جملة من الأهداف أو هدف وحيد يتحدد في إطار ممارسة السياسة النقدية، وتستخدم السلطات النقدية جملة من الأدوات والميكانيزمات قصد الوصول إلى التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية لاسيما معدل التضخم عن

طريق ما يعرف بقنوات انتقال أثر السياسة النقدية، منه فإن حجم هذا التأثير يشير إلى مدى فعالية السياسة النقدية.

المطلب الأول: أهداف وأدوات السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية فرعا من فروع السياسة الاقتصادية، تسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف في مجال الاقتصاد الكلي، باستخدام مجموعة من الأدوات التي يتمكن البنك المركزي في إطار إدارته للسياسة النقدية من التحكم التام بها قصد بلوغ أهدافه النهائية.

الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية

تنطوي أهداف البنك المركزي على ثلاث مستويات، تتمثل الأولى في الأهداف التشغيلية فالأهداف الوسيطية لتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية والتي تعبر عن أهداف السياسة الاقتصادية بشكل عام.

أ.الأهداف التشغيلية

الهدف التشغيلي هو متغير اقتصادي يتحكم فيه البنك المركزي يوميا من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية، فمن خلاله يتم توجيه صانعي السياسة النقدية والمنفذين لها في البنك المركزي حول ما يجب عمله خلال فترة ما بين اجتماعات السلطة النقدية،

كما يستخدم لإعلان وضعية تنفيذ السياسة النقدية للجمهور. ويبدو أن هناك إجماع بين البنوك المركزية على أن معدل الفائدة قصير الأجل يمثل الهدف التشغيلي المناسب[1]. حيث أنه في الأجل القصير يمكن للبنك المركزي أن يقوم بتغيرات في السياسة النقدية المنتهجة من خلال الأشكال التالية[2]:

- تغيير في معدل الفائدة قصير الأجل، والذي ينوي البنك المركزي من خلاله إقراض النظام البنكي وتوفير السيولة اللازمة في النظام البنكي؛
- تغيير في القاعدة النقدية، عن طريق التأثير على العرض النقدي أو معدل نموه (التحكم في القاعدة النقدية)؛
- تغييرات في التنظيمات المطبقة على البنوك وذلك في محاولة للتأثير على نمو الإقراض عن طريق الضوابط المباشرة.

ففي مجال اختيار الهدف التشغيلي والذي يمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية، يتاح للبنك المركزي الاختيار بين العرض النقدي (القاعدة النقدية) ومعدل الفائدة، فإذا استخدم العرض النقدي كأداة رئيسية للسياسة النقدية فإن معدل الفائدة سيتغير استجابة لتغيير البنك المركزي للعرض النقدي، وإذا تم استخدام معدل الفائدة كأداة رئيسية للسياسة النقدية فإن الطلب على النقد في الاقتصاد سيتغير استجابة للتغيير في معدل الفائدة، ومن الضروري

[1] Ulrich Bindseil**, The Operational Target of Monetary Policy and the rise and fall of Reserve Position Doctrine**, Working Paper, European Central Bank, Frankfurt, Germany, 2014, p 9.

[2] Keith Bain, Peter Howells**, Monetary Economics Policy and its Theoritical Basis**, Palgrave Macmillan, Great Britain,2003, p170,172.

أن يقوم البنك المركزي بالاختيار بين البديلين في حالات عدم التأكد وعدم استقرار دالة الطلب على النقد.

وفي مواجهة التحولات المستمرة في دالة الطلب على النقد والناتجة أساسا عن الابتكارات المالية، فإن العديد من البنوك المركزية في الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمملكة المتحدة أعلنت بشكل صريح استخدامها لمعدل الفائدة كأداة أساسية للسياسة النقدية، بينما يختلف الأمر بالنسبة للعديد من البلدان النامية التي تتميز بقطاع مالي غير رسمي واسع، أين تكون الأداة الرئيسية للسياسة النقدية الأفضل للتحكم في الاقتصاد متمثلة في العرض النقدي[1].

ب. الأهداف الوسيطية:

تعبر الأهداف الوسيطية عن مجموعة من التغيرات التي من خلالها تتمكن السلطات النقدية من تحقيق الأهداف النهائية، فهي بمثابة متغيرات يمكن مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات، إضافة إلى ميزة وجود علاقة مستقرة بينها وبين الهدف أو الأهداف النهائية المحددة من طرف السلطات النقدية[2]، كما أن اختيار هذه المتغيرات كأهداف وسيطية مرتبط بمدى قدرتها على خلق الانطباع الصحيح لدى الأعوان الاقتصاديين غير الماليين بقدرة هذه المتغيرات على تحقيق أهداف الاستقرار المرجوة، وهو ما يعمل على التأثير على توقعات الأعوان الاقتصاديين بشكل يخدم توجهات السياسة النقدية[3].

تعتبر العلاقة بين الهدف التشغيلي والهدف الوسيط معقدة ومعرفة صانعي السياسة النقدية بها غير مكتملة أو واضحة، إضافة إلى فترة التأخير ما بين تغيير الهدف التشغيلي وأثره على الهدف النهائي، لذلك يبدو أن للهدف الوسيط مكانة ذات أهمية في عملية انتقال أثر إجراءات السياسة النقدية ما بين الأهداف التشغيلية والأهداف النهائية، ومن أهم الشروط التي ينبغي أن تتوفر في الهدف الوسيط نذكر أهم شرطين:

- ينبغي أن يكون من الممكن التحكم فيه بواسطة الهدف التشغيلي، بمعنى أن توجد علاقة مستقرة بين تغيرات معدلات السوق النقدية أو القاعدة النقدية والمتغير المستخدم كهدف وسيط؛
- وجود علاقة تامة بين الهدف الوسيط والهدف النهائي، ذلك أن يقدم الهدف الوسيط توقعات جيدة حول ما سيؤول إليه الهدف النهائي.

---

[1] Jagdish Handa, **Monetary Economics**, 2nd Edition, Routledge, New York, USA, 2009, p p 15, 419

[2] عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية**، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 64.

[3] الطاهر لطرش، **الاقتصاد النقدي والبنكي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015،ص184،183.

ويمكن استخدام الهدف الوسيط بمثابة مؤشر للسياسة النقدية policy indicator، ذلك أن البنك المركزي يمكنه التحكم فيه بصورة جيدة إضافة إلى كونه يعكس نوايا السلطات النقدية[1].

تتمثل الأهداف الوسيطية للسياسة النقدية في كل من: المؤشرات النقدية، والأهداف النقدية الكمية.

1.المؤشرات النقدية: وتتضمن متغيرين نقديين هما معدل الفائدة ومعدل الصرف.

- **معدل الفائدة**: يعتبر معدل الفائدة متغيرا ذو أهمية كبيرة ومن أكثر المتغيرات التي تتم مراقبتها بصورة مستمرة في الاقتصاد، لما له من تأثير على وضعية الاقتصاد، وعديد التأثيرات على القرارات الشخصية للأفراد فيما يخص الاستهلاك أو الادخار، وكذا القرارات الاقتصادية والمالية لقطاع الأعمال[2]، منه فإن هذه الأطراف هم شديدي الحساسية لمعدلات الفائدة، ولذلك ينبغي على السلطات النقدية أن تولي الكثير من العناية بتقلبات معدلات الفائدة، وهو ما يطرح إشكالية تحديد المستوى الأفضل لها، حيث أنه ينبغي على السلطات النقدية أن تحافظ على تغيرات مستوى معدلات الفائدة ضمن مجالات واسعة وحول مستوى وسطي مقابل التوازن في الأسواق، ذلك أن تقلبات معدلات الفائدة تؤدي إلى تذبذبات في الاستقرار الاقتصادي، وإضافة إلى أهميتها على الصعيد الداخلي تتمتع معدلات الفائدة بأهمية كبيرة كذلك على المستوى الخارجي، ذلك أنها تؤثر بشدة على تحركات رؤوس الأموال في الأجل القصير. ويؤكد الكينزيون على ضرورة أن يتم تثبيت معدل الفائدة إلى الحد الأدنى الممكن، بينما لا يوليها النقديون أهمية كبيرة ذلك أن كمية النقود هي المهمة بالنسبة إليهم، ويعتقدون أنه عند الاهتمام بمعدلات الفائدة ينبغي ارتباطها بمستواها الحقيقي.

ويمكن التمييز في هذا المجال بين:

- **المعدلات الرئيسية**: وهي المعدلات التي يقرض البنك المركزي بها البنوك التجارية، كما يستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك؛
- **معدلات السوق النقدية**: وهي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتداول مثل سندات الخزينة قابلة التداول، شهادات الإيداع، أوراق خزينة...؛
- **معدلات السوق المالية أو المعدلات طويلة الأجل**: والتي على أساسها تصدر السندات؛
- **معدلات التوظيف في الأجل القصير:** المرتبطة بالحسابات على الدفتر، الادخار السكني...؛

[1] Peter Bofinger, **Monetary Policy,Goals, Institutions, Strategies and Instruments**, Oxford University Press, New York, USA, 2001,p 247, 248.

[2] Frederic S.Mishkin, Kent Mattews, Massimo Giuliodori, **The Economics of Money, Banking & Financial Markets**,Barcelona, Spain, 2013, p61.

- **المعدلات المدينة**: والتي تطبق على القروض الممنوحة.

ما يجدر ذكره هو أن كل المعدلات السابقة عادة ما تتأثر بالمعدل المفروض من البنك المركزي على قروض النقد المركزي[1].

- **معدل الصرف**: يستخدم معدل الصرف كهدف وسيط للسياسة النقدية، ويعتبر معدل الصرف مؤشرا هاما حول الأوضاع الاقتصادية لدولة ما بالمحافظة عليه قريبا من مستواه لتعادل القدرات الشرائية، وعندما يكون معدل الصرف هدفا وسيطيا للسياسة النقدية ينشأ عن هذا بعض العيوب، ذلك لتعرض أسواق الصرف للتقلبات وعدم انتظامها، ويتسبب الاختيار المدرك أو غير المدرك لعدم تقدير سعر صرف ملائم في نتائج نذكر منها[2]:

✓ المحافظة على مستوى منخفض للعملة يشجع الضغوط التضخمية ويؤدي إلى إتباع سياسة سهلة في الأجل القصير تدفع إلى إضعاف القدرة الصناعية للدولة وتخفيض المستوى المعيشي للأفراد في الأجل الطويل؛

✓ السعي إلى المحافظة على مستوى مرتفع أكثر، يؤدي إلى ضغوط انكماشية يتحملها الأعوان الاقتصاديون ما يدفع بانسحاب بعض المؤسسات من الأسواق وهو ما يُبطِيء النمو.

2.الأهداف النقدية الكمية: تتمثل الأهداف النقدية الكمية في المجاميع النقدية، ويتمكن البنك المركزي من خلال استهداف المجاميع النقدية إلى التحكم في كمية النقود، ويتم الاختيار بين مكونات الكتلة النقدية سواء القاعدة النقدية، M1، M2، أو M3 أو مجموع القروض، ويرتبط الاعتماد على الكتلة النقدية كهدف وسيط على مدى استقرار سرعة تداول النقود والقدرة على التنبؤ بها[3].

إن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى مقارب لمعدل نمو الاقتصاد الحقيقي يمثل الهدف المركزي للسلطات النقدية في الفكر النقدي، ويعتقد النقديون بأن كمية النقد تمثل الوسيط المفضل لتحقيق التوازن الاقتصادي، ويرى فريدمان بأن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية يتيح ثلاث مزايا:

- يحول دون أن يصبح عرض النقود مصدرا لعدم الاستقرار؛
- بالتحكم في معدل زيادة النقود، يمكن للسياسة النقدية التحكم في أثار الاضطرابات الناجمة عن مصادر أخرى عند حدها الأدنى؛
- ينتج عن منهج التثبيت ثبات بمستوى الأسعار في الأجل الطويل.

---

[1] صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية**، دار الفجر، القاهرة، مصر، 2005، ص 126، 127.

عبد المطلب عبد الحميد، **السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص83.[2]

[3] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص150، 151.

تنبع أهمية المجمعات النقدية كهدف وسيط في كونها تستقطب اهتمام البنوك المركزية، من حيث أنها من يقوم بتحديدها وحسابها ونشرها، فيما تبرز بعض الصعوبات في تحديد المجمع النقدي المناسب نتيجة تغير سرعة تداول النقود والتطور السريع في الابتكارات المالية، ما يطرح التساؤل حول المجمعات النقدية التي يمكن ضبطها والتحكم فيها بسهولة[1].

إن اختيار المجمع النقدي المناسب يخضع لاعتبارات مرتبطة بهيكل النظام المالي، ومدى كفاءة النظام الإحصائي، وقدرة المجمع المختار على تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية. فاختيار M1 كهدف وسيط يشير إلى رغبة السلطات النقدية في التأثير بشكل مباشر على السيولة بالمعنى الضيق، ويتميز هذا المجمع بأنه يتأثر بوسائل التوظيف البديلة، بحيث أن ارتفاع معدلات الفائدة على الأصول المالية والودائع لأجل... قد يدفع الأفراد إلى التحول نحو هذه التوظيفات مما يضيق من شريحة هذا المجمع، وهذا ما يجعل من الصعوبة التمييز بين التأثير الذي تمارسه العوامل السابقة على هذا المجمع ودرجة التأثير الصافي الذي تمارسه السياسة النقدية. وكما أن اختيار المجمع M2 لا يحل من هذه المشاكل ولكن يخفف من حدتها، ذلك أن هذا المجمع يكون مستقلا نسبيا عن الآثار التي تترتب عن المقاربة التبادلية للنقود، فشموله على الودائع لأجل التي تدر فوائد يخفض من دافعية الأفراد للانتقال بشكل سريع بين مختلف التوظيفات، مع هذا فإنه من الصعوبة كذلك تقدير التأثير الصافي للسياسة النقدية على هذا المجمع في مقابل تأثير العوامل المستقلة. فالملاحظ أن هذه المجمعات النقدية تتميز بالتقلب نتيجة التأثيرات التي تمارسها العوامل المستقلة عن السياسة النقدية، وتخف هذه التقلبات كلما توسعنا في مفهوم السيولة، كما تزداد حدة التقلبات بزيادة وتيرة الإبداعات المالية التي تُغيِّر من هيكل بدائل النقود، ويصبح استهداف البنك المركزي في إطار السياسة النقدية لأحد هذه المجاميع لا يتميز بالواقعية، ذلك انه من الصعب فصل تأثير السياسة النقدية عن العوامل المستقلة المؤثرة على المجمع النقدي، وهذا ما يدفع السلطات النقدية إلى استهداف النقود التي تصدرها (القاعدة النقدية) والتي تتحكم فيها تحكما كاملا[2].

ج. الأهداف النهائية:

تطورت الأهداف النهائية التي تسعى السياسة النقدية لتحقيقها مع تطور الفكر النقدي، وكذا تطور الممارسة في السياسة النقدية، وتتمثل هذه الأهداف في ما يلي:

1.استقرار الأسعار: يمثل استقرار الأسعار من منظور البنوك المركزية تحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم، ومن حيث كونه أهم أهداف السياسة النقدية التي تنفذه البنوك المركزية بجانب الأهداف الأخرى: التشغيل، النمو الاقتصادي، استقرار الأسواق المالية،

[1] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 128.
[2] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 150، 151، 152.

استقرار معدلات الفائدة واستقرار أسعار الصرف. وتبرز أهمية هدف استقرار الأسعار كونه يحقق ما يلي[1]:

- استقرار الأسعار يسهل التخصيص الفعال للموارد، ومن خلال تحقق استقرار الأسعار يمكن للأفراد معرفة وإدراك التغيرات في الأسعار النسبية (تغيرات الأسعار بالنسبة للسلعة أو الخدمة ذاتها) عن التغيرات في المستوى العام للأسعار؛

✓ يخفض استقرار الأسعار من تشوهات أثار الضريبة وأنظمة الضمان الاجتماعي، حيث أن النظام الضريبي والضمان الاجتماعي لا يأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم، والنتيجة أن ارتفاع معدل التضخم يزيد من حدة التشوهات؛

✓ التضخم المنخفض المحتمل يؤدي إلى توقعات تحكيمية لتوزيع الثروة، ومعدل مرتفع للتضخم يؤدي إلى عدم تأكد بشأن التضخم في المستقبل وهو بدوره يؤدي إلى تحويل الثروة بين المدينين والدائنين؛

✓ يساعد استقرار الأسعار في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال تخفيض عائد خطر التضخم ضمن معدل الفائدة، والذي يُطالَب به لتعويض الخسائر الناجمة عن ارتفاع التضخم، وبتخفيض خطر التضخم من معدل الفائدة يكون بذلك استقرار الأسعار قد ساهم في التخصيص الفعال للموارد المالية في الأسواق المالية، مما يشجع الاستثمار وهو ما يكون له الأثر الإيجابي على النمو الاقتصادي؛

✓ يساهم استقرار الأسعار في منع أنشطة التحوط غير الضرورية، حيث أن عدم استقرار الأسعار يدفع الأفراد إلى التحوط في مواجهة التضخم، كمثال على ذلك يدفع معدل التضخم المرتفع إلى تخزين السلع الحقيقية لأنها تحتفظ بقيمتها أفضل من النقود والأصول المالية، منه فإن عدم استقرار الأسعار يؤدي إلى ضعف كفاءة تخصيص الموارد على مستوى الاقتصاد وبالتالي عرقلة النمو الاقتصادي؛

✓ استقرار الأسعار يؤدي إلى زيادة الفائدة من الاحتفاظ بالسيولة النقدية، حيث أن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقد تزداد بارتفاع مستوى الأسعار بالنتيجة يخفض الأفراد احتفاظهم بالسيولة النقدية.

2.التشغيل: يمثل التشغيل أو ضمان التوظيف الكامل هدفا تسعى لتحقيقه السياسة النقدية، حيث تحرص السلطات النقدية على تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن لتوظيف الموارد المادية والبشرية، باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتجنيب الاقتصاد البطالة وما يرافقها من انكماش في الإنتاج والدخل واضطرابات على المستوى

[1] Frederic S.Mishkin, Kent Mattews, Massimo Giuliodori,**OP.CIT**, p 278.

الاجتماعي، حيث تتجه إلى رفع حجم الطلب الكلي إلى المستوى الذي يسمح بتشغيل الموارد الإنتاجية المعطَّلة[1]. ولا يعني هدف التشغيل أن البطالة تساوي صفر، ذلك أنه دائما ما يوجد نسبة من البطالة ناتجة عن البطالة الاحتكاكية حيث تكون بمثابة بطالة مؤقتة أين يستغرق العاطلين عن العمل مدة زمنية حتى يتمكنوا من العثور على الوظيفة المناسبة بعد توقفهم عن العمل السابق (بسبب البحث عن وظيفة أفضل، أو السفر، العودة للدراسة، رعاية الأسرة..)، والبطالة الهيكلية أين يلزم الوقت للربط بين متطلبات طالبي العمل والعرض من اليد العاملة المؤهلة المتوفرة. لذلك فإن هدف التشغيل لا يتحقق عند مستوى صفر بطالة وإنما أعلى منه، في مستوى أين يكون الطلب على العمل مكافئ لعرض العمل، وهو ما يطلق عليه المعدل الطبيعي للبطالة " natural rate of unemployment "[2].

3. النمو الاقتصادي: يرتبط هدف النمو الاقتصادي بهدف التشغيل، ذلك أن قطاع الأعمال يقوم باستثمار أكثر في رأس المال لرفع الإنتاجية وتحقيق النمو الاقتصادي في الوقت الذي تكون فيه معدلات البطالة في أدنى مستوى لها، وعندما يرتفع مستوى البطالة ويكون نشاط المؤسسات في جمود فإن هذه الأخيرة لن تقوم باستثمارات إضافية .

فالسياسات الاقتصادية تسعى إلى دعم النمو الاقتصادي عن طريق التشجيع المباشر للمؤسسات للاستثمار أو عن طريق تشجيع الأفراد للادخار وهو ما يوفر موارد إضافية للمؤسسات لكي تستثمرها[3]، وتلعب السياسة النقدية دورا هاما في دعم النمو الاقتصادي من خلال تأثيرها على الاستثمار كواحد من أهم محدداته[4]، والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال زيادة الفرص الائتمانية، إضافة إلى تحقيق معدل مرتفع للادخار، كل هذا مع الأخذ بعين الاعتبار التحكم في التضخم والآثار التضخمية الناجمة عن السياسة النقدية التوسعية.ومع ذلك تتدخل عوامل أخرى إضافية تعمل بالتنسيق مع دور السياسة النقدية لتحقيق النمو الاقتصادي، كتوافر الموارد الطبيعية ورأس المال البشري والظروف السياسية والاجتماعية الملائمة، وكذا التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية الملائمة لتحقيق هدف النمو الاقتصادي[5].

4. استقرار الأسواق المالية:إن دعم استقرار النظام المالي لاسيما استقرار الأسواق المالية أصبح بمثابة هدف ذو أهمية بالنسبة للسياسة النقدية، والبنك المركزي النموذجي الحديث يضطلع بمهام دعم والحفاظ على الاستقرار المالي، وهناك عدة أسباب وراء اهتمام البنوك المركزية بالاستقرار المالي، من حيث أن البنوك المركزية هي المزود الوحيد لوسائل الدفع والسيولة الفورية، إضافة إلى دور البنوك المركزية في مجال ضمان

---

[1] زكريا الدوري، يسرا السمرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، اليازوري،عمان، الأردن، 2013، ص189.
[2] Frederic S.Mishkin, Kent Mattews, Massimo Giuliodori, **OP.CIT**, P278.
[3] Ibid, p 278

[4] زكريا الدوري، يسرا السمرائي، مرجع سبق ذكره، ص 190.
[5] عبد المطلب عبد الحميد،مرجع سبق ذكره، ص98.

حسن سير نظام الدفع المحلي، كما ولأن النظام المالي والمصرفي يعتبر منفذا أساسيا لانتقال أثار السياسة النقدية للاقتصاد، لذلك من الضروري الحفاظ على سلامة النظام المالي متمثلا خصوصا في المؤسسات المالية والأسواق المالية المستقرة، كما يبدو من الواضح أن هناك علاقة ما بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي، ففي حالة عدم وجود استقرار مالي تنعدم الثقة، وهو ما ينتج عنه اندفاع للحصول على السيولة ،ما يعني انكماش في الائتمان البنكي وفي عرض النقود، وفي حالة استمرار هذا الوضع سيكون هناك احتمال لانكماش حاد في المجاميع النقدية إضافة إلى انخفاض في النشاط الاقتصادي في نهاية المطاف[1].

5. توازن ميزان المدفوعات: ميزان المدفوعات هو عبارة عن وثيقة إحصائية تظهر مجموع المعاملات التجارية والمالية لبلد ما مع بقية العالم خلال فترة زمنية محددة، وعلى هذا الأساس فإن ميزان المدفوعات يُبَيِّنُ التدفقات السلعية والخدمية والمالية بين المقيمين في هذا البلد وغير المقيمين، حيث يسجل من جهة مجموع ما يستلمه البلد من بقية العالم ويسجل من جهة أخرى ما يدفعه هذا البلد إلى بقية العالم[2].

وفي حين يتحقق التوازن الداخلي عند وصول الاقتصاد إلى المستوى المرغوب للتشغيل والعمالة مع المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار، فإن التوازن الخارجي يتحقق عند توازن ميزان المدفوعات للبلد، ويُعتقد أن السياسة المالية تنجح في تحقيق التوازن الداخلي، بينما تنجح السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي[3].

تختلف آليات التعديل في ميزان المدفوعات باختلاف أنظمة الصرف المتبعة، ففي ظل نظام الصرف الثابت تتدخل السلطات النقدية بشكل مباشر لتغيير سعر تعادل العملة باستخدام احتياطات الصرف لدى البنك المركزي، وتبدو السياسة النقدية من خلال هذا النظام أنها غير مستقلة في متابعة تحقيق الأهداف الداخلية، حيث أن الإجراءات المتبعة في إدارة السياسة النقدية داخليا تعمل على إحداث تغيرات على مستوى ميزان المدفوعات ما يؤدي إلى العودة إلى الوضع الابتدائي قبل اتخاذ الإجراءات، وبالتالي فإن السياسة النقدية في ظل هذا النظام تبقى مرتبطة بالتغيرات التي تحدث على المستوى الخارجي للاقتصاد، حيث أنه يستحيل تحقيق ثلاثة أهداف متناقضة في نفس الوقت والمتمثلة في ثبات سعر الصرف، حرية حركة رأس المال واستقلالية السياسة النقدية وهو ما يعرف بثلاثية ماندیل المستحيلة.

---

[1] Sander Oosterloo, Jakob de Haan**, Central Banks and Financial Stability : a survey**, Journal of Financial Stability, 2004, p 259.

[2] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص241.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص100.

أما في ظل نظام الصرف المرن، تكون آلية تعديل ميزان المدفوعات والعودة لتوازن ميزان المدفوعات عن طريق التغيير في الأسعار (سعر الصرف) وليس الكميات (باستخدام احتياطيات الصرف)، فتكون السياسة النقدية مستقلة في متابعة تحقيق الأهداف الداخلية[1].

الفرع الثاني:أدوات السياسة النقدية:

يتوفر البنك المركزي على مجموعة من الأدوات المستخدمة في إدارة السياسة النقدية يعمل من خلالها على التأثير على حجم الائتمان والعرض النقدي بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية، وفيما يلي أهم أدوات السياسة النقدية:

أ .**معدل إعادة الخصم:** هو المعدل الذي يعيد به البنك المركزي خصم الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية بهدف الاقتراض، ويتحكم البنك المركزي من خلاله بحجم الائتمان الممنوح من طرف البنوك التجارية، فإذا ما قام البنك المركزي برفع معدل الخصم سيدفع هذا البنوك التجارية إلى رفع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة مما يؤدي إلى انخفاض حجم القروض ومنه التأثير على حجم الائتمان انخفاضا، وإذا ما رفع البنك المركزي معدل الخصم سيسمح هذا للبنوك التجارية بتخفيض معدلات الفائدة على القروض الممنوحة والتوسع في الائتمان إن أرادت ذلك[2]. منه فإن البنك المركزي من خلال استعمال وسيلة إعادة الخصم يمكنه من تحقيق الهدف المرغوب عن طريق إحدى القناتين: فحسب تقديرها لمستوى معدل إعادة الخصم المطبق يمكن للبنوك التجارية أن تُقْدِمَ على خصم ما لديها من سندات تجارية أو تمتنع عن ذلك وتمثل هذه القناة الأولى مسلكا للتأثير على الكميات أو الحجم؛ والقناة الثانية تتمثل في التأثير على تكلفة الحصول على الأموال من طرف البنوك التجارية ويعتمد هذا التأثير على مدى توفر مصادر إعادة التمويل، الشيء الذي يؤدي إلى التأثير على مستويات الفائدة المدينة وتمثل هذه القناة مسلكا للتأثير على الأسعار[3].

تتوقف فعالية هذه الأداة على مدى لجوء البنوك التجارية إلى إعادة خصم الأوراق التجارية لدى البنك المركزي، كما وأن تأثير معدل إعادة الخصم على معدلات الفائدة - والتي تمثل العامل المؤثر على حجم الائتمان- يتوقف على درجة تنظيم وكفاءة الجهاز البنكي وهو ما لا يتوفر في كثير من الأحيان خاصة في العديد من الدول النامية. إضافة فإن فعالية أداة معدل إعادة الخصم ترتبط بالظروف الاقتصادية السائدة، ففي فترات الكساد مثلا تلجأ البنوك المركزي إلى خفض معدل إعادة الخصم لتنخفض معه معدلات

---

[1] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 207، 214.

[2] سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العلجوني، **النقود والبنوك والمصارف المركزية**، اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص 154.

[3] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 153.

الفائدة، لكن حجم الائتمان قد لا يرتفع ذلك أن حجم الاستثمار يتأثر بعديد العوامل بخلاف معدلات الفائدة، فالنظرة التشاؤمية للمستثمرين وتوقعاتهم حول الأوضاع تؤدي إلى إحجامهم عن الاستثمار وبالتالي عن طلب الائتمان[1]. وتنخفض فعالية هذه الأداة في حالة الاقتصاد المفتوح والذي يتميز بحرية حركة رأس المال، حيث أن ارتفاع معدلات الفائدة نتيجة ارتفاع معدل إعادة الخصم يؤدي إلى زيادة تدفق العملة الصعبة إلى الداخل، وهو ما ينتج عنه تنقيد للتدفقات من العملة الصعبة عن طريق الإصدار النقدي ما ينتج عنه تحييد للآثار المنتظرة من الأجراء النقدي المبدئي المتخذ من طرف السلطات النقدية والمتمثل في رفع معدل إعادة الخصم[2].

ب .عمليات السوق المفتوحة: تمثل عمليات تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع وشراء الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة والسندات الحكومية بصورة خاصة بهدف التأثير على الائتمان والعرض النقدي وذلك حسب الظروف الاقتصادية السائدة[3]. فيما يتطلب استخدام هذه العمليات توفر بعض الشروط التي يمكن توفرها في دول دون أخرى، ومنها نذكر[4]:

- بنية مالية متطورة، حيث تتم معظم عمليات الإقراض والاقتراض في الأسواق المالية المنظمة للدولة بذاتها؛
- توفر عدد كبير نسبيا من الأوراق المالية التي تكون السلطات النقدية على استعداد لشرائها، بشكل خاص أوراق مالية حكومية، ومبلغ وحجم معتبر للدين العام ؛
- أن يكون النظام المالي والأسواق المالية للدولة مستقلة بشكل كبير عن الدول الأخرى.

تُحدِث عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي آثارا على حجم السيولة بطريقتين: الحجم أو السعر، حيث بتدخل البنك المركزي مشتريا للسندات أو بائعا للسندات فإنه يؤثر مباشرة على حجم السيولة المتاح لدى البنوك التجارية بالزيادة أو النقصان؛ كما أن تدخل البنك المركزي في السوق مشتريا للسندات ينتج عنه انخفاض معدلات الفائدة نتيجة ارتفاع عرض السيولة وهو ما يزيد في التوسع في منح القروض لانخفاض تكلفتها، أما تدخله بائعا يتسبب في رفع معدلات الفائدة نظرا لارتفاع الطلب على السيولة وكنتيجة يتقلص فيها منح القروض لارتفاع تكلفته[5].

ما يميز هذه الأداة أن المبادرة للدخول في السوق المفتوحة بيعا وشراءً تكون بيد البنك المركزي، كما أنه يتمتع بمرونة كبيرة للتحكم في الائتمان والتحكم في العرض النقدي في فترة قصيرة إذ يمكن للبنك المركزي القيام بعمليات البيع والشراء خلال فترة

---

[1] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص89.

[2] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 154.

[3] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره،ص 150.

[4] Jagdish Handa, OP.CIT, p345.

[5] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 155.

قصيرة بالإضافة إلى قدرته على القيام بعملية إعادة الشراء، وإن الاستعمال المستمر لعمليات السوق المفتوحة لا يؤدي إلى أثار على التوقعات[1].

ج.الاحتياطي الإجباري: يمثل الاحتياطي الإجباري جزءا من أصول البنوك التجارية تحتفظ بها لدى البنك المركزي في شكل أصول سائلة، وهي ما يعرف بنسبة الاحتياطي القانوني، أنشأت بهدف حماية حقوق المودعين لكنها كأداة للسياسة النقدية بيد البنك المركزي أصبحت فيما بعد أداة أساسية للرقابة على مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان، ويؤثر تغيير نسبة الاحتياطي الإجباري في المضاعف النقدي ومقدرة البنوك التجارية على إنشاء النقود[2]، حيث تعتبر أداة فعالة في التأثير على حجم الائتمان ومنه على العرض النقدي إذ أن تغيرات صغيرة في نسبة الاحتياطي القانوني ينتج عنه تغير كبير في عرض النقود، كما تعتبر أقل تكلفة من الأدوات الأخرى خاصة في الدول النامية حيث يمكن استخدامها دون ضرورة توفر أسواق نقدية ومالية متطورة، بالرغم من أنها أداة تتسم بعدم المرونة حيث لا يستحب تغييرها على فترات متقاربة بل يفضل ثباتها على فترات طويلة ولا تستخدم إلا إذا دعت الضرورة ذلك[3].

د.تأطير القرض: تهدف سياسة تأطير القروض إلى تحديد نمو القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، وهو ما يعرف أيضا بتخصيص الائتمان. ففي ظروف التضخم يقدم البنك المركزي على وضع سياسة تأطير القرض بهدف منح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية والتي لم تكن سببا في إحداث التضخم، كما يقيد الائتمان نحو قطاعات أخرى[4]. وتكون عملية تأطير القرض بأحد الشكلين: إما تحديد سقف إجمالي للقروض المسموح للبنوك التجارية بمنحها للاقتصاد، ثم يتم توزيع هذا المبلغ الإجمالي على البنوك على أساس معايير تحدد مسبقا؛ وإما أن يتم تحديد السقف الأعلى لمبلغ القروض الممنوحة حسب كل بنك خلال فترة معتبرة.

من الضروري لاستعمال هذه الأداة النوعية أن يتوافر نظام للإحصائيات النقدية ذات المصداقية وفي الوقت المناسب. كما ويمكن للبنك المركزي استعمال صيغة أخرى لتأطير القرض خاصة في حالة عدم توافر النظام الإحصائي النقدي الذي يسمح بتقييم تنفيذها، هذه الصيغة تتمثل في تسقيف إعادة الخصم التي يقوم بها لصالح البنوك، وقد يكون هذا التسقيف إجماليا لكل البنوك في النظام البنكي، أو يكون حسب كل بنك بشكل منفرد .

---

[1] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره،ص 150.

[2] سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العلجوني، مرجع سبق ذكره، ص160.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 24.

[4] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص156.

بالرغم من فعالية تأطير القرض في التحكم في حجم القروض الممنوحة للاقتصاد وخاصة في أوقات التضخم، فهي تنطوي على سلبيات عديدة، حيث أن اعتماد هذه الوسيلة يؤدي إلى إفساد نظام المنافسة بين البنوك والمؤسسات، إن توزيع القرض بين البنوك وفقا لنظام الحصص يعيق البنوك ذات الأداء الجيد ويغطي عن البنوك ذات الأداء السيئ، ويؤدي إلى سوء تخصيص الموارد المالية، ومن جانب المؤسسات فإن تطبيق مثل هذه السياسة سوف لن يسمح بتوزيع عادل لموارد التمويل المتوفرة، فتوجيه القروض نحو المؤسسات الكبيرة وإقصاء المؤسسات المتوسطة والصغيرة من الاستفادة من التمويل البنكي، وكذا توجيه القروض على أساس قطاعي (قطاع استراتيجي أو غير استراتيجي)، يؤدي إلى عديد التشوهات على مستوى سياسة القرض.

ه.التسهيلات الدائمة: تمثل وسيلة متاحة للبنوك لتسيير خزينتها بشكل يومي، وتعبر عن الدور الأساسي للبنك لمركزي بصفته المزدوجة كبنك للبنوك ومقرض أخير. يمكن للبنوك اللجوء إلى التسهيلات الدائمة بمبادرة منها وفقا لحاجتها الخاصة إلى السيولة أو بناء على ما هو متوافر لديها من فوائض، وذلك لفترة قصيرة جدا تمتد إلى 24 ساعة[1].

و. الإقناع الأدبي: هي وسيلة تستخدمها البنوك المركزية بطلبها بطرق ودية وغير رسمية من البنوك التجارية تنفيذ سياسة معينة في مجال منح الائتمان، ويعتمد نجاح الإقناع الأدبي على طبيعة العلاقة القائمة بين البنوك التجارية والبنك المركزي[2].

المطلب الثاني: قنوات انتقال أثار السياسة النقدية

تكتسي دراسة آليات انتقال أثار السياسة النقدية أهمية كبيرة من حيث كونها توضح كيفية تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الكلي، ولأنه من المفيد بالنسبة لمتخذي قرارات السياسة النقدية القيام بتقييم دقيق لتوقيت وتأثير السياسات المتبعة على المتغيرات الاقتصادية الكلية، فإنه من الضروري فهم الآليات التي من خلالها تؤثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الحقيقي والتضخم، إضافة إلى تقييم موقف السياسة النقدية في توقيت معين، كما أنه من المفيد معرفة أهم العوامل المحددة لفعالية عمل أليات انتقال أثار السياسة النقدية والتي تختلف بين الاقتصاديات المختلفة تبعا لطبيعة وهيكل كل منها. خلال العقود الماضية حصلت تغيرات كبيرة في طريقة عمل الأسواق المالية مع زيادة التركيز على تحقيق هدف استقرار الأسعار، ما أدى إلى تغير في ممارسة السياسة النقدية بشكل

[1] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 160، 162.

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص82.

كبير. فيما يلي يمكن عرض أهم العوامل المحددة لفعالية ألية انتقال أثار السياسة النقدية، إضافة إلى تقسيم قنوات انتقال أثار السياسة النقدية كما يلي[1]:

الفرع الأول:قنوات انتقال أثار السياسة النقدية

تنقسم قنوات انتقال أثار السياسة النقدية إلى مجموعتين رئيسيتين القنوات التقليدية حيث تكون الأسواق المالية مثالية كفؤة، والحديثة التي تتضمن عدم كفاءة الأسواق المالية، كما يلي:

أولا: القنوات الكلاسيكية

تعتمد القنوات التقليدية على نماذج الاستثمار والاستهلاك والتجارة الدولية، بالنسبة للاستثمار فإن القناة الرئيسية هي معدل الفائدة والتي تعمل من خلال تكلفة رأس المال وقناة توبين؛ بالنسبة للاستهلاك القناة تعمل من خلال أثر الثروة وأثر الإحلال الزمني ؛ أما بالنسبة للتجارة الدولية تعمل القناة من خلال سعر الصرف.

1. القنوات المعتمدة على الاستثمار

أ. قناة معدل الفائدة: يعتبر معدل الفائدة بمثابة القناة التقليدية الأكثر تأثيرا، حيث يؤثر معدل الفائدة على تكلفة رأس المال ومنه على قرارات قطاع الأعمال والأسر وإنفاقهم الاستثماري. بارتفاع معدل الفائدة قصير الأجل يصبح معه الإقراض أقل جاذبية، ويتم تأجيل العديد من قرارات الإنفاق، كما يكون ذو تأثير أيضا على المقترضين الحاليين، حيث أن ارتفاع معدلات الفائدة معناه ارتفاع مدفوعاتهم للدائنين، وهذا ما يؤدي إلى إعادة توزيع الدخول وانخفاض في الإنفاق، إضافة إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة يرفع من تكلفة الإنفاق الحالي في مقابل الإنفاق المستقبلي مما يعني تشجيع الادخار[2].

وترتبط معدلات الفائدة طويلة الأجل بالمعدلات قصيرة الأجل، حيث بارتفاع المعدلات قصيرة الأجل ضمن إجراءات السياسة النقدية، فإن المعدلات طويلة الأجل تتحرك نحو الارتفاع، بالنتيجة ترتفع تكلفة رأس المال وينخفض الطلب على الأصول الرأسمالية، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري ومنه انخفاض كل من الإنفاق الكلي والطلب الكلي.

ب. قناة توبين Tobin's q : عَرَّف **Tobin 1960** المؤشر **q** ، كونه يمثل القيمة البورصية للمنشأة مقسومة على تعويض رأس المال. عندما ترتفع q فإن القيمة السوقية للمنشأة ترتفع نتيجة ارتفاع تكلفة تعويض رأس المال، حيث أن q مرتفع معناه أن القيمة البورصة للمنشأة مرتفعة مقارنة بتكلفة رأس المال والتجهيزات الاستثمارية، منه يمكن للمنشآت إصدار أسهم والحصول على سعر مرتفع مقارنة بتكلفة التجهيزات التي سيتم شراؤها من

[1] Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **Handbook of Monetary Economics**, Volume 3A, Elsevier, USA, p 374.

[2] Peter Howells, Keith Bain**, The Economics of Money, Banking, and Finance**, Pearsan Education, Third Edition, England, 2005, p275.

طرف المنشأة، ومنه فإن الإنفاق الاستثماري سيرتفع ذلك أن المنشآت تستطيع حيازة العديد من السلع الاستثمارية عن طريق إصدارات أقل من الأسهم.

في مفهوم قناة مؤشر q فإنه يوجد رابط بين أسعار الأسهم والإنفاق الاستثماري، في الواقع عندما تكون السياسة النقدية توسعية وتنخفض معدلات الفائدة على إثر ذلك، فإن الطلب على الأسهم يرتفع وأسعار الأسهم ترتفع ما يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري والطلب الكلي[1].

2. القنوات المعتمدة على الاستهلاك: يعمل تأثير السياسة النقدية ضمن هذا المفهوم من خلال أثر الثروة وأثر الإحلال الزمني intertemporal substitution .

أ. أثر الثروة: ضمن الأدبيات الاقتصادية المعتمدة على كل من أراء Brumberg and Modigliani (1954) وModigliani Ando and (1963)، يتحدد الإنفاق الاستهلاكي بالموارد التي يحصل عليها المستهلك طيلة حياته والتي تتضمن الثروة من الأسهم والممتلكات الحقيقية وأصول أخرى.وتقوم السياسة النقدية عن طريق تخفيض معدلات الفائدة قصيرة الأجل بتنشيط الطلب على الأصول، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول، وهو ما يترتب عليه ارتفاع الثروة، فيرتفع الإنفاق الاستهلاكي للأفراد، ويرتفع تبعا لذلك الطلب الكلي. إن أثر الثروة، والتي تعمل من خلال أسعار الأصول تمثل عامل مهم في آليات انتقال أثر السياسة النقدية[2].

ب. تأثير الإحلال الزمني: يتمثل أثر الإحلال الزمني في أثر التغير في معدل الفائدة على قرارات الأسر لإحلال الإنفاق الحالي بالإنفاق المستقبلي، والعكس. فإذا ارتفع إنفاق الأسر اليوم سيتوفر لديهم ادخار أقل للإنفاق مستقبلا، وبالمقابل إذا خفضوا من إنفاقهم اليوم سيتوفر لديهم ادخار أكبر للإنفاق مستقبلا.

إن المعدل الفائدة المرتفع يشجع الأسر على تأجيل جزءا من إنفاقهم للمستقبل، ذلك أن ارتفاع معدلات الفائدة يمنح الأسر فرصة الحصول على عوائد أكبر من الادخار، وهذا ما يجعلهم يميلون إلى الادخار أكثر والإنفاق أقل، وبعبارة أخرى، بارتفاع معدل الفائدة فإن الأسر سيحصلون على إنفاق مستقبلي أكبر من إنفاقهم الحالي، أي أنهم سيقومون بإحلال الاستهلاك المستقبلي محل الاستهلاك الحالي. وبالمقابل فإن معدل الفائدة المنخفض سيشجع الأسر على الرفع من الإنفاق الحالي نسبيا إلى الإنفاق المستقبلي[3].

3. القنوات المعتمدة على التجارة الخارجية (قناة معدل الصرف):

عندما يُخَفِّضُ البنك المركزي من معدل الفائدة، تنخفض معه عوائد الأصول المحلية مقارنة بالأصول الأجنبية ونتيجة لذلك تنخفض قيم الأصول المحلية مقارنة

---

[1] Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **OP.CIT**, p 377.

[2] Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **OP.CIT**, p 379.

[3] Tammarak Moenjak, **Central Banking Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability**, Wiley, Singapour, 2014, p146,147.

بالأصول المقومة بالعملات الأخرى الأجنبية وتنخفض قيمة العملة المحلية. ولأن قيمة العملة المحلية منخفضة، فستبدو السلع المحلية أرخص مقارنة بالسلع الأجنبية وهو ما يرفع من الصادرات[1]، حيث يتأثر سعر الصرف بالفرق بين معدلات الفائدة الاسمية المحلية والأجنبية ومعدل الصرف المتوقع مستقبلا. وفي ظل أسعار غير مرنة (جامدة) يؤثر سعر الفائدة الاسمي على سعر الصرف الحقيقي، وهذا الأخير يؤثر على الأسعار النسبية بين السلع المحلية والأجنبية وهو ما يؤثر على الطلب المحلي والأجنبي على السلع المحلية، ومن هنا يساهم في انتقال أثر السياسة النقدية عبر قناة الطلب الكلي.

حيث أنه يوجد أيضا قناة مباشرة لسعر الصرف لنقل أثر السياسة النقدية لمؤشر أسعار الاستهلاك CPI inflation، من خلالها يؤثر سعر الصرف على قيمة أسعار السلع المستوردة التي يتضمنها مؤشر أسعار السلع المستهلكة ومنه على التضخم، وعادة يكون معدل تأخير قناة سعر الصرف المباشرة هو أقل من قناة الطلب الكلي، ومن هنا يمكن للسياسة النقدية التأثير على التضخم بإحداث حركات في سعر الصرف.إضافة يمكن لسعر الصرف (قناة سعر الصرف) التأثير على أسعار السلع الوسيطية المستوردة وهو ما يؤدي إلى التأثير على الأجور الاسمية (بتأثير مؤشر أسعار الاستهلاك CPI على سلوك تحديد الأجور)[2].

ثانيا: القنوات غير الكلاسيكية

تعتبر هذه القنوات التي من خلالها يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي، كنتيجة لتدخل الحكومة في الأسواق أو اختلالات في الأسواق الخاصة والتي تمنع عمل الأسواق المالية بكفاءة، والمتعلقة أساسا بسوق الائتمان.

1.التنظيم المحدث لأثر الائتمان: تتدخل الحكومة عن طريق التنظيمات في بعض الحالات بالرغم من حرية أسواق الائتمان، وذلك لتحقيق بعض أهداف السياسات مثل تشجيع أنواع خاصة من الاستثمار، مثل تدخل الحكومة في الولايات المتحدة الأمريكية بصفة خاصة في تمويل السكن بهدف تشجيع ملكية السكنات.

2.قناة الائتمان: وتنقسم إلى نوعين: قناة الإقراض البنكي وقناة رأس مال البنك، وفي كلاهما تقوم البنوك بدور مهم في آلية انتقال أثر السياسة النقدية ذلك أن القروض المقدمة من البنوك هي بديل غير تام لمصادر التمويل الأخرى :

أ. قناة الإقراض البنكي: يمكن توضيح عمل هذه القناة بالشكل التالي:كنتيجة للسياسة النقدية التوسعية ترتفع احتياطات البنوك وإيداعاتها ومنه ترتفع مستويات الإقراض، ولأن العديد من المقترضين يلجؤون إلى القروض البنكية لتمويل نشاطاتهم، فإن ارتفاع الإقراض الممنوح سيزيد من مستويات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري.

---

[1]Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **OP.CIT**, p380.

[2] Lars.E .O.Svenssen**, Inflation Targeting as a monetary policy rule**, Journal of monetary economics, vol 49, 1999, p 609,910.

ب. قناة رأس مال البنك: من خلال هذه القناة تكون لوضعية ميزانية كل من البنوك والوسطاء الماليون الآخرون دور هام في التأثير على الاقتراض، حيث أن أي انخفاض في أسعار الأصول يؤدي إلى خسائر في محفظة القروض لدى البنوك، كما أن انخفاض جودة القروض بسبب عدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم تؤدي إلى انخفاض في قيمة أصول البنك، وهو ما يكون له الأثر السلبي على رأس مال البنك، فالانخفاض في رأس مال البنك سينتج عنه تخفيض المعروض من الائتمان، وفي هذه الحالة فإن السبيل الفعال من حيث التكلفة للرفع من نسبة رأس المال إلى الأصول هو التخفيض من قاعدة الأصول (تخفيض الديون) deleveraging وتعني هذه العملية أن المقترضين المحتملين لن يتمكنوا من الحصول على الائتمان وهذا ما يدفعهم إلى تخفيض إنفاقهم وهذا ما سيؤثر على الطلب الكلي سلبا بالانخفاض.

ويمكن للسياسة النقدية التوسعية أن تحسن من ميزانية البنك بطريقتين:

- تخفيض معدل الفائدة قصير الأجل يمكن من رفع هامش الفائدة والرفع من أرباح البنك؛
- يمكن للسياسة النقدية الرفع من أسعار الأصول، ومنه يرتفع رأس مال البنك.

فالسياسة النقدية من خلال قناة رأس مال البنك يمكنها دعم رأس مال البنك، الإقراض وأيضا الطلب الكلي عن طريق تمكين المقترضين المعتمدين على البنوك من الإنفاق أكثر[1].

3.قناة الميزانية: تمثل هذه القناة العلاقة بين الصدمات النقدية وقرارات الاستثمار التي تخذها المؤسسات، وذلك من خلال تأثير التغيرات في السياسة النقدية أو الصدمات النقدية في الوضع المالي للمؤسسة[2].وتنشأ قناة الميزانية من خلال وجود صعوبات على مستوى المعلومات النظامية في سوق الائتمان. عندما تنخفض القيمة الصافية للأعوان مما يعني أنهم يملكون ضمانات أقل كما وتزداد الاختيارات السلبية ومشاكل الخطر المعنوي، وضمن هذه الظروف سيكون المقرضين أكثر ترددا في منح القروض (إما عن طريق طلب علاوة مرتفعة للمخاطر أو تخفيض كمية الإقراض)، وهو ما ينتج عنه انخفاض في الإنفاق والطلب الكلي.

تؤثر السياسة النقدية على ميزانية المؤسسات بطرق كثيرة، فالسياسة النقدية الانكماشية تؤدي إلى انخفاض في أسعار الأصول، على الأخص قيمة حقوق الملكية وهذا ما يخفض من القيمة الصافية للمؤسسة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الاقتراض، الإنفاق والطلب الكلي.كما يمكن للسياسة النقدية التأثير على ميزانية المؤسسات بطريقة أخرى من خلال التدفق النقدي، والفرق بين التدفقات النقدية المستلمة والتدفقات النقدية المدفوعة،

[1] Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **OP.CIT**, p382.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص127.

حيث أن السياسة النقدية الانكماشية والتي ترتفع من خلالها معدلات الفائدة، تؤدي إلى ارتفاع مدفوعات المؤسسة من الفائدة وهو ما ينتج عنه انخفاض في التدفق النقدي، وكنتيجة ستنخفض الموارد المالية الداخلية بالمؤسسة وهذا ما يستلزم الرفع من الموارد المالية الخارجية، لكن بالمقابل فإن زيادة الاعتماد على المصادر التمويلية الخارجية من شأنها أن ترفع من تكلفة رأس المال وهذا ما سيكون له الأثر السلبي على انخفاض الإقراض، الاستثمار والنشاط الاقتصادي[1].

4. قناة التوقعات: تعتبر هذه القناة الأسلوب الأهم في تأثير تغيرات السياسة النقدية على سلوكات المؤسسات والأسر، حيث أن وضعية تقييدية للسياسة النقدية قد تؤشر على أن النشاط الاقتصادي من المتوقع أن يتباطأ وسينخفض العرض النقدي، ما يدفع بالأسر بتخفيض إنفاقهم وزيادة ادخارهم نتيجة هذه التوقعات. بالنسبة للمؤسسات ستتوقع انخفاض الطلب الاستهلاكي، فتخفض من نشاطها وتنتج أقل باستخدام مدخلات أقل ببرنامج ساعات عمل أقل وتؤجل المخططات الاستثمارية لفترة لاحقة[2].

من بين كل قنوات انتقال أثار السياسة النقدية تظهر قناة التوقعات الأكثر احتمالية وغموضا في تأثيراتها، وهو ما يفسر تركيز البنوك المركزية حاليا على الشفافية والمصداقية في إدارة السياسة النقدية، من حيث أهميتها في الممارسة وتأثيرها على تفسير الأعوان الاقتصاديين الصحيح لإجراءات وقرارات السياسة النقدية واستجابتهم بطريقة متسقة[3].

الفرع الثاني: محددات فعالية قنوات السياسة النقدية

تهدف السلطة النقدية من خلال إجراءات السياسة النقدية إلى التأثير على الأداء الاقتصادي، وذلك من خلال آلية انتقال أثر إجراءات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الكلي ما يمثل قنوات الانتقال. إن المدى الذي يمكن السياسة النقدية من التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية يعبر عن فعالية السياسة النقدية وبالتالي على فعالية قنوات الانتقال، منه ينبغي على السلطة النقدية تحديد تقييم دقيق لتأثير سياستها النقدية من خلال معرفة مدى فعالية آلية الانتقال عبر قنواتها الرئيسية. فيما أنه تختلف آلية عمل هذه القنوات وفعاليتها بحسب عوامل كثيرة تختلف من اقتصاد إلى أخر، ترتبط بشكل أساسي بالهيكل المالي وخصائص النظام المالي والوساطة المالية.

يمكن إجمال أهم العوامل المحددة لخصائص آلية انتقال أثار السياسة النقدية وفعاليتها في أهم النقاط التالية:

---

[1] Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **OP.CIT**, p384.
[2] Tammarak Moenjak, **OP.CIT**, p152.
[3] Peter Howells, Keith Bain**, OP.CIT,** p276.

- ملكية هيكل القطاع البنكي والمالي وطبيعة التنظيم المالي، ذلك أن طبيعة التنظيم المالي يعمل على الحد من استخدام البنك المركزي لسياسة الأدوات التي يحددها، ذلك أنه عندما يكون النظام البنكي مملوكا بشكل واسع للدولة فإن مجال تمكن السياسة النقدية من تحقيق الاستقرار في النشاط الاقتصادي يكون أقل.كلما كانت البنوك التجارية خاصة تصبح ممارساتها الائتمانية موافقة لآلية السوق وتصبح معها السياسة النقدية أكثر فعالية، عندما تكون البنوك التجارية خاصة فإن تغيرات البنك المركزي لمعدل الفائدة يُمَكِّنُهَا من التأثير على مستوى الائتمان الخاص وتصبح السياسة النقدية أكثر فعالية لاسيما من خلال قناة معدل الفائدة، وهنا فقط يمكن لصانعي السياسة القيام بمهامهم في التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي؛

- وجود نظام لضمان الودائع يحفز البنوك على تحمل مخاطر الائتمان الممنوح، كما ويشجع المؤسسات على تمويل نشاطاتها من القطاع البنكي عوضا عن الأسواق المالية أو قنوات تمويلية أخرى[1]؛

- ✓ عمق الأسواق المالية، تطور الوساطة المالية ووجود منافسة في النظام المالي تساهم في فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية؛
- ✓ مستوى دولرة dollarization بعض الاقتصاديات، مع عدم تطور الأسواق المالية يمثل عوائق بالنسبة لعمل آلية انتقال أثار السياسة النقدية، خاصة من خلال التحكم في معدلات الفائدة المحلية التي تتأثر بمعدلات الفائدة على الأصول بالدولار [2]؛
- ✓ حجم وعمق السوق المالي ومدى وجود بدائل للتمويل بخلاف القطاع البنكي من عدمها، يعمل على التأثير على المدى الذي تعمل السياسة النقدية من خلاله على التأثير عبر قنواتها على المتغيرات الاقتصادية لاسيما من خلال معدل الفائدة والائتمان، ذلك أن قلة البدائل للتمويل البنكي تعمل على إمكانية تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، كما وصغر البنوك في القطاع البنكي مع ضعف السوق المالي، تعمل على حساسية هذه الأخيرة لإجراءات السياسة النقدية ومنه فعالية قنواتها[3].

في البلدان النامية، تختلف خصائص البيئة المالية وطبيعة هيكل النظام المالي بها عما هو موجود بالبلدان الصناعية، وتتمثل هذه الخصائص أساسا في غياب أسواق الأوراق المالية ومحدودية الأوراق المالية كما ومحدودية التعامل بها من طرف الأعوان الاقتصاديين، وجود تقييد مالي لحرية رأس المال، كما ووجود نظام إداري لتحديد معدلات الفائدة لأصول وخصوم البنوك عن طريق القانون، إضافة إلى القيود المفروضة على المبادلات مع الخارج وعلى الائتمان، ما يعمل على نشوء أسواق موازية خاصة بالنسبة

---

[1] **Cecchetti, S., & Krause, S,** Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary policy. NBER Working Paper No. 8354 , 2001,pp. 01-31.

[2] Isakova, Asel, **Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia,** Czech Journal of Economics and Finance Vol 58, Issue 11-12, 2008, p(525-533).

[3] Cecchtti, Stephen, **Legal structure, finnacial structure and the monetary policy transmision mechanism**, NBER Working Paper No. 7151 ,1999,pp. 1-33.

لسعر الصرف والائتمان. ففي إطار مماثل للتقييد المالي في الاقتصاديات النامية فإن الطريقة تعمل بها آلية انتقال أثار إجراءات السياسة النقدية تنطوي على صعوبات وإشكاليات كثيرة مما يصعب من عمل السياسة النقدية للتأثير على الأداء الاقتصادي ويضعف من قنوات انتقال أثارها [1].

المطلب الثالث: أهمية السياسة النقدية عبر المدارس الاقتصادية

تمثل فعالية السياسة النقدية قدرة هذه الأخيرة في التأثير على الاقتصاد الحقيقي، أساسا التأثير على الناتج الحقيقي في الأجل القصير، وتختلف المدارس الفكرية في النظرية الاقتصادية في نظرتها للسياسة النقدية .

الفرع الأول: السياسة النقدية في الفكر الكلاسيكي

اعتبر الكلاسيك أن النمو يتم تلقائيا دون الحاجة إلى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، وحسبهم فإن التوازن الاقتصادي يتحقق دائما عند مستوى التشغيل الكامل، وأن النقود حيادية كون أن وظيفتها تتمثل في وسيط للتبادل، كما أن التغير في كمية النقود يعمل على إحداث تغيرات بنفس النسبة ونفس الاتجاه في المستوى العام للأسعار، دونما تأثير على الجانب الحقيقي للاقتصاد المحلي. فقد اعتبر الكلاسيك أن السياسة النقدية محايدة من حيث عدم تأثيرها على التشغيل والإنتاج وحتى الأجور الحقيقية وأسعار الفائدة، حيث يقتصر دورها في توفير كمية النقود اللازمة من أجل المعاملات، ونتيجة العلاقة الميكانيكية بين كمية النقود والمستوى الأسعار المفترضة في الفكر الكلاسيكي، فإن السلطات النقدية تتحكم في المستوى العام للأسعار من خلال تحكمها في كمية النقود المعروضة[2].

الفرع الثاني: السياسة النقدية في الفكر الكينزي

يعتقد الكينزيون أن الاقتصاد يتوازن عند نقطة أبعد من العمالة الكاملة، وأنه من الضروري تدخل الدولة عن طريق السياسة الاقتصادية، مالية ونقدية لزيادة الإنتاج والتشغيل. ويرى الكينزيون أن للسياسة المالية دور هام في تصحيح الاختلال الاقتصادي، مع الاعتراف بأهمية السياسة النقدية وأثرها على تغيير كمية النقود للتأثير في معدل الفائدة مما يؤثر على الاستثمار والدخل.

إن تحقيق التوازن ضمن النموذج الكينزي يتطلب وجود شرطين:

- ✓ تساوي الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط؛
- ✓ تساوي عرض النقود مع الطلب عليها.

---

[1] Montiel J. Peter, The **transmission mechanism for monetary policy in developing countries**, IMF Staff Papers , 38 (1), 1991,pp .83-108.

محمود عزة اللحام، مصطفى يوسف كافي، **النقود والمصارف**، دار الإعصار العلمي، عمان، الأردن، 2016، ص113.[2]

وإذا لم يتحقق الشرط الثاني يتغير معدل الفائدة ويتغير بعده الاستثمار، ويتغير مستوى توازن الدخل[1].

تحتل السياسة النقدية أهمية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتخفيف من حدة التقلبات الاقتصادية بالإبقاء على مستويات الإنفاق الكلي اللازمة لتحقيق الحد الأقصى من التشغيل بأقل مستوى للأسعار، حيث أن قرارات الإنفاق للأفراد والمشاريع إضافة إلى تأثرها بمستوى الدخل فإنها تتأثر بكمية النقود الحاضرة والأصول السائلة التي بحوزتهم وبحجم الائتمان البنكي المتاح وتكلفة الحصول عليه، وحسب التحليل الكينزي فإن للسياسة النقدية تأثيرا مباشرا على مستوى معدل الفائدة وبالتالي على قرارات الاستثمار ومستوياته وكذا على حجم التشغيل والإنتاج والدخل الوطني، ويعتمد هذا التأثير على معدل الفائدة ودالة التفضيل النقدي ومدى ثباتها[2].

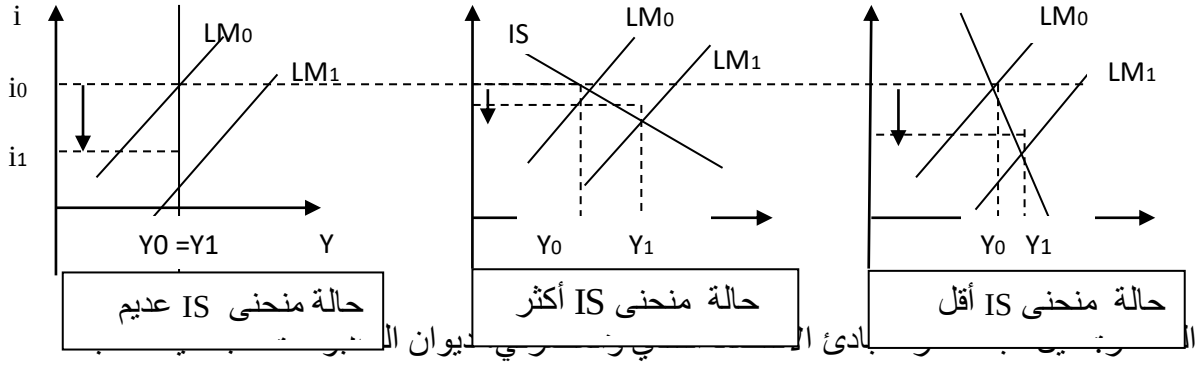
تبدو السياسة النقدية في الفكر الكينزي مهمة ولكن ليس بقدر السياسة المالية، حيث تقل فعاليتها كلما زادت مرونة الطلب على الأرصدة الخاملة بالنسبة للتغير في سعر الفائدة وهنا لن يستجيب سعر الفائدة لتغير عرض النقود، وكلما قلت مرونة الاستثمار والاستهلاك بالنسبة للتغير في سعر الفائدة كلما قل أثر التغير على الإنفاق، وهو ما أدى بالكينزيين إلى القول بفعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم وعدم فعاليتها في محاربة الكساد، حيث تزيد مرونة الطلب على النقود بانخفاض سعر الفائدة وتسوء التوقعات الاستثمارية ولا يستطيع انخفاض معدل الفائدة تحفيز الاستثمار، بمعنى أن الزيادة في عرض النقود تلغى بالزيادة في الطلب عليها[3].وتتوقف فعالية السياسة النقدية على انحدار (مرونة) كل من منحنى IS و LM، منه فإن محددات فعالية السياسة النقدية هي:

- ✓ مرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة؛
- ✓ مرونة الطلب على النقد بالنسبة لسعر الفائدة.

- **فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى IS**: تتحدد درجة انحدار منحنى الاستثمار – الادخار IS على مدى استجابة الطلب الاستثماري في سوق السلع والخدمات إلى معدل الفائدة، وهو ما يمثل مرونة الاستثمار بالنسبة لمعدل الفائدة. تؤثر السياسة النقدية على الدخل والناتج من خلال معدل الفائدة، فكلما انخفضت مرونة الاستثمار بالنسبة لمعدل الفائدة كانت السياسة النقدية غير فعالة، بمعنى أنه كلما كان منحنى IS شديد الانحدار تكون السياسة النقدية غير فعالة، والعكس في حالة ارتفاع مرونة الاستثمار بالنسبة لمعدل الفائدة.

الشكل (1-1): فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى IS

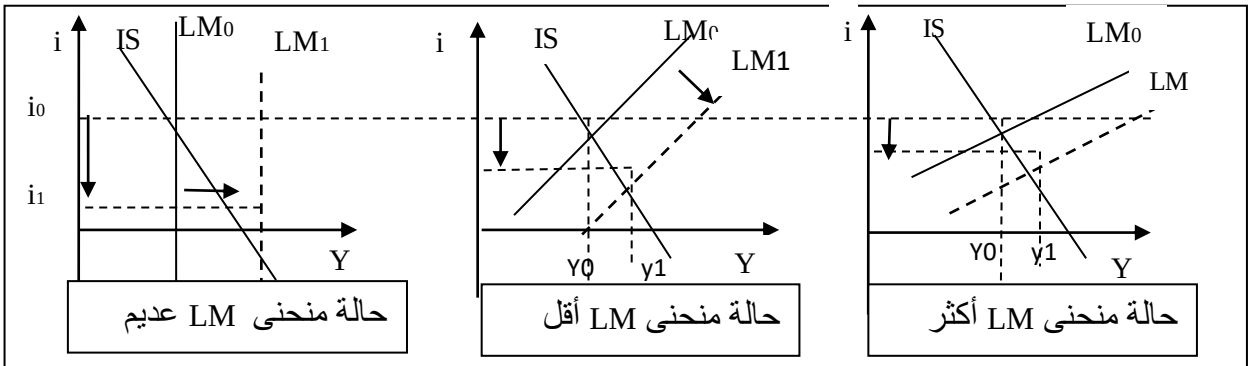
i IS IS



الثانية،الجزائر، 2014، ص195.

- **فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى LM**: يكون تأثير السياسة النقدية كبيرا على مستوى الناتج نتيجة الزيادة في عرض النقود، كلما كانت مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة منخفضة. كلما كان الطلب على النقود أكثر مرونة بالنسبة لمعدل الفائدة كانت استجابة معدل الفائدة للانخفاض أقل، ومنه يكون الارتفاع في الاستثمار والدخل أقل وبذلك تنخفض فعالية السياسة النقدية[1].

الشكل (2-1): فعالية السياسة النقدية ومنحنى LM



المصدر: خليل عبد القادر، نفس المرجع السابق، ص 199.

الفرع الثالث: السياسة النقدية عند النقديين

يولي النقديون أهمية كبيرة للسياسة النقدية ويعتقدون بأنها أكثر فعالية من السياسة المالية، وحيث ينتقدون النظرة الكينزية لآلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عبر التركيز على سعر الفائدة والاستثمار، حيث حسب النقديين فإن السياسة النقدية تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها على الدخل عن طريق متغيرات أخرى، حيث أن الاستهلاك كونه أحد مكونات الطلب الكلي يتغير بتغير معدل الفائدة بعلاقة عكسية، والزيادة في العرض النقدي الاسمي والحقيقي تؤدي إلى انخفاض في معدل الفائدة وزيادة الاستهلاك وهو ما يرفع من الطلب الكلي ويؤدي في الأخير إلى ارتفاع المستوى التوازني للدخل، كما تتمكن السياسة النقدية من التأثير على الدخل من

[1] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص170.

خلال تغيير نمط الأصول التي يرغب الأفراد بالاحتفاظ بها، حيث أن ارتفاع العرض النقدي مع ثبات في مستوى الأسعار يجعل من العرض النقدي الحقيقي مرتفعا وهو ما يرفع من الثروة ومستوى الاستهلاك[1].

فيما توجد بعض الصعوبات التي تحد من فعالية السياسة النقدية، ذلك أن ظهور أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية يستغرق فترة زمنية، وهو ما يعرف بالفجوات الزمنية[2]، حتى تتمكن السياسة النقدية من تحقيق الاستقرار الاقتصادي. ذلك أنه من الصعوبة التأكد من أثار السياسة النقدية بدقة، كما أن الأهداف النهائية للسياسة النقدية قد تكون عرضة لتأثير سياسات أخرى، والمتغيرات الاقتصادية الداخلية والتي تنفذ من خلالها الأدوات لا تتغير إلا بعد فترة زمنية، وهذا التباطؤ يختلف من أداة لأخرى ومن متغير لأخر، ويمكن تصنيف هذا التباطؤ إلى[3]:

- التباطؤ الداخلي: والذي يشمل كل من :

-تباطؤ المعلومات: حيث لا يمكن معرفة ما يحدث في الاقتصاد لحظة وقوعه، كما أن المعلومات تميل إلى التغير بصورة سريعة؛

- تباطؤ المعرفة: عادة ما تتم عملية التخطيط على أساس معلومات لثلاث 3 أشهر، كما أن البيانات يتم تحليلها ودراستها ليتم استخدامها؛

- تباطؤ التشريع: أن إقرار السياسة في الأنظمة الديمقراطية بحاجة إلى فترة زمنية، وإن كانت السياسة النقدية أقصر مدة مقارنة بالسياسة المالية المعتمدة على السلطة التشريعية؛

-تباطؤ التنفيذ: وينشأ نتيجة مضي فترة بين المعرفة وإجراء السياسة.

- التباطؤ الخارجي: يمثل الثغرة بين اتخاذ الإجراءات وظهور الآثار.

الفرع الرابع: السياسة النقدية عند مدرسة التوقعات الرشيدة

تتضمن هذه النظرية فكرة أن الوحدات الاقتصادية يمكنها بناء توقعاتها المستقبلية بناء على المعلومات التي تحصل عليها عن الظواهر والمتغيرات النقدية والمالية، وأهم هذه التوقعات ما يرتبط بالأسعار في المستقبل ونتائج السياسات الاقتصادية التي تتبعها الدولة وذلك بناء على ما حدث في الماضي. إن التغيرات النقدية من خلال عرض النقد تؤدي حسب النظرية إلى إحداث تقلبات دورية في الاقتصاد وينخفض نتيجة ذلك استجابة التغيرات في الناتج الحقيقي للتغيرات في إجراءات السياسة النقدية وبالتالي تنخفض فعالية السياسة النقدية خصوصا عندما يمر وقت كاف ويتعرف الأفراد على الطريقة التي يتم بموجبها وضع هذه السياسة.

---

[1] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 172.

[2] سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العلجوني، مرجع سبق ذكره، ص 249.

[3] يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص 27.

إن قدرة توقعات الأعوان الاقتصاديين بشأن إجراءات السياسة وخصوصا في المراحل الأولى للسياسة النقدية التي ترغب في اتخاذها، لها دور كبير في تحليل السياسات ومستقبلها. وحتى تكون توقعات الأفراد عقلانية لابد أن تكون السياسات النقدية واضحة ومعلنة لفترات قادمة، ذلك فإنه حسب هذه النظرية فإن السياسة الانتقائية لن تكون ناجحة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي خصوصا إذا كانت الأجور والأسعار مرنة، لذلك ينبغي أن تأخذ إجراءات السياسة النقدية بعين الاعتبار التوقعات للتقليل من حالات عدم التأكد[1] .

المبحث الثاني: أنظمة السياسة النقدية

يعتمد نجاح السياسة النقدية في الممارسة على الاعتراف بأهمية كل من استقرار الأسعار وتحديد متغير اسمي كمحور ارتكاز nominal anchor. ونتيجة للتطور في الفكر النقدي والاقتصادي فيما يخص:

- ✓ الاعتراف الواسع بأن السياسة النقدية التوسعية لا يمكنها من رفع الناتج والعمالة إلا في الأجل القصير؛
- ✓ إدراك مدى تكلفة التضخم؛
- ✓ اكتشاف مشكلة عدم الاتساق الزمني .

فإنه أصبح من الضروري أن يكون استقرار الأسعار هدفا أساسيا للسياسة النقدية في المدى الطويل، مع أهمية اتخاذ متغير اسمي بمثابة محور ارتكاز بشكل صريح لتحقيق أفضل النتائج[2]، يمثل محور الارتكاز عنصرا ضروريا لنجاح السياسة النقدية، حيث أنه ضروري لتحقيق استقرار الأسعار، من حيث أن تحديده يساعد على خفض توقعات التضخم وأيضا كونه يمثل قيدا على السياسة الانتقائية، ذلك أنه يساعد على تفادي مشكلة عدم الاتساق الزمني وتحقيق استقرار الأسعار في المدى الطويل.

تنشأ مشكلة عدم الاتساق الزمني نتيجة ميل السلطات النقدية إلى إتباع سياسات نقدية تولي أهمية لتحقيق الأهداف على المدى القصير بالرغم من نتائجها السلبية على المدى الطويل والتي تنتج عن سلوكيات الأعوان الاقتصاديين نتيجة توقعاتهم حول التضخم والتي يُكَوِّنُونَهَا نتيجة السياسة التوسعية المتبعة، ما يدفعهم إلى رفع الأجور والأسعار وهو

---

[1] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، **السياسات الاقتصادية**، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2015، ص 33،34.

[2] Frederic. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, Massachusetts Institute of Technology, London, England, 2007 p 489.

ما يؤدي إلى ارتفاع التضخم[1].في مجال اختيار نظام السياسة النقدية يتاح الاختيار بين أربع أنواع كمحور ارتكاز [2] :

المطلب الأول:نظام استهداف سعر الصرف

يتضمن استهداف سعر الصرف تثبيت العملة المحلية بدلالة سلعة أساسية مثل الذهب، وفي فترات أخيرة تثبيت قيمة العملة المحلية بدلالة عملة دولة ذات معدل تضخم منخفض، وبطريقة أخرى فإن بعض الدول تستخدم لاستهداف التضخم ما يعرف بالهدف الزاحف crawling target حيث يُسمَح للعملة المحلية بالانخفاض بمعدل ثابت مما يجعل من معدل التضخم بها أعلى من الدولة الأخرى anchor country. ولاستهداف سعر الصرف عدة مزايا يمكن أن نذكر منها:

- ✓ يُمَكِّنُ من تثبيت التضخم للسلع المتبادلة دوليا وهو ما يساهم مباشرة في إبقاء التضخم ضمن السيطرة ؛
- ✓ إذا كان استهداف سعر الصرف ذو مصداقية، فإنه يؤدي إلى تثبيت توقعات التضخم في الدولة التي تطبق هذا النظام بدلالة معدلات التضخم في دولة المرتكزanchor country؛
- ✓ استهداف سعر الصرف يوفر قاعدة تلقائية للسياسة النقدية يمكنها من تجنب مشكلة عدم الاتساق الزمني، حيث يفرض سياسة نقدية تقييدية عندما تميل العملة للانخفاض أو العكس من خلال سياسة نقدية متساهلة عندما يكون هناك ميل للعملة نحو الارتفاع، وهو ما يجعل من الصعوبة على السياسة النقدية الانتقائية إتباع سياسة توسعية لتحقيق مكاسب في مجال التشغيل والتي تؤدي إلى حدوث مشكل عدم الاتساق الزمني؛
- ✓ يتميز استهداف سعر الصرف بالبساطة والوضوح ما يجعلها سهلة الفهم من طرف الجمهور، حيث أن" العملة القوية" هو مفهوم ومبرر واضح لتقييد السياسة النقدية.

وبالرغم من المزايا التي يحققها استهداف سعر الصرف، ونجاح تجارب دولية عديدة مثل فرنسا بتثبيت الفرنك الفرنسي بالمارك الألماني سنة 1987، وتحقيق نتائج إيجابية إلى غاية 1996 بانخفاض معدل التضخم إلى 2%، وكذلك إنجلترا التي قامت بتثبيت عملتها بالمارك الألماني في الفترة من 1990 إلى 1992 حيث تمكنت من خفض معدل التضخم من 10% إلى 3%. كما أن استهداف سعر الصرف حقق نتائج إيجابية في بعض الدول الناشئة مثل الأرجنتين بانخفاض معدل التضخم بتثبيت عملتها بالدولار الأمريكي

[1]Frederic. Mishkin, **International Experience with Different Monetary Policy Regimes**, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1999, p1.
[2] Frederic. Mishkin, **International Experience with Different Monetary Policy Regimes**, p 2.

منذ سنة 1990، حيث انخفض معدل التضخم إلى 5% نهاية 1994. فبالرغم من الايجابيات التي يتمتع بها استهداف سعر الصرف إلا أنه يتعرض لبعض الانتقادات يمكن إجمالها فيما يلي[1]:

- ✓ ينتج عن استهداف سعر الصرف فقدان استقلالية السياسة النقدية، فمع حرية أسواق رأس المال تكون معدلات الفائدة المحلية مرتبطة بمعدلات الفائدة في الدولة المرتكز، وبذلك يفقد البلد المستهدف القدرة على استخدم السياسة النقدية استجابة للصدمات المحلية، إضافة إلى أن أثار الصدمات في البلد المرتكز ستنتقل مباشرة للبلد المستهدف، ذلك لأن التغيرات في معدلات الفائدة في البلد المرتكز تؤدي إلى تغيرات في معدلات الفائدة في البلد المستهدف لسعر الصرف؛
- ✓ ينتج عن استهداف سعر الصرف تعرض البلد المستهدف لهجمات مضاربة على العملة؛
- ✓ في حالة الدول الناشئة، من المحتمل أن ينتج عن استهداف سعر الصرف ضعف في النظام المالي واحتمالية حدوث أزمة مالية مع زيادة إصدار الديون بالعملات الأجنبية ما يزيد من عبء الديون للمؤسسات المالية وينتج عنه انخفاض في قيمة الأصول للمؤسسات المحلية وتدهور للميزانية وحقوق الملكية؛
- ✓ يضعف استهداف سعر الصرف من المساءلة لصانعي السياسة النقدية، خصوصا في البلدان الناشئة، لأنه يلغي الإشارات المهمة التي يوفرها سوق الصرف الأجنبي عن موقف السياسة النقدية في إتّبَاعِ سياسة نقدية توسعية، وفي هذه الحالة لا يظهر هذا الموقف إلا في وقت متأخر أين تتعرض عملة البلد لهجمات المضاربة؛
- ✓ إن استقرار قيمة العملة نتيجة استهداف سعر الصرف يقلل من المخاطر المتوقعة للمستثمرين الأجانب وهو ما يؤدي إلى تشجيع تدفقات رأس المال، وبالرغم من أهمية هذه التدفقات المالية في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال الاستثمارات المنتجة، إلا أنها قد تشجع الإقراض، ويلعب الوسطاء الماليون مثل البنوك دورا مهما في هذه العمليات، ومع ضعف الإشراف البنكي في البلدان الناشئة وزيادة عمليات الإقراض تتحمل البنوك خسائر القروض ما يؤدي إلى تدهور في ميزانيات البنوك وهو ما يؤدي إلى خسائر على مستوى الاقتصاد الكلي، حيث تقوم البنوك بتقييد الائتمان لتحسين نسب رأس المال، يمكن أن تنشأ في النظام البنكي أزمة مصرفية تتسم بإعسار insolvency العديد من البنوك، كما أن تدهور ميزانيات البنوك يمكن أن يؤدي إلى أزمة الصرف الأجنبي لأنه وفي ظروف مماثلة يصبح من الصعب على البنك المركزي الدفاع عن العملة في مواجهة المضاربة عليها.

[1] Frederic. Mishkin, **International Experience with Different Monetary Policy Regimes**, p8,9,10.

المطلب الثاني: نظام استهداف المجمعات النقدية

نتيجة الموجة التضخمية في النصف الثاني من السبعينات، انتهجت البنوك المركزية في العديد من البلدان الصناعية استهداف المجمعات النقدية لتخفيض معدلات التضخم. يشمل هذا النظام للتحكم في التضخم ثلاث عناصر أساسية:

- ✓ المعلومات التي يتم نقلها بواسطة المجمعات النقدية كإشارات عن موقف السياسة النقدية لكل من الجمهور والأسواق؛
- ✓ الإعلان عن أهداف المجمعات النقدية وذلك من أجل تحديد التوقعات التضخمية لتخفيض التضخم؛
- ✓ آلية المساءلة والتي يتم من خلالها تجنب الانحرافات الكبيرة عن الأهداف النقدية، وبالتالي فإنها تسمح بتجنيب السياسة النقدية الوقوع في فخ عدم الاتساق الزمني[1].

يتضمن استهداف المجمعات النقدية، استخدام هذه الأخيرة كهدف وسيط لتحقيق هدف السياسة النقدية المتمثل في استقرار الأسعار، ويتميز هذا النظام مقارنة باستهداف سعر الصرف أن البنك المركزي يمكنه تعديل سياسته النقدية للتعامل مع الوضعية والاعتبارات المحلية المرتبطة بالوضعية الاقتصادية.

يعتمد نجاح استهداف المجمعات النقدية على بعض الشروط: أولا، أن تكون هناك علاقة قوية وموثوقة بين المتغير الهدف (التضخم أو الدخل الاسمي) والمجموع المستهدف، فإذا تميز معدل دوران النقد بعدم الاستقرار بحيث أن العلاقة بين المجمع النقدي والمتغير الهدف تصبح ضعيفة، فإن استهداف المجمعات النقدية لن تعمل بالشكل المطلوب منه لن يوفر هذا النظام الإشارات المطلوبة حول موقف السياسة النقدية ولا يمكنه تحقيق ثبات في التوقعات التضخمية؛ ثانيا، أن يتم التحكم جيدا بالمجمع النقدي المستهدف من قبل البنك المركزي وفي حالة عدم تحقق هذا الشرط لن يتمكن المجمع النقدي من نقل إشارات واضحة حول موقف ونوايا صانعي السياسة النقدية[2].

المطلب الثالث: نظام استهداف التضخم

يعتبر استهداف التضخم استراتيجيه للسياسة النقدية يتمثل في الإعلان العام عن أهداف رقمية للتضخم على المدى المتوسط مع التزام مؤسسي للبنك المركزي لتحقيق استقرار الأسعار كأول هدف للسياسة النقدية، يترتب عن هذا الالتزام زيادة الشفافية في استراتيجيه السياسة النقدية وزيادة مساءلة البنك المركزي فيما يخص تحقيق هدف التضخم.

[1] Borivoje D. Krušković, Tina Maričić, **monetary targeting**, journal of central banking theory and practice, N°3, 2015, p138.

[2] Frederic. Mishkin, **International Experience with Different Monetary Policy Regimes**, p 12,13.

يتضمن استهداف التضخم العديد من المزايا، ومثل ما هو متوفر في نظام استهداف المجمعات النقدية، فإن نظام استهداف التضخم يركز على الاعتبارات المحلية والاستجابة لصدمات الاقتصاد المحلي، ما يميزه هو أن السلطات النقدية من خلال تطبيقه تستخدم كل المعلومات المتاحة وليس فقط متغير وحيد لأفضل ممارسة للسياسة النقدية كما أن استهداف التضخم مثله مثل استهداف سعر الصرف يتميز بالوضوح وسهولة الفهم من قبل الجمهور، كما أنه يمنح البنك المركزي القدرة على تفادي الوقوع في مشكلة عدم الاتساق الزمني الناتجة عن السعي لتعزيز الإنتاج والعمالة عن طريق السياسة النقدية التوسعية، حيث من خلال هذا النظام يركز البنك المركزي على ما يمكنه تحقيقه في المدى الطويل من حيث التحكم في التضخم[1].

المطلب الرابع:نظام محور الارتكاز الضمني Implicit Nominal Anchor

حققت العديد من البلدان في السنوات الأخيرة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية، أداءً اقتصاديا جيدا وتضخم مستقر من دون استخدام السياسة النقدية لمحور ارتكاز بأسلوب صريح explicit nominal anchor، مثل استهداف سعر الصرف أو استهداف المجمعات النقدية أو استهداف التضخم، حيث أن هذا النظام يتضمن إستراتيجية ضمنية للتحكم في التضخم وهذا في المدى الطويل، وتنطوي على إجراءات وتوقعات تمثل مراقبة دقيقة لتطور التضخم في المستقبل إلى جانب إجراءات السياسة النقدية الدورية للوقاية من ارتفاع التضخم، حيث يتم استهداف متغير اسمي معين من دون الإعلان عنه صراحة ويتم تطبيق هذه الإستراتيجية ضمن موثوقية ومصداقية كبيرة للبنك المركزي الذي يعتمد على مهارات وجدارة وموثوقية المسؤولين في البنك المركزي.

يعتقد ميلتون فريدمان بأن السياسة النقدية تتميز بفترة تأخير، وتبدو فترة التأخير أطول في الدول الصناعية ذات معدلات التضخم المستقرة طيلة تاريخ إدارة السياسة النقدية بها، مثلا في الاقتصاد الأمريكي تستغرق السياسة النقدية أكثر من سنة للتأثير على الناتج، وعلى مدى سنتين يكون لها تأثير كبير على التضخم وفي بلدان أخرى أين يستجيب الاقتصاد الكلي بسرعة لتغيرات سعر الصرف وحيث تكون معدلات التضخم متباينة جدا ومنه الأسعار أكثر مرونة، فإن فترات التأخير قد تكون أقل. وفي حالة فترات التأخير الطويلة، فإن السياسة النقدية لا يمكنها انتظار ظهور بوادر التضخم للاستجابة عن طريق الإجراءات المناسبة، لذلك ومن أجل التحكم في التضخم ينبغي أن تكون للسياسة النقدية نظرة توقعية للتضخمfoward looking، ذلك أن السياسة النقدية يجب أن تعمل بشكل مناسب قبل ظهور الضغوط التضخمية.

[1]Ibid, p 19.

ومن سلبيات هذه الإستراتيجية هو غياب الشفافية للسياسة النقدية، حيث تتسبب في تقلبات على مستوى الأسواق المالية، وتثير حالة من عدم اليقين بين الأعوان الاقتصاديين والجمهور العام حول المسار المستقبلي للتضخم وكذلك الناتج. ونتيجة لذلك فإن البنك المركزي سيكون أكثر عرضة لمشكلة عدم الاتساق الزمني حيث أنه سيتابع أهداف قصيرة الأجل على حساب الأهداف طويلة الأجل[1].

المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة في السياسة النقدية

تتجه السياسة النقدية إلى تحديد هدف استقرار الأسعار كهدف نهائي للبنوك المركزية، حيث تسعى لتحقيقه من خلال تحديد محور ارتكاز لتحقيق استقرار الأسعار على المدى الطويل وتفادي صعوبات عدم الاتساق الزمني في إدارة السياسة النقدية .

المطلب الأول: السياسة النقدية: الانتقاء أم القاعدة

تعتبر السياسة النقدية فرعا من فروع السياسة الاقتصادية التي تتخذ من الجانب النقدي في الاقتصاد موضوعا لتدخلها، من حيث علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي وكذا أهمية الاستقرار النقدي في توفير المناخ الملائم لممارسة النشاط الاقتصادي، فهي تعبر عن الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع فيه ليتماشى وحاجة المتعاملين[2].وفي هذا الإطار يتم التفريق بين السياسة النقدية الانتقائية والسياسة النقدية القائمة على أساس قاعدة، وهو ما يثير نقاشا واسعا بين المهتمين بالسياسة النقدية .

الفرع الأول: السياسة النقدية الانتقائية

السياسة النقدية الانتقائية التي تجد جذورها النظرية في الفكر الكينزي تعمل حسب الوضعية الاقتصادية فيما يتعلق بالنمو والبطالة، فيما يعرف نظريا بمنحنى فيليبس الذي يشير إلى علاقة عكسية بين معدل التضخم والبطالة. في مقابل السياسة النقدية الانتقائية، توجد السياسة النقدية القائمة على أساس قاعدة والتي تجد أساسها النظري في أفكار النقدويين، وتعني إدارة السياسة النقدية وفقا لقاعدة محددة ومعروفة مسبقا، مما يجعلها مستقلة عن التطورات الظرفية التي تطرأ على الاقتصاد من حين لأخر[3].

تبدو السياسة النقدية الانتقائية أكثر توسعية أكثر مما تتوقعه المنظمات والأفراد، حيث أن مثل هذه السياسة ينبغي أن تنشط الناتج في الاقتصاد أو تخفض من البطالة في الأجل القصير. فيما تعتبر أفضل سياسة نقدية تلك التي لا تميل إلى السياسة التوسعية، ذلك

---

[1] Frederic. Mishkin, **International Experience with Different Monetary Policy Regimes**, p26,28.

[2] عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص53.

[3] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص184،183.

أن القرارات المتعلقة بالأجور والأسعار تعكس توقعات المنظمات والعمال حول السياسة النقدية، حيث عندما ترتفع توقعاتهم حول التضخم بفعل إتباع سياسة نقدية توسعية، يؤدي هذا إلى ارتفاع الأجور والأسعار، وهذا ما يدفع بمعدلات التضخم إلى أعلى وفي المقابل لا يزداد معدل الناتج في الاقتصاد الوطني[1]. ويمكن للبنك المركزي تحقيق نتائج أفضل فيما يخص التضخم في المدى الطويل، إذا أمكنه التوضيح للجمهور بأنه لا يهدف إلى تحقيق زيادة في الناتج والتشغيل أكثر من تضخم مستقر، وأن صانعي السياسة النقدية لن يقوموا بمفاجئة الجمهور بسياسة نقدية انتقائية توسعية غير متوقعة، إضافة إلى أن البنك المركزي سيلتزم بالتحكم في التضخم[2].

فالسياسة النقدية النشطة (التوسعية)" activist monetary policy" تهدف إلى الحفاظ على مستوى الناتج والتشغيل قريب من مستواه التام، فمؤيدو هذه السياسة يرون أنه توجد تبادلية في الأجل الطويل بين التضخم والبطالة فيما يعرف بمنحنى فيليبس، ذلك أن السلطات النقدية يمكنها الحفاظ بشكل مستمر على معدل منخفض من البطالة بتقبل مستوى من معدل التضخم، وهو ما نتج عن السياسة النقدية التوسعية المتبعة سنوات 1970 و1980 من ضغوط تضخمية.ذلك أن السياسة التوسعية في فترة طويلة، تؤدي في النهاية إلى ارتفاع في معدل التضخم مع عدم انخفاض في معدل البطالة، وهو ما يمثل عدم وجود تبادلية في الأجل الطويل بين التضخم والبطالة.

لوضع سياسة نقدية ناجحة تطلب الأمر وضع بعض القيود على صانعي السياسة النقدية بهدف تنظيم عملياتها وجعلها أكثر شفافية في مواجهة مشكلة عدم الاتساق الزمني، لذلك يبدو استخدام متغير اسمي كمرتكز عددي" nominal anchor" أكثر ملائمة وساعد كثيرا في إيجاد سياسة نقدية ناجحة[3].

وخلال العقود الأخيرة، طور الاقتصاديون مجموعة من المبادئ العلمية للسياسة النقدية[4]:

أولا، التضخم دائما وفي كل مكان ظاهرة نقدية (ميلتون فريدمان)، المصدر النهائي للتضخم هو سياسة نقدية توسعية ؛

[1] Frederic S.Mishkin, Kent Mattews, Massimo Giuliodori, **The Economics of Money, Banking & Financial Markets** , p 277.

[2] Frederic S.Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, Massachusetts Institute of Technology, London, England, 2007, p491.

[3] Ferya KADIOGLU,Nilufer OZDEMIR, Gokhan Yilmaz, **Inflation targeting in developing countries**, The central bank of Turkey, Discussion paper , september 2000,p2.

[4] Frederic. Mishkin, **Rethinking Monetary Policy after the Crisis**, Journal of Money and Finance,USA , 2017, p1,2.

ثانيا، استقرار الأسعار ذو أهمية كبيرة، من حيث تكلفة التضخم التي يتحملها الأفراد والمؤسسات والاقتصاد ككل، فمن الضروري أن تمتلك البنوك المركزية القدرة على التحكم في التضخم وإبقائه مستوى منخفض؛

ثالثا، عدم وجود علاقة في المدى الطويل بين البطالة والتضخم، مما يعني أنه لا ينبغي للسياسة النقدية محاولة تحقيق معدلات بطالة أقل من خلال الوصول إلى مستوى أعلى من معدلات التضخم؛

رابعا، تلعب التوقعات دورا مهما في الاقتصاد الكلي وتجد أساسها ضمن نظرية التوقعات الرشيدة، حيث أن إدارة التوقعات حول السياسة المستقبلية هي عنصر مركزي في السياسة النقدية؛

خامسا، مبدأ تايلور لتحقيق استقرار الأسعار، حيث يشير إلى أن التضخم سيكون مستقرا إلا إذا تم من خلال السياسة النقدية رفع معدل الفائدة الاسمي بأكثر من معدل التضخم، وبذلك يرتفع معدل الفائدة الحقيقي مع ارتفاع التضخم؛

سادسا، مشكلة عدم الاتساق الزمني، والتي تواجه السياسة النقدية الانتقائية، بحيث أنه وبسبب عدم وجود آلية التزام، يجد السلطات النقدية نفسها غير قادرة على الاستمرار في إتباع الخطة المثلى مع مرور الوقت؛

سابعا، استقلالية البنك المركزي تحسن من أداء الاقتصاد الكلي، حيث تمكن استقلالية البنك المركزي من أن تجعله بعيدا عن الضغوط السياسية لتنفيذ سياسة نقدية توسعية؛

ثامنا، الالتزام بمتغير اسمي، يُمكِّن الالتزام بمتغير اسمي "nominal anchor"، البنك المركزي من التركيز على المدى الطويل، وبالتالي عدم اتباع التوسع في سياسات للمدى القصير لا تتفق مع هذا المتغير. فمثلا تثبيت متغير اسمي مثل معدل التضخم أمر حاسم لاستقرار توقعات التضخم في المدى الطويل، وبالتالي تعزيز استقرار الأسعار والناتج.

الفرع الثاني: السياسة النقدية على أساس قاعدة (التلقائية)

يكمن الهدف من قواعد سياسة البنك المركزي في توفير دليل واضح وشفاف لإدارة وممارسة السياسة النقدية، ويجب أن تعتمد قواعد السياسة النقدية على متغيرات يمكن قياسها بسهولة والحصول على إحصائيات تكون متاحة بدون فترات تأخير طويلة، إضافة إلى إمكانية تقديرها بالطرق القياسية[1]. يتمثل مبدأ قاعدة السياسة النقدية في عملية آلية لاتخاذ القرار تعتمد على المعلومات الاقتصادية والمالية المتوقعة[2]، يمكن تقسيم قواعد السياسة النقدية إلى مجموعتين رئيسيتين هما: قواعد الأدوات وقواعد الأهداف.

[1] Keith Bain, Peter Howells, OP.CIT, p 268.

[2] Abdelkader Aghir, **Stabilité, Croissance économique et Ciblage d'Inflation** , Thèse de doctorat en science economique, université de Grenoble, France, 2016, p29.

1. قواعد الأدوات instrument rules:

تمكن هذه القواعد من تحديد مستوى الأدوات المستخدمة في زمن معين ، تتمثل في شكل دالي لمجموعة من المتغيرات المحددة مسبقا أو المتنبأ بها أو كلاهما، فإذا كانت الأداة تمثل دالة معينة لمتغيرات محددة مسبقا فقط فإن القاعدة هي قاعدة أدوات صريحة explicit instrument rule، بينما إذا كانت الأداة تمثل دالة معينة لمتغيرات متوقعة فإن القاعدة هي قاعدة أدوات ضمنية implicit instrument rule[1]، من أبرز قواعد الأدوات قاعدة McCallum1987 والتي تعتمد على مجمع القاعدة النقدية كأداة والناتج الداخلي الخام الاسمي كهدف، قاعدة Henderson-McKibbin 1993، وقاعدة Taylor 1993، التي تعتبر الأكثر استخداما من بين كل قواعد الأدوات في السياسة النقدية[2].

تمثل قاعدة تايلور Taylor 1993بشكل صريح ما يجب على البنك المركزي عمله بواسطة أدوات السياسة النقدية، عادة يوجد صنفين من الأدوات، المجمعات النقدية ومعدل الفائدة قصير الأجل. ويمكن لقاعدة السياسة النقدية تحقيق فعالية السياسة النقدية عندما يحدد صانعو القرار بدقة كيف يمكن استخدام أدوات السياسة النقدية استجابة للتغيرات الاقتصادية[3].

من خلال قاعة تايلور يكون معدل الفائدة قصير الأجل دالة لمعدل التضخم والناتج الحقيقي، ويمكن اشتقاق قاعدة السياسة النقدية من المعادلة الكمية، بفرض أن العرض النقدي ثابت أو ينمو بمعدل ثابت ونعلم أن معدل دوران النقود velocity (v) يرتبط بمعدل الفائدة والناتج الحقيقي، وبتعويض v في المعادلة الكمية نحصل على علاقة بين معدل الفائدة ومستوى الأسعارp والناتج y، وبعزل معدل الفائدة في الطرف الأيمن للعلاقة نحصل على علاقة لمتغيرين معدل الفائدة كدالة لمستوى الأسعار والناتج الحقيقي، وتحصل تغيرات في هذه المعادلة عندما يحدث تغير في معدل دوران النقود أو تغير في معدل نمو العرض النقدي [4] .

تتضمن قاعدة تايلور هدفين: استقرار معدل التضخم ضمن مستواه المستهدف، واستقرار الناتج في مستوى التوظيف التام، ضمن هذه القاعدة فإن معدل الفائدة يرتفع في السياسة النقدية إذا كان مستوى معدل التضخم أعلى من مستواه المستهدف والناتج أعلى من مستوى التوظيف التام.

تقتضي قاعدة تايلور أنه إذا كان $\pi-\pi^*>0$ ينبغي أن يرتفع معدل الفائدة الاسمي أكثر من معدل التضخم وإذا كان $\pi-\pi^*<0$ أي أن معدل الفائدة سينخفض أكثر من معدل

[1] Lars.E .O.Svenssen, OP.CIT, p 614.
[2] Abdelkader Aghir, OP.CIT, p29.
[3] Iwao Kuroda**, Towards more Effective Monetary Policy**, Palgrave Macmillan, USA,1997, p32.
[4] Jhon B Taylor, **Monetary Policy Rules**, National Bureau of Economic Research, Chicago, USA, 2001, p 322.

التضخم، فلأي قيمة معطاة لمعدل التضخم كلما كانت القيمة β مرتفعة سيكون التغير في المعدلات الاسمية والحقيقية أكبر كما سيكون التغيرات أكبر نحو استقرار معدل التضخم ضمن القيمة المستهدفة.

$$r_t = r_0 + \alpha (y_t - y_f) + \beta (\pi_t - \pi_T) \qquad \alpha, \beta > 0 \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن r هو معدل الفائدة المحدد من البنك المركزي، yt هو *الناتج الحقيقي*، y_f هو الناتج المحتمل لمستوى التوظيف التام πt هو معدل التضخم الحالي وπ_T هو معدل التضخم المستهدف في السياسة النقدية، r_0 هو معدل الفائدة الحقيقي للفترة الطويلة المكافئ لمعدل نمو الاقتصاد طويل الأجل[1].

2. قواعد الاستهداف Targeting rules:هي قاعدة للسياسة النقدية توضح كيف ينبغي على البنك المركزي تعديل سياسة أداة معدل الفائدة بشكل نظامي استجابة للتطورات الحاصلة في التضخم والنشاط الاقتصادي[2]. وتعتمد على تحديد هدف ثابت من طرف السلطات النقدية، تهدف إلى تقليل الفجوة بين المستوى المتوقع للمتغير المستهدف والمستوى المستهدف للمتغير في دالة الهدف، الهدف في هذه الحالة يمكن أن يكون نهائيا أو وسيطيا ويمكن التمييز بين نوعين من المفاهيم : المتغير المستهدف والمستوى المستهدف المتوقع على أساس المعلومات المتاحة عن هذا المتغير، و يمكن تمثيل قاعدة الهدف كمعادلة (أو نظام معادلات) مستهدفة أين يمكن تحقيق المتغيرات المستهدفة[3].

ومن أبرز قواعد الاستهداف، قاعدة استهداف التضخم والتي تبنى على أساس مقارنة بين الهدف المستقبلي فيما يخص التضخم ومعدل التضخم المتوقع.

المطلب الثاني: الاتجاهات الحديثة في السياسة النقدية غير التقليدية

تستخدم البنوك المركزية في الحالات الاعتيادية التغيير في معدلات الفائدة للتأثير على الاقتصاد الكلي من خلال عديد القنوات، لكن في وضعيات الأزمات تفقد هذه القنوات من فاعليتها مما لا يشير إلى عجز السياسة النقدية بقدر ما هو مرتبط بشدة الأزمة التي يتعرض لها الاقتصاد المحلي، ولهذا السبب يتم اللجوء إلى أساليب أخرى لإزالة التشوهات الحادثة في قنوات انتقال أثار السياسة النقدية وأيضا بهدف تحفيز الطلب الكلي فيما يعرف بالسياسة النقدية غير التقليدية.

الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

تم اللجوء للسياسة النقدية غير التقليدية في أعقاب الأزمة المالية لدعم النظام المالي والتخفيف من الاضطرابات الحادثة فيه وتم توسيعها لاحقا لتحفيز الاقتصاد الحقيقي

[1] Jagdish Handa, OP.CIT, P 358

[2] Athanasios Orphandes ,**Taylor Rule, monetary economics**, Macmillan, New York, USA, 2010, p362.

[3] Abdelkader Aghir, OP.CIT, p32.

وتعزيز التضخم ودعم أسواق الديون السيادية إضافة إلى توجيه التوقعات النقدية[1].تتضمن السياسة النقدية غير التقليدية نهجين مختلفين[2] :

الأول، هو نهج متسلسل، تستخدمه كل من البنوك المركزية: البنك الفيدرالي، بنك اليابان وبنك انجلترا، حيث تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية بديلا عن السياسة النقدية التقليدية، ففي وضعية انخفاض معدلات الفائدة إلى حدود الصفر تستخدم السياسة النقدية غير التقليدية لتنشيط الاقتصاد الكلي؛

الثاني، المستخدم من طرف البنك المركزي الأوربي، حيث يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية تكامليا وبالموازاة مع السياسة النقدية غير التقليدية، ذلك أن هدف البنك المركزي الأوربي منها هو دعم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية عوض تقديم الدعم والتنشيط المالي مباشرة، حيث أن إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية هي إجراءات تكميلية أكثر منها إحلالية للسياسة النقدية التقليدية .

ويمكن تصنيف السياسات النقدية غير التقليدية إلى ثلاث فئات:

- توفير السيولة للأسواق والمؤسسات المالية والتي لا تعتبر وظيفة حديثة للبنك المركزي، ذلك أن هذا الأخير يقوم بها من خلال دوره كمقرض أخير؛
- سياسات التوجيه المسبق "Forward guidance": تستند هذه السياسة على بيانات البنك المركزي حول مسار معدلات الفائدة المستقبلية، ذلك أن معدلات الفائدة طويلة الأجل هي مجموع التوقعات المستقبلية حول معدلات الفائدة قصيرة الأجل إضافة إلى علاوة المخاطر والسيولة، ومنه يقوم البنك المركزي بمحاولة التأثير على التوقعات حول معدلات الفائدة في المستقبل وبالمقابل يشكل الأعوان الاقتصاديين توقعاتهم المستقبلية تبعا لذلك من خلال ثقتهم بالتزام البنك المركزي ضمن إجراءات السياسة النقدية[3]؛
- مشتريات الأصول المالية: والتي من خلالها يستهدف البنك المركزي احتياطات البنوك وهو ما يعرف بسياسة التيسير الكمي، حيث أنه من خلال الرفع من احتياطات البنوك يتم زيادة حجم الإقراض في الاقتصاد ككل بهدف إزالة القوى الانكماشية وتحفيز الطلب الكلي. ويتضمن التيسير الكمي شراء السلطة النقدية متمثلة في البنك المركزي للأصول المالية مقابل ضح النقود في الاقتصاد وبهذا يتم التأثير مباشرة على معدلات الفائدة طويلة الأجل، عكس ما يكون ضمن السياسة النقدية التقليدية التي تركز على تحديد معدل الفائدة قصيرة الأجل - والذي يؤثر على معدل الفائدة طويل الأجل من خلال التوقعات حول معدلات الفائدة قصيرة الأجل

[1] Andrea Buraschi, Paul Whelan**, Bond Market and Unconventiional Monetary Policy**, Handbook of fixed-income securities, First Edition, Jhon Wiley& Sons, 2016, p 93.
[2] Derya Yilmaz, Emine Eairik, Filiz Eryilmaz, **Unconventional Monetary Policy : A Theaoretical Approach**, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol 8N° 2, 2017, p96,97.
[3] Derya Yilmaz, Emine Eairik, Filiz Eryilmaz, **OP.CIT**, Vol 8 N° 2, 2017, p96,

المستقبلية- هذه التفرقة ذات أهمية كبيرة من حيث أنه في وضعية معدلات الفائدة في حدود الصفر لا يكون للبنك المركزي مجالا لتخفيض معدلات الفائدة، فعكس السياسة النقدية التقليدية التي تركز على تحديد سعر النقود فإن السياسة النقدية غير التقليدية تعمل على تغيير ميزانية البنك المركزي بالتالي كمية النقود، وبالنتيجة تتأثر ميزانيات الأعوان الاقتصاديين – القطاع الخاص غير البنكي، البنك المركزي والقطاع البنكي- وهذا ما يمثل آلية عمل التيسير الكمي[1].

وبالنظر لشروط تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة التي تتميز بأسواق مالية متطورة، بنوك مركزية مستقلة وأسعار صرف عائمة، يبدو أن تطبيق هذه السياسة في البلدان النامية يمكن أن يعترضه بعض الصعوبات في تطبيق إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية يمكن ذكر أهمها:

- عدم تطور أسواق السندات الحكومية بشكل كاف ومحدودية إمكانية البنوك المركزية لشراء هذه السندات؛
- عدم تطور سوق السندات الخاصة كذلك، مما يحد من قدرتها على أن تعمل كمصدر للتمويل الخاص ؛
- القيود القانونية على البنوك المركزية لشراء الأصول المالية الحكومية والأوراق المالية الأخرى؛
- درجة الدولرة "dollarization " للالتزامات المحلية التي تحد من قدرة البنك المركزي من القيام بوظيفته كملجأ أخير للاقتراض؛
- أنظمة أسعار الصرف لاسيما ربط أسعار الصرف التي تحد من مرونة السياسة النقدية؛
- المصداقية غير الكافية في مجال مكافحة التضخم، والتي تجعل من ردود أفعال الأعوان الاقتصاديين سلبية تجاه تطبيق إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية بأن تعتبر هذه الأخيرة ذات نتائج سيئة لاسيما على التضخم؛
- ضعف العملة المحلية في مواجهة تدفقات رؤوس الأموال[2].

الفرع الثاني: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصاد الكلي

تعمل السياسة النقدية غير التقليدية بالتأثير على الاقتصاد الكلي من خلال بعض الميكانيزمات التي تتضمنها قنوات انتقال إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية ضمن المفهوم السابق التطرق إليه، وفيما يلي أهم القنوات التي تسمح بانتقال أثرها:

1. قناة الإشارة:

[1] Christopher Bowdler, Amar Radia, **Unconventional Monetary Policy : The Assessment**, Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, Number4, 2012, pp 603-621.

[2] Morgan Peter, **The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy**, ADBI Working Paper Series, N°163, November2009, p 20.

من خلالها تشير إجراءات السياسة النقدية إلى الموقف المستقبلي للسياسة النقدية، حيث تعمل هذه القناة من خلال التأثير على توقعات الأعوان الاقتصاديين حول المسار المستقبلي لمعدلات الفائدة، فعن طريق التوجيه المسبق الذي يقوم به البنك المركزي يسمح للمشاركين في الأسواق بتعديل توقعاتهم للتطور المستقبلي لمعدل الفائدة وتحديد هذه التوقعات في مستوى منخفض لمعدلات الفائدة.

2. **قناة إعادة توازن المحفظة** :

تشتغل هذه القناة من خلال قيام البنك المركزي بعمليات شراء الأصول المالية طويلة الأجل، وحيث يكون حجم هذه الأخيرة معتبر مما يقلص من المعروض منها في الأسواق وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وبالتالي انخفاض عوائدها (معدل الفائدة) ما يدفع المستثمرين للتخلص من هذه الأصول وبدلا منها الاستثمار في أصول أخرى أكثر خطورة، وهذا ما يمثل إعادة توازن للمحفظة وتغيير في هيكلها نتيجة انخفاض عوائد الأصول المالية طويلة الأجل ومنه انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل الناتج عن الإعلان وتنفيذ برنامج شراء الأصول المالية من طرف البنك المركزي.

3. **قناة السيولة** :

عند اضطراب الأسواق المالية تحدث حالة من عدم التأكد بشأن التنفيذ والسيولة في السوق، وفي حالة تدخل البنك المركزي سيكون بمثابة مستثمر دائم وعلى استعداد لشراء الأصول المالية مع ميله لقبول أسعار أعلى ضمن توقعات إعادة توازن المحفظة، وبذلك يعمل البنك المركزي على التقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرين إضافة إلى تقليل تكاليف البيع وهو ما يحسن من أداء السوق المالي. في حين يقتصر هذا الأثر مؤقتا على مدة برنامج شراء الأصول الذي يقوم به البنك المركزي .

4. **قناة الإقراض البنكي**:

تعمل هذه القناة من خلال التوسع في القاعدة النقدية ما يؤدي إلى توسع حجم السيولة المتوفرة عكس معدل الفائدة، وهو ما يسمح بزيادة إقراض الاقتصاد الحقيقي.

5. **قناة سعر الصرف:**

إن توسيع القاعدة النقدية يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة وهو بالمقابل ما يسمح بزيادة الصادرات ودفع عجلة النشاط الاقتصادي ويحسن من أداء الاقتصاد الكلي، وهو ما لوحظ من خلال انخفاض الدولار الأمريكي تبعا للإعلان عن تنفيذ عملية التيسير الكمي[1].

[1] Holger Markmann, **Covered Bonds Under Unconventional Monetary Policy**, Springer Gabler, Wiesbaden, Germany, 2018, p 37,38.

خلاصة الفصل:

تتحدد فعالية السياسة النقدية من خلال قدرتها في التأثير على الاقتصاد الحقيقي وأثرها على استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية. وفي إطار السياسة النقدية النشطة وفق ما يعرف بالسياسة النقدية الانتقائية، يعمل البنك المركزي على رفع الناتج والعمالة في الأجل القصير مع تحمل تكلفة التضخم الناتج عن هذه السياسة النقدية التوسعية، كما تواجه السياسة النقدية مشكلة عدم الاتساق الزمني حيث لا يكون أداء البنك المركزي في مواجهة التضخم بالفعالية الكافية في المدى الطويل، وهو ما يبرز أهمية تحديد محور ارتكاز بمثابة قاعدة لإدارة السياسة النقدية يمكنها من المساهمة في منع عدم الاتساق الزمني من خلال فرض قيود على السياسة النقدية الانتقائية وتحقيق استقرار الأسعار في المدى الطويل.

ويعتبر استهداف التضخم إستراتيجية للسياسة النقدية تمثل التزام مؤسسي لتحقيق استقرار الأسعار كهدف نهائي، وهو ما سيتم التطرق إليه بالتفصيل في الفصل الموالي

بالتركيز على مختلف التجارب الدولية في مجال استهداف التضخم، ونتائج ذلك على إدارة السياسة النقدية وأثارها على الاستقرار الاقتصادي في الدول التي طبقت هذه الإستراتيجية.

الفصل الثاني:

استهداف التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي
- تجارب دولية -

تمهيد:

تعتبر مشكلة عدم الاتساق الزمني التي تواجه البنوك المركزية في إدارتها للسياسة النقدية الأساس لممارسة السياسة النقدية من خلال تحديد قاعدة، ذلك أن السياسة الانتقائية تعمل على تحقيق ضغوط تضخمية في الأجل الطويل، بذلك من الضروري إيجاد التزام ذو مصداقية مدعم باستقلالية البنك المركزي للحفاظ على استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية، هو ما يوفره اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم من مصداقية والتزام البنك المركزي في تحقيق استقرار الأسعار.

إن تنفيذ استهداف التضخم يطرح معه تساؤل حول أهمية الناتج ضمن أهداف البنك المركزي بجانب أهمية التضخم، ذلك أن البنوك المركزية في إدارتها للسياسة النقدية تهتم بتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فيما تختلف الأهمية النسبية لكل من الناتج والتضخم من بنك مركزي لأخر. إن تحقيق السياسة النقدية لأهدافها لاسيما المرتبطة بالناتج والتضخم تجد جذورها النظرية ضمن منحنى فيليبس والذي يمثل تبادلية قصيرة الأجل ما بين التضخم والناتج والذي لفترة من الزمن اعتبر قائمة سياسة "policy menu"، فيما أنه في الأجل الطويل تصبح هذه التبادلية بين الناتج والتضخم غير صحيحة.وهو ما يطرح تساؤلات حول آلية تحقيق السياسة النقدية للاستقرار الاقتصادي في إطار استهداف التضخم والمدى الذي يساهم به تطبيق الاستراتيجة في تحقيق أداء اقتصادي مقبول في ظل اختلاف للهيكل الاقتصادي من اقتصاد إلى أخر. لتوضيح ذلك نتطرق خلال هذا الفصل إلى ما يلي:

المبحث الأول: استهداف التضخم ضمن الممارسة
المبحث الثاني: الاستقرار الاقتصادي واستهداف التضخم
المبحث الثالث: تجارب دولية لاستهداف التضخم

المبحث الأول: استهداف التضخم ضمن الممارسة

ظهرت أهمية إدارة السياسة النقدية على أساس قاعدة مع مشكلة عدم الاتساق الزمني والتي وضحت أن السياسة الانتقائية تؤدي إلى التضخم في الأجل الطويل، وفي هذه الحالة فإنه من الضروري إيجاد التزام ذو مصداقية من طرف البنك المركزي للحفاظ على استقرار الأسعار لتخفيض التضخم، في الماضي كان هذا الدور يتحقق ضمن تثبيت سعر الصرف، والذي تم التخلي عنه نتيجة عدم جدواه خاصة في ظروف نمو تدفقات رأس المال الدولية واضطرابات الأسواق المالية، أو ضمن قاعدة نمو الكتلة النقدية الذي فشل نتيجة الصدمات الكبيرة لدوال الطلب على النقد . ما أدى إلى اعتماد إستراتيجية تمنح البنك المركزي مصداقية في إطار الالتزام باستهداف التضخم كهدف أولي للسياسة النقدية.

المطلب الأول:الإطار النظري لاستهداف التضخم

تركز السياسة النقدية ضمن مفهومها الحديث وفي الممارسة على تركيز الجهود لتحقيق هدف نهائي وحيد ما يعرف باستهداف التضخم، وهو ما يمثل التزام السلطات النقدية ضمن إدارة السياسة النقدية على أساس قاعدة .

الفرع الأول: مفهوم إستراتيجية استهداف التضخم

استحدث استهداف التضخم لأول مرة في نيوزيلندا سنة 1990، ويمثل إستراتيجية للسياسة النقدية تتميز بإعلان معدل تضخم (عدديا) مستهدف، وتنفيذ سياسة نقدية تولي الدور الرئيسي للتنبؤ بالتضخم المسمى التنبؤ المستهدف. يرتبط استهداف التضخم بشكل كبير بإطار مؤسسي يتميز بـ: هدف نهائي متمثل في استقرار الأسعار؛ مساءلة البنك المركزي واستقلاليته.

ويعرفBen S. Bernanke استهداف التضخم على أنه إطار للسياسة النقدية يتضمن الإعلان عن هدف كمي عددي أو كمجال لمعدل التضخم خلال فترة واحدة أو أكثر، مع الاعتراف بأن استقرار التضخم هو الهدف الأولي للسياسة النقدية على المدى الطويل، ومن بين أهم مميزات استهداف التضخم أنه ينطوي على جهود كبيرة للتواصل والاتصال مع الجمهور حول الخطط والأهداف التي تحددها السلطات النقدية، وفي أغلب الأحيان يوفر الآليات التي تعزز من مساءلة البنك المركزي لتحقيق خططه وأهدافه[1].

كما يعرفه L.Svensson على أنه إستراتيجية للسياسة النقدية تتميز بـــ[2]:

- إعلان لمعدل التضخم المستهدف (عدديا)؛
- تنفيذ سياسة نقدية تولي أهمية للتنبؤ بالتضخم فيما أصبح يسمى " forecast targeting"؛
- توفر درجة كبيرة من الشفافية والمساءلة للبنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية.

[1] Peter Bofinger, **OP.CIT,** p258.
[2] Lars E.O.Svensseon, **Inflation Targeting**, Handbook of Monetary Economics, Vol 3B, 2011, p 1238.

يمكن اعتبار استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية أكثر منه قاعدة ذلك أنه بتطبيقه يمكن إدارة السياسة النقدية بأسلوب انتقائي مقيد "constrained discretion" [1]، ويحقق هذا الإطار وظيفتين أساسيتين، الأولى تحسين الاتصال بين واضعي السياسة النقدية والجمهور، والثانية توفير المزيد من الانضباط والمساءلة للسياسة النقدية[2].فيما ينظر إليه بعض الاقتصاديين على أساس أنه قاعدة للسياسة النقدية كون أنه يمنح مصداقية كبيرة للبنك المركزي من خلال الالتزام بهدف استقرار الأسعار.

تتضمن الأدبيات الاقتصادية اتفاقا متزايدا حول ملائمة استهداف التضخم كآلية بيد البنك المركزي للتوفيق بين القاعدة والانتقاء في إدارة السياسة النقدية، أين يصف Svensson استهداف التضخم بأنه القرار الذي يتم اتخاذه ضمن الانتقاء حيث يتبع البنك المركزي قاعدة الاستهداف targeting rule أين يحدد معدل الفائدة لتخفيض الانحراف بين التضخم المتنبأ به (الهدف الوسيط للسياسة النقدية) والتضخم المستهدف إلى مستوى الصفر خلال فترة الاستهداف، وحيث أنه يتم تحديد معدل الفائدة الذي يجعل من دالة الهدف أمثلية بمعنى تخفيض انحرافات كل من التضخم والناتج، وبذلك يقوم القطاع الخاص بتشكيل توقعاته بالاعتماد على رد فعل البنك المركزي [3].

من بين أهم الصعوبات التي تواجه استهداف التضخم هي عدم تحكم البنك المركزي الكامل في التضخم، هذا الأخير يبدو التحكم فيه غير مثالي بسبب التأخير وعدم التأكد الذي يميز آلية انتقال أثر السياسة النقدية، كذلك الوضعية الحالية للاقتصاد المحلي وكذا الصدمات الاقتصادية المستقبلية، إضافة إلى أهمية تأثير العديد من العوامل الأخرى بخلاف السياسة النقدية على التضخم، مما يجعل من الصعوبة وضع استراتيجية استهداف التضخم والتحكم بها، وكما أنه من الصعوبة معرفة قيمة التضخم الملاحظ الناتجة عن السياسة النقدية، وهو ما يجعل من المفيد استخدام تضخم متنبأ به شرطي conditional inflation forecast" " كهدف وسيط[4].

يتحدد معدل التضخم المستهدف على الشكل النقطي (رقم واحد) أو المجال وتتخذ النقطة أو متوسط المجال في حدود 2%، وغالبا ما يتحدد قياسا واعتمادا على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، والمدى الزمني لمعدل استهداف التضخم يمكن أن يتحدد بشكل صريح أو لا، لكن عموما يكون في حدود السنة ونصف إلى سنتين[5].

---

[1] Ben S. Bernanke , Frederic S. Mishkin, **Inflation targeting : a new framework for monetary policy ?,** journal of economic perspectives, vol 11, N°2, 1997, pp 97-116, P106.

[2] Frederic S Mishkin, **Monetray Policy Strategy**, Massachusetts, London, England, 2007,p 216.

[3] M.S.Mohanty, Marc Klau, **Monetary policy Rules in Emerging Market Economies : Issues and evidence**,Macroeconomic stabilisation in latin america, springer, Berlin, Germeny, 2005, p 208.

[4] Lars E.O.Svensseon**, Inflation Targeting as a monetary Policy Rule**, Journal of Monetary Economics, vol 43, 1999, p 627.

[5] Laurence H .Meyer, **Inflation targeting and inflation targeting**, Economics and finance, N° 13, 2002, p147-162, p 151.

الفرع الثاني: شروط تطبيق استهداف التضخم

يتوقف نجاح إستراتيجية استهداف التضخم على مجموعة من الشروط يمكن توضيحها فيما يلي:

- استقلالية البنك المركزي، من حيث استقلاليته في تحديد الأهداف واختيار الوسائل الكفيلة بتحقيقها، ومن الضروري توفر هذا الشرط للتمكن من نجاح استهداف للتضخم ذلك أن البنك المركزي يمثل الهيئة الأكثر تأهيلا لصياغة قرارات تقنية ضرورية لتحقيق استقرار الأسعار وتقييم مدى إمكانية إتباع أهداف أخرى وإن كانت تتعارض أم لا مع الهدف المحدد في السياسة النقدية، كما أنه لا يمكن تحميل المسؤولية للبنك المركزي في إدارة السياسة النقدية دون أن يتمتع بالاستقلالية، فالمساءلة لا تكون لا بقدر الاستقلالية. إن اقتران استقلالية البنك المركزي بالتزام مؤسسي واضح وصريح لصالح استقرار الأسعار كهدف للسياسة النقدية من شأنه أن يؤدي إلى تعزيز مصداقيتها أمام مختلف الأعوان الاقتصاديين؛
- توافر بنية مؤسسية ومؤسساتية متينة قادرة على ضمان انتقال أثار السياسة النقدية، بوجود مؤسسات نقدية ومالية فعالة وأسواق مالية كفؤة قادرة على القيام بتقييم المخاطر وتخصيص الموارد بشكل مناسب في سياق وأفق زمنيين مناسبين؛
- بنية تقنية قادرة على استعمال أدوات النمذجة والقيام بالتنبؤ، وتوفر مؤهلات بشرية، ذلك أن إستراتيجية استهداف التضخم تقوم أساسا على التنبؤ بتطور التضخم وتطور سلوك الأعوان الاقتصاديين وسلوك المتغيرات الاقتصادية [1]؛
- استقرار الاقتصاد الكلي والوضعية الجبائية للبلد من حيث مدى اعتماد الحكومة على تمويل البنك المركزي لعملياتها والتزاماتها المحلية وتمويل العجز الحكومي وهو ما يعرف بوضعية الهيمنة المالية، ذلك أنه من الصعب تحقيق استهداف للتضخم مع إدارة سياسة نقدية توسعية، فلا يمكن أن يُنْتَظر من السياسة النقدية أن تساهم في استقرار الاقتصاد الكلي من دون التأكد أولا من أن الوضعية المالية والجبائية متحكم فيها ؛
- استقرار النظام المالي، ذلك أن في نظام مالي يتميز بالضعف تلجأ فيه المؤسسات المالية بصورة مستمرة لطلب السيولة من البنك المركزي، ما يجعل من ميزانيات هذه المؤسسات ومقترضيها أكثر حساسية لارتفاع معدلات الفائدة وأقل تحملا لتكاليفها. في ظل ظروف مماثلة من الصعوبة أن يحقق البنك المركزي هدفه

[1] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 177، 178.

المرتبط بالتضخم. كما أن التكاليف الناجمة عن نظام بنكي ضعيف ستؤدي إلى عبء مالي وهو ما يما يمكن أن يؤدي إلى هيمنة مالية "fiscal doninance" [1].

المطلب الثاني: أنظمة استهداف التضخم

إن تطور أنظمة استهداف التضخم سمح بإيجاد المرونة الكافية في ممارسة السياسة النقدية ضمن هذا الإطار، حيث تأخذ البنوك المركزي بعين الاعتبار فجوات الناتج أي استقرار الناتج إضافة لاستقرار التضخم في نظام مرن لاستهداف للتضخم، ذلك أنه يتاح للبنك المركزي في استهدافه للتضخم بين استهداف مرن أو مقيد، ففي الاستهداف المرن يولي البنك المركزي الأهمية لأهداف أخرى إضافة للتضخم مثل استقرار معدلات الفائدة، سعر الصرف الناتج والتشغيل. بينما الاستهداف المقيد يهتم البنك المركزي فقط بالحفاظ على التضخم في المستوى المستهدف على قدر الإمكان، وهذا ما يتطلب من البنك المركزي سياسة نشطة تؤدي إلى تغيرات كبيرة في معدل الفائدة وسعر الصرف، وبما أن قناة سعر الصرف المباشرة هي ذات أقصر تأخير من بين قنوات السياسة النقدية، يتم حدوث تغيرات كبيرة في سعر الصرف للتأثير على التضخم، حيث يمكن أن تنخفض الواردات بالعملة المحلية بإحداث تحسن في سعر الصرف وهو ما يخفض من مؤشر أسعار المستهلكين ما يكون له الأثر على تخفيض التضخم، بالمقابل من المحتمل حدوث تقلبات في سعر الصرف ومعدل الفائدة وأيضا في الناتج والتشغيل، ما يؤدي إلى مشكلة عدم استقرار الأداة "instrument-instability problem" وهو ما يُنشِيءُ معه نتائج عكسية على استقرار التضخم إضافة إلى الآثار السلبية على الاقتصاد الكلي ما يزيد من حالة عدم التأكد حول عمل الاقتصاد وآلية انتقال أثر السياسة النقدية هذا وعدم التأكد بشأن طبيعة الصدمات التي تواجه الاقتصاد، ما يتسبب بالكثير من التأخير في الحصول على المعلومات التي تمكن من تقييم الوضعية الاقتصادية والسياسة النقدية المناسبة للاستجابة لها، حيث تتأثر إمكانية التنبؤ ومصداقية السياسة النقدية[2].كل العوامل السابقة من شأنها أن ترجح الكفة لاختيار البنك المركزي لاستهداف التضخم المرن عن المقيد، بالمقابل يَفرِض الاختيار بين الاستهداف المرن أو المقيد الاختيار ما بين المرونة التي يتمتع بها البنك المركزي في إدارته للسياسة النقدية والمصداقية التي ترتبط بالالتزام باستهداف التضخم كونه الهدف الأولي والوحيد للسياسة النقدية .

يمكن للسياسة النقدية ضمن استهداف التضخم عمليا التأثير على التضخم في الأجل الطويل، بينما لا يمكنها التأثير على مستوى الناتج أو معدل نموه في الأجل الطويل

[1] Edwin M.Turman, **Inflation Targeting in the world economy**,Institute of International Economics, Washington, USA, 2003, p 49.

[2] Lars E O Svensson, **Inflation targeting in a open economy : Strict or flexible inflation targeting ?**, Victoria University, 1997, p 5,6.

ليس إلا نسبيا من خلال الحفاظ على مستوى تضخم منخفض مستقر، ذلك أن العوامل التي تؤثر في الناتج في الأجل الطويل تتعدى أن تكون ذات طبيعة نقدية.

إن هدف استقرار الأسعار مرتبط بأفعال صناع السياسة النقدية بينما الهدف المتعلق بالناتج لا يكون كذلك في الأجل الطويل. في حين من الممكن تحقيق استقرار الأسعار واستقرار الناتج في نفس الوقت فإن المفاضلة بين تغيرات التضخم وتغيرات الناتج في إدارة السياسة النقدية حتمية وتبدو أكثر وضوحا في وضعية صدمات العرض التي تؤدي إلى رفع الأسعار وتخفيض الطلب (بتخفيض القدرة الشرائية للمستهلكين) ومنه تحريك التضخم نحو الارتفاع والناتج إلى الانخفاض، وهو ما يضع السياسة النقدية في معضلة : هل ينبغي استخدام سياسة نقدية توسعية لمواجهة انخفاض الناتج أم تقييدية لمحاربة ارتفاع التضخم؟، ذلك أن الهيكل الاقتصادي يفرض على السياسة النقدية تغيرات أكبر للناتج كلما حاولت وضع التضخم ضمن المستوى المستهدف بهدف تخفيض تغيراته[1].

في إطار التوفيق بين استقرار التضخم واستقرار الناتج، تحدد البنوك المركزية أهداف السياسة النقدية إما باختيار هدف استقرار الأسعار بصفته هدفا أوليا طويل الأجل للسياسة النقدية وبتحقيق هذا الهدف يمكن للبنك المركزي اتباع أهداف ثانوية أخرى وهو ما يعرف بـــ "hierarchical mandates "تدرج الأهداف"، وهو ما تضمنته اتفاقية ماستريخت التي أسست البنك المركزي الأوربي، وما جاء به نظام بنك انجلترا 1998 من حيث أن الهدف الأولي للسياسة النقدية يتمثل في استقرار الأسعار . أو بالمقابل ما حدده قانون الفيدرالي الأمريكي الذي تضمن هدفا ثنائيا يتمثل في استقرار الأسعار والتشغيل ضمن ما يعرف بـــ"dual mandate" "ازدواجية الأهداف"[2]، ويؤدي الالتزام بإتباع هدف استقرار الأسعار كهدف أولي وحيد وباعتباره هدفا طويل الأجل كما محاولة تحقيقه في الأجل القصير إلى عدم استقرار الناتج، كما يسمح بتخفيض الضغوط السياسية لإتباع أهداف أخرى غير محددة في ميثاق البنك المركزي وهو ما يمثل قيودا تفرض على عمليات السياسة النقدية[3]. فيما أن اتباع الهدف الثنائي لتحقيق استقرار الأسعار والمستوى الأعظمي من التشغيل يمكن البنك المركزي من تحقيق تغيرات أقل في كل من الناتج والتضخم بالرغم من أن إدارة السياسة النقدية ضمن هذا المفهوم يمكن أن توصف في الأجل القصير بأنها أكثر انتقائية عند استخدام سياسة توسعية قصيرة الأجل من أجل الرفع

[1] Laurence H Meyer, **Inflation targets and inflation targeting**, Economic and Finance Vol 83, N°6, 2001,p 153.

[2] Frederic S.Mishkin, Kent Mattews, Massimo Giuliodori, **The Economics of Money, Banking & Financial Markets, OP.CIT,** p 280.

[3] Laurence H Meyer, **OP.CIT**, p 154.

من الناتج والتشغيل من خلال السماح لمعدل التضخم بالابتعاد عن مستواه المستهدف وهو ما يؤدي إلى مشكلة عدم الاتساق الزمني.

ويتميز تطبيق نظام استهداف التضخم بالكثير من التباين بين مختلف اقتصاديات العالم وحيث يمكن تقسيم أنظمة استهداف التضخم المنتهجة إلى ثلاثة أنظمة كما يلي[1]:

- نظام استهداف التضخم التام " full-fledged inflation targeting (FFIT)": حيث يتميز البنك المركزي بمستوى من متوسط إلى عال من المصداقية والتزام واضح لاستهداف التضخم ويظهر الالتزام المؤسسي من خلال شفافية السياسة النقدية وهو ما يعزز من مساءلة البنك المركزي عن الاستهداف. وقد طبق هذا النظام لأول مرة من طرف نيوزيلندا.
- نظام مرتكز استقرار الأسعار الضمني " Implicit price stability anchor (IPSA)": تتميز الدول التي تنتهج هذا النظام بالكثير من المصداقية في إدارة السياسة النقدية ما يسمح لها بالحفاظ على مستوى مستقر من التضخم من دون شفافية ومساءلة تامة في مجال استهداف التضخم، وحيث تسجل معدلات منخفضة ومستقرة للتضخم ودرجة عالية من الاستقرار المالي ما يمنح المرونة الكافية لمتابعة هدف تحقيق استقرار الناتج كما هدف استقرار الأسعار، من ضمن البنوك المركزية التي تعتمد هذا النظام، البنك المركزي الأوربي ومجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي.
- نظام استهداف التضخم البسيط "Inflation targeting lite (ITL)": في هذا النظام من استهداف التضخم يكون فيه انخفاض المصداقية سببا في عدم الحفاظ على التضخم ضمن المستوى المحدد في الهدف الأولي للسياسة النقدية، وهذا ما يشير إلى التأثر الكبير بالصدمات الاقتصادية وعدم الاستقرار المالي وضعف الإطار المؤسسي، وهو ما تطبقه مجموعة واسعة من اقتصاديات الأسواق الناشئة.

المطلب الثالث: استقلالية البنك المركزي واستهداف التضخم

تعتبر استقلالية البنك المركزي شرطا أساسيا لنجاح إستراتيجية استهداف التضخم، لكون هذه الأخيرة تمثل التزاما للبنك المركزي بتحقيق هدف استقرار الأسعار، من خلال إدارة السياسة النقدية بعيدا عن الضغوط السياسية والوضعية الجبائية للحكومة.

الفرع الأول: ماهية استقلالية البنك المركزي

يعرف Grilli استقلالية البنك المركزي من خلال التمييز بين الاستقلالية السياسية والاقتصادية، حيث يمثل الاستقلال السياسي قدرة البنك المركزي على إتباع وتحقيق هدف استقرار الأسعار من دون تقييد بواسطة تعليمات رسمية أو غير رسمية من

[1] Alina Carare, Mark R. Stone, **Inflation targeting regimes**, European Economic Review, N°50, 2006, p 1297-1315, p 1298.

السياسيين، أما الاستقلالية الاقتصادية فيمثل حرية البنك المركزي في تحديد إجراءات السياسة النقدية التي تؤدي إلى تأثيرات وتغيرات في الأهداف التشغيلية.

كما يعرفها Debelle وFisher عن طريق التمييز بين استقلالية الهدف واستقلالية الأدوات. يتمتع البنك المركزي باستقلالية الهدف عندما تكون له الحرية في اختيار أهدافه أو على الأقل اتخاذ قرار تحديد القيم المستهدفة لهدف معين، ويتمتع البنك المركزي باستقلالية الأدوات عندما يمنح إمكانية السيطرة على أدوات السياسة النقدية وإمكانية استخدامها كذلك[1].

تقتضي استقلالية البنك المركزي أن يكون له حرية مطلقة في توجيه واستخدام وإدارة السياسة النقدية – باعتباره السلطة النقدية- اتجاه الهدف المحدد، ويتطلب الأمر أن [2]:

- لا يكون في الدولة التي ينتمي إليها البنك المركزي أي شكل من أشكال التحكم المالي، بمعنى أن لا تكون للاعتبارات المالية المتعلقة بالإيرادات والنفقات العمومية أية قيود تحد من قدرة البنك المركزي على تنفيذ سياسته؛
- أن تكون الأسواق المالية محليا تتميز بالعمق مما يمكنها من استيعاب طرح أدوات الدين الخاصة والعمومية.

عموما يمكن التمييز بين ثلاث مفاهيم لاستقلالية البنك المركزي كما يلي[3]:

- **استقلالية الأهداف:** تتطلب من الحكومة أن لا يكون لها أي تدخل أو تأثير مباشر على أهداف السياسة النقدية؛
- **استقلالية الأداة:** تتطلب من البنك المركزي أن يكون قادرا على تحديد الأهداف التشغيلية والوسيطية المتمثلة في كل من معدل الفائدة وسعر الصرف وهذا بشكل مستقل، وتتضمن ثلاثة عناصر أساسية تتمثل في التحكم في معدل الفائدة كونه أهم هدف تشغيلي للسياسة النقدية، والتحكم في سعر الصرف والذي يمكن اعتباره بمثابة هدف وسيطي إضافي لاسيما في حالة اقتصاد مفتوح، وكذلك القيود على إقراض البنك المركزي للحكومة والذي يضعف من التحكم في القاعدة النقدية ومعدلات الفائدة في الأجل القصير؛
- **استقلالية الأشخاص:** وهي تتطلب أن تكون هيئة صنع القرار في البنك المركزي في وضعية تسمح لها بمقاومة التوجيهات الرسمية والضغوط غير الرسمية، وهو ما يتطابق أيضا مع مفهوم الاستقلالية السياسية مع إضافة أهمية تحديد هدف استقرار الأسعار ضمن المفهوم الأخير.

---

[1] Peter Bofinger, **Monetary Policy, Goals, Institutions, Strategies, and Instruments**, Oxford University Press, New York , USA, 2006, p 209.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص396.

[3] Peter Bofinger, **OP.CIT** , p p 210,213.

وقد تضمنت الأدبيات الاقتصادية العديد من محاولات تقييم وتحديد مؤشرات استقلالية البنوك المركزي كما وأهمية هذه الأخيرة على الأداء الاقتصادي، تمثلت أولى المحاولات في دراسة Bade and Parkin (1977) لإيجاد مؤشر لاستقلالية البنك المركزي، وذلك عن طريق تحليل العلاقة بين إجراءات السياسة النقدية والقوانين التي تحدد صلاحيات البنك المركزي، وقد شملت الدراسة اثني عشر دولة صناعية (أستراليا، بلجيكا، كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، هولندا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية) خلال الفترة من 1951 إلى 1975، وقد تم التركيز على الأحكام القانونية المرتبطة بتحديد الهدف الأساسي للبنك المركزي فيما يخص استقرار الأسعار، ومدى كون مجلس البنك المركزي السلطة النقدية النهائية التي تضطلع بصنع القرارات فيما يخص السياسة النقدية وهل الحكومة ممثلة بأعضاء في المجلس، إضافة إلى إجراءات وقواعد تعيين الإدارة العليا. وتوصلت الدراسة إلى أن تمتع البنك المركزي بالاستقلالية من حيث صنع القرارات وتعيين المجلس الإداري ينتج عنه مستويات أقل من معدلات التضخم[1]، ذلك أن استقلالية البنك المركزي الاقتصادية والسياسية ترتبط عكسيا مع معدل التضخم مع عدم وجود أي ارتباط معنوي بين استقلالية البنك المركزي ومعدل النمو، وهذا ما دفعهم بالاعتقاد أن تمتع البنك المركزي بالاستقلالية ذو أهمية لكن لا أثر واضح له على النمو الاقتصادي[2].

فيما تبدو استقلالية البنك المركزي في عديد الدراسات التجريبية، ذات أهمية في تحقيق أداء اقتصادي أفضل لاسيما المرتبط بالتضخم حيث تعتبر ركنا أساسيا لنجاح استهداف التضخم، ذلك أن تحقيق مستويات أقل للتضخم مرتبط بدرجة استقلالية البنك المركزي، ما أثبته Bade and Parkin 1982 من خلال دراسة العلاقة الموجودة بين خصائص السياسة النقدية ـ المتمثلة أساسا في التضخم الذي تم قياسه من خلال حركات معدل الصرف؛ تغيرات السياسة النقدية من خلال معدل نمو النقود؛ واستجابة السياسة النقدية للأهداف الاسمية والحقيقية سواء الداخلية أو الخارجية- والقوانين التي تُنشِيء وتَحُد من سلطة البنك المركزي لعينة شملت 12 دولة صناعية في الفترة 1951-1975، واعتمدت الدراسة على التمييز بين هياكل البنوك المركزية للدول 12 وتصنيفها من حيث: الأهداف المتضمنة في قوانين البنك المركزي؛ العلاقة بين البنك المركزي والحكومة في مجال وضع السياسة النقدية؛ وإجراءات تعيين أعضاء إدارة البنك المركزي.حيث تبين أن البنوك المركزية التي تتمتع باستقلالية عن الحكومة المركزية من حيث ممارسة السياسة النقدية وتعيين أعضاء إدارة البنك المركزي، هذه البنوك المركزية تصل إلى تحقيق

[1] Bernard J. Laurens, Marco Arnone, Jean-Francois Segalotto,**Central Bank Independence, Accountability, and Transparency,** International Monetary Fund, Palgrave Macmillan, New york, USA, 2009, p8.

[2] Peter Bofinger, OP.CIT, p 217.

معدلات دنيا للتضخم، حيث وَضَّح ذلك بواسطة ترتيبها حسب السلطة التي تعين إدارة البنك المركزي وكذا خصائص السياسة النقدية في مواجهة التضخم .

فالسياسة النقدية تبدو وسيلة لمحاربة التضخم وليس لكونها تستخدم بشكل كبير لتحقيق الاستقرار في الناتج الحقيقي والتشغيل، كما استنتج Bade and Parkin أن تبني هدف استقرار الأسعار كهدف وحيد ضمن القوانين لا يرتبط ولا يساهم كثيرا بتحقيق معدلات متوسطة أدنى للتضخم بالمقارنة مع حالات لا يتم فيها تبني هدف مماثل ضمن القوانين[1].كما قام كل من1993 Alberto Alesina, Lawrence H. Summers باستخدام مقاييس للأداء الاقتصادي والمتمثلة في متوسط وتباين كل من: التضخم، نموGNP الحقيقي، البطالة، ومعدل الفائدة الحقيقي لعينة 16 دولة صناعية في الفترة 1955-1988، بهدف التحقق من ارتباط الأداء الاقتصادي الجيد ولاسيما مستويات التضخم المنخفضة بدرجة أعلى من استقلالية البنك المركزي السياسية حسب القوانين والتشريعات والتي تم قياسها باستخدام معدل المؤشرين GMT 1991 وBade and Parkin 1982 ، وحيث وضحت النتائج الارتباط السلبي ما بين مستويات التضخم واستقلالية البنك المركزي فيما لم تكن للاستقلالية فوائد معتبرة بالنسبة للأداء الاقتصادي الكلي الحقيقي[2]، وهو ما يوضح مساهمة استقلالية البنك المركزي في تحقيق أداء أفضل في مجال التضخم.

الإشكالية التي تُطرح ضمن تقييم استقلالية البنك المركزي وعلاقتها بتحقيق أداء اقتصادي جيد ولاسيما استقرار معدلات التضخم، هي أن الاستقلالية القانونية بمفهوم الدراسات السابقة لا يمكن الاعتماد عليها لوحدها في تحديد العلاقة بين التضخم واستقلالية البنك المركزي خاصة في الدول النامية، كما أن قوانين البنوك المركزية في عمومها مصاغة بطريقة تستدعي الكثير من التفسيرات لعدم اكتمالها، وحتى في حالة وضوح القوانين بشكل كبير فإن الواقع يختلف كثيرا عن ما جاء به القانون، لذلك من المفيد تحديد الاستقلالية الفعلية من خلال معدل دوران المحافظ والضعف السياسي له، عن طريق تحليل فترات تعيين المحافظ تبعا للتغير في الفترات والعهدات السياسية للحكومة، وهو ما أشار إليه Alex Cukierman, Steven B. Webb, Bilin Neyapti 1992 في دراسة أجريت لعينة من الدول الصناعية والنامية في الفترة 1950-1989، حيث بينت الدراسة وجود ارتباط عكسي ما بين التضخم والاستقلالية القانونية ضمن مجموعة الدول الصناعية، التي تم قياسها بواسطة مؤشر Cukierman .فيما أنه في حالة الدول النامية فإن معدل دوران المحافظ يمثل أفضل مؤشر لقياس استقلالية البنك المركزي، ذلك أنه من

[1] Michael Parkin, Robin Bade**, Central Bank Laws and Monetary Policies : A Preliminary Investigation**, Western University, 1978, p p 2,27.

[2] Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, **Central Bank Independence and Macroeconomic Performance : Some Comparative Evidence**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 25, N°2, 1993, p p 154. 159.

الواضح وجود اختلاف بين ما هو منصوص عليه قانونا وما هو مطبق في الواقع في مجال استقلالية البنوك المركزية بالدول النامية، وأن انخفاض هذا المعدل مما يشير إلى الاستقلالية الفعلية يساهم في شرح الاختلافات في معدلات التضخم بين دول هذه المجموعة.

إن تمتع البنك المركزي بدرجة أقل من الاستقلالية القانونية والفعلية تساهم في معدل تضخم مرتفع، وبالمقابل فإن ارتفاع مستويات التضخم لفترة من الزمن من المحتمل أن تساهم في تخفيض استقلالية البنك المركزي، ذلك أن هذه الوضعية تشجع الحكومة على التدخل بسهولة والتأثير على السياسة النقدية بالرغم من عدم تغيير قانون البنك المركزي، حيث أن معظم قوانين البنوك المركزية لا توفر تحديدا دقيقا وكاملا لمجالات مسؤولية كل من البنك المركزي والسلطة التنفيذية أو الحكومة[1].

الفرع الثاني: قياس استقلالية البنك المركزي

يختلف الإطار المؤسساتي لاستقلالية البنك المركزي في البلدان النامية عنه في البلدان المتقدمة، فمن المتعارف عليه خاصة بالدول النامية عنه بالدول المتقدمة، أن استقلالية البنك المركزي في الواقع (الفعلية) مختلفة عن الاستقلالية القانونية (المتضمنة في القوانين)، ما يمكن تفسيره بالتنفيذ الجيد للقانون ضمن مجموعة الدول المتقدمة مقارنة مع الدول النامية. ولتقييم الاستقلالية الفعلية للبنك المركزي يتم استخدام مؤشر معدل تغير المحافظ turnover of Central Bank governor's وهو ما يمثل وتيرة تغيير المحافظ خلال فترة زمنية قصيرة تبعا لتغير وللانتقال السياسي[2].لقياس استقلالية البنك المركزي يمكن الاعتماد على عدد من المؤشرات، نذكر من بينها:

أ.مؤشر Grilli, Masciandaro, Tabellini (GMT) (1991): يركز هذا المؤشر على كل من الاستقلالية السياسية والاقتصادية كما يلي:

- **الاستقلالية السياسية**: والتي تمثل إمكانية البنك المركزي من اختيار الهدف النهائي للسياسة النقدية حيث يمنح للبنك المركزي نقطة 1 لكل عبارة من العبارات المنتمية للمجالات الثلاث التي يرتكز عليها التقييم وفق هذا المؤشر، وتتمثل المجالات الثلاث فيما يلي:

- إجراءات تعيين وعمل مجلس البنك المركزي، من حيث التأكد فيما إذا كان القانون ينص على إجراءات مستقلة لتعيين هيئات صانعي القرار في البنك المركزي، وما إذا كانت هذه الهيئات تتمتع بفترة عمل طويلة إلى حد ما؛

[1] Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti, **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome**,The world Bank Economic Review, vol6, n°3, 1992, p p 376, 383.
[2] Alex Cukierman, **Central Bank Independance and Monetary policymaking Institutions – past, present, and future**, European Journal of Political Economy, N°24, 2008, P 724.

- العلاقة الوظيفية التي تربط بين البنك المركزي والحكومة، بقياس مستوى الاستقلالية المؤسساتية لهيئة اتخاذ القرار في البنك المركزي واستقلاليته في صياغة السياسة النقدية؛
- المسؤولية الرسمية لإدارة السياسة النقدية، التزام البنك المركزي في إطار مهامه الرسمية بتحقيق الاستقرار النقدي وغياب سلطة تامة للحكومة في هذا المجال.

• **الاستقلالية الاقتصادية**: تمثل المؤشر الفرعي الثاني ضمن هذا المقياس، وتشير الاستقلالية الاقتصادية استقلالية البنك المركزي في اختيار أدوات السياسة النقدية.

يركز المقياس ضمن هذا المفهوم على المجالات التالية:

- إمكانية إقراض البنك المركزي للحكومة، من حيث خضوعه لقيود مناسبة فيما يخص الكمية والأجل قصد تحييد تأثير الحكومة على إنشاء النقود (القاعدة النقدية) في الأجل القصير؛
- طبيعة الأدوات النقدية التي يتحكم فيها البنك المركزي بصورة تامة، حيث يسمح هذا المجال بتقييم ما إذا كان البنك المركزي يتحكم مباشرة في سياسة معدل الفائدة ولديه مسؤولية محدودة في مجال الإشراف البنكي.

الجدول(1-2): مؤشر استقلالية البنك المركزي GMT

Source : Bernard J. Laurens, Marco Arnone, Jean-Francois Segalotto,**Central**

مؤشر الاستقلالية	القيمة
الاستقلالية السياسية	**8**
إجراءات لتعيين المحافظ ومجلس البنك المركزي	
1.لايتم تعيين محافظ البنك المركزي من طرف الحكومة	**1**
نعم	**1**
2.يتم تعيين محافظ البنك المركزي لأكثر من 5 سنوات نعم	**1**
3.مجلس البنك المركزي ليس معين من طرف الحكومة	**1**
نعم	
4.مجلس البنك المركزي معين لأكثر من 5 سنوات نعم	**1**
علاقة البنك المركزي بالحكومة	**1**
5.تمثيل الحكومة في مجلس البنك المركزي ليس متطلبا	
نعم	**1**
6. موافقة الحكومة ليست مطلوبة لصياغة السياسة النقدية نعم	**1**
المسؤولية الرسمية للبنك المركزي في صياغة السياسة النقدية	
7. استقرار الأسعار هو أحد الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية نعم	
8.الأحكام القانونية تعزز موقف البنك المركزي إذا كان في حالة خلاف مع الحكومة	
نعم	
الاستقلالية الاقتصادية	**8**
شروط إقراض مباشر للحكومة من طرف البنك المركزي	
1.الإقراض المباشر ليس ألي نعم	**1**
2. الإقراض المباشر يتضمن معدلات فائدة سوقية نعم	**1**
3.الإقراض المباشر مؤقت نعم	**1**
4.الإقراض المباشر يخضع لقيود كمية نعم	**1**
5. لا يشارك البنك المركزي في السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية	**1**
نعم	
مستوى تحكم البنك المركزي في أدواته النقدية	**1**
6.سياسة معدل الفائدة تتحدد بشكل مستقل من طرف البنك المركزي نعم	
7.الرقابة المصرفية والإشراف	**2**
ليست موكلة للبنك المركزي نعم	**1**
مشتركة مع هيئة أخرى نعم	

Bank Independence,Accountability, and Transparency, International Monetary Fund, Palgrave Macmillan, New york, USA, 2009, p125.

ب.مؤشر Cukierman (1992):

يعتبر هذا المؤشر واحدا من بين أكثر المؤشرات شمولية، يتكون من 16 متغيرا شبيها لمؤشر GMT، وقد اعتمدت دراسة A.Cukierman على عينة 72 دولة (21 دولة صناعية و51 دولة نامية)، للفترة 1950-1989، تضمنت قياس للاستقلالية القانونية للبنك المركزي بناءا على أربع مجموعات رئيسية، إضافة إلى تحديد الوتيرة الحالية لتغيير محافظ البنك المركزي (معدل تغييره)، واستخدمت الاستبيان الذي شمل مستجوبين من متخصصين في السياسة النقدية لعينة 23 بلد، حيث صمم الاستبيان لمعرفة الاختلافات ما بين القوانين ومواثيق البنك المركزي والممارسات الحالية، كما يلي:

- قياس الاستقلالية القانونية للبنك المركزي: تختلف الأطر القانونية للبنوك المركزية من حيث تركيزها ونطاقها ودرجة التفصيل الخاصة بها، وفي الواقع فإن العديد من الأحكام في مواثيق البنوك المركزية ليس لها تأثير مباشر على استقلالية البنك المركزي لذلك فإن تصنيف مواثيق البنك المركزي من حيث درجة الاستقلالية القانونية أمر صعب ويحتاج إلى أحكام موضوعية، ويمكن تجميع الخصائص القانونية للبنوك المركزية ضمن أربع مجالات رئيسية:

- المحافظ: من حيث مدة تعيينه، الهيئة التي تضطلع بذلك، أحكام فصله من وظيفته، إمكانية مزاولته لمهنة أخرى؛
- صياغة السياسة النقدية: من حيث الهيئة المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية، القواعد المتعلقة بحل النزاعات بين البنك المركزي والحكومة، درجة مشاركة البنك المركزي في صياغة موازنة الحكومة؛
- أهداف البنك المركزي: ويتضمن أحكام وميثاق البنك المركزي فيما يتعلق بأهداف السياسة النقدية الأساسية وأهمية الاستقرار النقدي؛
- حدود الإقراض النهائي: والمتمثل في تقييد قدرة البنك المركزي على إقراض الحكومة، من حيث السلطة التي تراقب شروط الإقراض، شروط الإقراض، إمكانية مشاركة البنك المركزي من عدمه في السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية[1].

يضم المقياس مجموعات مكونة من 16 متغيرا قانونيا مختلفا، بمقياس من 0(أدنى مستوى من الاستقلالية) إلى 1 (أعلى مستوى من الاستقلالية).

- مؤشرات غير رسمية عن استقلالية البنك المركزي (معدل تغيير المحافظ): يعتمد هذا المؤشر على افتراض أنه في حالة إذا فاقت على الأقل سرعة دوران محافظي البنوك العتبة فهذا يشير إلى انخفاض مستوى استقلالية البنك المركزي. ويعني ارتفاع معدل تغيير المحافظ أن مدة بقاء المحافظ في منصبه تكون أقصر منها لدى السلطة التنفيذية، وهذا يجعل منه عرضة للتأثير من طرف هذه الأخيرة، وهو ما لا يحفز

[1] Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti, **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome**, **OP.CIT**, p356.

المحافظ على محاولة تنفيذ سياسات طويلة الأجل خاصة منها ما تمتد إلى أبعد من فترة الدورة الانتخابية، في حين أن معدل تغيير أقل لمحافظ لا يعني بالضرورة وجود معدل عال من الاستقلالية للبنك المركزي.

- استبيان موجه للبنوك المركزية لعينة غير عشوائية من خبراء السياسة النقدية لمختلف البنوك المركزية، وتركز الأسئلة على الممارسة أكثر من القوانين، مثلا أهداف البنك المركزي وأهميتها في الممارسة وأيضا تقييد وحدود الإقراض في الواقع والممارسة، وتسمح الأجوبة على الاستبيان على تحديد الاختلاف بين الاستقلالية الفعلية والقانونية لاسيما عندما يكون التباعد كبيرا[1].

في توسيع لمفهوم استقلالية البنك المركزي القانونية باستخدام مؤشر Cukierman (1992)، يمكن إضافة استخدام بعد خامس للمؤشر يولي الأهمية للاستقلالية المالية للبنك المركزي، فيما يخص تحديد ميزانية البنك المركزي وتخصيص الأرباح والخسائر بالبنك المركزي. وتمثل الاستقلالية المالية للبنك المركزي قدرته على تحقيق أهدافه من دون مساعدة مالية من الحكومة[2].

يشير Cukierman إلى أهمية قياس معدل تغير المحافظ ضمن فترات التغيرات السياسية بهدف تحديد الاستقلالية الفعلية للبنك المركزي لاسيما في الدول النامية، ويعكس معدل أعلى لدوران المحافظ انخفاض استقلالية البنك المركزي، فيما أن انخفاض معدل دوران المحافظ لا يعني دائما مستوى أعلى من استقلالية البنك المركزي فعادة المحافظين التابعين والخاضعين للسلطة الحكومية يبقون لفترة أطول في مناصبهم كون أنهم لا يتواجهون مع السلطات الحكومية في مجال إدارة السياسة النقدية[3].

إضافة إلى أهمية معدل دوران المحافظ، يبدو الضعف السياسي للبنك المركزي ذو أهمية في قياس مدى استقلالية هذا الأخير، حيث يوضح هذا المؤشر مدى الضعف والحساسية السياسية للبنك المركزي تجاه السلطات الحكومية، الذي يتمثل في حالة التغيرات السياسية التي تتبعها مباشرة تغييرات لمحافظ البنك المركزي. ويمكن حسابه كما يلي[4]:

الحساسية السياسية للبنك المركزي v(i)= عدد تغيرات محافظ البنك المركزي خلال i شهر الموالية للتغير السياسي/ عدد التغيرات السياسية.

---

[1] Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti, **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome, OP.CIT**, p 367.

[2] I Kadek Dian Sutrisna Artha, Jakob de Haan, **Legal and Actual Central Bank Independence,Acase Study of Bank Indonesia**, University of Groningen, SOM Research School, Pays- Bas, 2010 ,pp 20,29.

[3] Alex Cukierman, Steven B. Webb**, Political Influence on the Central Bank:International Evidence**, The World Bank Economic Review, vol 9, n°3, 1995, p402 .

[4]Alex Cukierman, Steven B. Webb**, Political Influence on the Central Bank: International Evidence**, **OP.CIT**, p 405.

حيث: i عدد الأشهر i= 1,6

ج. مؤشر استقلالية البنك المركزي واستهداف التضخم:

في دراسة له، اعتمد F.Dumeter على مؤشر جديد لقياس استقلالية البنك المركزي واستهداف التضخم يتكون أساسا من ثلاث ركائز [1]:

- **استقلالية البنك المركزي السياسية والقانونية**: والتي تعبر عن الحرية والمرونة الممنوحة للبنك المركزي من طرف القانون، أهم خصائص هذه الركيزة هو تحديد السلطة القانونية التي تقوم بتعين المحافظ وأعضاء مجلس الإدارة في البنك المركزي وكذا إقالتهم ومدة ولايتهم، وكذا معدل دوران المحافظturnover rate ، مدى حساسية وضعف المحافظ السياسي political vulnerability ووضعية مجلس إدارة البنك المركزي؛
- **إدارة البنك المركزي وممارسة السياسة النقدية**: تتضمن هذه الركيزة أهداف السياسة النقدية وإستراتيجية السياسة النقدية وأدواتها، إضافة إلى كيفية حل التنازع مع الحكومة، سياسة الصرف، الفصل المؤسسي للسياسة النقدية والرقابة والإشراف المصرفي؛
- **شفافية ومساءلة البنك المركزي**: حيث تمثل شفافية البنك المركزي درجة فهم الجمهور لعمليات السياسة النقدية ومدى تقديم البنك المركزي للمعلومات فيما يتعلق بالسياسة النقدية، إضافة لمساءلة البنك المركزي والتي تنبع من كون أن هذا الأخير يحقق استقلالية متزايدة منذ التسعينيات من القرن الماضي في كل دول العالم وهو ما يستوجب معه مساءلته حول كل الإجراءات والقرارات فيما يخص إدارة السياسة النقدية.

يقيس المؤشر استقلالية البنك المركزي بالنظر للبعد السياسي والقانوني، فيما يوسع من تقييم الاستقلالية في مجال ممارسة السياسة النقدية وإدارة البنك المركزي إضافة إلى مدى شفافية البنك المركزي في إدارته للسياسة النقدية ومساءلته والتي تعتبر ذات أهمية كبيرة في تطبيق إستراتيجية استهداف التضخم.

من خلال هذا المؤشر يتم ربط استقلالية البنك المركزي باستهداف التضخم من خلال ثلاث قنوات المتمثلة في ركائز المؤشر الثلاث وهو ما يسمح بتقييم حقيقي لدرجة استقلالية البنك المركزي وكفاءة إستراتيجية استهداف التضخم في الدول المتقدمة والدول النامية.

المبحث الثاني: الاستقرار الاقتصادي واستهداف التضخم

[1] Florin Cornel Dumiter, **Central Bank Independence and Inflation Targeting**, The case of Romania, The Romanian Economic Journal, n°33, 2009, p41.

يتمثل الاهتمام الأساسي للسياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ويعرف صندوق النقد الدولي الاستقرار الاقتصادي بأنه يتمثل في تلك" الوضعية التي تمكن الدولة من تفادي الأزمات الاقتصادية والمالية وتجنب التقلبات الحادة في النشاط الاقتصادي والتضخم المرتفع والتقلب المفرط في أسعار الصرف والأسواق المالية "[1].فيبدو تجنب التقلبات في الناتج والتضخم من أولويات إجراءات السياسة النقدية في الأجل المتوسط، والتي تنتقل أثارها إلى متغيرات الاقتصاد الحقيقي عبر آليات الانتقال، فيما لا يمكن تحديد كيفية ممارسة السياسة النقدية لتأثيراتها بدقة لتحقيق فعاليتها، هذه الأخيرة التي يمكن تفسيرها بعديد العوامل المتغيرة بحسب طبيعة وخصائص كل اقتصاد على حدا .

المطلب الأول: استهداف التضخم والأداء الاقتصادي في الدراسات التجريبية

منذ اعتماد استهداف التضخم أول مرة سنة 1990 من طرف نيوزيلاندا تبنت العديد من البنوك المركزية في العالم هذه الإستراتيجية نظرا للنتائج المحققة والملاحظة خصوصا على انخفاض معدلات التضخم والتوقعات التضخمية ما يسمح بتخفيض الآثار التضخمية للصدمات الاقتصادية الكلية. وهذا التركيز على التضخم كهدف أساسي ووحيد للسياسة النقدية في ظل استهداف التضخم المقيد يثير التساؤل فيما إذا كان هذا الإطار يمنح الأهمية اللازمة لأهداف أخرى مثل استقرار الناتج.

في الواقع حتى مع اعتماد استهداف التضخم المقيد فإن البنك المركزي يولي الاهتمام للناتج وذلك لأهمية دور هذا الأخير في تحديد التضخم في المستقبل، فالبنك المركزي ضمن هذا الإطار للسياسة النقدية يضع الناتج ضمن دالة الهدف المحددة من طرفه. يظهر الفرق مبدئيا بين نظام استهداف مقيد أو مرن من خلال الوزن الذي يُمنَح للناتج في دالة الهدف للبنك المركزي وهو ما يوضح تفضيلات صانعي السياسة النقدية فيما يخص الناتج والتضخم[2].

وعموما تنتهج البلدان المستهدفة للتضخم نظاما مرنا، تولي فيه السلطات النقدية أهمية لتحقيق استقرار الناتج بجانب تخفيض معدلات التضخم وتغيراته. ومنذ اعتماد استهداف التضخم في نيوزيلندا1990 ثم كندا 1991 وإنجلترا 1991 تبنت العديد من الدول الصناعية هذه الإستراتيجية وعدد متزايد من الدول النامية، هذه الأخيرة تعتمد استهداف التضخم على الخصوص لتحقيق استقرار الأسعار وتدعيم الإصلاحات الاقتصادية [3].

---

[1] هبة عبد المنعم، **أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار**، صندوق النقد العربي، 2012، ص4.

[2] Guy Debelle, **Inflation targeting and output stability**, **OP.CIT** , p 11. p 21,22.

[3] Serdar ÖZTÜRK, Ali Sözdemir, Özlem Ülger, **The Effects of Inflation Targeting Strategy on The Growing Performance of Developed and Developing Countries: Evaluation of Pre and Post Stages of Global Financial Crisis**, Procedia, N°109, 2014, p57 – 64, p 59.

اهتمت عديد الدراسات التجريبية بأثر تبني استهداف التضخم على الأداء الاقتصادي الكلي لاسيما الاستقرار الاقتصادي من حيث مستوى التضخم وتغيراته وتغيرات الناتج، وتتباين نتائج مختلف الدراسات بين وجود تأثير وعدم وجوده .

يرى[1] Laurence Ball ,Niamh Sheridan (2013) أنه لا توجد أدلة على أن استهداف التضخم يحسن من الأداء الاقتصادي للبلدان التي تعتمده، وهذا كنتيجة لدراسة تضمنت قياس سلوك كل من التضخم، الناتج ومعدل الفائدة لعينة من 20 بلد سنة 2003، حيث تمت مقارنة أداء 7 بلدان تنتمي إلى OECD _ تبنت استهداف التضخم في بداية التسعينات_ و 13 بلدا لم تستهدف التضخم، وقد شملت الدراسة مرحلتين ما قبل 1990 وما بعدها.فحسب هذه الدراسة فإن كلا البلدان المستهدفة وغير المستهدفة للتضخم حققت أداء اقتصاديا جيدا في فترة ما بعد 1990بالمقارنة مع الفترة ما قبلها، وهذا ما يعني أن تحسن الأداء الاقتصادي راجع إلى عوامل أخرى غير تبني استهداف التضخم، كما أن تحسن الأداء الاقتصادي كان أفضل بالنسبة للدول التي تستهدف التضخم في الفترة قبل الاستهداف. وخلال فترة الاستهداف حققت البلدان التي لا تستهدف التضخم ناتجا أكثر استقرارا مقارنة بالبلدان التي تستهدف التضخم فيما كانت هذه الفترة الأكثر استقرار للناتج بالنسبة لكلتا المجموعتين مقارنة بالفترة قبل 1990 أي قبل اعتماد استهداف التضخم كإستراتيجية للسياسة النقدية. ولم يجد الباحثين أية أدلة على أن استهداف التضخم يخفض من تغيرات التضخم حيث أن الانحراف المعياري للتضخم كان منخفضا كما واتجاه التضخم للانخفاض لكل من المجموعتين خلال فترة استهداف التضخم، إضافة إلى أنه خلال الفترتين فإن الانحراف المعياري للتضخم كان أقل في البلدان التي لم تتبنى استهداف التضخم مقارنة بمجموعة الدول التي تستهدف التضخم. بذلك استنتج Laurence Ball وNiamh Sheridan أنه لا توجد أدلة على أن استهداف التضخم يحسن من الأداء الاقتصادي للبلدان، وتفسير ذلك أن كل من هاتين المجموعتين من البلدان تتبع نفس سياسات معدل الفائدة (حيث لوحظ من البيانات أن تغيرات معدلات الفائدة متشابهة في كل من الدول التي تستهدف التضخم والتي لا تستهدفه)، إذن فإذا لم تغير البلدان التي تتبنى استهداف التضخم من سلوك سياسة الأدواتpolicy instruments من الطبيعي أن النتائج الاقتصادية لن تتغير كذلك، وهو ما يشير إلى أن المظاهر المؤسسية والرسمية لاستهداف التضخم _ الإعلان عن الهدف؛ تقارير التضخم؛ تعزيز استقلالية البنوك المركزية_ هي ليست ذات أهمية كونها غير كافية لوحدها. بالرغم من هذه النتائج فإن Laurence Ball وNiamh Sheridan يعترفان بأن هناك العديد من الإيجابيات التي تنتج عن اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم:

[1] Laurence Ball, Niamh Sheridan, **Does Inflation Targeting Matter?,** NBER Working Paper Series, Cambridge, 2013.

أولا، في هذا السياق يمكن التنبيه إلى أن مظاهر تطبيق هذه الإستراتجية تكون مرغوبا بها أحيانا لأسباب سياسية أكثر منها اقتصادية، ذلك أن استهداف التضخم ينتج عنه انفتاحا أكثر في صنع السياسة "open policymaking "، ما يجعل من دور البنك المركزي أكثر تناسقا مع مباديء المجتمع الديموقراطي ؛

ثانيا، يمكن لاستهداف التضخم أن يحسن من الأداء الاقتصادي في المستقبل، ذلك أن البيئة الاقتصادية خلال فترة الدراسة تميزت بالاستقرار فبمجرد مواجهة صانعي السياسة النقدية ظروف مغايرة لصدمات عرض بحجم أزمة السبعينيات أو ضغوط سياسية أخرى يمكن حينئذ ملاحظة مدى تمكن البلدان التي انتهجت استهداف التضخم في مواجهة التحديات الجديدة بشكل أفضل من الدول التي لا تستهدف التضخم.

الملاحظ أن هذه الدراسة شملت البلدان الصناعية فقط ولم تشمل البلدان الناشئة حيث حذفت من العينة تلك التي التحقت بـ OECD سنة 1990 كما حذفت منها البلدان التي حققت معدلات تضخم أكبر من 20% منذ 1984 مثل تركيا، اليونان وإسلندا . فطبيعة الاقتصاديات المختارة للدراسة تجعل من النتائج حول الأداء الاقتصادي المرتبط بتبني استهداف التضخم غير واضحة وهو ما أكده عدم إيجاد أدلة على دور تبني استهداف التضخم في تحسن الأداء الاقتصادي بمقارنة مجموعة البلدان المستهدفة وغير المستهدفة وبملاحظة الأداء الاقتصادي خلال الفترتين.

تبدو الدراسة السابقة من الدراسات القليلة التي لا تعترف بدور وأثر استهداف التضخم على تحسين الأداء الاقتصادي للبلدان التي تعتمده كإستراتيجية للسياسة النقدية. فيما تعترف عديد الدراسات بأثر استهداف التضخم ودوره في تحقيق هدفه الأساسي وهو تخفيض مستوى التضخم وحتى تغيرات التضخم بينما لا تتفق الدراسات على أثره على استقرار الناتج وهو ما تؤكده دراسة[1] Michanel Stephan G. Cecchetti, Ehrmann(2002) من أن تبني استهداف التضخم يؤدي إلى زيادة تقلبات وتغيرات الناتج، حيث توصلا لهذه النتيجة بدراسة عينة لـ 23 بلدا منها 9 بلدان تستهدف التضخم بشكل صريح لفترات قبل وبعد استهداف التضخم. حيث انطلقا من فكرة أنه بحدوث صدمات العرض الكلي التي تدفع بالناتج والتضخم في اتجاهين مختلفين، ينبغي على السياسة النقدية أن تسمح كذلك بتحرك الناتج والتضخم من مستوياتهما المرغوب بها في الأجل الطويل وهو ما يعني وجود تبادلية في التغيرات variability trade-off، ما يمكن تفسيره بتغير تفضيلات صانعي السياسة النقدية عند الانتقال إلى استهداف التضخم، وحيث يزداد نفور صناع السياسة النقدية من تغيرات التضخم وينخفض نفورهم من تغيرات الناتج وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع تغيرات الناتج output variability .فيما يبدو من خلال دراسات

[1] Stephan G. Cecchetti, Michanel Ehrmann, **Does inflatio targeting increase output volatility ? an international comparison of policymakers' preferences and outcomes**, in (K. Schmidt-Hebbel, ed.), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, Central bank of Chile, Chile, 2002

أخرى أن استقرار معدلات التضخم في إطار تطبيق استهداف التضخم له دور كبير في نمو الناتج واستقراره، ذلك أن تضخم منخفض ومستقر يشجع على نمو الناتج في الأجل الطويل.

ففي دراسة لكل من Klaus Schmidt-Hebbel , Frederic S. Mishkin (2007) [1] تم التوصل إلى مجموع المكاسب التي تتحقق ضمن استهداف التضخم فيما يخص تحسين الأداء الاقتصادي (تخفيض تغيرات كل من التضخم والناتج). هذه الدراسة شملت كل من بلدان صناعية وبلدان ناشئة (21 بلدا) كلها تعتمد استهداف التضخم، تضمنت ملاحظة الأداء لاقتصادي لفترة ما قبل الاستهداف وما بعده وكذلك مقارنة الأداء الاقتصادي للبلدان الناشئة مع مجموعة 13 بلدا صناعيا لا تستهدف التضخم تتميز بأفضل أداء اقتصادي كلي وأفضل أداء للسياسة النقدية في العالم، وحيث شملت الدراسة الفترة 1989- 2004. توصلت الدراسة إلى أن استهداف التضخم يساعد البلدان التي تنتهجه على تحقيق معدلات تضخم أقل في الأجل الطويل، كما أن استجابتها لتغيرات أسعار النفط وصدمات أسعار الصرف تنخفض، كما أن استمرارية التضخم هي أقل منها في البلدان المستهدفة للتضخم عن البلدان التي لا تستهدف التضخم، والملاحظ أن هذه النتائج تكون أكثر وضوحا في البلدان الناشئة ذلك أن هذه الأخيرة حققت انخفاضا واضحا في تغيرات نمو الناتج وأيضا في تغيرات فجوة الناتج في فترة استهداف التضخم. إن انتهاج إستراتيجية استهداف التضخم يعزز من استقلالية السياسة النقدية ويحسن فعاليتها إضافة إلى كونه يعمل على تحقيق معدلات تضخم قريبة من مستوياتها المستهدفة. ويشير Frederic S. Mishkin و Klaus Schmidt-Hebbel إلى أن وضع محور ارتكاز عددي قوي " strong nominal anchor" هو مفتاح نجاح السياسة النقدية إذ أن بعض البلدان الصناعية تمكنت من وضع هذا الأخير من دون استهداف التضخم، ذلك أن الدراسة لم تجد أدلة كافية على أن البلدان الصناعية المستهدفة للتضخم حققت نتائج أفضل من مجموعة البلدان الصناعية التي لا تستهدف التضخم، بالرغم من هذا لا يمكن القول أن استهداف التضخم لا ينطوي على عدة إيجابيات على البلدان الصناعية، بالعكس من ذلك فحسب الدراسة فإن البلدان الصناعية التي لم تختر استهداف التضخم في إدارة سياستها النقدية يمكن أن تواجه التحديات التالية:

- التركيز على الأجل الطويل الذي تبديه البلدان غير المستهدفة للتضخم يمكن أن يضعف مستقبلا؛
- ضعف الشفافية حول أهداف السياسة النقدية يرفع من عدم التأكد؛
- ضعف المساءلة في غياب استهداف التضخم يمكن أن يخفض من استقلالية البنك المركزي مستقبلا وهو ما يضعف من محور الارتكاز الاسمي nominal anchor

[1] Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel , **Does Inflation Targeting Make A Difference?**, NBER Working Paper Series, Cambridge, 2007.

.فحسب Frederic S. Mishkin وKlaus Schmidt-Hebbel فإن تبني استهداف التضخم يمكنه أن يضمن أن نجاح أداء السياسة النقدية - الملاحظ في البلدان التي لا تستهدف التضخم خلال فترة الدراسة- سيستمر مستقبلا.

تبدو النتائج مختلفة - من وجهة نظر بعض الدراسات- بين استهداف التضخم في كل من البلدان الصناعية والبلدان النامية، ففي دراسة لـــ Shu Lin, Haichun Ye (2009) [1] تَبيَّنَ أثر انتهاج استهداف التضخم في 13 بلدا ناميا خلال نهاية 2004 بانخفاض مستوى التضخم بثلاث 3% نقطة. يعتبر الباحثان أن المصداقية المكتسبة من الإعلان الصريح عن التضخم المستهدف هي أساسية بالنسبة للبلدان النامية، كما أن فعالية استهداف التضخم مختلفة في البلدان النامية عنها في البلدان الصناعية، ويرى Shu Lin, Haichun Ye أن أداء أي نظام استهداف للتضخم يتأثر بخصائص البلد مثل الفترة الزمنية منذ اعتماد هذه السياسة النقدية والجباية الحكومية، حيث أن استهداف التضخم هو أقل فعالية في تخفيض التضخم في حالة البلدان التي تحقق أعلى نسبة من الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي وفي حالة رغبة البنك المركزي في الحد من تحركات سعر الصرف ونيته في وضع الشروط المسبقة لتبني السياسة، ذلك أن الحد من حركات سعر الصرف في ظل نظام استهداف التضخم يجعل منه أقل فعالية في تخفيض التضخم.

في دراسة لـــ[2](2008) Carlos Edwardo، ركز على نتائج استهداف التضخم في البلدان الناشئة، وذلك بدراسة عينة 36 اقتصادا ناشئا (13 منها تتبنى استهداف التضخم)، بمقارنة تغيرات متوسط التضخم وتقلباته وتقلبات الناتج ما بين البلدان التي تستهدف التضخم وغيرها من البلدان التي لا تستهدف التضخم خلال الفترة 1980 إلى 2005. وقد استنتج الباحث أن اختيار نظام استهداف التضخم أثبت إيجابياته بالنسبة للاقتصاديات الناشئة، حيث نشأ عن انتهاج هذه الإستراتيجية انخفاض كبير في التضخم في هذه البلدان، كما أن البلدان التي اختارت استهداف التضخم عرفت انخفاض كبير لتقلبات النمو أكثر مما لوحظ بالبلدان التي اختارت بدائل أخرى للسياسة النقدية، منه تشير الدراسة إلى أن اعتماد الاقتصاديات الناشئة على استهداف التضخم يساهم في تحقيق نتائج أفضل من حيث الأداء الاقتصادي.

يعتمد نجاح إستراتيجية استهداف التضخم في تحقيق استقرار الناتج والتضخم على عديد العوامل والتي تختلف من اقتصاد إلى أخر والمرتبطة أساسا بشروط تطبيقه وطبيعة استجابة كل اقتصاد حسب هيكله وآليات انتقال أثر السياسة النقدية المتبعة .

[1] Shu Lin, Haichun Ye , **Does Inflation Targeting Make a difference in Developing Countries**, Journal of Development Economics, Vol 89, 2009, p 118-123.

[2] Carlos Edwardo S, Gonçaves Joao M Salles, **Inflation Targeting in Emerging Economies : what do the data say** ?, Journal of Development Economics , N° 85, 2008, p312–318.

المطلب الثاني: فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي باستخدام حدود الفعالية

تعتبر السياسة النقدية ذات فعالية إذا نتج عنها أقل تقلبات في الناتج والتضخم، فهدف البنك المركزي في هذا المجال هو تحقيق التوليفة المثلى من التضخم والناتج من خلال دالة الهدف، وهذا ما يتضمن بحد ذاته إشكالية مدى التأثير الذي يمكن أن يحدثه البنك المركزي على هذين المتغيرين وتقلب قيمتيهما من خلال سياسة نقدية مثلى.

الفرع الأول:المفاضلة بين تغيرات الناتج وتغيرات التضخم

يواجه البنك المركزي في إدارته للسياسة النقدية وضعية تعارض بين هدفي استقرار الأسعار والتشغيل، ذلك أن البنك المركزي لا يمكنه تحقيق استقرار الأسعار وناتج مرتفع في أن واحد، لذلك يعمل من خلال إدارة السياسة النقدية على المفاضلة بين المتغيرين الناتج والتضخم، وهو ما يوضحه منحنى فيليبس من خلال العلاقة بين التضخم والبطالة، إذ أنه عندما يرتفع الناتج وتنخفض البطالة فإن الأجور والأسعار تتجه نحو الارتفاع بشكل سريع، يحدث ذلك نتيجة ضغط النقابات العمالية من أجل رفع الأجور عندما تكون البطالة منخفضة، كما يمكن للمؤسسات رفع أسعار منتجاتها نتيجة رواج مبيعاتها، والعكس فإن البطالة المرتفعة تعمل على إبطاء التضخم.بذلك فإن السياسة النقدية ولتحقيق هدف واحد عليها أن تقبل بعدم تحقيق الهدف الأخر.فيما أن هذه التبادلية تكون صحيحة في الأجل القصير فقط وفق ما جاء به Phelps - Friedman من أنه لا توجد تبادلية للناتج والتضخم في الأجل الطويل. في الواقع تشير النظرية الاقتصادية الحديثة أن البنك المركزي لا يمكنه تحقيق ارتفاع في الناتج بينما يمكنه تحقيق استقراره بأقل تغيرات للناتج، وهذا ما يضع البنك المركزي في مواجهة تبادلية لتغيرات الناتج والتضخم ضمن مفهوم منحنى فيليبس من الدرجة الثانية.

أ.منحنى فيليبس "Phillips Curve " :

ناقش الاقتصادي النيوزيلاندي Alban W. Phillips في ورقة بحثية له سنة 1958 العلاقة بين البطالة ومعدل التغير في معدلات الأجور النقدية في المملكة المتحدة للفترة 1961-1957، حيث توصل إلى وجود ارتباط سلبي بين تغير معدلات الأجر النقدي والبطالة، كما ناقش عددا من محددات الأجر، وافترض أن ليس فقط مستوى البطالة ولكن أيضا التغير في معدل البطالة يؤثر على التغير في الأجور الاسمية، كما تطرق لأثر تكلفة المعيشة "cost of living effect" والذي يحدث نتيجة تغيرات في أسعار التجزئة(والناتجة عن السلع المستوردة وأسعار السلع الفلاحية المحلية) وحيث يمكن أن يؤثر على معدل تغير الأجور النقدية، إن هذا الأثر يمكن أن يخفي الارتباط السلبي السابق بين الأجر النقدي والبطالة.

إن وجود علاقة ارتباط بين البطالة والتضخم يؤدي إلى تبادلية بين المتغيرين، وحيث يستغل صناع السياسة هذه التبادلية للاختيار بين توفيقات من التضخم والبطالة التي يرون أنها مقبولة اجتماعيا، فمثلا فإن الرغبة في الحفاظ على بطالة منخفضة جدا يمكن تحقيقه بقبول معدل تضخم في مستوى مرتفع. إن الفكرة المرتبطة بالمدى الذي من خلاله تستغل السياسة النقدية هذه التبادلية بين التضخم والبطالة هيمنت على دراسات العرض الكلي على الأقل منذ 1960.

إن استغلال السياسة النقدية لفكرة الارتباط الذي جاء به فيليبس نوقشت بشكل واسع في الولايات المتحدة سنوات 1960 وكان Paul Samuelson و Robert Solowسنة 1960 أول من درس تجريبيا التبادلية بين تضخم الأجور والبطالة في الولايات المتحدة، حيث ناقشا استخدام السياسة لهذه التبادلية بين التضخم والبطالة مع إمكانية استغلال هذه التبادلية فقط في الأجل القصير، وركزا في دراستهما على أنه في الأجل الطويل العديد من العوامل يمكن أن تؤدي إلى تحرك في منحنى فيليبس مما يجعل من الصعوبة على السياسة النقدية اختيار نقطة محددة على منحنى فيليبس للأجل القصير[1].

ب.فريدمان - فيلبس (Phelps - Friedman): انتقد فريدمان وفيلبس المنهج السابق ذلك أن منحنى فيليبس بالشكل السابق يمثل علاقة قصيرة الأجل، في الأجل الطويل يصبح المنحنى عموديا .

يرى Milton Friedman أن السياسة النقدية التي تهدف إلى تخفيض البطالة من خلال سياسة توسعية يمكن أن تحقق هذا الهدف فقط مؤقتا، ذلك أن معدل الفائدة المنخفض ينشط الإنفاق ويرفع من الإنتاجية الحدية للعمل ويرفع من التشغيل والناتج. حسب M. Friedman فإن الأسعار ترتفع قبل الأجور مما يخفض من الأجر الحقيقي المتحصل عليه، وهو ما يرفع من الأجر الاسمي الذي يطالب به العمال، فالأجور المرتفعة ترتبط بتراكمات ارتفاع الأسعار، وارتفاع الأجر الحقيقي يعمل على وضع معدل البطالة في معدلها الطبيعي. يرى فريدمان أن هناك دائما تبادلية مؤقتة بين التضخم والبطالة وليس هناك تبادلية دائمة .

حسب Edmund Phelps أنه في الأجل الطويل معدل البطالة التوازني مستقل عن معدل التضخم، ذلك أن منحنى فيليبس يتحرك للأعلى بنقطة مع كل ارتفاع بنقطة في الارتفاع المتوقع للأسعار، إذ أثبت أن معدل البطالة U مرتبط بالتغيرات في معدل التضخم π من خلال توظيفه لإطار توقعات ملائم .

$$\pi_t = \pi_t^e - aU_t = \pi_{t-1} - aU_t$$

[1] Jeff Fuhrer, Yolanda K. Kodrzycki, Jane Sneddon Little,Giovanni P. Olivei, **Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective,** The MIT Press Cambridge,London, England, 2009, p 5.

$$\Delta\pi_t = \pi_t - \pi_{t-1} = -aU_t$$

وهو ما يعرف بمنحنى فيليبس المتسارع" accelerationist phillips curve"، والذي يتضمن فكرتين مبتكرتين أساسيتين: أولا، أنه ينفي وجود تبادلية طويلة الأجل بين التضخم والبطالة (والتي كانت موجودة ضمن نموذج منحنى فيليبس؛ وثانيا، يعترف بأهمية التوقعات"expectation"في عملية تحديد السعر.

فيما يعتبر كل من Milton Friedman و Edmund Phelps معدل الأجل الطويل "الطبيعي" للبطالة وهو المعدل الذي يمثل عودة البطالة إلى مستوى التوازن باستقلالية تامة عن مستوى التضخم، فإن بحوثا أخرى في مجال منحنى فيليبس تركز على مفهوم معدل التضخم غير المتسارع للبطالة nonaccelerating inflation rate of unemployment (NAIRU) .

$$\Delta\pi_t = \pi_t - \pi_{t-1} = -a(U_t - U^N)$$

وهذا ما يعني أنه عندما يتساوى معدل البطالة مع معدل (NAIRU) يشار إليه في المعادلة بـــ U^N فإن التغير في معدل التضخم يساوي 0، بشكل عندما يتساوى معدل البطالة والمعدل الطبيعي فإن التضخم يساوي التضخم المتوقع [1] .

ج. **منحنى تايلور 1979 :**في الأجل الطويل يتخذ منحنى فيليبس الشكل العمودي، ذلك أنه ليس هناك مفاضلة بين مستوى التضخم و مستوى الناتج في الأجل الطويل، فيما يعتقد تايلور أنه توجد مفاضلة بين تقلبات الناتج وتقلبات التضخم بمعنى منحنى فيليبس من الدرجة الثانية second order philips curve الذي لا يكون شكله عموديا في الأجل الطويل بهذا المفهوم، إن هذه التبادلية في مفهوم تايلور ليست تجريبية بينما تمثل اختيار السياسة النقدية .

إن الفكرة الأساسية للتبادلية بين تغيرات التضخم والناتج، تكمن في أن صناع السياسة النقدية يمكنهم اختيار مدى استخدام السياسة النقدية للتخفيف من تأثير الاضطرابات المرتبطة بالعوامل غير الأساسية *لمحددة لمعدل البطالة (العوامل التي تؤدي إلى انحراف معدل البطالة عن معدله الطبيعي من غير التغيرات في إجراءات السياسة النقدية). ذلك أنه في وضعية تغير في توقعات المستهلكين إلى حالة تشاؤمية حول دخولهم المستقبلية، وانحراف معدل التضخم الحالي ليصبح أقل من المتوقع، فإن السياسة النقدية تتدخل من خلال التوسع في العرض النقدي لمواجهة انخفاض معدل

[1] Jeff Fuhrer, Yolanda K. Kodrzycki, Jane Sneddon Little, Giovanni P. Olivei, **OP.CIT**, p 7,8.

*تتمثل العوامل الأساسية المحددة لمعدل البطالة في عوامل تتغير ببطء مع الزمن، مثل التطور التكنولوجي النمو الديموغرافي، القوانين والتشريعات والعادات المجتمعية، وحيث تحدد هذه العوامل المعدل الطبيعي للبطالة.

البطالة الناتج عن الصدمة في التضخم المنخفض Disinflationary shock، وبالعكس في حالة تغير التوقعات نحو حالة التفاؤل عن المستقبل وارتفاع التضخم الحالي عن التضخم المتوقع، فإن السياسة النقدية تعمل على تخفيض العرض النقدي. إن السياسة النقدية بهذا المفهوم تعمل على التحكم في تغيرات معدل البطالة التي تتسبب فيها الانحرافات ما بين معدل التضخم الحالي والمتوقع، هذه الأخيرة الناتجة عن عوامل مختلفة عن إجراءات السياسة النقدية [1].

ولتحديد المفاضلة بين تقلبات الناتج وتقلبات fluctuations التضخم في الأجل الطويل يتم تحديد قيم كل من $\sigma_{\pi}^2 = E(\pi_t - \pi^*)^2$ و $\sigma_y^2 = \mathrm{E}(\mathrm{y_t} - \mathrm{y}^*)^2$ والموافقة لمختلف قيم λ والممثلة لمعامل تفضيلات صانعي السياسة النقدية، ومنه فإن الشكل البياني لكل من σ_y و σ_π يتحدد به القيم الدنيا للتغيرات في الناتج والتضخم الممثلة لمواقع الفعالية efficiency حيث أنها تمثل منحنى المفاضلة tradeoff curve [2].

الفرع الثاني: تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق الأداء الاقتصادي باستخدام حدود الفعالية

يمكن تفسير جزء معتبر من التحسن في الأداء الاقتصادي إلى التغير والتحسن في فعالية السياسة النقدية. يمكن النظر لفعالية السياسة النقدية على أنها تتمثل في استجابة السياسة النقدية ومدى تحقيقها لتوفيقة من تغيرات التضخم والناتج، ذلك أن فعالية السياسة النقدية تنتج بتحقيق البنك المركزي التأثير على كل من التضخم والناتج من خلال آلية انتقال أثار السياسة النقدية.يعتقد العديد من الاقتصاديين أن السياسة النقدية يمكنها التأثير على مسار الاقتصاد الحقيقي على الأقل في الأجل القصير، ذلك أن إجراءات السياسة النقدية تكون متبوعة بتغيرات في الأداء الاقتصادي .

إن التغيرات في الأداء الاقتصادي (الناتج-التضخم) يمكن أن تنتج عن التغيرات في فعالية السياسة النقدية أو عن التغيرات في الصدمات الاقتصادية. يمكن الاعتماد على مفهوم حدود الفعالية أو ما يعرف بتبادلية تغيرات الناتج والتضخم" inflation – output variability trade-off" لتقييم فعالية السياسة النقدية ولتوضيح ذلك يمكن اعتبار اقتصاد بسيط يتأثر عادة بنوعين من الاضطرابات والتأثيرات:

-صدمات الطلب الكلي والتي تعمل على تحريك الناتج والتضخم في نفس الاتجاه؛

[1] Satyajit Chatterjee, **The Taylor Curve and the Unemployment-Inflation Tradeoff**, Business Review, Q3,2002,pp26-33.

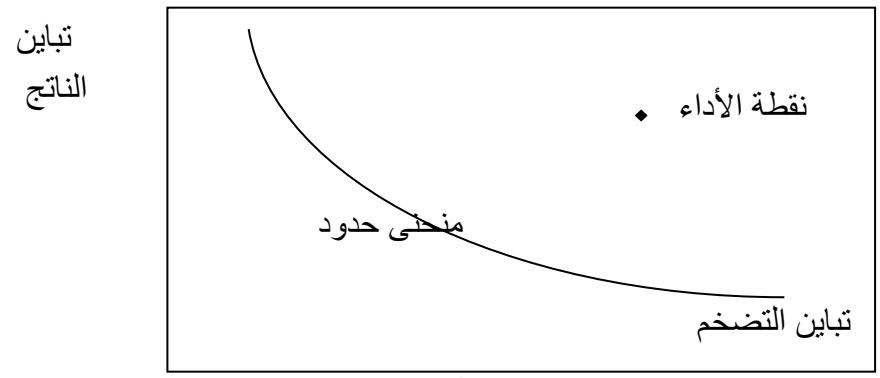
[2] John B.Taylor, **Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations**, Econometrica, Vol 47, N°5 , 1979, p 1280.

- صدمات العرض الكلي والتي تعمل على تحريك الناتج والتضخم في اتجاهين متعاكسين.

طالما تستطيع السياسة النقدية تحريك الناتج والتضخم في نفس الاتجاه فإنه يمكنها تعويض صدمة الطلب الكلي، بالمقابل صدمة العرض الكلي تجبر السلطة النقدية على مواجهة المفاضلة بين تغيرات الناتج وتغيرات التضخم، هذه المفاضلة تسمح لنا ببناء وتحديد حدود الفعالية efficiency frontier للسياسة النقدية، والتي تمثل نقاط مثلى لتقلبات وتغيرات كل من الناتج والتضخم وهو المنحنى المعروف بمنحنى Taylor (1979).

يعتمد موقع المنحنى على تغيرات صدمات العرض الكلي فكلما كانت التغيرات أقل يكون المنحنى أقرب لنقطة 0، بينما يتحدد ميل المنحنى بهيكل الاقتصاد . عندما تكون السياسة النقدية أمثلية يكون موقع الاقتصاد على هذا المنحنى وعندما تكون غير أمثلية لا يقع الاقتصاد على هذا المنحنى، فعندما تكون السياسة النقدية دون المستوى الأمثل فإن الاقتصاد لن يكون على هذه الحدود وبدلا من ذلك تقع نقطة الأداء إلى الأعلى يمينا.إن تحرك نقطة الأداء باتجاه منحنى حدود الفعالية يدل على تحسن في أداء صناعة السياسة . الهدف من تحليل حدود الفعالية هو قياس كل من الحركات في نقطة الأداء والحركات في حدود الفعالية.

الشكل (1-2) : منحنى حدود الفعالية ونقطة الأداء



Source :Stephen G. Cecchetti, Stefan Krause, **Central Bnak Struecture, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance : Exploring Empirical Relationships**, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002, p49.

لقياس الأداء الاقتصادي من حيث تقلبات الناتج والتضخم وكذلك المسافة بين نقطة الأداء وحدود الكفاءة نفترض أن هدف صناع السياسة النقدية هو تدنئة مجموع أوزان تغيرات الناتج والتضخم وهو ما تمثله دالة الهدف للبنك المركزي كما يلي:

$$loss = \lambda \,\mathrm{var}\,(\pi) + (1-\lambda)\mathrm{var}(y) \quad , \quad 0 \le \lambda \le 1$$

لحساب دالة الهدف يتطلب تقدير قيمة لمعلمة تفضيلات صناع السياسة النقدية (التي يمكن تقديرها من خلال نموذج أو اختيارها تبعا لمنهج Stephen G. Cecchetti (1999)).

حيث أن: π التضخم، y الناتج و λ تمثل تفضيلات صانعي السياسة النقدية وهو ما يدل على نفور صناع السياسة النقدية من تباين التضخم .بتحديد معامل λ يمكن تحديد الاختلافات في فعالية السياسة النقدية وفي الأداء وتغيرات صدمات العرض .

يمثل الأداء الاقتصادي المتوسط المرجح للتغيرات المشاهدة في الناتج والتضخم، ويعرف كما يلي:

$$/\ p_i\ (\text{i=1,2}\ )p_i = \lambda\ var(\pi_i\ ) + (1 - \lambda)\ var(y_i)$$

$\Delta \text{p} = p_1 - p_2$ التغير في الأداء الاقتصادي يحسب مقارنة بالفترة السابقة بمعنى إذا كانت Δp موجبة فهذا يمثل مكسب في الأداء. وللقيام بالمقارنة بين المراحل ولحساب التغير في الأداء الاقتصادي نفترض أن λ ثابت، كما أن التغير في الأداء يشير إلى حركة حدود الفعالية وأيضا بالقرب والبعد عن المنحنى، ونُعَرِّف حركة منحنى الفعالية بقياس التغيرات في المجموع بالأوزان للتقلبات المثلى لكل من الناتج والتضخم، وبما أن منحنى الحدود يتحرك نتيجة تغيرات في صدمات العرض، يشير ذلك إلى أنه يمثل مقياسا لتغيرات صدمات العرض ويعطى كما يلي:

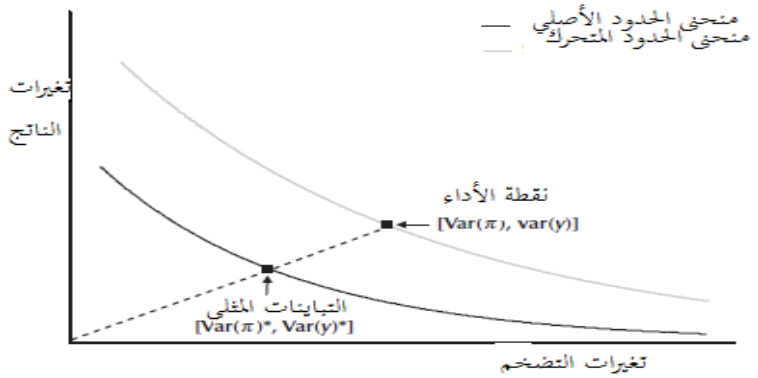
$$s_{\text{i}} = \lambda\ \text{var}\ (\pi_{\text{i}})^* + (1 - \lambda)\ \text{var}\ (\text{y}_{\text{i}})^*$$

حيث أن كل من $\text{var}\ (\pi_{\text{i}})^*$ و $\text{var}\ (\text{y}_{\text{i}})^*$ هي تغيرات التضخم والناتج في ظل سياسة نقدية مثلى للفترة i، و Δs هي مقياس للتغير في صدمات العرض الكلي حيث $\Delta s = s_2 - s_1$.

ولتحديد $\text{var}\ (\pi_{\text{i}})^*$ و $\text{var}\ (\text{y}_{\text{i}})^*$ نستخدم الطريقة التالية :

من خلال الشكل نحرك منحنى حدود الفعالية حتى يمر من خلال نقطة الأداء التي تمثل التغيرات الملاحظة للتضخم والناتج، نحدد نقطة التغيرات المثلى على منحنى حدود الفعالية الأصلي والمرتبط بنقطة الأداء نفسها هندسيا، نقطة التغيرات المثلى هي نقطة تقاطع المنحنى الأصلي مع الخط الذي يصل نقطة 0 (المبدأ) بنقطة الأداء .

الشكل (2-2): اشتقاق التباينات المثلى



Source :Stephen G. Cecchetti, Stefan Krause, **Central Bnak Struecture, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance : Exploring Empirical Relationships, OP.CIT,** p50.

يمكن قياس فعالية السياسة النقدية بالنظر إلى المسافة بين الأداء الحالي والأداء في ظل سياسة نقدية مثلى. منه فإن فعالية السياسة النقدية لكل فترة تعطى ما يلي:

$$E_{\mathrm{i}} = \lambda[\mathrm{Var}\,(\pi_{\mathrm{i}}) - \mathrm{Var}(\pi_{\mathrm{i}})^{*}] + (1-\lambda)[\mathrm{Var}\,(y_{\mathrm{i}}) - \mathrm{Var}(y_{\mathrm{i}})^{*}]$$

من الواضح أن E_{i} يمكن الحصول عليها من الفرق p_i -s_{i} ، وكلما كانت E_{i} أقل كان الفرق بين النتائج الحالية والمثلى أقل .

تقاس التغيرات في فعالية السياسة النقدية من خلال الفرق $\Delta E = E_1 - E_2$ وتفسر قيمة ΔE الموجبة على أنها ارتفاع في فعالية السياسة النقدية، أما القيمة السالبة تشير إلى تدني وتدهور مستوى صنع القرار ضمن السياسة النقدية ذلك أن نقطة الأداء ووضعية الاقتصاد تحركت بعيدا عن الحدود.

لحساب نسبة مساهمة تحسن السياسة النقدية في التغيرات في الأداء يتم قسمة ΔE على Δp ، حيث:

$$Q = \frac{\Delta E}{|\Delta P|}$$

تمثل قيمة Q الموجبة تحسن في فعالية السياسة النقدية بينما تمثل القيمة السالبة فعالية أقل، إذا لوحظ ربح مكاسب في الأداء الاقتصادي وفي نفس الوقت تحسن في فعالية السياسة النقدية وتغيرات أقل لصدمات العرض تكون قيمة Q ما بين 0 و1 ويمكن تفسيرها بالمساهمة النسبية لسياسة أكثر فعالية في الأداء الكلي[1].

[1] أنظر في هذا المجال :

المطلب الثالث: فعالية السياسة النقدية في الدراسات التجريبية

تطرقت العديد من الدراسات إلى تقييم فعالية السياسة النقدية سواء من خلال تأثير قنوات تبليغ السياسة النقدية للاقتصاد الكلي، وأثر أدوات السياسة النقدية المباشرة منها وغير المباشرة، أو من خلال تقييم مدى مساهمة التحسن في إدارة السياسة النقدية على الأداء الاقتصادي المحقق لاسيما تخفيض تقلبات كل من الناتج والتضخم. فيما يلي بعض الدراسات التجريبية التي تطرقت لفعالية السياسة النقدية:

استخدم[1] Stephan Krause (2004) حدود الفعالية لتحليل التغيرات في الأداء الاقتصادي وتحديد المساهمة النسبية فيه لكل من تحسن فعالية السياسة النقدية والتغيرات في تقلبات العرض الكلي، تعتمد الطريقة على دالة الهدف للبنك المركزي وتقدير الأداء الاقتصادي بملاحظة تباينات كل من الناتج والتضخم، ويتم تقييم فعالية السياسة النقدية بالنظر إلى الأداء الاقتصادي الحالي والأداء الاقتصادي المحقق في إطار سياسة نقدية مثلى"optimal monetary policy". شملت الدراسة 14 بلدا ينتمي للوحدة الأوربية وتمت المقارنة بين أدائها الاقتصادي في الفترتين ما بين 1980 و1990.توصل الباحث إلى أن السياسة النقدية المتبعة خلال فترة سنوات 1990 كانت قريبة من السياسة النقدية المثلى وهو ما يشير إلى أن السياسة النقدية أصبحت أكثر فعالية مقارنة بسنوات 1980. وحسب الباحث فإن لانخفاض تغيرات صدمات العرض أهمية كمصدر لتحسن الأداء الاقتصادي بالنسبة لمجموعة البلدان (اليونان، بلجيكا، فرنسا إيطاليا، الدنمارك، هولندا)، بينما لا يكون له دور يذكر في حالة مجموعة الدول (البرتغال، المملكة المتحدة، إسبانيا إيرلندا والنمسا)، وفي حالات أخرى قد يساهم في تدني في الأداء الاقتصادي .

وبنفس الطريقة السابقة لتحليل التغيرات في الأداء الاقتصادي وتحديد مساهمة كل من تحسن فعالية السياسة النقدية والتغيرات في صدمات العرض في ذلك، في دراسة لـــ Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause(2006) [2] ، وذلك بدراسة عينة 24 بلدا صناعيا وناميا ومقارنة أدائها الاقتصادي الكلي بين الفترتين 1980 و1990. تحقق الباحثين من أن 21 بلدا من بين 24 بلدا أصبحت فيها السياسة النقدية أكثر فعالية خلال فترة 1990 واعتبرت الدراسة أنه توجد عوامل عديدة ساعدت في تفسير

---

*Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-Country Analysis,** The Economic Journal, N°116, USA, 2006, p(308-433).

* Stephen G. Cecchetti, Stefan Krause, **Central Bnak Structure, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance : Exploring Empirical Relationships**, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002, p(47-60).

* S. G. Cecchetti, A Flores-Lagunes, S. Krause, **Has Monetary Policy become more Efficient in Mexico?,** Bank of Mexico ,2000.

[1] Stefan Krause, **Measuring Monetary Policy Efficiency in European Union Countries: The Pre-EMU Years,** The Journal of Monetary Economics, Vol 01, 2004, p(60-83).

[2] Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-Country Analysis,** The Economic Journal, N°116, USA, 2006, p(308-433).

الاختلافات في النتائج الاقتصادية الكلية، تتمثل في مصداقية وشفافية البنك المركزي وأيضا طبيعة النظام المالي، هذه العوامل تساهم بشكل جزئي في التحسن الملاحظ في الأداء الاقتصادي. ويشير الباحثون إلى أن السياسة النقدية الأكثر فعالية هي القوة الدافعة وراء تحقيق تحسن في الأداء الاقتصادي الكلي وفي نفس الوقت فقد ساهمت ولو جزئيا في الحد من الآثار في تغيرات صدمات العرض في بعض البلدان التي شملتها عينة الدراسة، وبشكل عام فإن انخفاض تغيرات صدمات العرض قد لعبت دورا ثانويا في تحسن الأداء الاقتصادي الكلي.

بمنهج مختلف، حاول Jean Boivin, Marc Giannoni (2003) [1] فهم مصادر التغيرات في آلية انتقال أثر السياسة النقدية وأثرها على الأبعاد المختلفة لفعالية السياسة النقدية. بملاحظة التغيرات الخارجية غير المتوقعة في معدل أموال الاحتياطي الفيدرالي التي أدت إلى استجابة أقل للتضخم والناتج خلال بداية الثمانينات، تساءل الباحثان عن أسباب هذه الظاهرة وأثرها على فعالية السياسة النقدية، وهو ما ركز عليه البحث لتفسير انخفاض تقلبات التضخم والناتج عن طريق كل من تغيرات الصدمات؛ اختلاف سلوك القطاع الخاص؛ أو تحول السياسة النقدية ومدى أهمية كل عامل من هذه العوامل.وحسب Jean Boivin, Marc Giannoni فإن تحول السياسة النقدية هو نتيجة لتغير إدارة وسير هذه الأخيرة والتي أصبحت أكثر استجابة لتوقعات التضخم منذ الثمانينات، كما أن قواعد السياسة النقدية ساهمت في خفض تأثيرات الصدمات على الاقتصاد الكلي، وفي مواجهة صدمات العرض فإنه في فترة ما بعد الثمانينيات تمكنت السياسة النقدية من خفض تقلبات التضخم فيما ارتفعت تقلبات الناتج. حسب الدراسة فإن التغير في تباينات صدمات السياسة النقدية لن تقلل من تقلبات التضخم والناتج لوحدها، بل أن التحول في السياسة النقدية يحقق ذلك، منه فإنه لتحقيق انخفاض في تقلبات التضخم والناتج من المهم تغيير طريقة إدارة السياسة النقدية جنبا إلى جنب مع التغير في الصدمات.

وفي اختبار لفعالية السياسة النقدية بالبحث في آليات تبليغ السياسة النقدية، أجرى Azel Isakova (2008)[2]دراسة شملت اقتصاديات وسط أسيا خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2006، حيث تناول في الدراسة بعض العوامل التي تعيق آليات انتقال أثر السياسة النقدية مثل المستويات الكبيرة للدولرة في هذه الاقتصاديات، ضعف القطاع المالي وعدم تطور أسواق رأس المال. باستخدام تقنية أشعة الانحدار الذاتيVAR، توصلت الدراسة إلى توضيح أهمية كل قناة من قنوات إبلاغ السياسة النقدية بالنسبة لعينة البلدان

[1] Jean Boivin, Marc Giannow, **Has Monetary Policy Become More Effective?,** NBER Working Paper Series, Cambridge,2003.

[2] Isakova, Asel, **Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia,** Czech Journal of Economics and Finance Vol 58, Issue 11-12, 2008, p(525-533).

المدروسة حيث مثلت قناة سعر الصرف الأكثر تأثيرا على مستوى الأسعار بينما قناة معدل الفائدة الأضعف تأثيرا والأقل أثرا على الأسعار والناتج، واتضح أن قدرة البنوك المركزية مقيدة في التحكم بمعدلات الفائدة المحلية والتي تبدو تحت تأثير معدلات الفائدة للأصول بالدولار وهذا في حالة الاقتصاديات التي تتميز بالدولرة.

إن محدودية أثار سياسة معدل الفائدة مرتبطة بضعف الوساطة المالية وضعف حساسية الأعوان الاقتصاديين للتغيرات في تكلفة الاقتراض. كما أن قناة الائتمان أثبتت تأثير ضئيل على الأسعار، فيما أن صدمة إيجابية في نمو الائتمان يمكن أن تؤدي إلى تقلبات أكثر في الناتج، كما أن صدمات العرض النقدي تبدو ذات تأثيرات ملموسة على الناتج والأسعار، ويرى الباحث بأهمية تطوير القطاع المالي في بلدان أسيا الوسطى، ذلك أن عمق الأسواق المالية وتطور الوساطة المالية والمنافسة ستحسن من فعالية قنوات معدل الفائدة والائتمان كقنوات لتبليغ أثر السياسة النقدية.

في دراسة لـــ Muhammad Khoirul Fuddin (2014)، قام بالبحث في فعالية قنوات انتقال أثار إجراءات السياسة النقدية في أندونيسيا إلى كل من متغيري النمو الاقتصادي والتضخم. باستخدام نموذج VECM لتقييم فعالية أهم القنوات المتمثلة في قناة النقود، الائتمان، معدل الفائدة وقناة سعر الصرف مع تحديد أهم أدوات السياسة النقدية في كل قناة على حدا كما ومتغيري النمو والتضخم، خلال الفترة 1961-2011. وضحت النتائج أن قناة الائتمان الأكثر فعالية في التأثير على النمو الاقتصادي، وقناة معدل الفائدة فعالة في تأثير السياسة النقدية على التضخم خلال فترة الدراسة.

في محاولة لتقييم وقياس فعالية السياسة النقدية، تناول[1] Eka (2017) Purwanda,Siti Herni Rochna حالة اندونيسيا خلال فترتين الأولى تمثل الفترة الانتقالية لتبني استهداف التضخم من سنة 2000 إلى 2005 ثم فترة التنفيذ التام لاستهداف التضخم من سنة 2005 إلى 2009، وذلك بحساب الفرق أو المسافة بين نقطة الأداء ومنحنى الحدود الأصلي، حيث تمثل نقطة الأداء متوسط تباين التضخم ومتوسط تباين فجوة الناتج، بينما منحنى الحدود لأصلي هو المنحنى الناتج بتغيير قيمة λ في دالة الهدف الدنيا، حيث أنها تمثل درجة قبول بنك اندونيسيا بتقلبات التضخم، وقد استنتج الباحثان أن فترة التنفيذ التام لاستهداف التضخم في اندونيسيا تميزت بسياسة نقدية أكثر فعالية مقارنة بالفترة السابقة، ذلك أن تقلبات التضخم والناتج خلال هذه الفترة تميزت بالانخفاض والاستقرار مع التنفيذ التام لإستراتيجية استهداف التضخم.

[1] Eka Purwanda,Siti Herni Rochna, **Measurement of the efficiency of Monetary policy**, Economic Journal of Emerging Market, N°9,2017 , p(139-149).

بمنهج مختلف استخدم Jhon Fernald, Mark M.Spiegel, Eric T Swanson [1] (2014) لتقدير أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الصيني في دراسة لمدى فعاليتها، نموذج Factor Augumented Vector Autoregression (FAVAR)، واستخدم هذا النموذج بغرض اختبار فعالية السياسة النقدية في حالة يكون فيها الناتج والتضخم في شكل متغيرات كامنة، حيث يستخدم هذا المنهج لدراسة آلية انتقال أثر السياسة النقدية ويعتبر الأكثر ملائمة في حالة الصين نتيجة توفرها على بيانات بنوعية خاصة وفترة زمنية قصيرة نسبيا إضافة إلى سرعة التغيرات المؤسساتية والهيكلية في الصين ما دفع بالباحثين بالتركيز على بيانات الفترة الحالية واستخدام مقاييس متنوعة للنشاط الاقتصادي (مؤشرات مثل إنتاج الكهرباء، الشحن بالسكك الحديدية، توزيع القروض، وبيانات الصادرات إلى الصين وهونغ كونغ من طرف الشركاء الأساسيين (الولايات المتحدة، الإتحاد الأوربي واليابان)....). استخلص الباحثين بأن آلية انتقال أثر السياسة النقدية في الصين تبدو خلال فترة الدراسة أكثر معيارية (نمطية)، حيث تَحَدَّدَ من خلال الدراسة دور وأهمية سياسة معدل الفائدة في تحديد كل من النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار.

لتقييم فعالية السياسة النقدية من خلال تحليل أثر الأدوات المباشرة وغير المباشرة للسياسة النقدية على متغيرات الاقتصاد الكلي، وفي دراسة لـــ[2] Keyra Primus (2018) شملت عينة دول الكاريبي(باربادوس، جامايكا، ترينيداد وتوباغو) باستخدام تقدير لنموذج VARX، استخدم الباحث قاعدة تايلور لمعدل فائدة قصير الأجل ممثلا للأداة غير المباشرة للسياسة النقدية، وأخذ النموذج في الاعتبار خصوصية القطاع المالي بعينة الدراسة لاسيما فيما يخص فائض السيولة المصرفية المفرطة وعيوب سوق الائتمان.

لوحظ في الدراسة وجود ضعف في آلية انتقال أثر السياسة النقدية الناتجة عن تغيرات سياسة معدل الفائدة نتيجة السيولة المرتفعة بالقطاع المالي، حيث تبين أن الصدمة الناتجة عن تغيرات معدل الفائدة لها تأثير طفيف على التضخم ما يعني أن تغيرات معدلات الفائدة ليست كافية لتحقيق استقرار الأسعار. والملاحظ أن ارتفاع معدلات الفائدة والذي يكون له أثر مباشر على معدلات الفائدة للقروض في البنوك التجارية لا يعمل على التأثير على سوق الائتمان الخاص، كما أن ارتفاع معدل الفائدة المحلي يؤدي إلى ارتفاع في معدل الصرف الحقيقي والرفع من النفقات الحكومية في كل من باربادوس، ترينيداد وتوباكو. فيما أن السياسة النقدية الانكماشية من خلال رفع معدل الاحتياطي الإجباري تنجح في تخفيض الطلب على القروض وتؤدي إلى انخفاض في فائض السيولة بجمايكا، ترينيداد وتوباغو كما لا ينتج عنها ضغوط على معدل الصرف.

[1] Jhon Fernald, Mark M.Spiegel, Eric T Swanson, **Monetary policy Effectivenessin China, Evidence from a FAVOR Model** , NBER Working Papers, Cambridge, 2014.

[2] Keyra Primus, **The Effectiveness of Monetary Policy in Small Open Economies**, Journal of Policy Modeling, 2018.

توصلت الدراسة إلى كون أن أدوات السياسة النقدية غير المباشرة ليست كافية للتأثير ونقل أثار السياسة النقدية إلى المتغيرات الرئيسية للاقتصاد الكلي. تُبرِزُ الدراسة دور وأهمية الأدوات المباشرة للسياسة النقدية ممثلة في الاحتياطات الإجبارية التي ينبغي تعديلها على الودائع بالعملة المحلية بوتيرة متكررة والتي تكون لها أثر مباشر على طلب الائتمان وفائض الاحتياطات خاصة في حالة باربادوس التي لوحظ عدم تغيير متطلبات الاحتياطات للودائع بالعملة المحلية لمدة تفوق العشرية، وتقترح الدراسة استحداث البنوك المركزية لكل من ترينيداد وتوباكو احتياطات إجبارية على الأوراق المالية، وهذا ما يمكن من التأثير على معدلات الفائدة الأخرى ويساهم في إدارة أفضل للسيولة.

في دراسة لفعالية السياسة النقدية بالمجموعة الاقتصادية والنقدية لوسط إفريقيا CEMAC بحث Michel Cyrille Samba (2013)[1] في آليات انتقال أثر السياسة النقدية في الدول الست المكونة للمجموعة (الكاميرون، جمهورية افريقيا الوسطى، جمهورية الكونغو، الغابون، غينيا الاستوائية، تشاد)، وكذا تقييم فعالية السياسة النقدية ودور التطور المالي في الأداء الاقتصادي بهذه الدول خلال الفترة من 1990 إلى 2007. لتقدير مدى تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الكلي بهذه البلدان تم استخدام منهج أشعة الانحدار الذاتي VAR وركز الباحث على القناة التقليدية لمعدل الفائدة وقناة الائتمان البنكي، وقد تضمن النموذج القاعدي ثلاث متغيرات: الناتج الداخلي الإجمالي الحقيقي، مؤشر أسعار الاستهلاك ومعدل سعر البنك المركزي او معدل الخصم كمتغير داخلي، وتم إضافة متغير خارجي والمتمثل في متوسط أسعار النفط ذلك كون أن 5 دول ضمن المجموعة ما عدا جمهورية إفريقيا الوسطى هي دول مصدرة للنفط، إضافة إلى أنه تم الأخذ بعين الاعتبار التخفيض في العملة بتعريف متغير وهمي، وتم توسيع النموذج القاعدي بتضمينه المجمع النقدي M2، معدل الإقراض، مجموع ودائع البنك والائتمان المحلي للقطاع الخاص.

باعتبار معدل الفائدة قصير الأجل والمجمع النقدي كأداتين للسياسة النقدية واستخدامهما في الدراسة بشكل تبادلي، لوحظت نتائج مختلفة على الناتج والتضخم نتيجة الصدمة النقدية. فالصدمة في المجمع النقدي M2 ينتج عنها انخفاض حاد وسريع في الناتج في 4 دول من المجموعة التي تمثل عينة الدراسة، وارتفاع فوري في مستوى الأسعار في 4 دول من المجموعة.بالنسبة لأداة معدل الفائدة فإن النتائج أظهرت اختلافات بين دول العينة المكونة للمجموعة، فيما يخص أثر التغيرات في معدل الفائدة (معدل الإقراض البنكي) على النشاط الاقتصادي والأسعار في 4 دول، يرافق الصدمات في معدل الإقراض البنكي انخفاض فوري ومستمر في مستوى الناتج، فيما لوحظ ارتفاع

[1] Michel Cyrille Samba, **Monetary policy Effectiveness under the CEMAC Area, an empirical evaluation**, International Journal of Advances Management and Economics, vol 2, Issue 4, 2013, pp 55,64.

الناتج بعد صدمة في معدل الإقراض البنكي في دولتين وارتفاع مماثل في مستوى الأسعار.

باستخدام منهج حدود الفعالية تطرقت دراسة Abdelkader Aguir, Mounir Smida [1](2015) إلى إشكالية الأداء الاقتصادي ضمن إستراتيجية استهداف التضخم ومدى فعالية السياسة النقدية، استهدف الباحثين محاولة قياس وتقييم الأداء الاقتصادي للسياسة النقدية في إطار استهداف التضخم وتوضيح مساهمة فعالية السياسة النقدية في الاختلافات الملاحظة في الأداء الاقتصادي بين البلدان التي تستهدف التضخم وغيرها من البلدان التي لا تعتمد على هذه الإستراتيجية، وقد استخدم الباحثين تقدير حدود الفعالية (تغيرات التضخم- تغيرات الناتج) والتي تسمح باستنتاج مقاييس كل من الأداء الاقتصادي وفعالية السياسة النقدية، وركزت الدراسة على عينة 16 بلدا ناشئا تستهدف التضخم و11 بلدا تعتمد استراتيجيات أخرى للسياسة النقدية.

توصل الباحثين إلى أن إستراتيجية استهداف التضخم أدت إلى تحقيق نمو اقتصادي مستديم ذلك أن البلدان التي تنتهج استهداف التضخم عرفت أداء اقتصاديا أفضل من البلدان التي لا تنتهج استهداف التضخم، والملاحظ من خلال نتائج الدراسة أنه يمكن تفسير جزء من الأداء الاقتصادي المتحقق بفعالية السياسة النقدية خاصة خلال فترة الانتقال للاستهداف .

في دراسة لـ[2]-Gabriel Efe Otolorin , Pius Effiong Akpan (2017) ، درس الباحثين تقييم فعالية قنوات السياسة النقدية في وضعية ركود اقتصادي حالة نيجيريا، حيث ركزت الدراسة على الفعالية في تحقيق أهداف اقتصادية كلية لاسيما خفض التضخم ، الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي باستخدام منهج VAR.

بينت النتائج أن للسياسة النقدية أثر معنوي على القطاع المالي والتحكم في التضخم، بينما لا أثر معنوي لها على القطاع الحقيقي، وذلك من خلال قنوات معدل الفائدة، أسعار الأصول وقناة الائتمان التي تعمل على نقل أثر السياسة النقدية للقطاع المالي والتضخم بينما لا تأثير عبرها على القطاع الحقيقي. تقترح الدراسة تعزيز عملة نيجيريا من خلال استراتيجية اقتصادية فعالة وناجحة، بهدف مواجهة تقلبات سعر الصرف الناتجة عن انخفاض أسعار النفط. إضافة إلى أن الدراسة توصي باستخدام مزيج من السياسة النقدية والمالية الفعال لخفض معدل التضخم، إضافة إلى التحكم في الكتلة النقدية ضمن الاقتصاد غير الرسمي وإعادة إدماجها في القنوات الرسمية للاقتصاد.

[1] Abdelkader Aguir, Mounir Smida, **Efficiency of Monetary policy Under Inflation Targeting**, Economics Bulletin, Vol 35, 2015, p(788-813).

[2] **Otolorin, G. E., Akapan, P. E.** effectiveness of monetary policy transmission channels in a recessed economy, Uyo Journal of sustainable development , N° 2 (2),2017, pp.80-100.

في دراسة لفعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في حالة الجزائر، بحث شلغوم عميروش[1] في فعالية السياسة النقدية في التأثير على معدل التضخم والناتج الحقيقي غير النفطي خلال الفترة 1990-2014 باستخدام منهجية VAR، حيث تم تقدير مدى استجابة سعر الفائدة على القروض المصرفية والقروض المصرفية وسعر الصرف لتأثير التغيرات في معدل إعادة الخصم وانتقال أثرها إلى المتغيرات النهائية المعرفة في الدراسة.

توصلت الدراسة إلى ضعف فعالية قنوات انتقال الأثر النقدي، ومنه ضعف فعالية السياسة النقدية في تحقيق الأهداف النهائية، كما يرجع الباحث هذا الضعف إلى أسباب مرتبطة باستمرار تخلف النظام المصرفي والمالي وقصور هيكله، ما يستوجب حسب الباحث تطويره من خلال تعزيز المنافسة بين البنوك وتخفيف احتكار الدولة للقطاع البنكي؛ تطوير الخدمات المالية وتعميمها؛ تحسين مناخ الاستثمار لتحفيز الاستثمار الخاص وتقليص المخاطر على البنوك؛ تفعيل أسواق رأس المال لتعزيز دورها التمويلي بجانب القطاع البنكي وتحسين الخدمات المالية؛ إضافة إلى تثمين إيرادات النفط لتنويع الاقتصاد الوطني ما يضمن استقرار القطاع البنكي والمالي وتفعيل دوره في التنمية.

تضمنت دراسة كل من زبير عياش، بوسكي حليمة[2] تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر على النمو الاقتصادي والتضخم باستخدام نموذج تصحيح الخطأ العشوائي VECMخلال الفترة 1990-2016، بالتركيز على متغيرات معدل نمو الكتلة النقدية، معدل نمو الناتج الداخلي الإجمالي ومعدل التضخم.

بينت النتائج أن للسياسة النقدية تأثير كبير على الاقتصاد الكلي في الجزائر من خلال أثر موجب لصدمة في معدل نمو الكتلة النقدية على معدل التضخم في الأجل القصير، سالب في الأجل المتوسط ثم بأثر موجب في الأجل الطويل. بالنسبة لنمو الناتج الداخلي الإجمالي، فإن صدمة في معدل نمو الكتلة النقدية يكون لها أثر موجب على معدل نمو الناتج الداخلي الإجمالي في الأجل القصير والطويل.

المبحث الثالث: تجارب دولية في استهداف التضخم

يختلف الإطار المؤسساتي والقانوني والاقتصادي الذي يتم فيه تبني استهداف التضخم بين كل من البلدان المتقدمة والناشئة، وهو ما يجعل من الصعب تقييم نتائج تطبيق هذه الإستراتيجية بمقارنة المجموعتين، ذلك أن نجاح تطبيق استهداف التضخم

[1] شلغوم عميروش، **فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية: حالة الجزائر 1990-2014**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد1، 2017، ص ص (247-226).

[2] زبير عياش، بوسكي حليمة، **تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ العشوائي(VECM) خلال الفترة (1990-2016)**، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، 2018، ص ص(282-260).

كإطار للسياسة النقدية يفرض شروط ومتطلبات مسبقة على البلدان التي تنتهجه، وتوفرها من عدمه يحدد فعاليته في التأثير على الأداء الاقتصادي الكلي .

المطلب الأول: تجارب الدول الصناعية في استهداف التضخم

نتطرق ضمن تجارب الدول الصناعية في استهداف التضخم إلى تجربة نيوزيلندا كأول بلد يستهدف التضخم، وتجربة كندا، في تحديد لأهم خصائص تطبيق نظام استهداف التضخم في البلدان الصناعية كما يلي:

الفرع الأول: تجربة نيوزيلندا

تعتبر نيوزيلندا أول بلد يستهدف التضخم سنة 1990، وقد ركزت السياسة على تأسيس المصداقية الكافية لتحقيق هدف استقرار الأسعار والذي اعتبر ذو أهمية كبيرة ضمن إطار التحكم في التضخم في نيوزيلندا، إضافة إلى القيام بإجراءات ترتبط بتحقيق استقلالية ومساءلة البنك المركزي وتعميق مصداقيته. منذ منتصف الثمانينات صممت السياسة النقدية لتحقيق أهداف متعددة ولسنوات عديدة اختبر البلد فترات تباطؤ في النمو وارتفاع في معدلات التضخم التي اعتبرت من أعلى المعدلات ضمن مجموعة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بمعدلات ما بين 10-15 % في أواخر السبعينات.

مع انتخاب الحكومة الجديدة سنة 1984، عملت هذه الأخيرة على إيجاد إصلاحات هيكلية بهدف تعزيز قوى السوق وتصحيح اللاتوازن الاقتصادي الكلي بما في ذلك التحرير المالي وتعويم سعر الصرف، وفي مجال السياسة النقدية أولي اهتمام كبير للتحكم في التضخم، ومع نهاية الثمانينات ظهرت بوادر مجهودات مؤسساتية ركزت على التحكم في التضخم بضمان فعالية السياسة النقدية وتدعيم استقلالية البنك المركزي، وهو ما جاء به قانون البنك الفيدرالي لنيوزيلندا سنة 1989، حيث تضمن التأكيد على الهدف الأولي للبنك المركزي وهو وضع سياسة نقدية تدار لتحقيق الهدف الاقتصادي المتمثل في تحقيق والحفاظ على الاستقرار في المستوى العام للأسعار. ويتم تحديد هدف استقرار الأسعار ضمن اتفاقية سياسة الاستهداف"Targets agreement (PTA) Policy ما بين المحافظ ووزير المالية، ففي أفريل 1990 صرح البنك الفيدرالي النيوزيلاندي عن مجال استهداف من 3-5% لنهاية 1990، واستهداف مجال 1.5-3.5 % نهاية 1992، و من 0-2 % نهاية 1992. وبتغيير الحكومة في ديسمبر 1990 تم تغيير الاستهدافات الأصلية وإلى غاية 1993 كما يلي: 2.5-4.5 % نهاية 1991 ، 1.5-3.5 % نهاية 1992، 0-2 % نهاية 1993 وفي نهاية 1993 تم تحديد مجال 0-2% لمدة غير محددة.

لتعزيز إطار استهداف التضخم ومصداقيته تم التأكيد على الشفافية والمساءلة كشرطين أساسيين لاستهداف التضخم، حيث يتطلب من البنك المركزي نشر وضعية السياسة النقدية كل 6 أشهر وتفاصيل كيفية إدارة السياسة النقدية لتحقيق استقرار الأسعار، كما يوضح المحافظ أمام البرلمان تفصيل الوضعية، ومرافقة لتطبيق استهداف التضخم، تلتزم الحكومة باستهداف تخفيض العجز الحكومي، كما عملت نيوزيلندا على منح استقلالية معتبرة للبنك المركزي في إجراء العمليات النقدية إذ اعتبر من بين البنوك المركزية الأكثر استقلالية، بالرغم من ذلك فإن هذه الاستقلالية ليست مطلقة، ومن بين مميزاتها ما ينص عليه ميثاق البنك المركزي على أن الحكومة هي من تحدد معدل التضخم المستهدف، وفي الممارسة يوجد تعاون كبير بين الحكومة والبنك المركزي في عملية تحديد الاستهداف. ويسمح نظام نيوزيلندا ببعض المرونة لكل من الحكومة والبنك المركزي في حالة تطورات غير متوقعة، إذ أنه حتى بعد تحديد الاستهداف يمكن للحكومة مراجعته بطرح اتفاقية PTA جديدة على البرلمان وبشكل علني وعام وهذه الخطوة لا تكون إلا في الظروف الاستثنائية.

اتجه التضخم نحو الانخفاض منذ 1990 ليستمر حتى بداية 1992 أين استقر المعدل ضمن مجاله المستهدف، وبعد فترة ما بين 1987-1990 التي سجلت فيها نيوزيلندا معدلا لنمو الناتج قريب من الصفر0، حقق الاقتصاد النيوزيلندي منذ 1992 انخفاضا في فجوة الناتج المحقق عن الناتج المحتمل[1] .

الفرع الثاني: تجربة كندا

بداية من سنة 1975 اعتمدت السياسة النقدية في كندا على استهداف المجمعات النقدية (المجمع النقدي M1) وبعد فترة تخفيض التضخم ما بين 1975 و1978 ارتفع معدل التضخم مرة أخرى في الفترة ما بين 1979 -1982 بالرغم من تحقيق استهداف المجمع النقدي M1، ما سرع بانتهاج منهج مختلف في السياسة النقدية يعتمد أساسا على تخفيض التضخم وعدم استهداف المجمع النقدي خاصة خلال الفترة 1982-1984 والتركيز على استقرار الأسعار خاصة سنوات 1987-1988 من دون استهداف صريح ولا توقعات لمعدل التضخم. وخلال نهاية الثمانينات ومع الطفرة الاقتصادية وصدمة النفط إضافة إلى استحداث ضرائب على السلع والخدمات، ساد التخوف من احتمالية ارتفاع معدلات التضخم واستمراريته، مما دفع بالحكومة الكندية وبنك كندا سنة 1991 بالاتفاق على استهداف تخفيض التضخم، وبذلك تكون كندا ثاني بلد بعد نيوزيلندا تحدد رسميا استهداف معدل التضخم على المدى المتوسط، وقد حدد المدى بداية بـــ 1.5% -

[1] Jhon Ammer, Richard T.Freeman**, Inflation Targeting in the 1990's, The Experience of New Zeland,Canada and the United Kingdom**, Journal of Economics and Business, Temple University, 1995, N°47, pp 165,192, p 172,173.

2% وأول استهداف رسمي حدد لغاية ديسمبر 1992 عند المعدل 3% (± 1%) ، ثم حددت سلسلة استهدافات ضمن الاتفاق مع الحكومة لتخفيض مؤشر الأسعار لمعدل التضخم لـ 12 شهرا إلى مستوى أقل من 2 % (± 1%) لغاية ديسمبر 1995 وقد تحقق انخفاض في معدل التضخم خلال فترة قصيرة حيث كان معدل التضخم خلال جانفي 1992 يقارب 2 % .

إن الهدف من الإعلان الرسمي عن استهداف وكذا تحقيق انخفاض معدل التضخم كان للتأثير على توقعات قطاع الأعمال والتنبؤات الاقتصادية، وقد نتج عن انتهاج هذه الإستراتيجية تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الحقيقي فكل من فجوة الناتج ومعدل البطالة أصبحا أكثر تقلبا خلال فترة الاستهداف مقارنة بالسنوات العشر السابقة لاستهداف التضخم، وقد تحققت هذه النتائج في ظل استهداف التضخم أساسا نتيجة مصداقية السياسة النقدية التي أدت إلى استقرار أكثر في السلوك الاقتصادي كما أن أداء السياسة النقدية أيضا تحسن من خلال إطار النظرة المستقبلية foward looking لاستهداف التضخم[1].

المطلب الثاني: تجارب الدول الناشئة في استهداف التضخم

لتوضيح طبيعة وخصائص تطبيق نظام استهداف التضخم في الدول الناشئة، نعرض تجربة الشيلي والمكسيك كمثال على استهداف التضخم في البلدان الناشئة كما يلي:

الفرع الأول:تجربة الشيلي

اعتمدت الشيلي استهداف التضخم جزئيا خلال 1990 وكليا منذ 1999، إذ تميز النظام بتعارض استهداف التضخم مع التزامات اسمية أخرى تمثلت أساسا في استهداف سعر الصرف. وقد حقق البنك المركزي خلال الفترة من 1980 إلى 1990 مستوى متزايد من استقلالية الأهداف والأدوات وحيث لا يسمح القانون بتمويل الحكومة. خلال الفترة الانتقالية إلى استهداف التضخم، تمكن البنك المركزي من تخفيض التضخم السنوي من حوالي 30% في بداية 1990 إلى 3 % نهاية 1999، كما تحققت خلال فترة 1990-1997 نتائج اقتصادية كلية جيدة، لكن مع أزمات سنوات 97-1998 تأثر الاقتصاد الشيلي من خلال القنوات المالية والحقيقية للاقتصاد الكلي، وهو ما دفع بالشيلي لاتخاذ إجراءات اقتصادية كثيرة مع النصف الثاني لسنة 1999 لعل أهمها تبني نظام استهداف التضخم التام Fully Fledged Inflation Targeting إضافة إلى التعويم الحر لسعر الصرف وتعميق سوق تبادلات المشتقات الدولية وانفتاح الحساب الرأسمالي [2].

[1] David Dodge, **Inflation Targeting in Canada : Experience and Lessons**, North American Journal of Economic and Finance, N° 12, 2002, pp113-124, p 117,120.

[2] Louiz de Mello, **Monetary policies and Inflation Targeting in Emerging Economies**, OECD, 2008, PP73.76.

الفرع الثاني: تجربة المكسيك

واجهت المكسيك أزمة مالية سنة 1995، حيث عمل البنك المركزي في ظل وضعية اقتصادية حرجة، اضطرت معها صانعي السياسة الاقتصادية العمل ضمن ثلاث تحديات أساسية:

- مقابلة التزامات الدين الحكومي؛
- ظروف انخفاض تدفقات رؤوس الأموال؛
- المحافظة على ملاءة وموثوقية النظام المصرفي.

لمواجهة هذه الوضعية فقد تم العمل على تنفيذ برنامج استقرار الاقتصاد الكلي، والذي اعتمد على ما يلي:

- أولا، الحصول على غلاف مالي يفوق 50 مليار دولار من المؤسسات المالية الدولية؛
- ثانيا، تخفيض الطلب الكلي الداخلي وذلك بتخفيض العملة واعتماد سياسة تخفيض الإنفاق وتخفيض العملة large exchange rate depreciation. ركزت السياستين المالية والنقدية على مواجهة الضغوط التضخمية الناتجة عن هذه الإجراءات، حيث عملت المكسيك ضمن السياسة المالية على الرفع من الادخار العمومي من خلال الرفع من نسبة الرسم على القيمة المضافة، الرفع من الأثمان العمومية وتخفيض النفقات العامة، وركزت السياسة النقدية على إصلاح الأسواق المالية وتخفيض تقلبات أسعار الصرف، ولأجل ذلك عمل البنك المركزي على وضع حد لتوسع الائتمان المحلي وهذا ما يشير إلى عدم السماح بتقلبات إضافية في العملة، وقد نتج عن هذا التقييد في السياسة النقدية ارتفاع في معدلات الفائدة الاسمية والحقيقية. وبالرغم من هذه السياسات المنتهجة فإنه كان لتخفيض العملة (حوالي 120% من ديسمبر 1994 إلى ديسمبر 1995) نتائج سلبية على معدل التضخم إذ ارتفع من 7 % سنة 1994 إلى 51.9% سنة 1995.
- وأخيرا، ولمواجهة هشاشة النظام البنكي والمالي ومديونية المؤسسات والعائلات المرتبطة بالأزمة المالية والتي أضعفت من موثوقية النظام المالي، عمل البنك المركزي على إنشاء تسهيلات السيولة بالدولار لوقف لجوء البنوك التجارية إلى الخصوم الخارجية "external liabilities" .كما تم منح البنوك التي تعاني من انخفاض نسبة رأس المال/الأصول إمكانية إصدار قرض مساعد يمكن تحويله إلى حقوق ملكية ويمكن شراؤه من طرف الحكومة، كما منحت البنوك خصومات على مدفوعات معدل الفائدة على القروض الجيدة واقترحت الحكومة حيازة جزء من محفظة البنوك بالقيمة الدفترية .

عملت المكسيك في ظروف الأزمة المالية بداية على تنظيم وإصلاح الأسواق المالية، ليهتم بنك المكسيك من ثم باتخاذ إجراءات مباشرة للتحكم في الضغوط التضخمية. خلال 1996 ركز بنك المكسيك على نشر توجهات القاعدة النقدية في بداية كل سنة كمرجع لتوجيه التوقعات التضخمية، وهذا مع عدم اعتماده على هدف وسيط للقاعدة النقدية. ولإعادة مصداقية السياسة النقدية خاصة من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف وذلك في مواجهة نتائج الأزمة المالية، تم العمل على استرجاع مخزون الاحتياطات من العملات الأجنبية من خلال شراء بنك المكسيك للدولارات المتأتية من تصدير النفط من شركة النفط المكسيكية PEMEX، وإعادة المصداقية للعملة وتعزيز موثوقية نظام الصرف المرن[1].

اعتمد بنك المكسيك منذ جانفي 1999 على إدارة سياسة نقدية تركز على ضرورة استقلالية البنك المركزي، بتحديد استقرار الأسعار كهدف أولي للسياسة النقدية والإعلان عن معدل الاستهداف على المدى المتوسط، الذي حدد ومنذ 2002 بـــ 3% مع إمكانية تغيره ضمن المجال ($\pm$ 1%) والذي لا يمثل بحد ذاته هامش للتقلب وإنما يشير إلى عدم التأكد المرتبط بتحقيق الهدف وعدم دقة العلاقة بين عمليات السياسة النقدية وتقلبات التضخم. وقد حقق بنك المكسيك انخفاضا في معدل التضخم من 52% سنة 1995 إلى أقل من 4% سنة 2003 تحت نظام مرن لأسعار الصرف[2].

المطلب الثالث: تقييم التجارب الدولية في استهداف التضخم

تتباين التجارب الدولية لاستهداف التضخم بين الدول المتقدمة والدول الناشئة، في حين يبدو تبني استهداف التضخم كاستجابة عملية للصعوبات التي واجهت إدارة السياسة النقدية في البلدان المتقدمة في ظل استخدام أهداف وسيطية مثل سعر الصرف والمجمعات النقدية، فإن استهداف التضخم في البلدان المتقدمة قد تم اعتماده في سياق اقتصادي ومؤسساتي مختلف عن ما هو موجود بالدول الناشئة.

يمكن تلخيص الخصائص المشتركة لتجارب البلدان المتقدمة في استهداف التضخم بأهم النقاط التالية[3]:

- تزامن تبني استهداف التضخم بدرجة عالية من مرونة في أسعار الصرف ؛

[1] Manuel Ramos-Francia, Alberto Torres, **Reducing Inflation Throught Inflation Targeting : The Mexican Experience**, Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America, Springer, Germeny, 2005, p 3,4,5.

[2] Oscar Rodríguez Medina, Elías Alvarado Lagunas, **Inflation Targeting and policy rules, The Case of Mexico, 2001-2012**, Apple A cademic Press, Canada , 2016, p 76.

[3] Paul R.Masson, Miguel A. Savatano, Sunil Sharma, **The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries**, IMFworking paper, 1997, p 18,19.

- استقلالية البنك المركزي، على الأقل ما يتعلق بالروابط بين إجراءات البنك المركزي وتمويل ميزانية الحكومة (درجة الهيمنة المالية fiscal dominance)، إضافة لقدرة البنك المركزي في التعامل بحرية بأدوات السياسة النقدية (درجة استقلالية الأداة)، والملاحظ أن كل البلدان التي اعتمدت استهداف التضخم تستخدم معدل الفائدة قصير الأجل كأداة تشغيلية رئيسية، كما تعتمد على أسواق مالية متطورة لنقل أثار التغيرات في الأداة التشغيلية إلى الطلب الكلي والتضخم؛
- التضخم المستهدف في هذه البلدان هو ذو توجه مستقبلي foward looking، ذلك أنه يمثل وعد بتعويض الآثار المتنبأ بها للصدمات على التضخم المستقبلي لأفق متوسط (سنة أو سنتين)، والملاحظ أن التضخم المستهدف في كل الحالات عُرِّفَ بمجال tolerence interval أكثر منه نقطة .
- كل البلدان تستخدم استهداف التضخم لبناء مصداقية إطار سياستها الاقتصادية الكلية، وفي معظم الحالات فإن التضخم المستهدف يحدد ضمن اتفاقية مشتركة بين السلطات المالية والنقدية، وهو ما يسمح بتخفيض تصور الجمهور لتضارب الأهداف في السياسة الاقتصادية، كما يسمح بالتأثير على توقعات الجمهور من خلال إعلانات وتحليلات البنوك المركزية؛
- لم يتم اعتماد استهداف التضخم في أغلب حالات الدول المتقدمة ضمن سياق تضخم معتدل أو مرتفع.

إن الإطار المؤسساتي الذي يؤثر على ممارسة ونتائج السياسة النقدية في البلدان الناشئة يختلف عن البلدان المتقدمة، وجوهر الاختلاف يتمثل في النقاط التالية[1]:

- ضعف الأنظمة الجبائية؛
- منظمات مالية غير متطورة وضعف هيكلي للإشراف والرقابة الاحترازية للحكومة ؛
- مؤسسات نقدية ذات مصداقية ضعيفة؛
- وجود إحلال للعملة المحلية والتزامات بالدولار؛
- ضعف الاقتصاد المحلي للتوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال الأجنبية .

منه يمثل تطوير الأنظمة والهياكل الجبائية، وإيجاد وتطوير مؤسسات مالية ونقدية قوية، وكذا التعامل مع تقلبات أسعار الصرف أهم تحديات البلدان الناشئة لاستهداف

[1] Frederic S. Mishkin, **Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?**, NBER Working Paper Series, 2004, p03.

التضخم[1]، وكشروط أولية لازمة لاعتماد استهداف التضخم كإستراتيجية للسياسة النقدية في هذه البلدان يتطلب ما يلي [2]:

- القدرة على تنفيذ ووضع سياسة نقدية مستقلة تكون على الخصوص غير مقيدة باعتبارات مالية جبائية. وينبغي على السلطات النقدية أن تتمكن من إدارة أدوات السياسة النقدية بقصد تحقيق هدف اسمي ما يعني ضرورة توفر درجة معقولة من استقلالية الأدوات وليس بالضرورة استقلالية الهدف، من المتعارف عليه أن هذا المتطلب ليس بالضرورة مرتبط باستهداف التضخم إذ أنه يمثل شرط أساسي لصياغة السياسة النقدية بعيدا عن تأثير السياسات المالية الأخرى ولاسيما السياسة المالية، وهذا المتطلب ذو أهمية كبيرة بالنسبة للبلدان النامية فيما لا يبدو ذو أهمية بالنسبة للبلدان الصناعية ذلك أنه محقق؛
- غياب أي التزام بمحور ارتكاز عددي أخر أو استهداف متغير أخر مثل الأجور أو على الخصوص سعر الصرف الاسمي، في الواقع فإن البلدان التي تختار نظام معدل صرف ثابت تربط سياستها النقدية بهدف سعر الصرف ولا يمكنها استهداف أي متغير اسمي أخر خاصة مع وجود حركة لرؤوس الأموال.

فيما أنه في الواقع العديد من البلدان النامية لا تتوفر فيها المتطلبات السابقة لاستهداف التضخم، ذلك كون أن طبع النقود يمثل مصدرا مهما للتمويل بها كما أنه لا يوجد اتفاق على أن تحقيق تضخم منخفض ينبغي أن يكون الهدف الأساسي للسياسة النقدية، وحتى ولو تضمنه ميثاق البنك المركزي فإن هذا الهدف لا يحدد بطريقة توافقية مشتركة بين السلطتين النقدية والمالية.

[1] Frederic S. Mishkin, **Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries**, Emerging Markets Finance & Trade / November–December 2008, Vol. 44, No. 6, pp. 5–16., p 7
[2] Paul R.Masson, Miguel A. Savatano, Sunil Sharma, **OP.CIT**, p 8.

خلاصة الفصل:

يمثل استهداف التضخم التزام البنك المركزي بهدف استقرار الأسعار في إدارة السياسة النقدية بأكثر مصداقية واستقلالية ومساءلة. إن تطور أنظمة استهداف التضخم المطبقة سمح بإيجاد مرونة في ممارسة السياسة النقدية بالأخذ بعين الاعتبار فجوة الناتج إضافة إلى استقرار الأسعار ضمن نظام مرن للاستهداف.

إن نتائج تطبيق استهداف التضخم تشير إلى اتفاق متزايد بين الاقتصاديين حول دور هذه الإستراتيجية في تحقيق أداء اقتصادي مقبول، وذلك بملاحظة ظروف وشروط تطبيقها والتي تختلف من اقتصاد إلى أخر حسب هيكله وطبيعة استجابته وآليات انتقال أثار السياسة النقدية المتبعة في كل اقتصاد. تتباين نتائج تنفيذ استهداف التضخم بين الدول الناشئة والدول الصناعية، هذه الأخيرة التي حققت مستويات معتبرة من استقلالية البنوك المركزية إضافة إلى طبيعة العلاقة التفاعلية والتوافقية بين السياسة النقدية والمالية بهذه البلدان، كما وتحقيقها لأنظمة أسعار صرف مرنة. فيما أن الدول الناشئة تعرف تحديات كثيرة لتطبيق استهداف التضخم خصوصا ما يتعلق بأنظمتها الجبائية، وضعف بنوكها المركزية وضعف عملاتها كما واعتماد أنظمة صرف ثابتة بهذه البلدان. بذلك تختلف فعالية السياسة النقدية في إطار تطبيق استهداف التضخم جذريا بين مجموعتي الدول.

إن الأساس النظري لفعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي يجد منطلقه ضمن تطور مناقشة التبادلية بين الناتج والتضخم إلى تبادلية تغيرات الناتج والتضخم التي طورها تايلور 1979 ضمن ما يعرف بمنحنى تايلور الذي يمثل لمواقع الفعالية ويعكس المفاضلة بين تغيرات الناتج والتضخم في إطار اختيار للسياسة النقدية التي تولي أهمية نسبية للتضخم والناتج، تختلف باختلاف تفضيلات صناع السياسة النقدية فيما يخص أهمية الناتج والتضخم ضمن دالة هدف البنك المركزي.

الفصل الثالث:

السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

تمهيد:

يعتبر إصدار قانون النقد والقرض 90-10 الأساس القانوني لممارسة السياسة النقدية ضمن سياق السياسة الاقتصادية المنفذة والتأثير على الاقتصاد الوطني من خلال تحقيق الأهداف الاقتصادية النهائية، باستخدام إجراءات السياسة الاقتصادية للتأثير على الأهداف الوسيطية المحددة ومن الأهداف النهائية لاسيما تحقيق استقرار الأسعار الذي تم إرساؤه كهدف نهائي للسياسة النقدية بموجب الأمر 10-04، ما يمثل إعلانا صريحا عن استهداف التضخم في الجزائر. فيما ينبغي لتنفيذ هذه الإستراتيجية توفر مجموعة من الشروط الأساسية لنجاح استهداف التضخم لعل أهمها تحقيق بنك الجزائر لاستقلالية معتبرة في إدارة السياسة النقدية بعيدا عن الضغوط السياسية، بجانب أهمية الاستقلالية في تحقيق فعالية السياسة النقدية.

إضافة إلى أهمية الاستقلالية في فعالية السياسة النقدية، تبدو آلية انتقال أثار السياسة النقدية ذات أهمية في تحديد مدى تأثير السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية وتحقيق أهم أهدافها النهائية، ذلك أن فعالية قنوات الانتقال تعكس فعالية السياسة النقدية لاسيما في تحقيق الاستقرار الاقتصادي. كما أن مكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية والتي تتأثر بدرجة استقلالية بنك الجزائر كما وفعالية آليات تأثيرها على الاقتصاد الوطني بجانب تأثرها بتوجهات السياسة الاقتصادية والخيارات الاقتصادية لصانعي السياسة، كل ذلك يعمل على تحديد مدى فعالية السياسة النقدية ودرجة مساهمتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي. فيما يلي تحليل لتطور دور السياسة النقدية ومكانتها ضمن السياسات الاقتصادية المنفذة منذ 1990 وإلى غاية 2018، من خلال التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مراحل تطور السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

المبحث الثاني: السياسة النقدية واستهداف التضخم في الجزائر

المبحث الثالث: السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر

المبحث الأول:مراحل تطور إدارة السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

تميزت الفترة السابقة لإصدار قانون النقد والقرض بعدم وضوح ملامح سياسة نقدية مستقلة، حيث كانت هذه الأخيرة أداة لتوفير الاحتياجات المالية للبرامج التنموية المطبقة في الجزائر منذ الاستقلال. وعليه يعتبر الإصلاح النقدي والبنكي الذي جاء به قانون النقد والقرض 90-10 الأساس القانوني لممارسة السياسة النقدية ضمن سياق السياسة الاقتصادية المطبقة نحو التحول إلى اقتصاد السوق وتفعيل جميع القوى الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي .

المطلب الأول: المرحلة الأولى (1990-1999)

عرفت هذه المرحلة بداية من سنة 1990 تحولات اقتصادية لعل أبرزها إصدار قانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 1990/04/16، الذي منح البنك المركزي صلاحيات واسعة ضمن إدارة السياسة النقدية لم يعرفها منذ الاستقلال. يمثل الإصلاح الذي جاء به قانون النقد والقرض 90-10 أهم الإصلاحات التي عرفتها الجزائر في الميدان الاقتصادي والمصرفي ولاسيما النقدي، ذلك أنه جاء برؤية جديدة للنظام النقدي والمصرفي في الجزائر فيما يخص:

- الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية؛
- الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة؛
- الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض؛
- إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة.

حيث منح القانون البنك المركزي الجزائري صلاحيات واسعة لم يعرفها منذ الاستقلال، فقد عرف قانون النقد والقرض 90-10 بنك الجزائر على أنه :" مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي" ويتعامل مع الغير باسم "بنك الجزائر" معتبرا "البنك المركزي تاجرا في علاقاته مع الغير" في مفهوم المواد 11-12-13 من القانون 90-10.

يقوم بتسيير بنك الجزائر وإدارته محافظ بمساعدة ثلاثة نواب له ومجلس النقد والقرض الذي يعتبر بمثابة مجلس إدارة البنك المركزي، إضافة إلى مراقبين، ويتم تعيين المحافظ بمرسوم من رئيس الجمهورية لمدة 6 سنوات ويمكن تجديد ولايته مرة واحدة، كما تتم إقالته في حالة العجز الصحي المثبت قانونا أو الخطأ الفادح بموجب مرسوم يصدره رئيس الجمهورية فقط بمفهوم المادة 22 من القانون، ولا يمكن له ممارسة أي نشاط أو مهنة وأن يتولى أي منصب خلال مدة ولايته.

يخول مجلس النقد والقرض الذي يعتبر كذلك بمثابة مجلس الإدارة بمهام السلطة النقدية وصياغة السياسة النقدية، يتكون من كل من المحافظ رئيسا ونواب المحافظ الثلاث كأعضاء، إضافة إلى ثلاث موظفين سامين معينين بموجب مرسوم من رئيس الحكومة (المادة 32). في حالة اقتراح تعديل لمشاريع الأنظمة المعدة للإصدار من طرف الوزير

المكلف بالمالية، فإنه يعرض على مجلس النقد والقرض ويكون قرار هذا الأخير نافذا مهما كان مضمونه (المادة 46) وهو ما يبين أنه في حالة أي اختلاف بين بنك الجزائر والحكومة فإن القرار الأخير يكون للبنك المركزي.

تحددت أهداف السياسة النقدية ضمن قانون النقد والقرض 90-10 في المادة 55 منه، على أن مهمته في مجال النقد والقرض والصرف تتمثل في توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد الوطني والحفاظ عليها بإنماء جميع الطاقات الإنتاجية الوطنية مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد وهو ما يوضح تبني بنك الجزائر لمجموعة من الأهداف المتعارضة مثل التشغيل والاستقرار الداخلي للنقد، كما لم يشر القانون إلى هدف استقرار الأسعار صراحة مع تضمينه لهدف الاستقرار الداخلي للنقد .

وفي مجال إقراض البنك المركزي للحكومة، تضمن القانون 90-10 إمكانية منح الخزينة مكشوفات بالحساب الجاري لمدة أقصاها 240 يوما متتالية أو غير متتالية خلال السنة الواحدة على أساس تعاقدي وفي حد أقصاه 10% من الإيرادات العادية للدولة المثبتة خلال السنة المالية السابقة، مع وجوب تسديد التسبيقات قبل نهاية كل سنة مالية. ويمكن لبنك الجزائر أن يتدخل في سوق النقد ضمن ما يحدده مجلس النقد والقرض من شروط بائعا ومشتريا على الخصوص سندات عامة تستحق في أقل من ستة أشهر، لكن لا يجوز في أي حال من الأحوال أن تتم هذه العمليات في السوق الأولية (المادة 76)[1].

وقد جاء هذا القانون في سياق الإصلاحات الاقتصادية التي طبقتها الجزائر خلال تلك الفترة بمرافقة المؤسسات المالية الدولية، في ظروف اقتصادية تميزت باختلالات داخلية وخارجية. عمل بنك الجزائر في إدارته للسياسة النقدية في هذه الفترة على محاولة التحكم في التضخم في ظل الإصلاحات الاقتصادية المتمثلة في برامج التثبيت والتعديل الهيكلي والتي كانت تهدف أساسا إلى تحرير الاقتصاد الوطني، ضمن حزمة الإصلاحات المقترحة من صندوق النقد الدولي الهادفة أساسا إلى[2]: الاستقرار الاقتصادي؛ تحرير الأسعار والأسواق؛ إعادة الهيكلة والخوصصة؛ إضافة إلى إصلاحات قانونية ومؤسساتية. وقد عملت السياسة النقدية خلال بداية التسعينات على منع انفلات الأسعار في ظل عملية تحرير الاقتصاد وامتصاص مجموعة الاختلالات لتهيئة وضعية نقدية ملائمة تسمح بمباشرة وإنجاح الإصلاحات الهيكلية على مستوى النظام البنكي والاقتصاد الوطني ككل. حددت التعليمة رقم 16-94 المؤرخة في 1994/04/09 والمتعلقة بأدوات ممارسة السياسة النقدية وإعادة تمويل البنوك، أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية هو التحكم في وتيرة التضخم من خلال التحكم في التوسع النقدي والائتماني بالارتباط مع هدف التضخم

[1] القانون 10/90 المؤرخ في 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض.

[2] Kada Akacem, **Economic Reforms in Algeria : an overview and assessment**, The Journal of North Africa Studies, vol 9 n°2, 2004, pp115-125. P 117.

والنمو، بذلك يحدد بنك الجزائر سقف لنمو الأصول المحلية الصافية للنظام البنكي ولبنك الجزائر[1].

ما ميز إدارة السياسة النقدية ضمن المنحى السابق هو استعمال الوسائل المباشرة، والتي تمثلت في:

- تأطير القروض للبنوك والمؤسسات المالية بالإضافة إلى تأطير المبالغ المسجلة في إطار إعادة الخصم من طرف البنوك التجارية؛
- تأطير القروض البنكية الصافية الممنوحة لمجموعة تتكون من 23 مؤسسة عمومية كبرى توجد في طور إعادة الهيكلة المالية؛
- تحديد سقف أعلى لإعادة الخصم عندما يتعلق الأمر بالقروض الممنوحة لهذه المؤسسات الثلاثة والعشرين؛
- استعمال تمييزي للحدود القصوى فيما يتعلق بتدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية بين البنوك[2].

تميزت إدارة السياسة النقدية منذ سنة 1990 حتى سنة 1994 بالعمل على تخفيف الضغوط المرتبطة بالسيولة البنكية، فقد سمح قانون النقد والقرض بتحرير الشروط البنكية لاسيما معدلات الفائدة التي كانت محددة إداريا من طرف وزارة المالية، ليتم تحرير معدلات الفائدة الدائنة على الموارد المالية ابتداء من1990، مع استمرار إشراف البنك المركزي على هيكل المعدلات بتطبيق بعض التقنيات كتسقيف المعدلات (بتحديد سقف أعلى كفرق بين معدلات الفائدة على القروض والودائع بخمس 5 نقاط والذي ألغي سنة 1995) وفهرسة المعدلات indexation des taux حيث يتم ربط معدلات الفائدة بمعدل فائدة مرجعي: المعدل المتوسط لإعادة الخصم للشهر السابق (للأجل القصير)؛ والمعدل المتوسط المرجح على الودائع التي يفوق أجلها سنتين (للأجل الطويل) [3].

ابتداء من سنة 1992 تم إلغاء تسقيف القروض الممنوحة للبنوك التجارية وتنشيط أداة إعادة الخصم، وقد ترافق ذلك مع اتخاذ تدابير هامة استهدفت تنشيط السوق النقدية خلال سنتي 1992-1993 على الخصوص من خلال فتح السوق النقدية أمام المؤسسات المالية غير البنكية (شركات التأمين) كمقرضة، إضافة إلى تطوير وتدقيق نظام الأمانات من أجل إعطاء بنك الجزائر هامشا أكبر في تدخلاته وتحضير الأدوات والآليات الضرورية لعمل السوق النقدية. تهدف السلطات النقدية من خلال تنشيط السوق النقدية وتطوير

[1] Banque d'Algerie, instruction n° 16-94 du 09/04/1994 relative aux instruments de conduite de la politique monétaire et au refinancement des banques.

[2] الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 404.

[3] Djamel Eddine Gaicha**, Evolution des taux d'interet et des produit du système bancaire Algerien**, Cahiers du CREAD, 2001, pp43.55.

الأدوات النقدية المتداولة إلى[1]: تخفيض الفارق بين معدلات الفائدة المدينة والدائنة من خلال تطوير التمويل المباشر؛ كما أنه يسمح من جهة أخرى للبنوك بتوفير السيولة والتحكم في التكاليف؛ إضافة إلى إيجاد آليات تحديد معدلات الفائدة من دون التدخل الإداري للسلطة النقدية.

مع تطبيق برنامج التعديل الهيكلي 1994-1998 تم منح السياسة النقدية مجالا أكبر للمساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وهو ما يتطلب أن تعمل بشكل نشط active وفعال، بذلك استوجب من بنك الجزائر التخلي عن اللجوء إلى الأدوات المباشرة (تأطير القرض وتسقيف إعادة الخصم) بإحلالها بالأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية لاسيما العمليات في السوق النقدية، وهو ما يمثل منح أهمية أكبر لمعدل الفائدة في إدارة السياسة النقدية. كما يسمح ذلك بالعمل في إطار إدارة السياسة النقدية على التخفيف من استمرار ضغوطات السيولة البنكية والضغوطات التضخمية التي ميزت تلك الفترة. وفيما يلي الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية المنتهجة من طرف بنك الجزائر خلال هذه المرحلة :

- نظام الاحتياطي الإجباري كوسيلة غير مباشرة في إدارة السياسة النقدية والتي نص عليها القانون 90-10بأنه يحق لبنك الجزائر أن يفرض على البنوك احتياطي يحتسب على مجموع الودائع كاحتياطي إلزامي، وحيث لا يتعدى 28% من المبالغ المعتمدة لاحتسابه كما يمكن أن يحدد نسبة أعلى في حالة الضرورة المثبتة قانونا[2]، ثم بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 94-73 المؤرخة في 1994/11/28 تَحَدَّدَ كيفية تكوين الاحتياطي الإلزامي ومعدله الذي تم تثبيته عند نسبة 2.5 % من مجموع الودائع المحتسبة في فرض الاحتياطي الإجباري. إلا أن نظام الاحتياطي الإجباري لم يطبق فعليا خلال هذه الفترة وذلك بسبب نقص السيولة في القطاع البنكي ؛
- نظام المناقصات عن طريق نداءات العروض في السوق النقدية بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 95-28 المؤرخة في 1995/04/22 لفترة 24 ساعة وفترة 07 أيام، وتتم هذه العملية بطريقتين اثنتين: إما أن تستهدف المعدلات وهو ما يسمح بالتحكم في معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنوك التجارية، وهي الطريقة المطبقة من طرف بنك الجزائر؛ أو عن طريق كميات مستهدفة ومعدلات متغيرة وهو ما يسمح بالتحكم في الكميات[3]. وقد عرف معدل الفائدة المستهدف لمناقصات

[1] Djamel Eddine Gaicha**, OP.CIT**, pp43.55.

[2] بنك الجزائر، قانون النقد والقرض 10/90، المادة 93

[3] Ismail Amani, Belkhir Maamar**, Realisation des objectifs, conduite et efficacité de la politique monétaire en Algerie(1990-2013)**, colloque international , efficacité de l politique monétaire dans les PVD : les experiences passées et les défis futurs, Université Chlef, Algerie, 2015, p10

القروض انخفاضا من 19.44 % سنة 1995 إلى 4.25% سنة 2005 . يعمل بنك الجزائر عن طريق هذه الآلية على إعلام البنوك بتوفير السيولة ويحدد طبيعة الأوراق وتواريخ استحقاقها، لتقدم البنوك العروض وتعلن عن المبالغ التي ترغب بالحصول عليها والمعدلات التي هي على استعداد لدفعها للبنك المركزي الذي بدوره يعمل على فرز الطلبات وتصنيفها تنازليا حسب المبالغ والمعدلات، تبعا لذلك يتحدد حجم الطلبات للسيولة التي يتم توفيرها والمعدل المطبق، يمثل المعدل أدنى معدل مطبق في السوق النقدية .عمل بنك الجزائر على استبدال تحديد معدلات الفائدة إداريا بتقنيات إدارة غير مباشرة للمعدلات من خلال السوق النقدية، يتحدد من خلالها معدل الفائدة على نداءات العروض تبعا لوضعية سوق ما بين البنوك، المؤشر العام لأسعار الاستهلاك والأهداف التي تعمل إدارة السياسة النقدية على تحقيقها، وذلك مع ملاحظة تغيرات الكتلة النقدية وتعديل الانحرافات بواسطة معدل الفائدة على نداءات العروض، فكل الارتفاعات المتواصلة للمعدل في الفترة ما بين 1991 و1995 تم تفسيرها بتغيرات سريعة بالمجمعات النقدية خلال نفس الفترة[1]؛

الجدول (1-3): تطور المعدل المستهدف لمناقصات القروض خلال الفترة 1995-2005

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
المعدل %	19.44	16.5	13.25	11.75	10.75	8.25	8.25	8.25	8.75	4.50	4.25

المصدر: بنك الجزائر.

- نظام الأخذ على سبيل الأمانة لفترة 24 ساعة وفترة 07 أيام على شكل اتفاق ثنائي بين بنك الجزائر والبنوك التجارية، وتتم بمبادرة من البنوك لمدة 24 ساعة و7 أيام، حيث تحصل البنوك على التمويل مقابل التنازل المؤقت على أوراق عامة أو خاصة بمعنى البيع مقابل فائدة مع الالتزام بإعادة الشراء في الآجال المحددة والتزام المقرض بإرجاع السند للمقترض[2]، يمثل معدل الفائدة لهذه العملية أعلى معدل مطبق في السوق النقدية حيث قدر بـ 23 % سنة 1995 مع مبلغ إجمالي أقصى بـ 120 مليار دج سنة 1997، ليصل إلى 4% سنة 2003 مع عدم لجوء البنوك إلى التمويل من خلال نظام الأخذ على سبيل الأمانة منذ 2001 [3] ؛

الجدول (2-3): تطور المعدل المستهدف لمناقصات القروض خلال الفترة 1995-2005

[1] Djamel Eddine Gaicha**, OP.CIT**, pp43.55

[2] Instuction N° 28-95 du 22 avril 1995, portant organisation du marché monétaire.

[3] Ismail Amani, Belkhir Maamar,Op.cit, p9.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
المبالغ مليون دج	0	5918	66458	121661	46000	62926	89204	61500
المعدل%	17	21	23	19	14.5	13	12	10.75

المصدر: بنك الجزائر.

- عمليات السوق المفتوحة بمبادرة من بنك الجزائر، وتتم بقيام بنك الجزائر بشراء وبيع سندات عمومية تقل مدة استحقاقها المتبقية عن ستة 06 أشهر أو أوراق خاصة مقبولة في إعادة الخصم أو في تقديم التسبيقات، وتتم هذه العمليات مباشرة مع البنوك والمؤسسات المالية المخولة وحيث لا تتم وفق جدول زمني محدد إنما تتم كلما رأى بنك الجزائر بضرورة ذلك[1]؛
- إعادة الخصم التي تعتبر أداة لإعادة تمويل البنوك التجارية لدى البنك المركزي، وإذ عمل بنك الجزائر على الرفع من معدل إعادة الخصم منذ 1989 من 7.5% إلى 10.5% سنة 1990 ليصل إلى 15% سنة 1994 للتأثير على معدلات الفائدة الاسمية سواء الدائنة والمدينة للبنوك التجارية ارتفاعا، في سياق تطبيق سياسة نقدية انكماشية للعمل على التحكم في معدلات التضخم المرتفعة آنذاك، حيث وصل معدل التضخم سنة 1994 إلى 29%، والتي كان من نتائجها تحقيق معدلات حقيقية سالبة كون أن معدل التضخم يفوق معدلات الفائدة الاسمية. ولأن معدل إعادة الخصم أقل من معدلات السوق النقدية فإن هذه الآلية مثلت المورد الرئيسي لإعادة التمويل بالنسبة للبنوك إلى غاية سنة 2000.

الجدول (3-3): تطور معدلات ومبالغ إعادة الخصم للفترة 1990- 2000

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
المبالغ مليون دج	19176	42272	63519	29390	32421	78650	131948	164820	123095	127939	109038
المعدل%	10.5	11.5	11.5	11.5	15	14	13	12	9.5	8.5	7.5

المصدر: بنك الجزائر

تزامنا مع الانتقال إلى استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في سياق إدارتها ضمن منطق السوق، نتج عن الإصلاحات الاقتصادية المطبقة بمرافقة صندوق النقد الدولي إجراءات إصلاحية شملت على الخصوص: اعتماد سياسة صرف أكثر مرونة والتحرير التدريجي لسعر الصرف، الذي يتحدد من خلال تفاعل العرض والطلب عليه في سوق الصرف بين البنوك والتي تأسست سنة 1995. كما وتم خلال هذه الفترة إلغاء التمويل الإجباري من خلال شراء البنوك لسندات الخزينة، هذا التمويل الإجباري تم تعويضه بنظام رسمي للمزادات في السوق النقدية لبيع سندات الخزينة المتفاوض عليها

[1] الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 407.

بمعدل فائدة 22% في بداية سنة 1996 ثم انخفضت إلى 17.5% في نهاية السنة لتخفيض معدلات التضخم وبهدف تخفيض تكاليف إقراض الحكومة وتمكين الخزينة العمومية من اللجوء إلى السوق المالي حيث تم تطبيق عمليات السوق المفتوحة منذ ديسمبر 1996 للاستجابة لاحتياجات التمويل. وما ميز هذه الفترة من إجراءات نقدية كذلك هو استكمال تحرير معدلات الفائدة بتحرير المعدلات المدينة سنة 1996 من أجل التوصل إلى تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة وهو ما تحقق سنة 1997[1] .

المطلب الثاني: المرحلة الثانية (2000- 2009)

تميزت هذه الفترة بداية بإصدار الأمر 01-01 الصادر في 2001/02/27 الذي بموجبه تم تعديل قانون النقد والقرض 90-10، أساسا فيما يخص الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر والسلطة النقدية وحيث أصبح مجلس النقد والقرض يتكون من أعضاء مجلس الإدارة ببنك الجزائر بمفهوم القانون 90-10 إضافة إلى ثلاث شخصيات يختارون بحكم كفاءتهم في المسائل الاقتصادية والنقدية يعينون بموجب مرسوم من رئيس الجمهورية .

وضمن الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض، حدد لأمر 03-11 الصادر في 2003/08/26 - كتعديل ثان لقانون النقد والقرض - أعضاء مجلس الإدارة المتكون من المحافظ ونوابه الثلاث إضافة إلى ثلاث موظفين يعينون بموجب مرسوم من رئيس الجمهورية، يتكون مجلس النقد والقرض من أعضاء مجلس الإدارة إضافة إلى شخصيتين تختاران بحكم كفاءتهما في المسائل الاقتصادية والنقدية معينان بموجب مرسوم من رئيس الجمهورية ولم ينص الأمر على مدة تعين المحافظ الذي يعين بموجب مرسوم من رئيس الجمهورية لمدة غير محددة في مفهوم هذا الأمر .

كما تضمن الأمر تعديل لأهداف السياسة النقدية، حيث نص على أن مهمة بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف تتمثل في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد، مع عدم النص على هدف التشغيل .

وبالنسبة لحدود إقراض الحكومة، تضمن الأمر 03-11 -إضافة إلى ما جاء به القانون 90-10 فيما يخص منحه للخزينة مكشوفا بالحساب الجاري- لإفضاء المكشوفات المرخص بها إلى تقاضي عمولة إدارة تحدد نسبتها وكيفياتها بالاتفاق مع الوزير المكلف بالمالية مع الترخيص لبنك الجزائر بمنح الخزينة تسبيقا يوجه حصريا للتسيير النشط للمديونية العمومية الخارجية، كما تضمن الأمر أن كيفيات تنفيذ التسبيق وتسديده تُحدد عن

[1] Guetaf Lila, **Situation de l'Economie Algerienne à la lumière des reformes financières et monétaires de la periode 1990-2010**, Revue de droit et des sciences humaines , n° 12, p19.

طريق جدول استحقاق التسديد عن طريق اتفاقية بين البنك المركزي والخزينة العمومية وهذا بعد الاستماع إلى مجلس النقد والقرض وإخطار رئيس الجمهورية بذلك[1].

عرف الأمر 03-11 الصادر في 2003/08/26، بوضوح الإطار القانوني للسياسة النقدية ووضح صلاحيات مجلس النقد والقرض كسلطة نقدية في مجال تحديد قواعد إدارة ومتابعة تطور السياسة النقدية، حيث يحدد الأهداف النقدية لاسيما تطور المجمعات النقدية والقرضية وتحديد الأدوات النقدية ووضع قواعد الحذر في السوق النقدية.

يحدد بنك الجزائر في إدارة السياسة النقدية الهدف التشغيلي المتمثل في القاعدة النقدية، فيما تتمثل الأهداف الوسيطية في المجمع الكتلة النقدية M_2 والقروض للاقتصاد والتي تتحدد على أساس توقعات ميزان المدفوعات، المالية العامة وعمليات الخزينة العمومية وحيث يتم تحديد أدوات السياسة النقدية لتحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية الذي يحدده قانون النقد والقرض المتمثل في الاستقرار النقدي من خلال استقرار الأسعار.

منذ 2001، تميزت الوضعية النقدية بارتفاع في الموجودات الخارجية الذي برز كمصدر رئيسي للتوسع النقدي نتيجة عملية التنقيد، حيث أن صافي الموجودات الخارجية تجاوزت المجمع النقدي M_2 وهو ما يشير إلى أن الاحتياطات الرسمية للصرف أصبحت تمثل المقابل الأساسي والضامن للسيولة النقديةM_2 في الاقتصاد الوطني.

مع انخفاض في الموجودات الخارجية بداية من سنة 2009 نتيجة الأزمة العالمية الاقتصادية، برز الائتمان المحلي بمكونه الائتمان المقدم للاقتصاد كمحدد أساسي للتوسع النقدي خلال هذه السنة وكمحدد لعملية خلق النقود، وأساسا الائتمان المقدم للقطاع الخاص الذي مثل ما نسبته 51 %[2]، ويبرز مجمع القروض للاقتصاد كمكون وحيد للمجمع الائتمان المحلي خلال سنة 2004 وكثاني مقابل للاصدار النقدي سنة 2006، فقد سجل نموا متواصلا منذ 2004 بـ 11.2% و15.9% سنة 2005 مقارنة بسنة 2003 بـ 9%

.

في ظل تواصل ارتفاع السيولة المصرفية خلال هذه الفترة تدعمت الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية بإدخال أدوات جديدة والمتمثلة في[3]:

- استرجاع السيولة عن طريق نداءات العروض بموجب التعليمة 02-2002 المؤرخة في 2002/04/11، حيث تمثل استرجاع السيولة في السوق النقدية على بياض تحت شكل نداءات عروض فورية يمكن أن تأخذ شكل إيداعات لـ 24 ساعة أو لأجل مغلة لمعدل فائدة ثابت على كل مناقصة adjudication وتكون

[1] أمر رقم 11/03 مؤرخ في 26 أوت 2003، والمتعلق بالنقد والقرض.

[2] Banque d'Algerie, Rapport 2009 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p 163.

[3] Banque d'Algerie, Rapport 2009 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p 156,157.

بمبادرة بنك الجزائر، ومنذ 2005 تم العمل بأداة استرجاع السيولة لفترة 3 أشهر إضافة لاسترجاع السيولة لفترة 7 أيام المعمول بها منذ 2002؛

- تسهيلات الودائع المغلة للفائدة بموجب التعليمة 04-05 المؤرخة في 2005/06/14 تتمثل في تسهيلة دائمة مغلة للفائدة على بياض يمنحها بنك الجزائر استثناءا للبنوك، هذه الأخيرة يمكنها اللجوء إلى هذه التسهيلة بتشكيل ودائع لدى بنك الجزائر لمدة 24 ساعة وتستفيد من معدل فائدة ثابت يعلن عنه بنك الجزائر مسبقا والذي يمكن تغييره حسب تغيرات السوق النقدية وتطور هيكل المعدلات؛
- إضافة للوسيلة الثالثة للسياسة النقدية النشطة والمتمثلة في الاحتياطات الإجبارية والتي أعيد تفعيلها سنة 2001 وتحديد إطارها العملياتي ضمن النظام رقم 04-02 المؤرخ في 2004/03/04 المتضمن تحديد شروط تكوين الاحتياطات الإجبارية الدنيا.

الجدول (4-3): تطور معدلات الاحتياطات الإجبارية في الفترة 2000-2009

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
معدل المكافئة%	-	-	2.5	2.5	1.75	1.00	1.00	1.00	0.75	0.5
معدل الاحتياطي الإجباري%	-	3.00	4.25	6.25	6.5	6.5	6.5	6.5	8	8

المصدر: بنك الجزائر.

إن إدارة فائض السيولة خلال هذه المرحلة هي ذات أهمية كبيرة في ممارسة السياسة النقدية بالجزائر، حيث ركز بنك الجزائر على التدخل في السوق النقدية باستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية أساسا أداتي استرجاع السيولة وتسهيلة الودائع المغلة للفائدة، إضافة إلى نظام الاحتياطي الإجباري للتحكم بفعالية في المجمعات النقدية (مع التركز بالخصوص على القاعدة النقدية كهدف تشغيلي[1]). وبهدف امتصاص فائض السيولة في النظام البنكي.

في إطار إدارة السياسة النقدية باستخدام الأدوات غير المباشرة، قام بنك الجزائر خلال مارس2005 برفع مبلغ استرجاعات السيولة من 400 مليار دج إلى 450 مليار دج[2]، وتثبيت هذا إلى غاية الخمسة أشهر الأولى لسنة 2007، ثم تعديله لمبلغ 1100 مليار دينار منذ منتصف جوان 2007[3]، وترك المجال بذلك للبنوك بإدارة فوائض خزينتها المتزايدة بواسطة التسهيلة الدائمة للودائع المغلة للفائدة لفترة 24 ساعة، وفيما

[1] Banque d'Algerie, Rapport 2007 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p170.
[2] Banque d'Algerie, Rapport 2005Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p157.
[3] Banque d'Algerie, Rapport 2007 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p171.

يخص أداة الاحتياطات الإجبارية والتي تم إعادة إطارها العملياتي منذ 2004، تم تعديل معاملها من 6.5%إلى 8% خلال سنة 2008[1]، كما تم تعديل مكافأتها من 0.75%إلى 0.5% بهدف امتصاص فائض السيولة البنكية، فيما أنه لم يتم اللجوء إلى بنك الجزائر لإعادة التمويل بصفته المقرض الأخير منذ 2001، من خلال عمليات السوق المفتوحة، نظام الأمانة ومناقصات القروض عن طريق نداءات العروض[2].

الجدول(5-3):معدلات الفائدة المطبقة على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في الفترة 2002-2009

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
استرجاع السيولة 7أيام	-	-	2.75	1.75	0.75	1.25	1.25	1.75	1.25	0.75
استرجاع السيولة3أشهر	-	-	-	-	-	1.90	2	2.5	2	1.25
تسهيلات الودائع المغلة للفائدة	-	-	-	-	-	0.3	0.3	1	0.75	0.3
الاحتياطات الإجبارية	-	-	2.5	2.5	1.25	1	1	1	0.75	0.5
نظام الأمانات لمدة 24سا	8.75	8.75	8.75	4.5	4.5	4.5	4.5	-	-	-

المصدر : - تقارير بنك الجزائر خلال الفترة 2002-2009

المطلب الثالث: المرحلة الثالثة (2010- 2018)

عرفت بداية هذه الفترة إصدار الأمر 10-04 المؤرخ في2010/08/26 المعدل والمتمم للأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض الذي جاء بإصلاح هام لإطار السياسة النقدية ولتعزيز الإطار العملياتي للسياسة النقدية الذي شرع فيه في سنة 2009 لاسيما ما جاء به النظام 02/09 المؤرخ في 2009/05/26 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وسائلها وإجراءاتها الذي حدد معيار عمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر.

من خلال الأمر 10-04 المؤرخ في 2010/08/26 تم إرساء هدف استقرار الأسعار كهدف للسياسة النقدية إضافة إلى توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي. تضمن الأمر أنه" يكلف بنك الجزائر بتنظيم الحركة النقدية ويوجه ويراقب بكل الوسائل الملائمة توزيع القرض وتنظيم السيولة ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف والتاكد من سلامة النظام المصرفي وصلابته"[3]. يهدف

[1] Banque d'Algerie, Rapport 2009 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p184.
[2] Banque d'Algerie, Rapport 2008 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p180.
[3] أمر رقم 04/10 مؤرخ في 26 أوت 2014 معدل ومتمم للأمر 11/03 والمتعلق بالنقد والقرض.

إصدار الأمر لتعزيز دور بنك الجزائر في الحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي وتعزيز الدور الرقابي للجنة المصرفية إضافة إلى إعادة صياغة نسبة مساهمة رأس المال الأجنبي في البنوك العاملة في الجزائر[1].

ويمثل الأمر 10-04 إرساء قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح للسياسة النقدية مع الحفاظ على الأهداف الكمية النقدية (المجاميع النقدية والقرضية)، ويأخذ التنبؤ بالتضخم في الأجل القصير أهمية خاصة، ويحدد هدف التضخم مقارنة بالهدف النقدي الكمي كهدف وسيط[2]، حيث أن بنك الجزائر يعتبر أن المجمع M2 (خارج ودائع قطاع المحروقات) يمثل متغيرا ذو علاقة وطيدة بمتغير التضخم، كما يقوم بالتنبؤ بالتضخم في الأجل القصير باستخدام نموذج ARIMA، ومن ثم يعمل على تخفيض كل فارق ما بين التنبؤ القصير الأجل والهدف المسطر من طرف مجلس النقد والقرض، بتعديل الإدارة العملياتية للسياسة النقدية، حيث أن الهدف الوسيط المتبع له دور أساسي في المساهمة في تحقيق هدف التضخم[3].

يحدد مجلس النقد والقرض الأهداف المتعلقة بتطور المجاميع النقدية والقرضية والمنسجمة مع استهداف التضخم، ويترتب عليها تحديد المبالغ المتعلقة بعمليات بنك الجزائر. ففي مجال عمليات امتصاص فائض السيولة البنكية فإنه وبعد تثبيت المبلغ الإجمالي لامتصاص السيولة بمبلغ 1100 مليار دينار سنة 2007، تم تعديله لحوالي 1350 مليار دينار سنة 2012 لمواجهة تسارع التضخم، وتمثل استرجاعات السيولة أداة نشطة لإدارة السياسة النقدية عرفت استقرارا في هياكلها بـــ 25% لاسترجاعات السيولة لمدة 3 أشهر و75% لاسترجاعات السيولة لـمدة 7 أيام، وتشير أهمية الحصة النسبية لاسترجاعات السيولة لمدة 7 أيام إلى المرونة المتاحة إلى البنوك في مجال تخصيص القروض[4] .

من جانب أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها بنك الجزائر في إدارته للسياسة النقدية وأساسا بهدف امتصاص السيولة المصرفية وإضافة للأدوات المستخدمة، قام بنك الجزائر منذ منتصف سنة 2013 باعتماد آلية استرجاع السيولة لستة أشهر بمعدل فائدة قدره 1.50%، إضافة إلى رفع معدل تشكيل الاحتياطات الإجبارية الدنيا في ماي 2013 إلى 12 % وذلك اثني عشر شهرا بعد رفعها بنقطتين مئويتين (من 9% إلى 11%) تعزيزا لآليات السياسة النقدية على امتصاص فائض السيولة في السوق النقدية[5]، فيما لم

[1] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 348.
[2] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2010، ص158.
[3] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011 ص 187.
[4] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012، ص 198.
[5] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013، ص 173.

تتغير معدلات الفائدة الخاصة بتسهيلة الودائع المغلة للفائدة - التي تستخدم بمبادرة من البنوك- بمعدل 0.3% وهو المستوى الأدنى للمعدلات المطبقة على عمليات امتصاص السيولة واسترجاعات السيولة لـ 7 أيام و3 أشهر(على التوالي 0.75% و1.25%)، ومعدل مكافأة الاحتياطات الإجبارية والمحدد بـــ 0.50% .

الجدول (6-3): معدلات الفائدة المطبقة على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في الفترة 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
استرجاع السيولة 7أيام	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	-	3.50
استرجاع السيولة3أشهر	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	-	
استرجاع السيولة6 أشهر				1.50	1.50	1.50	1.50	-	-
تسهيلات الودائع المغلة للفائدة	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.00	0.00
الاحتياطات الإجبارية	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5		
نظام الأمانات لمدة 24سا	-	-	-	-	-	-	-	-	-

المصدر: بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية .

ومنذ 2014، ونتيجة للصدمة الخارجية المتمثلة في انخفاض أسعار النفط في الأسواق الدولية وعجز الميزان الجاري في ميزان المدفوعات وبعد 14 عاما متتالية من وضعية فائض السيولة البنكية. ابتداء من سنة 2015، عرف فائض السيولة البنكية انخفاضا ما دفع بتغيير جذري في إدارة السياسة النقدية بالجزائر، والتي اعتمدت منذ 2001 على امتصاص فائض السيولة المصرفية من خلال مجموعة الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، في حين أنه ومنذ 2016 اتجهت السياسة النقدية نحو أدوات لضخ السيولة لضمان إعادة تمويل النظام المصرفي. تتمثل أهم العوامل المفسرة لانخفاض السيولة المصرفية أساسا في[1]:

- تقلص الموجودات الخارجية الصافية والعجز في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات؛
- التغير في قائم ودائع الخزينة العمومية (الحساب الجاري وصندوق ضبط الإيرادات) لدى بنك الجزائر؛

[1] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016، ص135.

- تزايد تداول النقد الورقي خارج بنك الجزائر بمبلغ 389.1 مليار دج، نتيجة لتحول الودائع لنقد ورقي.

في ظل ظروف انخفاض لفائض السيولة الذي استمر طيلة سنوات من 2001 حتى سنة 2014، عمل بنك الجزائر على:

- وقف عمليات استرجاع السيولة بعد قيامه بالتخفيض التدريجي لعتبات الامتصاص، وألغى تسعيرة عمليات تسهيلة الإيداع مما حفز المصارف بطرح فوائضها من الموارد لدى السوق النقدية ما بين البنوك؛
- خفض معدل الاحتياطات الإجبارية من 12% إلى 8% في 2016؛
- إعادة تنشيط عمليات إعادة خصم السندات الخاصة والعمومية وخفض معدلها من 4% إلى 3.5% [1]؛
- اللجوء إلى عمليات السوق المفتوحة في إدارة السياسة النقدية مع بداية سنة 2017، مع جعل معدل العمليات لـ 7 أيام المعدل التوجيهي لبنك الجزائر[2].

ترجم إجراءات السياسة النقدية إصدار النظام رقم 16-03 المؤرخ في 2016/07/28 والمعدل والمتمم للنظام 15-01 المؤرخ في 2015/02/19 فيما يخص إعادة تمويل السندات العمومية والخاصة بهدف دعم السيولة البنكية، من حيث إمكانية قبول بنك الجزائر لخصم السندات العمومية الصادرة أو المضمونة من قبل الدولة، لاسيما سندات الخزينة قصيرة الأجل التي تقل أو تساوي مدتها سنة واحدة؛ سندات الخزينة متوسطة الأجل التي تتراوح مدتها بين سنتين وخمس سنوات ذات مدة الاستحقاق المتبقية التي تساوي أو أقل 3 سنوات؛ والسندات الممثلة للقرض الوطني.إضافة إلى إعادة خصم السندات الخاصة الممثلة لعمليات تجارية وعمليات تمويل قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل التي تؤديها البنوك والمؤسسات المالية[3].

إضافة إلى إصدار التعليمة رقم 06-16 المؤرخة في 2016/09/01 تطبيقا لأحكام النظام 09-02 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها، حيث حددت كيفيات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية لإعادة تمويل البنوك عن طريق الإعلان عن مناقصة و/أو عن طريق العمليات الثنائية (عمليات السوق المفتوحة) والتي دخلت حيز التنفيذ منذ بداية 2017.وخلال السداسي الثاني من سنة 2017، تم استبدال عمليات إعادة الخصم بعمليات السوق المفتوحة لضخ السيولة.

---

[1] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016،ص 135

[2] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016،ص 139.

[3] بنك الجزائر، النظام رقم 16-03 مؤرخ في 28 يوليو 2016 والمتمم للنظام رقم 15-01 المؤرخ في 19 فبراير 2015 والمتعلق بعمليات خصم السندات العمومية وإعادة خصم السندات الخاصة والتسبيقات والقروض للبنوك والمؤسسات المالية.

تم اعتماد برنامج للتمويل غير التقليدي في نوفمبر 2017، بموجب تعديل قانون النقد القرض لسنة 2017 لاسيما المادة 45 مكرر منه، المتعلق بقيام بنك الجزائر بشكل استثنائي ولمدة 5 سنوات بشراء مباشرة من الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، من أجل المساهمة على وجه الخصوص في تغطية احتياجات تمويل الخزينة، تمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار[1].

مع اعتماد التمويل غير التقليدي للخزينة العمومية من طرف بنك الجزائر، ارتفعت السيولة المصرفية الكلية بشكل واضح منذ بداية سنة 2018، وهو ما مثل الأثر الأولي الواضح الناتج عن إجراء التمويل غير التقليدي وذلك بالانتقال من وضعية عجز في سيولة النظام المصرفي إلى فائض معتبر في السيولة .عملا على تعقيم فائض السيولة الناتجة عن تنفيذ التمويل غير التقليدي. وفي مواجهة توقعات ارتفاع معدلات التضخم الناتجة، اتخذ بنك الجزائر مجموعة من الإجراءات النقدية بداية من السداسي الأول من سنة 2018، تمثلت في[2]:

- إعادة تفعيل عمليات امتصاص السيولة ابتداء من جانفي 2018، سمحت بتعقيم فوائض بلغ متوسطها 275 مليار دج؛
- تعقيم جزء من فائض السيولة الناجم عن موارد التمويل غير التقليدي الموجهة لسوناطراك، علما أن استعمال هذه الموارد يتوقف على تقدير المؤسسة وفقا لتجسيد احتياجات تمويل برنامجها الاستثماري؛
- رفع معدل الاحتياطات الإجبارية من 4% إلى 8% في بداية سنة 2018 ثم من 8% إلى 10% في جوان 2018 بذلك بلغ الإجمالي المعقم عن طريق هذه الأداة 659 مليار دينار.

الجدول (7-3) : معدلات الاحتياطات الإجبارية في الفترة 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل المكافئة %	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
معدل الاحتياطي الإجباري %	9	9	11	12	12	12	8	4	10/8

المصدر: بنك الجزائر

[1] قانون رقم 10/17 مؤرخ في 11 أكتوبر 2017، يتمم الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض.

[2] بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الوطني الشعبي، ديسمبر 2018، ص22.

المبحث الثاني: السياسة النقدية واستهداف التضخم في الجزائر

تم إرساء هدف استقرار الأسعار بموجب الأمر 10-04 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بقانون النقد والقرض وهو ما يمثل إعلانا صريحا عن اعتماد استهداف التضخم في إدارة السياسة النقدية بالجزائر، فيما أن هذه الإستراتيجية تتطلب شروط مؤسساتية وتقنية ينبغي على بنك الجزائر توفيرها لتحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية والمتمثل في استقرار الأسعار.

المطلب الأول: استهداف التضخم في الجزائر

حدد قانون النقد والقرض90-10 أهداف السياسة النقدية في النمو الاقتصادي التشغيل والاستقرار الداخلي والخارجي للنقد، مع عدم الإشارة مباشرة إلى هدف استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية، وهو ما تم تضمينه في تعديل القانون سنة 2003 بموجب الأمر 03-11 المتضمن قانون النقد والقرض حيث أن مهمة بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف تتمثل في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد. وحدد بنك الجزائر في تقرير سنة 2003 الهدف النهائي للسياسة النقدية بالمحافظة على الاستقرار النقدي من خلال استقرار الأسعار، وهذا من خلال العمل على الحفاظ على زيادة وتطور محدود لمؤشر أسعار الاستهلاك، ضمن معدل مستهدف ضمني لا يتعدى 3%[1].ومنذ 2010 ، بعد تعديل قانون النقد والقرض بموجب الأمر 10-04 حيث تم إرساء هدف استقرار الأسعار كهدف صريح للسياسة النقدية. وبموجبه تم اعتماد استهداف التضخم الصريح حيث حدد المعدل المستهدف بـ 4% .

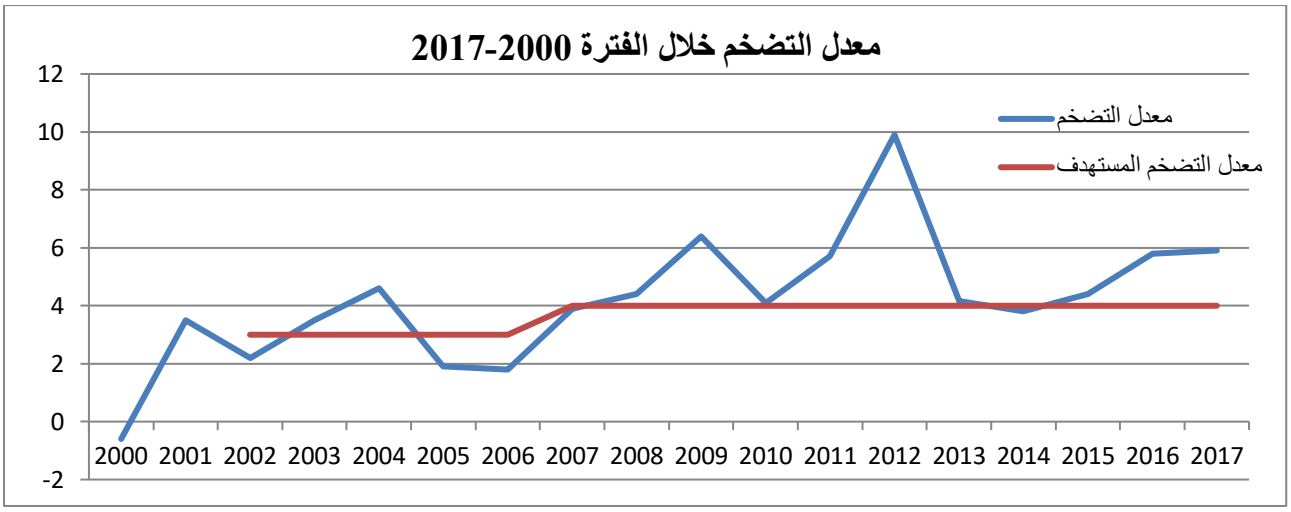
الجدول (8-3): تطور معدلات التضخم والمعدلات المستهدفة من بنك الجزائر في الفترة 2003-2018

السنة	المعدل المستهدف	المعدل الفعلي	الإنحراف	السنة	المعدل المستهدف	المعدل الفعلي	الإنحراف
2003	%3	%3.5	%0.5	**2011**	4%	%5.7	%1.7
2004	%3	%4.6	%1.6	**2012**	4%	%9.9	%5.9
2005	%3	%1.9	%1.1-	**2013**	4%	%4.15	%0.15
2006	%3	%1.8	%1.2-	**2014**	4%	%3.8	%0.2-
2007	%4 - %3	%3.9	%0.1	**2015**	4%	%4.4	%0.4
2008	%4 - %3	%4.4	%0.4	**2016**	4%	%5.8	%1.8
2009	4%	%6.4	%2.4	**2017**	4%	%5.59	%1.59
2010	4%	%4.1	%0.1	**2018**	%4	%4.27	%0.27

المصدر: تقارير بنك الجزائر.

الشكل (1-3): تطور معدل التضخم والمعدل المستهدف في الفترة 2000-2017

[1] Banque d'Algerie, Rapport 2003 Evolution Economique et Monetaire en Algerie.



المصدر : من إنجاز الطالبة بناء على تقارير بنك الجزائر.

يتطلب نجاح استهداف التضخم توفر مجموعة من الشروط لاسيما المتعلقة بالبنية المؤسسية والتقنية، وما يميز حالة الجزائر من حيث البنية المؤسسية هو ضعف المؤسسات الجبائية والمالية وانخفاض مصداقية المؤسسات النقدية، ما يجعل من الاقتصاد الوطني عرضة للضغوط التضخمية. إن ضعف المؤسسات الجبائية يمثل ضعف في قدرة التحصيل الجبائي ما يؤدي في ظروف انخفاض الإيرادات العمومية وفي ظل ضعف الأسواق المالية إلى لجوء المالية العمومية للتمويل النقدي للبنك المركزي وهو ما يضعف من استقلالية السياسة النقدية. ففي الجزائر ترتبط المالية العامة بأسعار النفط في الأسواق الدولية الشيء الذي يعمل على عدم استدامة الايرادات العمومية هذا مع الارتفاع المفرط للنفقات العمومية خاصة في ظل برنامج الإنعاش الاقتصادي منذ 2001، حيث أن ارتفاع العجز الموازني وتذبذب الجباية البترولية يمثل قيدا في إدارة السياسة النقدية بالجزائر.

كما أن الضعف الوظيفي والهيكلي للمؤسسات المالية والنقدية يشكل عائقا بالنسبة لاستهداف التضخم، خصوصا فيما يتعلق بالشروط غير ملائمة لتداول النقود، وأيضا بانتقال أثار السياسة النقدية والتي تعتمد آلياتها ضمن نظام استهداف التضخم على سلوك الأعوان الاقتصاديين وعامل التوقعات الذي يشكل عامل أساسي في الطريقة التي يجب أن يعمل بها الاقتصاد الوطني وأساسا آلية السوق والدور الذي يؤديه كإطار للتوقعات خاصة المتعلقة بالتضخم[1]، وهو ما يمثل عائقا لنجاح استهداف التضخم في الجزائر. إضافة لتوفر البنية المؤسسية، يتطلب تطبيق استراتيجة التضخم بنية تقنية تمكن من التنبؤ بمعدل التضخم وذلك بتوفر النماذج القياسية المتطورة مع توفير الموارد البشرية المؤهلة وتوفر وسائل وأنظمة المعلوماتية متطورة وحيازة أنظمة إحصائية موثوقة وفعالة .

[1] Tahar Latreche, **Ciblage d'inflation et conduite de la politique monetaire en Algerie**, Les Cahiers du CREAD n°101, 2012 p18.

بجانب توفر الشروط السابقة يعمل التزام البنك المركزي وإعلان البنك المركزي عن استهداف معدل تضخم معين كخطوة أولية لاستهداف التضخم، وهو ما تم ارساؤه من خلال الأمر 10-04 بتحديد استقرار الأسعار كهدف للسياسة النقدية، بينما تمثل استقلالية البنك المركزي متطلبا أساسيا لتبني استهداف التضخم مع كونه عاملا مهما لنجاح النظام. حتى نتمكن من تقييم استهداف التضخم في الجزائر ينبغي معرفة مدى الاستقلالية التي يتمتع بها بنك الجزائر في إدارته للسياسة النقدية كشرط أساسي لتطبيق استراتيجية استهداف التضخم ، وللتوصل إلى توضيح ذلك نحاول قياس استقلاليته منذ سنة1990إلى سنة 2019 فيما يأتي.

المطلب الثاني: استقلالية بنك الجزائر

تمثل استقلالية البنك المركزي ركنا أساسيا لتطبيق استهداف التضخم، ذلك أن تمتع البنك المركزي باستقلالية كافية تمنحه القدرة على إدارة السياسة النقدية بحرية وبمعزل عن الضغوط السياسة، كما تشير إلى التزام واضح للبنك المركزي في إطار تطبيق استراتيجية استهداف التضخم لتحقيق استقرار الأسعار. في الجزائر يعتبر قانون والقرض 90-10 الإطار القانوني الأول الذي وضع أساس قانوني للاستقلالية القانونية لبنك الجزائر، فيما يلي محاولة لتقييم الاستقلالية القانونية والفعلية لبنك الجزائر من الفترة 1990 وإلى غاية 2019.

الفرع الأول:الاستقلالية القانونية لبنك الجزائر

باستخدام مؤشر Cukierman1992،كانت نتائج قياس استقلالية بنك الجزائر من خلال التعديلات القانونية ابتداء من قانون النقد والقرض سنة 1990 إلى غاية سنة 2017 والتعديل الأخير في نفس السنة كما يلي :

الجدول(9-3): قياس الاستقلالية القانونية لبنك الجزائر للفترة 1990-2017

		قانون 90-10	الأمر03-11	الأمر10-04	تعديل 2017
العبارات	الوزن	قيم	قيم	قيم	قيم

		المتغيرات	المتغيرات	المتغيرات	المتغيرات
1. المحافظ	0.20	**0.366**	**0.216**	**0.216**	**0.216**
- مدة التعيين		0.75	0.00	0.00	0.00
- الجهة التي تعين المحافظ		0.00	0.00	0.00	0.00
- إقالة المحافظ		0.83	0.83	0.83	0.83
- إمكانية شغله لمناصب أخرى في الحكومة		1.00	1.00	1.00	1.00
2. صياغة السياسة النقدية	0.15	**0.15**	**0.15**	**0.15**	**0.1**
- الهيئة المكلفة بصياغة السياسة النقدية		1.00	1.00	1.00	1.00
- حالة النزاع		1.00	1.00	1.00	0.00
-دور البنك المركزي في إعداد الموازنة العمومية		1.00	1.00	1.00	1.00
3. الأهداف	0.15	**0.00**	**0.00**	**0.09**	**0.09**
- الهدف المتضمن في قانون البنك المركزي		0.00	0.00	0.60	**0.60**
4. حدود إقراض الحكومة		**0.0425**	**0.0383**	**0.0383**	**0.010**
- حدود التسليف	0.15	0.67	0.67	0.67	0.33
- الإقراض المورق	0.10	0.67	0.67	0.67	0.00
- شروط الإقراض	0.10	0.67	0.33	0.33	0.00
- المقترضون المحتملون من البنك المركزي	0.05	1.00	1.00	1.00	0.33
- قيمة الإقراض	0.025	0.33	0.33	0.33	0.00
- فترة الاستحقاق	0.025	0.67	0.67	0.67	0.33
- معدل الفائدة	0.025	0.25	0.25	0.25	0.25
- إمكانية تعامل البنك المركزي في السوق الأولية بشراء سندات عمومية		1.00	1.00	1.00	0.00
نتيجة مؤشر Cukierman		**0.558**	**0.404**	**0.494**	**0.416**

المصدر: من إنجاز الطالبة اعتمادا على مؤشر Cukierman .

يتضح من الجدول (9-3) تمتع بنك الجزائر باستقلالية معتبرة بقيمة 0.558ضمن قانون النقد والقرض 90-10، لتنخفض نسبيا إلى قيمة 0.404 من خلال تعديل قانون النقد والقرض بمفهوم الأمر 03-11 لاسيما فيما يخص مدة تعيين المحافظ إضافة إلى منح الخزينة العمومية بصفة استثنائية تسبيقا يوجه حصريا للتسيير النشط للمديونية العمومية الخارجية. فيما ارتفعت نسبيا ضمن الأمر 10-04 إلى قيمة 0.494 وهذا نتيجة تبني هدف استقرار الأسعار كهدف للسياسة النقدية لبنك الجزائر وانخفاض مؤشر الاستقلالية إلى قيمة 0.416 بعد تعديل قانون النقد والقرض سنة 2017.

الفرع الثاني: قياس استقلالية البنك المركزي الفعلية

بهدف قياس استقلالية بنك الجزائر الفعلية نستخدم منهج Cukierman في قياس معدل دوران المحافظ. الجدول الموالي يتضمن عهدات محافظي بنك الجزائر المعينين في الفترة من 1990 إلى 2019.

الجدول (10-3): محافظي بنك الجزائر للفترة 1990-2018

الفترة	المحافظ	معدل دوران المحافظ	معدل دوران متوسط للمحافظ
1990 - 1992	عبد الرحمن الرستمي حاج	0.5	0.13
1992 –1998	عبد الوهاب كرمان	0.11	
1998-2001	عبد الوهاب كرمان (		
2001- 2016	محمد لكصاسي	0.06	
2016 – 2019	محمد لوكال	0.33	

المصدر: من إنجاز الطالبة بالاعتماد على قوانين بنك الجزائر .

يوضح معدل أعلى لتغيير المحافظ سرعة تغيير هذا الأخير وبالتالي انخفاض استقلالية البنك المركزي، في حالة بنك الجزائر الملاحظ أن الفترة الأولى تميزت بمعدل سريع لتغيير المحافظ 0.5، فيما انخفضت معدلات تغيير المحافظ خلال الفترة بعد 1992 إلى 0.11، ثم إلى معدل 0.06 خلال الفترة بعد سنة 2000، بإجمالي معدل تغيير بقيمة 0.13، ما يشير إلى تحقق مستوى من الاستقلالية الفعلية. لكن في بعض الحالات قد لا يشير المعدل المرتفع لاستقلالية أكبر ذلك أنه قد يعني أن محافظ البنك المركزي لا يمكن أن يحدث تعارض بينه وبين السلطات السياسية، لذلك نلجأ إلى قياس الضعف والحساسية السياسية Political Vulnerability لبنك الجزائر.نعتمد على حساب معدل حساسية البنك المركزي السياسية استنادا على منهج Cukierman 1995 بملاحظة تغيرات محافظ بنك الجزائر تبعا للتغيرات السياسية حيث تم اختيار تغيرات رؤساء الحكومة كمؤشر لها، والجدول يوضح النتائج فيما يخص بنك الجزائر كالتالي:

الجدول (11-3): قياس الحساسية السياسية لبنك الجزائر للفترة 1990- 2018

التغيرات السياسية	تغييرات محافظ بنك الجزائر	V(I=1)	V(I=6)

9نوفمبر 1988- مولود حمروش 5 جوان1991- سيد أحمد غزالي ~~**19 جويلية 1992- بلعيد عبد السلام**~~ 21 أوت 1993- رضا مالك	15 أفريل 1990- عبد الرحمن الرستمي حاج ناصر **21 جويلية 1992- عبد الوهاب كرمان**	0.07	0.07
11 أفريل 1994- مقداد سيفي 31 ديسمبر 1995- أحمد أويحي 15 ديسمبر 1998- اسماعيل حمداني 23 ديسمبر1999- أحمد بن بيتور	22 جويلية 1998- عبد الوهاب كرمان (تجديد)		
26 أوت 2000- علي بن فليس 4 جوان 2002- علي بن فليس 5 ماي 2003- أحمد أويحي 19 أفريل 2004- أحمد أويحي 25 ماي 2006- عبد العزيز بلخادم 4 جوان 2007- عبد العزيز بلخادم 23 جوان 2008- أحمد أويحي	2 جوان 2001- محمد لكصاسي	0	0
3 سبتمبر2012- عبد المالك سلال 24 ماي 2017- عبد المجيد تبون 15أوت 2017- أحمد أويحي **2019/03/11 نور الدين بدوي**	31 ماي 2016- محمد لوكال **2019/04/20 عمار حيواني(بالنيابة)** 2019/11/02 أيمن بن عبد الرحمن	0	0
معدل الحساسية السياسة للبنك المركزي V		0.13	0.13

المصدر: من إنجاز الطالبة بالاعتماد على الجرائد الرسمية لفترة الدراسة.

بالنظر إلى معدل الحساسية السياسية لبنك الجزائر، نلاحظ من الجدول (11-3) أن التغير الأول لمحافظ بنك الجزائر والذي تلا التغير السياسي لرئاسة الحكومة كان في سنة 1992، وحيث أن هذا التغيير جاء سنتين بعد تنصيب محافظ بنك الجزائر والذي حددت عهدته في قانون النقد والقرض بستة 6 سنوات، تم تغييره بعد فترة سنتين وخلال الشهر الأول لتغيير الحكومة، ما يمكن أن يُبَيِّنَ تأثير الانتقال السياسي على بنك الجزائر والضعف

السياسي لبنك الجزائر خلال هذه الفترة. فيما أن التغيير الثاني المتزامن مع ظرف الانتقال السياسي كان سنة 2019، بعد مدة شهر من تغيير سياسي للحكومة، وهو ما يوضح أثر اعتماد التمويل غير التقليدي على تخفيض استقلالية بنك الجزائر، ذلك أن تمويل البنك المركزي للعجز في الميزانية العمومية ينتج عنه ضعف لاستقلالية البنك المركزي وحساسية سياسية لبنك الجزائر. منه نستنتج انخفاض في مقاييس استقلالية بنك الجزائر منذ اعتماد التمويل غير التقليدي وهو ما يكون له الأثر السلبي على تنفيذ إستراتيجية استهداف التضخم كون أن الاستقلالية شرط ضروري لتطبيق استهداف التضخم ونجاحه كإستراتيجية لإدارة السياسة النقدية بأكثر فعالية.

المطلب الثالث: التحديات: التمويل غير التقليدي

تضمن تعديل قانون النقد والقرض المتمثل في القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 الذي يتمم الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، بالمادة 45 مكرر والتي تضمنت قيام بنك الجزائر بشكل استثنائي ولمدة 5 سنوات بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، فيما يعرف بالتمويل غير التقليدي الذي يهدف أساسا إلى المساهمة في:

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

ويأتي الاعتماد على هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، والتي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المحددة لإجراء التمويل غير التقليدي إلى توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات.

الفرع الأول: برنامج التمويل غير التقليدي

تتمثل إجراءات التمويل غير التقليدي أساسا في تعبئة مبالغ لدى بنك الجزائر مقابل إصدار سندات حكومية ذات أجال استحقاق مختلفة تتراوح بين 5 سنوات و30 سنة بمعدل فائدة وحيد قدره 0.5 %[1]. وقد تضمن برنامج التمويل غير التقليدي إلى غاية نوفمبر 2018 مايلي:

جدول (12-3): برنامج التمويل غير التقليدي لسنة 2018

[1] بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، ص 18.

عمليات التمويل	المبلغ	طبيعة إجراءات التمويل
تمويل عجز الخزينة العمومية	1470 مليار دج	تمويل عجز الخزينة العمومية لسنة 2017 ولتغطية عجز الخزينة لسنة 2018
تطهير ديون سونلغاز	645 مليار دج	
ديون الخزينة لدى سوناطراك	904 مليار دج	تمثل مبالغ عملية إعادة شراء ديون الخزينة العمومية التعويضات لفوارق أسعار الوقود المتراكمة من سنة 2012 إلى سنة 2014، وستسمح هذه المبالغ بالمساهمة في تمويل جزء من البرامج الاستثمارية للمؤسسة
القرض الوطني السندي	264 مليار دج	تسديد الجزء الأول من القرض الوطني السندي
الصندوق الوطني للتقاعد	500 مليار دج	تخصيص موجه للصندوق الوطني للتقاعد قصد تسديد ديونه تجاه الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي
الصندوق الوطني للاستثمار	1409.2 مليار دج	- تمويل مؤخرات تسديد برامج السكن البيع بالإيجار لسنتي 2017 و2018؛ -تمويل برنامج استثماري المتضمن المشروع " الفوسفات المدمج" بشرق البلاد.

المصدر: بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، ص18، 19.

بلغ التمويل غير التقليدي المصرح به من طرف محافظ بنك الجزائر إلى غاية سبتمبر 2018 مبلغا إجماليا مقدرا بـــ 4005 مليار دج، هذا مع طلب تمويل بمبلغ 1187.2 مليار دج خلال شهر نوفمبر 2018 موجه أساسا للصندوق الوطني للاستثمار وإعادة شراء ديون الخزينة العمومية المتعلقة بسوناطراك، ليصبح إجمالي نسبة التمويل غير التقليدي إلى الناتج الداخلي لسنة 2017 يقارب ما نسبته 28% إلى غاية نهاية 2018 [1].

جدول (13-3): برنامج التمويل غير التقليدي لغاية جانفي 2019

طبيعة إجراءات التمويل	المبلغ
تمويل عجز الخزينة العمومية لسنة 2017 و2018 وسنة 2019 جزئيا	2470 مليار دج
تطهير ديون سونلغاز، ديون الخزينة لدى سوناطراك وتسديد القرض الوطني السندي للنمو	1813 مليار دج
تمويل ديون الصندوق الوطني للتقاعد CNR لدى الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي CNAS	500 مليار دج
الصندوق الوطني للاستثمار لعمليات تمويل برنامج AADL و عجز CNR	1773.2 مليار دج

[1] نفس المرجع السابق، ص19.

SOURCE :BANQUE D'ALGERIE, POINT DE SITUATION SUR LE FINANCEMENT NON CONVENTIONNEL, 2019, P6.

يقدر المبلغ الإجمالي المعبأ لغاية أخر جانفي 2019 بـــ 6556.2 مليار دج ، ما تم تداوله في الاقتصاد الوطني من إجمالي هذا المبلغ يمثل قيمة 3114.4 مليار دج.

الفرع الثاني: الإصلاحات الاقتصادية المرافقة للتعديل

نص القانون المعدل على أن هذه الآلية التمويلية تنفذ لمرافقة برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية والتي ينبغي أن تفضي في نهاية فترة 5 سنوات إلى توازنات في خزينة الدولة وميزان المدفوعات.

بالنظر إلى متابعة الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية المرافقة لآلية التمويل غير التقليدي المطبقة ابتداء من 1 جانفي 2018، تضمن المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 5 مارس 2018 تكليف بنك الجزائر بصفته متعهد التمويل النقدي لفائدة الخزينة بضمان متابعة وتقييم وتنفيذ التدابير الرامية إلى تحقيق التوازنات المالية وتكوين لجنة لهذا الغرض تتكون من ممثلي بنك الجزائر وممثلي وزارة المالية، تكلف أساسا باقتراح مستوى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي والبرنامج التقديري لإصدار سندات الدولة ومتابعة إنجاز الإصلاحات المرافقة، إضافة إلى رصد النتائج في مجال إعداد توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات .وقد تضمن برنامج الإصلاحات ضمن نفس المرسوم أربع مجالات أساسية تمثلت أساسا في:

- استعادة توازنات الميزانية العمومية من خلال تعزيز قدرات التقدير والتسيير للنفقات العمومية للدولة وعصرنة مجموع الأنظمة المستخدمة في تحضير وتنفيذ الميزانية، تحسين الإيرادات الجبائية العادية إضافة إلى التحكم في النفقات العمومية وترشيدها؛
- استعادة توازنات ميزان المدفوعات وذلك عن طريق ترشيد الواردات من السلع والخدمات وترقية الصادرات خارج المحروقات؛
- الإصلاحات الهيكلية المالية التي تشمل كل من إصلاح المالية والجباية المحلية والإصلاح المالي والمصرفي؛
- الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية من خلال:
  - تطوير الاقتصاد الرقمي؛
  - تعزيز اللامركزية؛
  - إصلاح سوق العمل؛
  - ترشيد الإنفاق العمومي في ميدان الحماية الاجتماعية والسياسة الصحية؛
  - عصرنة القطاع الفلاحي بما يسمح بتحقيق هدف الأمن الغذائي وترقية الصادرات الفلاحية؛

- مواصلة تنويع الاقتصاد وتفعيل النمو لاسيما خارج المحروقات ؛
- تحسين مناخ الأعمال وجاذبية وجهة الجزائر فيما يخص الاستثمارات المباشرة الأجنبية؛
- تنفيذ برنامج الفعالية الطاقوية.

وفي إطار متابعة آلية التمويل غير التقليدي، تقوم اللجنة بإرسال كشف فصلي لمحافظ بنك الجزائر يُبيِّن:

- مدى تنفيذ التدابير والإصلاحات المحققة لإنجاز البرنامج المرفق؛
- وضعية المعطيات المالية المتعلقة بخزينة الدولة والتوازنات الخارجية؛
- مستوى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي بالرجوع إلى الأهداف المخولة.

وهو ما يسمح قانونيا لبنك الجزائر بمتابعة إجراءات التمويل التقليدي وما يُمَكِّنُهُ من إبداء رأيه في تنفيذ برنامج التمويل غير التقليدي، كما تضمن المرسوم التنفيذي رقم 18-86 أن محافظ بنك الجزائر يرفع إلى رئيس الجمهورية تقريرا في كل سداسي عن إنجاز الالتزامات المالية والنقدية والأعمال والتدابير كما تم النص عليها في البرنامج [1].

المبحث الثالث: السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر

منذ إصدار قانون النقد والقرض ومنحه صلاحيات واسعة لبنك الجزائر في إدارة الشأن النقدي في الاقتصاد الوطني، سمح ذلك للسياسة النقدية أن تعمل ضمن السياسة الاقتصادية على التأثير على الاقتصاد الوطني من خلال تحديد أهداف نهائية وتحقيقها باستخدام إجراءات السياسة النقدية، بتحديد أهم أدواتها للتأثير على الأهداف الوسيطية ومنه النهائية. إن آلية انتقال أثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الوطني ذات أهمية في عمل السياسة النقدية وتحقيقها لأهدافها، كما وأن مكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية المطبقة وأيضا الخيارات الاقتصادية لمتخذي القرار تعمل على تحديد مدى فعالية السياسة النقدية ومدى مساهمتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وفيما يأتي نوضح دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي خلال الفترة من 1990 إلى 2018.

المطلب الأول : قنوات انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر

لتوضيح دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر، يبدو من الضروري تحليل آلية انتقال أثار إجراءات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الوطني، بذلك ينبغي بداية تحليل قنوات انتقال أثر السياسة النقدية، وتحديد أهم القنوات التشغيلية في

[1] المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 2018/03/05 المتعلق آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي.

حالة الاقتصاد الوطني والتي نعتبر أنها تمثل القنوات الرئيسية التي تعمل على تأثير السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، ذلك كخطوة أولية قبل القيام بالدراسة القياسية لمدى تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الوطني لاسيما الناتج والتضخم من خلال القنوات الرئيسية التي نأخذها بعين الاعتبار في دراستنا.

الفرع الأول: قناة النقود

يتمثل الأثر المُحدَث عن طريق السياسة النقدية التي تعمل على الرفع من القاعدة النقدية إلى ارتفاع الودائع وخلق الائتمان وهو بدوره يعمل على التأثير على الإنفاق والتضخم. يمكن تفسير ذلك أن ارتفاع الاحتياطات البنكية سيرفع من الإقراض أي تداول الاحتياطات ومنه من خلال المضاعف النقدي يرتفع العرض النقدي وهو بدوره يعمل على التأثير على معدلات الفائدة انخفاضا، فكل من حجم الائتمان، الاستثمار والإنفاق تكون لها أثار على الناتج والتضخم. وباعتبار القاعدة النقدية متغير تشغيلي أساسي في ممارسة السياسة النقدية بالجزائر، يجعل من قناة النقود من بين القنوات الأساسية التي يمكن تنتقل من خلالها أثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي .

الفرع الثاني : قناة الائتمان

يمكن للسياسة النقدية التأثير على عرض الأموال القابلة للإقراض المتوفرة للبنوك ومنه على مبالغ القروض التي يمكن للبنوك إنشاؤها. ونتيجة الدور الأساسي الذي تؤديه البنوك في الاقتصاد الوطني عن طريق إنشاء الأصول وتقديم القروض البنكية التي غالبا ما يتوفر في الاقتصاد المحلي مصادر تمويلية إحلالية قليلة لها، وهو ما يمثل حالة الجزائر ذلك أن الوساطة المالية المتمثلة في القطاع البنكي تمثل مصدرا رئيسيا لتمويل الاقتصاد الوطني، وذلك في غياب السوق المالي وضعف دوره في تمويل الاقتصاد الوطني.لذلك فإن القروض البنكية ذات تأثير أساسي على النشاط الاقتصادي منه فإن تقييد عرض البنوك من القروض الممنوحة أو شروط الإقراض يكون له تأثير على الإنفاق والاستثمار.

تعتبر قناة الائتمان ذات ارتباط وثيق بقناة النقود من حيث توفر النقود والودائع كمصدر تمويلي.وتعمل هذه القناة كذلك بتأثير البنك المركزي على معدلات الفائدة للتجزئة التي تطبقها البنوك، إذ أن معدلات الإقراض تتأثر بتكلفة التمويل التي تتحملها البنوك أي بتكلفة الموارد، حيث تعمل معدلات الفائدة في السوق النقدية على الأقل نظريا على التأثير على حجم الائتمان عن طريق معدلات الإقراض التي تفرضها البنوك على القروض الممنوحة. إن وضعية فائض السيولة الهيكلي في الفترة من 2001 حتى 2014 أدى إلى عدم لجوء البنوك إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر وفي السوق النقدية إضافة إلى هيكل

النظام المالي والمصرفي والذي يعمل على عدم انتقال تأثير السياسة النقدية إلى معدلات الفائدة للتجزئة وهو ما سنتطرق له بشكل من التفصيل في ما يأتي.

الفرع الثالث: قناة معدل الفائدة

تعمل قناة معدل الفائدة من خلال التغيرات التي يجريها البنك المركزي في سياسة معدل الفائدة وهو ما يؤثر مباشرة على معدل الفائدة في السوق النقدية وبطريقة غير مباشرة على معدلات الإقراض والودائع التي تحددها البنوك، وهذا التغيير في معدلات الفائدة قصيرة الأجل سيتبعه تغيرات في معدلات الفائدة طويلة الأجل، ما يعمل على التأثير على تكلفة رأس المال ومنه على الإنفاق والطلب الكلي وهو ما ينتج عنه التأثير على الناتج.

يمكن فهم آلية انتقال أثر السياسة النقدية من خلال قناة معدل الفائدة ذلك بتقسيمها إلى مرحلتين، الأولى انتقال أثر تغيير في سياسة معدل الفائدة للبنك المركزي أو معدل الفائدة في السوق النقدي والذي ينعكس على معدلات الفائدة للتجزئة في البنوك التجارية وهو ما يعرف بالانتقال عبر معدل الفائدة Interest rate pass-through وهو ما يمثل[1]:" المدى الذي من خلاله ينعكس التغيير في معدل الفائدة من طرف البنك المركزي على معدل الفائدة للتجزئة لدى البنوك التجارية في كل من الأجل القصير والطويل". أما المرحلة الثانية فهي تمثل انتقال أثر التغيير في معدلات الفائدة للتجزئة والتي تحددها البنوك التجارية على كل من الإقراض والودائع إلى الاقتصاد الحقيقي.

وتعتمد أثار السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي من خلال الآلية السابقة على فترة التأخير التي يتميز بها انتقال هذه الآثار، وبشكل أكبر خلال المرحلة الأولى على جمود معدلات الفائدة interest rate stickiness من عدمه، ولاسيما جمود معدلات الفائدة على الإقراض، وهو ما يعني أنه في حالة تغيير معدلات الفائدة في السوق النقدية فإن استجابة معدلات البنوك تكون بشكل أقل وهذا على المدى القصير وحتى على المدى الطويل، ما يشكل عائقا لانتقال أثر السياسة النقدية. حسب Carlo Cottarelli و Angeliki Kourelis فإن جمود المعدلات يتحدد من خلال مجموعة من المحددات المتعلقة بالهيكل المالي للاقتصاد المحلي، ذلك أن خصائص النظام المالي تؤثر بشكل واضح على مرونة الطلب على القروض لدى البنوك، التي تكون أقل مرونة كلما كان عدد المنافسين أقل؛ وبوجود عوائق للدخول للقطاع البنكي أو عدم وجود بدائل تمويلية للقروض البنكية (وسطاء ماليين آخرين، أسواق رأس المال الأجنبية، أسواق الأوراق التجارية والقبولات البنكية)، في هذه الحالة فإن معدلات الإقراض ستكون أقل استجابة لتغيرات معدلات

[1]Chandranath Amarasekara**, Interest Rate Pass-through in Sri Lanka,** CENTRAL BANK OF SRI LANKA, STAFF STUDIES - Vol 35, N° 1 & 2, 2009, p 5.

السوق النقدية [1]. كما وأن الاستخدام المتكرر لمعدل الخصم كأداة للسياسة النقدية ما يعرف بـــ discount rate addiction يضعف من استجابة البنوك للتغيرات في السوق النقدية والتي ليست مترافقة بتغيرات في معدل إعادة الخصم، وفي نفس الوقت فإن هذا الوضع من الاعتماد على معدل الخصم المحدد إداريا ضمن أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي قد يكون نتيجة لجمود معدلات الإقراض الناتجة بدورها عن ضعف هيكلي في النظام المالي[2].

كقناة كلاسيكية لانتقال أثار السياسة النقدية يبدو أداؤها في الاقتصاد الجزائري مرهونا بعدة اعتبارات لاسيما ما يتعلق منها بخصائص النظام المالي والوساطة المالية، يمكن تحليل مميزات النظام المالي في الجزائر والتي تمثل أهم محددات جمود أسعار الفائدة من خلال ملاحظة خصائص القطاع البنكي الذي يتميز بتركيز عالي ذلك أن حصة الأصول لأكبر بنكين عموميين تمثل نصف مجموع القطاع البنكي بينما تمثل حصة المصارف الخاصة الثلاثة الأولى 44.4 % من مجموع أصول المصارف الخاصة سنة 2017، وهذا ما يشير أيضا إلى طبيعة ملكية القطاع البنكي حيث مثلت الحصة النسبية للبنوك العمومية من مجموع أصول البنوك نسبة 85.6% أما البنوك الخاصة نسبة 14.4% [3]، ما يعبر بشكل واضح عن تركز القطاع البنكي وانخفاض درجة المنافسة.

تبقى ملكية البنوك في القطاع البنكي الجزائري عمومية بشكل واسع، وهذا بالرغم من منح قانون النقد والقرض 10/90 المؤرخ في 1990/04/14 إمكانية تأسيس بنوك ذات رأس مال خاص وإنشاء فروع لمؤسسات المالية والبنوك الأجنبية في الجزائر بالحصول على الترخيص ثم الاعتماد، وإيفاء متطلبات النشاط البنكي حسب القانون الجزائري بعد اعتمادها. وقد تضمن تعديل قانون النقد والقرض لاسيما الأمر10-04 المؤرخ في 2010/08/26 إضافات فيما يخص المساهمات الخارجية في البنوك والمؤسسات المالية التي يحكمها القانون الجزائري وحصرها في إطار مشاركة وطنية بنسبة 51% على الأقل، هذا إضافة إلى امتلاك الدولة سهما نوعيا في رأسمال البنوك والمؤسسات الخاصة يخول لها بموجبه الحق في أن تمثل في أجهزة الشركة دون الحق في التصويت (المادة 83)، كما تضمن الأمر امتلاك الدولة لحق الشفعة عن كل تنازل عن أسهم وسندات مماثلة لكل بنك أو مؤسسة مالية وأقر الأمر أحكاما حول التنازل عن الأسهم والسندات المشابهة (المادة 94)[4].كما جاء النظام رقم 06-02 المؤرخ في

[1] Carlo Cottarelli and Angeliki Kourelis, **Financial Structure, Bank lending Rate, and the Transmission Mechanism of Monetary policy**, International Monetary Fund, 1994, pp

[2] Carlo Cottarelli and Angeliki Kourelis, OP.CIT, p 40.

[3] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 ،ص 72.

[4] بنك الجزائر، الأمر 04/10 المؤرخ في 2010/08/26 المعدل والمتمم للأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض.

2006/09/24 لتحديد الشروط المتعلقة بالترخيص بتأسيس بنك أو مؤسسة مالية، وكذا إقامة فرع بنك أو مؤسسة مالية أجنبية. وتعتبر هذه الأحكام كقيود وعوائق قانونية لإنشاء البنوك والمؤسسات المالية الخاصة والفروع الأجنبية في الجزائر إضافة إلى القيود التنظيمية والمتعلقة منها بهيكل النظام المالي والاقتصادي في الجزائر.تعمل العوائق القانونية لدخول بنوك ومؤسسات المالية جديدة إلى السوق البنكي وإنشاء الفروع عاملا أساسيا في ضعف المنافسة في القطاع البنكي وهو ما يمثل محددا لمدى استجابة معدلات الإقراض للتغيرات في معدلات الفائدة للبنك المركزي، حيث تزداد جمود معدلات الفائدة وعدم استجابتها لتغيرات معدلات بنك الجزائر أو معدلات السوق النقدية نتيجة ضعف المنافسة في القطاع البنكي .

من محددات جمود معدلات الفائدة كذلك، هو مدى تطور السوق النقدي ووجود سوق للأدوات القصيرة القابلة للتداول ضمن السوق النقدية مثل شهادات الإيداع وسندات الخزينة...، ومدى امكانية احتواء التذبذبات في معدلات السوق النقدية.في الجزائر ينقسم السوق النقدي إلى قسمين أساسيين وهما سوق ما بين البنوك وسوق قيم الخزينة والذي يمثل المفهوم الضيق للسوق النقدي وعدم شموله على سوق القيم القابلة للتداول (شهادات الإيداع ، شهدات الخزينة ومختلف الأدوات قصيرة الأجل المصدرة من المؤسسات) باقتصاره فقط على قيم الخزينة، وهذا ما يشير إلى عدم تطور السوق النقدية في الجزائر بالشكل الذي يسمح باستجابة معدلات الفائدة للتجزئة لمعدلات سوق النقد وهو ما يمثل محددا لجمود معدلات الإقراض .

هذا إضافة إلى أهمية التحرير المالي في تحديد استجابة معدلات الفائدة، ذلك أن رفع التقييد عن النظام المالي لاسيما تحرير معدلات الفائدة؛ تحرير سعر الصرف؛ وتحرير حساب رأس المال من أهم مميزات تحرير القطاع المالي. في الجزائر يعتبر إصدار قانون النقد والقرض سنة 1990 الأساس القانوني لبداية تحرير القطاع المالي، حيث تم تحرير معدلات الفائدة الدائنة بداية من ماي 1989، ثم تحرير معدلات الفائدة المدينة في أفريل 1994 بإلغاء السقف الأعلى على معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنوك والمؤسسات المالية وهذا بتناسق مع تحرير معدلات الفائدة الدائنة، إضافة إلى إلغاء السقف الأعلى على معدلات السوق بين البنوك التي أصبحت بموجب التعليمة رقم 16-94 المؤرخ في 09 أفريل 1994 تحدد عن طريق التفاوض بحرية. كما حددت التعليمة السابقة الهامش البنكي الأقصى بـــ 5 نقاط أكبر من التكلفة المتوسطة للموارد البنكية[1]، ليتم إلغاء تسقيف الهامش البنكي السابق بموجب التعليمة رقم 77-95 المؤرخة

[1] التعليمة 16-94 المؤرخة في 1994/04/09.

في 1995/12/25[1]. كما يتضمن النظام 2009-03 المؤرخ في 2009/05/26 المحدد للقواعد العامة المتعلق بالشروط البنكية المطبقة على عمليات البنوك، على أن معدلات الفائدة المدينة والدائنة ومعدلات ومستويات العمولات المطبقة على عمليات البنوك تحدد بحرية من طرف البنوك والمؤسسات البنكية، فيما يمكن لبنك الجزائر تحديد معدل الفائدة الأعلى excessif، حيث لا يمكن للمعدلات الفعلية للقروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية أن تتعدى معدل الفائدة الأعلى taux d'interet excessif (المادة 5).

كما وأن تحرير سعر الصرف في الجزائر تم البدء فيه منذ فترة الإصلاحات الاقتصادية بتطبيق برنامج التعديل الهيكلي أواخر التسعينات وذلك من خلال اعتماد نظام التعويم المدار في تحديد أسعار الصرف بعد إنشاء سوق الصرف ما بين البنوك سنة 1995، وتحقيق قابلية تحويل العملة الوطنية بداية في مجال المعاملات التجارية، بالرغم من ذلك يمثل نظام الصرف المطبق نظام صرف ثابت.

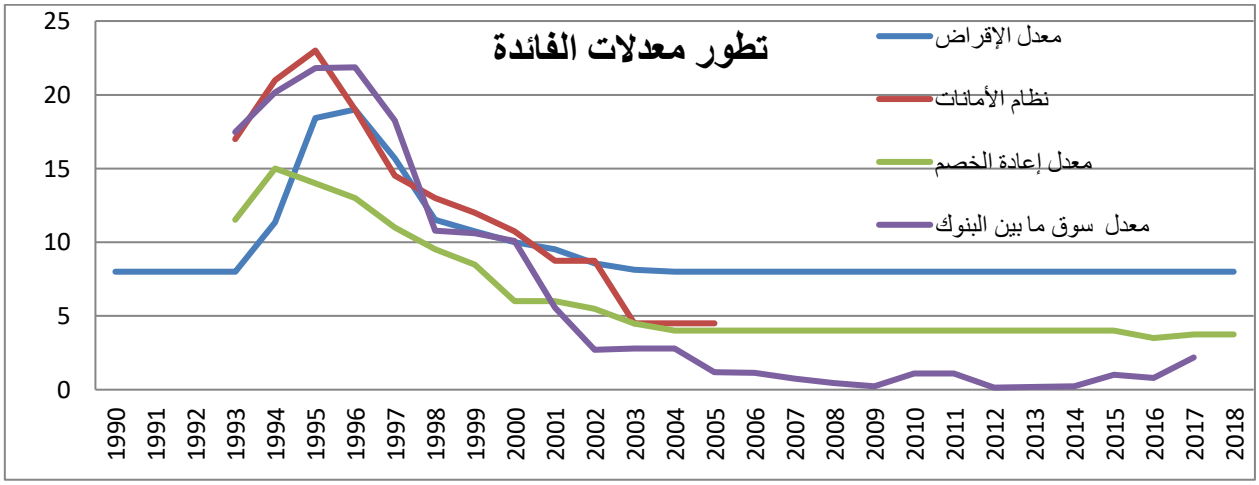
أما بالنسبة لتحرير رأس المال في الجزائر، يعتبر صدور قانون النقد والقرض منحى جديد في مجال السماح بتدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاد الوطني، من خلال تشجيع أشكال الشراكة الأجنبية ودخول رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل أنشطة اقتصادية، إضافة إلى إصدار العديد من المراسيم التي اهتمت بترقية الاستثمارات الأجنبية ، المرسوم 93-12 الذي ركز على الانفتاح من دون قيد على رأس المال الأجنبي خارج القطاعات السيادية، الأمر الرئاسي 01-03 الخاص بتطوير الاستثمارات، وإقامة مشروعات جديدة من قبل القطاع الخاص الوطني أو الأجنبي، واستحداث هيئتين لتجسيد ذلك ويتعلق الأمر بالمجلس الوطني للاستثمار والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار. بالرغم ما تم في إطار سياسة التحرير المالي المنتهجة منذ 1990، إلا أنه ومع صدور قانون المالية التكميلي لسنة 2009، الذي جاء بإجراءات جديدة تتعلق بإلغاء القروض الاستهلاكية وإلزام البنوك بتمويل التجارة الخارجية عن طريق القرض المستندي غير قابل للإلغاء والمؤكد فقط[2]، وأيضا فيما يخص نسبة مساهمة رأس المال الأجنبي في المؤسسات الاقتصادية بالجزائر، كما تحدد ضمن تعديل قانون النقد والقرض سنة 2010 نسبة 51% على الأقل للشراكة الوطنية المقيمة في رأس مال البنوك والمؤسسات المالية الخاضعة للقانون الجزائري، مع امتلاك الدولة لسهم خاص في رأس مال البنوك والمؤسسات المالية ذات رؤوس الأموال الخاصة، وهي الإجراءات التي تعتبر تقييدا لحرية حركة رؤوس الأموال الأجنبية والاستثمار الأجنبي بالجزائر.

[1] التعليمة 77-95 المؤرخة في 1995/12/25.

[2] حسيب سهيلة، كروش صلاح الدين، **سياسة التحرير المالي كآلية لتفعيل دور القطاع المالي في تمويل الاقتصاد الوطني الجزائري، دراسة تحليلية للفترة 1994-2017**، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، 2020، ص 221.

إضافة إلى العوامل السابقة المرتبطة بخصائص النظام المالي الهيكلية، فإن وضعية فائض السيولة في النظام البنكي تشكل عاملا لإضعاف آلية الانتقال عبر معدل الفائدة، حيث أن توفر السيولة لدى البنوك لا تدفع هذه الأخيرة إلى الرجوع للبنك المركزي لإعادة التمويل أو إجراء عمليات في السوق النقدية، في الجزائر تميزت الفترة من 2001 إلى غاية 2015 بفائض في سيولة النظام البنكي وهو ما نتج عنه عدم لجوء البنوك لبنك الجزائر لإعادة التمويل بصفته الملجأ الأخير للاقتراض، وانخفاض في عمليات السوق ما بين البنوك، ما يؤدي إلى إضعاف آلية انتقال أثر التغيرات في معدلات السوق النقدية (تكلفة الموارد المالية للبنوك) على معدلات الفائدة للتجزئة (معدلات الإقراض).هذا مع الإشارة إلى الانحراف المعتبر بين معدلات الفائدة المدينة والدائنة المطبقة من طرف البنوك والتي تؤثر سلبا على كل من الاستثمار والادخار ، كما ينبغي الإشارة إلى أن اعتماد سياسات حكومية ضمن قوانين المالية لدعم عدد أنواع من القروض لقطاعات اقتصادية وفئات محددة بجعل القروض بدون فوائد أو بفوائد منخفضة، يجعل من الصعب الحديث عن انتقال أثر السياسة النقدية عبر معدلات التجزئة المفروضة على القروض الممنوحة لاسيما إلى القطاعات والفئات المدعمة.

الشكل (2-3): تطور معدل الإقراض ومعدلات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر



المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي وبيانات بنك الجزائر.

الفرع الرابع :قناة سعر الصرف

يعمل سعر الصرف على انتقال تأثير السياسة النقدية من خلال الطلب والعرض الكليين، وأيضا التضخم، يرتبط المدى الزمني لانتقال أثار تغيرات سعر الصرف وأيضا حجم التأثير على الناتج والتضخم بدرجة الانفتاح على العالم الخارجي ودرجة تحرر

القطاع المالي[1]. تعمل قناة سعر الصرف كقناة لانتقال أثر السياسة النقدية في ظل الاقتصاد المفتوح الذي ينتهج نظام صرف مرن.

في الجزائر بعد اعتماد نظام الصرف الثابت والرقابة على الصرف لسنوات، انتقل بنك الجزائر في إطار برنامج التعديل الهيكلي إلى التحرير التدريجي لسعر الصرف، ذلك أن سعر صرف الدينار أصبح يتحدد منذ سنة 1994 وفق نظام صرف مرن نسبيا يهدف إلى قابلية تحويل الدينار ومنحه قيمته الحقيقية مع تقليص الفجوة بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي، وذلك بمحاولة إضفاء ديناميكة لتحديد السعر بعيدا عن التحديد الإداري المنتهج سابقا. وآلية ذلك بأن يتحدد سعر الصرف في هذا النظام باعتماد نظام مداولات التسعير أو جلسات التثبيت، حيث يتحدد سعر الصرف المطبق على جميع المعاملات وذلك وفق نظام مناقصة لتخصيص العملات الصعبة لفائدة البنوك، مع مراعاة حجم عرض الدينار والطلب عليه. ومنذ سنة 1996 يقوم بنك الجزائر بتطبيق نظام التعويم المدار الذي تتدخل بموجبه السلطات النقدية في تغيرات العرض والطلب على العملات الصعبة في سوق الصرف للتأثير على قيمة العملة المحلية[2]، بموجبه يكون تدخل بنك الجزائر باستخدام احتياطات الصرف التي يسيرها، لمنع التقلبات في سعر الصرف أو للإبقاء على سعر الصرف الاسمي للدينار في مستوى يحافظ على التوازن طويل الأجل لسعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار ضمن قيمته التوازنية والتي تتحدد وفقا لأساسيات الاقتصاد الوطني[3]، لاسيما أسعار النفط، مستوى الإنفاق العام والفارق في الإنتاجية بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين[4] .

الملاحظ لسياسة سعر الصرف التي يطبقها بنك الجزائر أنها تميل إلى اعتبارها انتهاجا لنظام صرف ثابت أكثر منه تعويما مدارا، ذلك أن سعر الصرف لا يتحدد بشكل حر من خلال جانبي العرض والطلب بل بتحكم السلطة النقدية في إطار سياسة سعر الصرف، حيث يتدخل بنك الجزائر في عرض والطلب على العملة الصعبة في سوق الصرف، والتي تقتصر على متدخلين محددين في البنوك والمؤسسات المالية مما يشير إلى أن سوق الصرف في الجزائر ليست بالاتساع الكافي لتشمل متدخلين كثر من المؤسسات المالية غير البنكية أو وكلاء صرف ...، إضافة إلى كون بنك الجزائر يمثل البائع والمشتري الرئيسي للعملات الأجنبية مقابل الدينار، ذلك أنه يمثل المورد الرئيسي

---

[1] أحمد شفيق الشاذلي، **قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي**، دراسات اقتصادية صندوق النقد العربي، العدد 39، 2017، ص20.

[2] أنظر:- لباز الأمين، مسار سياسة سعر الصرف في الجزائر، دراسة تحليلية للنظم والنتائج بين 1964-2015، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، 2016، ص 126.

-الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 401

[3] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015، ص 71.

[4] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012، ص 87.

للعملة الصعبة المعروضة في سوق الصرف والتي مصدرها الاحتياطات الرسمية للصرف التي يسيرها بنك الجزائر والمتأتية من إيرادات صادرات المحروقات. كما تعتمد سياسة الصرف المعتمدة من طرف بنك الجزائر على أدوات رقابة الصرف بإخضاع التعاملات بالعملة الصعبة إلى الترخيص.

من جهة أخرى يمكن الاستدلال على طبيعة نظام الصرف المطبق فعليا من ملاحظة ميزان المدفوعات، ذلك أنه بالرغم من التطور الإيجابي في ميزان المدفوعات سنة 1997 بـ 155.5% مقارنة بالسنة السابقة انخفضت قيمة الدينار بنسبة 5.48%، وكذلك سنة 2000 حيث عرف ميزان المدفوعات تطورا بـ 441.22% مقارنة بسنة 1999 إلا أن قيمة الدينار انخفضت بنسبة 13.06%، وهو ما يطرح تساؤل حول مدى تطبيق نظام التعويم الموجه مادام أن سعر الصرف لا يتأثر بالجوانب المتعلقة بالعرض والطلب على العملة، فلعل هذا يشير إلى اتباع نظام صرف أقرب إلى الثابت منه إلى التعويم الموجه[1].

مما سبق، وبالنظر إلى درجة انفتاح الاقتصاد الوطني وضعف تحركات رؤوس الأموال، كما وطبيعة سياسة الصرف المنتهجة من حيث النظام المطبق وأدوات سياسة الصرف المنتهجة لاسيما الرقابة على الصرف وأسلوب تحديد سعر الصرف، يمكن القول أن قناة سعر الصرف كقناة تقليدية للسياسة النقدية لا تعمل على نقل أثار إجراءات السياسة النقدية لبنك الجزائر (تغيير معدل الفائدة أو القاعدة النقدية) إلى الاقتصاد الحقيقي، بينما تعمل آلية الانتقال عبر سعر الصرف exchange rate pass through من خلال تغير أسعار الواردات نتيجة تغير سعر الصرف بين البلد والمصدرين، ما يسمح بانتقال التضخم المستورد من الدول الشركاء التجاريين الأساسيين والذي ينعكس على أسعار السلع ومدخلات الإنتاج المستوردة - باعتبار اعتماد النشاط الاقتصادي بشكل كبير على المدخلات المستوردة في ظل ضعف اندماجه -،كما وتعمل على انتقال أثر الصدمات الخارجية المرتبطة بتغيرات أسعار النفط في الأسواق الدولية إلى الاقتصاد الحقيقي، وانتقال أثار السياسة الميزانية إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال ارتفاع مستوى الإنفاق العمومي لاسيما في فترات انخفاض أسعار النفط، حيث يتم تخفيض الدينار لتغطية العجز في ميزان المدفوعات والرفع من الإيرادات العمومية بهدف تخفيض قيمة العجز، وهو ما تم العمل به بعد انخفاض سعر النفط سنة 2014. بالمفهوم السابق يمكن اعتبار أن تغيرات سعر الصرف إنما تعمل من خلال نقل أثر السياسة الميزانية على التأثير على العرض

[1] بربري محمد أمين، **مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية –دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري**، مجلة الباحث، جامعة ورقلةن العدد 9، 2011، ص58.

النقدي، من خلال التأثير على أهم مقابلات الإصدار النقدي وهو مجمع صافي الأصول الأجنبية الذي تتغير قيمته نتيجة تغيرات سعر الصرف .

المطلب الثاني: السياسة النقدية والفلسفة الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر

إن الخيارات الاقتصادية لصانعي السياسة الاقتصادية تعمل على تحديد الأدوار الموكلة لكل السياسات الاقتصادية المطبقة كما وتحديد مكانتها وحجم تأثيرها على تحقيق الأهداف الاقتصادية. إن الفلسفة الاقتصادية المعتمدة خلال الفترة التي تشملها الدراسة تتباين بين فترتين جزئيتين، عملت فيها السياسة النقدية بدور مختلف تبعا للظروف الاقتصادية وفلسفة تحقيق الاستقرار المنتهجة، والتي تباينت من فلسفة تعتمد على جانب العرض الكلي ضمن فترة الإصلاحات الاقتصادية المطبقة بمرافقة صندوق النقد الدولي وتوجه مختلف في الفترة الثانية منذ سنة 2000 يعتمد على جانب الطلب الكلي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر.

الفرع الأول:السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار من جانب العرض (فترة الإصلاحات الاقتصادية 1990-1999)

توجهت السياسة الاقتصادية في إطار الإصلاحات المطبقة في الفترة 1990-1998 نحو التركيز على تصحيح الخلل في جانب العرض الكلي ضمن ما يعرف بسياسات العرض، وقد اعتمدت على السياسة النقدية كجانب مهم من السياسات المطبقة إضافة إلى جانب السياسات الهيكلية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.ذلك أن برامج صندوق النقد الدولي تولي الأهمية البالغة للسياسة النقدية في تحريك جانب العرض الكلي، إذ تتضمن برامج الإصلاح التي يقترحها إجراءات مرتبطة بأسعار الفائدة والكتلة النقدية إضافة إلى إجراءات السياسات الظرفية المتضمنة في إجراءات السياسة المالية وسياسة سعر الصرف ضمن برامج التثبيت الاقتصادي، كما وإجراءات مرتبطة بالتعديل الهيكلي. فيما يلي يمكن بداية تلخيص أهم إجراءات السياسة النقدية المرتبطة بتحريك جانب العرض الكلي:

أولا : إجراءات السياسة النقدية والمالية ضمن برنامج التثبيت الاقتصادي

يهدف برنامج التثبيت المطبق خلال الفترة 1994-1995 إلى استعادة التوازنات الاقتصادية الكلية بموجب اتفاقية مع صندوق النقد الدولي في الأجل القصير، ويركز البرنامج على تخفيض الكتلة النقدية وتخفيض الطلب الكلي، وقد عملت السياسة المالية من خلال الإجراءات المطبقة على الضغط على الطلب الكلي من خلال إجراءات تخفيض النفقات العمومية وتخفيض العجز الكلي، الذي تحقق من خلال تجميد الأجور وإلغاء

الإعانات المرتبطة بالمنتجات الغذائية والطاقوية. فيما ركزت السياسة النقدية أساسا على تحرير معدلات الفائدة وتخفيض الكتلة النقدية M2.

الجدول(14-3): إجراءات السياسة النقدية والسياسة المالية في برنامج التثبيت الاقتصادي (1995-1994)

إجراءات السياسة النقدية	إجراءات السياسة المالية
-تخفيض الكتلة النقدية M2 إلى نسبة 14% سنة 1994 (21% سنة 1993)؛ -تحقيق أسعار فائدة موجبة، تحرير أسعار الفائدة المدينة، والرفع من أسعار الفائدة الدائنة على الودائع معدل الفائدة على القروض 23.5% ؛ - رفع معدل إعادة الخصم إلى 15%، ومعدل السحب على المكشوف للبنوك على بنك الجزائر بـــ 24%؛ -معدل تدخل البنك المركزي في السوق النقدية في مستوى 20%؛ - تخفيض العملة بنسبة 40.17% في أفريل1994 بهدف تخفيض الفارق بين أسعار الصرف الرسمية والأسعار في السوق السوداء؛ -تخفيض نسبة الديون الموجهة للحكومة بـــنسبة % 11.22 سنة 1994 و13.04% سنة 1995.	-تخفيض إجمالي النفقات العمومية بمبلغ 25.7 مليار دولار؛ -انخفاض العجز الكلي بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي إلى 4.4% ؛ -تجميد الأجور؛ - الإلغاء الكلي للإعانات المتعلقة بالمنتجات الغذائية والطاقوية.

المصدر : من إنجاز الطالبة بالاعتماد على :

- بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية، دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004، ص274.
- بن عبد الفتاح دحمان، السياسة النقدية ومدى فعاليتها في إدارة الطلب الكلي – دراسة حالة الاقتصاد الجزائري، أطروحة دكتوراه دولة في الاقتصاد، جامعة الجزائر، الجزائر،2004، ص289.

إن استكمال عملية تحرير معدلات الفائدة خلال فترة تنفيذ هذا برنامج صندوق النقد الدولي للتثبيت الاقتصادي تأتي في سياق تطبيق لنموذج ماكينون وشو وفراي، والمتضمن فكرة أنه بالرفع من أسعار الفائدة نحو مستويات أسعار فائدة حقيقية موجبة فإنه يتم تحقيق تعبئة للادخار، رفع إنتاجية رأس المال باختيار المشاريع ذات المردودية والكفاءة العالية،

مما يؤدي إلى نمو الأصول المالية الحقيقية ومن ثم نمو الناتج المحلي الإجمالي من جهة والحد من ظاهرة التضخم والوصول به إلى معدل معقول ومقبول[1]. إن تحرير معدلات الفائدة على القروض بموجب إجراءات الإصلاحات الاقتصادية- والتي كانت خاضعة منذ التسعينات إلى حد أقصى نسبته 20% سنويا -، تم بإلغاء السقف الأعلى على معدلات السوق بين البنوك التي أصبحت بموجب التعليمة رقم 16-94 المؤرخ في 09 أفريل 1994 تحدد عن طريق التفاوض بحرية، مع تحديد التعليمة الهامش البنكي الأقصى بـــ 5 نقاط أكبر من التكلفة المتوسطة للموارد البنكية[2]. ليتم فيما بعد إلغاء تسقيف الهامش البنكي السابق بموجب التعليمة رقم 77-95 المؤرخة في 1995/12/25[3]. يمكن ملاحظة أثر هذه الإجراءات على الائتمان المقدم للاقتصاد في سياق فلسفة تحريك العرض الكلي من خلال إجراءات السياسة النقدية المطبقة، والمترافق بانخفاض الائتمان المقدم للحكومة في إجراء للضغط على الطلب الكلي.ذلك أنه يمكن ملاحظة بيانات الائتمان المحلي، حيث انخفضت نسبة الديون الموجهة للحكومة حتى سنة 1995 مقارنة بسنة 1993 بما نسبته 23.9% ما يمثل إجراءات للضغط على مستويات الطلب الكلي، بالمقابل ارتفع الائتمان المقدم للاقتصاد خلال فترة تنفيذ برنامج التثبيت مقارنة بسنة 1993 بحوالي 1.56 (الجدول (15-3) ما يكون له الأثر على تحريك العرض الكلي من خلال إجراءات السياسة النقدية، ويمكن عرض بيانات تطور الائتمان المحلي خلال الفترة 1992-1998 فيما يلي:

جدول(15-3): تطور الائتمان المقدم للحكومة وللاقتصاد خلال الفترة 1992-1998

الوحدة:مليون دج

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
الائتمان للحكومة	226933	527835	468537	401587	280548	423650	723181
الائتمان للاقتصاد	412310	220249	305843	565644	776843	741281	906181

Source :banque d'Algerie, Bulletin Statistique de la banque d'Algerie, Series Retrospectives,juin 2006, p 48.

كما يمكن ملاحظة ارتفاع في نمو الودائع لأجل نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع، إذ ارتفعت الودائع لأجل للقطاع الخاص بنسبة 47% سنة 1994، والجدول الموالي يوضح ذلك:

[1] بلعزوز بن علي، **أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية**، دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004،ص 295.

[2] التعليمة 16-94 المؤرخة في 1994/04/09.

[3] التعليمة 77-95 المؤرخة في 1995/12/25.

جدول (16-3) : تطور الودائع لأجل في الفترة ما بين 1992-1998 الوحدة: مليون دج

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ودائع القطاع العمومي	61707	72259	63478	65925	73926	101177	131304
ودائع القطاع الخاص	72475	94240	139474	187685	216607	173306	577958
الإجمالي	146183	180522	247680	280455	325958	409948	766090

Source :banque d'Algerie, Bulletin Statistique de la banque d'Algerie, Series Retrospectives,juin 2006, p 55.

كما عملت السياسة النقدية خلال فترة تنفيذ البرنامج على تخفيض الكتلة النقدية، حيث عرفت الكتلة النقدية تباطؤا في معدل النمو خلال هذه الفترة، حيث من معدل نمو الكتلة النقدية M2 بمستوى 21.5% سنة 1993 انخفض إلى حوالي 10.5% سنة1995[1].

ثانيا : إجراءات السياسة النقدية والمالية ضمن برنامج التعديل الهيكلي (1995-1998)

تضمن برنامج التعديل الهيكلي استكمالا لبرنامج التثبيت قصير الأجل مجموعة من الإجراءات ضمن السياسة المالية والسياسة النقدية والسياسات الهيكلية في إرساء لآلية السوق لتحقيق النمو الاقتصادي في الأجل المتوسط، ذلك من خلال تحرير معدلات الفائدة لاسيما معدل الفائدة على الاستثمار وخوصصة المؤسسات العمومية بغرض تحريك العرض الكلي ومعالجة الخلل في ميزان المدفوعات.

جدول (17-3): إجراءات برنامج التعديل الهيكلي (1995-1998)

إجراءات السياسة النقدية	إجراءات السياسة المالية
- تخفيض معدل نمو الكتلة النقدية M2 بنسبة 10.5% سنة 1995؛ - رفع معدل الفائدة:استمرار ارتفاع معدلات الفائدة على القروض من 18% إلى 23.5% خلال الفترة من 1994-1996، وارتفاع معدلات الفائدة على الودائع من 16% لتصل إلى 18.5% خلال الفترة من 1994-1996؛ - تحرير سعر الصرف وإنشاء سوق الصرف 1995.	-سياسة ميزانية صارمة بتقليص الكتلة الأجرية عن طريق الحد من الزيادة في التوظيف العمومي؛ -توسيع نطاق الضريبة على القيمة المضافة وتقليص مجال الإعفاءات الضريبية، حيث تم برمجة زيادة الإيرادات بنسبة 10.5% نقطة بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي بين 1994-1995 و 1997-1998؛ -تخفيض النفقات العامة إلى 1.8% نقطة بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي بين 1994-1995 و 1997-1998.

[1] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره،ص277.

المصدر: من إنجاز الطالبة بالاعتماد على :
- بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص277.
- بن عبد الفتاح دحمان، مرجع سبق ذكره، ص 291.

إن الإجراءات المنفذة في إطار السياسة المالية عملت على التقليص من الطلب الكلي وهو ما كان له تأثير على انخفاض التضخم خلال هذه الفترة (من 29.8% سنة 1994 إلى 5 %سنة 1998[1]) بجانب عوامل مرتبطة باستقرار الأسعار داخليا واستقرار العملة الوطنية، نتيجة احتياطات الصرف الأجنبي المتأتية من جدولة المديونية والتطور الإيجابي للميزان التجاري.

كما عملت السياسة النقدية على إدارة الطلب الكلي بجانب السياسة المالية المتشددة، من حيث التحكم في نمو السيولة النقدية واحتواء التضخم وإجراءات تخفيض سعر الصرف.إضافة إلى إجراءات تحرير أسعار الفائدة تطبيقا لنظرية ماكينون وشو التي ارتفعت منذ سنة 1995، ما مكن من تحقيق معدلات فائدة موجبة بداية من سنة 1997،وهذا يوضح دور السياسة النقدية في تصحيح الخلل في جانب العرض الكلي ضمن برنامج التعديل الهيكلي الذي يهدف إلى تحقيق النمو في الأجل الطويل. حيث أنه بارتفاع مستويات أسعار الفائدة على القروض ارتفع نمو الناتج المحلي الحقيقي من -1.1% سنة 1994 إلى نمو قدره 3.8% سنة 1995[2].

إن ارتفاع تعبئة الادخار من خلال مؤشر نمو الودائع لأجل للقطاع الخاص نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع، كما وارتفاع الائتمان المقدم للاقتصاد، إذ أن مضاعف الائتمان * ارتفع إلى 2.21 سنة 1995 (1.28 سنة 1994) ليصل إلى 2.56 سنة 1999، وبالمقابل انخفاض الائتمان المقدم للحكومة نتيجة تخفيض العجز في الميزانية العمومية والتخفيض من الدعم المالي للمؤسسات العمومية إضافة إلى التطهير المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية. وهو ما كان له دور في توفير موارد مالية للبنوك لتمويل الاقتصاد الوطني بجانب انخفاض أثر المزاحمة الناتج عن انخفاض الائتمان المقدم للحكومة. إن آلية تأثير السياسة النقدية من خلال إجراءات تحرير معدلات الفائدة تعمل على تعبئة الادخار كما وتشجيع المشاريع ذات الكفاءة العالية، في استبعاد لتمويل المشاريع غير المجدية اقتصاديا، وانخفاض الائتمان المقدم للمؤسسات العمومية من الائتمان المحلي ذلك أن المؤسسات العمومية يجدر بها التمويل عن طريق فتح رأسمالها وفق فلسفة الإصلاحات في إطار الخوصصة وليس التمويل عن طريق الائتمان البنكي على الأقل خلال هذه الفترة التي طبق فيها برنامج التعديل الهيكلي.

[1] retrospective statistique ONS, indice des prix à la consommation (1969-2011), p105.
[2] Banque d'Algerie, Rapport annuel de la banque d'Algerie 2002,chapitre2.
* يمثل مضاعف الائتمان العلاقة بين القروض المقدمة للاقتصاد والقاعدة النقدية.

كما عملت السياسة النقدية على احتواء نمو السيولة النقدية (من 21.5% إلى 10.5% سنة 1995) مع ارتفاعها بداية من سنة 1996 بما يتماشى وارتفاع نمو الناتج الإجمالي الداخلي، إضافة إلى دور الإجراءات السابقة في التحكم في معدلات التضخم إلى 5% سنة 1998 بعدما سجل مستويات قياسية بداية الفترة، كل ذلك ينعكس على النشاط الاقتصادي وبالخصوص في القطاعات المنتجة لاسيما القطاع الصناعي، والذي يتوضح من ارتفاع مؤشر الإنتاج الصناعي سنة 1998 مقارنة بسنة 1997 إلى 6.9% بالنسبة للمؤشر العام (-3.5 %سنة 1997) و8.8% (-7.6%سنة 1997) بالنسبة لمؤشر الصناعة المعملية[1]، والملاحظ ارتفاع القيمة المضافة خارج المحروقات للقطاع الخاص من حصة 46.5% سنة 1994 إلى حصة 53.6% من القمية المضافة الإجمالية سنة 1998 و51.8% سنة 1999 بارتفاع عن حصة القيمة المضافة خارج المحروقات للقطاع العام سنة 1999 المقدرة بـ 48.2%[2]. وبملاحظة معدلات نمو الناتج الداخلي الحقيقي والإنتاج الداخلي الخام خلال فترة تنفيذ برنامج التعديل الهيكلي يمكن ملاحظة أثر إجراءات السياسة النقدية على تحريك العرض الكلي .

جدول(18-3):معدل النمو السنوي للناتج الداخلي الحقيقي والإنتاج الداخلي الخام بالحجم 1994-1999

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل نمو الناتج الداخلي الحقيقي%	1.1-	3.8	3.8	1.1	5.1	3.2
معدل نمو الإنتاج الداخلي الإسمي%	1.8-	3.9	4	0.8	5.5	3.3

Source : Banque d'Algerie, Rapport annuel de la banque d'Algerie 2002

إن إجراءات السياسة النقدية التي ركز عليها برنامج التعديل الهيكلي لاسيما رفع معدلات الفائدة خلال ثلاث سنوات، كان له الأثر الواضح في ارتفاع معدل نمو الناتج الداخلي الخام سنة 1998 إلى أعلى مستوى له خلال هذه الفترة بـــ 5.5 كنمو سنوي بالتوازي مع ارتفاع مؤشر الإنتاج الصناعي.

إن إدارة العرض الكلي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال فلسفة السياسات الأصولية للإصلاحات الاقتصادية التي طبقتها الجزائر بمرافقة صندوق النقد الدولي، والمعتمدة على الفكر النيوكلاسيكي من خلال بداية سياسة التثبيت باستخدام إجراءات السياسات الظرفية لاسيما السياسة النقدية، هذه الإجراءات عملت على تراجع معدلات

[1] متوفر على الرابط : www.ons.dz تاريخ الإطلاع: 2021/02/06.

[2] Mouloud SADOUDI, **L'Investissement Privé en Algerie : des frustrations passées aux entraves présentes**, Les Cahiers du MECAS, N°2, 2006, p74.

التضخم وتخفيض العجز الموازني ما مكن من استكمال الخطوة الموالية في عملية الإصلاح المتمثلة في التعديل الهيكلي، بهدف تحقيق تحسن في الأداء الاقتصادي، ذلك أنه وفي نهاية فترة تنفيذ البرنامج انخفض معدل التضخم ابتداء من سنة 1997 إلى 5.7% (18.6% سنة 1996)، كما وتحقق تحسن في معدل النمو الناتج الداخلي الإجمالي بالحجم، وهو ما يوضح أثر تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي ضمن فلسفة تحقيق الاستقرار الاقتصادي من جانب العرض الكلي، حيث أنه في وضعية وجود خلل هيكلي بين العرض الكلي والطلب الكلي والناتج عن التوسع في الكتلة النقدية الذي يفوق التوسع في العرض الكلي المحلي - هذا الأخير الذي يدفع بتقليص فجوة الخلل بالاستيراد الذي يمثل عرض الخارجي وهو ما يعمق من حجم الخلل الهيكلي في الاقتصاد الوطني-، فإن سياسة الاصلاح التي يعتمدها صندوق النقد الدولي تركز على تخفيض التوسع النقدي وتطبيق معدلات مرتفعة للفائدة لتحريك العرض الكلي مع إجراءات أخرى متمثلة في السياسة الهيكلية (الخوصصة، تحرير سعر الصرف) لتحقيق النمو الاقتصادي.

الفرع الثاني: السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار من جانب الطلب الكلي (2000-2018)

مع تحسن أسعار النفط في اتجاه تصاعدي بعد سنة 1999، وتحسن الوضعية المالية للخزينة العمومية باشرت الحكومة منذ 2001 برنامج للإنعاش الاقتصادي، والتي تتمثل في تنفيذ سياسة اقتصادية تعتمد أساسا على سياسة ميزانية ذات توجه كينزي تهدف لتنشيط الطلب الكلي من خلال الرفع من الإنفاق العمومي، الذي يؤدي بدوره إلى زيادة العرض الكلي وارتفاع معدل النمو الاقتصادي، وهو ما يتحقق في ظل مرونة العرض الكلي واستجابته للزيادة في الطلب الكلي.

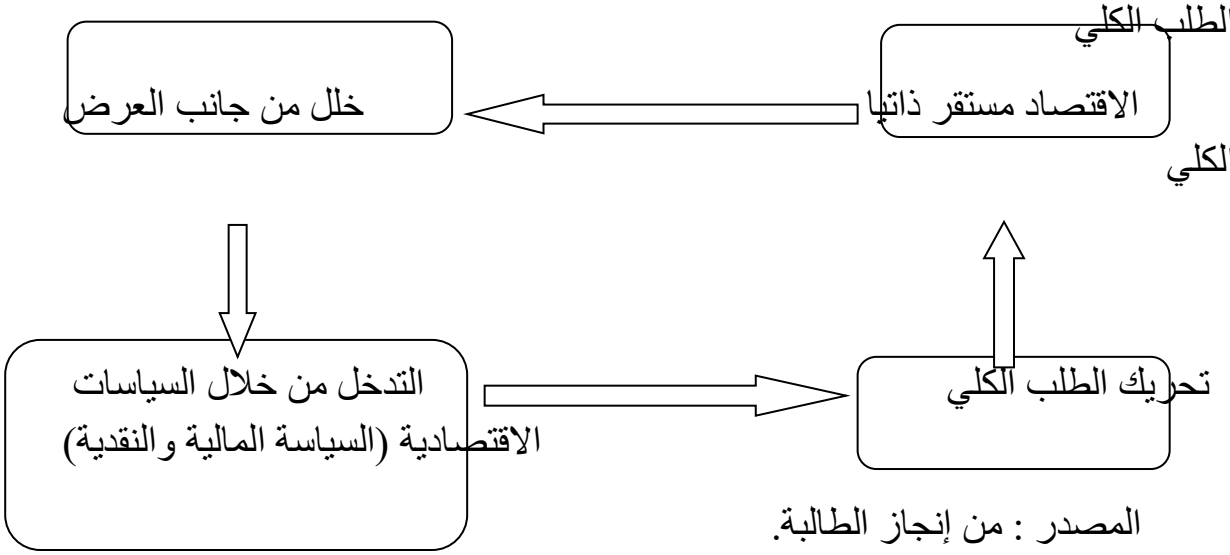
أولا: تحقيق الاستقرار الاقتصادي من جانب الطلب الكلي ضمن سياسة الإنعاش الاقتصادي

تعتمد سياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة منذ 2001 على سياسات ظرفية توسعية، لاسيما السياسة الميزانية لتنشيط الطلب الكلي،إن سياسة الميزانية[1] المنتهجة تندرج ضمن سياسة طلب وهو ما يعبر بوضوح عن فلسفة التوجه نحو تحقيق الاستقرار الاقتصادي عن طريق الطلب، وهي السياسة التي تتناقض مع السياسة الليبيرالية التي هي سياسة عرض ومن أهدافها الحد من ارتفاع الأسعار وتخفيض تكاليف الإنتاج. إن الفلسفة التي اعتمدت عليها السياسة الاقتصادية خلال هذه المرحلة عملت على تحقيق الاستقرار الاقتصادي من جانب الطلب الكلي وليس العرض الكلي، ذلك أنها تعتمد على الفكر الكينزي الذي يعتبر أن الاقتصاد يستقر ذاتيا وأن الخلل في جانب العرض الكلي، ومن

[1] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 211.

خلال السياسات الاقتصادية النقدية وخاصة المالية يتم تحريك الطلب الكلي لتخفيض الاختلال ودفع الاقتصاد الوطني نحو الاستقرار، ويمكن تلخيص الفلسفة الاقتصادية المطبقة في هذه المرحلة في الشكل التالي:

الشكل (3-3): الفلسفة الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تحريك الطلب الكلي



المصدر : من إنجاز الطالبة.

تطبيقا لهذه الفلسفة الاقتصادية في الاقتصاد الجزائري، تم اعتماد مجموعة من البرامج في إطار برنامج الإنعاش الاقتصادي ذو التوجه الكينزي الذي يستهدف تحقيق النمو الاقتصادي والمعتمد على سياسة للطلب الكلي، باستخدام السياسات الظرفية من سياسة الميزانية التوسعية عن طريق العجز الموازني وسياسة نقدية توسعية لتحريك الطلب الكلي في الأجل القصير بهدف تحقيق النمو الاقتصادي. تتمثل أهم الإجراءات المنفذة في إطار سياسة الإنعاش الاقتصادي المتعلقة بالسياسة النقدية والمالية فيما يلي:

الجدول(3-19):إجراءات السياسة النقدية والسياسة المالية في فلسفة تحقيق الاستقرار من خلال الطلب الكلي

إجراءات السياسة النقدية	إجراءات السياسة المالية
-التحكم في التضخم ضمن لحدود المستهدفة عن طريق : - تحديد معدل نمو M_2 ضمن المجال المستهدف ؛ - تحديد معدل نمو القروض للاقتصاد ضمن المجال المستهدف.	- تنشيط الطلب الكلي من خلال سياسة ميزانية توسعية: - الرفع من النفقات الجارية؛ - الرفع من نفقات التجهيز؛ - ارتفاع العجز الموازني.

المصدر: من إنجاز الطالبة

إن الفلسفة الاقتصادية لسياسة الإنعاش الاقتصادي تقتضي تطبيق السياسة بالتركيز على تنشيط الطلب الكلي أو العرض الكلي أو الاثنين معا، ذلك بالرفع من النفقات العمومية التحويلية ورفع الدخول المتاحة للأفراد وزيادة الإنفاق الحكومي الاستثماري لتحريك الطلب الكلي الفعال، أو عن طريق سياسة تركز على تشجيع النشاط الاقتصادي، وذلك بتخفيف العبء الضريبي على المؤسسات الاقتصادية وتوفير الهياكل القاعدية الأساسية لبيئة الأعمال لتسهيل النشاط الاقتصادي للمؤسسات في الاقتصاد الوطني، وتحريك الجهاز الإنتاجي بهدف تنشيط العرض الكلي .

ثانيا: السياسة النقدية المطبقة خلال الفترة (2000-2018)

ركزت السياسة النقدية خلال هذه الفترة في إطار سياسة الطلب المنفذة على التحكم في متغيري الائتمان المحلي خاصة مركبته القروض للاقتصاد والكتلة النقدية بكونها الأهداف الوسيطية للسياسة النقدية، لتحقيق استقرار الأسعار والنمو الاقتصادي.

أ. الائتمان المحلي

مع بداية فترة تنفيذ برنامج الإنعاش الاقتصادي تراجع نمو الائتمان المحلي بـ 16.1% سنة 2004 وهو ما يمكن تفسيره بانخفاض الائتمان الموجه للحكومة نتيجة الوفرة المالية المتأتية من ارتفاع مداخيل الجباية البترولية التي أدت إلى تحسن الوضعية المالية للخزينة ممثلة بوضعية دائنة صافية للخزينة تجاه البنك المركزي والنظام البنكي، الشيء الذي يعتبر إيجابيا من حيث انخفاض أثر الإزاحة بانخفاض تمويل القطاع البنكي للمالية العمومية، مما يحسن نظريا من إمكانية لجوء الخواص إلى البنوك والحصول على القروض البنكية. فيما عرف الائتمان الموجه للاقتصاد ارتفاعا بداية من فترة تطبيق برنامج الإنعاش الاقتصادي، بالرغم من ذلك يمكن ملاحظة أن القطاع البنكي في الجزائر في الفترة حتى 2005 لا يؤدي دوره بكفاءة تامة في تمويل الاقتصاد الوطني وهو ما يمكن ملاحظته من خلال حصة القطاع العمومي من القروض للاقتصاد في ظل ضعف السوق المالي في الجزائر، ذلك أن جزء معتبر من الائتمان موجه للقطاع العمومي وهو ما يمثل 56% من مجموع الائتمان للاقتصاد سنة 2004 ممنوح أساسا من البنوك العمومية (بحصة 92.9%)، فيما تشير تقارير بنك الجزائر أن موارد البنوك في الفترة 2001-2004 تأتي بشكل أكبر من المؤسسات الخاصة والأسر بحوالي 60.6%، كما وأن القطاع البنكي يتوفر على موارد مستقرة معتبرة (الودائع لأجل التي ارتفعت بحوالي 71% خلال فترة تنفيذ برنامج الإنعاش الاقتصادي) ما يمكن من المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني .

الجدول (20-3): هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2001-2004 الوحدة: مليار دج

	2001		2002		2003		2004	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
الائتمان للقطاع العام	740.087	68.7	717.834	56.5	791.694	57.4	859.657	56
الائتمان للقطاع الخاص	337.612	31.3	550.208	43.5	587.780	42.6	674.731	44
الائتمان قصير الأجل	513.316	47.6	627.980	49.6	773.568	56.1	828.337	54
الائتمان متوسط وطويل الأجل	564.383	52.4	638.063	50.4	605.905	43.9	706.051	46
الائتمان للاقتصاد	1078.4	8.5	1266.8	17.5	1380.2	9	1535	11.2

Source : Banque d' Algerie, Banque d'Algerie, **Rapport 2004 Evolution Economique et Monetaire en Algerie**.

إن السياسة الإقراضية للقطاع البنكي (العمومي في أغلبه) تمنح الحصة الأهم من القروض للاقتصاد للمؤسسات العمومية والتي تستفيد من دعم الخزينة العمومية كقروض غير ناجعة عن طريق شراء هذه الأخيرة من البنوك العمومية،وهو ما يمثل ما أشار إليه محمد شريف المان بتقنين الائتمان[1]، يرتبط حسبه بمفهوم تماثل المعلومات ما يعني أن المعلومات المقدمة ضمن ملف القرض وكذا تقييمها تبقى غير واضحة وكافية لتحديد وضعية المؤسسة، كما وأن نقص تأهيل الإطارات البنكية فيما يخص تقييم المخاطر تؤدي إلى انتهاج البنوك لقرارات متحفظة وحتى مقيدة لمنح القروض للمؤسسات الخاصة[2].

لكن ومنذ 2006، ونتيجة لإجراءات السياسة المالية المتضمنة في قانون المالية والتي تقتضي منح تخفيضات في معدلات الفائدة على القروض لشريحة واسعة من القروض للأفراد والمشاريع، فقد عرفت حصة الائتمان المقدم للمؤسسات الخاصة والأسر ارتفاعا (55.4%)، بالمقابل انخفاض الائتمان للقطاع العمومي(44.5%) (الجدول (3-21)). وارتفعت القروض طويلة الأجل منذ سنة 2006 لاسيما تمويل الاستثمارات في قطاعات الطاقة والمياه، إضافة إلى ارتفاع القروض الرهنية والقروض الموجهة لتمويل السلع الدائمة للأسر بالمقابل تراجع القروض قصيرة الأجل منذ سنة 2006 وانخفاضها منذ 2009 نتيجة انخفاض القروض الاستهلاكية بموجب قانون المالية التكميلي لسنة

[1] Mohamed Cherif Ilmane, **Réflexion sur la politique monetaire en Algerie: objectifs, instruments et resultats(2000-2004)**, Cahiers du CREAD, 2006,p69-107.

[2] بالنظر إلى الملكية العامة لأغلب البنوك في النظام البنكي الجزائري كما وضعف المنافسة البنكية في القطاع البنكي، يبدو إعطاء الأفضلية لمقترضين عموميين أقل خطرا لكون قروضهم مضمونة الشراء من طرف الخزينة العمومية، بالمقابل يستثنى نسبيا جزء أخر من المقترضين لاسيما الخواص والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من سوق الإقراض، وهذا ما يجعل من الوساطة المالية أقل كفاءة في تمويل الاقتصاد وخاصة المؤسسات الخاصة الصغيرة والمتوسطة والتي تعتبر محركا للنشاط الاقتصادي وللتشغيل.

2009 الذي نص على عدم الترخيص للبنوك بمنح القروض للأفراد إلا في إطار القروض العقارية[1] .

الجدول (21-3): هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2005-2009 الوحدة: مليار دج

	2005		2006		2007		2008		2009	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
الائتمان للقطاع العام	882.47	50.4	848.4	44.5	989.3	44.8	1202.2	45	1485.9	48
الائتمان للقطاع الخاص	896.43	49.6	1055.7	55.5	1214.4	55.1	1411.9	55	1599.2	52
الائتمان قصير الأجل	923.32	51.9	915.7	48.1	1026.1	46.6	1189.4	45.5	1320.5	42.8
الائتمان متوسط وطويل الأجل	852.95	48.1	988.4	51.9	1177.6	53.4	1424.7	54.5	1764.6	57.2
الائتمان للاقتصاد	1778.91	15.8	1904.10	7.03	2203.7	15.7	2614.1	18.6	3085.1	18.01

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر،للسنوات 2005-2009.

خلال الفترة 2010-2014 لتطبيق برنامج توطيد النمو الاقتصادي، برز مجمع الائتمان للاقتصاد كمقابل أساسي للكتلة النقدية بمعدل نمو 20.7% سنة 2013، وحيث ارتفع معدل القروض للاقتصاد إلى الناتج الداخلي الإجمالي سنتي 2013 و2014 إلى 30.9% و37.8% على التوالي مقابل 27.3% 2010[2]، فيما يعتبر هذا المستوى منخفضا بالمقارنة مع دول أخرى: حوالي 80 % معدل القروض للاقتصاد إلى الناتج الداخلي الإجمالي بتونس سنوات 2011، 2012 و2013، أكثر من 111% بالمغرب خلال نفس الفترة. وبملاحظة مضاعف الائتمان (القروض للاقتصاد) يمكن ملاحظة عدم استقراره وانخفاضه مقارنة بالفترة (1995-1999) بمعدل 2.56 سنة 1999 إلى 1.8 سنة 2000 كأقصى قيمة، فيما لم يتعدى مضاعف الائتمان القيمة 1.60 خلال الفترة من 2000 إلى 2018، بمعنى أن البنوك تمنح قروض أقل مقارنة بفترة الإصلاحات الاقتصادية بمرافقة صندوق النقد الدولي، وهو ما يوضح ضعف الوساطة المالية وضعف إنشاء النقود من النظام البنكي .

[1] أمر رقم 09-01 مؤرخ في 22 يوليو سنة 2009 يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009.

[2] Banque d'Algerie, **Rapport 2014, Evolution Economique et Monetaire en Algerie**, P.115

الجدول (22-3): هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2010-2014 الوحدة: مليار دج

	2010		2011		2012		2013		2014	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
الائتمان للقطاع العام	1460.6	45	1741.6	47	2040.3	47.5	2434.3	47	3382.3	62
الائتمان للقطاع الخاص	1806.7	55	1984.2	53	2246.9	52.5	2722.0	53	3121.7	48
الائتمان قصير الأجل	1311.0	40.1	1363.0	36.5	1361.6	31.7	1423.4	27.6	1608.7	22.5
الائتمان متوسط وطويل الأجل	1957.1	59.8	2363.5	63.4	2926	68.2	3732.9	72.3	5566.6	77.5
الائتمان للاقتصاد	3268.1	5.9	3726.5	14.02	4287.6	15.05	5156.3	20.2	6504.6	26.1

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر،للسنوات 2010-2014.

في سنة 2015، ارتفعت حصة القروض للاقتصاد من إجمالي الناتج الداخلي إلى 43.6% ثم إلى 47% سنة 2017. مع استمرار ارتفاع في حصة القروض المتوسطة والطويلة الأجل ضمن القروض للاقتصاد بنسبة 74.11% سنة 2017.

الجدول (23-3): هيكل القروض للاقتصاد للفترة 2015-2019 الوحدة : مليار دج

	2015		2016		2017		2018	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
الائتمان للقطاع العام	3688.9	50.70	3952.8	49.98	4311.8	48.56	4943.6	49.55
الائتمان للقطاع الخاص	3586.6	49.29	3955.0	50.01	4566.1	51.43	5032.2	50.44
الائتمان قصير الأجل	1710.6	23.51	1941.2	24.54	2298.0	25.88	2687.1	26.93
الائتمان متوسط وطويل الأجل	5564.9	76.48	5993.6	75.79	6579.9	74.11	7289.3	73.06
الائتمان للاقتصاد	7275.5	11.8	7907.8	8.6	8877.9	12.2	9976.3	12.37

Source : Banque d'Algérie, **Rapport 2004 Evolution Economique et Monétaire en Algerie**.

إن متغير القروض للاقتصاد كهدف وسيط للسياسة النقدية ذو أهمية لتحقيق الأهداف النهائية لاسيما تخفيض معدل التضخم ضمن المجال المستهدف لبنك الجزائر، وكذا التأثير على الاقتصاد الحقيقي من خلال أثر القروض الممنوحة على حجم الاستثمار الداخلي الخاص، وبالتالي على معدل النمو الاقتصادي . ما يمكن ملاحظته من مقارنة معدلات نمو القروض للاقتصاد الفعلية والمعدلات المستهدفة من بنك الجزائر هو وجود

انحرافات واضحة بينهما، ما يشير إلى ضعف تحقيق السياسة النقدية لأهدافها الوسيطية المرتبط تحقيقها بالهدف النهائي لها ما يمكن معه الحكم مبدئيا بضعف تحكم السياسة النقدية في متغير نمو القروض للاقتصاد.

الجدول (24-3):تطور معدل نمو القروض للاقتصاد والمعدلات المستهدفة لبنك الجزائر للفترة 2005-2018

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
معدل نمو القروض للاقتصاد المستهدف	14%-13%	15.5%-14.5%	15%-14%	16%-15%	23%-22%	14%-13%	17.5%-16.5%
معدل نمو القروض للاقتصاد	15.88%	7.03%	15.7%	18.62%	18.01%	5.9 %	14.02%
السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل نمو القروض للاقتصاد المستهدف	15.5%-13.5%	16.5%-14.5%	19.5%-17.5%	27%-25%	11%-9%	13.5%	-
معدل نمو القروض للاقتصاد	15.05%	20.2%	26.1%	11.8%	8.6%	12.2%	12.37%

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، للسنوات من 2005-2017.

إن تصميم السياسة الاقتصادية التي طبقت هذه الفترة اعتمدت على سياسة ميزانية توسعية ركزت على تنشيط الطلب الكلي، من خلال تنفيذ سياسة طلب تعتمد على الائتمان المحلي (السياسة النقدية) كقناة مهمة لتنشيط الطلب الكلي، بجانب أدوات السياسة الميزانية من نفقات عمومية والتمويل بالعجز الموازني، ما يوضح تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية في تحقيق هذا التوجه ضمن فلسفة تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال الطلب الكلي، ذلك من خلال حصة تمويل القطاع العمومي من القروض للاقتصاد كما وتوجيه السياسة الاقراضية للبنوك بحسب البرامج الحكومية لدعم قطاعات معينة على حساب الأخرى، من خلال تخفيض معدلات الفائدة على التمويل البنكي لعدة قطاعات:القروض الموجهة لدعم تشغيل الشباب ذوي المشاريع من أجل إقامة مؤسسات صغيرة[1]؛ القروض الفلاحية والصناعة الغذائية والزراعية في المدى القصير والمتوسط

[1] أمر رقم 03-22 مؤرخ في 28ديسمبر 2003، يتضمن قانون المالية لسنة 2004.

والطويل، وإنجاز محطات تحلية مياه البحر[1]؛ وتخفيضات على القروض لاقتناء سكن جماعي، والأعمال المتعلقة بعصرنة المؤسسات السياحية والفندقية في إطار مخطط جودة السياحة [2]؛ دعم قروض التي تبرمها المؤسسات العمومية الاستراتيجية لدى البنوك والمؤسسات المالية عن طريق ترخيص الخزينة بموجب قانون المالية التكميلي 2010 بضمان تغطية قروضها[3].إن الإجراءات السابقة في إطار السياسة المالية إضافة إلى تنفيذ برامج مرافقة مشاريع الدعم الحكومية لفئات محددة عن طريق توفير القروض من القطاع البنكي، الذي يمثل في أغلبة بنوك عمومية، ساهم من جهة في ارتفاع نسبة القروض غير ناجعة في البنوك العمومية سنة 2017 إلى 12.9% من إجمالي القروض، الراجع إلى القروض غير المحصلة والتي بلغت أجال استحقاقاتها في إطار برامج دعم التشغيل ANSEJ, CNAC, ANGEM بحصة 42 % من القروض الممنوحة في إطار هذه البرامج، حيث ساهمت في ارتفاع القروض غير الناجعة في البنوك العمومية بنسبة 78% [4]. ومن جهة أخرى فإن هذه الإجراءات تضع عراقيل في مواجهة آلية انتقال أثار السياسة النقدية وتضع جزء كبير من الموارد البنكية في إطار القروض للاقتصاد ضمن البرامج الاقتصادية الحكومية.

ب. الكتلة النقدية:

يمثل مجمع الأصول الأجنبية المصدر الأساسي لإصدار النقود في الفترة ما بين 2001 و2009 حيث ارتفع معدل صافي الأصول الأجنبية إلى الكتلة النقدية إلى 151.6% بمقابل حوالي 69.8% سنة 2003. إذ أدت عملية تنقيد الأصول الأجنبية الناتجة عن ارتفاع مداخيل الجباية البترولية من 169.6 مليار دينار سنة 1999 إلى 775.9 مليار دينار نهاية 2000 ثم إلى 1310.7 مليار دينار سنة 2001، إلى ارتفاع معدل نمو الكتلة النقدية من 13% سنة 2000 إلى 22.3% سنة 2001 [5]. لينخفض معدل نمو الكتلة النقدية سنة 2004 إلى 11.4% (بفعل ارتفاع معدل الاحتياطي الإجباري من 4.25 سنة 2002 إلى 6.25 سنة 2003 إلى 6.5 سنة 2004). ثم عاود معدل نمو الكتلة النقدية الارتفاع خارج المجالات المستهدفة حتى سنة 2008 أين عرف انخفاضا من معدل 24.2% سنة 2007 إلى 16% سنة 2008 ثم 2.3% سنة 2009 مع بقاء معدل نمو الكتلة النقدية خارج المجالات المستهدفة من بنك الجزائر.

---

[1] أمر رقم 05-05 مؤرخ في 25 يوليو 2005، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2005.

[2] أمر رقم 09-01 مؤرخ في 22 يوليو 2009 ، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009.

[3] أمر رقم 10-01 مؤرخ في 26 أوت 2010، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2010.

[4] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، ص 82.

[5] Banque d'Algerie, Banque d'Algerie, **Rapport 2004 Evolution Economique et Monétaire en Algerie**, p 139.

إن انخفاض معدل نمو الكتلة النقدية ابتداء من سنة 2008 يعبر عنه بانخفاض في مركبة القاعدة النقدية المتمثلة في احتياطات البنوك والمؤسسات المالية والناتجة عن إجراءات السياسة النقدية لبنك الجزائر :

أولا، قيام بنك الجزائر بإجراء تغيير في معدل الاحتياطي الإجبارية إلى 8% سنة 2008 بعدما كان يتحدد في مستوى 6.5% منذ 2004، إن هذا التغيير في معدل الاحتياطي الإجباري يأتي في ظرف ارتفعت خلاله النفقات الجارية في ميزانية الدولة بمعدل 32.4% سنة 2008، ولاسيما نفقات المستخدمين بمعدل 35.11% وهو ما مثل دعما للطلب الكلي نتيجة ارتفاع الأجور وبأثر رجعي بداية من سنة 2008، نتيجة لذلك تسارع نمو إجمالي الإنفاق الداخلي بوتيرة أكبر من الناتج الداخلي الخام حيث مثل ما نسبته 79.7% من الناتج الإجمالي الداخلي سنة 2008، بمعدل نمو متواصل للاستهلاك النهائي منذ 2007 بـ 5.3% وصل إلى 5.9% سنة 2009، هذا إضافة إلى ارتفاع في معدل دوران النقود سنة 2008إلى 1.58 (1.56 سنة 2007) الذي يشير إلى اتجاه الأعوان الاقتصاديين إلى الرفع من نفقاتهم، وهو ما عبر عنه نمو الاستهلاك النهائي المدعم بإجراءات السياسة الميزانية المتمثلة في ارتفاع النفقات العمومية لاسيما النفقات الجارية؛

ثانيا، إضافة إلى استخدام الاحتياطي الإجباري كأداة أساسية للسياسة النقدية في الجزائر، فإن إدارة فائض السيولة في القطاع البنكي باستخدام الأدوات المباشرة المتمثلة في استرجاع السيولة وتسهيلة الفوائد المغلة للفائدة تعمل على التحكم في مجمع الكتلة النقدية كهدف وسيطي، ذلك أن بنك الجزائر عمل منذ سنة 2005 مع ارتفاع مستوى هذا المجمع على رفع مبلغ استرجاعات السيولة من 400 مليار دج إلى 450 مليار دج[1]، ثم رفعه لمبلغ 1100 مليار دينار منذ منتصف جوان 2007 [2]، وفيما يخص تسهيلة الفوائد المغلة للفائدة فقد تم رفع مكافأتها إلى 0.75 سنة 2008 بهدف امتصاص فائض السيولة.

بعد انخفاض معدل نمو الكتلة النقدية حتى سنة 2009 إلى 3.2% ارتفع مجددا بداية من سنة 2010 بمعدل 15.4% ثم إلى نمو بمعدل 19.9% سنة 2011، تزامنا وتسجيل رصيد الميزانية لعجز منذ 2009 نتيجة من جهة لانخفاض أسعار النفط إلى 61.06دولار سنة 2009، ومن جهة أخرى ارتفاع الإنفاق العمومي خلال فترة تنفيذ برنامج توطيد النمو الاقتصادي منذ سنة 2010، حيث ارتفعت نفقات التسيير بنسبة 42.8% سنة 2011 (لاسيما التحويلات ونفقات المستخدمين المدعومة أساسا بارتفاع في الأجور سنوات 2011 و2012) وبنسبة 27.2% سنة 2012 مع استقرار في نفقات التجهيز.

[1] Banque d'Algerie, Rapport 2005Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p157.
[2] Banque d'Algerie, Rapport 2007 Evolution Economique et Monetaire en Algerie, p171.

إن ارتفاع الإنفاق العمومي وارتفاع الكتلة النقدية يعبر عن دعم للطلب الكلي، أين يرتفع نمو الإنفاق الداخلي بوتيرة أكبر من نمو الناتج الداخلي الخام (معدل نمو إجمالي الإنفاق الداخلي 100.6 من إجمالي الناتج الداخلي سنة 2009[1]) وهو ما يعمل على إيجاد ضغوط تضخمية.

إن أثار السياسة الميزانية التوسعية على ارتفاع نمو مجمع الكتلة النقدية كما ومعدلات التضخم التي ارتفعت خلال فترة تنفيذ برنامج توطيد النمو الاقتصادي إلى مستوى 9.9% سنة 2012، تقابلها إجراءات السياسة النقدية للتحكم في ارتفاع نمو الكتلة النقدية، إذ حدد بنك الجزائر معدل الاحتياطي بـ 9 % سنة 2010 ثم 11% سنة 2012 و 12% سنة 2013 للتأثير على القاعدة النقدية ومركبتها احتياطات البنوك، التي ارتفع معدل نموها سنة 2010 إلى 33% و 35% سنة 2012 ومنه على قدرة البنوك على إنشاء النقود، وهو ما يلاحظ في انخفاض مضاعف الائتمان من 1.25 سنة 2010 إلى 1.15 سنة 2012.

كما عمل بنك الجزائر على رفع مبلغ استرجاعات السيولة من 1100 مليار دج إلى 1350 مليار دج سنة 2012 واعتماد أداة استرجاع السيولة لستة أشهر (إضافة لأداتي استرجاع السيولة لـ 7 أيام و3 أشهر). إن إجراءات السياسة النقدية أدت إلى انخفاض نمو الكتلة النقدية سنتي 2012 (10.9%) و2013 (8.4%).

إن تدخل بنك الجزائر باستخدام معدل الاحتياطي الإجباري كأداة أساسية في السياسة النقدية التي يديرها بجانب الأدوات غير مباشرة لامتصاص فائض السيولة، هو ذو أهمية في التحكم في القاعدة النقدية كمتغير تشغيلي أساسي ومنه التأثير على الكتلة النقدية كمتغير وسيطي ذو ارتباط بالهدف النهائي المعبر عنه باستقرار الأسعار والتحكم في معدل التضخم، فيما أن عدم استقرار المضاعف النقدي (3.15 سنة 2000 و1.96 سنة 2014) كما ومضاعف الائتمان (1.8 سنة 2000 و 1.39سنة 2014) على قدر كبير من الأهمية، من حيث وضوح العلاقة بين القاعدة النقدية كهدف تشغيلي وكل من الكتلة النقدية M2 والقروض للاقتصاد كأهداف وسيطية. إن عدم استقرار هذا المؤشر يشكل قيدا إضافيا في مواجهة إدارة السياسة النقدية بوضع السياسة الملائمة لتحقيق الأهداف النهائية.

إن الضغوط التي تنشؤها السياسة الاقتصادية المطبقة- المعتمدة على سياسة ميزانية توسعية- على السياسة النقدية، تتوضح من خلال الانحرافات بين معدلات نمو الهدف الوسيط المستهدف لتحقيق معدل التضخم المستهدف والمعدل الفعلي الناتج عن تدخل بنك الجزائر، للحد من ارتفاع الكتلة النقدية إلى مستويات تضخمية نتيجة التوسع في الميزانية

[1] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012، ص237.

العمومية، وهو ما يمثل مساهمة السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي لاسيما التحكم في مستوى التضخم قريب من المعدل المستهدف من خلال فلسفة تحقيق الاستقرار من خلال الطلب الكلي، خاصة وترافق هذا التوسع المالي بضغوط خارجية على التضخم المحلي المعبر عنها بارتفاع مؤشر القيم الوحدوية للواردات إلى 10% سنة 2007 (5.6% سنة 2006)[1] في شكل تضخم مستورد .

الجدول (25-3): تطور الكتلة النقدية خلال الفترة 2004-2018 الوحدة : مليار دج

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الكتلة النقدية	3738.0	4070.4	4827.6	5994.6	6955.9	7178.7	8280.7	9929.2
معدل نمو M2	11.4	17	18.6	24.2	16.0	3.2	15.4	19.9
المعدل المستهدف	15-14	16.5-15.8	15.5-14.8	18.5-17.5	27.5-27	13-12	9-8	14-13
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
الكتلة النقدية	11015.1	11941.5	13663.9	13704.5	13816.3	14974.6	16636.7	
معدل نمو M2	10.9	8.4	14.4	0.1	0.8	8.4	11.09	
المعدل المستهدف	12-10.5	11-9	11.5-9.5	11-9	7-5	4.7	-	

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، للسنوات 2005-2009.

بجانب الظروف التي تفرضها السياسة الميزانية التوسعية في إطار السياسة الاقتصادية المعتمدة على جانب الطلب الكلي في تحقيق الاستقرار، فإن بنك الجزائر في إدارته للسياسة النقدية خلال نهاية الفترة يفترض به مواجهة تحديات مرتبطة بانخفاض أسعار النفط بداية من النصف الثاني لسنة 2014 وهو ما كان له الأثر على تغيير الوضعية الاقتصادية من وضعية فائض السيولة في النظام البنكي إلى عجز في السيولة ووضعية الوفرة المالية التي اعتمدت عليها البرامج الحكومية في إطار الميزانية العمومية إلى تفاقم العجز الموازني وتأكل القدرة التمويلية لصندوق ضبط الموارد. قد مثل ارتفاع العجز الموازني خلال هذه الفترة إذ ما نسبته 15.4% من الناتج الداخلي الإجمالي، حيث ارتفع رصيد الميزانية السلبي من 1257.3 مليار دج سنة 2014 إلى 2553.2 مليار دج سنة 2015، مع اتجاهه للانخفاض بداية من 2017، وتم تمويل العجز في الميزانية لسنتي 2014 و2015 من الاقتطاعات في صندوق ضبط الإيرادات، أما سنة 2016 فبالإضافة

[1] Banque d'Algerie, Rapport 2007, Evolution Economique et Monétaire en Algérie, P56.

إلى اقتطاع قدره 1387.9 مليار دج تم اللجوء إلى القرض الوطني[1]،ومع استمرار العجز سنة 2017 مع انخفاضه إلى 1206.5 مليار دج، فقد تم تمويله جزئيا بأخر اقتطاع من صندوق ضبط الإيرادات بمبلغ 784 مليار دج، واللجوء إلى التمويل غير التقليدي لتغطية العجز الموازني المتبقي.

إن الوضعية المالية خلال هذه الفترة ومرة أخرى السياسة المالية المنفذة، تعمل على التأثير على الوضعية النقدية ومنه على فرض تحديات جديدة على السياسة النقدية، إذ أنه ولتوفير التمويل المطلوب لاحتياجات الخزينة تم تعديل قانون النقد والقرض واعتماد التمويل غير التقليدي بلجوء الخزينة العمومية لبنك الجزائر لتعبئة مبالغ عن طريق الإصدار النقدي، وذلك بشراء بنك الجزائر مباشرة لسندات من الخزينة العمومية لمدة 5 سنوات، وهذا بهدف تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛ تمويل الدين العمومي الداخلي؛ وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار. ما يشير إلى مكانة السياسة النقدية في الجزائر ضمن السياسة الاقتصادية، حيث تعمل مؤشرات السياسة المالية خاصة عجز الميزانية المستمر منذ 2009 وتمويلاته بمثابة قيد لإدارة السياسة النقدية. ذلك أنه في الوضعية النقدية اتجهت الكتلة النقدية نحو الارتفاع ابتداء من 2017، تزامنا مع تنفيذ التمويل غير التقليدي بارتفاع في الودائع تحت الطلب لدى البنوك بنسبة 8.8% والودائع لدى مراكز الصكوك البريدية بارتفاع 14.4% والودائع لأجل بنسبة 9.4%[2]. مع ارتفاع لحصة النقود المتداولة خارج القطاع المصرفي إلى الكتلة النقدية إلى 31.5% سنة 2017 مقابل 26.7% سنة 2014، والتي توضح ضعف مصرفية الاقتصاد الوطني ومنه ضعف تحكم السياسة النقدية في الكتلة النقدية لتحقيق أهدافها النهائية.

بارتفاع السيولة البنكية كنتيجة أولية للتمويل غير التقليدي منذ بداية سنة 2018، عمل بنك الجزائر على تعقيم هذا الفائض من خلال مجموعة من الإجراءات ركزت على إعادة تفعيل عمليات استرجاع السيولة بداية من جانفي 2018 بعد توقيفها في ظروف انخفاض السيولة البنكية منذ 2014، إضافة إلى رفع معدل الاحتياطي الإجباري إلى 8 % بداية سنة 2018 ثم إلى 10% في جوان 2018.

ما يجدر الإشارة إليه، أن سياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة منذ 2001 واعتماد سياسة اقتصادية تولي أهمية لجانب الطلب الكلي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، عملت في إطارها السياسة المالية على تحريك الطلب الكلي من خلال التوسع الموازني بارتفاع النفقات العمومية وارتفاع العجز الموازني، فيما أن الهدف من تحريك الطلب في الأجل المتوسط والطويل يتعلق بتحقيق النمو الاقتصادي، الذي لا بد لتحقيقه من التقيد بمجموعة

[1] بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، ص77.

[2] بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، 2018.

من الشروط لاسيما التي تضمنها برنامج دعم النمو وتتمثل على الخصوص في: ضرورة التحكم في سياسة الأجور؛ والتوسع في نفقات التجهيز،حيث حدد المعدل المتوسط لنفقات التجهيز من مجموع الناتج المحلي الخام بنسبة 12.7% كحد أدنى، وهذا للتمكن من تحريك الطلب الفعال الذي بدوره يحفز الاستثمار نحو استغلال أقصى موارد معطلة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي مقبولة[1]. وقد حققت الجزائر خلال فترة من 2000 إلى 2009 في المتوسط معدل الاستثمارات العمومية / الناتج المحلي الخام يقدر بـــ 13%، (19% سنة 2009 مقابل 7.8% سنة 2000) [2]وهو ما يمثل حجم البرامج المنفذة في إطار الإنعاش الاقتصادي.

فيما أن الإصلاحات التي مست زيادة الأجور والتي قدرت بنسبة 300.5% بين سنة 2001 و2010 عملت على دفع الطلب الكلي، إضافة إلى ارتفاع التداول النقدي خارج البنوك من 921 مليار دينار سنة 2005 إلى 1829.4 سنة 2009 بنسبة 25.5% من الكتلة النقدية M2 خلال نفس السنة.خلال الفترة (2005-2009) ارتفعت النفقات العمومية بمعدل 105.4% والتي نتجت عن ارتفاع كل من النفقات الجارية بـــ 48.5% والنفقات الاستثمارية بـــ [3]51.5 %.

إن التوسع في النفقات الاستثمارية العمومية كان له الأثر على تحقيق ارتفاع في مساهمة قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع الخدمات في إجمالي الناتج الداخلي كقطاعين رائدين خلال هذه المرحلة، أما قطاع الفلاحة ارتبط أداؤه عموما بالظروف الجوية السائدة وإنتاج الحبوب.فيما أنه بالنسبة لقطاع الصناعة لم يحقق نمو في القيمة المضافة خلال هذه الفترة، كما تعتبر نسبة مساهمته في الناتج الداخلي الإجمالي الأضعف طيلة فترة تنفيذ برامج سياسة الإنعاش الاقتصادي بنسبة مساهمة 5 % سنة 2014 و 5.5 % سنة 2017. إن عدم مرافقة السياسة الاقتصادية المطبقة المعتمدة على السياسات الظرفية لاسيما السياسة المالية بسياسات هيكلية تتعلق باستكمال عملية خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية التي تستنزف مبالغ ضخمة من الخزينة العمومية في إطار تطهيرها المالي، إذ قدرت ديون المؤسسات العمومية إلى غاية سنة 2009 بـــ 300 مليار دج[4] . كما وتحرير سعر الصرف، مع العمل على تحريك الطلب الكلي من دون تحريك الآلة الإنتاجية المحلية لتوفير حجم العرض الكلي المحلي المقابل له، كل ذلك أدى إلى وضع ضغوط على السياسة النقدية للتحكم في توسع الكتلة النقدية بهدف التحكم في

---

[1] سعودي محمد، **أثر الصدمات الخارجية على فعالية السياسة المالية دراسة حالة الجزائر (1990-2010)**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2015، ص 106.

[2] Banque d' Algerie, Banque d'Algerie, **Rapport 2009 Evolution Economique et Monetaire en Algerie**, p95

[3] Banque d' Algerie, Banque d'Algerie, **Rapport 2009 Evolution Economique et Monetaire en Algerie**, p92.

[4] ياسين العايب، **تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد02، 2012، ص 76.

التضخم، إذ تبدو العلاقة التفاعلية بين السياستين على شكل تبعية السياسة النقدية لإجراءات السياسة المالية التوسعية.

أدت السياسة النقدية خلال فترة تنفيذ سياسة الإنعاش الاقتصادي دورا ذو أهمية في التحكم في التوسع النقدي الناشئ عن سياسة الميزانية التوسعية نتيجة الطفرة المالية التي عرفتها المرحلة، ويتضح من إجراءات السياسة النقدية أهمية قناة الائتمان في التأثير على الاقتصاد الوطني لاسيما الناتج والتضخم، ذلك أن الائتمان المحلي بمركبته القروض للاقتصاد مثلت قناة أساسية في تحريك الطلب الكلي.

المطلب الثالث: السياسة النقدية وهيمنة السياسة المالية في الجزائر

طبقت الجزائر منذ 1990 سياسة اقتصادية تراوحت بين سياسة عرض ليبيرالية نفذت بمرافقة المؤسسات المالية الدولية خلال فترة التسعينات، ثم سياسة طلب ذات توجه كينزي منذ سنة 2000، فيما تباينت مكانة السياسة النقدية من مرحلة لأخرى ضمن السياسة الاقتصادية، حيث وأنه بعد سنوات من هيمنة الخزينة العمومية على دائرة القرض وتمركز وظائف السلطة النقدية في وزارة المالية فإن إصدار قانون النقد والقرض 1990 والإصلاحات التي جاء بها في المجال النقدي، البنكي والاقتصادي، كما ومَنْح البنك المركزي بصفته بنك الجزائر صلاحيات واسعة لإدارة السياسة النقدية باستقلالية عن السياسة المالية، كل ذلك أعاد للسياسة النقدية دورها ضمن السياسة الاقتصادية، لتبدو السياسة الاقتصادية المطبقة وكأنها تعمل من خلال تفاعلات بين مكونتها ووسائلها من سياسة مالية وسياسة نقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية لاسيما تحقيق استقرار مستوى الأسعار، ذلك أن النماذج المطبقة من صندوق النقد الدولي فيما يعرف ببرامج التعديل الهيكلي تعتمد كثيرا على دور السياسة النقدية في تحديد مستوى الأسعار، وهو ما يوضح مساهمتها في إطار السياسة الاقتصادية المطبقة خلال فترة التسعينات لاسيما في التحكم في ارتفاع المستوى العام للأسعار، والتوصل إلى تخفيض معدل التضخم مع نهاية فترة تطبيق برنامج التعديل الهيكلي.

بجانب دور السياسة النقدية، تعمل السياسة المالية بدور لا يقل أهمية في تحديد مستوى الأسعار بمفهوم النظرية الجبائية لمستوى الأسعار، وذلك من خلال ضمان تحقيق القيد الموازني للحكومة الذي يقتضي بأن الدين العمومي يساوي القيمة الحالية لقيم الفائض المستقبلي في الميزانية العمومية، بذلك فإنه على الحكومة تغيير النفقات العمومية أو الإيرادات لإعادة التوازن في حالة إذا اختلال التوازن ضمن القيد السابق، حيث تقوم الحكومة بتعديل العجز الأساسي للتحكم في قيمة الدين الحكومي بغض النظر عن مستوى الأسعار فيما يعرف بالنظام الريكاردي ricardien، أين تكون السياسة النقدية هي المهيمنة ومنه تمكن هذه الأخيرة من التحكم في مستوى الأسعار، أو من خلال النظام غير الريكاردي non ricardien أين يتم تعديل مستوى الأسعار لضمان تحقيق القيد الموازني

للحكومة، ذلك أن واضعي السياسة المالية لا يهتمون بمستوى الدين الحكومي عبر تعديل النفقات والإيرادات العمومية لتخفيض قيمة الدين الحكومي، وبذلك فإنه ولتغطية العجز فإنه يتم اللجوء إلى إنشاء النقود، ما يعبر عن هيمنة السياسة المالية بالمقابل ضعف السياسة النقدية في التحكم في التضخم. يمكن استنادا للمفهوم السابق تحليل طبيعة العلاقة التفاعلية بين السياستين المالية والنقدية لتحقيق استقرار الأسعار خلال الفترتين (1990-1999) و (2000-2018) وتحديد مدى هيمنة كل من السياستين كما يلي:

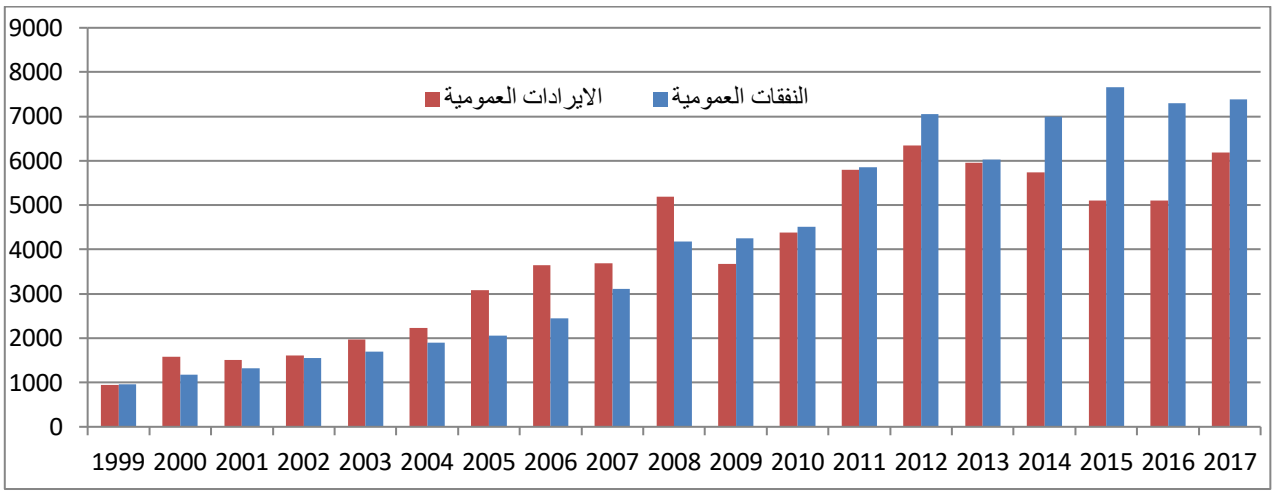
الفرع الأول:الفترة الأولى: (1990-1999)

ترتبط الميزانية العمومية في الجزائر بشكل كبير بإيرادات المحروقات، إذ تتأثر المؤشرات المالية بانخفاض أو ارتفاع أسعار النفط في الأسواق الدولية، ومع تفاقم الوضعية المالية منذ 1986 تاريخ الصدمة النفطية والصعوبات المالية خاصة المرتبطة بتسديد المديونية الخارجية، لجأت الجزائر إلى المؤسسات المالية الدولية التي كان من نتائجها تطبيق الإصلاحات الاقتصادية من برامج تثبيت وتعديل هيكلي. في إطار هذه البرامج تم الاتفاق على تنفيذ سياسة ميزانية انكماشية، حيث حدد التوسع في العجز بنسبة لا تتعدى 3% من PIB سنة 1994. والملاحظ لبيانات رصيد الميزانية أنه حقق عجزا سنوات 1993، 1994و 1995، ثم سنة 1998 و1999 نتيجة انخفاض أسعار النفط في الأسواق الدولية، فيما حقق رصيد الميزانية الأولي عجزا سنتي 1993 و 1994 والناتج عن تراجع السلطات أنذاك عن السياسة الميزانية الانكماشية رفضا لمنطلقات صندوق النقد الدولي مع انخفاض أسعار النفط سنة 1993 إذ ارتفعت النفقات العمومية إلى ما نسبته 33.5% من PIB . الملاحظ أن الارتفاع في عجز رصيد الميزانية الأولى سنة 1993 المقدر بـــ 73 مليار دج تلاه ارتفاع في الدين العمومي الداخلي خلال الفترة الممتدة من 1993 إلى1996 بمعدل 69 % من PIB سنة 1996، مع ارتفاع في نمو القاعدة النقدية سنة 1993 بنسبة 27.5% نتيجة تمويل العجز عن طريق الإصدار النقدي مع انخفاض هذه النسبة سنة 1994 نظرا للاتفاق مع صندوق النقد الدولي الذي تضمن التحكم في توسع الكتلة النقدية، مع ملاحظة تواصل ارتفاع معدل التضخم من 5.20% سنة 1992 إلى 29 % و 29.7% سنتي 1993 و1994. إن ارتفاع الدين العمومي بعد الصدمة في عجز الرصيد الأولي يشير إلى هيمنة سياسة الميزانية ودورها في التضخم أوما يسمى ضمن النظرية الجبائية لتحديد مستوى الأسعار بـ non-Recardian policy. مع الإشارة إلى تحسن رصيد الميزانية سنتي 1996 و1997 أثناء تنفيذ برنامج التعديل الهيكلي، كما وانخفاض معدل التضخم مع نهاية فترة تطبيق برنامج التعديل الهيكلي.

الفرع الثاني:الفترة الثانية:(2000-2018)

مع تحسن أسعار النفط منذ سنة 2000، انتهجت الجزائر تطبيقا للسياسة الاقتصادية برامج تنموية تعتمد على توسع الميزانية، مدعوما بارتفاع الإيرادات العمومية من الجباية البترولية، وارتفاع النفقات العمومية لاسيما نفقات التجهيز.

الشكل(4-3): تطور النفقات العمومية والإيرادات العمومية خلال الفترة 1999-2017.



المصدر: من إنجاز الطالبة بناءا على بيانات بنك الجزائر.

عرف الدين العمومي ارتفاعا سنة 2000 إلى1022.9 مليار دج وتسجيل فائض في رصيد الميزانية الأولي 560.5 مليار دج مقابل 110 مليار دج سنة 1999، مع الإشارة إلى نمو القاعدة النقدية بمعدل22.4%، كما عرف ارتفاعا سنة 2006 إلى قيمة 1847.3 مليار دج بمعدل 21.7% إلى الناتج الداخلي الخام، مع ارتفاع في فائض رصيد الميزانية الأولي إلى 1219.2مليار دج وارتفاع في معدل نمو القاعدة النقدية خلال هذه السنة إلى 14.7% في اتجاه تصاعدي. كما وأنه في نفس السنة 2006 تحصلت الخزينة العمومية على تمويل النقدي من بنك الجزائر المتمثل في قروض طويلة الأجل بقيمة 101.4 مليار دينار وتسبيقات استثنائية لبنك الجزائر بقيمة627.8 مليار دج سنة 2006، في ظل ارتفاع الادخار المالي للخزينة العمومية. ليرتفع معدل التضخم ابتداء من سنة 2007 إلى 3.9 % ويواصل في منحى تصاعدي ليصل إلى معدل 6.4% سنة 2009.

الجدول (3-26):التمويل النقدي للمالية العمومية في الفترة 2000-2006

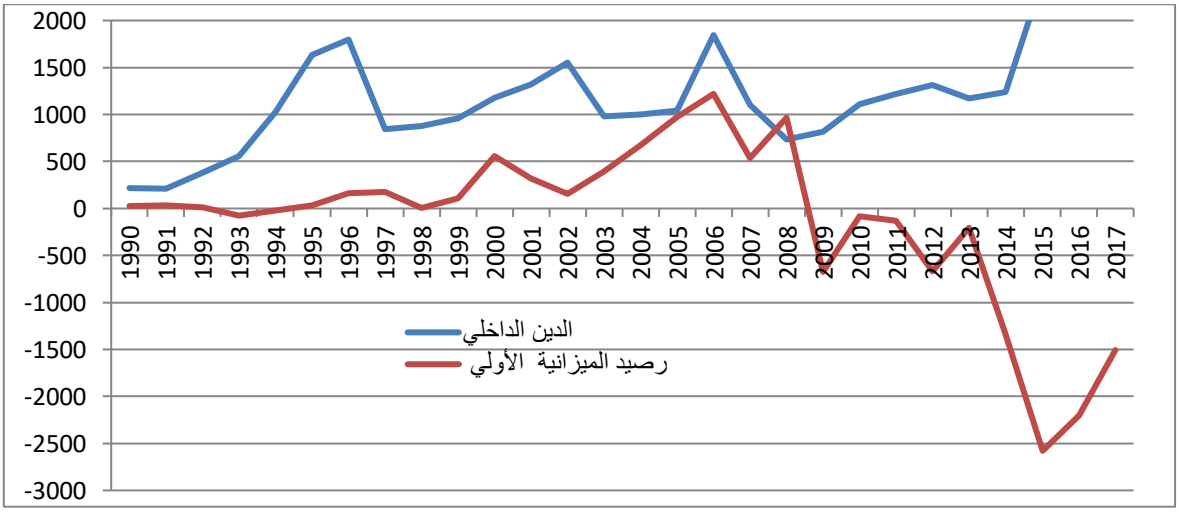
الوحدة: مليار دج

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
قروض طويلة الأجل من بنك الجزائر	80.5	83.4	131.8	124.5	117.2	109.4	101.4
القاعدة النقدية	550.23	777.83	846.66	1152.26	1160.07	1163.31	1335.3
القاعدة النقدية/ PIB	13.34	18.4	18.7	21.93	18.86	15.38	15.7
الدين العمومي الإجمالي	1022.9	101.5	982.5	981.8	1000	1039.9	1847.3
رصيد الميزانية الأولي	560.5	318.5	153.5	395.7	672.3	969.6	1219.2

المصدر: تقارير بنك الجزائر لسنة 2002، 2006.

منذ 2009 عرف رصيد الميزانية عجزا متواصلا، حيث مثل عجز الرصيد الأولي بنسبة 6% من الناتج الإجمالي الداخلي سنة 2009، فيما ارتفع الدين العمومي الداخلي بشكل متواصل منذ سنة 2010 بالموازة مع عجز رصيد الميزانية منذ 2009، مع الإشارة إلى ارتفاع معدل القاعدة النقدية إلى الناتج الداخلي الإجمالي خلال نفس الفترة في منحى تصاعدي ليصل إلى نسبة 33.25 % سنة 2017.

الشكل (5-3): تطور الدين الداخلي ورصيد الميزانية الأولي خلال الفترة 1990- 2017



المصدر: من إنجاز الطالبة بناء على تقارير بنك الجزائر.

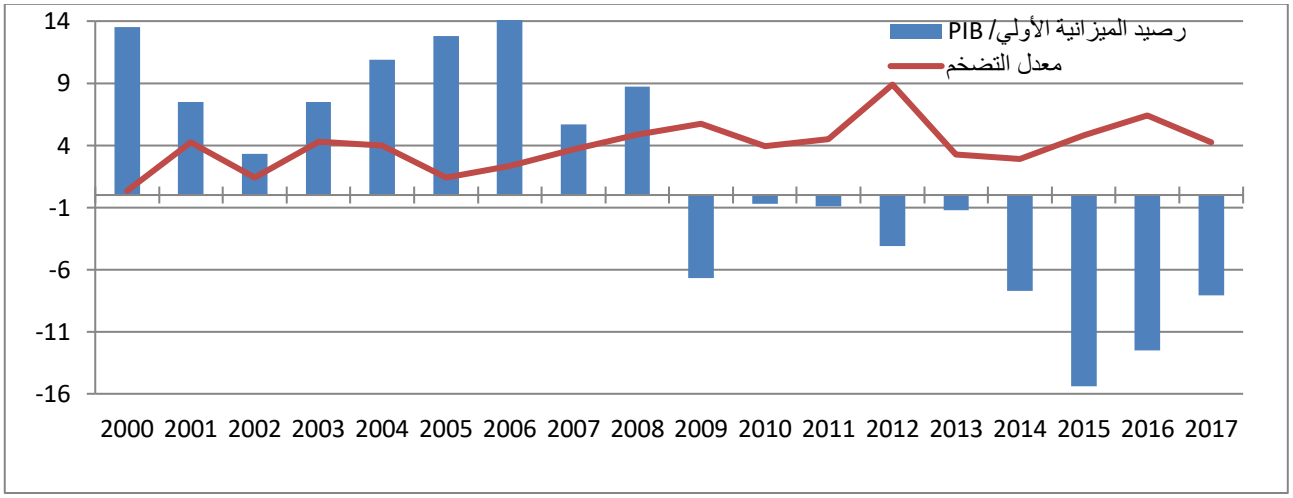
إن ارتفاع الدين العمومي الداخلي لتمويل العجز الحكومي والممول عن طريق السندات العمومية وأذونات الخزينة، بما فيها التزامات إعادة الشراء للديون غير الناجعة للمؤسسات العمومية من خلال القطاع البنكي وليس القطاع الخاص يساهم في ارتفاع العرض النقدي، والملاحظ بذلك ارتفاع معدلات التضخم في الفترة من 2009 إلى 2017 مقارنة بالفترة من 2000 إلى 2008 الشكل (3-6). في تحليله للتضخم في الجزائر في الفترة ما قبل 1990 يذكر Mourad GOUMIRI أسباب ظاهرة التضخم في الجزائر حسب M.E Benissad بثلاث أسباب أساسية :مؤسساتية والمرتبطة بتنظيم المجتمعي من نوع المخطط والتي لا يمكن أن تحقق ديمومة عبر الزمن مع زوال نمط النظام المخطط، بينما حسبه الأسباب الهيكلية والنقدية تبدو أكثر أهمية واستمرارية من حيث أثرها على الظاهرة في الجزائر، ويضيف أن المؤسسة العمومية ونمط تمويلها، ومن حيث تسييرها نحو تحقيق عجز سنوي يترجم بإنشاء إضافي للنقود من خلال النظام البنكي و/أو الخزينة العمومية[1]، ومع منح الاستقلالية المالية للمؤسسات العمومية الاقتصادية،

[1] Mourad Goumiri, **L'offre de monnaie en Algerie**, ENAG Edition, Alger, Algerie,1993, p263.

وبالرغم من تغير النمط الاقتصادي والإصلاحات الاقتصادية التي جاء بها قانون النقد والقرض 1990 والإصلاحات الاقتصادية بمرافقة المؤسسات المالية الدولية، فإن شراء الخزينة العمومية للقروض غير الناجعة للمؤسسات العمومية خلال هذه الفترة يمثل إمكانية للحديث عن الأسباب الهيكلية والنقدية المشار إليها سابقا، من حيث استمرارية الإنشاء النقدي لتمويل التزامات المؤسسات الاقتصادية العمومية، ما يكون له الأثر على ارتفاع مستوى الأسعار.

إضافة إلى الأسباب المرتبطة بدعم المؤسسات العمومية فإن الأسعار المدعمة لعدد من السلع التي تشكل سلة حساب مؤشر الأسعار والتي بذلك تتحدد بعيدا عن قوى السوق، تعمل على عدم عكس الصورة الحقيقية لمستوى الأسعار ولحساب معدلات التضخم، كما عملت الأسعار المحددة إداريا ما قبل تحريرها بموجب الاتفاقيات مع صندوق النقد الدولي على عدم عكس القيمة الحقيقية لمستوى الأسعار.

الشكل (6-3): تطور معدل التضخم ومعدل رصيد الميزانية الأولى/ PIB في الفترة 2017-2000



المصدر: من إنجاز الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

إن تمويل العجز المتحقق منذ سنة 2009 يتم عن طريق الاقتطاعات من صندوق ضبط الموارد ما يمثل عملية تنقيد يقوم بها بنك الجزائر لتمويل جزء من العجز الموازني. بذلك يعمل بنك الجزائر في إدارته للسياسة النقدية في ظل وضعية تتسم من جهة بفائض السيولة الهيكلي منذ 2001، ومن جهة أخرى اعتماد سياسة ميزانية توسعية ينتج عنها عجز منذ 2009، يستوجب معه من بنك الجزائر تمويل العجز الموازني عن طريق الإصدار النقدي بالاقتطاعات من رصيد الصندوق لدى بنك الجزائر، إن آلية تمويل العجز الموازني بالشكل السابق تشير لمكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية المطبقة، وهو ما يثير التساؤل حول إمكانيتها للتأثير في الاقتصاد الحقيقي وتحقيق أهدافها النهائية

لاسيما استقرار مستوى الأسعار. ومع انخفاض إيرادات الجباية البترولية نتيجة الصدمة النفطية سنة 2014، ارتفع حجم العجز الموازني وازدادت معه الحاجة إلى تمويله. وفي سياق آلية التمويل المعتمدة على التمويل النقدي لبنك الجزائر، وبموجب تعديل قانون النقد والقرض سنة 2017 تم اعتماد التمويل غير التقليدي بتمويل بنك الجزائر لعجز الميزانية العمومية والمديونية العمومية الداخلية، ما يوضح مدى هيمنة السياسة المالية على السياسة النقدية بكون هذه الأخيرة تعمل على تمويل الميزانية العمومية كلما اقتضى الأمر ذلك.

خلاصة الفصل:

منح قانون النقد والقرض 90-10 صلاحيات واسعة لبنك الجزائر في إدارة السياسة النقدية مع منحه درجة معتبرة من الاستقلالية القانونية، والتي تعتبر شرطا أساسيا لتطبيق استهداف التضخم بجانب أهميتها في تحقيق فعالية السياسة النقدية. والملاحظ خلال فترة الدراسة انخفاض درجة الاستقلالية الممنوحة بموجب قانون النقد والقرض 90-10 لاسيما بعد اعتماد برنامج التمويل غير التقليدي، الذي كان له الأثر على إضعاف استقلالية بنك الجزائر القانونية وحتى الفعلية، ما يكون له تأثير على تطبيق إستراتيجية استهداف التضخم من طرف بنك الجزائر.

بجانب انخفاض استقلالية بنك الجزائر، تبدو مكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية المطبقة خلال فترة الدراسة متباينة خلال فترتين:الأولى من سنة 1990 إلى 1999، حيث ركزت التوجهات الاقتصادية على تحقيق الاستقرار الاقتصادي من جانب العرض الكلي، ضمن فلسفة اقتصادية ليبيرالية تعتمد على السياسة النقدية كجانب مهم من السياسات الظرفية المطبقة. ثم الفترة الثانية من سنة 2000 إلى 2018، التي تميزت بتنفيذ فلسفة اقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من جانب الطلب الكلي بتنفيذ سياسة الإنعاش الاقتصادي. وقد تميزت السياسة الاقتصادية للفترة بهيمنة السياسة المالية، مع أهمية الدور الذي أدته السياسة النقدية في التحكم في أثار السياسة الميزانية التوسعية من خلال التحكم في الكتلة النقدية والقروض للاقتصاد بهدف تحقيق هدف الاستقرار الأسعار، وهو ما يوضحه دور السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد لاسيما عبر قناة الائتمان، والتي تبدو كقناة رئيسية لانتقال إجراءات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الوطني إضافة إلى مساهمتها في نقل أثار توجهات السياسة الاقتصادية المنفذة في الفترة، التي اعتمدت على الإنفاق العمومي وأيضا الائتمان المحلي كقناة رئيسية لتحريك الطلب الكلي .

الفصل الرابع:

تقييم فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

تمهيد:

نحاول في هذا الفصل البحث في فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي المعبر عنه في الدراسة بتغيرات الناتج والتضخم، وذلك بمقارنة فترتي ما قبل استهداف التضخم وما بعد الاستهداف خلال الفترة 1990-2018، بالتركيز على الفترة ما بعد استهداف التضخم، وفيما إذا كان تحول السياسة النقدية إلى هذه الإستراتيجية ساهم بتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال هذه الفترة. للتوصل إلى تقييم لفعالية السياسة النقدية نحاول أولا، البحث في فعالية قنوات الانتقال الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر. ثانيا، نبحث في تقييم فعالية السياسة النقدية ومدى مساهمتها في تحقق الأداء الاقتصادي الملاحظ منه تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة ما بعد اعتماد استهداف التضخم. لذلك نقسم الفصل الموالي كما يلي:

المبحث الأول:فعالية السياسة النقدية عبر قنوات الانتقال الرئيسية في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1990-2018)

المبحث الثاني: قياس فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي خلال الفترة (1990-2018)

المبحث الأول: فعالية السياسة النقدية عبر قنوات الانتقال الرئيسية في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1990-2018)

الفصل الرابع: تقييم فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)

تعمل السلطة النقدية على التأثير على التضخم والناتج من خلال إجراءات السياسة النقدية بالتغييرات التي تجريها في أدوات السياسة المستخدمة، للتأثير على الأهداف الوسيطية ومنه تحقيق الأهداف النهائية. إن المدى الذي تحقق معه الأهداف النهائية للسياسة النقدية يعبر عن فعالية السياسة النقدية وهو ما يعتمد كثيرا على فعالية القنوات التي من خلالها ينتقل تأثير إجراءات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

المطلب الأول:منهجية دراسة فعالية قنوات انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر

نحاول من خلال الدراسة البحث في مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ضمن تطبيق إستراتيجية استهداف التضخم بدراسة حالة الجزائر خلال الفترة من 1990 إلى 2018، بعد إصدار قانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 1990/04/14 الذي يعتبر بداية مرحلة جديدة في إدارة السياسة النقدية في الجزائر منذ الاستقلال، حيث منح صلاحيات واسعة للسلطة النقدية ممثلة ببنك الجزائر ومنحه الاستقلالية القانونية في إدارة السياسة النقدية، هذه الأخيرة التي تعتبر شرطا أساسيا لتطبيق استهداف التضخم، إضافة لأهمية استقلالية البنك المركزي في تحقيق فعالية في إدارة السياسة النقدية. يمثل اعتماد استهداف التضخم في الجزائر بشكل ضمني سنة 2003 وبشكل صريح سنة 2010 (بموجب إرساء هدف استقرار الأسعار ضمن الأمر 10-04 المؤرخ في 2010/08/26 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المؤرخ في 2003/08/26 المتعلق بالنقد والقرض) ذو أهمية بالنسبة لإدارة السياسة النقدية بأكثر فعالية وذلك للآثار المتوقعة لتطبيق هذه الإستراتيجية على تحقيق استقرار الأسعار وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي بشكل عام.

لتقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بالجزائر، نبحث أولا في فعالية القنوات الرئيسية لانتقال أثار إجراءات السياسة النقدية في الجزائر إلى الاقتصاد الكلي، لاسيما من خلال انتقال أثر السياسة النقدية إلى كل من المتغيرين : معدل التضخم والناتج الداخلي الإجمالي.

نركز في بحثنا على القنوات الأساسية التشغيلية في حالة الاقتصاد الجزائري، أساسا : قناة النقود بالنظر إلى أن القاعدة النقدية تمثل الهدف التشغيلي والأداة الأساسية لإدارة السياسة النقدية من طرف بنك الجزائر، وقناة الائتمان، ونعتبر أن قناة معدل الفائدة هي ذات أداء ضعيف في نقل أثار السياسة النقدية نظرا لطبيعة هيكل الاقتصاد الوطني، ضعف الوساطة المالية وسوق مالي غير متطور، إضافة إلى استثناء قناة سعر الصرف كقناة كلاسيكية ضمن قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في الاقتصاد المفتوح وهو ما لا ينطبق على حالة الجزائر.

نحاول من خلال الدراسة البحث في تأثير السياسة النقدية من خلال قنواتها الرئيسية على استقرار الاقتصاد الكلي والذي نعبر عنه بمتغيري: معدل التضخمINF والناتج الداخلي الإجمالي GDP خلال الفترة من 1990 إلى 2018، ونعبر عن قنوات السياسة النقدية بالمتغيرات التالية:

معدل نمو الكتلة النقدية MG ؛ صافي الائتمان المحليLEND ؛ معدل إعادة الخصم RESC ؛ معدل الفائدة للإقراض RPRET، معدل الاحتياطي الإجباري RESER . مصدر البيانات يتمثل في بنك الجزائر وقاعدة البنك الدولي.نفترض في الدراسة أن متغيرات كل قناة هي كالتالي:

قناة النقود (معدل نمو الكتلة النقديةMG ، صافي الائتمان المحليLEND، معدل التضخم INF، الناتج الداخلي الإجماليGDP).

قناة الائتمان (معدل إعادة الخصمRESC ، معدل الاحتياطي الإجباريRESER ، معدل الفائدة للإقراض RPRET ، صافي الائتمان المحليLEND ، معدل التضخم INF ، الناتج الداخلي الإجماليGDP).

المطلب الثاني: الدراسة القياسية

لتقييم فعالية قنوات السياسة النقدية في الجزائر بالمنهجية السابقة، نعمل في البداية على دراسة استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار KPSS ، وقد كانت النتائج كالأتي:

الجدول (1-4) : اختبار KPSS لاستقرارية متغيرات قناة النقود

المتغير	t-tab	t- cal	النتائج	
GDP	0.463000	0.675355	غير مستقرة	المستوى
	0.463000	0.377459	مستقرة	الفرق الأول
INF	0.463000	0.399182	مستقرة	المستوى
LEND	0.146000	0.121110	مستقرة	المستوى
MG	0.146000	0.117815	مستقرة	المستوى

المصدر : مخرجات EViews 9.

الجدول (2-4) : اختبار KPSS لاستقرارية متغيرات قناة الائتمان

المتغير	t-tab	t- cal	النتائج	
GDP	0.463000	0.675355	المستوى	غير مستقرة

	0.463000	**0.377459**	الفرق الأول	مستقرة
INF	**0.463000**	**0.399182**	المستوى	مستقرة
LEND	**0.146000**	**0.121110**	المستوى	مستقرة
RESER	**0.463000**	**0.208558**	المستوى	مستقرة
RESC	**0.146000**	**0.127388**	المستوى	مستقرة
RPRET	**0.146000**	**0.080371**	المستوى	مستقرة

المصدر : مخرجات EViews 9

توضح النتائج في الجدول (1-4) والجدول (2-4) أعلاه، أن كل السلاسل الزمنية ماعدا سلسلة الناتج الداخلي الإجمالي GDP مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%، حيث أن القيمة المحسوبة أقل من القيمة المعنوية، أي أنها متكاملة من الدرجة صفر I(0). أما السلسلة الزمنية للناتج الداخلي الإجمالي فهي غير مستقرة في المستوى، إنما تستقر بعد إجراء الفرق الأول منه فإنها متكاملة من الدرجة واحد I(1).

الفرع الأول: أثر السياسة النقدية عبر قناة النقود وقناة الائتمان على الناتج الداخلي الإجمالي

فيما يلي دراسة لأثر السياسة النقدية على الناتج الداخلي الإجمالي عبر أولا قناة النقود ثم عبر قناة الائتمان:

أ. قناة النقود:

نحاول فيما يلي تقييم فعالية قناة النقود في نقل أثر إجراءات السياسة النقدية إلى الناتج الداخلي الإجمالي. تستقر المتغيرات المستقلة (LEND, MG) عند المستوى I(0) والمتغير GDP يستقر عند الفرق الأول I(1) ، وبعينة 29 مشاهدة يمكن استخدام منهجية ARDL.

الجدول (3-4): اختبار الحدين bound test

Test Statistic	Value	k
F-statistic	5.191305	2
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I0 Bound
10%	2.63	3.35
5%	3.1	3.87
2.5%	3.55	4.38
1%	4.13	5

المصدر : مخرجات EViews 9

نلاحظ أنا قيمة F-statistic تساوي5.191305 وهي أكبر من قيمة 3.87 I1 bound عند مستوى معنوية 5 %، ومنه نرفض الفرضية الصفرية (بعدم وجود علاقة طويلة

الأجل)، وهو ما يوضح وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات (LEND, MG) و GDP، منه يمكننا تقدير نموذج ECM .

المعادلة قصيرة الأجل:

DGDP= 0.37 D(GDP(-1))+ 0.29 D(GDP(-2))+ 0.26 D(GDP(-3))+ 276020.20 D(MG) - 0.010 D(LEND)+ 0.076D(LEND(-1))…….....(01)

المعادلة طويلة الأجل:

GDP= 3720941.24 MG - 0.36 LEND + 237288753.27…….(02)

الملاحظ أن قيمة CointEq(-1) = -0.074180 سالبة ومعنوية (p=0.0517) وهو ما يعني أن الناتج الداخلي الإجمالي يتجه نحو قيمته التوازنية بتعديل قدره 7.4% كل سنة. في الأجل القصير فإن تأثير المتغير (D(LEND(-1)) هو موجب ومعنوي (p= 0.0170) علىGDP، فيما أنه في الأجل الطويل تأثير المتغيرات المستقلة غير معنوي (موجب بالنسبة لـ MG وسالب بالنسبة لـ LEND) على GDP. منه فإن السياسة النقدية ليس لها أي تأثير على GDPعبر قناة النقود في الأجل الطويل بينما تعمل على التأثير إيجابيا علىGDP من خلال المتغير LEND (t-1) في الأجل القصير.

ب. قناة الائتمان:

لتقييم أثر السياسة النقدية على متغير الناتج الداخلي الإجمالي GDP عبر قناة الائتمان، فإننا نستخدم منهجية ARDL، بما أن كل المتغيرات المستقلة (LEND, RESER, RESC, RPRET) مستقرة عند المستوى I(0) ، والمتغير التابع مستقر عند الفرق الأول I(1) .

الجدول (4-4): اختبار الحدين bound test

Test Statistic	Value	k
F-statistic	19.76778	4
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I0 Bound
10%	2.2	3.09
5%	2.56	3.49
2.5%	2.88	3.87
1%	3.29	4.37

المصدر : مخرجات EViews 9

نلاحظ أنا قيمة F-statistic تساوي 19.76778 وهي أكبر من قيمة Io bound 3.49 عند مستوى معنوية 5 %، ومنه نرفض الفرضية الصفرية (بعدم وجود علاقة طويلة الأجل)،

وهو ما يوضح وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات (LEND, RESER, RESC, RPRET) وGDP، منه يمكننا تقدير نموذج ECM كما يلي:

DGDP=-0.59 D(GDP(-1))+ 0.25 D(GDP(-2))+ 0.006 D(LEND) -0.05 D(LEND(-1))+ 0.13D(LEND(-2))+ 3591743.51 D(RESER) -558491.46 D(RESER(-1))+ 4857993.805 D(RESER(-2)) +18336284.15 D(RESC)+ 9210906.33 D(RESC(-1))+ 13801439.60 D(RESC(-2))+ 10937302.32 D(RPRET)+ 10771389.34 D(RPRET(-1)) -11591868.61 D(RPRET(-2))……(03)

الملاحظ أن قيمة معامل تصحيح الخطأ CointEq(-1) = 0.381641- سالبة ومعنوية (p=0.0018) وهو ما يعني أن GDP يتجه نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية بتعديل قدره 38.16% كل سنة. في الأجل القصير يوجد تأثير موجب ومعنوي للمتغيرات : LEND(-1)، RESER (t) ، RESER (t-1) ، RESC(t) RESC (t-1)، RESC (t-2) على GDP. كما أنه يوجد تأثير سالب ومعنوي للمتغيرين : GDP(t-1),RPRET(t-2) .
المعادلة طويلة الأجل:

GDP=161706626.68-0.0058LEND+2438786.58RESER-46068077.28RESC+65339603.87 RPRET…….(04)

في الأجل الطويل هناك تأثير موجب معنوي للمتغيرRPRET علىGDP - وهو ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية - وكذلك تأثير معنوي سالب للمتغيرRESC علىGDP ، فيما يوجد تأثير سالب وغير معنوي للمتغيرLEND وتأثير موجب غير معنوي للمتغير RESER على GDP. منه فإن السياسة النقدية في الأجل الطويل تعمل على التأثير على GDPعبر قناة الائتمان باستخدام RESC، كما نستنتج أن السياسة النقدية تؤثر على GDP عبر قناة الائتمان في كل من الأجل القصير والأجل الطويل .

الفرع الثاني: أثر السياسة النقدية عبر قناة النقود وقناة الائتمان على التضخم

لتقييم فعالية السياسة النقدية على التضخم من خلال كل من قناة النقود وقناة الائتمان، نحدد المتغيرات المستقلة (LEND, MG, RESER, RESC, RPRET)، والمتغير التابع (INF) ، وحيث أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى فإننا نبحث في إمكانية وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.

أ. قناة النقود:

نحاول تحديد إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات باستخدام اختبار جوهانسنJohansen Cointegration Test ، بداية نحدد درجة التأخير المثلى (=1):

الجدول (5-4) : درجة التأخير Lag length

La	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-636.7447	NA	2.90e+20	55.62997	55.77808	55.66722
1	-594.4171	69.93258	1.62e+19*	52.73192	53.32435*	52.88091
2	-586.5865	10.89471	1.88e+19	52.83361	53.87036	53.09435

3	-579.4806	8.032715	2.51e+19	52.99832	54.47939	53.37080
4	-569.4823	8.694176	3.00e+19	52.91151	54.83691	53.39574
5	-555.0155	8.805875	3.17e+19	52.43613	54.80586	53.03211
6	-536.5279	6.430490	4.25e+19	51.61112*	54.42517	52.31885*

المصدر : مخرجات EViews 9

الجدول(6-4) : اختبار التكامل المشترك Cointegaration test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.507670	31.03111	29.79707	0.0359
At most 1	0.290207	11.89873	15.49471	0.1619
At most 2	0.093271	2.643612	3.841466	0.1040

المصدر : مخرجات EViews 9

تشير نتائج الاختبار بوجود علاقة تكامل مشترك واحدة، حيث تم رفض الفرضية الصفرية بعدم وجود علاقة تكامل مشترك وذلك لأن القيمة المحسوبة Trace Statistic أكبر من القيمة الحرجة critical value .نتيجة وجود علاقة تكامل مشترك واحدة يمكننا استخدام منهجية إنجل وغرانجر، نقوم بتقدير النموذج :

INF= f(MG, LEND) ، كما يلي :

INF = 25.63 - 0.28 MG +1.53E-09 LEND……(05)

R^2 = 0.1783, R=0.115 , F-statistic= 2.821784 , Prob(F-statistic)= 0.077, DW=0.3763

وتظهر نتائج اختبار جذر الوحدة أن البواقي مستقرة.

الجدول (7-4): اختبار جذر الوحدة للبواقي

المتغير	t-tab (5%)	t- cal	النتيجة	
Resid	0.463000	0.211553	المستوى	مستقرة

المصدر : مخرجات EViews 9

معادلة الأجل الطويل :

INF =25.63648 – 0.284404 MG + 1.53E-09 LEND……..(06)

يفسر المتغيرين MG وLEND ما نسبته % 17.83 من التغيرات للمتغيرINF وتشير المعنوية الكلية للنموذج (2.821784) F-statistic باحتمال (0.77793) Prob(F-statistic) إلى أن النموذج غير معنوي، وهذا ما يمكننا من القول أن السياسة النقدية في الأجل الطويل ليس لها تأثير على التضخم عبر قناة النقود.

معادلة الأجل القصير:

INF =-0.36 – 0.15 DMG + 1.96E-09 DLEND - 0.15 RESID (-1)…….(07)

R^2 = 0.06, R=-0.05 , F-statistic= 0.51 , Prob(F-statistic)= 0.67, DW=1.82105

الملاحظ أن النموذج غير معنوي إحصائيا، وهو ما يشير إلى عدم وجود تأثير للسياسة النقدية على التضخم عبر قناة النقود أيضا في الأجل القصير.

ب. قناة الائتمان:

فيما يلي نحاول التأكد في إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات قناة الائتمان(RESER, RESC, LEND, RPRET, INF):

الجدول (4-8) : اختبار فترة التأخير المثلى

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-853.5305	NA	2.86e+21	63.59485	63.83482	63.66621
1	-730.4615	191.4407	2.08e+18	56.33048	57.77030	56.75861
2	-682.5094	56.83208*	4.70e+17*	54.63033*	57.26999*	55.41524*

المصدر : مخرجات EViews 9

تشير النتائج برفض فرضية وجود تكامل مشترك، منه عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (RESER, RESC, LEND, RPRET) والمتغير التابع INF.

الجدول (4-9): اختبار التكامل المشترك

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.983471	217.0275	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.879008	110.3593	47.85613	0.0000
At most 2 *	0.627266	55.44662	29.79707	0.0000
At most 3 *	0.584586	29.78750	15.49471	0.0002
At most 4 *	0.234474	6.946996	3.841466	0.0084

المصدر : مخرجات EViews 9

نتيجة عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات لا يمكن تقدير نموذج VECM، منه نستخدم منهجية VAR لتقييم أثر السياسة النقدية على التضخم عبر قناة الائتمان كما يلي:

في البداية، نستخدم اختبار غرانجر Granger لتحديد السببية بين المتغيرات، تشير النتائج أنه فقط المتغيرات RESER وRPRET تسبب INF .

الجدول (4-10): اختبار السببية لـ Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
RESER does not Granger Cause INF	27	11.9146	0.0003
INF does not Granger Cause RESER		6.83223	0.0049
RESC does not Granger Cause INF	27	2.24676	0.1295

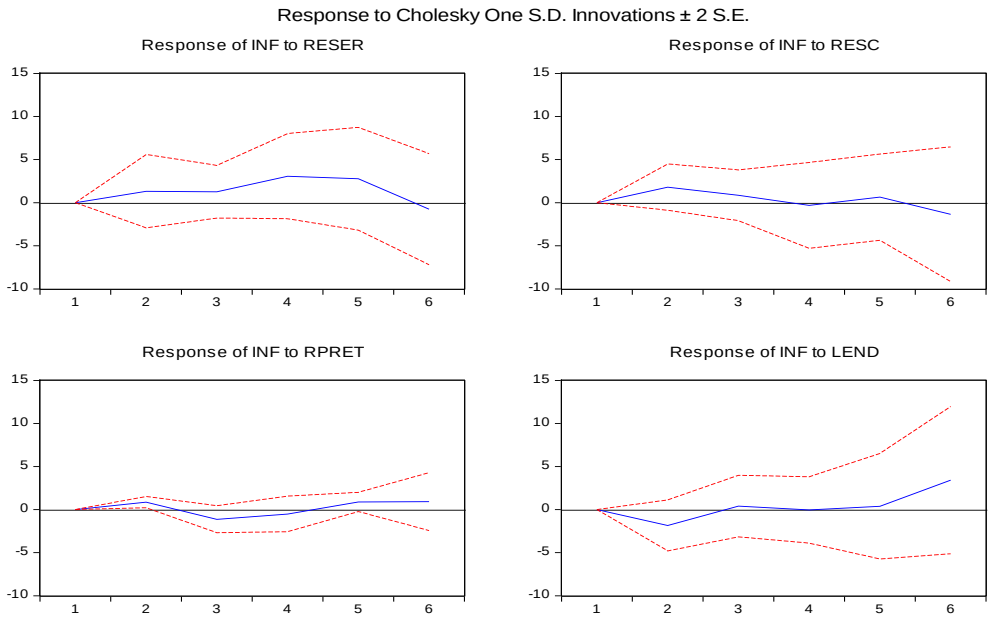
INF does not Granger Cause RESC		5.44521	0.0120
LEND does not Granger Cause INF	27	0.10305	0.9025
INF does not Granger Cause LEND		0.07906	0.9242
RPRET does not Granger Cause INF	27	5.33050	0.0130
INF does not Granger Cause RPRET		2.22785	0.1315

المصدر : مخرجات EViews 9

دوال الاستجابة:

نستخدم دوال الاستجابة لتوضيح التغيرات في INF الناتجة عن أية صدمة، الملاحظ أن صدمة تحدث في RESER لها أثر إيجابي على إلى غاية السنة 6.كما أن أي صدمة تحدث في المتغير RPRET لها أثر إيجابي علىINF لغاية السنة 2، لينخفض التضخمINF بداية من السنة 4. كما أن التضخم يستجيب إيجابيا لصدمة في المتغير RESC والتي تستمر لغاية السنة 3، فيما أن صدمة في المتغيرLEND ينتج عنها أثر سلبي على التضخم والذي يختفي بعد سنتين.

الشكل (1-4) : دوال الاستجابة



المصدر : مخرجات EViews 9

تحليل التباين:

من خلال نتائج تجزئة تباين الخطأ نلاحظ أنه في الأجل القصير (سنتين) فإن تباين التضخم يمكن أن يفسر بنسبة 17.67% بالمتغير RESC، 18.74% بالمتغير LEND، بينما في الأجل المتوسط يفسر المتغير RESER 47.27% من تباينات التضخم في فترة 5سنوات و 20.95 % إلى غاية السنة 10. كما أن المتغيرLEND يفسر تباينات التضخم في الأجل المتوسط إلى الطويل بين 25.88% في السنة 7و 40.29% في السنة 10.

الجدول (11-4) : تجزئة تباين التضخم

Perio	S.E.	INF	RESER	RESC	LEND	RPRET
1	2.967684	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	4.270604	49.84649	9.643839	17.67202	18.74869	4.088962
3	4.709873	41.86677	15.09857	17.79871	16.13172	9.104224
4	5.842611	33.53961	37.44557	11.85619	10.48738	6.671249
5	6.579944	26.72728	47.27316	10.29595	8.614891	7.088727
6	7.741536	22.05948	35.11836	10.47971	25.80716	6.535297
7	11.52509	19.20684	24.39414	15.69514	35.37950	5.324388
8	15.44855	23.29696	20.92960	16.77274	33.23260	5.768095
9	16.57520	27.72856	19.17560	16.81570	29.54869	6.731446
10	20.11091	19.24861	20.95033	14.92546	40.29166	4.583937

المصدر : مخرجات EViews 9

الفرع الثالث: فعالية آلية انتقال أثر السياسة النقدية عبر قناة معدل الفائدة

يمكن البحث في فعالية قناة معدل الفائدة من حيث مدى جمود معدلات الفائدة من عدمه، لتوضيح طبيعة آلية انتقال أثار السياسة النقدية في الجزائر من خلال معدل الفائدة،

وهذا في حال احتمال إمكانية وجود هذا الأثر، لذلك ننطلق من فكرة العلاقة الموجودة بين معدلات البنك المركزي ومعدلات الفائدة للتجزئة، ويكفي أن نتأكد من عدم وجود أثر الانتقال عبر معدلات الفائدة ضمن آلية انتقال أثار السياسة النقدية في مسارها الجزئي الأول من البنك المركزي باتجاه القطاع البنكي، ما يكون كافيا لإثبات عدم فعالية قناة معدل الفائدة من دون البحث في الجزء الثاني لآلية انتقال أثار السياسة النقدية من معدلات الفائدة للتجزئة إلى متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج الإجمالي الداخلي ومعدل التضخم). للقيام بذلك نعتمد على دراسة معادلة الانحدار بين معدلات الفائدة لبنك الجزائر (سوق النقود وسوق ما بين البنوك) ومعدلات الفائدة للتجزئة (معدل الإقراض).نقوم بتقدير نموذج الانحدار الخطي باعتبار المتغير التابع : معدل الفائدة للإقراض RPRET، والمتغيرات المستقلة : معدل إعادة الخصم RESC، معدل نظام الأمانات PENSION، معدل مناقصات القروض ADJUD، معدل سوق ما بين البنوك INTERBANK .

الجدول (12-4): الارتباط بين معدل الفائدة على الإقراض ومعدلات إعادة التمويل

	RPRET	RESC	REPRI	RDEPOT	PENSION	INTERBANK	ADJUD
RPRET	1	-0.18	6.22-05	0.46	-0.49	0.49	-0.45
RESC	-0.18	1	0.98	0.78	0.94	-0.94	0.95
REPRI	6.22e-05	0.98	1	0.88	0.86	-0.86	0.88
RDEPOT	0.46	0.78	0.88	1	0.53	-0.53	0.57
PENSION	-0.49	0.94	0.86	0.53	1	-1	0.99
INTERBANK	0.49	-0.94	-0.86	-0.53	-1	1	-0.99
ADJUD	-0.45	0.95	0.88	0.57	0.99	-0.99	1

المصدر: مخرجات EViews 9

الملاحظ من الجدول الارتباط السلبي بين معدلات الإقراض ومعدل إعادة الخصم، معدلات نظام الأمانة ومعدل مناقصات القروض، وارتباط موجب بين معدل الإقراض ومعدل سوق مابين البنوك كما وارتباط ضعيف موجب بين معدل استرجاع السيولة ومعدل الإقراض. توضح نتائج الارتباط الجزئي بين معدلات الفائدة، ويمكن ملاحظة ارتباط موجب بين معدل إعادة الخصم ومعدلات بنك الجزائر، منه نعتمد على متغير معدل إعادة الخصم لتحديد معادلة الإنحدار بين معدلات الإقراض في البنوك ومعدلات الفائدة لبنك الجزائر لإثبات ضعف انتقال أثار تغيرات هذه الأخيرة على معدلات القروض الممنوحة من البنوك.

الجدول(13-4):تقدير معادلة الانحدار بين معدل إعادة الخصم لبنك الجزائر ومعدل الفائدة على الإقراض للبنوك

Dependent Variable: RPRET
Method: Least Squares
Date: 10/23/21 Time: 18:22
Sample (adjusted): 1995 2018
Included observations: 24 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESC	-43.27782	113.4742	-0.381389	0.7066
C	594.8967	733.7079	0.810809	0.4262

R-squared	0.006568	Mean dependent var	347.8524
Adjusted R-squared	-0.038588	S.D. dependent var	1656.529
S.E. of regression	1688.187	Akaike info criterion	17.78035
Sum squared resid	62699461	Schwarz criterion	17.87852
Log likelihood	-211.3642	Hannan-Quinn criter.	17.80640
F-statistic	0.145458	Durbin-Watson stat	2.096391
Prob(F-statistic)	0.706573		

المصدر: مخرجات EViews 9

نقوم بتقدير معادلة الانحدار كما يلي:

RPRET =594.896 - 43.27782 RESC ……(08)

يمكن تفسير النتائج السابقة بأن معدلات إعادة تمويل البنوك التجارية لدى بنك الجزائر لا تؤثر على معدلات القروض الممنوحة من طرفها، معامل الارتباط ضعيف (R^2 =0.006) ومعامل التحديد سالب ($\overline{R} = -0.03$)كما أن النموذج غير معنوي (F-statistic= 0.706) وهو ما يوضح انعدام العلاقة بين معدلات الفائدة على القروض وكل من معدل إعادة الخصم، ما يمكننا من تأكيد فرضيتنا حول جمود معدلات الفائدة وضعف الانتقال عبر معدلات الفائدة من خلال عدم تأثير معدلات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر على معدلات القروض المفروضة من البنوك التجارية. ويمكن الإشارة هنا إلى تحليلنا لقناة معدل الفائدة في الجزائر ضمن الفصل الثالث من حيث محددات جمود معدلات الفائدة في الجزائر، والتي يمكننا هنا تلخيص أهم ما تم عرضه في النقاط التالية:

- التركيز العال للقطاع البنكي وملكيته العمومية بنسبة كبيرة كما وطبيعة هيكل النظام المالي والوساطة المالية إضافة إلى القيود التنظيمية والقانونية في القطاع المالي ؛
- عدم تطور السوق النقدي من حيث الأدوات وحجم المعاملات؛
- عدم استكمال التحرير المالي للقطاع المالي ؛
- وضعية فائض السيولة التي تميز بها القطاع البنكي منذ سنة 2001 إلى غاية سنة 2014 والتي تخفض من مدى لجوء البنوك إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر؛

- إجراءات دعم القروض لقطاعات معينة وفئات محددة ضمن السياسات الاقتصادية المطبقة، تعمل على تحديد معدلات الفائدة على القروض بعيدا عن تأثير إجراءات السياسة النقدية من خلال أثر الانتقال عبر معدلات الفائدة .

المطلب الثالث : نتائج الدراسة

ما يمكن استنتاجه من الدراسة السابقة:

- لا تؤثر السياسة النقدية من خلال **قناة النقود** على معدل التضخم في الأجل القصير ولا في الأجل الطويل. كما أنه لا تأثير لها على متغير الناتج الداخلي الإجمالي GDP في الأجل الطويل، بينما هناك تأثير موجب في الأجل القصير عبر قناة النقود من خلال متغير صافي الائتمان المحلي LEND(-1)؛
- تعمل السياسة النقدية على التأثير على الناتج الداخلي الإجمالي عبر **قناة الائتمان** في الأجل الطويل وذلك من خلال متغير معدل الفائدة على الإقراض (تأثير موجب)، وهو ما يتنافى مع النظرية الاقتصادية، وأيضا من خلال متغير معدل إعادة الخصم (تأثير سالب). أما في الأجل القصير فإن الأثر على GDP من خلال المتغيرات: (بتأثير معنوي موجب) LEND(t-1); RESER(t), RESER (t-1); RESC(t), RESC (t-1), RESC (t-2); RPRET (t) , RPRET (t-1))، و(بتأثير معنوي سالب) من خلال المتغير RPRET (t-2) ؛
- تعمل السياسة النقدية على معدل التضخم عير **قناة الائتمان** باستخدام المتغيرين RESER وLEND في الأجل الطويل، ومن خلال المتغيرين RESC و LEND في الأجل القصير؛
- توضح الدراسة أهمية متغير صافي الائتمان المحلي والذي له تأثير على الناتج الداخلي الإجمالي في الأجل القصير، كما وتأثيره على معدل التضخم في كل من الأجلين القصير والطويل، وذلك لأهمية هذا المجمع في السياسة الاقتصادية المطبقة في الجزائر؛ إضافة إلى متغير معدل الاحتياطات الإجبارية الذي يظهر من خلال الدراسة كأداة ذات أهمية في ممارسة السياسة النقدية بالجزائر، حيث يساهم في تفسير حوالي 40% من تباينات معدل التضخم في الأجل القصير والمتوسط. كما يعتبر متغير معدل إعادة الخصم أداة ذات أهمية في تأثير السياسة النقدية على التضخم والناتج الداخلي الإجمالي، وذلك بشكل أقل نتيجة عدم لجوء البنوك إلى إعادة الخصم كآلية لإعادة التمويل خلال فترة من 2001 إلى 2014 نظرا لفائض السيولة الذي عرفه القطاع البنكي خلال هذه الفترة؛
- ضعف قناة معدل الفائدة في الجزائر نتيجة عوامل مرتبطة بهيكل النظام المالي وخصائص الوساطة المالية، والتي لها دور في جمود معدلات الفائدة وضعف

انتقال أثر السياسة النقدية عبر معدل الفائدة إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم والناتج الداخلي الإجمالي).

بعد البحث في مدى فعالية قنوات السياسة النقدية في نقل أثار إجراءاتها للاقتصاد الوطني، أساسا إلى كل من المتغيرين الناتج الداخلي الإجمالي ومعدل التضخم، فيما يأتي نحاول تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بتخفيض تباينات كل من الناتج والتضخم، وتقدير مدى التحسن في فعالية السياسة النقدية بعد استهداف التضخم.

المبحث الثاني:قياس فعالية السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي خلال الفترة (1990-2018)

نحاول من خلال الدراسة تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل استهداف التضخم، ويتحدد مفهوم الاستقرار الاقتصادي في الدراسة من خلال تحقيق أقل تغيرات في معدل التضخم والناتج الداخلي الإجمالي. يمكن تقييم أداء السياسة النقدية عن طريق مفهوم المفاضلة بين تغيرات الناتج-التضخم والتي تواجهه السلطة النقدية في إدارة السياسة النقدية، وذلك بافتراض أن السياسة النقدية الممارسة من طرف بنك الجزائر تأخذ بعين الاعتبار هذه المفاضلة وأن هذه الأخيرة موجودة (بالنظر لأهداف بنك الجزائر من خلال إدارته للسياسة النقدية).

حسب هذا المنهج المستخدم فإن الاقتصاد الوطني يتعرض لصدمات اقتصادية تتطلب استجابة من السياسة النقدية، وتكون هذه الصدمات من نوعين: صدمات الطلب الكلي وصدمات العرض الكلي، بالنسبة لصدمات الطلب الكلي فإنها تعمل على تحريك الناتج والتضخم في نفس الاتجاه وهي بذلك مماثلة لأثر السياسة النقدية، أما صدمات العرض الكلي فإنها تؤدي إلى تحريك الناتج والتضخم في اتجاهين متعاكسين، وهو ما يفرض على السياسة النقدية وضعية المفاضلة بين تغيرات الناتج والتضخم .

يفترض منهج الدراسة أن التحسن في الاستقرار الاقتصادي يمكن أن يرجع إلى سببين: إما انخفاض في تباين صدمات العرض الكلي أو تحسن في فعالية السياسة النقدية. منه فإنه من خلال هذا البحث سنحاول تحديد المساهمة النسبية لكل من السببين السابقين في تحقيق تحسن في الاستقرار الاقتصادي الملاحظ في الفترة الجزئية الثانية للفترة الإجمالية التي تشملها الدراسة، من حيث أننا نعتبر أن الفترة الثانية للدراسة (2003-2018) تمثل تحولا في إدارة السياسة النقدية بالجزائر بانتهاج استهداف التضخم في إدارة السياسة النقدية بالجزائر، وهو ما يحتمل معه تغيير في تفضيلات أهداف صانعي السياسة النقدية ببنك الجزائر، ومنه نتائج هذه التفضيلات والتحول في إدارة السياسة النقدية

المتوقعين على الأداء الاقتصادي لاسيما تحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي الذي نركز عليه في دراستنا هذه .

المطلب الأول: تقييم فعالية السياسة النقدية باستخدام منهج حدود الفعالية

من أجل تقييم فعالية السياسة النقدية باستخدام منهج حدود الفعالية، نعمل بداية على التعريف بمتغيرات الدراسة، لننتقل ثانيا إلى بناء النموذج الممثل لديناميكية الاقتصاد الوطني .

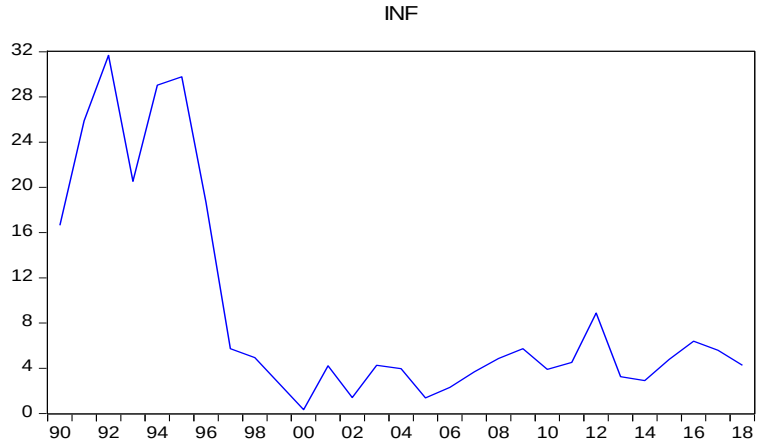
الفرع الأول: متغيرات الدراسة

نركز في الدراسة على ملاحظة فترتين جزئيتين ضمن فترة الدراسة الممتدة من سنة 1990 إلى 2018، ذلك بمقارنة فترة ما قبل استهداف التضخم من 1990إلى 2002، وفترة استهداف التضخم من 2003 إلى 2018. لإجراء الدراسة نحدد متغيرات البحث كما يلي :

لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي (Yt)، معدل التضخم (inf)، القاعدة النقدية (m)، مؤشر أسعار الاستيراد Import value index (import)، أسعار النفط (oil)، وحيث تم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات البنك الدولي وبنك الجزائر. فيما يلي التطور البياني لمتغيرات الدراسة :

- **معدل التضخم:**

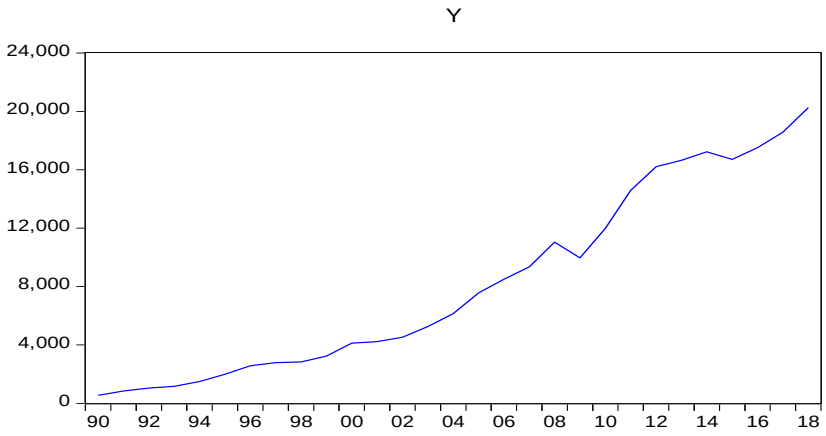
الشكل (2-4): تطور معدل التضخم في الفترة 1990-2018



المصدر: من إنجاز الطالبة باستخدام Eviews 7

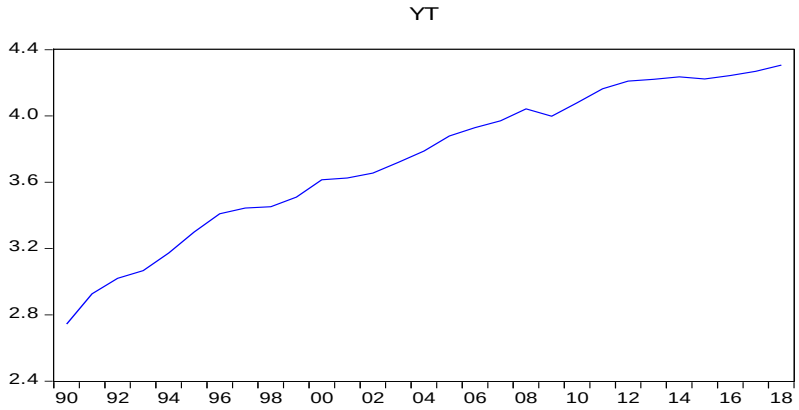
- **الناتج الداخلي الإجمالي y، ولوغاريتم الناتج الداخلي الإجمالي Yt** :

الشكل (3-4): تطور الناتج الداخلي الإجمالي y في الفترة 1990-2018



المصدر: من إنجاز الطالبة باستخدام Eviews 7

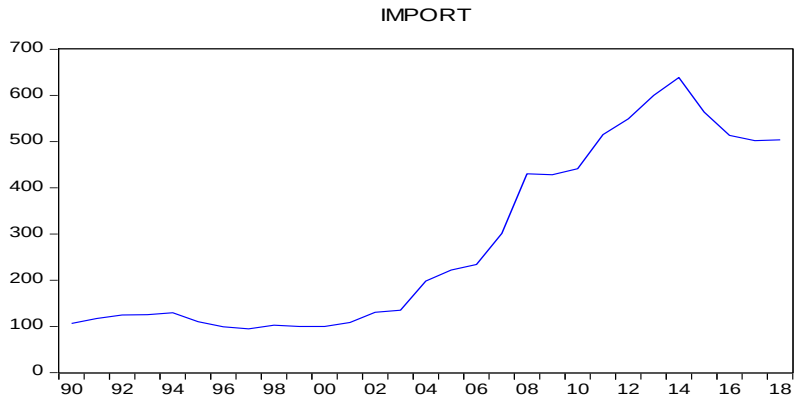
الشكل (4-4): تطور لوغاريتم الناتج الداخلي الإجمالي Yt في الفترة 1990-2018



المصدر: من إنجاز الطالبة باستخدام Eviews 7

- **مؤشر أسعار الاستيراد** :

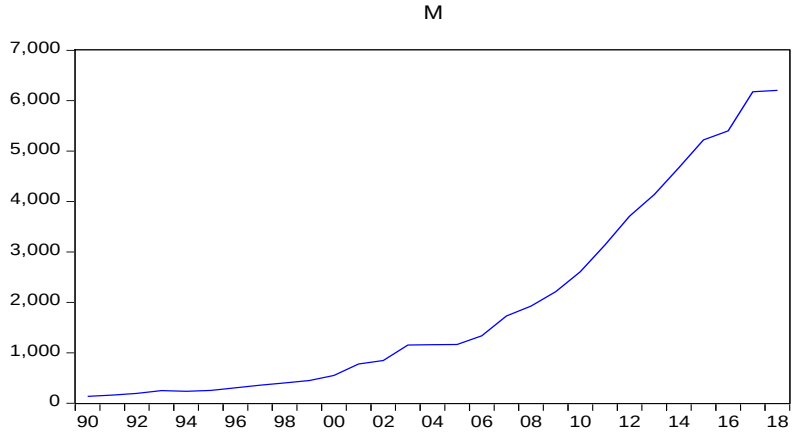
الشكل (4-5): تطور مؤشر أسعار الاستيراد



المصدر: من إنجاز الطالبة باستخدام Eviews 7

- **القاعدة النقدية:**

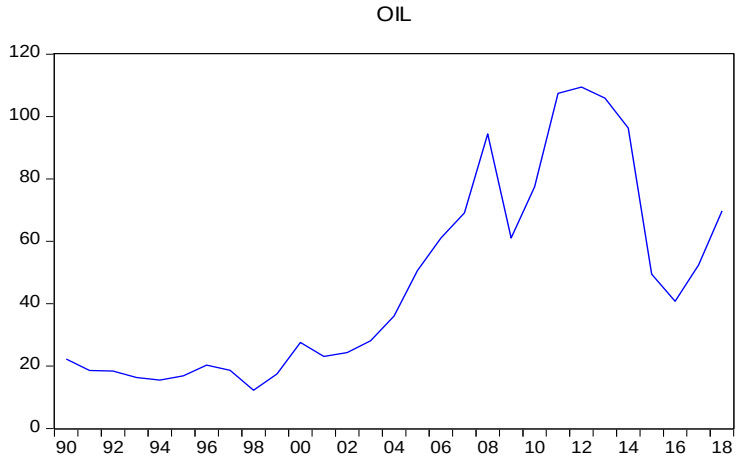
الشكل (4-6): تطور القاعدة النقدية في الفترة 1990-2018



المصدر: من إنجاز الطالبة باستخدام Eviews 7

- **أسعار النفط:**

الشكل (7-4): تطور أسعار النفط في الفترة 1990-2018



المصدر: من إنجاز الطالبة باستخدام Eviews 7

الجدول (14-4) : قيم المتوسط والانحراف المعياري لمتغيرات الأداء الاقتصادي الكلي

	الفترة 1990-2002		الفترة 2003-2018		الفترة 1990-2018	
	المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري

9.49	9.04	1.74	4.42	11.94	14.73	**inf**
6457.54	8239.54	4803.13	12972.42	1355.08	2414.47	**y**
0.45	3.73	0.18	4.08	0.29	3.30	**Log y**
2.07	2.78	1.58	3.28	2.47	2.16	**growth**

المصدر : من إنجاز الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 7

بملاحظة الانحراف المعياري لمعدل التضخم، يبدو انخفاضه في مرحلة استهداف التضخم، منذ سنة 2003 (الاستهداف الضمني) عن المرحلة التي تسبق استهداف التضخم، كما وأن قيم معدل النمو الاقتصادي أقل انحرافات عن القيمة المتوسطة خلال فترة الاستهداف، وهو ما يشير أوليا إلى تحسن الأداء الاقتصادي في الفترة ما بعد استهداف التضخم من طرف بنك الجزائر، ويشير إلى تحقيق استقرار اقتصادي بالنظر إلى الفترة التي سبقت تبني إستراتيجية استهداف التضخم.

فيما أن هذا التحسن في الاستقرار الاقتصادي المتزامن وفترة استهداف التضخم، قد يكون راجعا نسبيا إلى تحسن في ممارسة السياسة النقدية نتيجة الإستراتيجية المتبعة، في إشارة إلى فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي خلال هذه الفترة، أو أن هذا التحسن في الاستقرار الاقتصادي يرجع إلى صدمات أقل للعرض الكلي. للتحقق من ذلك نستخدم منهج حدود الفعالية وتحديد مدى مساهمة السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الملاحظ نسبيا خلال الفترة (2003-2018)، وبالتالي تقييم مدى فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي خلال فترة الدراسة.

الفرع الثاني: بناء النموذج

يتطلب بناء حدود الفعالية معرفة ديناميكية الاقتصاد الوطني، وفرضيات حول أهداف السياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الجزائر. تحديد ديناميكية الاقتصاد مرتبطة بتحديد كل من معادلتي العرض الكلي والطلب الكلي.

نقوم ببناء نموذج الاقتصاد الوطني اعتمادا على النموذج الخطي المتكون من معادلتي الطلب الكلي والعرض الكلي[1]:

$$y_t = \sum_{i=1}^{2} \alpha_{1i}\, i_{t-1} + \sum_{i=1}^{2} \alpha_{1(i+2)}\, y_{t-i} + \sum_{i=1}^{2} \alpha_{1(i+4)} \pi_{t-i} + \alpha_{17}\, x_{t-1} + \varepsilon_{1t} \ldots\ldots (09)$$

[1] Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has monetary policy become more efficient? A cross-country analysis**, The Economic Journal, N°116 (April), p 408-433.

$$\pi_t = \sum_{i=1}^{2} \alpha_{2i}\, y_{t-i} + \sum_{i=1}^{2} \alpha_{2(i+2)}\, \pi_{t-i} + \alpha_{25} x_{t-1} + \varepsilon_{2t} \ldots\ldots (10)$$

تمثل المعادلة (09) منحنى الطلب الكلي الذي يتكون من كل من متغيرات الناتج الصناعي (yt)، معدل الفائدة الاسمي(it) ومعدل التضخم (πt) كل المتغيرات ممثلة بتأخرين2، إضافة لمتغير معدل تضخم الأسعار الخارجية(xt) بتأخر واحد1. أما المعادلة (10) تمثل منحنى العرض الكلي حيث تفترض أن التضخم (π) هو دالة لتأخرين لنفس المتغير وتأخرين (2) لمتغير (yt) ،إضافة لتأخر واحد(1) لمتغير (xt) معدل تضخم الأسعار الخارجية.

باستخدامنا للنموذج في حالة الاقتصاد الجزائري نضيف متغير أسعار النفط لمعادلة منحنى الطلب الكلي، وذلك لطبيعة هيكل الاقتصاد الوطني الذي يتأثر بتغيرات أسعار النفط، كما ونستخدم متغير القاعدة النقدية عوض متغير معدل الفائدة نتيجة رؤيتنا لهيكل الاقتصاد الوطني وطبيعة إدارة السياسة النقدية، حيث نفترض في هذا النموذج أن القاعدة النقدية تعتبر كأداة رئيسية تشغيلية من طرف بنك الجزائر وبافتراض ضعف معدل الفائدة في التأثير على الاقتصاد الوطني. منه نعرف متغيرات النموذج المستخدم في حالة الاقتصاد الجزائري كما يلي:

Yt لوغاريتم الناتج الداخلي الإجمالي

inf معدل التضخم

m القاعدة النقدية

import مؤشر أسعار الإستيراد

oil أسعار النفط

باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS نحصل على المعادلتين خلال الفترة الأولى 1990-2002 والفترة الثانية 2003-2018 ، كما يلي :

الفترة الأولى 1990-2002:

$$\widehat{Y_t} = 0.705\, Y_{t-1} + 0.2116\, Y_{t-2} - 0.0001\, inf_{t-1} + 0.00135\, inf_{t-2} - 0.00057\, m_{t-1} + 0.00077\, m_{t-2} + 0.0016\, import_{t-1} + 0.0067\, oil \ldots\ldots (11)$$

$$\widehat{inf_t} = 55.925\, Y_{t-1} - 75.407\, Y_{t-2} - 0.376\, inf_{t-1} + 0.261\, inf_{t-2} + 0.669\, import_{t-1} \ldots (12)$$

الفترة الثانية 2003-2018:

$$\widehat{Y_t} = 0.585\ Y_{t-1} + 0.437\ Y_{t-2} - 0.0023\ inf_{t-1} + 0.00156\ inf_{t-2} - 3.79\ m_{t-1} + 1.61\ m_{t-2} - 0.000335\ import_{t-1} + 0.00106\ oil \ldots.(13)$$

$$\widehat{inf_t} = 13.628\ Y_{t-1} - 13.146\ Y_{t-2} - 0.0043\ inf_{t-1} - 0.5506\ inf_{t-2} + 0.01002\ import_{t-1} \ldots.(14)$$

المطلب الثاني: بناء حدود الفعالية

بعد بناء النموذج الهيكلي للاقتصاد الوطني، نعمل على الحصول على حدود الفعالية من خلال تحديد كل من دالة الهدف ودالة الاستجابة للسلطة النقدية في إدارة السياسة النقدية. في البداية يفترض النموذج أن البنك المركزي يختار قيم القاعدة النقدية m التي تعمل على تصغير انحرافات الناتج والتضخم عن قيمهما المستهدفة، وهو ما يمثل تخفيض لدالة الهدف عن طريق تحديد قيم القاعدة النقدية من خلال دالة استجابة البنك المركزي، ومنه نمثل دالة الهدف كما يلي :

الفرع الأول: دالة الهدف للبنك المركزي

يمكن تمثيل دالة الهدف للبنك المركزي بالشكل التالي:

$$L = \lambda\ var\ (inf) + (1-\lambda) var(y) \ldots.(15)$$

تمثل λ تفضيلات البنك المركزي بشأن تغيرات التضخم والناتج أو الوزن النسبي لكل من تغيرات التضخم والناتج أو ما سماه[2] (Cecchetti, Ehrmann) بـنفور صانعي السياسة النقدية من تباينات التضخم policymaker's aversion to infation variability، حيث أن: $0 < \lambda < 1$.يمكن إما تحديد قيم معقولة لتفضيلات السلطة النقدية فيما يخص تغيرات التضخم والناتج λ أو تقدير قيمة المعلمة باتباع طريقة (Cecchetti, Ehrmann1999). في حالة الاقتصاد الجزائري نحاول استخدام الطريقتين ،بداية حددنا قيمة λ بـــ 0.3 للفترة الأولى وقيمة 0.7 للفترة الثانية، وذلك اعتمادا على دراسة (Cecchetti et al,2006) حيث حدد قيمة λ بـــ 0.3 للبلدان التي تحقق معدلات تضخم مرتفعة والتي تمثل في أغلبها مجموعة دول نامية. ثم قدرنا قيمة λ من خلال نموذج أثر السياسة النقدية على كل من الناتج والتضخم .

منه فإن دالة الهدف تصبح من الشكل:

$$L = \lambda\ var\ (inf) + (1-\lambda) var\ (y) \ldots.(16)$$

$$L = 0.3(inf - inf')^2 + 0.7(y - y')^2 \ldots.(17)$$

[2] Stephen G. Cecchetti, Michael Ehrmann, **Does Inflation Targeting Increase Output Volatility?An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes**, NBER Working Paper Series, Working Paper 7426, 1999,p16.

$$L= 0.7(\inf - \inf')^2 + 0.3(y - y')^2 \dots (18)$$

حيث تمثل القيم $\inf'$ وy' كل من معدل التضخم المستهدف والناتج المستهدف على من طرف السلطة النقدية على التوالي، بالنسبة لمعدل التضخم ' inf تم تحديد القيمة المتوسطة للفترة 1990-2002 أما 'inf للفترة 2003-2018 تم استخدام القيمة المستهدفة من طرف بنك الجزائر والمساوية لـ 4%، أما بالنسبة للناتجy' ، تم حساب الناتج المحتمل بتطبيق H-P filter لقيم لوغاريتم الناتج الداخلي الإجمالي للفترتين.

الفرع الثاني: دالة استجابة البنك المركزي:

تتمثل دالة الاستجابة للبنك المركزي في تغيرات الأداة الرئيسية للسياسة النقدية (معدل الفائدة أو القاعدة النقدية) تبعا للأهداف الاقتصادية المحددة، لاسيما فيما يتعلق بالناتج والتضخم، ذلك أن البنك المركزي يعمل من خلال إدارة السياسة النقدية على تحديد القيمة المناسبة للأداة الرئيسية والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق أقل انحرافات للناتج والتضخم في ظل القيود المتعلقة بهيكل وديناميكة الاقتصاد الوطني. عادة ما تعبر دالة الاستجابة عن قاعدة السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي وهذا في حالة اتباع قاعدة معينة في إطار السياسة النقدية التلقائية، فيما قد تُمارَسُ السياسة النقدية بأسلوب انتقائي حيث تتحدد إجراءات السياسة النقدية حسب الوضع الاقتصادي السائد.

في الجزائر، يمكن لتحديد دالة استجابة البنك المركزي وضع فرضيتين أساسيتين: الأولى تتعلق بالأداة الرئيسية المستخدمة كهدف تشغيلي في إدارة السياسة النقدية، في بحثنا نعتبر أن متغير القاعدة النقدية يشكل أداة مهمة بالنسبة لبنك الجزائر في ممارسة السياسة النقدية في الجزائر، وأن معدل الفائدة بعيد أن يكون الأداة الرئيسية لتأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الوطني ؛ الثانية، أن ممارسة السياسة النقدية في الجزائر تكون أقرب ما تكون إلى الانتقائية منها إلى اتباع قاعدة معينة، نظرا لأسباب مرتبطة بدرجة استقلالية بنك الجزائر الفعلية والقانونية التي لا تسمح بالالتزام بقاعدة ونظرا لمكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية في الجزائر وتأثرها الكبير بالتغيرات التي تطرأ على ميزانية الدولة والسياسة المالية المتبعة، إضافة لهيكل الاقتصاد الوطني ذو التبعية الكبيرة للقطاع الخارجي ولتذبذبات أسعار النفط في الأسواق الدولية.

مما سبق يمكن تحديد دالة الاستجابة لبنك الجزائر بجعل المتغير m القاعدة النقدية دالة لتغيرات كل من الناتج والتضخم بتأخيرين 2.باستخدام طريقة المربعات الصغرى نحصل على تقدير دوال الاستجابة للبنك المركزي الخطية كما يلي :

الفترة الأولى (1990-2002):

$$\widehat{m_t} = 108.058\, Y_{t-1} + 88.434\, Y_{t-2} - 4.551\inf_{t-1} - 8.952\, \inf_{t-2} \dots\dots (19)$$

الفترة الثانية (2003-2018):

$$\widehat{m_t} = -16530.5\, Y_{t-1} + 17121.3\, Y_{t-2} + 200.7\text{inf}_{t-1} + 216.9\, \text{inf}_{t-2} \dots\dots (20)$$

المطلب الثالث : قياس فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي

بتقدير قيمة mt المثلى من دالة الاستجابة للبنك المركزي نحصل على القيم المثلى :*yt و *inf من خلال النموذج الهيكلي للاقتصاد، منه يمكننا تحديد الانحرافات المثلى للناتج والتضخم عن قيمهما المستهدفة، ومنه حساب Si وهو ما يمثل الأداء الاقتصادي المرتبط بالسياسة المثلى حيث يساوي مجموع التباينات المرجحة للقيم المثلى لكل من yt وinf وهو ما يشير إلى تحرك منحنى حدود الفعالية بمعنى التغير في صدمات العرض ويحسب كما يلي :

$$S_i = \lambda \text{ var } (\text{inf}_i)^* + (1-\lambda) \text{ var } (y_i)^* \text{ / } (i=1,2) \dots\dots (21)$$

نحسب التغير في تباينات صدمات العرض variability of supply schocks بالفرق بين قيمتي الفترتين: $\Delta s = s_2 - s_1$.

ثم نقوم بتحديد نقطة الأداء الاقتصادي Pi والمتمثلة في القيم الفعلية لانحرافات الناتج والتضخم عن قيمهما المستهدفة خلال الفترتين ما قبل الاستهداف وفترة ما بعد استهداف التضخم، وذلك باستخدام القيم التاريخية للبيانات المتوفرة عن متغيرات الدراسة، ذلك أن Pi تمثل الأداء الاقتصادي الفعلي المحقق خلال الفترتين، ويمكن حسابها كما يلي:

$$p_i = \lambda\, var(\text{inf}_i) + (1-\lambda)\, var(y_i) \quad / \quad (i=1,2) \dots (22)$$

نحسب التغير في الأداء الاقتصادي بالفرق بين الأداء في الفترتين ما يشير إلى تحسن ومكسب الأداء في الفترة الثانية عنها في الفترة الأولى إذا كان التغير موجبا أو أداء أسوء وخسارة في الأداء إذا كان التغير سالبا كما يلي:

$\Delta p = p_1 - p_2$. ثم نحدد فعالية السياسة النقدية من عدمها بحساب قيمة $\Delta E = E_1 -$ E_2 حيث:

$$E_i = \lambda[\text{Var } (\text{inf}_i) - \text{Var}(\text{inf}_i)^*] + (1-\lambda)[\text{Var } (y_i) - \text{Var}(y_i)^*] \dots (23)$$

الفرع الأول: قياس فعالية السياسة النقدية مع تحديد قيم معقولة للمعلمة λ

فيما يلي النتائج المتحصل عليها بتطبيق المعادلات السابقة لقياس الأداء الاقتصادي الفعلي والأداء الاقتصادي المرتبط بسياسة مثلى وذلك بتحديد قيمة$\lambda = 0.3$ للفترة الأولى باعتبار ارتفاع معدلات التضخم خلال هذه الفترة، فيما نحدد قيمة $\lambda = 0.7$ للفترة الثانية التي عرف فيها معدل التضخم انخفاضا مقارنة بالفترة السابقة، مما يدفعنا إلى الافتراض نظريا أن نفور السياسة النقدية من تغيرات التضخم كانت أكبر من الفترة السابقة:

الجدول (15-4): القيم المثلى والقيم الفعلية للأداء الاقتصادي خلال الفترة 1990-2018

		الفترة (1990-2002)	الفترة (2003-2018)
القيم المثلى	var (yt)*	0,0000239	0.00000413
	var (inf)*	1,97207	0,112088
قيم الأداء الاقتصادي	var (yt)	0,001814	0,0008117
	var (inf)	133,7638	3,52468
Pi		40,13042	1.05797
Si		0,59163	0.03371
Ei		39,5387	0.72087

المصدر: من إنجاز الطالبة.

من النتائج السابقة يمكن حساب مساهمة السياسة النقدية في تحقيق تحسن في الأداء الاقتصادي، أولا بحساب مدى فعالية السياسة (أو عدم فعاليتها) من خلال الفرق بين الأداء الحالي والأداء المرتبط بسياسة نقدية مثلى، منه: $\Delta E = 38.8178$، وتمثل القيمة الموجبة لـ ΔE تحسن في فعالية السياسة النقدية وذلك بانخفاض تباينات كل من الناتج ومعدل التضخم عن قيمهما المثلى في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى.

فيما أن تغير الأداء الاقتصادي الكلي $\Delta P = P_1 - P_2$ بين الفترتين يساو إلى : $\Delta P =$ 39.0724 وهو ما يمثل تحسن في الأداء الاقتصادي (ربح في الأداء الاقتصادي performance gain).

بعد حساب قيم كل من التغير في فعالية السياسة والأداء الاقتصادي الكلي، يمكن حساب مساهمة التحسن في فعالية السياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي بمعنى النسبة من الأداء الاقتصادي المرتبط بفعالية السياسة النقدية الملاحظة خلال الفترة بعد اعتماد إستراتيجية التضخم في إدارة السياسة النقدية بالجزائر، كما يلي:

$$Q = \frac{\Delta E}{|\Delta P|} \ldots . (24)$$

نجد أن :$Q = 0.9934$ ، مما يعني أن المساهمة النسبية لسياسة نقدية أكثر فعالية في تحسن الأداء الاقتصادي الملاحظ خلال الفترة الثانية من الدراسة (2003-2018) مقارنة بالفترة الأولى (1990-2002)، تقدر بحوالي 99.34%.

كما يمكن استنتاج أن الاقتصاد الوطني خلال الفترة الثانية تعرض لوضعيات صدمات عرض أقل مقارنة الفترة الأولى، وهو ما يتضح من خلال حساب $\Delta S = S_2 - S_1$ حيث $\Delta S = -0.5578$، تمثل القيمة السالبة ΔS انخفاض في تغيرات صدمات العرض أقل، منه تعرض الاقتصاد الوطني لصدمات عرض أقل خلال الفترة الثانية (فترة استهداف التضخم) عنه في الفترة الأولى (فترة ما قبل استهداف التضخم)، وهو ما يفسر أن تعرض الاقتصاد الوطني لصدمات العرض خلال الفترة الثانية تزامنا مع استهداف التضخم في إدارة السياسة النقدية كانت له مساهمة في تحسن الأداء الاقتصادي الكلي أو في تحقيق استقرار اقتصادي نسبي مقارنة بالفترة السابقة لاستهداف التضخم. يمكن بذلك القول مبدئيا أن أثر التحسن في فعالية السياسة النقدية نتيجة اعتماد استهداف التضخم كان له دور في تحقيق أداء اقتصادي أفضل وبالتالي تحقيق استقرار اقتصادي كلي، كما نعتبر أهمية أثر تغيرات صدمات العرض على الأداء الاقتصادي الكلي وذلك لطبيعة هيكل الاقتصاد الوطني وتأثره بالصدمات الاقتصادية الكلية.

الفرع الثاني: قياس فعالية السياسة النقدية بتقدير قيم λ

يمكن استخدام طريقة ثانية لتقييم الأداء الاقتصادي وفعالية السياسة النقدية وذلك بافتراض تقدير قيمة المعلمة λ تقدير باتباع طريقة (Cecchetti, Ehrmann1999)، يمكن اعتبار قيمتي λ للفترتين الأولى والثانية : 0.7 و0.02 على التوالي، واختلاف قيمة ميل منحنى العرض الكلي للاقتصاد الجزائري في الفترة الأولى مساوية لـ 0.09، والفترة الثانية مساوية لـ 4.33. الملاحظ هو أنه يمكن تفسير قيم المعلمة المقدرة بأنه في الفترة الأولى يولي صناع القرار أهمية أكبر لتغيرات التضخم مقارنة بتغيرات الناتج حيث يقدر نفور السياسة النقدية من تغيرات التضخم بقيمة $\lambda = 0.7$، أما في الفترة الثانية تبدو الأهمية التي يولونها لتغيرات الناتج أكبر من تغيرات التضخم حيث تقدر قيمة $\lambda = 0.02$ وهذا حسب نموذج تأثيرا السياسة النقدية على كل من متغيري الناتج والتضخم. ويمكن حساب المعلمة λ كما يلي :

$$\frac{\delta_y^2}{\delta_\pi^2} = \left[\frac{\lambda}{\gamma(1-\lambda)}\right]^2 \quad \ldots\ldots(25)$$

حيث : δ_y^2 تباين الناتج

δ_π^2 تباين التضخم

λ نفور السياسة النقدية من تباينات التضخم (تفضيلات صناع السياسة النقدية بشأن تباين التضخم)

γ مقلوب ميل منحنى العرض الكلي

يمكن حساب مقلوب ميل منحنى العرض الكلي عن طريق تقدير نموذج أثر السياسة النقدية على الناتج والتضخم، حيث أن المعلمةγتساوى إلى متوسط 12 ثلاثي لأثر تغيرات السياسة النقدية على الناتج مقسوم على متوسط 12 ثلاثي لأثر تغيرات السياسة النقدية على التضخم حسب المنهج المستخدم في دراسة (Cecchetti, Ehrmann1999) .

باستخدام القيم المثلى والفعلية المتحصل عليها سابقا لتباينات كل من الناتج والتضخم، يمكن حساب قيم الأداء الاقتصاديPi، مدى فعالية السياسة Ei وقيم تغيرات صدمات العرض الكلي Si، وذلك باستخدام قيم λ المقدرة للفترتين نحصل على النتائج التالية:

الجدول(16-4):القيم المثلى والقيم الفعلية للأداء الاقتصادي (λ_1=0.7، λ_2 =0.02) خلال الفترة 1990-2018

		الفترة (1990-2002)	الفترة (2003-2018)
القيم المثلى	**var (yt)***	0,0000239	0.00000413
	var (inf)*	1,97207	0,112088
قيم الأداء الاقتصادي	**var (yt)**	0,001814	0,0008117
	var (inf)	133,7638	3,52468
Pi		93,6352	0.07128
Si		1,38045	0,002245
Ei		92,2547	0,06904

المصدر: من إنجاز الطالبة.

تمثل القيمة الموجبة لـ ΔE : $\Delta E = 92{,}1857$ تحسن في فعالية السياسة النقدية وذلك بانخفاض الفرق بين تباينات كل من الناتج ومعدل التضخم عن قيم تبايناتهما المثلى في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى. فيما تمثل قيمة$\Delta P = 93{,}5639$ تحسنا في الأداء الاقتصادي في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى، وتشير قيمة $\Delta S = -1{,}3782$ السالبة انخفاضا في صدمات العرض الكلي التي تعرض إليها الاقتصاد الوطني في الفترة الثانية.أما نسبة مساهمة السياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي تمثل قيمة: $Q = 0{,}9852$.

الملاحظ أنه مع اختلاف قيمة λ بين طريقة تحديد قيمة معقولة حسب

دراسة(Cecchetti et al,2006) وتقدير قيمة المعلمة المرتبطة بمقلوب ميل منحنى العرض الكلي ونسبة الانحراف المعياري لكل من الناتج والتضخم. يبدو تحديد المعلمة بالطريقة الثانية أيضا مؤكدا لمساهمة أكبر للسياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي بنسبة 98.52%، كما ونتيجة مساهمة السياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي بتحديد قيمة المعلمة تقديريا والتي مثلت مساهمة السياسة النقدية من خلالها بنسبة 99.34%، فيما أن كل النتائج المتعلقة بالأداء الاقتصادي وتحسن فعالية السياسة وانخفاض صدمات العرض الكلي التي تعرض لها الاقتصاد الوطني خلال الفترة الثانية عنه في الفترة الأولى تشير إلى تحسن في الأداء الاقتصادي وانخفاض في صدمات العرض الكلي.

يمكن هنا أن نستدل ببعض الملاحظات لتفسير النتائج، يجدر أن نشير أولا أننا استخدمنا في الطريقة الأولى قيمة تقديرية لكل فترة تبعا لتباين التضخم في كل فترة، فيما قمنا في الطريقة الثانية بتقدير قيمة المعلمة لكل فترة على حدا تقديرا منا لاختلاف الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المطبقة في كل فترة عن الأخرى.

ما يجب التركيز عليه أنه عند تقدير قيمة λ يبدو أن نفور صناع السياسة النقدية من تباينات التضخم والناتج تختلف بين الفترتين بشكل عكسي، ذلك أنه ارتفع نفور صناع السياسة من تباين التضخم عنه من تباين الناتج خلال الفترة من 1990 إلى 2002، وبالعكس ارتفع نفور صناع السياسة النقدية من تباين الناتج عنه من تباين التضخم خلال الفترة الثانية من 2003 إلى 2018 .يفترض المنهج المستخدم في الدراسة أنه إذا كانت السياسة النقدية مثلى فهذا يعني أن إجراءاتها تعكس أهدافها، بمعنى أنه في ظل نظام استهداف التضخم فإن تفضيلات أو نفور السياسة النقدية من تباينات التضخم تكون أكبر أي أن قيمة λ يفترض أن ترتفع في دالة الهدف لفترة الاستهداف عنها في الفترة قبل الاستهداف، ما يشير إلى تغير تفضيلات صناع السياسة النقدية مع تحول السياسة النقدية نحو إستراتيجية استهداف التضخم.

فيما أن تقدير قيمة λ يبين انخفاض قيمتها في الفترة الثانية عنها في الفترة الأولى، الذي يشير إلى أهمية تغيرات الناتج في أهداف السياسة النقدية في الفترة الثانية التي اعتمد خلالها بنك الجزائر استهداف التضخم. ما يطرح معه تساؤل حول ارتباط النتائج المحققة - لاسيما في تخفيض انحرافات التضخم- واعتماد استهداف التضخم، خاصة وأن الأهمية التي توليها السياسة النقدية خلال فترة الاستهداف لتغيرات التضخم هي أقل، ما يمكن معه الاعتقاد بضعف فرضية أن تحول السياسة النقدية في الجزائر نحو استهداف التضخم ساهمت في جعل السياسة النقدية أكثر فعالية ما ساهم في تحقيق أقل تباين للتضخم، إذ يمكن ملاحظة اتجاه انخفاض معدلات التضخم بداية من الفترة الأولى (سنة 1997)

واستمرار انخفاض انحرافه عن المعدل المستهدف بوتيرة منخفضة، الشيء الذي يوضح أثر السياسة النقدية المطبقة خلال الفترة الأولى على التحكم في تغيرات معدلات التضخم إضافة إلى أهمية انخفاض الصدمات الاقتصادية للعرض الكلي خلال الفترة الثانية.

ثانيا، إن فعالية السياسة النقدية في حالة الجزائر بالشكل الذي تعرضه الدراسة يمكن أن يطرح تساؤلات بشأن مدى تحكم السياسة النقدية لبنك الجزائر في انحرافات الناتج والتضخم عن مستوياتهما المستهدفة بشكل تام، وهنا نطرح مسألة مكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية المطبقة في الجزائر لاسيما خلال الفترة الثانية التي تشملها الدراسة، وأيضا بشكل أهم استقلالية بنك الجزائر في إدارة السياسة النقدية للتأثير على متغيرات الأداء الاقتصادي التي نعتبرها ضمن هذه الدراسة.

لذلك لو نعتبر أن الأداء الاقتصادي المحقق فيما يخص اقل تباينات للتضخم والناتج هو نتيجة تفاعل عناصر السياسة الاقتصادية المطبقة خلال فترة الدراسة كما ونتيجة صدمات عرض كلي أقل$\Delta S = -1{,}3782$؛كما أن طبيعة السياسة النقدية التي يديرها بنك الجزائر من حيث تأثيره على الاقتصاد الوطني عبر قناة تشغيلية واحدة (قناة الائتمان) باستخدام أدوات محدودة ذات فعالية مرتبطة بهيكل النظام المالي؛ وأيضا درجة الاستقلالية القانونية لبنك الجزائر التي عرفت انخفاضا في الفترة الثانية (2003-2018) عنه في الفترة الأولى (1990-2002). كل ذلك يمكن أن نستدل منه إلى أن اعتبار مساهمة السياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي بنسبة 98.52 % يمكن أن تعبر عن تحسن في فعالية السياسة النقدية بين الفترة الأولى والثانية بالخصوص في تحقيق أقل انحرافات لمعدل التضخم على المعدل المستهدف ، فيما أنه لا يمكن الاعتماد على حسن الحظ لتعرض الاقتصاد الوطني لأقل صدمات عرض كلي للحكم على كون السياسة النقدية في الجزائر فعالة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بالرغم من تحقيق تحسن أداء لاسيما في تخفيض انحرافات التضخم .

كما أن قيمة λ المقدرة تشير إلى أهمية تغيرات الناتج في دالة الهدف بالرغم من تحول السياسة النقدية التي يديرها بنك الجزائر إلى استهداف التضخم، ويمكن أن تشير إلى هيمنة السياسة المالية، حيث تعمل السياسة النقدية على تمويل الموازنة العمومية التي تعبر عن أهداف السياسة الميزانية والتي تركز على تحقيق هدف التشغيل إضافة إلى نمو اقتصادي مقبول بدعم الطلب الكلي .

المطلب الرابع: نتائج الدراسة

يمكن عرض أهم ما نستخلصه من الدراسة السابقة كما يلي:

- خلال الفترة الثانية تم تحقيق أداء اقتصادي أفضل مقارنة بالفترة الأولى (ما قبل استهداف التضخم)$\Delta P = 93{,}5639$ ، مقاسا بتباينات أقل للناتج والتضخم كأهداف أساسية للسياسة النقدية والمعبر عنها بدالة الهدف للسياسة النقدية؛
- تشير النتائج إلى انخفاض تغيرات صدمات العرض الكلي$\Delta S = -1{,}3782$ بالفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى وهو ما ساهم بتحسن الأداء الاقتصادي؛
- نستنتج من قيمة ΔE الموجبة في كلتا الطريقتين تحسن في فعالية السياسة النقدية، وذلك بانخفاض الفرق بين تباينات كل من الناتج ومعدل التضخم عن قيم تبايناتهما المثلى في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى؛
- تشير قيمة λ المقدرة $\lambda = 0.02$إلى نفور السياسة النقدية من تباين الناتج بشكل أكبر من تباين التضخم في الفترة الثانية التي تم فيها اعتماد استهداف التضخم فيما ينبغي أن ترتفع قيمة λ خلال هذه الفترة ما يعكس أهداف السياسة النقدية وإجراءاتها، عكس الفترة الأولى التي عرفت قيمة$\lambda = 0.7$ والتي تشير إلى أهمية تباين التضخم في دالة هدف للسياسة النقدية؛
- بحساب مساهمة السياسة النقدية في الأداء الاقتصادي سواء باختيار قيم معقولة لتفضيلات صانعي السياسة النقدية لتباينات التضخم أو تقديرها حسابيا، فإن النتائج توضح مساهمة معتبرة للسياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي بنسبة (99.34% - 98.52%) حسب الطريقة الأولى والثانية على التوالي، فيما أننا مع اعترافنا بالتحسن النسبي لفعالية السياسة النقدية - خاصة بتحقيق تباينات أقل للتضخم-، استنتجنا بناء على مجموعة ملاحظات متعلقة بنتائج الدراسة أنه لا يمكن الحكم بفعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر بشكل تام :ذلك أن وضعية حسن الحظ التي تميزت بها الفترة الثانية بصدمات أقل للعرض الكلي $\Delta S = -1{,}3782$ ؛كما وملاحظة قيمة المعلمة $\lambda = 0.02$ المقدرة التي تشير إلى تفضيلات أكبر لتباينات الناتج في دالة هدف السياسة النقدية خلال فترة استهداف التضخم؛ إضافة إلى دراستنا لفعالية قنوات السياسة النقدية الأكثر تشغيلية وبحثنا في طبيعة أداء بنك الجزائر وتقييم استقلاليته، يجعل منا أكثر تحفظا في تقييم السياسة النقدية التي يديرها بنك الجزائر بالفعالة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي .

خلاصة الفصل:

من خلال الفصل الرابع تم البحث في فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، للتوصل إلى نتائج تمت الدراسة من خلال خطوتين رئيسيتين: الأولى، تمت

بالبحث في فعالية أهم القنوات التي اعتبرنا أهميتها في انتقال أثر إجراءات السياسة النقدية في الجزائر إلى كل من متغيري الناتج الداخلي الإجمالي GDP والتضخم؛ الثانية، بتقييم فعالية السياسة النقدية ومدى مساهمتها في الأداء الاقتصادي الملاحظ وذلك بمقارنة الفترتين ماقبل استهداف التضخم من 1990إلى 2002، وما بعد استهداف التضخم منذ 2003 إلى 2018 . والتأكد من فرضية تحسن أداء السياسة النقدية نتيجة اعتماد استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية لبنك الجزائر، ومدى ارتباط ذلك بتحسن الأداء الاقتصادي في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى.

وضحت النتائج فيما يخص قنوات انتقال أثر السياسة النقدية، أن السياسة النقدية لا تؤثر عبر قناة النقود على التضخم ولا على الناتج الداخلي الإجمالي باستثناء التأثير على GDP في الأجل القصير من خلال صافي الائتمان المحلي. بينما تعمل السياسة النقدية على التأثير عبر قناة الائتمان على GDP في الأجلين الطويل والقصير، كما على التضخم في الأجلين القصير والطويل. يبدو متغير صافي الائتمان المحلي ذو أهمية في التأثير علىGDP والتضخم، إضافة إلى أهمية الاحتياطي الإجباري كأداة أساسية للتأثير على الناتج في الأجل القصير والتضخم في الأجل الطويل. بدرجة أقل يؤثر معدل إعادة الخصم على التضخم وGDP نتيجة عدم لجوء البنوك إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر خلال الفترة 2001-2014 بسبب وضعية فائض السيولة في النظام البنكي.

كما بينت النتائج فيما يخص تقييم فعالية السياسة النقدية باستخدام حدود الفعالية، تحسن في الأداء الاقتصادي في فترة استهداف التضخم مقارنة بالفترة السابقة لها، مع الإشارة إلى انخفاض تغيرات صدمات العرض الكلي بتعرض الاقتصاد الوطني لصدمات عرض أقل خلال فترة الاستهداف، مع ملاحظة تحسن في فعالية السياسة النقدية خلال هذه الفترة، وقد مثلت مساهمة السياسة في تحسن الأداء الاقتصادي نسبة معتبرة فاقت 98%، مع الإشارة إلى مساهمة انخفاض صدمات العرض في تحسن الاقتصادي في فترة الاستهداف، كما لوحظ ارتفاع نفور السياسة النقدية من تباين الناتج خلال فترة استهداف التضخم. فيما أنه من الأنسب أن يرتفع نفور السياسة من تباين التضخم ضمن تنفيذ استهداف التضخم، للحكم على السياسة النقدية بأنها مثلى، ما يشير إلى ضعف تأثير اعتماد استهداف التضخم على تحسن الأداء.

خـــــــــاتمـــــة

خاتمة :

تهدف الدراسة إلى تقييم مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بالجزائر في إطار تنفيذ إستراتيجية استهداف التضخم، ذلك من خلال خطوات أساسية لتوضيح فعالية السياسة النقدية في الجزائر والتوصل إلى حكم موضوعي عن المدى الذي تستطيع من خلاله السياسة النقدية التأثير على الاستقرار الاقتصادي في الجزائر. تتمثل خطوات البحث الأساسية في أولا، محاولة البحث في متطلبات نجاح إستراتيجية استهداف التضخم، لاسيما تقييم استقلالية بنك الجزائر خلال فترة الدراسة؛ ثانيا، تحليل وتفسير ظاهرة التضخم في الجزائر من حيث علاقة التضخم بتوجهات السياسة الاقتصادية وبشكل خاص السياسة المالية، وتحليل مكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية المطبقة في الفترة (1990-2018)؛ ثالثا، تقييم أهم قنوات انتقال أثار السياسة النقدية التي نأخذها بعين الاعتبار في بحثنا، وكذا أهم الأدوات التي تعمل من خلالها السياسة النقدية على التأثير على كل من متغيري الناتج والتضخم؛ رابعا وأخيرا ، تقييم مدى فعالية السياسة النقدية والمدى الذي تساهم به في تحسن الأداء الاقتصادي الملاحظ في الفترة ما بعد استهداف التضخم مقارنة بالفترة ما بعد استهداف التضخم من طرف بنك الجزائر، وإذا ما كان لهذا التحول في إدارة السياسة النقدية نحو استهداف التضخم ارتباطا بتحسن فعالية السياسة النقدية ومنه بتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

قبل التطرق لأهم النتائج المتوصل إليها في الدراسة، ينبغي أولا اختبار الفرضيات المطروحة سابقا كما يلي:

- تعتبر استقلالية بنك الجزائر ذات أهمية ومطلبا أساسيا لنجاح استهداف التضخم. إن انخفاض درجة استقلالية بنك الجزائر المرتبط بهيمنة السياسة المالية والتمويل النقدي للميزانية العمومية لاسيما من خلال برنامج التمويل غير التقليدي، يجعل من الصعب على بنك الجزائر تحقيق معدل التضخم المستهدف بشكل مستدام. ومنه الفرضية صحيحة؛
- يرتبط نجاح استهداف التضخم في الدول الناشئة بمكانة السياسة النقدية من حيث تنفيذ سياسة نقدية مستقلة وغير مقيدة باعتبارات مالية جبائية. ومنه الفرضية صحيحة ؛
- تبين التجارب الدولية دور استهداف التضخم في تحقيق فعالية في إدارة السياسة النقدية وتحقيق تحسن في الأداء الاقتصادي، فيما أنه في سياق الدول الناشئة تعمل عوامل كثيرة بجانب تبني الإستراتيجية على تحقيق فعالية السياسة النقدية. في الجزائر يبدو التحول نحو إستراتيجية استهداف التضخم غير كاف لتحقيق هذه الفعالية بسبب عدم توفر الشروط الأساسية لنجاح الإستراتيجية، كما وخصائص الهيكل المالي وطبيعة الوساطة المالية، وبشكل أخص استقلالية بنك الجزائر، إضافة إلى إشكالية الأهمية النسبية التي ينبغي لبنك الجزائر تحديدها لتغيرات التضخم مقابل تغيرات الناتج في ظل استهدافه للتضخم. ومنه الفرضية الصحيحة؛

- تعتمد آلية انتقال أثار السياسة النقدية بشكل أساسي على قناة الائتمان وبشكل أقل على قناة النقود، فيما نعتقد بضعف قناة معدل الفائدة، حيث لا يمثل معدل الفائدة الأداة التشغيلية الرئيسية لبنك الجزائر كما أن جمود معدلات الفائدة في الجزائر لا يسمح بالحديث عن فعالية محتملة لقناة معدل الفائدة. ومنه الفرضية خاطئة فيما يتعلق بقناة النقود والتي لا تعمل على نقل أثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الوطني كما افترضنا سابقا؛

بعد اختبار الفرضيات يمكن عرض أهم النتائج المتوصل إليها في الدراسة كما يلي:

- ✓ انخفاض في درجة استقلالية بنك الجزائر القانونية وحتى الفعلية بعد تعديل قانون النقد والقرض سنة 2017 واعتماد برنامج التمويل غير التقليدي، وهو ما يكون له الأثر السلبي على تنفيذ استهداف التضخم كون أن استقلالية البنك المركزي شرط ضروري لتطبيق استهداف التضخم ونجاحه كإستراتيجية لإدارة السياسة النقدية بأكثر فعالية؛
- ✓ لا تعمل السياسة النقدية في الجزائر على التأثير على التضخم عبر قناة النقود لا في الأجل الطويل ولا في الأجل القصير، فيما تؤثر في الأجل القصير على الناتج الداخلي الإجمالي فقط من خلال صافي الائتمان المحلي؛
- ✓ تمثل قناة الائتمان قناة أساسية في انتقال أثار إجراءات السياسة النقدية إلى كل من الناتج والتضخم في الأجل الطويل والقصير؛
- ✓ إن تأثير السياسة النقدية عبر قناة الائتمان يوضح أهمية متغير صافي الائتمان المحلي من حيث تأثيره على الناتج الداخلي الإجمالي في الأجل القصير، كما وتأثيره على معدل التضخم في الأجل القصير والطويل، ذلك لأهمية هذا المجمع في السياسة الاقتصادية المطبقة في الجزائر؛
- ✓ تتمثل الأدوات الأساسية للسياسة النقدية لبنك الجزائر في أولا، معدل الاحتياطي الإجباري الذي يعتبر ذو أهمية معتبرة في ممارسة السياسة النقدية في الجزائر كما يمكن بنك الجزائر من التأثير على التضخم بمساهمة 40% من التباينات في الأجل القصير والطويل؛ ثانيا وبشكل أقل معدل إعادة الخصم لأهميته في التأثير على الناتج الداخلي الإجمالي والتضخم، مع انخفاض أهميته نتيجة وضعية فائض السيولة التي تميز بها النظام البنكي في الفترة منذ سنة 2001 إلى غاية سنة 2014؛
- ✓ يمثل صافي الائتمان المحلي متغير أساسي لتأثير السياسة النقدية على الناتج والتضخم خلال فترة الدراسة، فيما أنه من الملاحظ أن القطاع البنكي لا يقوم بإنشاء ما يكفي من القروض وذلك بالإشارة إلى مركبة القروض للاقتصاد، من حيث انخفاض مضاعف الائتمان، إضافة إلى هيكل توزيع هذه القروض من حيث القطاعات المستفيدة من القروض للاقتصاد؛
- ✓ ضعف قناة معدل الفائدة في الجزائر يرتبط أولا؛ بكون الأداة التشغيلية لبنك الجزائر تمثل القاعدة النقدية وليس معدل الفائدة؛ ثانيا والأهم أن طبيعة الهيكل المالي

وخصائص الوساطة المالية والتي لها دور في جمود معدلات الفائدة تؤدي إلى ضعف انتقال أثر السياسة النقدية عبر معدلات الفائدة إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية أساسا التضخم والناتج الداخلي الإجمالي؛

- ✓ من خلال استخدام منهج حدود الفعالية تم استنتاج - بمقارنة فترتي ما قبل استهداف التضخم من طرف بنك الجزائر وفترة ما بعد الاستهداف- أنه تم تحقيق أداء اقتصادي أفضل، مع انخفاض لتغيرات صدمات العرض الكلي ما يشير إلى تعرض الاقتصاد الوطني لصدمات عرض أقل خلال الفترة الثانية، إضافة إلى تحسن أداء السياسة النقدية وارتفاع مساهمتها في تحسن الأداء الاقتصادي بنسبة (99.34%- 98.52%) حسب الطريقة الأولى والثانية التي تم إتباعها في الدراسة على التوالي؛
- ✓ ارتفاع الأهمية النسبية لتغيرات الناتج مقارنة بتغيرات التضخم خلال فترة استهداف التضخم، وذلك بملاحظة قيمة قيمة λ المقدرة $\lambda = 0.02$، منه نستدل من ذلك بضعف فرضية أن تحول السياسة النقدية نحو استهداف التضخم ساهم في جعل السياسة النقدية أكثر فعالية، ومنه تحقيق تباينات أقل للتضخم ؛
- ✓ إن نتيجة مساهمة السياسة النقدية في تحسن الأداء الاقتصادي بنسبة فاقت 98% يمكن أن تعبر عن تحسن في فعالية السياسة النقدية بين الفترة الأولى والثانية، فيما أنه عوامل أخرى كثيرة يمكن أخذها بعين الاعتبار في الحكم على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، على الخصوص استقلالية بنك الجزائر، محدودية تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الوطني من خلال قناة الائتمان فقط وباستخدام أدوات محدودة مرتبطة بهيكل النظام المالي. منه لا يمكن الاعتماد على حسن الحظ لتعرض الاقتصاد الوطني لصدمات عرض كلي أقل في فترة استهداف التضخم مقارنة بالفترة السابقة، للحكم على أن السياسة النقدية في الجزائر فعالة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بالرغم من تحقق تحسن أداء لاسيما تخفيض انحرافات التضخم.

تبعا للنتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات كما يلي:

- العمل على التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية في مجال استهداف التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من هيمنة السياسة المالية على السياسة النقدية وذلك بتقييد تمويل هذه الأخيرة للميزانية العمومية؛
- من الضروري لتحسين فعالية السياسة النقدية منح بنك الجزائر الاستقلالية الفعلية والقانونية المطلوبة لإتباع الأهداف المتضمنة في قوانين بنك الجزائر؛
- تدعيم السياسة النقدية التي يطبقها بنك الجزائر بمزيد من الشفافية والمساءلة إلى جانب الاستقلالية لاسيما فيما يخص تنفيذ استهداف التضخم ؛
- استكمال عملية خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية وفتح رأسمالها وذلك لتخفيف العبء المالي على الخزينة العمومية؛

- تطبيق إصلاحات في النظام المالي، تحسين دور الوساطة المالية وفتح المجال أمام البنوك الخاصة في القطاع البنكي مع توفير الأطر القانونية والتشريعية الملائمة التي تسمح بعمل البنوك الخاصة كما والحفاظ على الاستقرار القطاع البنكي والمالي، وذلك بهدف تمويل الاقتصاد الوطني لاسيما المؤسسات الخاصة والمستثمرين الخواص؛
- تطوير السوق النقدية في الجزائر بهدف تحقيق استجابة لمعدلات الفائدة للتجزئة لمعدلات بنك الجزائر، ما يسمح لتفعيل دور معدل الفائدة كقناة لانتقال أثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الوطني.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولا.المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- خليل عبد القادر، **مباديء الاقتصاد النقدي والمصرفي**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
- زكريا الدوري، يسرا السمرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، اليازوري،عمان، الأردن، 2013.
- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العلجوني، **النقود والبنوك والمصارف المركزية**، اليازوري، عمان، الأردن، 2010.
- صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية**، دار الفجر، القاهرة، مصر، 2005.
- الطاهر لطرش، **الاقتصاد النقدي والبنكي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015.
- عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية**، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- عبد المطلب عبد الحميد، **السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013.
- محمود عزة اللحام، مصطفى يوسف كافي، **النقود والمصارف**، دار الإعصار العلمي، عمان، الأردن، 2016.
- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، **السياسات الاقتصادية**، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2015.
- هبة عبد المنعم، **أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار**، صندوق النقد العربي، 2012.
- يوسف كمال، **الصيرفة الإسلامية والسياسة النقدية**، المنصورة، مصر، 1996.

المقالات:

- أحمد شفيق الشاذلي، **قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي**، دراسات اقتصادية صندوق النقد العربي، العدد 39، 2017.
- بربري محمد أمين، **مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية –دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 9، 2011.
- حسيب سهيلة، كروش صلاح الدين، **سياسة التحرير المالي كألية لتفعيل دور القطاع المالي في تمويل الاقتصاد الوطني الجزائري، دراسة تحليلية للفترة 1994-2017**، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، 2020.
- زبير عياش، بوسكي حليمة، **تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ العشوائي(VECM)خلال الفترة (1990-2016)**، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، 2018، ص ص(260-282).
- شلغوم عميروش، **فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية: حالة الجزائر 1990-2014**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد1، 2017، ص ص (247-226).
- لباز الأمين، مسار سياسة سعر الصرف في الجزائر، دراسة تحليلية للنظم والنتائج بين 1964-2015، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، 2016.
- ياسين العايب، **تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد02، 2012.

الأطروحات:

- بلعزوز بن علي، **أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية**، دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004.

- بن عبد الفتاح دحمان، **السياسة النقدية ومدى فعاليتها في إدارة الطلب الكلي – دراسة حالة الاقتصاد الجزائري**، أطروحة دكتوراه دولة في الاقتصاد، جامعة الجزائر، الجزائر،2004.
- سعودي محمد، **أثر الصدمات الخارجية على فعالية السياسة المالية دراسة حالة الجزائر (2010-1990)**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2015.

القوانين:

- القانون 10/90 المؤرخ في 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض.
- التعليمة 16-94 المؤرخة في 1994/04/09.
- التعليمة 77-95 المؤرخة في 1995/12/25.
- أمر رقم 03-22 مؤرخ في 28ديسمبر 2003، يتضمن قانون المالية لسنة 2004.
- أمر رقم 05-05 مؤرخ في 25 يوليو 2005، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2005.
- أمر رقم 09-01 مؤرخ في 22 يوليو 2009 ، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009.
- بنك الجزائر، النظام رقم 16-03 مؤرخ في 28 يوليو 2016 والمتمم للنظام رقم 15-01 المؤرخ في 19 فبراير 2015 والمتعلق بعمليات خصم السندات العمومية وإعادة خصم السندات الخاصة والتسبيقات والقروض للبنوك والمؤسسات المالية.
- قانون رقم 10/17 مؤرخ في 11 أكتوبر 2017، يتمم الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض.
- المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 2018/03/05 المتعلق آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي.
- أمر رقم 10-01 مؤرخ في 26 أوت 2010، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2010.
- أمر رقم 09-01 مؤرخ في 22 يوليو سنة 2009 يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009.
- أمر رقم 11/03 مؤرخ في 26 أوت 2003، والمتعلق بالنقد والقرض
- أمر رقم 04/10 مؤرخ في 26 أوت 2014 معدل ومتمم للأمر 11/03 والمتعلق بالنقد والقرض.

التقارير:

- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2010.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015.
- بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الوطني الشعبي، ديسمبر 2018 .

ثانيا. المراجع باللغة الأجنبية:

الكتب:

- Andrea Buraschi, Paul Whelan**, Bond Market and Unconventiional Monetary Policy**, Handbook of fixed-income securities, First Edition, Jhon Wiley& Sons, 2016.
- Athanasios Orphandes ,**Taylor Rule, monetary economics**, Macmillan, New York, USA, 2010.
- Benjamin M. Friedman, Michael Woodford, **Handbook of Monetary Economics**, Volume 3A, Elsevier, USA.

- Frederic S.Mishkin, Kent Mattews, Massimo Giuliodori, **The Economics of Money, Banking & Financial Markets**,Barcelona, Spain, 2013.
- Frederic. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, Massachusetts Institute of Technology, London, England, 2007 .
- Holger Markmann, **Covered Bonds Under Unconventional Monetary Policy**, Springer Gabler, Wiesbaden, Germany, 2018.
- Iwao Kuroda**, Towards more Effective Monetary Policy**, Palgrave Macmillan, USA,1997.
- Jagdish Handa, **Monetary Economics**, 2nd Edition, Routledge, New York, USA, 2009.
- Keith Bain, Peter Howells**, Monetary Economics Policy and its Theoritical Basis**, Palgrave Macmillan, Great Britain,2003.
- Mourad Goumiri, L'offre de monnaie en Algerie, ENAG Edition, Alger, Algerie,1993.
- Peter Bofinger, **Monetary Policy,Goals, Institutions, Strategies and Instruments**, Oxford University Press, New York, USA, 2001.
- Peter Howells, Keith Bain**, The Economics of Money, Banking, and Finance**, Pearsan Education, Third Edition, England, 2005.
- Tammarak Moenjak, **Central Banking Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability**, Wiley, Singapour, 2014.

الأطروحات:

- Abdelkader Aghir, **Stabilité, Croissance économique et Ciblage d'Inflation** , Thèse de doctorat en science economique, université de Grenoble, France, 2016.

المقالات:

- Abdelkader Aguir, Mounir Smida, **Efficiency of Monetary policy Under Inflation Targeting**, Economics Bulletin, Vol 35, 2015, p(788-813).
- Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, **Central Bank Independence and Macroeconomic Performance : Some Comparative Evidence**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 25, N°2, 1993.
- Alex Cukierman, **Central Bank Independance and Monetary policymaking Institutions – past, present, and future**, European Journal of Political Economy, N°24, 2008.
- Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti, **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome**,The world Bank Economic Review, vol6, n°3, 1992.
- Alex Cukierman, Steven B. Webb**, Political Influence on the Central Bank:International Evidence**, The World Bank Economic Review, vol 9, n°3, 1995.
- Alina Carare, Mark R. Stone, **Inflation targeting regimes**, European Economic Review, N°50, 2006, p 1297-1315.
- Ben S. Bernanke , Frederic S. Mishkin, **Inflation targeting : a new framework for monetary policy ?,** journal of economic perspectives, vol 11, N°2, 1997.
- Bernard J. Laurens, Marco Arnone, Jean-Francois Segalotto,**Central Bank Independence,Accountability, and Transparency,** International Monetary Fund, Palgrave Macmillan, New york, USA, 2009.
- Borivoje D. Krušković, Tina Maričić, **monetary targeting**, journal of central banking theory and practice, N°3, 2015.

- Carlo Cottarelli and Angeliki Kourelis, **Financial Structure, Bank lending Rate, and the Transmission Mechanism of Monetary policy**, International Monetary Fund, 1994.
- Carlos Edwardo S, Gonçaves Joao M Salles, **Inflation Targeting in Emerging Economies : what do the data say** ?, Journal of Development Economics , N° 85, 2008.
- Cecchetti, S., & Krause, S**, Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary policy**, NBER Working Paper No. 8354 , 2001.
- Cecchtti, Stephen, **Legal structure, finnacial structure and the monetary policy transmision mechanism**, NBER Working Paper No. 7151 , 1999.
- Chandranath Amarasekara**, Interest Rate Pass-through in Sri Lanka,** CENTRAL BANK OF SRI LANKA, STAFF STUDIES - Vol 35, N° 1 & 2, 2009.
- Christopher Bowdler, Amar Radia, **Unconventional Monetary Policy : The Assessment**, Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, Number4, 2012.
- David Dodge, **Inflation Targeting in Canada : Experience and Lessons**, North American Journal of Economic and Finance, N° 12, 2002, pp(113-124).
- Derya Yilmaz, Emine Eairik, Filiz Eryilmaz, **Unconventional Monetary Policy : A Theaoretical Approach**, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol 8N° 2, 2017.
- Djamel Eddine Gaicha**, Evolution des taux d'interet et des produit du système bancaire Algerien**, Cahiers du CREAD, 2001.
- Edwin M.Turman, **Inflation Targeting in the world economy**,Institute of International Economics, Washington, USA, 2003.
- Eka Purwanda,Siti Herni Rochna, **Measurement of the efficiency of Monetary policy**, Economic Journal of Emerging Market, N°9,2017 , p(139-149).
- Ferya KADIOGLU,Nilufer OZDEMIR, Gokhan Yilmaz, **Inflation targeting in developing countries**, The central bank of Turkey, Discussion paper , september 2000.
- Florin Cornel Dumiter, **Central Bank Independence and Inflation Targeting**, The case of Romania, The Romanian Economic Journal, n°33, 2009.
- Frederic S. Mishkin, **Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?**, NBER Working Paper Series, 2004.
- Frederic S. Mishkin, **Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries**, Emerging Markets Finance & Trade / November–December 2008, Vol. 44, No. 6, 2008.
- Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel , **Does Inflation Targeting Make A Difference?**, NBER Working Paper Series, Cambridge, 2007.
- Frederic. Mishkin, **International Experience with Different Monetary Policy Regimes**, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1999.
- Frederic. Mishkin, **Rethinking Monetary Policy after the Crisis**, Journal of Money and Finance,USA , 2017.
- Guetaf Lila, **Situation de l'Economie Algerienne à la lumière des reformes financières et monétaires de la periode 1990-2010**, Revue de droit et des sciences humaines , n° 12.
- I Kadek Dian Sutrisna Artha, Jakob de Haan, **Legal and Actual Central Bank Independence,Acase Study of Bank Indonesia**, University of Groningen, SOM Research School, Pays- Bas, 2010.
- Isakova, Asel, **Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia,** Czech Journal of Economics and Finance Vol 58, Issue 11-12, 2008.

- Isakova, Asel, **Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia,** Czech Journal of Economics and Finance Vol 58, Issue 11-12, 2008, p(525-533).
- Ismail Amani, Belkhir Maamar**, Realisation des objectifs, conduite et efficacité de la politique monétaire en Algerie(1990-2013)**, colloque international , efficacité de l politique monétaire dans les PVD : les experiences passées et les défis futurs, Université Chlef, Algerie, 2015.
- Jean Boivin, Marc Giannow, **Has Monetary Policy Become More Effective?,** NBER Working Paper Series, Cambridge,2003.
- Jeff Fuhrer, Yolanda K. Kodrzycki, Jane Sneddon Little,Giovanni P. Olivei, **Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective,** The MIT Press Cambridge,London, England, 2009.
- Jhon Ammer, Richard T.Freeman**, Inflation Targeting in the 1990's, The Experience of New Zeland,Canada and the United Kingdom**, Journal of Economics and Business, Temple University, 1995, N°47, pp (165,192).
- Jhon B Taylor, **Monetary Policy Rules**, National Bureau of Economic Research, Chicago, USA, 2001.
- Jhon Fernald, Mark M.Spiegel, Eric T Swanson, **Monetary policy Effectiveness in China, Evidence from a FAVOR Model** , NBER Working Papers, Cambridge, 2014.
- John B.Taylor, **Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations**, Econometrica, Vol 47, N°5 , 1979.
- Kada Akacem, **Economic Reforms in Algeria : an overview and assessment**, The Journal of North Africa Studies, vol 9 n°2, 2004, pp(115-125).
- Keyra Primus, **The Effectiveness of Monetary Policy in Small Open Economies**, Journal of Policy Modeling, 2018.
- Lars E O Svensson, **Inflation targeting in a open economy : Strict or flexible inflation targeting ?**, Victoria University, 1997.
- Lars E.O.Svensseon**, Inflation Targeting as a monetary Policy Rule**, Journal of Monetary Economics, vol 43, 1999.
- Lars E.O.Svensseon, **Inflation Targeting**, Handbook of Monetary Economics, Vol 3B, 2011.
- Lars.E .O.Svenssen**, Inflation Targeting as a monetary policy rule**, Journal of monetary economics, vol 49, 1999.
- Laurence Ball, Niamh Sheridan, **Does Inflation Targeting Matter?,** NBER Working Paper Series, Cambridge, 2013.
- Laurence H .Meyer, **Inflation targeting and inflation targeting**, Economics and finance, N° 13, 2002.
- Laurence H Meyer, **Inflation targets and inflation targeting**, Economic and Finance Vol 83, N°6, 2001.
- Louiz de Mello, **Monetary policies and Inflation Targeting in Emerging Economies**, OECD, 2008.
- M.S.Mohanty, Marc Klau, **Monetary policy Rules in Emerging Market Economies : Issues and evidence**,Macroeconomic stabilisation in latin america, springer, Berlin, Germeny, 2005.
- Manuel Ramos-Francia, Alberto Torres, **Reducing Inflation Throught Inflation Targeting: The Mexican Experience**, Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America, Springer, Germeny, 2005.

- Michael Parkin, Robin Bade**, Central Bank Laws and Monetary Policies : A Preliminary Investigation**, Western University, 1978.
- Michel Cyrille Samba, **Monetary policy Effectiveness under the CEMAC Area, an empirical evaluation**, International Journal of Advances Management and Economics, vol 2, Issue 4, 2013.
- Mohamed Cherif Ilmane, **Réflexion sur la politique monetaire en Algerie: objectifs, instruments et resultats(2000-2004)**, Cahiers du CREAD, 2006,pp(69-107).
- Montiel J. Peter, The **transmission mechanism for monetary policy in developing countries**, IMF Staff Papers , 38 (1), 1991.
- Morgan Peter, **The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy**, ADBI Working Paper Series, N°163, November2009.
- Mouloud SADOUDI, **L'Investissement Privé en Algerie : des frustrations passées aux entraves présentes**, Les Cahiers du MECAS, N°2, 2006.
- Oscar Rodríguez Medina, Elías Alvarado Lagunas, **Inflation Targeting and policy rules, The Case of Mexico, 2001-2012**, Apple A cademic Press, Canada , 2016.
- Otolorin, G. E., Akapan, P. E**. effectiveness of monetary policy transmission channels in a recessed economy,** Uyo Journal of sustainable development , N° 2 (2),2017, pp(80-100).
- Paul R.Masson, Miguel A. Savatano, Sunil Sharma, **The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries**, IMFworking paper, 1997.
- Peter Bofinger, **Monetary Policy, Goals, Institutions, Strategies, and Instruments**, Oxford University Press, New York , USA, 2006.
- Sander Oosterloo, Jakob de Haan**, Central Banks and Financial Stability : a survey**, Journal of Financial Stability, 2004.
- Satyajit Chatterjee, **The Taylor Curve and the Unemployment-Inflation Tradeoff**, Business Review, Q3,2002.
- Serdar ÖZTÜRK, Ali Sözdemir, Özlem Ülger, **The Effects of Inflation Targeting Strategy on The Growing Performance of Developed and Developing Countries: Evaluation of Pre and Post Stages of Global Financial Crisis**, Procedia, N°109, 2014.
- Shu Lin, Haichun Ye , **Does Inflation Targeting Make a difference in Developing Countries**, Journal of Development Economics, Vol 89, 2009.
- Stefan Krause, **Measuring Monetary Policy Efficiency in European Union Countries: The Pre-EMU Years,** The Journal of Monetary Economics, Vol 01, 2004, p(60-83).
- Stephan G. Cecchetti, Michanel Ehrmann, **Does inflation targeting increase output volatility ? an international comparison of policymakers' preferences and outcomes**, in (K. Schmidt-Hebbel, ed.), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, Central bank of Chile, Chile, 2002.
- Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-Country Analysis,** The Economic Journal, N°116, USA, 2006, p(308-433).

- Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-Country Analysis,** The Economic Journal, N°116, USA, 2006, p(308-433).

- Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes, Stefan Krause, **Has monetary policy become more efficient? A cross-country analysis**, The Economic Journal, N°116 (April), pp(408-433).
- Stephen G. Cecchetti, Michael Ehrmann, **Does Inflation Targeting Increase Output Volatility?An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes**, NBER Working Paper Series, Working Paper 7426, 1999.
- Stephen G. Cecchetti, Stefan Krause, **Central Bnak Structure, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance : Exploring Empirical Relationships**, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002, p(47-60).
- S. G. Cecchetti, A Flores-Lagunes, S. Krause, **Has Monetary Policy become more Efficient in Mexico?,** Bank of Mexico ,2000.
- Tahar Latreche, **Ciblage d'inflation et conduite de la politique monetaire en Algerie**, Les Cahiers du CREAD n°101, 2012.
- Ulrich Bindseil**, The Operational Target of Monetary Policy and the rise and fall of Reserve Position Doctrine**, Working Paper, European Central Bank, Frankfurt, Germany, 2014.

القوانين:

- Banque d'Algerie, instruction n° 16-94 du 09/04/1994 relative aux instruments de conduite de la politique monétaire et au refinancement des banques.
- Instuction N° 28-95 du 22 avril 1995, portant organisation du marché monétaire.

التقارير:

- Banque d'Algerie, Rapport annuel de la banque d'Algerie 2002.
- Banque d'Algerie, Rapport 2003 Evolution Economique et Monetaire en Algerie.
- Banque d'Algerie, Rapport 2004 Evolution Economique et Monétaire en Algerie.
- Banque d'Algerie, Rapport 2005Evolution Economique et Monetaire en Algerie.
- Banque d'Algerie, Rapport 2007 Evolution Economique et Monetaire en Algerie.
- Banque d'Algerie, Rapport 2008 Evolution Economique et Monetaire en Algerie.
- Banque d'Algerie, Rapport 2009 Evolution Economique et Monetaire en Algerie.
- Banque d'Algerie, Rapport 2014 Evolution Economique et Monetaire en Algerie
- retrospective statistique ONS, indice des prix à la consommation (1969-2011).

مواقع الإنترنت:

www.ons.dz

/https://www.bank-of-algeria.dz

الـمـلاحـــــــــق

الملاحـــق

الملحق رقم 01: إستقرارية المتغيرات

Null Hypothesis: MG is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.117815
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		
Residual variance (no correction)		65.69943
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		145.6667

Null Hypothesis: LEND is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.121110
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		
Residual variance (no correction)		7.31E+16
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		1.66E+17

Null Hypothesis: INF is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.399182
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		
Residual variance (no correction)		86.96556
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		319.3069

Null Hypothesis: RESC is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.127388
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	3.681692
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	12.67015

Null Hypothesis: RESER is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.208858
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	63.44397
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	164.0399

الملحق رقم 02 :قنوات السياسة النقدية

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: GDP
Selected Model: ARDL(4, 0, 2)
Date: 03/25/20 Time: 18:44
Sample: 1990 2018
Included observations: 25

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDP(-1))	0.375687	0.199685	1.881400	0.0782
D(GDP(-2))	0.291408	0.202414	1.439662	0.1692
D(GDP(-3))	0.261482	0.214526	1.218881	0.2406
D(MG)	276020.209461	208351.76292	1.324780	0.2039
D(LEND)	-0.010192	0.006686	-1.524268	0.1470
D(LEND(-1))	0.076732	0.028806	2.663754	0.0170
CointEq(-1)	-0.074180	0.035275	-2.102908	0.0517

Cointeq = GDP - (3720941.2476*MG -0.3676*LEND + 237288753.2751)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MG	3720941.247590	1795244.5244	2.072665	0.0547
LEND	-0.367632	0.191270	-1.922052	0.0726
C	237288753.27510	105184613.69	2.255926	0.0384

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: Y
Selected Model: ARDL(3, 3, 3, 3, 3)
Date: 03/02/20 Time: 10:58
Sample: 1990 2018
Included observations: 26

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(Y(-1))	-0.598937	0.215736	-2.776251	0.0322
D(Y(-2))	0.250254	0.200481	1.248270	0.2584
D(CRED)	0.006329	0.004310	1.468599	0.1923
D(CRED(-1))	-0.051102	0.028225	-1.810516	0.1202
D(CRED(-2))	0.137165	0.022619	6.064176	0.0009
D(RESER)	3591743.512472	557219.212530	6.445836	0.0007
D(RESER(-1))	-558491.468799	531702.784293	-1.050383	0.3340
D(RESER(-2))	4857993.805683	948090.420943	5.123977	0.0022
D(RESC)	18336284.152060	3632112.132822	0.000000	0.0000
D(RESC(-1))	9210906.330074	2385834.321812	0.000000	0.0000
D(RESC(-2))	13801439.602599	2031970.969089	0.000000	0.0000
D(RPRET)	10937302.326701	3624507.761337	0.000000	0.0000
D(RPRET(-1))	10771389.346697	2722307.597136	0.000000	0.0000
D(RPRET(-2))	-11591868.613984	2077933.807612	0.000000	0.0000
CointEq(-1)	-0.381641	0.071559	-5.333261	0.0018

Cointeq = Y - (-0.0059*CRED + 2438786.5835*RESER -46068077.2851 *RESC + 65339603.8769*RPRET + 161706626.6888)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CRED	-0.005895	0.034143	-0.172669	0.8686
RESER	2438786.583485	2958211.244778	0.824413	0.4412
RESC	-46068077.285142	7300782.400031	-6.310019	0.0007
RPRET	65339603.876936	5634620.916710	11.596096	0.0000
C	161706626.688819	37789447.080500	4.279148	0.0052

Null Hypothesis: RESID01 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using

LM-

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.21		
Asymptotic critical values*:	1%		0.73
		5%	0.46
		10%	0.34

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992,

Residual variance (no correction)	71.4
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	239.

Dependent Variable: INF
Method: Least Squares
Date: 03/19/20 Time: 18:37
Sample: 1990 2018
Included observations: 29

Variable	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.6364	7.306241	3.508847	0.0017
MG	-	0.125981	-2.257522	0.0326
LEND	1.53E-09	6.09E-09	0.250982	0.8038

R-squared	0.17834	Mean dependent var	9.0451
Adjusted R-squared	0.11514	S.D. dependent var	9.4905
S.E. of regression	8.92750	Akaike info criterion	7.3138
Sum squared resid	2072.20	Schwarz criterion	7.4552
Log likelihood	-	Hannan-Quinn criter.	7.3581
F-statistic	2.82178	Durbin-Watson stat	0.3763
Prob(F-statistic)	0.07779		

Dependent Variable: DINF
Method: Least Squares
Date: 03/20/20 Time: 10:31
Sample (adjusted): 1991 2018
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	-	1.008509	-0.361764	0.7207
DMG	-	0.191080	-0.786506	0.4393
DLEND	1.96E-09	4.19E-09	0.468675	0.6435
RESID (-1)	-	0.134947	-1.176229	0.2510

R-squared	0.06033	Mean dependent var	-
Adjusted R-squared	-	S.D. dependent var	5.1567
S.E. of regression	5.30198	Akaike info criterion	6.3056
Sum squared resid	674.665	Schwarz criterion	6.4959
Log likelihood	-	Hannan-Quinn criter.	6.3637
F-statistic	0.51363	Durbin-Watson stat	1.8210
Prob(F-statistic)	0.67677		

الملحق رقم 03: النموذج الهيكلي للاقتصاد الوطني

Dependent Variable: YT
Method: Least Squares
Date: 12/21/20 Time: 10:34
Sample (adjusted): 1992 2002
Included observations: 11 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YT(-1)	0.705109	0.346959	2.032254	0.1351
YT(-2)	0.211613	0.375728	0.563210	0.6126
INF(-1)	-0.000102	0.002888	-0.035194	0.9741
INF(-2)	0.001352	0.002476	0.546193	0.6229
M(-1)	-0.000572	0.000316	-1.808304	0.1683
M(-2)	0.000771	0.000641	1.203057	0.3152
IMPORT(-1)	0.001666	0.001333	1.250058	0.2999
OIL	0.006702	0.004127	1.624058	0.2028

R-squared	0.992727	Mean dependent var	3.388415
Adjusted R-squared	0.975758	S.D. dependent var	0.222410
S.E. of regression	0.034629	Akaike info criterion	-3.732986
Sum squared resid	0.003598	Schwarz criterion	-3.443607
Log likelihood	28.53142	Hannan-Quinn criter.	-3.915398
Durbin-Watson stat	2.787435		

Dependent Variable: INF
Method: Least Squares
Date: 12/21/20 Time: 10:42
Sample (adjusted): 1992 2002
Included observations: 11 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YT(-1)	55.92561	29.94650	1.867517	0.1111
YT(-2)	-75.40712	31.32743	-2.407064	0.0528
INF(-1)	-0.376452	0.315237	-1.194189	0.2775

INF(-2)	0.261791	0.184521	1.418762	0.2058
IMPORT(-1)	0.669471	0.134887	4.963206	0.0025

R-squared	0.943725	Mean dependent var	13.54809
Adjusted R-squared	0.906208	S.D. dependent var	12.52867
S.E. of regression	3.836960	Akaike info criterion	5.830193
Sum squared resid	88.33356	Schwarz criterion	6.011054
Log likelihood	-27.06606	Hannan-Quinn criter.	5.716185
Durbin-Watson stat	2.530319		

Dependent Variable: YT
Method: Least Squares
Date: 12/22/20 Time: 18:55
Sample (adjusted): 2005 2018
Included observations: 14 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YT(-1)	0.585076	0.309277	1.891751	0.1074
YT(-2)	0.437369	0.312917	1.397714	0.2117
INF(-1)	-0.002382	0.006354	-0.374805	0.7207
INF(-2)	0.001561	0.007392	0.211224	0.8397
M(-1)	-3.79E-06	8.59E-05	-0.044117	0.9662
M(-2)	1.61E-05	9.64E-05	0.167200	0.8727
IMPORT(-1)	-0.000335	0.000136	-2.458348	0.0492
OIL	0.001064	0.000796	1.336271	0.2299

R-squared	0.971349	Mean dependent var	4.126651
Adjusted R-squared	0.937922	S.D. dependent var	0.140087
S.E. of regression	0.034903	Akaike info criterion	-3.576913
Sum squared resid	0.007309	Schwarz criterion	-3.211737
Log likelihood	33.03839	Hannan-Quinn criter.	-3.610716
Durbin-Watson stat	1.469563		

Dependent Variable: INF
Method: Least Squares
Date: 12/21/20 Time: 10:48
Sample (adjusted): 2005 2018
Included observations: 14 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.004339	0.261598	-0.016585	0.9871
INF(-2)	-0.550619	0.260481	-2.113851	0.0637
YT(-1)	13.62892	12.25196	1.112386	0.2948
YT(-2)	-13.14643	12.57863	-1.045141	0.3232
IMPORT(-1)	0.010020	0.004208	2.380886	0.0412

R-squared	0.512579	Mean dependent var	4.464981
Adjusted R-squared	0.295947	S.D. dependent var	1.869602
S.E. of regression	1.568744	Akaike info criterion	4.010880
Sum squared resid	22.14861	Schwarz criterion	4.239115
Log likelihood	-23.07616	Hannan-Quinn criter.	3.989753
Durbin-Watson stat	2.178971		

الملحق رقم 04:دالة استجابة البنك المركزي

Dependent Variable: M
Method: Least Squares
Date: 12/22/20 Time: 18:37
Sample (adjusted): 1992 2002
Included observations: 11 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YT(-1)	108.0587	866.9911	0.124637	0.9043
YT(-2)	88.43463	877.4564	0.100785	0.9225
INF(-1)	-4.551083	5.782587	-0.787032	0.4571
INF(-2)	-8.952439	5.088841	-1.759229	0.1219

R-squared	0.813513	Mean dependent var	420.8440
Adjusted R-squared	0.733590	S.D. dependent var	220.1371
S.E. of regression	113.6236	Akaike info criterion	12.57895
Sum squared resid	90372.20	Schwarz criterion	12.72364
Log likelihood	-65.18421	Hannan-Quinn criter.	12.48774
Durbin-Watson stat	1.078385		

Dependent Variable: M
Method: Least Squares
Date: 12/22/20 Time: 18:41
Sample (adjusted): 2005 2018
Included observations: 14 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YT(-1)	-16530.52	10716.51	-1.542528	0.1540
YT(-2)	17121.36	10910.17	1.569303	0.1476
INF(-1)	200.7417	242.0085	0.829482	0.4262
INF(-2)	216.9299	236.3878	0.917687	0.3804

R-squared	0.452630	Mean dependent var	3545.387
Adjusted R-squared	0.288418	S.D. dependent var	1780.300
S.E. of regression	1501.778	Akaike info criterion	17.70164
Sum squared resid	22553358	Schwarz criterion	17.88423

Log likelihood	-119.9115	Hannan-Quinn criter.	17.68474
Durbin-Watson stat	0.887033		

الملحق رقم 05:نموذج تحديد استجابة السياسة النقدية لتقدير قيمة λ (تقدير ميل منحنى العرض الكلي)

1.الفترة الأولى

Vector Autoregression Estimates
Date: 01/19/21 Time: 12:02
Sample (adjusted): 1991 2002
Included observations: 12 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	YT	INF	M
YT(-1)	1.036069	3.087084	21.95299
	(0.02399)	(3.65911)	(24.5717)
	[43.1839]	[0.84367]	[0.89342]
INF(-1)	0.000795	0.700615	-1.928448
	(0.00189)	(0.28868)	(1.93853)
	[0.42020]	[2.42698]	[-0.99480]
M(-1)	-0.000165	-0.020190	1.053477
	(0.00015)	(0.02309)	(0.15505)
	[-1.08842]	[-0.87442]	[6.79424]
R-squared	0.965883	0.679565	0.954835
Adj. R-squared	0.958302	0.608358	0.944799
Sum sq. resids	0.023546	547.6945	24697.79
S.E. equation	0.051149	7.800958	52.38510
F-statistic	127.3998	9.543424	95.13542
Log likelihood	20.37494	-39.95213	-62.80464
Akaike AIC	-2.895823	7.158688	10.96744
Schwarz SC	-2.774596	7.279915	11.08867
Mean dependent	3.349931	14.57628	399.1304
S.D. dependent	0.250484	12.46531	222.9633
Determinant resid covariance (dof adj.)		284.7857	
Determinant resid covariance		120.1440	
Log likelihood		-79.81393	
Akaike information criterion		14.80232	
Schwarz criterion		15.16600	

Period	YT	INF
1	0.000000	0.000000
	(0.00000)	(0.00000)
2	-0.008340	-1.021857
	(0.00785)	(1.18708)
3	-0.018239	-1.818176
	(0.01611)	(1.93532)
4	-0.029894	-2.500308

	(0.02572)	(2.55696)
5	-0.043533	-3.139482
	(0.03750)	(3.21315)
6	-0.059425	-3.782782
	(0.05218)	(3.98853)
7	-0.077874	-4.462968
	(0.07057)	(4.93450)
8	-0.099228	-5.204545
	(0.09355)	(6.09158)
9	-0.123880	-6.027532
	(0.12211)	(7.49986)
10	-0.152276	-6.949851
	(0.15745)	(9.20376)

Choleskky Ordering: YT INF M
Standard Errors: Analytic

2.الفترة الثانية

Vector Autoregression Estimates
Date: 01/19/21 Time: 12:11
Sample (adjusted): 2004 2018
Included observations: 15 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	YT	M	INF
YT(-1)	1.016757	54.93156	0.867055
	(0.00736)	(45.9506)	(0.35188)
	[138.109]	[1.19545]	[2.46405]
M(-1)	-1.09E-05	1.038563	0.000264
	(6.7E-06)	(0.04157)	(0.00032)
	[-1.63684]	[24.9852]	[0.82887]
INF(-1)	0.000882	-0.303031	0.025231
	(0.00617)	(38.5201)	(0.29498)
	[0.14293]	[-0.00787]	[0.08553]
R-squared	0.952783	0.985698	0.145938
Adj. R-squared	0.944914	0.983315	0.003595
Sum sq. resids	0.017076	665228.4	39.01069

S.E. equation	0.037722	235.4479	1.803023
F-statistic	121.0734	413.5267	1.025255
Log likelihood	29.55207	-101.5328	-28.45247
Akaike AIC	-3.540276	13.93771	4.193663
Schwarz SC	-3.398666	14.07932	4.335273
Mean dependent	4.104128	3386.366	4.431435
S.D. dependent	0.160722	1822.744	1.806272

Determinant resid covariance (dof adj.)	224.0964
Determinant resid covariance	114.7373
Log likelihood	-99.42208
Akaike information criterion	14.45628
Schwarz criterion	14.88111

Period	YT	INF
1	0.000000	0.000000
2	-0.002432	0.058869
3	-0.004947	0.060515
4	-0.007598	0.060694
5	-0.010392	0.060770
6	-0.013332	0.060774
7	-0.016424	0.060701
8	-0.019673	0.060547
9	-0.023082	0.060309
10	-0.026658	0.059981

Cholesky Orderir