وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الرقم التسلسلي:.....

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري

دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016)

إعداد الطالب:
زكرياء خلف الله

إشراف:
د. عبد الوحيد صرارمة

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د. محمود جمام	أستاذ التعليم العالي	جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–	رئيسا
د. عبد الوحيد صرارمة	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–	مشرفا ومقررا
أ.د. عبد القادر صالحي	أستاذ التعليم العالي	جامعة باجي مختار –عنابة–	عضوا مناقشا
د. مصطفى جاب الله	أستاذ محاضر أ	جامعة محمد بوضياف –المسيلة–	عضوا مناقشا
د. ياسين لعايب	أستاذ محاضر أ	جامعة قسنطينة –2–	عضوا مناقشا
د. وليد محمد الأمين طالب	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017 /2018

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الرقم التسلسلي:.....

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري

دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016)

إعداد الطالب:
زكرياء خلف الله

إشراف:
د. عبد الوحيد صرارمة

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د. محمود جمام	أستاذ التعليم العالي	جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–	رئيسا
د. عبد الوحيد صرارمة	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–	مشرفا ومقررا
أ.د. عبد القادر صالحي	أستاذ التعليم العالي	جامعة باجي مختار –عنابة–	عضوا مناقشا
د. مصطفى جاب الله	أستاذ محاضر أ	جامعة محمد بوضياف –المسيلة–	عضوا مناقشا
د. ياسين لعايب	أستاذ محاضر أ	جامعة قسنطينة –2–	عضوا مناقشا
د. وليد محمد الأمين طالب	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي–	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017 /2018

قال تعالى:

وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُم بِمَا كُنتُمْ تَعْمَلُونَ ﴿105﴾ سورة التوبة

الاهداء

إلى من علم الناس الشريعة والهدى –سيدنا ونبينا ومعلمنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من منحوني بوجودهم، بملامحهم، بمشاعرهم الحب والطموح

إلى منبع الحب ومصدر الأمل والسعادة ..... إلى من علموني فعل الخير أينما كان

إلى أمي وأبي... إليهم أهدي قلبي وثمرة جهدي

إلى من رافقتني وكانت لي خير سند "زوجتي العزيزة"

إلى إخواني وأخواتي

إلى كل من أنار لي دروب العلم والمعرفة .... إلى أساتذتي، ومعلمي

إلى كل من علمني حرف، وكل من ساندوني في مسيرتي العلمية

إلى الزملاء والأصدقاء

إلى كل العلماء وطلاب العلم والباحثين

إلى اللطفاء القراء والمثقفين الغرباء

إلى الذين نتمنى أن يصبحوا مع هذه الأسطر أصدقاء

أهدي هذا البحث

الباحث/ خلف الله زكرياء

الشكر والتقدير

رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴿١٩﴾ سورة النمل

إلهي لا يطيب الليل إلاّ بشكرك ولا يطيب النهار إلاّ بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلاّ بذكرك

إلهي لا يسعني إلا أن أسجد لك سبحانك شكرا على أن وفقتني في إتمام هذا البحث المتواضع.

يقول النبيّ صلى الله عليه وسلم في حديثه الصحيح " من لا يشكر الناس لا يشكر الله "، كما قال أيضا صلى الله عليه وسلم في حديثه الصحيح " من صنع لكم معروفا فكافئوه، فإن لم تجدو ما تكافئوه فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه ".

ولأنّ لكل نجاح شكر وتقدير ولكل مقام مقال، فإنّه ليسرني أن أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى مشرفي، الأستاذ الدكتور عبد الوحيد صرارمة **عميد كلية العلوم الاقتصادية بجامعة أم البواقي** الذي أمدني من منابع علمه ولم يتوانى يوما عن دعمي ويد المساعدة لي في هذا البحث، وفي جميع المجالات رغم انشغالاته ومسؤولياته، وحمدا لله أن يسر به أمري ليبقى نبراسا متلألئا في نور العلم.

إلى من لا نعرف بحرصهم استحالة الاستمرار والسير نحو النجاح، إلى كل أسرة مخبر المحاسبة المالية الجباية والتأمين.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل أساتذتي الأفاضل بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة أم البواقي.

ولن أنسى أن أتقدم بفائق الشكر والاحترام والتقدير إلى أساتذتي أعضاء لجنة المناقشة الموقرين على ما تكبدوه من عناء في قراءة أطروحتي وإغنائها بمقترحاتهم القيمة.

وفي النهاية يسرني أن أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من مدّ لي يد العون في مسيرتي العلمية.

الباحث/ خلف الله زكرياء

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

البسملـة

آية قرآنيـة

الاهـداء

شكر وتقديـر

قائـمة المحتويات..... د- ك

قائمة الجداول.....م-ع

قائمة الأشكال.....ص-ر

قائمـة الملاحق.....ت- ث

الإطار العام للدراسة

مقدمـة:.....02

إشكالية الدراسـة.....04

فرضيات الدراسة.....05

أهمية الدراسة.....06

أهداف الدراسـة.....07

منهج الدراسـة.....07

الدراسات السابقة.....08

مميزات الدراسة.....12

نموذج الدراسـة.....13

أقسام الدراسـة.....13

الفصل الأول: تطور ميكانيكية وقنوات التحويل النقدي في الفكر الاقتصادي

تمهيد..... 16

المبحث الأول: تطور ميكانيكية تحويل الأثر النقدي في إطار النظريات النقدية 17

المطلب الأول: النظرية النقدية الكلاسيكية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي.....17

الفرع الأول: نظرية كمية النقود الكلاسيكية.....18

الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة في النظرية التقليدية 20

قائمة المحتويات

الفرع الثالث: ميكانيكية التحويل النقدي في الفكر الكلاسيكي.....24

المطلب الثاني: النظرية النقدية الكينزية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي.....25

الفرع الأول: فرضيات التحليل الكينزي.....26

الفرع الثاني: نظرية تفضيل السيولة (عرض النقود والطلب عليها).....27

الفرع الثالث: نظرية الكفاية الحدية للاستثمار (الفائدة والاستثمار).....33

الفرع الرابع: نظرية مضاعف الاستثمار (العلاقة بين الاستثمار والدخل).....36

الفرع الخامس: ميكانيكية التحويل النقدي في الفكر الكينزي.....39

المطلب الثالث: النظرية النقدية النقودية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي 42

الفرع الأول: مبادئ وأسس التحليل النقودي.....42

الفرع الثاني: دالة فريدمان للطلب على النقود.....43

الفرع الثالث: ميكانيكية التحويل النقدي في التحليل النقودي.....45

المبحث الثاني: أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والأسعار في إطار نماذج الاقتصاد الكلي 47

المطلب الأول: أثر السياسة النقدية على سعر الفائدة والناتج الحقيقي في إطار نموذج (IS-LM) 47

أولا: الإطار العام لبناء نموذج (IS-LM) 47

ثانيا: اشتقاق أثر التغير في السياسة النقدية على التغير في الناتج الحقيقي من خلال سعر الفائدة.....55

ثالثا: الاستنتاج البياني لأثر التغير في السياسة النقدية على التغير في الناتج المحلي الحقيقي.....55

المطلب الثاني: أثر السياسة النقدية على الاقراض البنكي والناتج الحقيقي في إطار نموذج (CC-LM).....57

أولا: سوق القروض.....59

ثانيا: التوازن في سوق النقود ومنحنى (LM) 60

ثالثا: التوازن في سوق السلع.....61

رابعا: اشتقاق منحنى معادلة السلع–الائتمان (CC-LM) 61

خامسا: اشتقاق أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي في إطار نموذج (CC-LM).....62

المطلب الثالث: أثر السياسة النقدية على الناتج والأسعار في إطار نموذج (AD-AS)..... 63

أولا: الإطار العام لبناء نموذج الطلب الكلي–العرض الكلي (AD-AS).....63

ثانيا: أثر السياسة النقدية على الطلب الكلي والأسعار والناتج الحقيقي في نموذج (AD-AS)..... 72

قائمة المحتويات

المبحث الثالث: قنوات التحويل النقدي الكلاسيكية والنيوكلاسيكية..... 76

المطلب الأول: قنوات تحويل السياسة النقدية القائمة على الاستثمار 76

الفرع الأول: قناة أسعار الفائدة المباشرة (التقليدية) 76

المطلب الثاني: قنوات تحويل السياسة النقدية القائمة على أسعار الأصول 79

الفرع الأول: قناة أسعار الأسهم..... 80

أولا: قناة نظرية توبين للاستثمار (Tobin's q-theory Investment)..... 80

ثانيا: قناة آثار الثروة على الاستهلاك..... 81

ثالثا: قناة أسعار الأراضي والعقارات..... 82

الفرع الثاني: قناة أسعار الصرف..... 83

أولا: أثر قناة سعر الصرف على صافي الصادرات 83

ثانيا: أثر قناة سعر الصرف على الميزانية العمومية..... 84

المطلب الثالث: القنوات القائمة على الائتمان 86

الفرع الأول: القنوات القائمة على البنوك 87

أولا: قناة الاقراض البنكي..... 87

ثانيا: قناة رأس المال البنكي..... 89

ثالثا: قناة السيولة لدى قطاع الأسر..... 90

الفرع الثاني: القنوات القائمة على الشركات..... 91

أولا: قناة الميزانية العمومية للشركات..... 91

ثانيا: قناة التدفقات النقدية للشركات..... 92

ثالثا: قناة مستوى السعر غير المتوقع..... 93

خاتمة الفصل: 94

الفصل الثاني: توجهات السياسة النقدية الحديثة وتحدياتها في ظل التغيرات المعاصرة

تمهيد..... 97

المبحث الأول: السياسة النقدية: مفهومها، تطورها، أهدافها، وأدواتها..... 98

المطلب الأول: السياسة النقدية: مفهومها وأنواعها..... 98

قائمة المحتويات

الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية 98

الفرع الثاني: أنواع السياسة النقدية 99

المطلب الثاني: التطور التاريخي للسياسة النقدية 101

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية 102

المطلب الرابع: أدوات السياسة النقدية 107

الفرع الأول: أدوات الرقابة الكمية (غير المباشرة) 109

الفرع الثاني: أدوات الرقابة الكيفية (النوعية) 113

الفرع الثالث: أدوات الرقابة المباشرة 114

المبحث الثاني: سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية 116

المطلب الأول: سعر الصرف الأجنبي: مفهومه والعوامل المؤثرة فيه 116

الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف وأشكاله 116

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الصرف الأجنبي 120

المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف الأجنبي بالأسعار حسب نظرية تعادل القوة الشرائية 123

المطلب الثالث: العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي ومعدل الفائدة 128

الفرع الأول: النظرية الكينزية لتعادل أسعار الفائدة (interest Rate parity IRP) 128

الفرع الثاني: نظرية تأثير فيشر الدولية (International Fisher Effect) IFE 134

المطلب الرابع: الأنظمة المتعارف عليها في تحديد سعر الصرف الأجنبي 136

المبحث الثالث: استراتيجية استهداف التضخم كإطار نقدي حديث للسياسة النقدية 139

المطلب الأول: ظروف نشأة وتطور استراتيجيات الاستهداف البديلة 139

الفرع الأول: ظروف نشأة استراتيجيات الاستهداف البديلة. 139

الفرع الثاني: مراحل تطور استراتيجيات الاستهداف البديلة 141

المطلب الثاني: مفهوم وأنواع استراتيجية استهداف التضخم 145

الفرع الأول: تعريف استراتيجية استهداف التضخم 145

الفرع الثاني: أنواع استراتيجية استهداف التضخم 147

المطلب الثالث: متطلبات تجسيد استراتيجية استهداف التضخم. 148

قائمة المحتويات

الفرع الأول: المتطلبات الأساسية 148

الفرع الثاني: المتطلبات المسبقة 149

الفرع الثالث: المتطلبات الأساسية الأخرى 151

المطلب الرابع: الخيارات الاستراتيجية لتنفيذ استهداف التضخم 152

المطلب الخامس: تجربة استراتيجية استهداف التضخم وتحدياتها في الدول النامية والأسواق الناشئة 155

الفرع الأول: تجارب استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والنامية 157

الفرع الثاني: معوقات نجاح استراتيجية استهداف التضخم في دول $EMDE_s$ 159

الفرع الثالث: تحديات استراتيجية استهداف التضخم في دول $EMDE_s$ 160

خلاصة الفصل: 162

الفصل الثالث: تحليل تطورات السياسة النقدية لبنك الجزائر للفترة (1990- 2016)

تمهيد: 165

المبحث الأول: دراسة المعالم الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)..... 166

المطلب الأول: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1990-1993)..... 166

المطلب الثاني: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1994-1998)..... 169

المطلب الثالث: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1999-2008)..... 171

المطلب الرابع: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (2009-2016)..... 174

المبحث الثاني: أهم أدوات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)..... 178

المطلب الأول: عمليات إعادة الخصم..... 178

المطلب الثاني: أداة الحد الأدنى للاحتياطات الإجبارية..... 180

المطلب الثالث: عمليات السوق المفتوحة..... 183

أولا: عمليات التنازل المؤقت..... 183

ثانيا: العمليات المسماة النهائية..... 184

المطلب الرابع: التسهيلات الدائمة..... 186

أولا: تسهيلة القرض الهامشي..... 187

ثانيا: تسهيلة الودائع المغلة للفائدة..... 187

المبحث الثالث: تقييم كفاءة أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي..... 189

قائمة المحتويات

المطلب الأول: تطور عرض النقود في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1990-2016).....189

أولا: مسار العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (1990-2001) 189

ثانيا: مسار العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2002-2016) 193

المطلب الثاني: تحليل تطور معامل الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1990-2016).....198

أولا: النموذج الرياضي لمعامل الاستقرار النقدي 198

ثانيا: تطبيق النموذج الرياضي لمعامل الاستقرار النقدي على حالة الاقتصاد الجزائري 199

المبحث الرابع: استهداف التضخم كاستراتيجية حديثة لتحقيق هدف الاستقرار النقدي في الجزائر.....203

المطلب الأول: اسقاط شروط استراتيجية استهداف التضخم على حالة الاقتصاد الجزائري.....203

المطلب الثاني: الخيارات الاستراتيجية للسلطة النقدية في الجزائر عند استهداف التضخم.....206

المطلب الثالث: عرض وتحليل تجربة استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر.....207

خلاصة الفصل:.....212

الفصل الرابع: التحليل القياسي لقنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري

تمهيد:.....215

المبحث الأول: تقديم النموذج المستخدم ومنهجية التحليل القياسي المعتمدة في الدراسة.....217

المطلب الأول: تعريف وإعداد المتغيرات ومصادر البيانات.....217

المطلب الثاني: منهجية شعاع الانحدار الذاتي (VAR).....219

المطلب الثالث: اختبار جذر الوحدة للاستقرارية.....220

المطلب الرابع: التكامل المشترك ونموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM).....224

الفرع الأول: اختبار التكامل المشترك لـ (Johannsen- Juselius Test).....224

الفرع الثاني: نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM).....225

المطلب الخامس: أدوات التشخيص الاحصائي والتحليل القياسي المستخدمة في الدراسة.....226

الفرع الأول: أدوات التشخيص الاحصائي.....226

الفرع الثاني: أدوات التحليل القياسي المستخدمة في الدراسة.....227

المبحث الثاني: دراسة العلاقة المباشرة بين السياسة النقدية تجاه النشاط الاقتصادي ومستوى الأسعار.....230

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات النموذج الأساسي.....230

أولا: تحديد فترات الابطاء.....230

ثانيا: اختبار التكامل المشترك للنموذج الأساسي وفق (Johannsen- Juselius Test).....230

قائمة المحتويات

المطلب الثاني تقدير النموذج الأساسي وفق منهجية تصحيح الخطأ المتعدد (VECM).....231

الفرع الأول: التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير النموذج الأساسي وفق (VECM).....232

الفرع الثاني: تقدير دوال النموذج الأساسي وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS).....233

أولا: تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بالنموذج الأساسي.....234

ثانيا: تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بالنموذج الأساسي.....236

المطلب الثالث: قياس أثر السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار.....237

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة.....237

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات النموذج الأساسي.....239

المبحث الثالث: قياس أثر النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الفائدة.....241

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة.....241

أولا: تحديد فترات الابطاء.....241

ثانيا: اختبار التكامل المشترك لنموذج قناة سعر الفائدة وفق (J–J Test).....241

المطلب الثاني: تقدير نموذج قناة سعر الفائدة وفق نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR).....243

الفرع الأول: دراسة استقرارية نموذج المستخدم في تقدير نموذج قناة سعر الفائدة.....243

الفرع الثاني: تقدير دوال نموذج قناة سعر الفائدة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS).....244

أولا: تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة.....244

ثانيا: تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة.....250

ثالثا: تقدير دالة سعر الفائدة الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة.....252

المطلب الثالث: قياس أثر وأهمية قناة سعر الفائدة في تفسير التقلبات في الناتج والأسعار في الجزائر.....256

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة بالنسبة لمتغيرات نموذج قناة سعر الفائدة.....256

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة.....258

المبحث الرابع: قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري بواسطة قناة الاقراض البنكي.....262

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي.....262

أولا: تحديد فترات الإبطاء المثلى.....262

ثانيا: اختبار التكامل المشترك لنموذج قناة الاقراض البنكي وفق (J- J Test).....262

المطلب الثاني: تقدير نموذج قناة الإقراض البنكي وفق نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM) ...264

الفرع الأول: التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير نموذج (VECM).....264

الفرع الثاني: تقدير دوال نموذج قناة الإقراض البنكي وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS).....266

قائمة المحتويات

أولا: تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي.....266

ثانيا: تقدير دالة القروض الممنوحة في الاقتصاد الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي..... 269

المطلب الثالث: قياس أثر وأهمية قناة الاقراض في تفسير التقلبات في الناتج والأسعار في الجزائر.....273

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة بالنسبة لمتغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي...273

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات نموذج قناة قناة الاقراض البنكي.....275

المبحث الخامس: قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الصرف 279

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات نموذج قناة سعر الصرف 279

أولا: تحديد فترات الابطاء المثلى.....280

ثانيا: اختبار التكامل المشترك لنموذج قناة سعر الصرف وفق (J- J Test).....280

المطلب الثاني: تقدير نموذج قناة سعر الصرف وفق نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM).....281

الفرع الأول: التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير نموذج (VECM).....281

الفرع الثاني: تقدير دوال نموذج قناة سعر الصرف وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS).....283

أولا: تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف.....283

ثانيا: تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف.....287

ثالثا: تقدير سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف.....290

المطلب الثالث: قياس أثر وأهمية قناة سعر الصرف في تفسير التقلبات في الناتج والأسعار في الجزائر.... 293

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة بالنسبة لمتغيرات نموذج قناة سعر الصرف.....293

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات نموذج قناة قناة سعر الصرف.....297

مناقشة نتائج التحليل القياسي: 301

الخاتمة

أولا. نتائج الدراسة.....307

ثانيا. توصيات الدراسة.....312

ثالثا. آفاق الدراسة.....313

قائمة المراجع.....315

ملاحق الدراسة.....329-360

الملخص باللغة العربية

الملخص باللغة الانجليزية

الملخص باللغة الفرنسية

قائمة الجداول

قائمة الجداول:

قائمة الجداول

جدول رقم (1.1): الميزانية العمومية للبنوك 57
جدول رقم (1.2): البلدان المستهدفة لمعدلات التضخم خلال الفترة 1990-2015. 156
جدول رقم (2.2): الملامح الانتقائية لاستراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية سنة 2015 158
جدول رقم (1.3): التطورات النقدية الرئيسية في الجزائر خلال الفترة (1990-1993)..... 168
جدول رقم (2.3): التطورات النقدية الرئيسية بالأرقام في الجزائر خلال الفترة (1994-1998)..... 170
جدول رقم (3.3): التطورات النقدية الرئيسية بالنسب في الجزائر خلال الفترة (1994-1998)..... 170
جدول رقم (4.3): التطورات النقدية الرئيسية في الجزائر خلال الفترة (1999-2008)..... 172
جدول رقم (5.3): تطور معدلات النمو للمتغيرات النقدية في الجزائر للفترة (1999-2008)..... 172
جدول رقم (6.3): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة (1990-2016) 179
جدول رقم (7.3): تطور أداة الاحتياطي الاجباري في الجزائر..... 182
جدول رقم(8.3): تطور أداة استرجاع السيولة على بياض خلال الفترة (2002-2015) 185
جدول رقم(9.3): تطور مؤشرات تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة خلال الفترة(2005-2015) 188
جدول رقم (10.3): تطور عرض النقود ومكوناته في الاقتصاد الجزائري للفترة (1990-2001)..... 190
جدول رقم (11.3): تطور معدلات نمو عرض النقود ومكوناته خلال الفترة (1990-2001) 190
جدول رقم (12.3): تطور عرض النقود ومكوناته في الاقتصاد الجزائري للفترة (2002-2016).....194
جدول رقم (13.3): تطور معدلات نمو عرض النقود ومكوناته في الجزائر للفترة (2002-2016)..... 194
جدول رقم (14.3): تطور معامل الاستقرار النقدي والتضخم في الجزائر خلال الفترة 1991-2016 200
جدول رقم (15.3): قياس درجة الاستقلالية الكلية للسلطة النقدية في الجزائر بعد صدور الأمر 03-11 204
جدول رقم (16.3): تطور الانحرافات عن معدل التضخم المستهدف ضمنيا في الجزائر خلال الفترة (2002 – 2010) 207
جدول (17.3): مقارنة بين معدل التضخم الفعلي والمستهدف خلال الفترة (2011 – 2016) 210
جدول رقم (1.4): نتائج اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لتحديد مدى استقراريه المتغيرات.....223
جدول رقم (2.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) للنموذج الأساسي 230
جدول رقم (3.4) نتائج اختبار (LM) للنموذج الأساسي وفق منهجية (VECM) 232
جدول رقم (4.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDISR على LNIPC في النموذج الأساسي 235

قائمة الجداول:

جدول رقم (5.4): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بالنموذج الأساسي 236

جدول رقم (6.4): الاستجابة التراكمية للتغير في مستوى الأسعار والناتج الاجمالي لصدمة موجبة في السياسة النقدية (للنموذج الأساسي) 237

جدول رقم (7.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي) 239

جدول رقم (8.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي) 240

جدول رقم (9.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) لنموذج قناة سعر الفائدة..... 242

جدول رقم (10.4): نتائج اختبار استقرارية نموذج (VAR) المستخدم في النموذج الأساسي 243

جدول رقم (11.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة 245

جدول رقم (12.4) نتائج اختبار (LM) لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة 247

جدول رقم (13.4) نتائج اختبار(ARCH) لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة.....247

جدول رقم (14.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDR على LNIPC في نموذج قناة سعر الفائدة.....248

جدول رقم (15.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDISR على LNIPC في نموذج سعر الفائدة 249

جدول رقم (16.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثرLNGDP على LNIPC (نموذج قناة سعر الفائدة 249

جدول رقم (17.4): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة..... 250

جدول رقم (18.4) نتائج إختبار (LM) لدالة الناتج المحلي الاجمالي في نموذج قناة سعر الفائدة..... 251

جدول رقم (19.4) نتائج اختبار (ARCH) لدالة الناتج المحلي الاجمالي في نموذج قناة سعر الفائدة..... 251

جدول رقم (20.4): نتائج تقدير دالة سعر الفائدة في السوق النقدية (نموذج قناة سعر الفائدة) 252

جدول رقم (21.4) نتائج الاختبار (ARCH) لدالة معدل الفائدة الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة 253

جدول رقم (22.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNIPC على LNDR (نموذج قناة سعر الفائدة) 254

جدول رقم (23.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDISR على LNDR (نموذج سعر الفائدة)..... 255

جدول رقم (24.4): استجابة التغير في سعر الفائدة لصدمة موجبة في السياسة النقدية بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة.....257

جدول رقم (25.4): استجابة التغير في المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الفائدة بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة 258

جدول رقم (26.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الفائدة (نموذج قناة سعر الفائدة) 259

جدول رقم (27.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في مستوى الأسعار (نموذج قناة سعر الفائدة) 260

قائمة الجداول:

جدول رقم (28.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج الاجمالي (نموذج قناة سعر الفائدة)..... 260

جدول رقم (29.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) لمتغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي 263

جدول رقم (30.4) نتائج إختبار (LM) لنموذج قناة الاقراض البنكي وفق نموذج (VECM) 265

جدول رقم (31.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة الاقراض البنكي..... 266

جدول رقم (32.4): نتائج اختبار (ARCH) لدالة مؤشر الأسعار (نموذج قناة الاقراض البنكي) 267

جدول رقم (33.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNCR على LNIPC في نموذج الاقراض البنكي 268

جدول رقم(34.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNIPC (نموذج الاقراض البنكي) 269

جدول رقم (35.4): نتائج تقدير دالة القروض البنكية الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي 270

جدول رقم (36.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNCR (نموذج الاقراض البنكي) 271

جدول رقم (37.4): استجابة التغير في حجم القروض البنكية لصدمة موجبة في سعر إعادة الخصم (نموذج قناة الاقراض البنكي)..... 273

جدول رقم (38.4): استجابة التغير في المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في حجم القروض البنكية (نموذج قناة الاقراض البنكي)..... 274

جدول رقم (39.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في حجم القروض (نموذج قناة الاقراض البنكي)..... 275

جدول رقم (40.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار (نموذج قناة الاقراض البنكي) 276

جدول رقم (41.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج (نموذج قناة الاقراض البنكي)..... 277

جدول رقم (42.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) لنموذج قناة سعر الصرف 280

جدول رقم (43.4) نتائج اختبار (LM) لنموذج قناة سعر الصرف وفق نموذج (VECM) 282

جدول رقم (44.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف 284

جدول رقم (45.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNREER على LNIPC (نموذج قناة سعر الصرف) 286

جدول رقم (46.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNIPC (نموذج قناة سعر الصرف)..... 286

جدول رقم (47.4): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف 287

جدول رقم (48.4): اختبار (ARCH) لدالة الناتج المحلي الاجمالي (نموذج قناة سعر الصرف)..... 288

جدول رقم (49.4): اختبار (LM) لدالة الناتج المحلي الاجمالي (بنموذج قناة سعر الصرف)..... 288

جدول رقم (50.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNREER على LNGDP (نموذج قناة سعر الصرف)..... 289

جدول رقم (51.4): نتائج تقدير دالة سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف 290

جدول رقم (52.4): اختبار (ARCH) لدالة سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف..... 291

قائمة الجداول:

جدول رقم (53.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNREER (نموذج قناة سعر الصرف) 292

جدول رقم (54.4): استجابة التغير في سعر الصرف لصدمة موجبة في السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف) 294

جدول رقم (55.4): استجابة التغير في المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي لصدمة موجبة في سعر الصرف (نموذج قناة سعر الصرف) 296

جدول رقم (56.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف) 297

جدول رقم (57.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في مستوى الأسعار المحلية في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف) 298

جدول رقم (58.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف) 299

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال:

قائمة الأشكال

شكل رقم (1.1): سعر الفائدة في النظرية الكلاسيكية.....21
شكل رقم (2.1): امكانية عدم توازن الادخار والاستثمار.....22
شكل رقم (3.1): تحديد سعر الفائدة حسب نظرية الأرصدة القابلة المعدة للإقراض.....23
شكل رقم (4.1): منحنى يبين التفضيل النقدي لغرض المعاملات والاحتياط.....31
شكل رقم (5.1): منحنى تفضيل السيولة.....33
شكل رقم (6.1): منحنى الكفاية الحدية لرأس المال.....36
شكل رقم (7.1): العلاقة بين الاستثمار الادخار والدخل (مضاعف الاستثمار).....40
شكل رقم (8.1): ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية في الفكر الكينزي.....41
شكل رقم (9.1): منحنى دالة الطلب على النقود.....49
شكل رقم (10.1): اشتقاق المنحنى البياني لتابع (LM)..... 51
شكل رقم (11.1): اشتقاق المنحنى البياني لتابع (IS)..... 53
شكل رقم (12.1): التمثيل البياني لمنحنى التوازن الشامل (IS-LM)..... 54
شكل (13.1): أثر السياسة النقدية الانكماشية على توازن سوقي السلع والخدمات والنقود.....56
شكل رقم (14.1): أثر السياسة التوسعية على توازن سوقي السلع والخدمات والنقود.....56
شكل رقم (15.1): أثر السياسة النقدية التوسعية على الناتج في إطار نموذج CC-LM.....62
شكل رقم (16.1): منحنى الطلب الكلي.....64
شكل رقم (17.1): منحنى العرض الكلي قصير الأجل..... 66
شكل رقم (18.1): منحنى العرض الكلي في الأجل الطويل.....67
شكل رقم (19.1)(أ): أثر تغير الطلب الكلي على التوازن الاقتصادي في الأجل القصير.....68
شكل رقم (19.1)(ب): أثر تغير العرض الكلي على التوازن الاقتصادي في الأجل القصير.....70
شكل رقم (20.1): التوازن الاقتصادي والتغير فيه في الأجل الطويل.....71
شكل رقم (21.1) (أ): الأثر قصير الأجل للسياسة النقدية التوسعية على الأسعار والناتج من جانب الطلب

قائمة الأشكال:

الكلي.....73
شكل رقم (21.1) (ب): الأثر طويل الأجل للسياسة النقدية التوسعية على الأسعار والناتج من جانب الطلب الكلي....75
شكل رقم (22.1): أثر السياسة النقدية التوسعية بواسطة قناة سعر الفائدة 79
شكل رقم (1.2): المربع السحري لكالدور في تحقيق أهداف السياسة النقدية.....106
شكل رقم (2.2): آلية التناسق بين أدوات السياسة النقدية والأهداف النهائية.....108
شكل (3.2): اثر سعر اعادة الخصم على عرض النقود.....110
شكل رقم (4.2): حالة تكافؤ القوة الشرائية النسبية.....126
شكل رقم (1.3): تطور مكونات العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 1990-2001.....192
شكل رقم (2.3): تطور مجموع وسائل الدفع (M2) في الجزائر خلال الفترة 1990-2001.....193
شكل رقم (3.3): تطور مجموع وسائل الدفع (M2) في الجزائر خلال الفترة 2002-2016.....196
شكل رقم (4.3): تطور مكونات العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2002-2016.....197
شكل رقم (5.3): تطور معدل التضخم الفعلي والمستهدف في الجزائر للفترة (2002-2010).....208
شكل رقم (6.3): تطور معدل التضخم المستهدف والفعلي في الجزائر خلال الفترة (2011-2016).....210
شكل رقم (1.4): الايضاح البياني للمتغيرات المستخدمة في التقدير خلال الفترة (1995-2016).....218
شكل رقم (2.4): مخطط هيكلية الاختبارات القياسية.....222
شكل رقم (3.4) نتائج اختبار استقرارية نموذج (VECM) المستخدم للنموذج الأساسي.....233
شكل رقم (4.4): أثر صدمة السياسة النقدية على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي).....238
شكل رقم (5.4): أثر صدمة السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي).....238
شكل رقم (6.4): نتائج اختبار استقرارية نموذج (VAR) المستخدم في نموذج قناة سعر الفائدة.....244
شكل رقم (7.4): نتائج بواقي تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة.....246
شكل رقم (8.4): أثر صدمة السياسة النقدية على سعر الفائدة طويل الأجل (لنموذج قناة الفائدة).....257
شكل رقم (9.4): أثر صدمة سعر الفائدة على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير (لنموذج قناة سعر الفائدة).....258
شكل رقم (10.4) نتائج اختبار استقرارية نموذج (VECM) المستخدم في نموذج قناة الاقراض البنكي.....,.....265
شكل رقم (11.4): أثر صدمة السياسة النقدية على حجم القروض البنكية في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة الاقراض البنكي)..... 274

قائمة الأشكال:

شكل رقم (12.4): أثر صدمة حجم القروض البنكية على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط والطويل (نموذج قناة الاقراض البنكي).....275
شكل رقم (13.4): اختبار نتائج استقرارية نموذج (VECM) الخاص بنموذج قناة سعر الصرف.....283
شكل رقم (14.4): أثر صدمة السياسة النقدية على سعر الصرف الفعال الحقيقي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف).....295
شكل رقم (15.4): أثر صدمة سعر الصرف على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف).....296
شكل رقم (16.4): أثر صدمة سعر الصرف على الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف 297

قائمة ملاحق الدراسة

قائمة ملاحق الدراسة:

قائمة ملاحق الدراسة

الملحق رقم (01): نتائج اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لتحديد مدى استقراريه المتغيرات.....329
الملحق رقم (2): نتائج اختبار فترات الابطاء المثلى.....334
جدول رقم (م1.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بالنموذج الأساسي.....334
جدول رقم (م2.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بنموذج قناة سعر الفائدة.....334
جدول رقم (م3.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بنموذج قناة الاقراض البنكي.....335
جدول رقم (م4.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بنموذج قناة الاقراض البنكي.....335
الملحق رقم (3): نتائج اختبار لنماذج الدراسة وفق (Johannsen- Juselius Test).....336
جدول رقم (م1.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J -J) لمتغيرات النموذج الأساسي.....336
جدول رقم (م2.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J -J) لمتغيرات نموذج قناة سعر الفائدة.....336
جدول رقم (م3.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J -J) لمتغيرات نموذج قناة الاقراض.....337
جدول رقم (م4.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J -J) لمتغيرات نموذج قناة سعر الصرف.....338
الملحق رقم (4): نتائج تقدير نماذج الدراسة وفق منهجية نموذج (VAR) و(VECM).....339
جدول رقم (م1.4): نتائج تقدير النموذج الأساسي وفق منهجية نموذج (VECM).....339
جدول رقم (م2.4): نتائج تقدير نموذج قناة سعر الفائدة وفق منهجية نموذج (VAR).....340
جدول رقم (م3.4): نتائج تقدير نموذج قناة الاقراض البنكي وفق منهجية نموذج (VECM).....341
جدول رقم (م4.4): نتائج تقدير نموذج قناة سعر الصرف وفق منهجية نموذج (VECM).....343
الملحق رقم (5): نتائج تقدير دوال نماذج الدراسة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS).....345
جدول رقم (م1.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بالنموذج الأساسي.....345
جدول رقم (م2.5): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بالنموذج الأساسي.....345
جدول رقم (م3.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة.....346
جدول رقم (م4.5): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة.....346
جدول رقم (م5.5): نتائج تقدير دالة سعر الفائدة الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة.....347
جدول رقم (م6.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي.....347
جدول رقم (م7.5): نتائج تقدير دالة القروض البنكية الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي.....348

قائمة ملاحق الدراسة:

جدول رقم (م8.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف.....349
جدول رقم (م9.5): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف.....349
جدول رقم (م10.5): نتائج تقدير دالة سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف.....350
الملحق رقم (6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة.....351
جدول رقم (م1.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (النموذج الأساسي).....351
جدول رقم (م2.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (نموذج قناة سعر الفائدة).....352
جدول رقم (م3.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (نموذج قناة الاقراض البنكي).....353
جدول رقم (م4.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (نموذج قناة سعر الصرف).....354
الملحق رقم (7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ.....356
جدول رقم (م1.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (النموذج الأساسي).....356
جدول رقم (م2.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (نموذج قناة سعر الفائدة).....357
جدول رقم (م3.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (نموذج قناة الاقراض البنكي).....358
جدول رقم (م4.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (نموذج قناة سعر الصرف).....359

الإطـار العـام للدراســة

الإطار العام للدراسة

أولا. مقدمــة:

تستهدف الاقتصادات المتقدمة والنامية على حد سواء تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية ، والتي من أهمها تحقيق زيادة مستمرة في الناتج المحلي الاجمالي بمعدل نمو يفوق معدل نمو السكان مع الحفاظ على الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وفي سبيل ذلك تستخدم هذه الاقتصادات سياسات اقتصادية كلية متنوعة، ومن أهم هذه السياسات سياسات جانب الطلب أو ما يطلق عليها بسياسات التثبيت الاقتصادي.

ولقد احتلت السياسة النقدية مكانة هامة من بين سياسات جانب الطلب التي تعتمد عليها الدول في تحقيق أهدافها المختلفة، حيث ظهرت مع ظهور البنوك المركزية وتطورت مع تطور النظريات النقدية التي قدمها الأدب الاقتصادي في ظل الأزمات الاقتصادية والنقدية وحالة عدم الاستقرار الاقتصادي التي شهدتها مختلف دول العالم خاصة النامية منها، والتي كان سببها ظهور مشكلات جديدة لم تكن معروفة من قبل مثل: الكساد، التضخم، والركود التضخمي.

وتعرف السياسة النقدية بأنها تلك القواعد والاجراءات المعتمدة من طرف البنك المركزي للتحكم في الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد، وذلك بهدف التأثير على حجم الانفاق على السلع والخدمات المحلية والمستوردة في الاقتصاد الوطني، وبالتالي إحداث تغييرات في الطلب الكلي بما يحقق الأهداف النهائية المسطرة، وبما أنّ معظم البنوك المركزية يكون الهدف الأساسي لها استقرار الأسعار إلاّ أنّ العديد منها يسعى إلى تحقيق أهداف أخرى كرفع معدل النمو الاقتصادي، تحقيق التوظيف الكامل، تحقيق الاستقرار في سعر الصرف الأجنبي...الخ.

إنّ التغييرات في السياسة النقدية التي تسببها الصدمات سواء المحلية أو الخارجية يمكن أن تؤثر على تحقيق أهدافها النهائية، وعليه تقوم البنوك المركزية بإحداث تغييرات في سياساتها النقدية عن طريق توجيه وإعادة ضبط أدواتها الاجرائية الخاصة بها والتي عادة ما تكون سعر الفائدة قصير الأجل، حيث تقوم هذه الأدوات بالتأثير على الاقتصاد عن طريق ميكانيكية تعمل على تحويل الأثر النقدي إلى الأهداف النهائية، ويكون ذلك عبر مجموعة من القنوات الكلاسيكية والنيوكلاسيكية التي طرحها أدب الاقتصاد الكلي والنقدي، ومن أجل أن تكون هذه البنوك المركزية ناجحة في الوصول إلى أهدافها النهائية

يجب أن تمتلك تتبعا جيدا لتوقيت وآثار سياساتها على الاقتصاد، وعليه فهذا يتطلب فهما جيدا للميكانيكية التي يمكن للسياسة النقدية عن طريقها التأثير على النشاط الاقتصادي.

تعد ميكانيكية التحويل النقدي واحدة من بين أهم مجالات الدراسة في الاقتصاد النقدي والكلي لسببين، السبب الأول، هو أنّ فهم كيفية تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي أمر ضروري لتقييم ما هو موقف السياسة النقدية في وقت معين، أما السبب الثاني، يكون من أجل البحث واتخاذ قرار معين بشأن كيفية إعداد أدوات السياسة العامة، ذلك لأن صانعي السياسة النقدية يجب أن يكون لديهم تقييما دقيقا لتوقيت آثار سياساتهم على الاقتصاد، ولإجراء هذا التقييم يتعين عليهم فهم الميكانيكية التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار المحلية، وعليه فقد اهتم أدب الاقتصاد النقدي بأربع قنوات رئيسية لميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية هي: قناة سعر الفائدة، قناة سعر الصرف، قناة الإقراض البنكي، وقناة أسعار الأصول، إضافة إلى ذلك العديد من القنوات النيوكلاسيكية التي جاء بها أدب الاقتصاد المعاصر.

عرفت السياسة النقدية في الجزائر العديد من الاصلاحات والتطورات منذ صدور قانون النقد والقرض 10/90، حيث كان أبرزها صدور الأحكام التشريعية المتعلقة بالأمر 04/10 المعدل والمتمم للأمر 11/03، والتي أعطت ارساءً قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف أولي صريح للسياسة النقدية مبرزة بذلك ضرورة التوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر ، والتي تتطلب درجة عالية من الاستقلالية والمصداقية والشفافية للسلطة النقدية.

وفي ظل تراجع أسعار النفط التي تعتبر المورد الرئيس لمداخيل الاقتصاد الجزائري، تراجعت معه الموارد المالية لصندوق ضبط ايرادات المحروقات بداية من سنة 2014، والتي كانت الملجأ الوحيد لتغطية العجز في الميزانية منذ السنوات الأولى من الألفية الثانية، وموازاة مع التقييد الذي فرضته أوامر رئيس الجمهورية الناهية عن التوجه إلى الاستدانة الخارجية قامت الحكومة باللجوء لحل سريع تمثل في التمويل الاستثنائي أو ما يعرف بالتمويل غير التقليدي، وهو ما استجاب له المشرع الجزائري بإصدار القانون رقم 10/17 المعدل والمتمم للأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض، حيث نصت فيه المادة 45 مكرر بإلزامية قيام بنك الجزائر وبشكل استثنائي لمدة خمس (05) سنوات بشراء مباشرة السندات المالية التي تصدرها الخزينة، وذلك من أجل المساهمة على وجه الخصوص في: تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛ تمويل الدين العمومي؛ وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

والجزائر كغيرها من الدول النامية تأثرت في الآونة الأخيرة لدرجة كبيرة بالعوامل الهيكلية المتغيرة ديناميكيا، مثل خصائص النظام المصرفي فضلا عن العوامل النفسية، لاسيما وأنها تمر بهذه الفترة الانتقالية، والتي أثرت على البيئة التي يمارس فيها بنك الجزائر سياسته النقدية، حيث أدّت هذه التغيرات إلى تغير في فاعلية قنوات تحويل السياسة النقدية، فمعرفة القنوات الفعالة التي تعمل على تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار أمر مهم جدا في ظل هذه الاصلاحات، ذلك لأنها تمكننا من معرفة أبعاد آليات السياسة النقدية وآثارها على الحياة الاقتصادية.

ثانيا. إشكالية الدراسة:

يعاني الاقتصاد الجزائري من عدة مشاكل تتمثل في عدم الاستقرار النقدي، انخفاض معدلات النمو خارج قطاع المحروقات، البطالة ....إلخ، ويسعى واضعو السياسة الاقتصادية ومتخذو القرار إلى حل هذه المشاكل الاقتصادية أو على الأقل التخفيف من حدتها وأثرها على الاقتصاد الوطني، وذلك بانتهاج السياسات الاقتصادية الكلية والتي من بينها السياسة النقدية.

وتعنى هذه الدراسة باختبار أهم قنوات التحويل النقدي التي يمكن أن تعتمد عليها السلطة النقدية الجزائرية في التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار، إذ بين الأدب الاقتصادي وجود علاقة غير مباشرة بين السياسة النقدية والنشاط الاقتصادي الحقيقي، حيث تؤثر السياسة النقدية على هذا الأخير والأهداف النهائية الأخرى كمعدل التضخم من خلال تأثيرها على قنوات كلاسيكية ونيوكلاسيكية متعددة، ونظرا لضعف السوق المالية الجزائرية محليا واقليميا فإنّ واضعوا السياسة النقدية يعتمدون فقط على القنوات التي تعمل من خلال السوق النقدية والمتمثلة أساسا في: قناة سعر الفائدة، قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف.

وبناءً على ما سبق فإنّ هذه الدراسة حاولت حصر الاشكالية المطروحة في التساؤل الجوهري الآتي:

"**ما مدى فاعلية قنوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحويل الأثر النقدي إلى المتغيرات المستهدفة في الاقتصاد الجزائري والمتمثلة أساسا في كل من مؤشر أسعار الاستهلاك والناتج المحلي الإجمالي، وهذا خلال الفترة الممتدة ما بين (1990-2016)؟**".

إنّ هذا التساؤل الجوهري يقودنا إلى الأسئلة الفرعية الآتية:

س1. ما الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحقيق هدف الاستقرار النقدي خلال فترة الدراسة؟.

س2. كيف تؤثر السياسة النقدية لبنك الجزائر على الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر أسعار الاستهلاك من خلال قناة سعر الفائدة؟ وهل هي فاعلة في تحويل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري؟.

س3. كيف تؤثر السياسة النقدية لبنك الجزائر على الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر أسعار الاستهلاك من خلال قناة الاقراض البنكي؟. وهل هي فاعلة في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد الجزائري؟.

س4. كيف تؤثر السياسة النقدية لبنك الجزائر على الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر أسعار الاستهلاك من خلال قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال؟. وهل هي فاعلة في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد الجزائري؟.

ثالثا. فرضيات الدراسة:

لغايات تحقيق أهداف الدراسة، وحتى تتسنى لنا الاجابة على الأسئلة المطروحة وكذا معالجة اشكالية الدراسة، سيتم اختبار الفرضيات الآتية:

ف1. إنّ أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لبنك الجزائر سواء التقليدية منها أو المستحدثة يمكن أن تلعب دورا هاما في إدارة السيولة المصرفية وامتصاص الفائض منها، الأمر الذي قد يساعد بنك الجزائر على تحقيق هدف الاستقرار النقدي؛

ف2. إنّ العلاقة بين قناة سعر الفائدة وكل من الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر أسعار الاستهلاك في الجزائر تكون عكسية مثلما جاءت به النظرية الاقتصادية، كما أنّ هذه القناة قد لا تلعب أي دور في تحويل الأثر النقدي إلى المتغيرات المستهدفة في الاقتصاد الجزائري في ظل وجود شريحة كبيرة من المستثمرين والأفراد المتمسكين بمبادئ الشريعة الاسلامية؛

ف3. يمكن أن تلعب قناة القروض البنكية دورا هاما في التأثير على مؤشر أسعار الاستهلاك بنفس الاتجاه، وبما أنّ نسبة كبيرة من القروض الموجهة للاقتصاد عبارة عن قروض متعثرة خاصة منها تلك التي تدخل في إطار ANSEJ و ANGEM، يمكن القول أنّ هذه القناة قد لا تكون فاعلة في التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي، خاصة وأنّ الجهاز الانتاجي في الجزائر غير مرن؛

ف4. قد تكون العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي الفعال ومؤشر أسعار الاستهلاك في الجزائر طردية ، كما قد تكون العلاقة عكسية مع الناتج المحلي الاجمالي، وعليه وفي ظل عدم مرونة في الجهاز الانتاجي الجزائري يمكن القول أنّ قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال تلعب دورا مهما في استهداف معدل التضخم، بينما لا يمكن أن تلعب أي دور مهم في استهداف معدل النمو الاقتصادي.

رابعا. أهمية الدراسة:

تتلخص أهمية الدراسة في الآتي:

- يكاد يكون هناك اتفاق في الأدب الاقتصادي حول أهمية ودور السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، إلاّ أنّ الكيفية التي يمكن من خلالها تحويل هذا الأثر إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار لا تزال محل اختلاف وجدل بين العديد من الاقتصاديين والأكاديميين؛ وتتضح أهمية هذه الدراسة من خلال محاولتنا تحديد العلاقة بين السياسة النقدية وقنواتها من جهة، ومن جهة أخرى تحديد العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأهم متغيرين اقتصاديين (الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار)، مع معرفة القنوات المثلى التي تعمل على تحويل الأثر النقدي لهذين المتغيرين، خاصة وأنّهما يملكان تأثير قوي على مستوى معيشة الأفراد؛

- إنّ معرفة توقيت وأثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الحقيقي ومستوى الأسعار المحلية في الآجال الزمنية المختلفة (القصيرة، المتوسطة، والطويلة)، يمكن أن يفيد واضعي السياسة النقدية في الجزائر من معرفة الوقت المناسب لإحداث تغييرات في أدوات السياسة النقدية بالشكل الذي يكفل تحقيق الأهداف النهائية المسطرة؛

- إنّ معرفة أثر صدمة السياسة النقدية الموجبة (رفع سعر إعادة الخصم) على قنوات السياسة النقدية، ومن ثمّ على الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار المحلية قد يفيد واضعي السياسة النقدية في الجزائر على مدى امكانية استخدام سعر الفائدة المذكور كهدف تشغيلي لتحقيق الأهداف المنشودة؛

- إنّ معرفة الأهمية النسبية لكل قناة من القنوات المذكورة سابقا في تفسير التقلبات في الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار قد يفيد واضعي السياسة النقدية في الجزائر التعرف على مدى امكانية استخدام القناة المثلى كهدف وسيطي لتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

خامسا. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة للوصول إلى مجموعة من الأهداف التي من شأنها أن توضح كيفية تحويل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الجزائري، وكذلك يمكن أن تقدم نظرة علمية أكاديمية لمتخذي القرار في هذا الشأن، إذ على بنك الجزائر أن يكون على دراية وفهم دقيق بالقنوات المثلى التي تمكنه من إدارة السياسة النقدية إدارة سليمة نحو تحقيق أهدافه النهائية، ويمكن حصر أهداف الدراسة في:

- دراسة وتحليل أهم التطورات التي عرفتها ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية في المدارس النقدية؛
- التعرف على أهم الاستراتيجيات المعتمدة من قبل السلطة النقدية في الجزائر، والتي تسعى من خلالها إلى تحقيق الأهداف النهائية؛
- قياس أثر السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار في الجزائر؛
- قياس أثر صدمة السياسة النقدية على قنوات التحويل النقدي في الجزائر؛
- قياس أثر صدمة كل من قناة سعر الفائدة وقناة الاقراض البنكي وقناة سعر الصرف على الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار؛
- قياس الأهمية النسبية للقنوات المذكورة أعلاه في تفسير التقلبات في الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار؛
- قياس مدى فاعلية قنوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد الجزائري.

سادسا. منهج الدراسة:

تبنت الدراسة منهج يلائم مثل هذا النوع من الدراسات، حيث اعتمدت في تحقيق أهدافها على كل من المنهج الاستنباطي، المنهج الوصفي التحليلي، إضافة إلى ذلك اعتمدت بعض الأساليب منها: أسلوب التحليل الرياضي وأسلوب التحليل الكمي.

تم الاعتماد على كل من المنهج الاستنباطي وأسلوب التحليل الرياضي في الفصل الأول وجزء من الفصل الثاني من الدراسة، وذلك عند عرض أهم النظريات النقدية الخاصة بتطور ميكانيكية التحويل النقدي وقنوات السياسة النقدية، كما تم الاعتماد على أسلوب التحليل الرياضي أيضا عند دراسة أثر

التغييرات في السياسة النقدية على الناتج الحقيقي ومستوى الأسعار المحلية في إطار النماذج الماكرو اقتصادية.

وبالنسبة للمنهج الوصفي التحليلي فقد ظهر عند جمع وتحليل البيانات خاصة في المبحث الثالث من الفصل الثاني وكل الفصل الثالث، وذلك عند تقييم كل من استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية وتطور الوضعية النقدية وأدوات السياسة في الجزائر، إضافة إلى ذلك عند تقييم كل من كفاءة أدوات السياسة النقدية وتجربة استهداف التضخم في الجزائر.

أما بالنسبة للأسلوب الكمي فقد تم الاعتماد عليه في الفصل الرابع من الدراسة، وذلك عند القيام بالتحليل الاقتصادي القياسي باستخدام كل من اختبار **(Wald test)**، دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة، و كذا تحليل مكونات تباين حد الخطأ المستخرجة من نموذج متجه الانحدار الذاتي **(VAR)**.

سابعا. الدراسات السابقة:

1) **دراسات على مستوى الاقتصادات المتقدمة، الأسواق الناشئة وأخرى نامية غير الجزائر**

- دراسة **(Hyung-Geun Park)** سنة (2013) أطروحة دكتوراه بعنوان:

" Trois essais empiriques sur les canaux de transmission entre secteurs réel et financier en Corée du sud".

قام الباحث بدراسة تجريبية من خلال أطروحة الدكتوراه هذه حول قدرة كل من قناة الاقراض البنكي وقناة رأس مال البنوك على تحويل الأثر النقدي من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي في كوريا الجنوبية قبل وبعد الأزمة المالية 1997، كما درس أيضا العلاقة بين التغيرات في قناة أسعار العقارات وقناة الاقراض البنكي من جهة، ومن جهة أخرى العلاقة بين التغير في أسعار العقارات وأداء البنوك، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أنّ قناة الاقراض البنكي تعمل بشكل جيد كقناة تحويل الأثر النقدي بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي بعد الأزمة 97، كما خلصت الدراسة أيضا أنّ رأس مال البنوك يعتبر قناة مهمة في تحويل أثر صدمات السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي، وأخيرا أظهر التحليل التجريبي أيضا وجود علاقة طويلة الأجل بين العقارات والقروض المصرفية، وأيضا تطور أسعار العقارات يميل إلى أن يرتبط ارتباطًا إيجابيًا بنسبة العائد على الأصول ويرتبط بشكل سلبي بنسبة القروض غير المربحة، كما أظهرت نتيجة التقدير أن العلاقة قد تعززت في فترات الركود الاقتصادي.

- دراسة **(Cornel Oros)** سنة (2007) مقالة بعنوان:

Mécanismes de transmission de la politique monétaire en Roumanie.

قام الباحث بدراسة تجريبية لاختبار مدى فاعلية كل من قناة سعر الفائدة، قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد الروماني، وتمت الدراسة على فترتين، الفترة الأولى من (1998 إلى 2007) أما الفترة الثانية من (2000 إلى 2007) وتم ذلك باستخدام بيانات شهرية، كما تم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج **(VAR)** للربط بين المتغيرات الداخلية الآتية: مؤشر الانتاج الصناعي، مؤشر أسعار الاستهلاك، سعر الفائدة الاسمي، سعر الصرف الاسمي والقروض الداخلية، كما تم استخدام بعض المتغيرات الخارجية كمؤشر الانتاج الصناعي في الاتحاد الأوروبي، أسعار الاستهلاك للاتحاد الأوروبي، وكذا سعر الفائدة الاسمي للسوق النقدية في منطقة الأورو، وبعد تقدير النموذج المستخدم توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أهمية سعر الفائدة في تحويل الأثر النقدي خلال الفترة 2000–2007 وبروز دورها كأداة لامتصاص الصدمات الحقيقية على عكس ما تبين خلال الفترة 1998–2007؛ قوة فاعلية سعر الصرف في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد الروماني للفترة 2000–2007؛ أما في ما يخص الاقراض البنكي فقد أثبتت الدراسة دورها الضعيف خلال الفترتين.

- دراسة **(Maino and Horvath)** سنة (2006) مقالة بعنوان:

Monetary Transmission Mechanism In Belarus.

قام الباحث بدراسة تجريبية لميكانيكية تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد البيلاروسي باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة (1995–2005)، وذلك بالاعتماد على نموذج **(VAR)** في ربط متغيرات الدراسة، وبعد تقدير النموذج بالاعتماد على أداة التحليل القياسي المتمثلة في دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة توصل الباحث إلى وجود أثر معنوي لقناتي سعر الفائدة وسعر الصرف في تحويل أثر السياسة النقدية وبشكل أكبر من قناة الاقراض البنكي والأسواق المالية.

- دراسة **(Tushar Poddar and al)** سنة (2006) مقالة بعنوان:

The Monetary Transmission Mechanism in Jordan.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الأردني باستخدام بيانات ربع سنوية تغطي الفترة (1996–2005)، وذلك بالاعتماد على نموذج (SVAR) في ربط

المتغيرات الآتية: الناتج الحقيقي، قناة سعر الفائدة، قناة أسعار الأسهم، قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف، وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير للسياسة النقدية على الناتج الحقيقي، وبالتالي عدم أهمية القنوات محل الدراسة في التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي.

- دراسة **(Disyatat, P. and P. Vongsinsirikul)** سنة (2002) مقالة بعنوان:

Monetary policy and the transmission mechanism in Thailand.

تناولت هذه الدراسة قنوات تحويل أثر السياسة النقدية في الاقتصاد التايلاندي، وذلك باستخدام **نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR)**، وبعد تقدير النموذج توصلت الدراسة إلى أنّ قناة سعر الفائدة هي الأكثر فاعلية في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد.

- دراسة **(Maxym Kryshko)** سنة (2001) مقالة بعنوان:

Bank Lending Channel and Monetary Transmission Mechanism In Ukraine.

قام الباحث بدراسة تجريبية لميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الأكراني من خلال قناة الاقراض البنكي، حيث تم الاعتماد على بينات شهرية تخص الفترة (من فيفري 1997 إلى سبتمبر 2000)، وتم الربط بين متغيرات الدراسة **بنموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)**، وخلصت الدراسة إلى وجود أدلة حول قدرة قناة الاقراض البنكي في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد الأوكراني.

- دراسة **(Martinez et al)** سنة (2001) مقالة بعنوان:

Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Mixico.

قام الباحث بدراسة تجريبية لقنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد المكسيكي باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة (1997–2000)، وتم الربط بين متغيرات الدراسة **بنموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR)**، وخلصت الدراسة إلى وجود دور لكل من قناة سعر الفائدة، قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف في تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد المكسيكي، كما أنّ قناة سعر الفائدة كانت أهم القنوات المدروسة من حيث التأثير على الناتج الحقيقي والأسعار.

- دراسة **(Bertrand Candelon, Elisabeth Cudeville)** سنة (1997) بعنوان:

Politique monétaire et Canal du Crédit : Une estimation empirique sur l'économie française.

تهدف هذه الورقة البحثية إلى دراسة أثر السياسة النقدية وقنواتها على النشاط الاقتصادي الحقيقي في فرنسا مع محاولة عزل قنوات التحويل المختلفة باستثناء قناة الاقراض البنكي، وتم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج **(VAR)**، وبعد تقدير النموذج توصلت الدراسة إلى أهمية كل من قناة القروض البنكية والأرصدة النقدية في تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي.

2) دراسات على مستوى الاقتصاد الجزائري:

- دراسة **(بقبق ليلى اسمهان)** سنة (2015) بعنوان:

آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتها الداخلية –دراسة قياسية–

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد الآلية المثلى التي تعمل على تحويل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الجزائري، حيث استخدمت الباحثة بيانات سنوية تغطي الفترة **(1964–2012)**، وتم استخدام المتغيرات الآتية: سعر إعادة الخصم، قناة سعر الصرف الاسمي، قناة الكتلة النقدية، قناة القروض البنكية، مؤشر أسعار الاستهلاك، والناتج المحلي الاجمالي، وقد تم الربط بين كل المتغيرات بنموذج واحد **(VECM)**، وبعد تقدير النموذج توصلت الباحثة إلى أنّ الكتلة النقدية هي المؤثر الوحيد بشكل جيد على الاقتصاد الجزائري، أما بقية القنوات الأخرى فقد ظهرت غير مؤثرة على النشاط الاقتصادي والأسعار باستثناء قناة القروض البنكية التي كانت فاعليتها ضعيفة جدا.

- دراسة **(بن لدغم فتحي)** سنة (2012) بعنوان:

ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد ميكانيزمات انتقال أثر السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري، حيث استخدم الباحث بيانات ربيع سنوية تغطي الفترة **(1970–2010)**، وتم استخدام المتغيرات الآتية: سعر إعادة الخصم، سعر الفائدة، متوسط معدلات الفائدة في السوق النقدية، سعر الصرف الاسمي، حجم القروض البنكية، مؤشر أسعار الاستهلاك، والناتج المحلي الاجمالي، وقد تم الربط بين المتغيرات بنموذج **(VAR)**، وبعد تقدير النموذج توصل الباحث إلى أنّ هذه الميكانيزمات لم تكن فاعلة بما يكفي لمتطلبات الاقتصاد لا قبل ولا بعد صدور قانون النقد والقرض.

ثامنا. مميزات الدراسة:

من خلال الدراسات التجريبية السابقة التي تم التطرق إليها يُعتبر هذا الموضوع أحد التحديات الأكثر أهمية التي تحتاج إلى معالجة، ولقد استخدم الباحثون في مختلف الاقتصادات العديد من المناهج: تحليل نظري، نمذجة بمعادلة، ونمذجة بعدة معادلات بدرجات متفاوتة من النجاح، والنتائج كانت تعتمد بدرجة كبيرة على الفترة الزمنية المحددة في الدراسة، فضلا عن ذلك توفير أكبر عدد ممكن من المشاهدات.

وعليه فهذه الدراسة تتميز عن غيرها من الدراسات التي أجريت على الاقتصاد الجزائري كونها استخدمت بيانات ربع سنوية (88 مشاهدة) تغطي أهم فترة عرفت فيها السياسة النقدية وقنواتها في الجزائر العديد من الاصلاحات والتحولات وهي الفترة (1995-2016)، حيث شهدت هذه الأخيرة العديد من الاصلاحات والتطورات كتخفيض قيمة الدينار الجزائري سنة 1994، تحرير معدلات الفائدة للبنوك، التخلي عن استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، تنظيم السوق النقدية من خلال التعليمة 95/28 المؤرخة في 1995/04/22، والتي تهدف إلى التعريف بالإطار العملي للتدخل في السوق النقدية، كما شهدت هذه الفترة أيضا إنشاء سوق ما بين البنوك مع إحداث مكاتب للصرف ابتداءً من 1996/01/01؛ وعليه يرى الباحث من خلال هذه الدراسة أنّ اختيار الفترة (1995-2016) يمكن أن يحقق لنا أفضل النتائج التي تكون قريبة من الواقع الاقتصادي الجزائري، خاصة وأنّ الفترة الممتدة من (1964-1990) كان فيها البنك المركزي الجزائري بمثابة موظف لدى الدولة وكانت استقلاليته منعدمة.

كما تميزت دراستنا أيضا عن غيرها من الدراسات التي أجريت على الاقتصاد الوطني بمنهجيتها المنتظمة من حيث تخصيص نموذج لكل قناة لكل قناة، فضلا عن ذلك إجراء العديد من الاختبارات المهمة كاختبار (Wald test)، الذي يعتبر من بين أهم الاختبارات التي يتطلبها هذا النوع من الدراسات، خاصة وأنّ هذا الاختبار يعمل على تحديد قناة التحويل في كل نموذج، كما أنّ نتائجه في تحديد العلاقة السببية بين المتغيرات تعتبر دقيقة جدا مقارنة النتائج التي تظهرها اختبارات (Granger)، وتميزت أيضا بأسلوب التحليل الاقتصادي للنتائج التجريبية بشكل مفصل وفي مختلف الآجال الزمنية (القصيرة، المتوسطة، والطويلة).

تاسعا. نموذج الدراسة:

لغايات تحقيق أهداف الدراسة سيتم بناء ثلاثة نماذج قياسية إضافة إلى ذلك نموذج أساسي، حيث تحوي هذه النماذج على متغيرات تم اختيارها بناءً على النظرية الاقتصادية ووفقا للدراسات السابقة التي أجريت حول الموضوع، وتتمثل هذه المتغيرات في كل من: اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الاجمالي كممثل للنشاط الاقتصادي الحقيقي (LNGDP)؛ اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الاستهلاك كمؤشر على معدل التضخم في الجزائر(LNIPC)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف الحقيقي الفعال (LNREER)، اللوغاريتم الطبيعي للقروض البنكية الموجهة للاقتصاد (LNCR)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر الفائدة على الودائع (LNDR)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر إعادة الخصم كمؤشر للسياسة النقدية لبنك الجزائر (LNDISR)، وسيتم الربط بين هذه المتغيرات باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)، وذلك خلال الفترة الممتدة من مارس 1995 حتى ديسمبر 2016 (88 مشاهدة)، وقد تم اختيار هذه الفترة لتوافر بيانات فصلية عن المتغيرات المستخدمة في التحليل ابتداء من 1995.

عاشرا. أقسام الدراسة:

استوجبت منا متطلبات الدراسة تقسيمها إلى أربعة فصول متكاملة، حيث تطرق الفصل الأول منها إلى **تطور قنوات وميكانيكية التحويل النقدي في الفكر الاقتصادي** من خلال ثلاثة مباحث أساسية، إذ خُصص المبحث الأول منه لـ تطور ميكانيكية تحويل الأثر النقدي في إطار النظريات النقدية، وعرض المبحث الثاني أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والأسعار في إطار نماذج الاقتصاد الكلي، أما المبحث الثالث فقد ركز على قنوات التحويل النقدي الكلاسيكية والنيوكلاسيكية.

وتناول الفصل الثاني **توجهات السياسة النقدية الحديثة وتحدياتها في ظل التغيرات المعاصرة** من خلال ثلاثة مباحث أساسية، ركز المبحث الأول منه للسياسة النقدية: مفهومها، تطورها، أهدافها، وأدواتها؛ وتطرق المبحث الثاني منه لـ سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، أما المبحث الثالث فتناول استراتيجية استهداف التضخم كإطار نقدي حديث للسياسة النقدية.

الفصل الثالث وجاء بعنوان **تحليل تطورات السياسة النقدية لبنك الجزائر للفترة (1990-2016)**، ويستهدف هذا الفصل أربعة مباحث أساسية؛ حيث تناول المبحث الأول منه دراسة المعالم الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)، أما المبحث الثاني فتطرق إلى أهم

أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1990-2016)، كما تطرق المبحث الثالث إلى تقييم كفاءة أدوات السياسة لبنك الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي، أما المبحث الرابع والأخير في هذا الفصل فقد تناول استهداف التضخم كاستراتيجية حديثة لتحقيق هدف الاستقرار النقدي في الجزائر.

أما الفصل الرابع والأخير لهذه الدراسة يستهدف **التحليل القياسي لقنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري**، ولتحقيق هذا الهدف تناول الفصل أربعة مباحث متكاملة، تطرق المبحث الأول منه إلى تقديم النموذج المستخدم ومنهجية التحليل القياسي المعتمدة في الدراسة القياسية، أما المبحث الثاني فتناول دراسة العلاقة المباشرة بين السياسة النقدية والاقتصاد الجزائري، في حين ركز المبحث الثالث على قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الفائدة، أما المبحث الرابع فتطرق إلى قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة الاقراض البنكي، وأخيرا تناول المبحث الخامس قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الصرف.

الفصل الأول:

تطور قنوات وميكانيكية التحويل النقدي في الفكر الاقتصادي

- تمهيد
- تطور ميكانيكية تحويل الأثر النقدي في إطار النظريات النقدية
- أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والأسعار في إطار نماذج الاقتصاد الكلي
- قنوات التحويل النقدي الكلاسيكية والنيوكلاسيكية
- خلاصة الفصل

تمهيد:

يشير تحويل أثر السياسة النقدية إلى الميكانيكية التي تنشأ عن تفعيل أدوات السياسة النقدية التي يعتمد عليها البنك المركزي للتأثير على الاقتصاد الحقيقي والأسعار، وبالتالي فإنّ هذه الميكانيكية تصف كيف يستجيب وكلاء القطاع الخاص لإجراءات السياسة النقدية التي تتخذها السلطة النقدية، وكيف تتفاعل هذه الأخيرة والقطاع الخاص بعد ذلك، ومن العوامل الهامة التي تؤثر على سلوك المتعاملين الاقتصاديين وصانعي السياسة الاقتصادية في هذا الصدد العوامل المؤسساتية والهيكلية، لا سيما تلك التي تتحكم في سير الأسواق المالية والسلوك المالي للشركات والوسطاء الماليين وتكوين ميزانياتهم.

وتسعى الأبحاث التي أجريت مؤخرا بشأن ميكانيكية التحويل النقدي إلى فهم الكيفية التي يمكن من خلالها تأثير التغييرات في أدوات السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى البحث أو اتخاذ قرار بشأن كيفية إعداد أدوات السياسة العامة، ذلك لأنّ صانعي السياسات النقدية يجب أن يكون لديهم تقييما دقيقا لتوقيت وتأثير سياساتهم في الاقتصاد. ولإجراء هذا التقييم يتعين عليهم فهم الميكانيكية التي تؤثر بواسطتها السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار المحلية، وعلى مدى السنوات الثلاثين الماضية كانت هناك تغيرات جذرية في سلوك، خاصة مع زيادة التركيز على هدف تحقيق استقرار الأسعار، الأمر الذي أدى إلى مزيد من التطور في فهم ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية، والذي تولد عنه ظهور قنوات تحويل نيوكلاسيكية إلى جانب القنوات الكلاسيكية المتمثلة أساسا في قناة سعر الفائدة، قناة الاقراض البنكي، قناة سعر الصرف، وقناة أسعار الأصول.

وسوف نتطرق في صلب هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية، حيث يعرض المبحث الأول تطور ميكانيكية تحويل الأثر النقدي في إطار النظريات النقدية، يليه المبحث الثاني الذي يتناول أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والأسعار في إطار نماذج الاقتصاد الكلي، وصولا للمبحث الثالث الذي نستعرض فيه أهم قنوات تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار.

المبحث الأول: تطور ميكانيكية تحويل الأثر النقدي في إطار النظريات النقدية

تعرّف ميكانيكية التحويل النقدي بأنها تلك العملية التي يتم من خلالها تحويل قرارات السياسة النقدية إلى تغيرات في الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار، وهذا عن طريق ما يسمى بقنوات السياسة النقدية[1]، ولما كان فهم الميكانيكية التي تتحول بها الصدمات النقدية إلى آثارا حقيقية من أهم أهداف الاقتصاد النقدي الكلي، فإنه من الضروري تقييم موقف السياسة النقدية خلال فترة معينة، ذلك لأنّ صانعي السياسات النقدية يجب أن يكون لديهم تقييما دقيقا لتوقيت وتأثير سياساتهم على الاقتصاد.

وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم المراحل التي مرت بها ميكانيكية التحويل النقدي في مدارس الأدب الاقتصادي، ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب أساسية، جاء المطلب الأول بعنوان النظرية النقدية الكلاسيكية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي، ويهدف هذا الأخير إلى تحليل هذه الميكانيكية السببية بناءً على أهم النظريات المنبثقة من أفكار رواد المدرسة الكلاسيكية والنيوكلاسيكية، وأبرز هذه النظريات: النظرية الكمية للنقود، نظرية الادخار والاستثمار، ونظرية الأرصدة المعدة للإقراض؛ أما المطلب الثاني فجاء بعنوان النظرية النقدية الكينزية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي، ومن أهم النظريات المفسرة لهذه الميكانيكية من وجهة النظر الكينزية: نظرية تفضيل السيولة، نظرية الكفاية الحدية للاستثمار، ونظرية مضاعف الاستثمار؛ أما المطلب الثالث والأخير في هذا المبحث جاء بعنوان: النظرية النقدية النقودية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي، وأهم ما يفسر هذه الميكانيكية وقنواتها من وجهة نظر هذه المدرسة ما يسمى بدالة فريدمان للطلب على النقود.

المطلب الأول: النظرية النقدية الكلاسيكية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي

انصب التحليل الكلاسيكي في إطار السياسة النقدية على عدة افتراضات كان أبرزها: أنّ النقود وسيط للتبادل فقط تُحدد قيمتها كما تُحدد قيمة أي سلعة أخرى في السوق، وذلك تبعا لتكلفة إنتاجها وكمية عرضها ومع افتراض أنّ إصدار النقود لا ينطوي على تكلفة الإنتاج، فإن المعروض النقدي هو المحدد

[1] Pany Karamanou, Lavan Mahadeva, Paul Robinson, George Syrichas, **Monetary Transmission Mechanism In Cyprus: A Fixed Exchange Rate Case,**
https://www.centralbank.cy/images/media/pdf/MPRPE_MONETARYTRANSMISSIONMECHANISMINCY.pdf

الأساسي لقيمتها؛ كما انصب أيضا على أن سعر الفائدة ظاهرة عينية وليست ظاهرة نقدية، وأنها تحدد من خلال عرض المدخرات والطلب على الاستثمارات[1].

ويمكن بيان ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية عند الكلاسيك من خلال النظرية الكمية للنقود، والتي تهدف إلى شرح العوامل التي تحدد المستوى العام للأسعار والأسباب التي تؤدي إلى تغيير قيمة النقود، كما يمكن بيانها أيضا من خلال النظريتين المفسرتين لسعر الفائدة، النظرية الكلاسيكية (نظرية الادخار والاستثمار)، والنظرية النيوكلاسيكية (نظرية الأرصدة المعدة للإقراض)[2].

الفرع الأول: نظرية كمية النقود الكلاسيكية

يعتبر الاقتصادي الفرنسي جون بودان (Jaun Bodin) أول من قام بصياغة النسخة الأولى لنظرية كمية النقود (سنة 1568)، حيث لاحظ آنذاك وجود علاقة نسبية بين كميات الذهب التي تدفقت إلى أوروبا من قبل المستعمرات الإسبانية والمستوى العام للأسعار في الاقتصاد، وكان تفسير بودان لهذه الظاهرة منحصرا على أنّ الاقتصادات التي يكون لها ميزان تجاري فائض بسبب تدفقات كميات معتبرة من المعادن النفيسة تشهد زيادة كبيرة من المعروض النقدي داخل البلد، وهذا ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة[3].

وظهرت بعد ذلك عدة نسخ لنظرية كمية النقود تم صياغتها أولا من قبل الفيلسوف الاسكتلندي جون لوك (JHON LOCKE) سنة 1960، ثم دافيد هيوم (DAVID HUME) سنة 1752، وبعد ذلك ريكارد كونتيون (RICHARD CANTILLON) 1757، وكان أول من حاول صياغتها في شكل رياضي الاقتصادي سيمون نيوكامب سنة 1886، إلاّ أنها لم تنتشر ولم تطبق حتى جاء الاقتصادي ارفنج فيشر (FISHER IRVING) أين قام بوضع الصيغة المشهورة بمعادلة التبادل سنة 1911، وبعد ذلك تم تطويرها على يد مجموعة من الاقتصاديين في جامعة كمبريدج أمثال مارشال وبيجو وأطلق عليها معادلة الأرصدة النقدية [4]. وتسند نظرية كمية النقود التقليدية إلى عدة فرضيات أساسية تتمثل في[5]:

1. المستوى العام للأسعار (P) متغير تابع للتغيرات الحاصلة في كمية النقود (M)؛

---

[1] محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، **النقود والمصارف**، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010، ص 44.

[2] راضي محمد العضايلة، **آليات الانتقال في الاقتصاد الأردني**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2010، ص 10.

[3] Jean-François Goux, **macroéconomie monétaire et financière: théories, institutions, politiques**, Economica, 6eme Ed, paris, 2011, p204.

[4] Didier marteaux, **monnaie, Banque et marchés financiers**, Economica, paris, France, 2008, p 106.

[5] محمد ضيف الله القطابري، **دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية دراسة (نظرية، تحليلية، قياسية)**، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010، ص 39.

2. الحجم الكلي للمبادلات (T) لا يتأثر بكمية النقود، وإنما يتوقف على التطور التكنولوجي والموارد الطبيعية، كما أنّ (T) ثابت في الأجل القصير لأن العوامل المؤثرة عليه غير قابلة للتغير بسرعة؛
3. سرعة دوران النقود (V) عامل مستقر وثابت في الأجل القصير؛ لأنه يتوقف على عوامل خارجية كعادات الدفع والسداد وغيرها.

ولقد ظهر بنظرية النقود التقليدية صيغتان، الأولى يطلق عليها معادلة التبادل لفيشر، أما الثانية يطلق عليها نظرية الأرصدة النقدية.

أولا: معادلة التبادل لفيشر

قام فيشر بوضع العلاقة بين الكتلة النقدية والمستوى العام للأسعار، وذلك بصياغة معادلة التبادل على الشكل الآتي[1]:

$$M \times V = P.T$$

M: الكتلة النقدية المدارة في الاقتصاد؛ V: سرعة دوران النقود أي عدد المرات التي يتم فيها استعمال الوحدة النقدية خلال فترة زمنية؛ P: المستوى العام للأسعار في الاقتصاد؛ T: الحجم الكلي للمبادلات من السلع والخدمات خلال سنة واحدة.

يتبين من المعادلة السابقة وفي ظل ثبات الفرضيات الأساسية لنظرية كمية النقود التقليدية أنّ النقود لا تؤثر إلاّ على المستوى العام للأسعار، وبالتالي فهذه النظرية تعتبر ساكنة، واستنادا إليها فإن معدل الفائدة يعتبر ظاهرة حقيقية يتقرر بعناصر حقيقة فقط على غرار عرض الإدخار والطلب على الاستثمار؛ وقد أكد فيشر من خلال نظرية الفائدة أن معدل الفائدة يتعلق بالتفضيل الزمني، أي أنه بمثابة العائد على التضحية الذي يقدمه المدخرون بسبب تأجيل استهلاكاتهم الحاضرة إلى المستقبل، وبالتالي فإن معدل الفائدة يؤثر على الدخل لأنه من أجل ادخار أكبر يجب أن يكون معدل الفائدة موجب[2].

ثانيا: معادلة الأرصدة النقدية (معادلة كامبريدج)

تطورت معادلة التبادل التي طرحها فيشر على أيدي أساتذة من جامعة كمبريدج على رأسهم، مارشال (Marchal)، بيجو (Pigeau)، روبرنسن (Robertson)، وسميت هذه النظرية بمعادلة الأرصدة

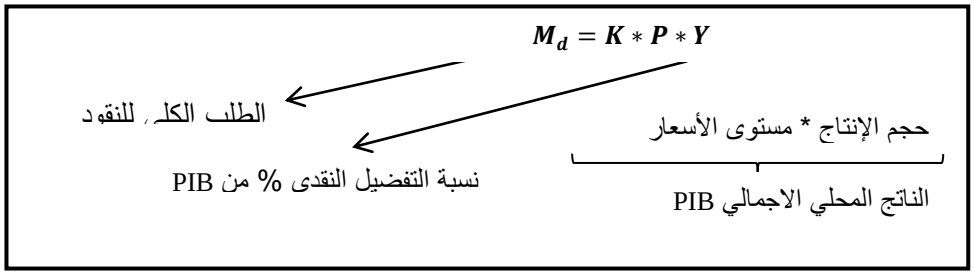
[1] Marc Montoussé, **théories économiques,** édition Breal , paris, France , 1999,p 100.

[2] محمد صالح القريشي، **اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية**، إثراء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2009،ص 207.

لأنها تقوم على العلاقة بين الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها وبين الدخول النقدية للأفراد، فالتغيرات المفاجئة والسريعة في رغبة الأفراد وميلهم للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة لتمويل شراء السلع والخدمات يمكنها أن تؤثر على حجم الإنتاج وحجم الدخل ومستوى الأسعار[1].

وتنطلق الفرضية الأساسية لهذه النظرية من أنّ النقود لها وظيفة أخرى إضافة لكونها وسيلة للتبادل، ألاّ وهي مخزن للقيمة، ووفقا لهذه النظرية فإن قيمة النقود تتحدد بعرض النقود والطلب عليها[2].

ولقد انطلق كل من مارشال وبيجو في نظريتهم من صيغة فيشر للمبادلة مع استبدال مقلوب سرعة دوران النقود $\frac{1}{v}$ بـ **K** : نسبة التفضيل النقدي، و: **T** (المبادلات) ويعبر عليها أيضا بـ **Y** والذي يمثل حجم الانتاج الكلي من السلع والخدمات، وتكتب معادلة كمبريدج كالآتي:



يُلاحَظ من خلال المعادلة السابقة أنّ (K) هي سر تفوق مارشال على تحليل فيشر، وتسمى (K) أحيانا نسبة مارشال، وهي عبارة عن نسبة ثابتة من الناتج المحلي الإجمالي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في شكل نقود سائلة، وتربط هذه الصيغة بين جانبين، الجانب الأيسر ويمثل عرض النقود M_d، أما الجانب الأيمن فيمثل الطلب على النقود K*P*T حيث يمثل (P*T) الناتج المحلي الإجمالي داخل البلد، أما K يمثل تلك النسبة من PIB وبالتالي فان ثبات K وT مع ضخ كتلة نقدية من M من قبل البنك المركزي يؤدي الى ارتفاع (P) المستوى العام للأسعار[3].

الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة في النظرية التقليدية[4]

نسعى من خلال هذا البند إلى تحديد سعر الفائدة من وجهة نظر كل من النظرية الكلاسيكية و النظرية النيوكلاسيكية.

[1] أحمد عبد الفتوح على الناقة، **نظرية النقود و الأسواق المالية**، مكتبة الاشعاع الفنية، الإسكندرية: مصر، 2001، ص 102.

[2] طاهر فاضل البياني، مير الروحي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص 132.

[3] Olivier Blanchard, Daniel Cohen, **Macroéconomie**, 3e édition, Pearson éducation, France, 2004, p 241.

[4] نقصد بالنظرية النقدية التقليدية آراء وأفكار المدرسة الكلاسيكية والنيوكلاسيكية.

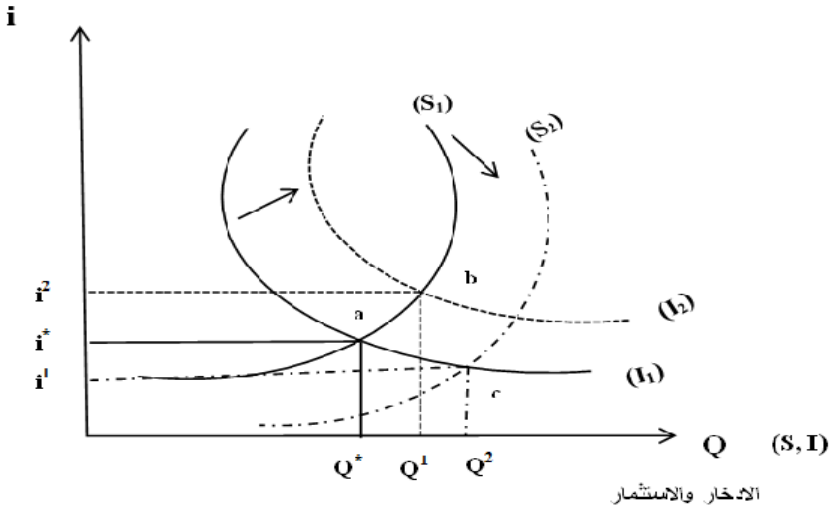
أولا: تحديد سعر الفائدة في النظرية الكلاسيكية (نظرية الادخار والاستثمار)

يُعبّر سعر الفائدة وفقا للنظرية الكلاسيكية عن عائد التضحية الذي يدفع للأفراد عند استمالتهم لتأجيل الاستهلاك الحاضر ومن ثم عرض المدخرات، وبالتالي فإن سعر الفائدة التوازني يتحدد من خلال تقاطع منحنى عرض الادخارات ومنحنى الطلب على الاستثمارات، وعليه فإن أنصار هذه النظرية يعتبرون سعر الفائدة عاملا فعالا في التأثير على الادخار وقرار الاستثمار[1].

ويمكن تحديد سعر الفائدة التوازني تلقائيا كما هو موضح في الشكل (α) بتقاطع منحنى الطلب على المدخرات من أجل الاستثمار (I_1) مع منحنى عرض المدخرات (S_1)، وعليه فالتغيرات التي تطرأ على كل من الادخار والاستثمار، تؤثر بشكل تلقائي على سعر الفائدة.

ويشير الشكل (1.1) الى العلاقة الطردية بين عرض الادخار وسعر الفائدة، ذلك لأن الأفراد يتوجهون لزيادة مدخراتهم ويعملون على تخفيف استهلاكاتهم إذا كان معدل الفائدة (ثمن الانتظار) في حالة ارتفاع، في حين يشير منحنى الطلب على الاستثمار (I_1) إلى العلاقة العكسية بين الطلب على الاستثمار وسعر الفائدة، أي أنّ الاستثمار ينخفض بزيادة سعر الفائدة، ويزداد بانخفاضها[2].

الشكل (1.1): سعر الفائدة في النظرية الكلاسيكية



المصدر: ضياء مجيد، **اقتصاديات النقود والبنوك**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية: مصر، 2001، ص 146.

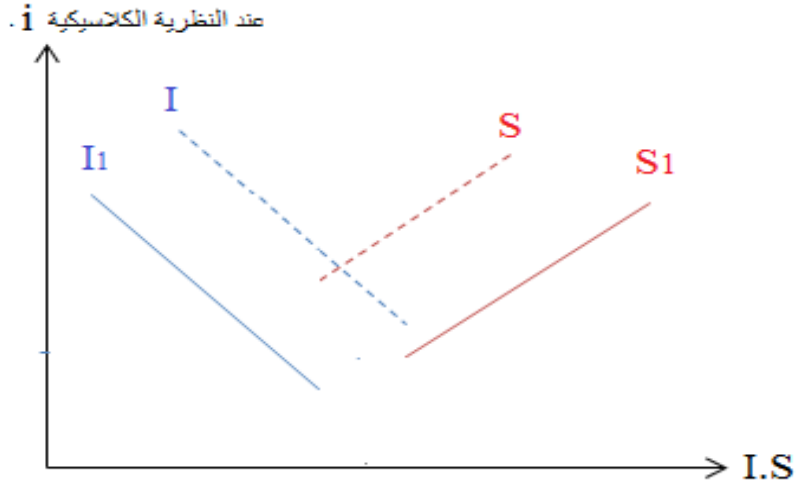
[3] محمد صالح القريشي، مرجع سبق ذكره، ص 206.
[2] المرجع السابق، ص 207.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنّ انتقال منحنى (I_1) الى (I_2) نحو اليمين يؤدي الى ارتفاع معدل الفائدة من (i^*) الى (i^2)، وهذا ما يجعل الأفراد يندفعون الى زيادة مدخراتهم فتنتقل نقطة التوازن من النقطة a الى النقطة b، وعليه فمنافسة الأفراد على عرض أموالهم بسبب ارتفاع الفائدة يؤدي الى انتقال منحنى الادخار من (S^1) الى (S^2) بفعل ارتفاع الادخار على الاستثمار، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة التوازني من (i^*) إلى (i^1)، ارتفاع حجم الاستثمار من النقطة (a) إلى (c).

وبالرغم من الاجتهادات التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية في تحديد سعر الفائدة إلاّ أنها تعرضت للعديد من الانتقادات كانت أبرزها[1]:

- ✓ انصب اهتمام المدرسة الكلاسيكية في تحديد سعر الفائدة على الادخار والاستثمار فقط، وأهملت العديد من العوامل منها النقدية، فالبنك المركزي مثلا قادر على التوسع في الائتمان أو تقليصه وهو ما يؤثر بشكل مباشر على سعر الفائدة؛
- ✓ في ظل وجود عوامل خارجية مؤثرة على الادخار والاستثمار، يصبح من غير المنطقي أن يحقق سعر الفائدة التوازن كما افترض الكلاسيكيون مهما انخفض وبالتالي منحنى الادخار قد لا يتقاطع مع منحنى الاستثمار عند مستوى الفائدة المنخفض كما هو مبين في الشكل (2.1).

الشكل (2.1): امكانية عدم توازن الادخار والاستثمار



تتحقق امكانية عدم توازن منحنى الادخار مع الاستثمار خاصة في فترات الكساد الاقتصادي، وذلك عندما يطغى التشاؤم على توقعات المستثمرين والمدخرين، فالمستثمرين لا يتوقعون عوائد مجزية

[3] عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2004، ص307.

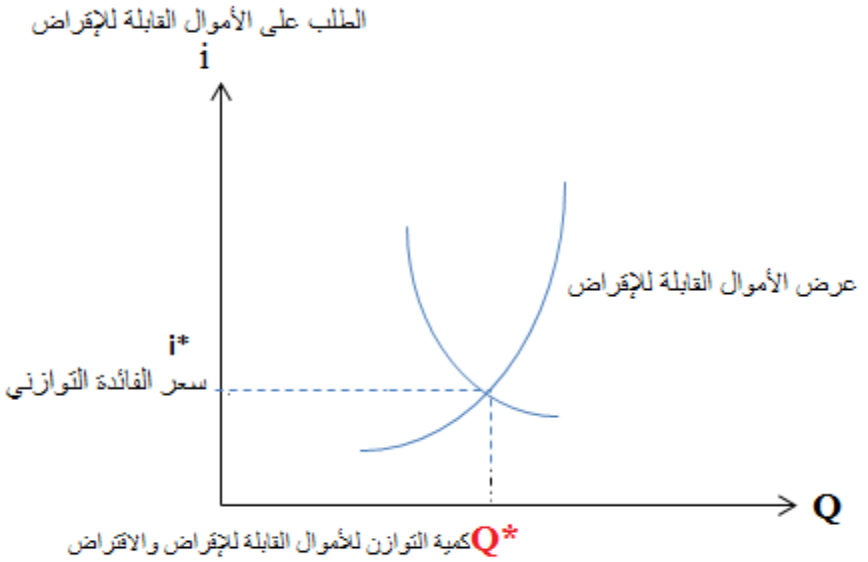
لاستثماراتهم فينتقل المنحنى (I) الى (I^1) نحو اليسار، والمدخرون يحجمون على الادخار بفعل انخفاض سعر الفائدة فينتقل المنحنى من (S) إلى (S^1) نحو اليمين فلا يتقاطع المنحنيان مهما انخفضت الفائدة[1].

ثانيا. تحديد سعر الفائدة في النظرية النقدية النيوكلاسيكية (نظرية الأرصدة المعدة للإقراض)

يعتبر الاقتصادي السويدي الشهير ويكسل (Wicksell) أول من وضع هذه النظرية الخاصة بتحديد سعر الفائدة وقد تم تطويرها وتنقيحها من طرف مجموعة من الاقتصاديين السويديين كان أبرزهم: Eric Lindahl، Bertil ، أما في انجلترا كان ابرزهم Robertson [2].

شكلت هذه النظرية رؤية تجاوزت عدة انتقادات كانت قد تعرضت لها النظرية الكلاسيكية، وبالتالي فنظرية الأرصدة القابلة للإقراض ترى أن معدل الفائدة الخالي من الخطر يتقرر من خلال تفاعل قوتين هما: الطلب على الائتمان (الأموال القابلة للاقتراض)، وعرض الائتمان (الأموال القابلة للإقراض)، ووفقا لهذه النظرية فإنّ سعر الفائدة التوازني يتحدد بتقاطع منحنى طلب الأرصدة القابلة للاقتراض مع منحنى عرض الأرصدة المعدة للإقراض[3]، ويمكن ايضاح ذلك من خلال الشكل (3.1):

الشكل (3.1): تحديد سعر الفائدة حسب نظرية الأرصدة القابلة المعدة للإقراض



المصدر: فارس فضيل ، محمد ساحل، مرجع سبق ذكره، ص: 05

[1] نفسه.

[2] فارس فضيل، محمد ساحل، تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، ***الملتقى الدوري الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية***، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 05-06 ماي 2009، ص: 04.

[3] محمد صالح القريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

من خلال الشكل أعلاه تبين أنّ سعر الفائدة التوازني وكمية التوازن للأموال القابلة للإقراض والاقتراض يتحددان من خلال تقاطع منحنى الطلب على الأموال القابلة للاقتراض والمتشكلة من طلبات شركات الأعمال المحلية والمستهلكين والحكومات مع منحنى عرض الأموال القابلة للإقراض والمتشكلة من الادخارات المحلية، وكذلك عرض النقود الائتمانية مع عدم اكتناز أرصدة نقودية[1].

وبالرغم من التحسينات التي أدخلتها نظرية الأرصدة النقدية على النظرية الكلاسيكية في تحديد سعر الفائدة إلاّ أنها تعرضت بدورها الى انتقادات كان من أبرزها:

– من غير الممكن الجمع والمقارنة بين العوامل الحقيقية المتمثلة في الادخار والاستثمار والعوامل النقدية والمتمثلة في الائتمان المصرفي وتفضيل السيولة لتحديد سعر الفائدة نظرا لاختلاف طبيعة هذه العوامل؛

– لقد أشار البعض إلى أنّ هذه النظرية قد غالت في أثر سعر الفائدة على الادخار، حيث يرى هؤلاء النقاد أنّ الأفراد عادة ما يدخرون ليس بسبب سعر الفائدة وإنما بسبب دافع الاحتياط، ويعني ذلك أن الادخار غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة[2].

الفرع الثالث: ميكانيكية التحويل النقدي في الفكر الكلاسيكي

بناءً على ما تم التطرق إليه في معادلة التبادل لفيشر ومعادلة الأرصدة النقدية ، وباعتبار أنّ M_0 هو المعروض النقدي المحدد من طرف البنك المركزي، فإنّ التوازن في السوق النقدي يرمز له بالمساواة:

$$M_0 = M_d$$

وبتعويض هذه المعادلة في معادلة الأرصدة النقدية نحصل على المعادلة التالية:

$$M_0 = KPY$$

من خلال هذه المعادلة وفي ظل ثبات K و Y، ومع افتراض أن الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل، فإنّ العلاقة بين الكتلة النقدية M_0 والمستوى العام للأسعار P تكون مباشرة وطردية، أي أنّ الارتفاع في الكتلة المعروضة من طرف السلطات النقدية لا ينجم عنها إلاّ زيادة في المستوى العام للأسعار، وبالتالي فإنّ التوازن في سوق النقد يتحقق بتساوي عرض النقد والطلب عليه[3].

[1] محمد صالح القريشي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

[2] فارس فضيل، محمد ساحل، مرجع سبق ذكره، ص:06.

[3] Olivier Blanchard, Daniel Cohen, Op.cit, p 241.

يرى أنصار المدرسة الكلاسيكية أنّ النقود حيادية لها بمعنى أنه لا يكون لها أثر على المتغيرات الحقيقية كالإنتاج أو الدخل الحقيقي، وكذلك يرى هؤلاء أنّ معدل الفائدة يتقرر من خلال العرض والطلب، وهو ما يسمى بالمعدل الحقيقي الكلاسيكي، وبالتالي فإنّ هذا المعدل من وجهة نظر الكلاسيك يكون غير متأثر بكمية النقود، لأنّ التغير في هذا الأخير يقود إلى تغير نسبي في المستوى العام للأسعار فقط، وبالتالي فإنّ معدل الفائدة غير متأثر بسلوك البنوك وبقية المؤسسات الائتمانية الأخرى[1].

من خلال ما سبق يتبين أنه في حال ما إذا قررت السلطات النقدية زيادة العرض النقدي M_0، فإنّ التأثير الذي يحدثه هذا الأخير يكون فقط على القيم النقدية كالدخل الاسمي، الدخل الحقيقي، والمستوى العام للأسعار، في حين أن القيم الحقيقية تتحدد في الاقتصاد بصورة مستقلة عن المتغيرات النقدية[2].

ومن ثم نستنتج أن الفكر الكلاسيكي لا يعتبر سعر الفائدة قناة لتحويل الأثر النقدي إلى متغيرات النشاط الحقيقي كالاستثمار والناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي فلا يمكننا اعتبار سعر الفائدة قناة لتحويل أثر السياسة النقدية الى النشاط الاقتصادي من وجهة نظر الكلاسيك.

المطلب الثاني: النظرية النقدية الكينزية* وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي

جاءت النظرية الكينزية نتيجة للانتقادات التي وجهها كينز إلى النظرية النقدية الكلاسيكية، وعلى وجه الخصوص نظرية كمية النقود التي انتهت إلى أنّ الأثر الوحيد لكمية النقود ينصب على المستوى العام للأسعار فقط، وأنّ الطلب على النقود يكون بدافع المعاملات، وهو ما رفضه كينز من خلال نظريته التي أوضح من خلالها أنّ التغيرات في كمية النقود تؤثر على مستوى الناتج القومي الحقيقي طالما أنّ التشغيل لم يصل بعد إلى مستوى التوظيف الكامل[3].

والسؤال الذي يمكن طرحه هو "***وفق أي ميكانيكية يمكن أن تؤثر التغيرات في كمية النقود على النشاط الاقتصادي وعبر أي قناة؟***

---

[1] محمد صالح القريشي، مرجع سبق ذكره، ص 208.

[2] فتحي بن لدغم ، **ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، السنة الجامعية 2011/ 2012، ص 53.

* نقصد بالنظرية النقدية الكينزية جميع الاسهامات التي جاء بها جون مينارد كينز (1883-1946)، صاحب كتاب النظرية العامة للتوظيف والنقود وسعر الفائدة سنة 1936 ومجموعة من الاقتصاديين الذين عاصروه أو جاؤوا بعده واعتمدوا في تحليلهم للمسائل الاقتصادية على تحليله، حيث كونوا مدرسة سميت بالمدرسة الكينزية ومن هؤلاء نذكر: R.F. Kahin, Robinson, A.G, P. Sraffa, J.Robenson, A. Hansen, Hicks, J.E. Meade, P.Samulson.

[3] عبد الحميد عبد المطلب، **اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات**، الدار الجامعية، الإسكندرية: مصر، 2007، ص 300.

الفرع الأول: فرضيات التحليل الكينزي

قام كينز بتحليل الأسباب الرئيسية لنشوء أزمة الكساد عام 1929، وخلص إلى ما يثبت عدم صحة الفرضيات التي قام عليها التحليل الكلاسيكي المتمثلة أساسا في أنّ الأسعار لا تتغير إلاّ بتغير كمية النقود، وأنّ كل عرض يخلق الطلب المناسب عليه، وبالتالي فإنّ التحليل الكينزي يقوم على فرضيات تختلف تماما على فرضيات التحليل الكلاسيكي، ويمكن ايجازها في النقاط الآتية:

- ✓ استحدث كينز أدوات تحليل جديدة في نظريته العامة، فهو يرى في تحليله لنظرية سعر الفائدة أنّ هذه الأخيرة ظاهرة نقدية، وبالتالي فتحديد سعر الفائدة من وجهة نظر كينز يكون من خلال عرض النقد والطلب عليه، وبالتالي فكينز اعتبر أنّ سعر الفائدة ترتبط مباشرة بالادخار والاستثمار عند مستوى التوظيف الكامل كما ترى النظرية التقليدية؛
- ✓ اهتم كينز بفكرة الطلب الكلي الفعال[1] لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي في أزمة الكساد، وما نتج عنها من انخفاض في الأسعار وانتشار للبطالة، فهو يرى بأنّ كل من حجم الإنتاج، حجم البطالة، ومن ثم حجم الدخل يتوقف بالدرجة الأولى على حجم الطلب الكلي الفعال[2]؛
- ✓ ركز التحليل الكينزي على دراسة الطلب على النقود (نظرية تفضيل السيولة) باعتبارها مخزن للثروة، وعارض بشدة الفروض الكلاسيكية القائلة بأنّ النقود لا قيمة ولا منفعة لها في حد ذاتها لأنها وسيلة للتبادل فقط، ومن ثم ليس لها تأثير على النشاط الاقتصادي، وأكد كينز أنّ النقود تطلب باعتبارها مخزن للثروة وأطلق على ذلك (الطلب على النقود بغرض المضاربة) وهو من أهم ما ميز التحليل الكينزي عن التحليل الكلاسيكي؛
- ✓ رفض كينز في تحليله للأوضاع الاقتصادية قانون "ساي" القائل بأنّ كل عرض يخلف الطلب المساوي له، وأنّ هذا الأخير يحافظ على بقاء الاقتصاد متوازنا عند مستوى التشغيل الكامل، وعلى ذلك طالب كينز بضرورة تدخل الدولة لعلاج الأزمات الاقتصادية من خلال تحفيز الطلب الفعال، وفيما يتعلق بالأثر النقدي يتفق كينز مع الكلاسيك في أنّ زيادة الكتلة النقدية عند مستوى التشغيل الكامل يؤدي إلى زيادة الأسعار، إلاّ أنه في حالة وجود موارد عاطلة سيؤدي ذلك إلى زيادة في الإنتاج والتشغيل[3].

---

[1] يقصد كينز بالطلب الكلي الفعال إجمالي الرغبة المصحوبة بالقدرة على شراء السلع والخدمات الاستهلاكية خلال فترة زمنية معينة.

[2] بلعزوز بن علي، **أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، السنة 2003-2004، ص ص 63-64.

[3] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-50.

الفرع الثاني: نظرية تفضيل السيولة (عرض النقود والطلب عليها)

تعتبر النظرية الكينزية عرض النقود متغير خارجي يتم تحديده من طرف السلطة النقدية الممثلة في البنك المركزي، في حين تعتبر الطلب على النقود متغير داخلي يتحدد من خلال تفضيل الرصد النقدي من قبل الوحدات الاقتصادية غير المالية وذلك لعدة اعتبارات، أولها أنّ الأفراد يقومون بتقسيم دخلهم بين الاستهلاك والادخار، وفي مرحلة أخرى يقررون اتجاه ادخاراتهم إمّا الاحتفاظ بها في شكل نقدي أو تحويلها إلى استثمار في شكل سندات مالية، والمفاضلة عند كينز بين هذين الاختيارين يتوقف على مستوى أسعار الفائدة، حيث أنّ انخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى الاحتفاظ بكميات معتبرة من النقود، في حين ارتفاعها يشجع على الاستثمار في شراء السندات[1].

أولا: عرض النقود

1.1. مفهوم عرض النقود وأشكاله: يقصد بعرض النقود أو ما يسمى بالكتلة النقدية تلك الكمية من النقود المتداولة في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة، والتي تحدد من قبل السلطات النقدية، أو هي الكمية النقدية المتمثلة في جميع وسائل الدفع بأنواعها المتوفرة بين أيدي المجتمع خلال فترة معينة من الزمن[2].

وعليه فإنّ عرض النقود يتمثل في كافة أشكال النقود التي يحوزها الأفراد والمؤسسات، والتي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي والنظم المصرفية في البلد، هذا التطور هو الذي أفرز عدة معاني لعرض النقود، أو كما يسميه البعض أشكال العرض النقدي والمتمثلة فيما يلي:

✓ *عرض النقود بالمعنى الضيق(M1):* يطلق على هذا النوع تسمية الكتلة النقدية ويشمل جميع وسائل الدفع المتداولة في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة[3]، ويدخل في هذا المعنى ما يلي:

- النقود المتداولة خارج الجهاز المصرفي، والمتمثلة في العملة الورقية والمعدنية والمستخدمة في المعاملات المختلفة؛
- الودائع الجارية (تحت الطلب): وهي الودائع المحتفظ بها في البنوك التجارية على شكل حسابات جارية أو ودائع تحت الطلب.

---

[1] بخراز يعدل فريدة، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص 137.

[2] بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون: الجزائر، 2004، ص 49.

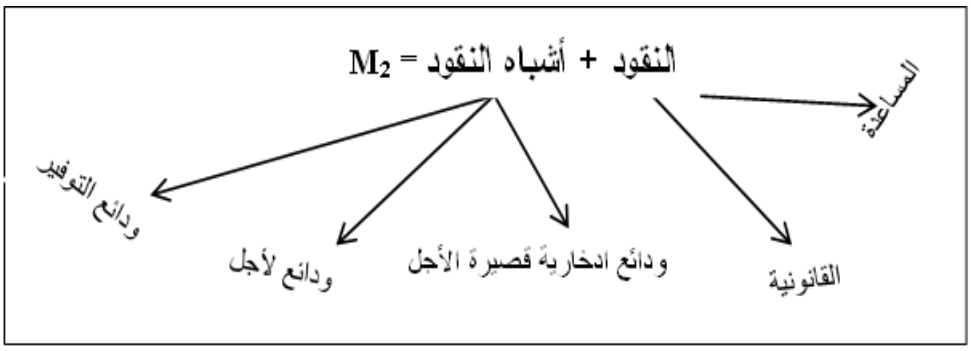
[3] علي صاري، سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة 2000-2013، **مجلة رؤى اقتصادية**، العدد السابع، ديسمبر 2014، ص 23.

وتعتبر كلا الأداتين وسائل دفع فورية ذات سيولة عالية، ويمكن تحديد مكونات عرض النقود بالمعنى الضيق (M1) فيما يلي:

M_1 = النقود الورقية الإلزامية + النقود المساعدة + ودائع جارية للقطاع الخاص لدى البنوك التجارية

إنّ مكونات عرض النقد كما ذكرنا سابقا تختلف نسبة من بلد لآخر على حسب ازدياد وتنوع المؤسسات المالية النقدية وغير النقدية، إضافة إلى ذلك تقدم مستوى الوعي المصرفي لدى الأفراد[1].

✓ *عرض النقود بالمعنى الواسع (M2):* إن التطور السريع في الأداء المصرفي قد أدى إلى ظهور أدوات أخرى دعت إلى التوسع في مفهوم عرض النقود ليظهر المفهوم الواسع لعرض النقود الذي يعرف بإجمالي السيولة المحلية، حيث يشمل هذا الأخير (M_1) مضافا إليه أشباه النقود والتي تمثل ودائع لأجل، ودائع الادخار قصيرة الأجل بالبنوك، وودائع التوفير لدى صناديق التوفير، وتكون (M_2) أقل سيولة من (M_1) ويمكن كتابة معادلة احتسابها كالآتي:



✓ *عرض النقود بالمعنى الأوسع (M3)*: ويطلق عليه أيضا بالمجمع النقدي أو سيولة الاقتصاد، ويشمل هذا الأخير بالإضافة الى الكتلة النقدية (M2) الودائع الادخارية لدى مصارف الادخار خارج البنوك التجارية.

$M_3 = M_2$ + ودائع الادخار لدى المؤسسات الادخارية خارج البنوك

وكنتيجة فإنّ الكتلة النقدية تحتوي على كل أنواع وسائل الدفع الفورية التي هي بحوزة الأعوان الاقتصاديين داخل التراب الوطني، وتتكون أساسا من النقود البنكية الورقية والأنواع الأخرى من النقود والودائع عند المؤسسات المصرفية والمالية[1].

[1] طاهر فاضل البياتي، ميرال روحي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص 65.

ثانيا: الطلب على النقود عند كينز

قام التحليل الكينزي بتطوير نظرية الطلب على النقود بما يعرف نظرية تفضيل السيولة بعدما كانت منحصرة على تمويل المعاملات فقط عند الكلاسيك، وبالتالي اعتبر كينز الطلب على النقود أكثر من مجرد وسيلة للتبادل فقط، ذلك لأنه حدد وظائف النقود من خلال بواعث تفضيل السيولة، والتي تعبر عن كل ما ينحصر في التحليل النقدي الكينزي، وبموجب هذه الدوافع تستخدم النقود كوسيلة للتبادل وكأداة لمخزن القيمة من أجل مواجهة العمليات المستقبلية، وكذلك كأداة للمضاربة على السندات في الأسواق المالية[2]، وبالتالي يمكن عرض دوافع تفضيل السيولة وفقا للتحليل النقدي الكينزي على الشكل الآتي:

1.2. الطلب على النقود بدافع المعاملات: يقصد بدافع المعاملات قيام الأفراد والمنشآت الاحتفاظ بأرصدة نقدية على شكل سيولة جاهزة بغرض مواجهة معاملاتهم اليومية المختلفة خلال فترة المدفوعات، ويعتبر هذا الدافع الوحيد الذي أقره الكلاسيك في تحليليهم على عكس كينز الذي وصفه بين عدة دوافع أخرى للنقود، ويعتمد هذا الدافع عند كينز على الفجوة الزمنية الممتدة بين استلام الأفراد لرواتبهم الشهرية وانفاقها، أما فيما يخص المشروعات فيعتمد على الفترة التي تفصل بين نفقات المشروعات وتحصيل إيراداتها، كما يعتمد أيضا هذا الدافع على مدى توفر مؤسسات الوساطة المالية في المجتمع، أين يقل طلب الأفراد والمشروعات على الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل خاصة في حالة توفر عدد كبير من مؤسسات الوساطة المالية[3].

ومما سبق يتبين أن دافع المعاملات تحكمه العديد من العوامل تلعب دورا هاما في تحديد كمية الأرصدة النقدية المسخرة لأجله، منها المستوى العام للأسعار ومستوى العمالة، إلاّ أنّ العامل المهم والرئيس الذي يعتمد عليه هذ الدافع يتمثل في الدخل باعتبار أن العوامل الأخرى لا تتغير عادة في المدة القصيرة، وبالتالي فهو دالة للدخل يمكن صياغتها على الشكل الآتي[4]:

$$dt = f(y)$$

حيث أنّ: (y): يمثل الدخل، (dt): يمثل الطلب على النقود بدافع المعاملات.

---

[1] وفاء حمدوش، فعالية أدوات السياسة النقدية في التأثير على حجم المعروض النقدي حالة الجزائر (2000-2010)، **مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون**، جامعة باجي مختار: عنابة، العدد 42، جوان 2015، ص 293.

[2] ايمان عطية ناصف، **النظرية الاقتصادية الكلية**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية: مصر، 2008، ص 155.

[3] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص 50.

[4] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 75.

2.2. الطلب على النقود بدافع الاحتياط: يقصد بهذا الدافع رغبة الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بجزء من ثرواتهم النقدية في شكل سيولة من أجل مواجهة التقلبات التي قد تطرأ على دخولهم مستقبلا والذي قد يهدد سلوكاتهم الاستهلاكية للتقلب، كما أنّ هذه الكمية من النقد المحتفظ بها تكون متكأ يستخدمه الأفراد في الحالات الطارئة وغير المتوقعة التي تكون فيها الأفراد بحاجة لنقود جاهزة متوفرة لديهم ومثل هذه الحالات: المرض، البطالة...إلخ، أمّا المشروعات فتهدف من خلال هذا الدافع إلى أخذ الحيطة والحذر لما قد يواجهها من نفقات غير متوقعة في المستقبل، وكذلك من أجل تنفيذ بعض الصفقات الرابحة والفرص غير المتوقعة[1].

ويتحكم في دافع الاحتياط العديد من العوامل منها ما هو أقل أهمية، كطبيعة الفرد والظروف النفسية المحيطة به ودرجة عدم التأكد السائدة في المجتمع، حيث يقل طلبه للنقود في حالة تفاؤله ويزداد طلبه لها عندما تسيطر عليه حالة من التشاؤم، إلاّ أن العامل الأساسي الذي يتوقف عليه هذا الدافع يتمثل في مستوى الدخل، ومنه فالطلب على النقود بدافع الاحتياط هو دالة لمتغير الدخل يمكن صياغتها على الشكل:

$$dp = f(y)$$

حيث أنّ:

(dp) يرمز للطلب على النقود بدافع الاحتياط.

ويطلق عادة على الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط مصطلح موحد يسمى بطلب النقود على الأرصدة العاملة أو النشطة[2]، من خلاله تتم عملية توحيد هذين الدافعين بجعل الطلب على النقد دالة واحدة ترتبط بمستويات الدخل، وتصبح المعادلة على الشكل التالي:

$$L_1 = f(y)$$

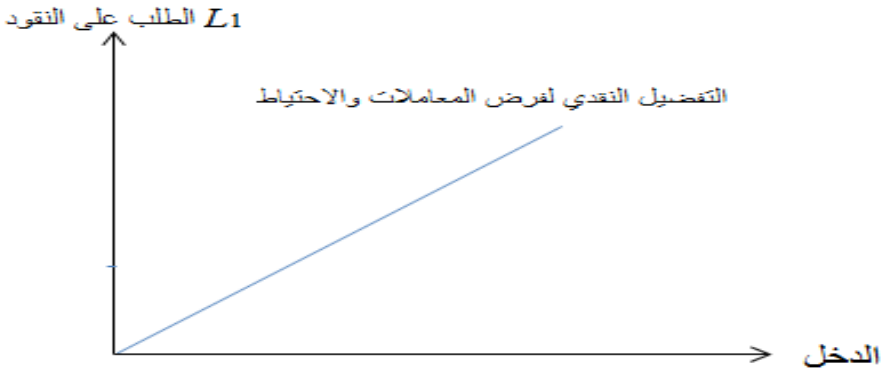
حيث يمثل: L_1 الطلب على النقود بدافع الاحتياط والمعاملات.

وعليه يمكن القول أن العلاقة بين الدخل والطلب على النقود علاقة طردية أي أن الزيادة في y يؤدي الى الزيادة في حجم المعاملات اليومية وكذا حجم الاحتياط، وهذا ما يوضحه الشكل (4.1)[1]:

[1] محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 63.

[2] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره ، نفس الصفحة.

الشكل (4.1): منحنى يبين التفضيل النقدي لغرض المعاملات والاحتياط



يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ الدخل متغير مفسر لدالة الطلب على النقود بغرض المعاملات والاحتياط، وبالتالي فالعلاقة بينهما طردية لأنّ الزيادة في الدخل يؤدي إلى توفر كميات معتبرة من النقد ما يسمح للأفراد بإشباع دوافعهم من أجل إتمام الصفقات والاحتفاظ بمبالغ لمواجهة التقلبات المستقبلية.

3.2. الطلب على النقود بدافع المضاربة: تعتبر المضاربة عند كينز "العملية التي تسمح للأفراد الاحتفاظ بالنقود لغرض الاستفادة من تقلبات الأسعار التي يتوقعون حدوثها في أسواق الأوراق المالية "[2]، ويعود دافع المضاربة إلى خاصية النقود كمخزن للقيمة وهذا ما لم تهتم به النظرية الكلاسيكية مطلقا، فحسب كينز الأفراد يفضلون الاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة لغرض المضاربة بها سوق الأوراق المالية عن طريق شراء وبيع السندات والأوراق المالية، وهذا من أجل الاستفادة من ارتفاع أسعارها بهدف تحقيق أرباحا رأسمالية، وبالتالي فإن دافع المضاربة يهتم بالزيادة في طلب الأرصدة النقدية كوسيلة لتحقيق الأرباح التي تذرها هذه الأصول المالية.

وفي ظل هذا الدافع توجد علاقة عكسية بين أسعار السندات ومعدلات الفائدة عليها، وبالتالي فالطلب على النقود يتوقف على التغيرات في سعر الفائدة، وعليه فإنّ انخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية، مما يؤدي إلى زيادة بيعها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود لغرض المضاربة، ويحدث العكس في حال ارتفاع أسعار السندات[3].

وعليه فإنّ معادلة دافع المضاربة تصبح كما يلي:

---

[1] المرجع السابق، ص 76.

[2] المرجع السابق، ص 77.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 304.

$$L_2 = f(i)$$

حيث أنّ: (i) يمثل سعر الفائدة على السندات، L_2 يرمز إلى للطلب على النقود بدافع المضاربة.

4.2. الطلب الكلي على النقود ومنحنى تفضيل السيولة: يتضح من خلال العرض السابق للتحليل الكينزي أنّ الطلب الكلي على النقود ينقسم إلى قسمين، القسم الأول يرتبط بعلاقة طردية مع مستوى الدخل ويضم الطلب على النقود بدافع المعاملات والطلب على النقود بدافع الاحتياط وقد جمعهم كينز في معادلة:

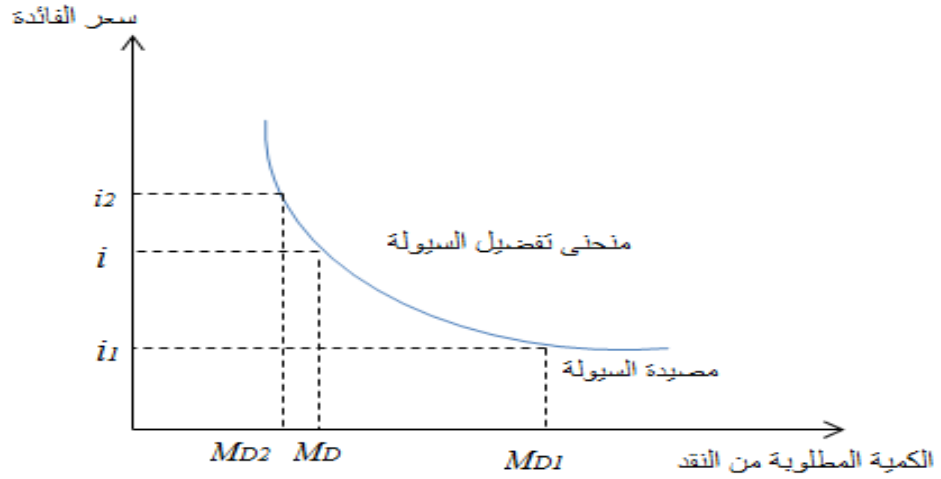
$$L_1 = f(y).$$

أما القسم الثاني يرتبط فيه الطلب على النقود بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة من خلال المعادلة: $L_2 = f(i)$ ، وبذلك تكون معادلة الطلب الكلي على النقود عند كينز على الشكل الآتي[1]:

$$M_D = L_1(y) + L_2(i)$$

ويمكن إعطاء فكرة من خلال ما تم تناوله في التحليل الكينزي أن مقدار ما يحتفظ به الأفراد من نقد سائل بغرض المضاربة له علاقة عكسية مع سعر الفائدة وأنه كلما ارتفعت معدلات الفائدة على السندات أدت الى انخفاض قيمة الطلب على النقود المضاربة بغرض المضاربة والعكس صحيح وهو ما يوضحه منحنى تفضيل السيولة المبين في الشكل (5.1)[2]:

الشكل (5.1): منحنى تفضيل السيولة



[1] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص 52.

[2] طاهر فاضل البياتي، ميرال روحي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص 247.

يمثل منحنى تفضيل السيولة أعلاه مقدار الطلب على النقود من أجل المضاربة عند مستويات مختلفة من أسعار الفائدة، فمثلا عند سعر فائدة $i = \%5$ تكون كمية النقود المطلوبة M_D، أي أنّ مستثمر ما قام بشراء سندات إحدى الشركات لها قيمة اسمية 1000 دج وتحمل معدلات فائدة 5%، ومع افتراض أنّ نفس الشركة قامت بإصدارات جديدة لسندات تحمل معدلات فائدة i_2=7%، فإنّ هذا سيؤدي إلى اتجاه المستثمرين نحو السوق للتخلص من السندات القديمة التي تحمل معدل فائدة 5% بسعر أقل من القيمة الاسمية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسندات من جهة ومن جهة اخرى انخفاض الكمية المطلوبة من النقود لغرض المضاربة للأفراد من M_D إلى M_{D2} بسبب اتجاه الأفراد لشراء السندات التي تحمل معدلات فائدة 7%[1].

ويكون عكس ذلك إذا توقع الأفراد انخفاض معدلات فائدة الى ما دون 5% ، وبالتالي يقوم الأفراد في هذه الحالة بالاحتفاظ بأكبر قدر ممكن من النقود وبجزء أصغر من أموالهم في صورة سندات، ذلك لأن أسعار السندات ترتفع ويفضل الأفراد بيع أموالهم من السندات وتحقيق أرباح رأسمالية وبالتالي يرتفع الطلب على النقود من خلال الشكل أعلاه إلى M_{D1} .

ومن الملاحظات الهامة على منحنى التفضيل النقدي *مصيدة السيولة*، والتي تعني أنه عند انخفاض معدل الفائدة عند مستوى لا يتوقع الأفراد أي انخفاض ثاني له، فإنّهم يقوم بالاحتفاظ بأي كمية اضافية من النقود عند هذا المستوى، وهذه الظاهرة لها أهمية كبيرة لبيان أثر كمية النقود على الاقتصاد[2].

الفرع الثالث: نظرية الكفاية الحدية للاستثمار (الفائدة والاستثمار)

توصل كينز من خلال تحليله لدالة الاستثمار بالاقتصاد القومي إلى ما يسمى بنظرية الكفاية الحدية لرأس المال، أو الكفاية الحدية للاستثمار.

أولا: مفهوم الكفاية الحدية لرأس المال

يقيس المفهوم الذي قدمه كينز فيما يخص الكفاية الحدية لرأس المال معدل الفائدة المتوقع من استثمار حجم معين من رأس المال إلى نفقة هذا الاستثمار نفسه، ولقد عرّف كينز الكفاية الحدية لرأس المال بأنها " عبارة عن سعر الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية لمجموع الايرادات الصافية المتوقعة

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 305.

[2] المرجع السابق، ص 306.

وبين الكلفة الجارية لنفقة احلال السلع الرأسمالية"[1]. وعليه، فالكفاية الحدية لرأس المال هي معدل العوائد المتوقع تحصيلها جراء استثمار جزء من معين من رأس المال في مشروع ما خلال فترة زمنية محددة.

إنّ التعريف الذي قدمه كينز للكفاية الحدية لرأس المال كان بهدف إزالة اللبس أو الاختلاط بين المصطلحات التي استخدمت من قبل، كالإنتاجية الحدية لرأس المال والمنفعة الحدية لرأس المال؛ وحسب كينز يوجد اختلاف بين هذه المصطلحات، فالناتج الحدي لرأس المال يعتبر مفهوم سكوني لا يأخذ في اعتباره التوقعات في المستقبل وما ستكون عليه الايرادات السنوية للأصل الانتاجي، حيث يدل الناتج الحدي على الزيادة في الانتاج الجاري نتيجة إضافة وحدة إضافية من رأس المال، وقد رأى كينز بأنّ هذا لا يكون صحيحا إلاّ في حالة السكون التي قد تكون فيها الغلات أو الايرادات السنوية متساوية على عكس الكفاية الحدية لرأس المال والتي تكون فيها الايرادات السنوية غير متساوية إلاّ في حالة الصدفة ، وبالتالي فإنّ مفهوم كينز ديناميكي حركي على عكس المفاهيم الأخرى التي تعتبر ساكنة[2].

ثانيا: كيفية حساب الكفاية الحدية للاستثمار

يتطلب حساب الكفاية الحدية للاستثمار حساب كل من الإيرادات الدورية المتوقعة التي يذرها الاستثمار وتكاليف التشغيل الدورية، وبطرح هذه الأخيرة من الإيرادات المتوقعة يتم الحصول على الإيرادات (الغلات) الصافية المتوقعة، وبتحقيق التساوي بين هذه الأخيرة وتكلفة الاستثمار يتم الحصول على سعر الخصم أو ما يسمى بمعدل الكفاية الحدية للاستثمار[3].

إذا زادت الإيرادات الصافية المتوقعة عن نفقة إحلال السلع الرأسمالية (تكلفة الاستثمار) فإنّ الاستثمار يكون مربحا والعكس صحيح، وبالتالي لا بد أن يكون مجموع الإيرادات الصافية المتوقعة أكبر من تكلفة الاستثمار، ولكي يكون معدل الكفاية الحدية للاستثمار محفز لابد أن يكون هذا المعدل أكبر من معدل الفائدة السائد في السوق[4].

وفي ظل تعريف كينز يمكن حساب الفائدة على رأس المال أو ما يسمى بالكفاية الحدية للاستثمار باستخدام الصيغة الآتية:

---

[1] مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، **مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 191.

[2] نادية النمر، فتحي علي السعد، **تخطيط الاستثمار: كود (175)**، برنامج محاسبة بنوك وبورصات، المستوى الرابع، فصل دراسي أول، مارس 2010.

[3] ايمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 120.

[4] مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 192.

بافتراض أنّ نفقة الاستثمار لشراء آلة انتاج هي (C)، وأنّ صافي العوائد السنوية المتوقعة من الاستثمار بعد خصم تكاليف التشغيل الجارية وبدون خصم أقساط الاهتلاك هي: $R_1,R_2,R_3……..R_n$، خلال فترة حياة المشروع M، وأنّه في نهاية حياة المشروع كانت قيمة الآلة (A)، فيمكن التوصل إلى نفقة الاستثمار أو ثمن القرض C بالقيمة الحالية كالآتي:

مع افتراض أنّ الكفاية الحدية لرأس المال (e)، فإنّ:

$$C = \frac{R_1}{(1+e)} + \frac{R_2}{(1+e)^2} + \frac{R_3}{(1+e)^3} + \cdots \frac{R_n}{(1+e)^n} + \frac{A}{(1+e)^n}$$

من خلال المعادلة أعلاه يمكن الحصول على قيمة الكفاية الحدية للاستثمار أو معدل الخصم (e) الذي يمكن من خلاله جعل القيمة الحالية لمجموع الإيرادات السنوية الصافية مساوية لنفقة استبدال الأصل الإنتاجي، إذا هناك علاقة عكسية بين الكفاية الحدية للاستثمار وثمن (تكلفة) الاستثمار، فبانخفاض ثمن إحلال الاستثمار ترتفع الكفاية الحدية للاستثمار(رأس المال) والعكس صحيح[1].

ثالثا: منحنى الكفاية الحدية للاستثمار (رأس المال)

ترى النظرية الكينزية أنّ سعر الفائدة يعد من بين أهم العوامل المؤثرة في حجم النشاط الاقتصادي، ذلك لأنه في حالة ما إذا أراد أحد أن يمول استثماراته الجديدة فهو يلجأ لأحدى الطرق، إمّا استخدام موارده الذاتية إذا كانت كافية، أو الاقتراض مقابل سعر فائدة على القرض، وبالتالي إذا كان في حوزة المشروع موارد ذاتية كافية لتمويل المشروع فإنّ الاختيار هنا يكون من خلال المفاضلة بين توظيف هذه الأموال بداخل المشروع وانتظار عائد داخلي يتمثل في الكفاية الحدية لرأس المال، أو إقراض هذه الأموال عن طريق ايداعها في المؤسسات المالية مقابل الحصول على معدل فائدة ثابت كما هو سائد في السوق النقدي،[2] وبالتالي فانخفاض سعر الفائدة في ظل ثبات الكفاية الحدية للاستثمار يجعل المؤسسة تقبل على استثمار داخلي أين يكون قراره صحيحا وبالتالي يزداد الاستثمار، أمّا إذا ارتفع معدل الفائدة السائد في السوق في ظل ثبات الكفاية الحدية لرأس المال فإن المؤسسة تقبل على استثمار مالي خارجي عن طريق الإقراض، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في هذه الحالة[3].

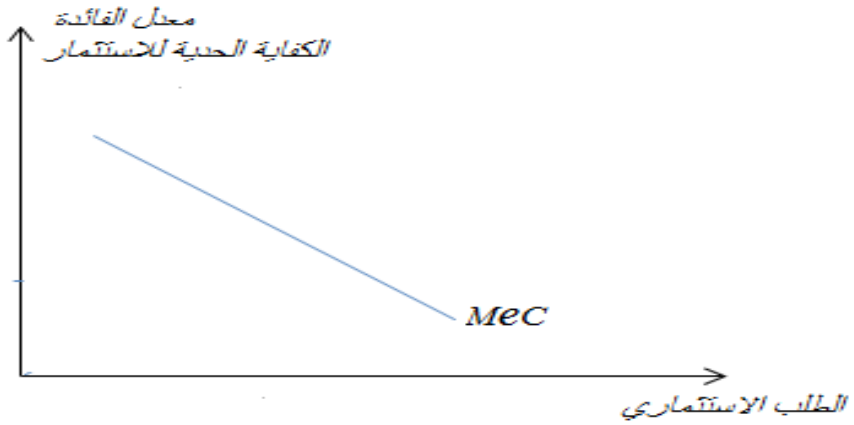
[1] فتحي بن لدغم، مرجع سبق ذكره، ص ص 56-57.

[2] فليح حسن خلف، **الاقتصاد الكلي**، مرجع سبق ذكره، ص 174.

[3] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

ولتوضيح العلاقة بين معدل الفائدة، الكفاية الحدية للأسعار والاستثمار تقوم برسم المنحنى الآتي[1]:

شكل رقم (6.1): منحنى الكفاية الحدية لرأس المال



يتبين من الشكل أعلاه أنّ منحنى الكفاية الحدية لرأس المال يدل على أنّ العلاقة الدالية بين معدل الفائدة وحجم الاستثمار هي علاقة عكسية، باعتبار معدل الفائدة متغير مستقل، وحجم الاستثمار متغير تابع، حيث أنّ انخفاض معدل الفائدة السائد في السوق على الكفاية الحدية للاستثمار يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمار أي ازدياد حجم الطلب على الاستثمار والعكس، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة حجم السلع والخدمات مع افتراض وجود منافسة في السوق، والذي يترتب عليه ارتفاع العرض على الطلب، وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض سعر السلع والخدمات وإلى انخفاض كذلك حجم الإيرادات السنوية، التي تؤدي بدورها الى انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال.

الفرع الرابع: نظرية مضاعف الاستثمار (العلاقة بين الاستثمار والدخل)

أولا: مفهوم مضاعف الاستثمار

إنّ فكرة المضاعف التي قدمها كينز تربط بين الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري والدخل، حيث أنّ زيادة الميل الاستهلاكي يؤدي إلى زيادة ما ينفقه الأفراد على السلع والخدمات المختلفة، وما ينفقه الأفراد يعتبر دخل لأفراد آخرين، وتستمر العلاقة بين الدخل والانفاق الاستهلاكي في حلقات متتابعة مسببة في النهاية زيادة في الدخل.

[1] هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 225.

فإذا افترضنا أنّ قطاع أعمال قرر إقامة مشروع جديد خُصص له مبلغ معين مقسم على بنود نفقات مختلفة لتشييد مصنع وشراء الأرض والمواد الأولية المستلزمة وكذا حقوق العمال القائمين عليه، فمن الملاحظ أنّ هذا المبلغ المسخر لتشييد المصنع سيتحول إلى دخول إضافية الى كل القائمين أو المساهمين في تشييد هذا المصنع، وبالتالي هذه الدخول الإضافية تتسبب في زيادة الانفاق الاستهلاكي أي الزيادة في الطلب الكلي على السلع والخدمات، مما يحفز المستثمرين على زيادة الاستثمار من أجل الحصول على دخول مقابل البيع الإضافي للسلع والخدمات التي تم الانفاق عليها من خلال الزيادة في الدخل، وبالتالي يتسبب هذا في توظيف عمالة إضافية جديدة نتيجة التوسع في الاستثمار[1].

وعليه نجد في النهاية أنّ الانفاق الاستثماري الأول قد خلق سلسلة من ردود أفعال أدت إلى خلق انفاق استهلاكي تبعه انفاق استثماري يزداد بسببه الدخل بأضعاف الزيادة في الاستثمار، ومن ثم يزداد مستوى التوظيف، وبالتالي فإنّ هذه الآثار المتتالية التي تسببت فيها الزيادة الأولى في الاستثمار تسمى بمضاعف الاستثمار الكينزي.

ويمكن تعريف مضاعف الاستثمار على أنّه " عدد المرات التي تتضاعف بها الزيادة في الاستثمار بإحداث رد فعل على الاستهلاك، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة الدخل الوطني".

كما يقصد به ذلك المعامل العددي الذي يبين عدد المرات التي يتضاعف بها الدخل الوطني بسبب زيادة في الاستثمار المستقل[2]، ذلك لأنّ الميل الحدي للاستهلاك يلعب دورا أساسيا في تحديد قيمة مضاعف الاستثمار[3].

ثانيا: دالة الطلب الكلي واشتقاق مضاعف الاستثمار

يمكن اشتقاق مضاعف الاستثمار رياضيا من معادلة الطلب الكلي كما يلي[4]:

لدينا معادلة الطلب الكلي :

$$Y = C + I \dots\dots\dots\dots\dots (1.1)$$

[1] نادية النمر، فتحي على السعد، مرجع سبق ذكره، ص 96.

[2] الاستثمار المستقل هو الذي لا يعتمد على الدخل القومي ولا يرتبط به، أي أنه يتحدد بشكل مستقل ونتيجة لعوامل عديدة ترتبط بالتقدم التكنولوجي أو بزيادة عدد السكان، أو سياسات الاستثمار الحكومية، على عكس الاستثمار التابع الذي يعتمد على الدخل القومي ويرتبط به ويتغير بتغيره.
انظر: فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 177.

[3] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره ، ص 68.

[4] مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، مرجع سبق ذكره، ص ص 268-269.

وبإدخال (Δ) على طرفي المعادلة (1.1) نحصل على:

$$\Delta Y = \Delta C + \Delta I \dots\dots\dots\dots (2.1)$$

وبقسمة طرفي المعادلة (2.1) على (ΔY) نحصل على:

$$\frac{\Delta y}{\Delta y} = \frac{\Delta c}{\Delta Y} + \frac{\Delta I}{\Delta Y}$$

$$1 = \frac{\Delta c}{\Delta Y} + \frac{\Delta I}{\Delta Y}$$

$$\frac{\Delta I}{\Delta Y} = 1 - \frac{\Delta c}{\Delta Y} \dots\dots\dots\dots (3.1)$$

وبقلب طرفي المعادلة (3.1) نحصل على:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{1}{1 - \frac{\Delta c}{\Delta Y}} \dots\dots\dots\dots\dots (4.1)$$

حيث أنّ، $\frac{\Delta Y}{\Delta I}$ يمثل المضاعف ولنرمز له بالرمز (M) و$\frac{\Delta c}{\Delta Y}$ يمثل الميل الحدي للاستهلاك ولنرمز له بالرمز (MPC) وبالتعويض نحصل على:

$$M = \frac{1}{1 - MPC} \dots\dots\dots\dots (5.1)$$

وإذا رمزنا للميل الحدي للادخار بالرمز MPC ولدينا 1-MPC=MPS، وبالتعويض في المعادلة (5.1) نحصل على:

$$M = \frac{1}{MPS} \dots\dots\dots\dots\dots\dots (6.1)$$

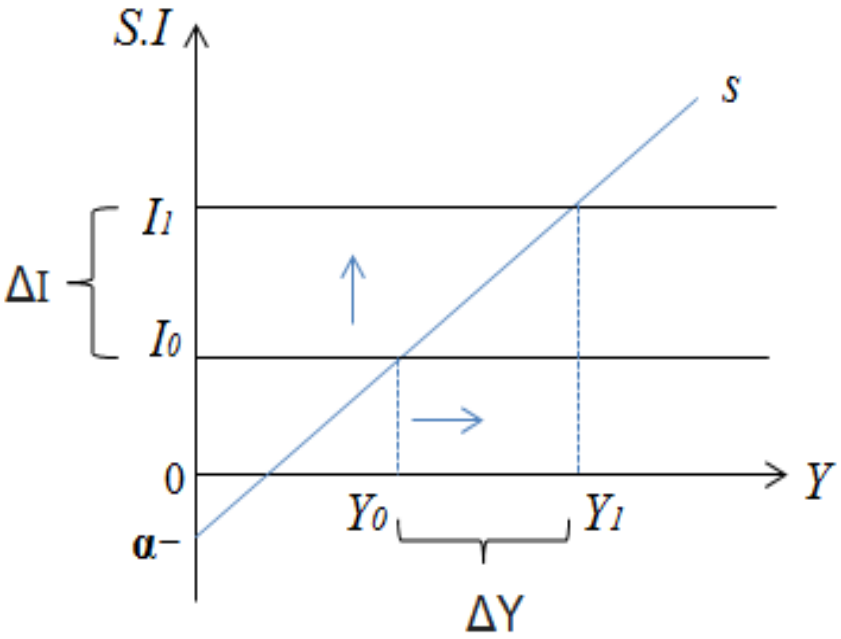
يمثل الكسر أعلاه مقلوب أو الميل الحد للادخار، وعليه فمن التحليل السابق يتضح أنّ التغير في الدخل يساوي مضاعف الاستثمار مضروب في التغير في الاستثمار المستقل:

$$\Delta Y = m * \Delta I_0$$

ويمكن توضيح العلاقة بين الاستثمار المستقل والدخل بناءً على نظرية مضاعف الاستثمار من خلال الشكل الآتي[1]:

[1] عبد الرحيم فؤاد الفارس، وليد اسماعيل السيفو، **الاقتصاد الكلي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 170.

الشكل (7.1): العلاقة بين الاستثمار الادخار والدخل (مضاعف الاستثمار)



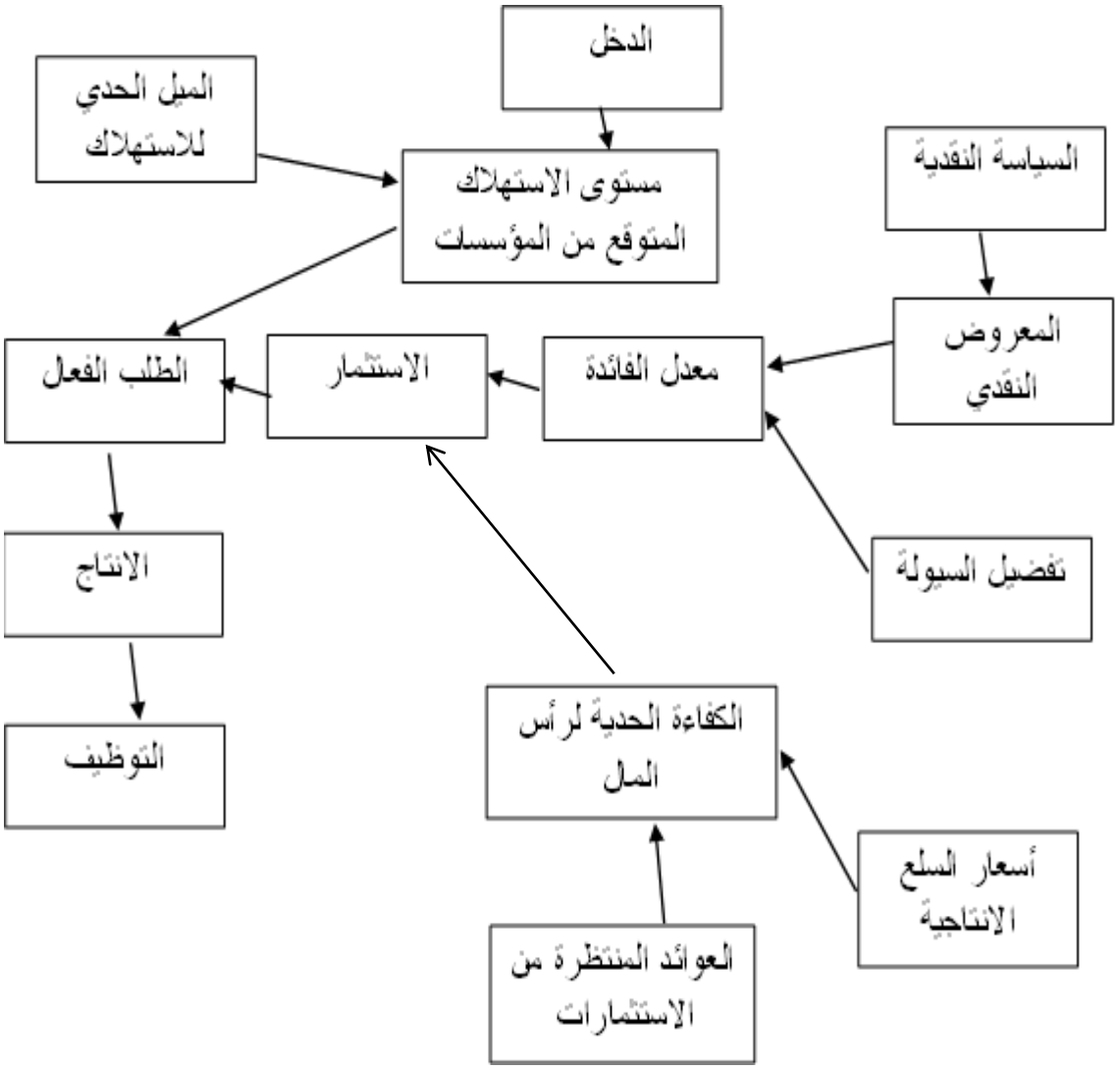
يلاحظ من الشكل أعلاه أنه كلما انتقل الاستثمار المستقل من I0 الى الأعلى نحو I1 كلما أدى ذلك إلى زيادة الدخل من Y0 إلى Y1 ، بمعنى آخر أنه كلما زاد الاستثمار المستقل بـ ΔI يزيد معه الدخل بمقدار التغير في الاستثمار (ΔI) مضروب في (M) مضاعف الاستثمار، وهو ما يدل على العلاقة الدالية المتزايدة بين الاستثمار والدخل وفق نظرية المضاعف حسب التحليل الكينزي.

لقد ارتأينا الى أنّ التحليل الكينزي انصب اهتمامه على دالة الطلب على النقود واعتبر عرض النقود متغير خارجي يتحكم فيه البنك المركزي أو السلطة النقدية، وبما أنّ النقود غير حيادية وفق التحليل الكينزي فمن المفروض أنّ التغيرات التي تطرأ على حجمها تؤثر على النشاط الاقتصادي والسؤال الذي يمكن طرحه في هذا السياق هو: " ***وفق أي ميكانيكية يكون هذا الأثر وعبر أي قناة؟*** " .

الفرع الخامس: ميكانيكية التحويل النقدي في الفكر الكينزي

أعطت النظرية الكينزية فكرة شاملة عن الكيفية التي يتم من خلالها تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، وهذا من خلال علاقة سببية تؤثر بها التغيرات في كمية النقود على مستوى الناتج القومي الحقيقي والمستوى العام للأسعار بواسطة قنوات كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل (8.1): ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية في الفكر الكينزي



المصدر: رحيم حسين، **النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي والوضعي**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2006، ص 14.

تبين من خلال الشكل أعلاه أن ميكانيكية تحويل الأثر النقدي الى النشاط الاقتصادي تمر عبر ثلاث مراحل أساسية.

المرحلة الأولى: أثر الزيادة في المعروض النقدي على سعر الفائدة

يعتبر تفضيل الرصيد النقدي من أبرز مميزات التحليل الكينزي عن التحليل الكلاسيكي، فعند قيام الدولة بزيادة الكمية المعروضة من النقود كشراء الأوراق المالية من السوق النقدي، على سبيل المثال وفي

ظل ثبات الدخل يقوم الأعوان الاقتصاديين بتوظيف هذه الكمية في شراء السندات لغرض المضاربة فترتفع أسعارها في السوق، وبما أنّ العلاقة تكون عكسية بين أسعار السندات ومعدلات الفائدة عليها كما هو مبين في نظرية تفضيل السيولة فإنّ معدل الفائدة سينخفض، والنتيجة هنا هي أنّ الزيادة في كمية النقود يترتب عليها حدوث انخفاض في معدل الفائدة والعكس صحيح[1].

المرحلة الثانية: أثر سعر الفائدة على الاستثمار

بافتراض ثبات الكفاءة الحدية للاستثمار، فإنّ انخفاض معدل الفائدة سيؤدي إلى زيادة المشاريع الاستثمارية، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار لأن العلاقة عكسية بين الاستثمار ومعدل الفائدة وفق التحليل الكينزي[2].

المرحلة الثالثة: أثر الزيادة في الاستثمار على الدخل والتوظيف

تؤدي الزيادة في الاستثمار المستقل طبقا لميكانيكية السياسة النقدية السابقة الذكر إلى زيادة في الطلب الكلي، وبالتالي زيادة في الدخل من خلال مضاعف الاستثمار، وهو ما يؤدي أيضا إلى زيادة في مستوى التوظيف وبالتالي رفع معدل النمو[3].

مما سبق نستنتج أنّ ميكانيكية تحويل الأثر النقدي حسب التحليل الكينزي تعتمد بشكل كبير على قناة سعر الفائدة في تحويل أثر السياسة من سوق النقود إلى سوق السلع والخدمات (القطاع الحقيقي)، وهذا من خلال العلاقة السببية الآتية:

$$M_d \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y \rightarrow \ W$$

بحيث أنّ:

M_d تمثل الطلب على النقود؛

r سعر الفائدة، I الاستثمار؛

Y الدخل، P المستوى العام للأسعار؛ W التوظيف.

[1] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

[2] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

[3] راضي محمد العضايلة، **آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني**، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، 2010، الأردن، ص 16.

المطلب الثالث: النظرية النقدية النقودية وميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي

لم يمضي وقت طويل على النظرية النقدية الكينزية حتى ظهرت مبادئ وأفكار اقتصادية جديدة تعارض الفكر الكينزي من لدن أصحاب مدرسة شيكاغو أو المسماة (بالمدرسة النقودية)، والتي يتزعمها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان[1].

فبعد أن تراجعت أهمية نظرية كمية النقود الكلاسيكية على مسرح الفكر الاقتصادي لمدة عقدين من الزمن تقريبا، قام البروفيسور "ميلتون فريدمان" وأساتذة آخرون من جامعة شيكاغو على غرار "شوارتز" بإعادة إحياء هذه النظرية وبالتحديد سنة (1956)، حيث انصب اهتمامهم على دور النقود وأهميتها في النشاط الاقتصادي وشددوا على أهمية معادلة التبادل بوصفها وسيلة تحليلية، وعلى أهمية النظرية الكمية للنقود كأداة للسياسة الاقتصادية بوصفها خير تعبير عن دور كمية النقود، وفي الوقت نفسه اعتبارها همزة وصل بين السياسة النقدية ومقدار الانفاق الكلي في الاقتصاد[2].

وقبل التطرق إلى ميكانيكية تحويل الأثر النقدي في النظرية النقودية كما قدمها "فريدمان وشوارتز" نعرض باختصار المبادئ والأسس التي تقوم عليها هذه المدرسة، ومن ثم دالة الطلب على النقود وفق التحليل النقودي.

الفرع الأول: مبادئ وأسس التحليل النقودي

ارتكز التحليل النقدي لميلتون فريدمان وزملائه من المدرسة النقودية على مجموعة من المبادئ والأسس يمكن ايجازها فيما يلي[3]:

- ✓ عرض النقود هو المتغير المستقل والطلب على النقود هو المتغير التابع، أي أنّ عرض النقود يلعب دور المتغير الوحيد والفعال في تحديد مستويات الدخل والناتج الكلي؛
- ✓ تؤدي الزيادة في عرض النقود إلى زيادة الدخل والناتج في الأجل القصير، في حين تؤدي هذه الزيادة في الأجل الطويل الى زيادة المستوى العام للأسعار؛

[1] ميلتون فريدمان (Milton Friedman) أستاذ الاقتصاد في جامعة شيكاغو خلال الفترة ما بين (1946-1977)، ثم كبير الباحثين في كثير من مراكز البحث العلمي الأمريكية، حاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1976.
أنظر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 313.

[2] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره ، ص 313.

✓ يعد الطلب على النقود دالة مستقرة في مستوى الدخل الدائم، وهو الدخل الذي يتألف من متوسط الدخول المتوقعة مستقبلا، معنى ذلك أنّ التغيرات التي تحدث في مستوى الدخل الجاري وهي دخول ذات طبيعة وقتية، لن تنعكس بصورة كبيرة في مستوى الدخل الدائم، وبالتالي فلن يتعرض الطلب على النقود لتغيرات كبيرة بسبب هذه التغيرات الطارئة في مستويات الدخل الجاري؛

✓ وجود أشكال مختلفة للثروة إضافة إلى النقود تشكل أوعية جاذبة للأفراد يحتفظون فيها بثرواتهم المختلفة، معنى ذلك أنّ فريدمان اختار الأشكال الآتية للثروة: النقود، السندات، الأسهم، السلع المعمرة.

الفرع الثاني: دالة فريدمان للطلب على النقود.

يشير فريدمان إلى أنّ الطلب على النقود يعتمد على ثلاث عوامل أساسية، الثروة الكلية للفرد، عوائد الثروة، والأذواق والتفضيلات.

1. الثروة الكلية: ركز فريدمان على الثروة ولم يركز على الدخل ذلك لأنّ الثروة أوسع من الدخل، فالثروة تشمل جميع مصادر الدخل مثل إنتاجية الأفراد والموجودات النقدية والمالية والحقيقية، وقد استخدم فريدمان سعر الفائدة للربط بين الدخل والثروة، فإذا كان سعر الفائدة (r)، الثروة (W)، والدخل (Y)، فإنّ مجموع الثروة هو: $W = \frac{Y}{r}$، وبمعنى ذلك أنّ فريدمان ينظر للثروة على أساس القيمة الحالية لمختلف أنواع الدخول المتوقعة من مصادر الثروة المختلفة[1].

2. عوائد الثروة: حيث يرى فريدمان أنّ عوائد الاحتفاظ بالثروة تتمثل فيما يلي[2]:

✓ النقود: ويتمثل العائد هنا في مقدار السلع التي تشتريها النقود مقابل العملة الوطنية؛

✓ السندات: ويتمثل العائد هنا في سعر الفائدة الثابتة التي يغلها السند سنويا بالإضافة إلى التغير في القيمة السوقية له نتيجة التغير في سعر الفائدة سواء كان التغير إيجابيا (أرباح رأسمالية) أو سلبيا (خسائر رأسمالية)؛

✓ الأسهم: وتذر الأسهم ربحا سنويا يتمثل في توزيعات الأرباح السنوية وكذلك الأرباح الرأسمالية الناجمة عن ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالية؛

✓ رأس المال البشري: هناك صعوبة في تقدير العائد على رأس المال البشري بسبب عدم وجود سوق لرأس المال البشري كما يرى فريدمان، لكن يمكن قياس ذلك من خلال الأجر المدفوع للعنصر البشري.

[1] هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص 252.
[2] المرجع السابق، ص ص 253-254.

3. الأذواق والتفضيلات: يرى فريدمان أنّ أذواق الوحدات الاقتصادية تؤثر في دالة الطلب على النقود، غير أنّه افترض ثباتها لفترة معينة من الزمن.

بعد أن شرحنا أشكال الثروة الكلية وعائد كل صنف، فإنّه يمكن إعطاء الصيغة الرياضية لدالة الطلب على النقود عند " فريدمان" في المعادلة الآتية[1]:

$$M^d = f\left(P, r_b, r_e, \frac{d_p}{d_t}.\frac{1}{p}, w, u\right) \dots\dots\dots\dots\dots (7.1)$$

M^d : دالة الطلب على النقود؛

P : المستوى العام للأسعار ؛

r_b : عائد السندات ويمثل بسعر الفائدة السوقي؛

r_e : عائد الأسهم ويتمثل بالأرباح السنوية؛

$(\frac{dp}{dt}.\frac{1}{p})$: معدل التضخم المتوقع؛

W: العائد على رأس المال البشري؛

u: يمثل الأذواق وترتيبات الأفضلية.

تقوم دالة الطلب على النقود في المعادلة رقم (7.1) على أساس الوحدات النقدية الإسمية، وليس على أساس القيمة الحقيقية، لذلك يجب إعادة صياغة المعادلة على أساس الطلب على الرصيد النقدي الحقيقي، وذلك بضرب طرفي المعادلة في $(\frac{1}{p})$ قصد تحويل كمية النقود إلى رصيد حقيقي، وعليه فإذا كانت كمية النقود تساوي عائد عناصر الثروة المختلفة، فإنّ كمية النقود/ مستوى الأسعار تساوي الناتج وتساوي دالة التغير الحقيقي في عائد عناصر الثروة، وتصبح المعادلة على الشكل:

$$\frac{M}{p} = f\left(r_b, r_e, \frac{d_p}{d_t}.\frac{1}{p}, w, u\right) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (8.1)$$

ويطلق على المعادلة (8.1) بدالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية؛ حيث يتضح من خلالها أنّ الطلب على النقود (السيولة النقدية) دالة في عوائد الأصول المالية والنقدية وهي متغيرات خارجية،

[1] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48.

وكذلك معدل التضخم المتوقع هو الآخر متغير خارجي، في حين أنّ الدخل الدائم والعنصرين الآخرين (w,u) هما متغيرين داخليين، واعتبر فريدمان تأثيرهما ضئيل في المدى القصير ليصل إلى أنّ دالة الطلب على النقود متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة للأسعار، ليعود إلى النظرية الكمية للنقود ولكن بطريقة تحليلية مختلفة[1].

ملاحظة: مما سبق تبين لنا أنّ التحليل النقودي يرى أنّ عامل عرض النقود هو المتغير الأساسي الذي يمكن من خلاله التأثير على حجم النشاط الاقتصادي، والسؤال المطروح هو: ***"وفق أي ميكانيكية يتم تحويل الأثر النقدي في التحليلي النقودي وعبر أي قناة ؟"***

الفرع الثالث: ميكانيكية التحويل النقدي في التحليل النقودي

تعمل ميكانيكية التحويل النقدي التي اختارها النقوديون من خلال تأثير العرض النقدي على النشاط الاقتصادي عبر قناة أسعار الأصول المالية، حيث لاحظ فريدمان أنّ عرض النقود لها أهمية كبيرة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ذلك لأنّ أي تقلبات في عرض النقود سيقود إلى تقلبات في النشاط الاقتصادي، وهنا يؤكد فريدمان أنه من أجل المحافظة على تحقيق التوظيف الكامل دون ارتفاع في معدل التضخم يتطلب أن ينمو الناتج القومي الصافي بمقدار الزيادة نفسها في المعروض النقدي وهذا هو دور السياسة النقدية[2].

اقترح كل من فريدمان وشوارتز الاعتماد على فعالية سياسة السوق المفتوحة بغرض التأثير على المعروض النقدي، ذلك لاعتقادهم أنّ السندات تخلق سيولة زائدة مقارنة بغيرها من الأصول التي هي في حوزة الوكلاء غير المصرفيين، وبالتالي فقيام البنك المركزي اتباع سياسة نقدية توسعية عن طريق الدخول للسوق النقدي كمشتري للسندات سيؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الأخيرة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة عليها من جهة، ومن جهة أخرى إلى توفر فوائض مالية لدى الوكلاء والأفراد مقابل كمية قليلة من الأوراق المالية[3].

إنّ الزيادة في أسعار هذه الأصول المالية والتي تقابلها فوائض مالية تشجع الأفراد عاجلا أم آجلا على تنويع محافظهم كمحاولة منهم لإعادة التوازن في ثرواتهم، وذلك من خلال شرائهم أنواع أخرى من

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 40.
[2] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 40.
[3] راضي محمد العضايلة، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

الأصول المالية والعينية كالأسهم، السندات، السلع والخدمات ...إلخ، وبذلك يؤدي هذا السلوك إلى ارتفاع في أسعار الأصول غير المالية المتوفرة في الاقتصاد، والذي سيؤدي إلى زيادة الثروة وبالتالي زيادة في الاستهلاك، مما يشجع بدوره على انتاج أصول جديدة من خلال التحول من هيكل الميزانية العمومية وزيادة المعروض النقدي إلى الأسواق المالية، الذي يشجع على انتاج سلع وخدمات جديدة من شأنها تزيد في الناتج القومي والتوظيف[1].

أشار فريدمان في تحليله لميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي أنّ عرض النقود ستؤدي إلى زيادة مهمة في الطلب الكلي، والذي ينتج عنه زيادة في الناتج القومي والأسعار في المدى القصير، أما في المدى الطويل فإنّ النقوديين وعلى رأسهم فريدمان يعتقدون أنّ الاقتصاد في حالة توظيف كامل وأنّ النمو طويل الأجل بالنسبة إلى الناتج يتحدد بعوامل حقيقية مثل معدل الادخار، وهيكل الصناعة، ومن ثم فإنّ الزيادة في عرض النقد خلال المدى الطويل يؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار وليس في معدل النمو في الناتج طالما أنهم ينظرون إلى التضخم على أنه ظاهرة نقدية بحتة، وبالتالي فإنّ النقديون يعطون أهمية قصوى لاحتوائه من أجل اصلاح حالة النظام الرأسمالي[2].

ومما سبق نستنتج أنّ أصحاب النظرية النقودية يرون أنّ التغيرات في السوق النقدي لها تأثير مباشر على القطاع الحقيقي في المدى القصير بسبب قيام الجمهور بتحويل الأرصدة النقدية الفائضة التي ضخها البنك المركزي في الاقتصاد عن طريق سياسة السوق المفتوحة إلى شراء أصول مالية كالسندات والأسهم والموجودات الأخرى، وبالتالي فإن هذه السلسلة من التأثيرات سوف تؤدي مباشرة إلى التوسع في الإنتاج، أما في المدى الطويل فقد أقر أصحاب هذه النظرية على حيادية النقود وبالتالي سينحصر دور وتأثير النقود هنا على رفع المستوى العام للأسعار فقط.

[1] Abdelali attioui**, la politique monétaire dans les modéles econométriques: primat de la théorie sur l'empirie,** thèse de doctorat, université de Grenoble, France, 2014,p 59.

[2] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص41.

المبحث الثاني: أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والأسعار في إطار نماذج الاقتصاد الكلي

تلعب السياسة النقدية دورا هاما في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال مجموعة من الأدوات الكمية والنوعية، ولقد اهتم الأدب الاقتصادي من الجانب الكلي بثلاث نماذج أساسية في هذا الجانب يمكن من خلالها دراسة الكيفية التي يمكن من خلالها انتقال التغيرات التي تطرأ على السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، وعليه يستهدف هذا المبحث بيان آثار السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والأسعار المحلية، ولتحقيق ذلك قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب، يتناول المطلب الأول أثر السياسة النقدية على سعر الفائدة والناتج الحقيقي في إطار نموذج **(IS-LM)**، أما المطلب الثاني فيتناول أثر السياسة النقدية على الإقراض البنكي والناتج الحقيقي في إطار نموذج **(CC-LM)**، وأخيرا المطلب الثالث جاء بعنوان أثر السياسة النقدية على الناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار في إطار نموذج الطلب الكلي–العرض الكلي **(AD-AS)**.

المطلب الأول: أثر السياسة النقدية على سعر الفائدة والناتج الحقيقي في إطار نموذج (IS-LM)

أولا: الإطار العام لبناء نموذج (IS-LM)

من الصعب توضيح العلاقة المتبادلة بين الدخل ومعدلات الفائدة والسياسة النقدية باستخدام النموذج الكينزي البسيط، ومن أجل ذلك فقد طور الاقتصاديون أدوات أكثر تعقيدا تدخل في إطار نموذج **(IS-LM)** لغرض دمج أسواق السندات والنقود في التحليل الكينزي التقليدي بصورة تامة، حيث يمثل منحنى **(IS)** كأداة تحليلية جميع توليفات مستويات الدخل وسعر الفائدة التي تحقق التوازن في سوق الانتاج فقط، أي تلك التوليفات التي تكون عندها جميع الإضافات إلى الدخل مساوية للتسرب منه[1]، أما منحنى **(LM)** يمثل أداة تحليلية لجميع توليفات مستويات الدخل وسعر الفائدة التي تحقق التوازن في سوق النقود فقط، ويتطلب تحقيق التوازن في السوقين معا، أي تحديد مستويين للدخل ولسعر الفائدة يحققان التوازن في السوقين معا وفي نفس الوقت استخدام أداة تحليلية جديدة يطلق عليها نموذج **(IS-LM)**، حيث يوضح هذا النموذج تأثير القوى النقدية والمالية على توازن السوقين معا[2].

---

[1] جيمس جوارتيني، وريجارد استروب، **الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص**، ترجمة وتعريب: عبد الفتاح عبد الرحمن، وعبد العظيم محمد، د ط، دار المريخ للنشر، الرياض: المملكة العربية السعودية، 1999، ص 713.

[2] ايمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 169.

1.1. التوازن الكينزي في سوق النقود (تابع LM لـ Hicks):

يتحقق التوازن في سوق النقود عندما يكون الطلب على النقود Md الحقيقي يساوي عرض النقود الحقيقي (M_0).

1.1.1. الطلب على النقود: انطلاقا من وجهة نظر كينز، فقد ناقش كثير من المؤلفين أنواع الطلب الثلاثة على النقود، حيث أدمجوا الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط من أجل تبسيط التحليل، وعلاوة على ذلك فقد افترضوا في تحليلهم البياني أنّ كلا من الطلب المشترك على النقود أو ما يسمى بالطلب على النقود بغرض المبادلات له علاقة طردية مع الدخل، فيصبح الطلب على النقود لغرض المبادلات يمثل بالمعادلة:

$$Md_1 = L_1(Y)$$

بحيث: $L_1 > 0$ وهي نسبة من الدخل تستعمل للمبادلات.

أما الطلب الثالث على النقود فيكون بغرض المضاربة ويتناسب عكسيا مع سعر الفائدة، والسبب هو المفاضلة بين النقود السائلة والاستثمار في السندات[1]، حيث أنّ كل زيادة في معدلات الفائدة مثلا ستؤدي إلى انخفاض أسعار السندات الذي يحفز زيادة شرائها، الأمر الذي يؤدي إلى نقصان الطلب على النقود بغرض المضاربة $Md_2(r)$، ويمكن كتابة المعادلة كالآتي:

$$Md_2 = L_2(r) \qquad / (Md_2)' < 0$$

حيث أنّ (L_2) يمثل معامل سعر الفائدة[2].

1.1.1.1. دالة الطلب على النقود:

تكون دالة الطلب على النقود في صورة معادلة كالآتي:

$$\frac{Md}{P} = Md = Md_1 + Md_2$$

$$Md = L_1(y) - L_2(r) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (9.1)$$

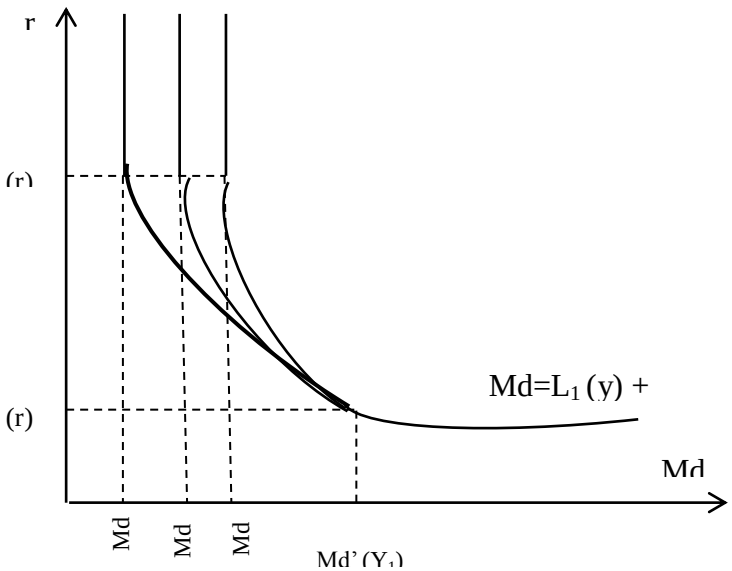
[1] عبد الرحيم فؤاد الفارس، وليد اسماعيل السيفو، مرجع سبق ذكره، ص 236.

[2] السعيد بريبش، مرجع سبق ذكره، ص 193.

حيث تمثل($\frac{Md}{P}$) الكمية الحقيقية للنقود المطلوبة، (Y) يمثل الدخل الحقيقي، و(r) سعر الفائدة، ويتناسب المقدار الحقيقي للنقود المطلوبة تناسبا طرديا مع الدخل الحقيقي وتناسبا عكسيا مع سعر الفائدة، ولذلك فإنّ أي زيادة في الدخل الحقيقي تؤدي إلى زيادة الكمية الحقيقية للنقود المطلوبة، في حين أنّ الزيادة في سعر الفائدة لها تأثير عكسي.

2.1.1.1. منحنى الطلب على النقود: يمكن أن نرسم الآن دالة الطلب على النقود بالاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تتمثل في: الكمية الحقيقية للنقود المطلوبة، الدخل الحقيقي، وسعر الفائدة، ولرسم دالة الطلب على النقود في شكل ذي بعدين يجب أن نثبت أحد المتغيرات، وإذا كان سعر الفائدة مقاسا على المحور العمودي والكمية الحقيقية للنقود المطلوبة مقاسة على المحور الأفقي، فمن المفترض أن يكون الدخل الحقيقي ثابت من أجل رسم دالة الطلب على النقود[1]. وعلى سبيل المثال إذا افترضنا أنّ الدخل Y فإن العلاقة الموضحة في الشكل (9.1) هي **L(y, r)**.

شكل رقم (9.1): منحنى دالة الطلب على النقود



Source : Jean-François Goux, OP.cit, p 180

يوضح لنا الشكل(9.1) أعلاه العلاقة الطردية بين الدخل الحقيقي والكمية الحقيقية للطلب على النقود من جهة، والعلاقة العكسية بين سعر الفائدة والطلب على النقود من جهة أخرى، حيث أنّ ارتفاع الدخل الحقيقي من (Y_1) إلى (Y_2) عند مستوى سعر فائدة Max (r) يؤدي إلى انتقال منحنى الطلب على

[1] مايكل ايدجمان، **الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة**، ترجمة وتعريب: محمد ابراهيم منصور، د ط، دار المريخ للنشر، الرياض: المملكة العربية السعودية، 1999، ص 243.

النقود إلى اليمين أين تنتقل الكمية الحقيقية للطلب على النقود من Md (Y_1) إلى Md (Y_2). أما إذا انخفضت سعر الفائدة عند أدنى مستوى لها Min (r) مع ثبات الدخل عند مستوى (Y_1)، فقد يؤدي ذلك إلى ارتفاع الطلب على النقود من المستوى Md (Y_1) إلى المستوى Md' (Y_1).

2.1.1. عرض النقود: يعتبر العرض الاسمي للنقود Ms متغير خارجي يظل عند مستوى معين إلى أن يتخذ البنك المركزي بعض الإجراءات لزيادته أو نقصانه، وبافتراض ثبات المستوى العام للأسعار $P=P_0$، فإن افتراض ثبات العرض الإسمي للنقود يعني أنّ العرض الإسمي سيبقى ثابتا كذلك.

ومن ثم فإنّ دالة العرض الحقيقي للنقود تكون كالآتي:

$$\frac{Ms}{P} = \frac{Ms_0}{P_0} = M_0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (10.1)$$

حيث تعبر (M_0) عن الكمية الحقيقية لعرض النقود[1].

3.1.1. كيفية الوصول إلى صيغة التوازن في سوق النقود (LM):

كما ذكرنا سابقا أنّ التوازن في سوق النقود يُعَبّر عنه بالمنحنى (LM)، والممثل للمحل الهندسي من التوليفة لسعر الفائدة والدخل المحققة لتساوي العرض مع الطلب على النقود.

1.3.1.1. الاستنتاج الجبري لتابع (LM)[2]:

يتم التوازن في سوق النقود عندما يتساوى العرض الحقيقي للنقود *(M_0)* مع الكمية الحقيقية للطلب عليه ، والتعبير عن هذا التوازن رياضيا يكون من خلال المعادلة الآتية:

$$Md = M_0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (11.1)$$

حيث أنّه بإحلال المعادلتين رقمي (9.1) و(10.1) داخل المعادلة رقم (11.1) يتم الحصول على:

$$L_1(Y) - L_2(r) = M_0$$

$$\Rightarrow \begin{cases} Y = \frac{M_0}{L_1} + \frac{L_2}{L_1} r \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (12.1) \\ r = -\frac{M_0}{L_2} + \frac{L_1}{L_2} Y \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (13.1) \end{cases}$$

[1] مايكل ايدجمان، مرجع سبق ذكره، ص 245.

[2] Mohammed Azali, **The Transmission Mechanism and the Channels of Monetary Policy,** p p 3-4, http://econ.upm.edu.my/~azali/TM.pdf

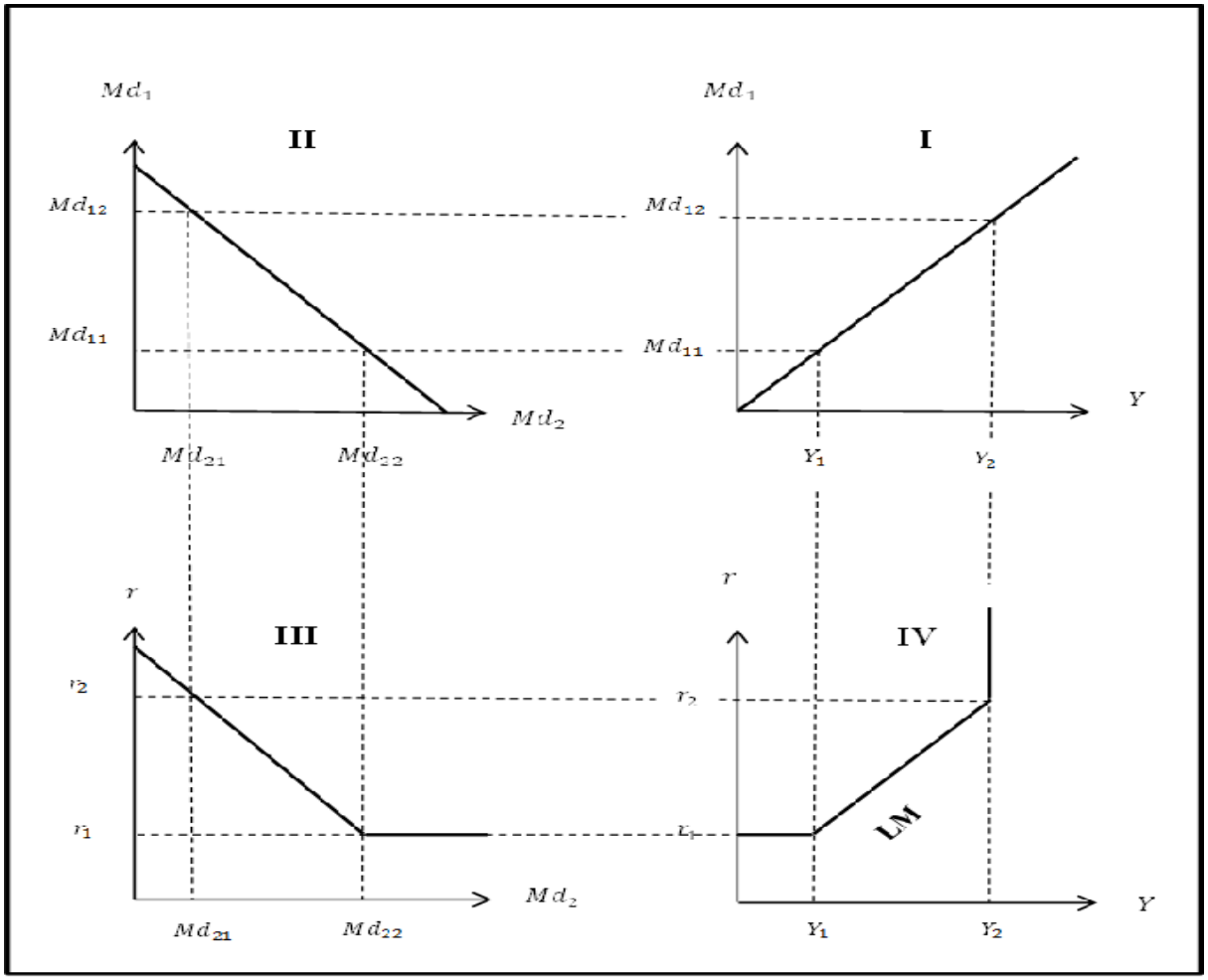
تمثل كل من المعادلة (12.1) والمعادلة (13.1) معادلة المنحنى (LM) ذات الميل الموجب؛ أي أنّ:

$\frac{dY}{dr} = \frac{L_2}{L_1} > 0$؛ $\frac{dr}{dY} = \frac{L_1}{L_2} > 0$ ، ما يؤكد العلاقة الطردية بين الدخل وسعر الفائدة في السوق.

2.3.1.1. الاستنتاج البياني لمنحنى (LM):

جاء منحنى (LM) كنتيجة لإسقاط ثلاث منحنيات مساعدة موضحة في الشكل الآتي:

شكل رقم (10.1): اشتقاق المنحنى البياني لتابع (LM)



Source : Jean-François Goux, OP.cit, p 189.

2.1. التوازن في سوق السلع والخدمات (تابع (IS) لـ Hansen):

يتحقق التوازن في سوق السلع والخدمات بالمساواة بين الادخار (S) والاستثمار (I) في الفترة القصيرة، ويتم التعبير عن هذا التوازن بمنحنى (IS)، حيث يعبر هذا المنحنى عن التوليفات الممكنة من سعر الفائدة والدخل التي يتساوى عندها الادخار والاستثمار.

1.2.1. الاستنتاج الجبري لتابع (IS) [1]:

يتم التعبير الرياضي عن توازن سوق السلع والخدمات وفق المعادلات الآتية:

دالة الادخار $S = a_0 + a_1 Y + a_2 r; a_0 < 0, 0 < a_1 < 1, a_2 > 0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots (14.1)$

دالة الاستثمار $I = b_0 - b_1 r; b_0 > 0, \frac{dI}{dr} < 0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (15.1)$

شرط التوازن $S = I \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (16.1)$

بإحلال المعادلتين (14.1) و (15.1) داخل المعادلة (16.1) نحصل على معادلة **(IS)**، والتي هي كالآتي:

$$b_0 - b_1 r = a_0 + a_1 Y + a_2 r$$

$$\Rightarrow b_0 - a_0 - a_1 Y = a_2 r + b_1 r$$

$$\Rightarrow b_0 - a_0 - a_1 Y = r(a_2 + b_1)$$

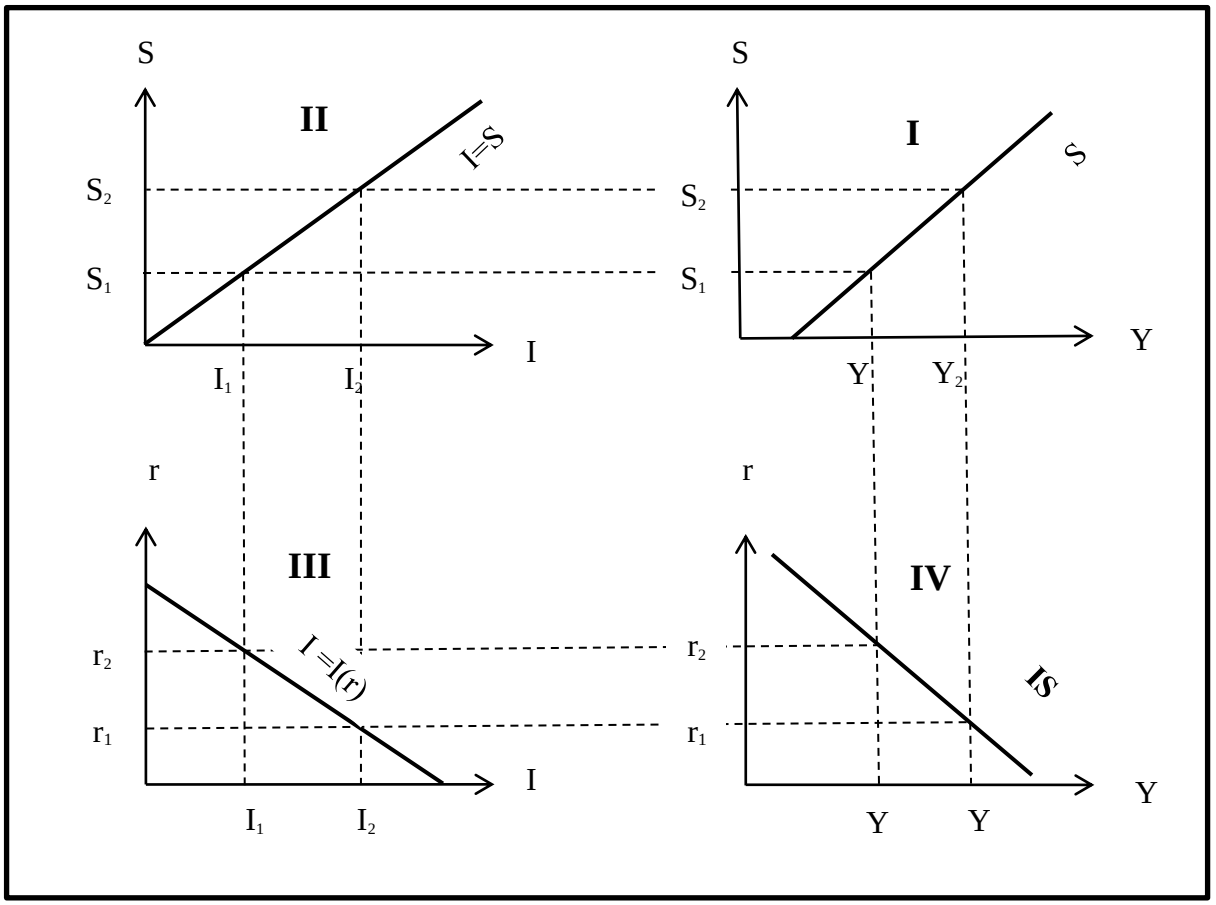
$$\Rightarrow \begin{cases} Y = \dfrac{(b_0 - a_0)}{a_1} - \dfrac{(a_2 + b_1)}{a_1} r \\ r = \dfrac{(b_0 - a_0)}{(a_2 + b_1)} - \dfrac{a_1}{(a_2 + b_1)} Y \end{cases}$$

$$\Rightarrow \begin{cases} Y = \beta_0 - \beta_1 r;\ \beta_0 = \dfrac{(b_0 - a_0)}{a_1}, \beta_1 = \dfrac{(a_2 + b_1)}{a_1} \dots\dots\dots\dots (17.1) \\ r = \delta_0 - \delta_1 Y; \delta_0 = \dfrac{(b_0 - a_0)}{(a_2 + b_1)}, \delta_1 = \dfrac{a_1}{(a_2 + b_1)} \dots\dots\dots\dots (18.1) \end{cases}$$

$\frac{dY}{dr} = -\beta_1 < 0$؛ $\frac{dr}{dY} = -\delta_1 < 0$ ، ما يؤكد العلاقة العكسية بين الدخل وسعر الفائدة في سوق السلع والخدمات.

[1] Mohammed Azali, OP.Cit, p 04.
Et Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud, **L'Essentiel sur l'Économie**, 4ème Edition, copyright BERTI Éditions, Alger, 2007, pp 310-311.

شكل رقم (11.1): اشتقاق المنحنى البياني لتابع (IS)



Source: Ibid, p 311.

3.1. التوازن الشامل لسوقي السلع والنقود معا(IS-LM)[1]:

1.3.1. الاستنتاج الجبري للتوازن الشامل (IS-LM):

يتحدد التوازن في كل من سوق النقود وسوق السلع جبريا بواسطة مساواة المعادلة رقم (12.2) بالمعادلة رقم (17.1)، ومساواة المعادلة (13.1) بالمعادلة (18.1) كما يلي:

لدينا:

$$\begin{cases} Y = \beta_0 - \beta_1 r = \dfrac{M_0}{L_1} + \dfrac{L_2}{L_1} r \\ r = \delta_0 - \delta_1 Y = -\dfrac{M_0}{L_2} + \dfrac{L_1}{L_2} Y \end{cases}$$

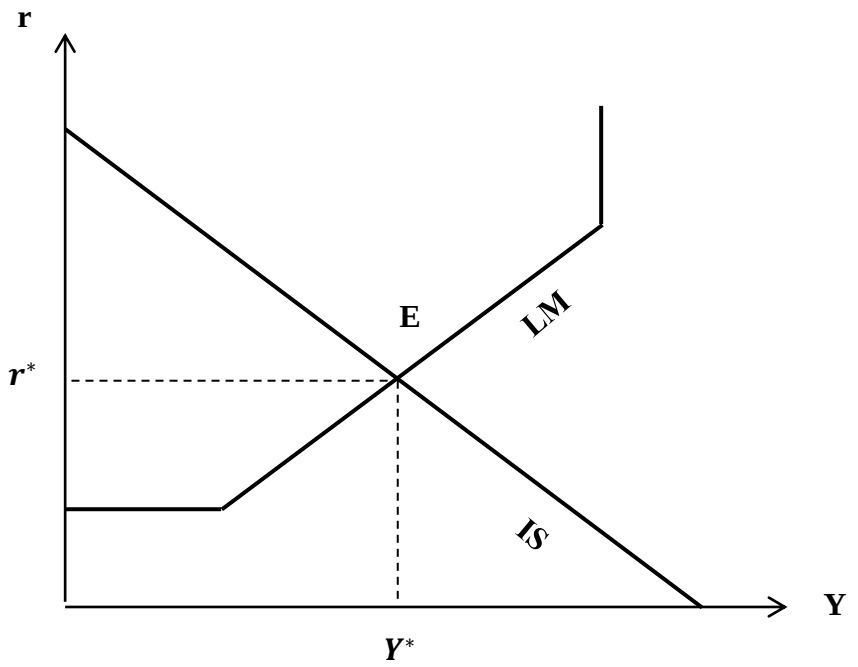
[1] Mohammed Azali, OP.cit, p p 04-05.
و بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية ضمن نموذج M-F، **مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية**، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، جوان 2012، ص ص 244-245.
و السعيد بريبش، مرجع سبق ذكره، ص 196.

$$\Rightarrow \begin{cases} r^* = \dfrac{L_1\beta_0}{L_2 + \beta_1 L_1} - \dfrac{1}{\beta_1 L_1 + L_2} M_0 \ \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (19.1) \\ Y^* = \dfrac{L_2\delta_0}{L_2\delta_1 + L_1} + \dfrac{1}{L_2\delta_1 + L_1} M_0 \ \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (20.1) \end{cases}$$

2.3.1. الاستنتاج البياني للتوازن الشامل لسوقي النقود والسلع (IS-LM):

يتحقق التوازن الشامل بيانيا عند نقطة تقاطع منحنى(IS) مع منحنى (LM) بعد جمعهما في مستوى ديكارتي واحد، ويكون سعر الفائدة التوازني r^* و Y^* يمثل الدخل التوازني كما هو في الشكل (12.1).

شكل رقم (12.1): التمثيل البياني لمنحنى التوازن الشامل (IS-LM)



Source: Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud, OP.cit, p 313.

يوضح الشكل أعلاه حالة تكامل الظواهر النقدية المتعلقة بسوق النقود والظواهر النقدية المتعلقة بسوق الانتاج، حيث تشير النقطة (E) إلى مستويات الدخل وسعر الفائدة التي يتحقق عنها التوازن الشامل لسوقي النقود والانتاج، وعليه فإنّ أي تغيرات تحدث في مستوى الدخل ستؤدي حتما إلى تغيرات في سعر الفائدة والعكس صحيح.

ثانيا: اشتقاق أثر التغير في السياسة النقدية على التغير في الناتج الحقيقي من خلال سعر الفائدة

يستهدف هذا الجزء كيفية عمل قناة سعر الفائدة على تحويل آثار السياسة النقدية إلى الناتج الحقيقي في نموذج IS-LM، حيث يتضح من خلال المعادلة (21.1) أن التغيير في المعروض النقدي يؤثر بشكل واضح على الدخل من خلال المعلمات a_1, a_2, b_1, L_1, L_2، والتي تعبر كلها عن ميول حدية في نموذج IS-LM، وهكذا يمكن الحصول على مضاعف النقود في شكل معامل يقيس لنا أثر التغير في السياسة النقدية والمتمثلة في عرض النقود على مستوى الناتج الحقيقي بواسطة المعادلة الآتية:

$$\Delta Y^* = \frac{1}{L_2\delta_1 + L_1}\Delta M_0$$

$$\Rightarrow \Delta Y^* = \frac{1}{(\frac{L_2 a_1}{a_2 + b_1}) + L_1}\Delta M_0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (21.1)$$

استنادا إلى المعادلة رقم (21.1) يتضح أن قناة سعر الفائدة تعمل من خلال علاقة سببية بين مجموعة من المتغيرات كما هو موضح في الرسم التخطيطي الآتي:

$$L_2: (\Delta M_0 \Rightarrow \Delta r),\ b_1: (\Delta r \Rightarrow \Delta I)),\ a_1: (\Delta I \Rightarrow \Delta Y),\ and\ L_1: (\Delta Y \Rightarrow \Delta Md)$$

يتضح من خلال الرسم التخطيطي أعلاه أن أثر التغير في عرض النقود على التغير في سعر الفائدة يعكسه المعامل L_2، أما المعامل b_1 فيمثل أثر التغير في سعر الفائدة على التغير في الاستثمار، ويعبر المعامل a_1 عن أثر التغير في الاستثمار على التغير في الدخل، وفي الأخير تكون تغذية عكسية من خلال تأثير الدخل على الطلب على النقود ويعكس هذا الأثر المعامل L_1[1].

ثالثا: الاستنتاج البياني لأثر التغير في السياسة النقدية على التغير في الناتج المحلي الاجمالي

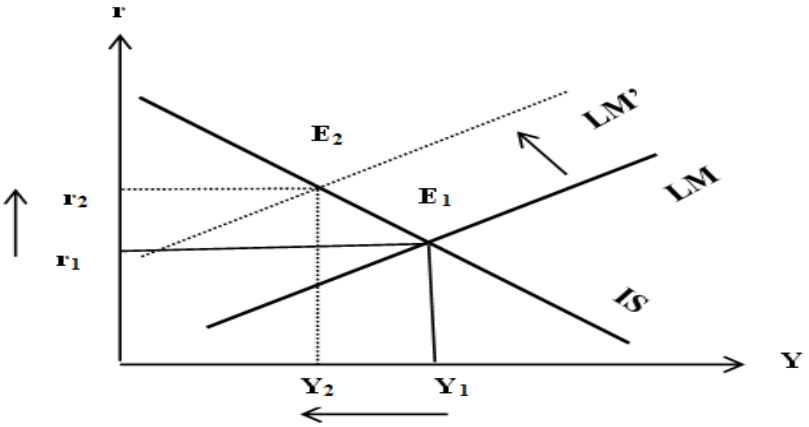
يستهدف هذا الجزء بيان أثر كل من السياسة النقدية على كل من الناتج المحلي الاجمالي وقناة سعر الفائدة وهذا في إطار نموذج **IS-LM**، وللوصول إلى هذا الهدف سنقوم باستخدام التحليل البياني.

1.3. تحليل أثر السياسة النقدية الانكماشية على الناتج بيانيا:

يوضح لنا الشكل (13.1) أدناه ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية الانكماشية إلى الناتج الحقيقي عن طريق سعر الفائدة عند التوازن.

[1] Mohammed Azali, OP.Cit, p 05.

الشكل (13.1): أثر السياسة النقدية الانكماشية على توازن سوقي السلع والخدمات والنقود



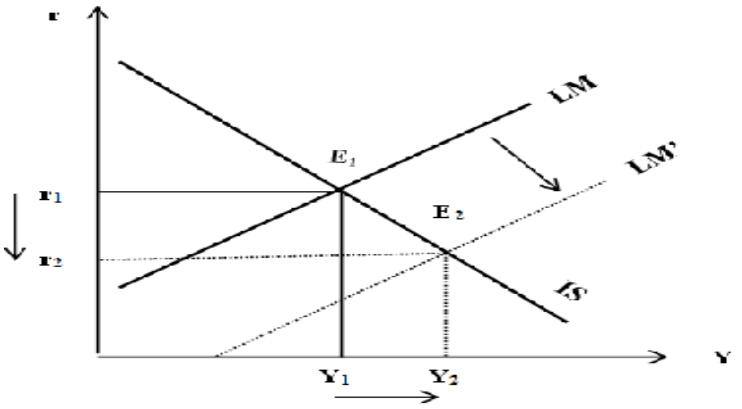
المصدر: ايمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 218.

نلاحظ من خلال الشكل (13.1) أعلاه أن رفع معدل الفائدة من النقطة r_1 إلى النقطة r_2 يترتب عليه انتقال منحنى LM إلى LM' مع بقاء منحنى IS ثابت، مما أدى إلى انتقال نقطة التوازن الاقتصادي الكلي نحو اليسار من النقطة E_1 إلى النقطة E_2، الأمر الذي أدى إلى انخفاض حجم الناتج المحلي الحقيقي (Y) التوازني من النقطة Y_1 إلى النقطة Y_2.

2.3 . تحليل أثر السياسة النقدية التوسعية على الناتج بيانيا:

يوضح لنا الشكل (14.1) أدناه ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية التوسعية إلى الناتج الحقيقي عن طريق سعر الفائدة عند التوازن.

الشكل رقم (14.1): أثر السياسة التوسعية على توازن سوقي السلع والخدمات والنقود



المصدر: ايمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 217.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أنّ تطبيق سياسة نقدية توسعية بواسطة تخفيض معدلات الفائدة ترتب عليها انتقال منحنى **LM** إلى جهة اليمين من **LM** إلى **'LM** مع بقاء منحنى **IS** ثابت كما هو، مما أدى إلى انتقال نقطة التوازن الاقتصادي الكلي من النقطة E_1 إلى النقطة E_2، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم الناتج المحلي الحقيقي (Y) التوازني من النقطة Y_1 إلى النقطة Y_2.

المطلب الثاني: أثر السياسة النقدية على الاقراض البنكي والناتج الحقيقي في إطار نموذج CC-LM

على خلاف نموذج IS-LM الذي لا يوجد فيه سوى فئتين من الأصول المصرفية، وهما النقود وجميع الأصول التي تحمل معدل فائدة، قام كل من "برنانك وبليندر" باقتراح نموذج جديد سمي بنموذج CC-LM يأخذ بعين الاعتبار إدخال أصول إضافية غير موجودة في النموذج الهيكسي: مثل القروض المصرفية، والسندات التي تحتفظ بها البنوك[1]، حيث افترضا أنه لا يمكن للسندات أن تحل محل القروض بسبب أنهما بدائل غير متكاملة، ذلك لأن بعض الأعوان الاقتصاديين المقترضين لا يستطيعون الوصول إلى سوق الأوراق المالية بسبب عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف المعاملات المالية، وبالتالي فهؤلاء الأعوان يجب أن يقوموا بتمويل أنفسهم عن طريق البنوك التجارية باعتبارها البديل الوحيد للمقترضين الذين يواجهون مشاكل في المعلومات، كما أنّ تكاليفها تكون أقل مقارنة بسوق رأس المال[2]، ويأخذ نموذج CC-LM ثلاثة أصول مالية أساسية تتمثل في: النقود، القروض، والسندات.

ويبدأ هذا النموذج بدراسة الميزانية العمومية للبنوك ككل مع افتراض ان صافي الثروة يساوي صفر كما هو مبين في الجدول الآتي:

جدول رقم (1.1): الميزانية العمومية للبنوك

الموجودات	المطلوبات
الاحتياطات	الودائع
السندات لدى البنوك	
القروض	

[1] Tomasz Łyziak, **Monetary transmission mechanism in Poland Theoretical concepts vs. evidence,** the Centre for Central Banking Studies (CCBS), 2001, p 05, disponible sur: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.5671&rep=rep1&type=pdf

[2] Jean-François Goux, OP.cit, p 196-197.

تضم الميزانية العمومية للبنوك من جانب الموجودات أي جانب الأصول القروض الممنوحة للأسر والمشروعات، السندات التي تحتفظ بها البنوك، والاحتياطيات بما فيها القانونية المطلوبة من قبل البنك المركزي وكذا الفائضة والتي تكون عادة اختيارية من قبل البنك التجاري، أمّا من جانب الخصوم فتضّم الميزانية الودائع بكل أنواعها، ويعتبر العائد على الودائع افتراضا عنصر خارجي لا يستطيع البنك التجاري التحكم فيه من خلال منافسته مع البنوك الأخرى، لأن البنك المركزي هو الذي يتحكم فيه من خلال سيطرته على مبالغ الاحتياطات، والتي تتحكم في المبلغ الإجمالي للودائع، ومن ثم العائد عليها[1].

من خلال ما سبق وبمساواة موجودات ومطلوبات الميزانية العمومية للبنوك نحصل على معادلة محفظة البنوك الآتية:

$$B^b + L^s + R = D^b \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (22.1)$$

حيث أنّ:

B^b تمثل كمية السندات التي تحتفظ بها البنوك، L^s تمثل القروض البنكية، R تمثل إجمالي الاحتياطات البنكية، و D^b تمثل إجمالي الودائع البنكية.

تعتمد النسب المرغوب فيها من القروض والسندات في الميزانيات العمومية للبنك على معدلات العائد على القروض والسندات، أما فيما يخص إجمالي الاحتياطيات R فهي تتكون من: الاحتياطيات المطلوبة $R^s=\tau D$، والاحتياطيات الاختيارية E، حيث تشير τ إلى نسبة الاحتياطي الالزامي من الودائع المطلوبة، ويفترض النموذج أنّ معدل العائد على الاحتياطيات الاختيارية يكون صفرا، وأنّ طلب البنوك على هذه الاحتياطيات يعتمد فقط على معدل العائد على القروض البنكية وليس على سعر الفائدة على السندات[2]، ويمكن بالتالي الاشارة إلى معادلة اجمالي الاحتياطات البنكية كالآتي[3]:

إذا كان:

$$R = \tau(D^b) + E \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (23.1)$$

فبتعويض المعادلة (22.1) في المعادلة (23.1) نحصل على المعادلة الآتية:

[1] Hallsten Kerstin, **Bank Loans and the Transmission Mechanism of Monetary Policy**, Econstor, Central Bank of Sweden, Stockholm, Working Paper Series No. 73, 1999, p 7.

[2] Hanna Putkuri, **Cross-country asymmetries in euro area monetary transmission: the role of national financial systems,** Bank OF Finland Discussion Papers, Working Paper 15.2003, P 36.

[3] Kirsten L. Ludi, Marc Ground**, Investigating the Bank-Lending Channel in South Africa: A VAR Approach,** Department of Economics Working Paper Series, University of Pretoria, WP: 2006-04, February 2006, p 22.

$$B^b + L^s + \tau(D^b) + E = D^b$$

$$\Leftrightarrow B^b + L^s + E = D^b(1-\tau) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (24.1)$$

بالنظر إلى القيود الكلية للأصول، وبعد تلبية متطلبات الاحتياطي النقدي الإلزامي تختار البنوك بين الاستثمار في السندات أو القروض وفقا لأسعار الفائدة على هذين الاستثمارين، إذا كان $\boldsymbol{i_l}$ هو سعر الفائدة على القروض و i_b هو سعر الفائدة على السندات (العائد على السندات)، فإن الطلب على السندات يرتبط بجزء من المصادر البنكية السائلة، والتي تعرف بأنها $D^b(1-\tau)$، حيث يرتبط الطلب على السندات بعلاقة طردية مع سعر الفائدة على السندات، وعلاقة عكسية مع سعر الفائدة على القروض (تكاليف الفرصة البديلة للسندات) كما موضح في المعادلة الآتية[1]:

دالة الطلب على السندات:

$$B^b = b\,(i_b, i_l)(1-\tau)D^b \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (25.1)$$

$$/\ b_{ib} < 0;\ \ b_{il} > 0$$

دالة حجم الاحتياطات الاختيارية[2]:

$$E = e\,(i_l)D^b(1-\tau) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (26.1)$$

$$/\ e_{il} < 0$$

أولا. سوق القروض[3]:

1.1. دالة الطلب على القروض: يتحدد الطلب على القروض البنكية بواسطة المقترضين من اسر ومشروعات، وهذا بناءً على علاقة سلبية مع سعر الفائدة على القروض، وعلاقة إيجابية مع كل من سعر الفائدة على السندات والناتج القومي الإجمالي (Y) طبقا للمعادلة الآتية:

$$L^d = L(i_l, i_b, Y);\ L_{i_l} < 0; L_{i_b} > 0; L_Y > 0 \dots\dots\dots\dots (27.1)$$

[1] Tomasz Łyziak, Loc.cit.
[2] Hanna Putkuri, Loc.cit.
[3] Marc Ground Kirsten L. Ludi, Loc.cit.

1.2. دالة عرض القروض: يفترض كل من "**برنانك وبلايندر**" أنّ عرض القروض يمثل حصة من إجمالي الأصول البنكية التي ترتبط بشكل إيجابي مع سعر الفائدة على القروض وبشكل سلبي مع سعر الفائدة على السندات، وعليه بناءً على المعادلة (24.2) يمكن كتابة دالة عرض النقود على النحو الآتي:

$$L^s = l^s(i_l, i_b)D^b(1-\tau);\ l^s{}_{i_l} > 0; l^s{}_{i_b} < 0 \dots\dots\dots\dots\dots (28.1)$$

حيث أنّ:

i_l: سعر الفائدة على القروض؛ i_b : سعر الفائدة على السندات؛ $\lambda(i_l, i_b)$: نسبة الأصول المصرفية المستثمرة في القروض الممنوحة للمشروعات والأسر.

1.3. التوازن في سوق القروض[1]: يتحقق التوازن في سوق القروض البنكية عندما يكون عرض القروض مساويا للطلب على القروض البنكية، أي أنّ:

$$L^d = L^s \Leftrightarrow L(i_l, i_b, Y) = l^s(i_l, i_b)D^b(1-\tau) \dots\dots\dots\dots\dots (29.1)$$

وبما أنّ:

$$R^s = D^b(\tau)$$

فالمعادلة (29.1) تصبح على النحو الآتي:

$$L^d = L^s \Leftrightarrow L(i_l, i_b, Y) = l^s(i_l, i_b)[\frac{(1-\tau)}{\tau}]R^s \dots\dots\dots\dots\dots (30.1)$$

بحيث، تمثل R^s الاحتياطات البنكية المطلوبة.

ثانيا. التوازن في سوق النقود ومنحنى LM[2]:

يعبر منحنى LM التقليدي عن حالة التوازن في سوق النقود، وبإهمال كمية النقد المتداولة في الاقتصاد حسب "برنانكي وبلايندر"، فإن سوق النقود في الواقع يصبح سوق للودائع، وبالتالي فشرط التوازن في سوق النقود أو ما يسمى بسوق الودائع يتحقق عندما يتساوى عرض الودائع مع الطلب عليها، وعليه يمكن استخلاص معادلة الودائع من معادلة الاحتياطيات المصرفية:

بإحلال ما يساوي المعادلة رقم (23.1) في المعادلة رقم (26.1) نحصل على معادلة عرض الودائع:

$$R = \tau(D^b) + E = \tau(D^b) + e\,(i_l)D^b(1-\tau)$$

$$\Leftrightarrow D^b = D^s = \frac{R}{e\,(i_b)(1-\tau)+\tau} = m(i_b).R \dots\dots\dots\dots\dots (31.1)$$

[1] Tomasz Łyziak, Op.cit, p 6.
[2] Hanna Putkuri, Op.cit, p37.

حيث: D^s: يمثل عرض الودائع البنكية، و$m(i)$ تشير إلى ما يسمى بمضاعف النقود الذي تزيد من خلاله الودائع لكل زيادة في وحدة واحدة في الاحتياطيات.

ويرجع الطلب على الودائع إلى دوافع المعاملات، ويفترض أنها تعتمد على سعر الفائدة على السندات والناتج القومي الإجمالي وإجمالي الثروة، ومع ذلك يتم التعامل مع الثروة الإجمالية على أنها ثابتة وبالتالي يتم تجاهلها في النموذج.

وعليه فإنّ شرط التوازن في سوق النقود يتحقق بناءً على المعادلة الآتية:

$$D^d(i_b, Y) = m(i_b)R;\ D^d{}_{i_b} < 0;\ D^d{}_Y > 0;\ m_{i_b} > 0 \dots\dots\dots\dots (32.1)$$

ثالثا: التوازن في سوق السلع

يتم التعبير عن التوازن في سوق السلع والخدمات بمنحنى IS التقليدي، وهذا من خلال المعادلة الآتية:

$$y = Y(i_l, i_b);\ \mathrm{Y}_{i_l} < 0; \mathrm{Y}_{i_b} < 0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (33.1)$$

تشير المعادلة أعلاه إلى أنّ الناتج الاجمالي الحقيقي يختلف سلبا مع كل من معدل الفائدة على السندات ومعدل الفائدة على القروض.

رابعا: اشتقاق معادلة منحنى السلع–الائتمان CC-LM[1]

باستخدام معادلة سوق النقود (j) لتحل محل D^b بواسطة $m(i_b).R$ على الجانب الأيمن من معادلة سوق القروض (h) ينتج ما يلي:

$$L(i_l, i_b, Y) = l^s(i_{l,} i_b)(1-\tau)m(i_b).R \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (34.1)$$

وبحل هذه المعادلة (34.1) من خلال وضع سعر الفائدة على القروض i_l كدالة لسعر الفائدة على السندات i_b، الدخل Y ، والاحتياطات المصرفية R نحصل على المعادلة:

$$i_l = \delta(i_b, Y, R); \delta_{i_b} > 0; \delta_Y > 0; \delta_R < 0 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (35.1)$$

يتضح من المعادلة أعلاه أن الفائدة على القروض تمثل دالة متزايدة لكل من سعر الفائدة على السندات والناتج المحلي الاجمالي، ودالة متناقصة بالنسبة للاحتياطات البنكية.

[1] Mohammed Azali, OP.Cit, p p 8-10.

بإحلال ما يساوي معادلة سعر الفائدة على القروض (35.1) في المعادلة (33.1) التي تمثل منحنى IS التقليدي، يتم الحصول على معادلة منحنى **السلع–الائتمان** أو ما يطلق عليه بمنحنى **CC-LM:**

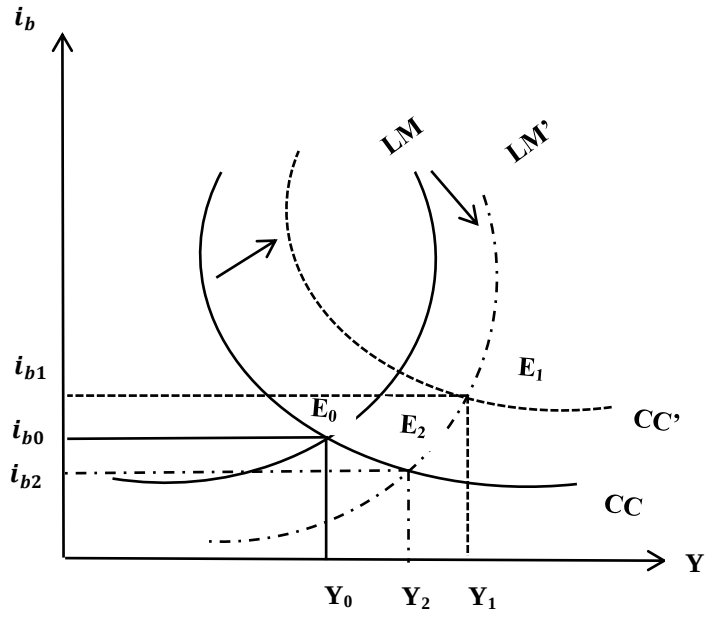
$$y = Y(\delta(i_b, Y, R), i_b) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (36.1)$$

يعتبر من المعادلة أعلاه أنّ منحنى " **السلع–الائتمان CC** " ذو ميل سالب مثله مثل منحنى IS، وهذا يعني أنّ الناتج المحلي الاجمالي دالة سالبة بالنسبة لسعر الفائدة على السندات، وعلى عكس منحنى IS فإن منحنى CC يتجه نحو اليمين أو اليسار بالكامل عن طريق التغيرات في السياسة النقدية المتمثلة في التغيرات في الاحتياطات البنكية المطلوبة R، بالإضافة إلى صدمات سوق القروض البنكية التي تؤثر على عرض القروض أو الطلب عليها، وبالتالي نستخلص مما سبق أن أداة الاحتياطي الاجباري تعتبر فعالة في التأثير على الناتج المحلي الاجمالي بالنسبة لهذا النموذج، وهذا ما يدل على أنّ تأثير السياسة النقدية التوسعية على سبيل المثال يتجاوز توقعات قناة سعر الفائدة التقليدية[1].

خامسا: اشتقاق أثر السياسة النقدية على الناتج في إطار نموذج CC-LM

يمكن اشتقاق كيفية عمل قناة الاقراض البنكي في إطار نموذج (CC-LM) من خلال الآتي:

شكل رقم (15.1): أثر السياسة النقدية التوسعية على الناتج في إطار نموذج CC-LM



Source : Jean-François Goux, OP.cit, p 200.

[1] Maxym Kryshko, **Bank Lending Channel and Monetary Transmission Mechanism In Ukrane,** A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, the National University "Kyiv-Mohyla Academy, 2001, p 20.

نلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه أن زيادة كمية النقود تؤدي حتما الى انتقال منحنى LM إلى اليمين باتجاه منحنى LM؛ وهذا هو التأثير الوحيد الذي تمت ملاحظته في نموذج IS-LM القياسي، والذي أدّى إلى انتقال نقطة التوازن من النقطة E_0 إلى النقطة E_2، الأمر الذي أدى إلى حدوث انخفاض في معدل الفائدة على السندات إلى i_{b2}، وزيادة في الناتج المحلي الإجمالي إلىY_2[1]. وبما أنّ محفظة البنوك تتكون من الاحتياطات، القروض، والسندات، وأنّ الاحتياطات تعتبر كأداة رئيسية في نموذج CC-LM، فإنّ اتباع سياسة نقدية توسعية من خلال إحداث تغييرات في الاحتياطات البنكية تؤدي إلى زيادة في نسبة القروض إلى إجمالي الأصول البنكية، مما يجعل منحنى CC ينتقل نحو اليمين والأعلى على طول منحنى LM الثابت كما هو مترجم في الشكل البياني رقم (15.1)، وبالتالي فمن شأن صدمة عرض الائتمان الإيجابية أن تؤدي إلى انتقال نقطة التوازن مرة أخرى من النقطة E_2 إلى النقطة E_1 كما هو مبين في الشكل أعلاه، محدثة بذلك ارتفاع في الناتج الحقيقي من Y_2 إلى Y_1 ، وكذلك ارتفاع في معدل الفائدة على السندات من i_b إلى i_{b1}، والعكس صحيح فبانخفاض عرض القروض ينخفض الناتج وسعر الفائدة[2].

المطلب الثالث: أثر السياسة النقدية على الناتج والأسعار في إطار نموذج (AD-AS)

يقسم نموذج AD-AS الاقتصاد إلى جانبين، "جانب الطلب الكلي" و"جانب العرض" ، وبالتالي فهذا النموذج يقوم بدراسة تفاعلهما باستخدام شروط التوازن والمعادلات السلوكية والمؤسسية، فهذا النموذج عادة ما يبحث في "جانب الطلب الكلي" على العوامل المتعلقة بالطلب على السلع والخدمات داخل الاقتصاد من جهة، ويبحث في "جانب العرض الكلي" على جميع العوامل المتعلقة بقرارات المنتجين.

وبما أنّ السياسة النقدية تلعب دورا هاما في التأثير على أهم عنصرين من عناصر الطلب الكلي في إطار هذا النموذج وهما: الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري، فالسؤال هو " **كيف يكون أثر السياسة النقدية على الناتج والأسعار في اطار نموذج (AD-AS)؟**".

أولا: الإطار العام لبناء نموذج الطلب الكلي–العرض الكلي AD-AS

تتطلب دراسة نموذج **AD-AS** صياغة دالتي الطلب الكلي والعرض الكلي، ثم بعد ذلك إيجاد التوازن الاقتصادي الكلي لهذا النموذج.

[1] Idem.

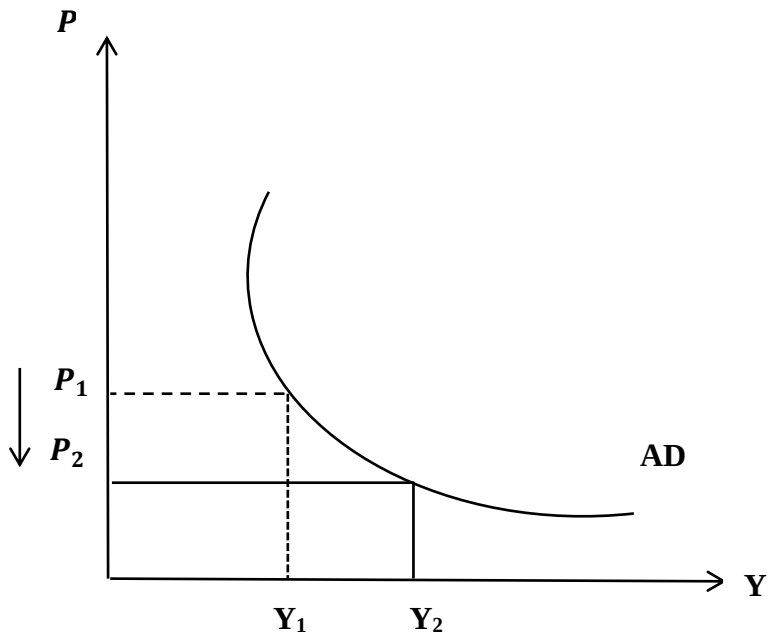
[2] Hanna Putkuri, Op.cit, p39.

1.1. الطلب الكلي AD[1]: يعرف الطلب الكلي بأنه مقدار الانفاق النقدي الإجمالي على السلع والخدمات النهائية في الاقتصاد في وقت معين وبسعر معين، وبالتالي فهو مزيج من (الانفاق الاستهلاكي لقطاع الأسر C، الانفاق الاستثماري لقطاع الشركات أو المنتجين I ، الانفاق الحكوميG، وأخيرا صافي الصادرات $(X - M)$ ، ويمكن كتابة دالة الطلب الكلي كالآتي:

$$AD = RGDP = Y = C + I + G + (X - M)$$

ويمثل هذه الدالة منحنى يسمى منحنى الطلب الكلي ينحدر من أعلى اليسار إلى أسفل اليمين ما يعكس العلاقة العكسية بين الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي Y كمتغير تابع والمستوى العام للأسعار P كمتغير مستقل، والشكل رقم (16.1) يوضح منحنى الطلب الكلي.

شكل رقم (16.1): منحنى الطلب الكلي



المصدر: مجدي الشوربجي، **آثار السياسات الاقتصادية الكلية على الناتج والأسعار في مصر**، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة: مصر، 2013، ص 36.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ انخفاض مستوى الأسعار من P_1 إلى P_2 يؤدي إلى زيادة الكمية المعروضة من السلع والخدمات النهائية من Y_1 إلى Y_2، وهو ما يترجم وجود علاقة عكسية.

[1] Boundless Economics, Impact of Federal Reserve Policies, 19/11/2017, https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/impacts-of-federal-reserve-policies/

2.1. العرض الكلي AS:

يمكن تعريف العرض الكلي بأنه إجمالي السلع والخدمات التي يرغب قطاع الأعمال في انتاجها وبيعها خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة عند مستويات مختلفة من حجم الانفاق الكلي، وبعبارة أخرى يمثل العرض الكلي قيمة الناتج المحلي الاجمالي القابل للاستعمال من قبل قطاعات الاقتصاد الوطني ككل خلال فترة زمنية معينة[1]؛ ويتوقف العرض الكلي المتاح على عوامل الانتاج المستخدمة والمتمثلة في: العمل (N)، رأس المال (K)، الأرض(L)، ومستوى التكنولوجيا(T)، وعليه يمكن صياغة دالة العرض الكلي كالآتي:

$$Y = f(N, K, L, T)$$ دالة الانتاج

وللعرض الكلي منحنيين أحدهما خاص بالأجل القصير، والآخر خاص بالأجل الطويل.

1.2.1. منحنى العرض الكلي في الأجل القصير$(SRAS)$: ينحدر منحنى العرض الكلي في الأجل القصير من أعلى اليمين إلى أسفل اليسار لأنّ الكمية المعروضة من السلع والخدمات تزداد كلما ارتفع السعر عليها، ذلك لأنه في المدى القصير يوجد في دالة الانتاج عامل واحد ثابت فقط عادة ما يكون رأس المال، أما بقية العوامل الأخرى خاصة منها المرتبطة بتكاليف الانتاج، كالضرائب، الاعانات، معدل الأجور، وسعر المواد الأولية الأخرى فهي تلعب دورا كبيرا في التأثير على منحنى العرض الكلي في الأجل القصير، ونتيجة لذلك فالمنحنى عبارة عن دالة تعكس العلاقة الايجابية بين المستوى الطبيعي للإنتاج الاجمالي (Y^*) كمتغير تابع، ويمكن صياغة الدالة على النحو الآتي:

$$Y = Y^* + \alpha\,(P - P_e);\ \alpha > 0$$

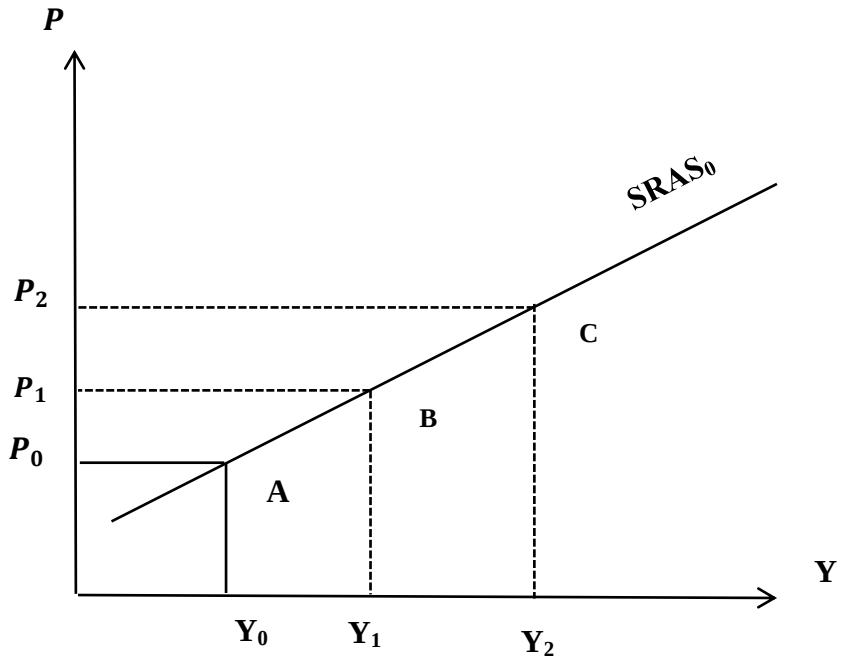
حيث أنّ: Y يمثل الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد؛ P_e: مستوى الأسعار المتوقع للمستهلكين[2].

ويمكن تجسيد هذه الدالة بيانيا من خلال الشكل (17.1).

[1] مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، مرجع سبق ذكره، ص ص 207-208.

[2] Boundless Economics, agregate supply, 21/11/2017, https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/aggregate-supply/

شكل رقم (17.1): منحنى العرض الكلي قصير الأجل.

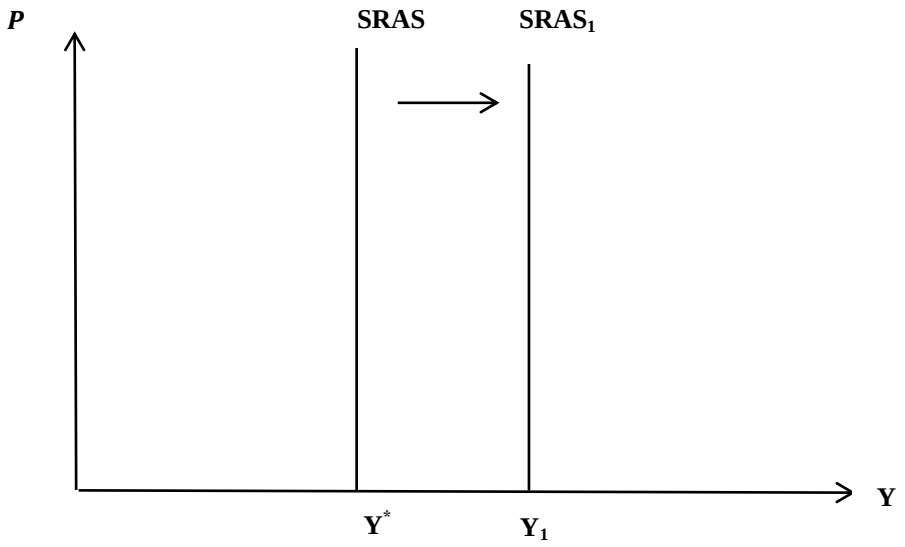


المصدر: إيمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 247.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ المنحنى ينحدر من أعلى اليمين إلى أسفل اليسار ليترجم العلاقة العكسية بين الناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار، فارتفاع الأسعار من (P_1) إلى (P_2) إلى (P_3) أدى إلى حدوث زيادة في الناتج الحقيقي من (Y_1) إلى (Y_2) إلى (Y_3)، الأمر الذي أدى إلى انتقال نقطة التوازن من النقطة (A) إلى (B) إلى (C).

2.2.1. منحنى العرض الكلي في الأجل الطويل($LRAS$): يأخذ منحنى العرض الكلي على المدى الطويل شكل خط مستقيم عمودي لسببين هما: السبب الأول، أنّ الناتج الاجمالي الطبيعي تحدده مخزونات الاقتصاد من العمالة، رأس المال، الموارد الطبيعية، ومستوى التقدم التكنولوجي لأنّ الاقتصاد يفترض أن يكون في مستوى التشغيل الكامل للطاقات الانتاجية، أمّا السبب الثاني، أنّ الزيادة في المستوى العام للأسعار لا يؤثر في أي عنصر من العناصر السابقة وبالتالي لا يؤثر في الناتج الاجمالي الطبيعي، وعليه يمكن تمثيل منحنى العرض الكلي في الأجل الطويل من خلال الشكل الآتي:

شكل رقم (18.1): منحنى العرض الكلي في الأجل الطويل



نلاحظ من خلال الشكل أعلاه عدم وجود علاقة بين المستوى العام للأسعار والكمية المنتجة من السلع والخدمات داخل البلد خلال الفترة طويلة الأجل، وهذا عند مستوى التشغيل الكامل للطاقات الانتاجية، وبالتالي فإنّ انتقال منحنى العرض الكلي طويل الأجل والتي أدت إلى انتقال الناتج الاجمالي من النقطة Y^* إلى النقطة نحو إلي Y_1 يرجع إلى إحدى العوامل الآتية:

- ✓ الهجرة، فمثلا زيادة هذه الأخيرة تؤدي إلى ارتفاع نسبة اليد العملة، مما يؤدي إلى زيادة Y^*؛
- ✓ التغير في رأس المال البشري: ويكون ذلك مثلا عند حصول الكثير من أفراد المجتمع على درجات جامعية عالية؛
- ✓ التغيرات في الموارد الطبيعية: كزيادة المعروض من النفط المستورد مثلا؛
- ✓ التغيرات في التكنولوجيا، كتطوير آلات انتاجية جديدة ذات مستوى عالي[1].

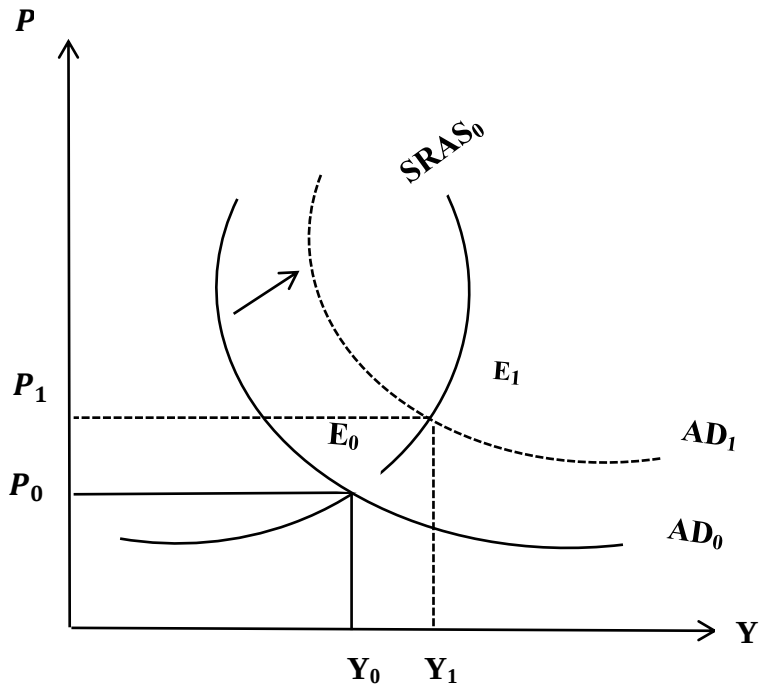
3.1. نموذج (AD-AS) والتوازن الاقتصادي الكلي:

يهدف هذا البند إلى بيان التوازن الاقتصادي الكلي في الأجلين القصير والطويل من أجل تحديد التوليفة التوازنية للناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار، ويكون هذا من خلال تركيب منحنى الطلب الكلي فوق كل من منحنى العرض الكلي في الأجلين الطويل والقصير.

[1] Wyatt Brooks, **Lecture 15 : AD-AS,** 03 November 2016, Disponible Sur: https://www3.nd.edu/~wbrooks/Lecture15.pdf

1.3.1. تحديد التوازن الاقتصادي الكلي في الأجل القصير: يتحدد التوازن الاقتصادي في الأجل القصير بتقاطع منحنى الطلب الكلي AD مع منحنى العرض الكلي في الأجل القصير $SRAS$، وهذا ما ينتج عنه التوليفة التوازنية من الناتج الحقيقي والأسعار $\{P_0, Y_0\}$ عند النقطة E_0، ويمكن أن يحدث تغير في التوازن الاقتصادي الكلي بسبب إما تغير في الطلب الكلي أو تغير في العرض الكلي انتقال، كما هو مبين في الشكلين (19.1)(أ)، و(19.1)(ب)على التوالي.

شكل رقم (19.1)(أ): أثر تغير الطلب الكلي على التوازن الاقتصادي في الأجل القصير



المصدر: ايمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 203.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ الزيادة في أي عنصر من العناصر المكونة للطلب الكلي مع افترض عدم الوصول إلى مستوى التشغيل الكامل في الأجل القصير تؤدي إلى انتقال منحنى **AD** إلى جهة اليمين من AD_0 إلى AD_1، ومن ثم انتقال نقطة التوازن من النقطة E_0 إلى النقطة E_1 ، الأمر الذي ترتب عليه زيادة في المستوى العام للأسعار **P** من P_0 إلى P_1، وكذلك زيادة في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي من Y_0 إلى Y_1، ويحدث العكس في حالة تغير الطلب الكلي نحو اليسار[1].

[1] Boundless Economics, The agregate Demand-supply Model, 24/11/2017, https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/the-aggregate-demand-supply-model/

والسؤال الذي يمكن طرحه: *" ماهي العوامل التي تؤدي إلى انتقال منحنى الطلب الكلي AD ؟."*

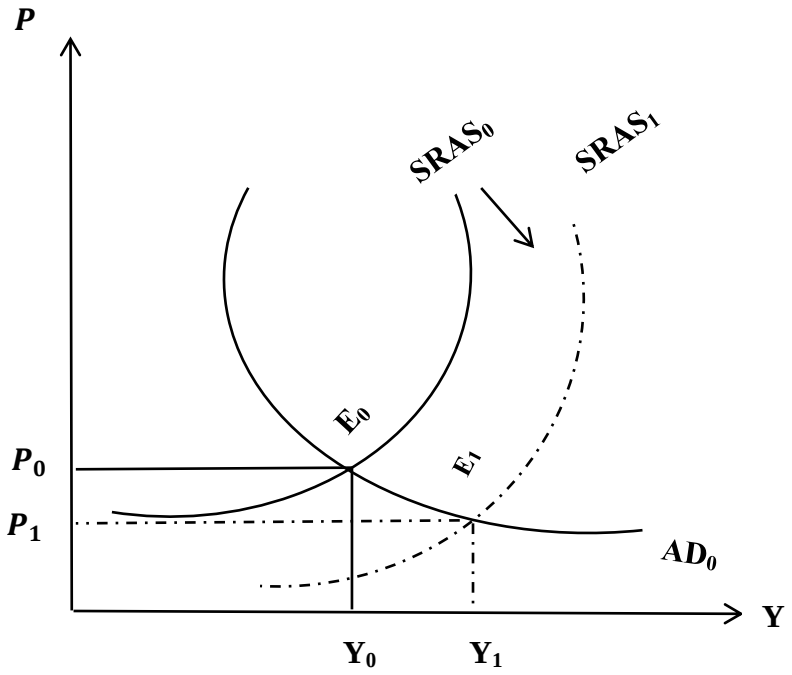
إنّ انتقال منحنى الطلي الكلي سواء نحو جهة اليمين أو اليسار يتوقف على مدى التغيرات التي تحدث في أحد العناصر المكونة له وذلك كالآتي[1]:

- ***التغير في الانفاق الاستهلاكي، مثل:***
- ✓ انتعاش أو ركود سوق الأوراق المالية؛
- ✓ تفضيلات إعادة: الاستهلاك، التوفير، أو المبادلة؛
- ✓ رفع أو تخفيضات الضرائب؛
- ✓ أسعار الفائدة والسياسة النقدية.
- ***التغير في الانفاق الاستثماري، وهذا بسبب:***
- ✓ قيام الشركات بشراء أجهزة كمبيوتر ومعدات، وانشاء مصانع جديدة؛
- ✓ التوقعات، التشاؤم، أو التفاؤل؛
- ✓ رفع أو تخفيض معدلات الفائدة عن طريق السياسة النقدية؛
- ✓ التغير في: ضريبة الاستثمار، الائتمان، أو الحوافز الضريبية.
- ***التغير في الانفاق الحكومي،*** على سبيل المثال: الطرق والمدارس.
- ***التغير في الصادرات أو الواردات***، مثل:
- ✓ ازدهار أو ركود في البلدان التي تشتري صادراتنا؛
- ✓ الارتفاع أو الانخفاض الناتج عن المضاربات الدولية في سوق الصرف.

تبين بعد الإجابة على السؤال المطروح أنّ منحنى الطلب الكلي ينتقل إلى اليمين في الشكل أعلاه كلما زاد الطلب على السلع والخدمات النهائية عند أي مستوى سعر معين.

[1] Wyatt Brooks, Op.cit.

شكل رقم (19.1)(ب): أثر تغير العرض الكلي على التوازن الاقتصادي في الأجل القصير

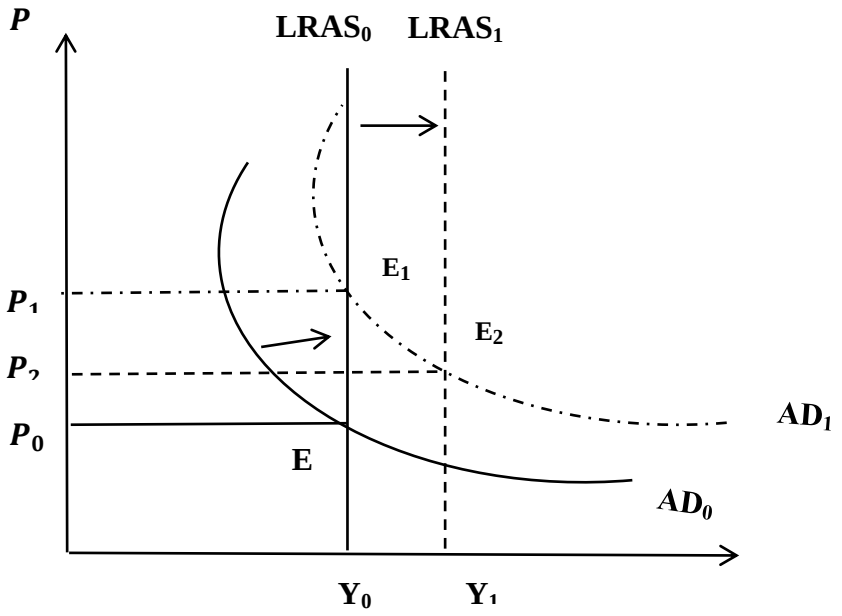


نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ انتقال منحنى العرض الكلي في الأجل القصير إلى اليمين من **$SRAS_0$** إلى **$SRAS_1$** بسبب زيادة أحد العناصر المكونة لدالة الانتاج، أدى إلى انتقال نقطة التوازن من **E_0** إلى النقطة **E_1**، والذي ترتب عليه انخفاض في المستوى للأسعار من **P_0** إلى **P_1**، وارتفاع في حجم الناتج المحلي الإجمالي من **Y_0** إلى **Y_1**. ويمكن ارجاع انتقال منحنى العرض الكلي إلى اليمين خلال الأجل القصير إلى عدة عوامل أهمها تغير تكاليف الانتاج بما في ذلك انخفاض الضرائب، وانخفاض معدل الأجور، انخفاض المواد الأولية، إلى جانب عوامل أخرى تتمثل على سبيل المثال في انخفاض المواد الأولية وزيادة رأس المال البشري، والتقدم التكنولوجي؛ وعليه فكل هذه العوامل قد تتسبب في انخفاض سعر السلعة أو الخدمة مع زيادة في حجم الانتاج[1].

2.3.1. تحديد التوازن الاقتصادي الكلي في الأجل الطويل: يتحدد التوازن الاقتصادي في الأجل الطويل بتقاطع منحنى الطلب الكلي AD مع منحنى العرض الكلي في الأجل الطويل $LRAS$، وهذا ما ينتج عنه التوليفة التوازنية من الناتج الحقيقي والأسعار $\{P_0, Y_0\}$ التي تحقق التوازن الاقتصادي عند النقطة E_0.

[1] Boundless Economics, The agregate Demand-supply Model, 25/11/2017, https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/the-aggregate-demand-supply-model/

شكل رقم (20.1): التوازن الاقتصادي والتغير فيه في الأجل الطويل



Source: Monetary Theory AD/AS, disponible sur: http://userwww.sfsu.edu/pgking/690pdfs/adas.pdf

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ نقطة التوازن **E** لا يمكن أن تكون إلاّ في حالة الوصول إلى مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية، وعليه فإنّ أي انتقال لمنحنى الطلب الكلي *AD* في الأجل الطول يؤدي إلى اختلال في التوازن الاقتصادي وانتقاله من النقطة من **E_0** إلى **E_1**، والذي يترتب عليه تغير في مستوى الأسعار من **P_0** إلى **P_1** مع بقاء الناتج الحقيقي ثابت دون تغير عند **Y_0** ، وهذا راجع إلى أنه في حالة وصول الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل في الأجل الطويل لا يكون للأسعار أي تأثير على التغير في الإنتاج، وإنما هذا الأخير قد يتأثر بعوامل أخرى كالهجرة، التقدم التكنولوجي، الخ.....، وبالتالي فالأثر الايجابي لهذه العوامل حسب الشكل أعلاه يؤدي إلى انتقال منحنى العرض الكلي طويل الأجل نحو اليمين من **$LRAS_0$** إلى **$LRAS_1$**، ومن ثم انتقال نقطة التوازن من النقطة **E_1** إلى **E_2**، الأمر الذي ترتب عليه انخفاض في الأسعار من **P_1** إلى **P_2** وزيادة في الناتج الحقيقي من **Y_0** إلى **Y_0**.

ثانيا: أثر السياسة النقدية على الطلب الكلي، ومستوى الأسعار، والناتج الحقيقي في نموذج AD-AS

ترجع أسباب التضخم إلى الضغوطات التي تحدثها بعض العناصر المكونة للطلب الكلي أو العرض الكلي على المستوى العام للأسعار داخل الاقتصاد المحلي، ومن ثم فيمكن القول بأنه يوجد سببين رئيسيين لحدوث التضخم هما: تضخم جذب الطلب وتضخم جذب العرض.

ويمكن تعريف تضخم جذب الطلب بأنه الزيادات المستمرة في المستوى للأسعار التي تحدث في حالة يكون الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي عند مستوى التوظيف الكامل أو عند مستوى قريب منه[1].

وسنحاول من خلال هذا الجزء التركيز فقط على تضخم جذب الطلب، ذلك لأنّ فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي في إطار النموذج محل الدراسة (**AD-AS**) تكون من خلال تأثيرها فقط على أهم عنصرين من عناصر الطلب الكلي والمتمثلان في: الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري.

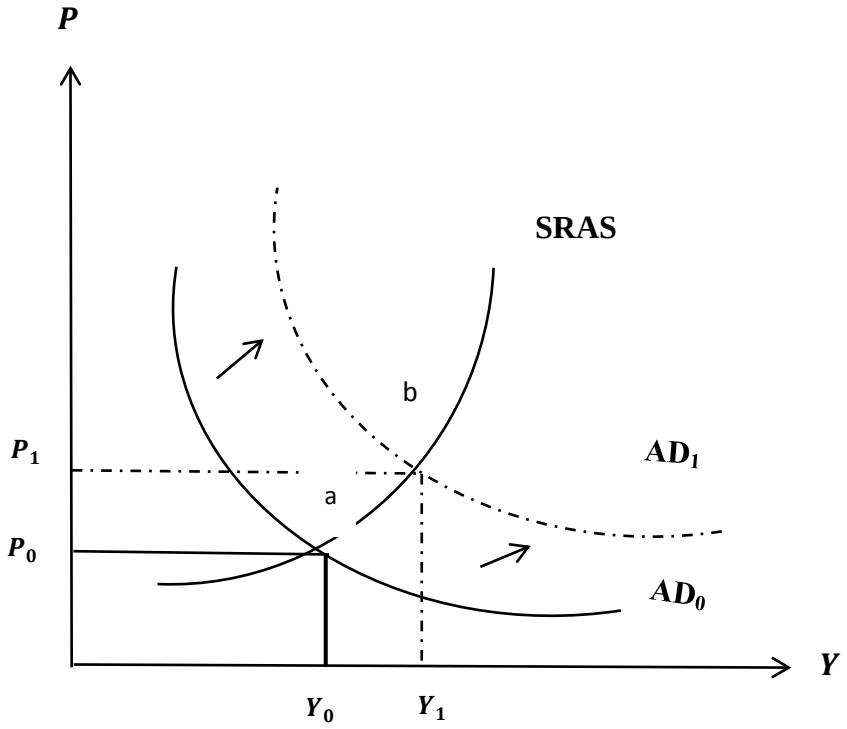
وتكون الميكانيكية الأساسية للسياسة النقدية في التأثير الايجابي بنمو الطلب الكلي من خلال تطبيق إحدى ادواتها المتمثلة في: سياسة السوق المفتوحة، سياسة اعادة الخصم، أو سياسة معدل الاحتياطي الإلزامي، وعليه فاتباع سياسة نقدية توسعية مثلا من خلال عمليات السوق المفتوحة، تقضي بأن يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية، مما يؤدي إلى ضخ كتلة نقدية في السوق النقدية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض معدلات الفائدة على أن يؤدي تسهيل منح القروض إلى جذب العديد من الافراد والشركات، والذي يترتب عليه حدوث زيادة في كل من الانفاق الاستهلاكي للأسر والانفاق الاستثماري للمشروعات، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي في الأجل القصير[2].

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل (21.1).

[1] مجدي الشوربجي، مرجع سبق ذكره، ص 79.

[2] Boundless Economics, Impact of Federal Reserve Policies, 19/11/2017,
https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/impacts-of-federal-reserve-policies/

شكل (21.1)(أ): الأثر قصير الأجل للسياسة النقدية التوسعية على الأسعار والناتج من جانب الطلب الكلي



Source: Macroeconomic Analysis**,** Theory, Policy, News, vu: le 27/11/2017, disponible sur: http://macroeconomicanalysis.com/macroeconomics-wikipedia/ad-as-model/

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ السياسة النقدية التوسعية أدت إلى زيادة الطلب الكلي، وبالتالي انتقال منحنى AD إلى اليمين من AD_0 إلى AD_1 مع بقاء منحنى العرض الكلي قصير SRAS الأجل ثابت، وهذا ما أدى إلى انتقال نقطة التوازن من a إلى b، الأمر الذي ترتب عليه حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار من P_0 إلى P_1 بسبب زيادة الطلب على السلع والخدمات النهائية داخل الاقتصاد من قبل المستهلكين، كما أدى أيضا إلى زيادة الكمية المعروضة من السلع والخدمات من النقطة Y_0 إلى Y_1 بسبب ارتفاع الأسعار المحفز من جهة، ومن جهة أخرى بسبب التوسع في الإنفاق الاستثماري خاصة وأنّ الاقتصاد لم يصل إلى مستوى التشغيل الكامل للطاقات الانتاجية في الأجل القصير.

ونتيجة لارتفاع الأسعار بسبب اتباع سياسة نقدية توسعية، فقد ينتقل الأثر عند الاقتراب من مستوى التشغيل الكامل إلى منحنى العرض الكلي عن طريق ما يسمى بالأثر العكسي للثروة ، وسمي بالأثر العكسي لأنه يعكس الأثر السلبي لارتفاع المستوى العام للأسعار على الناتج في المدى الطويل

من خلال تأثيره على جانب منحنى العرض الكلي ومن ثم الناتج المحلي الاجمالي، ويمكن توضيح كيفية تأثير مستوى الأسعار على الناتج الحقيقي كما يلي[1]:

- ***أثر المستوى العام للأسعار على الانفاق الاستهلاكي:***

نتيجة لارتفاع الأسعار من P_0 إلى P_1 فإنّ معدل الأجور الحقيقية سوف تؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للعاملين، مما يجعلهم يشعرون بالفقر، وبالتالي هذا سيجعلهم يحتفظون بالعملة ولا يقومون بالاندفاع لشراء السلع والخدمات، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض في الإنفاق الاستهلاكي للأسر، هذا من جهة ومن جهة أخرى سوف يقوم العاملون والنقابات بالإضرابات والمطالبة برفع الأجور الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض اليد العاملة في تلك الفترة وبالتالي انخفاض الكمية المنتجة.

- **أثر المستوى العام للأسعار على الانفاق الاستثماري:**

لدينا: معدل الفائدة الاسمي = معدل الفائدة الحقيقي + معدل التضخم

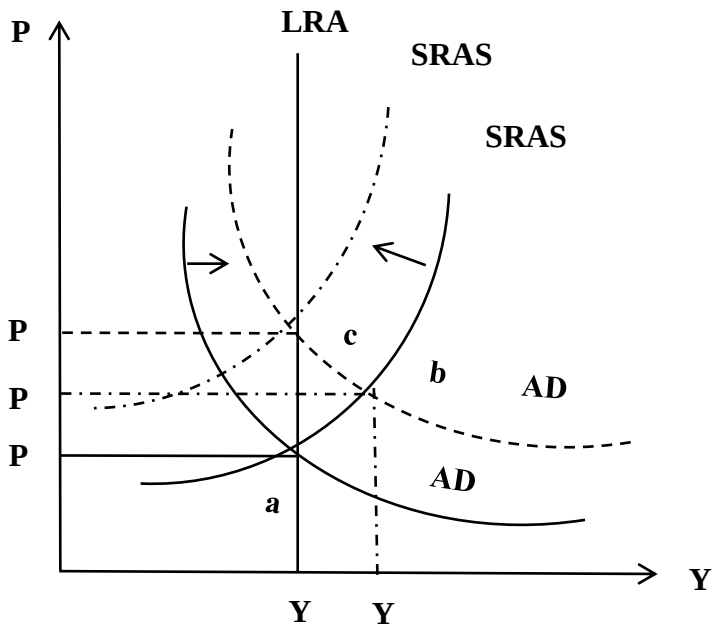
ومع ارتفاع المستوى العام للأسعار من P_0 إلى P_1 مع افتراض ثبات معدل الفائدة الحقيقي ، فهذ يعني أنّ معدل التضخم قد ارتفع، وبالتالي ارتفاع في معدل الفائدة الاسمي، الأمر الذي يترتب عليه عزوف المشروعات على طلب المزيد من القروض بسبب ارتفاع التكلفة، مما يؤدي إلى انخفاض في حجم الاستثمار الحقيقي.

نتيجة لذلك فإن الارتفاع في المستوى العام للأسعار ومن خلال ما يسمى بالأثر العكسي للثروة سيؤدي إلى انخفاض في حجم اليد العاملة وحجم الاستثمار الحقيقي، وبالتالي انخفاض في الكمية المعروضة من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انتقال منحنى العرض الكلي قصير الأجل SRAS باتجاه اليسار، كما هو موضح في الشكل (21.1)(ب).

[1] Wyatt Brooks, **Lecture 15 : AD-AS,** 03 November 2016, Disponible Sur:

https://www3.nd.edu/~wbrooks/Lecture15.pdf

شكل (21.1) (ب): الأثر طويل الأجل للسياسة النقدية التوسعية على الأسعار والناتج من



Source: Monetary Theory : AD/AS, vu: le 28/11/2017 disponible sur :

http://userwww.sfsu.edu/pgking/690pdfs/adas.pdf

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن انتقال منحنى العرض الكلي قصير الأجل نحو اليسار أدى إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار من P_1 إلى P_2، وانخفاض الناتج الاجمالي الحقيقي وعودته إلى مستواه الطبيعيY_0 ، الأمر الذي أدى إلى انتقال نقطة التوازن الاقتصادي الكلي مرة أخرى من النقطة b إلى النقطة c.

وكخلاصة نستنتج أن الأثر قصير الأجل للسياسة النقدية التوسعية في نموذج (AD-AS) تتمثل في ارتفاع المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، أما أثرها على المدى الطويل يتمثل في زيادة المستوى العام للأسعار فقط وانخفاض في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي.

المبحث الثالث: قنوات التحويل النقدي الكلاسيكية والنيوكلاسيكية

قنوات التحويل النقدي هي عبارة عن بعض متغيرات الاقتصاد الكلي التي من خلالها يمكن ربط العلاقة بين التغيرات في أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي والنشاط الاقتصادي الحقيقي، ومن ثم فقنوات ميكانيكية التحويل النقدي تعمل على خلق مجموعة من الروابط والعلاقات السببية التي من خلالها يتم تحويل آثار السياسة النقدية إلى الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار[1].

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى أهم القنوات الكلاسيكية والنيوكلاسيكية التي تعمل على تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي، وهذا بدءً بالقنوات القائمة على الاستثمار، مرورا بالقنوات القائمة على أسعار الأصول، وصولا إلى القنوات القائمة على الائتمان.

المطلب الأول: قنوات تحويل السياسة النقدية القائمة على الاستثمار

الفرع الأول: قناة أسعار الفائدة المباشرة (التقليدية)

تعد سعر الفائدة المباشرة حسب النموذج الكينزي **(IS-LM)** أهم قناة تعمل على تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي باعتبارها حلقة وصل ما بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وهذا من خلال التأثيرات التي تحدثها على قرارات الاستثمار والانفاق، حيث تؤكد الرؤية الكينزية للسياسة النقدية من خلال هذه القناة على قدرة البنك المركزي في التأثير على التكلفة الحقيقية للاقتراض أو ما يسمى بتكلفة رأس المال المستخدم عن طريق سياسة تغيير أسعار الفائدة الإسمية، حيث تتحول هذه التغيرات من خلال النظام المصرفي إلى معدلات على القروض طويلة الأجل، مما يؤدي إلى تعديل الطلب النسبي على الائتمان مقابل ودائع القطاع الخاص[2].

إنّ نماذج الاستثمار النيوكلاسيكية هي الأخرى أكدت أنّ تكلفة رأس المال المستخدم تعد عامل رئيس محدد للطلب على رأس المال، سواء كان ذلك موجه للسلع الاستثمارية أو المساكن السكنية أو السلع الاستهلاكية المعمرة. ويمكن كتابة تكلفة رأس المال المستخدم (u_c) على النحو التالي:

$$u_c = p_c[(1-\tau)\mathrm{i} - \pi_c^e + \delta]$$

[1] Maxym Kryshko, Op.Cit, p 04.

[2] Rania Al-Mashat and Andreas Billmeier, **The Monetary Transmission Mechanism in Egypt,** IMF Working Paper, WP/07/285, December 2007, p 06.

أين p_c يمثل السعر النسبي لرأس المال الجديد، i سعر الفائدة الإسمي، π_c^e المعدل المتوقع لارتفاع سعر الأصل الرأسمالي، وδ معدل الاستهلاك، كما تسمح صيغة تكلفة رأس المال المستخدم أيضا بخصم سعر الفائدة (وهو أمر مهم بشكل خاص في الولايات المتحدة حيث يتم خصم الفائدة على الرهن العقاري عن طريق ضبط معدل الفائدة الاسمي بمعدل الضريبة الهامشي τ)[1].

بإعادة تجميع المصطلحات، يمكن إعادة كتابة تكلفة المستخدم لرأس المال من حيث معدل الفائدة الحقيقي بعد الضريبة، $(1-\tau)\mathrm{i}-\pi^e$، والمعدل الحقيقي المتوقع لتقدير رأس المال، $\pi_c^e-\pi^e$، حيث $\boldsymbol{\pi^e}$ هو معدل التضخم المتوقع. وتصبح المعادلة من الشكل[2]:

$$u_c = p_c[\{(1-\tau)\mathrm{i}-\pi^e\}-\{\pi_c^e-\pi^e\}+\delta]$$

تعمل قناة سعر الفائدة في تحويل الأثر النقدي عن طريق صيغة تكلفة رأس المال المستخدم من خلال مرحلتين أساسيتين: المرحلة الأولى، وتتمثل في تأثير السياسة النقدية على معدلات الفائدة الإسمية قصيرة الأجل باعتبارها أداة هامة للسياسة النقدية والتي تؤثر بدورها على معدلات الفائدة الإسمية طويلة الأجل بنفس الاتجاه؛ أما المرحلة الثانية، وبافتراض ثبات الأسعار الاسمية فإنّ هذه التحركات في أسعار الفائدة الاسمية طويلة الأجل سوف تترجم إلى تحركات في أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل أيضا في نفس الاتجاه، وعليه ففي هذه الحالة قد تجد الشركات مثلا أنّ تكلفتها الحقيقية للاقتراض قد زادت وهذا ما يجعلها تخفض من نفقاتها الاستثمارية، مقابل ذلك فإن الأسر التي تواجه ارتفاع تكاليف الاقتراض الحقيقية سوف تقلص من قروضها الاستهلاكية كشراء المنازل والسيارات والسلع المعمرة الأخرى، مما يؤدي حتما إلى انخفاض الناتج الذي يؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي[3].

ويمكن وصف آلية تحويل الأثر النقدي عبر هذه القناة من وجهة نظر النموذج الكينزي التقليدي **IS-LM** خلال العلاقة التالية:

$$M\uparrow \rightarrow i_r\downarrow \rightarrow \mathrm{I}\uparrow \rightarrow \mathrm{y}\uparrow$$

تشير العلاقة أعلاه إلى أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى زيادة عرض النقود $(M\uparrow)$، مما يترتب عليها حدوث انخفاض في معدل الفائدة الحقيقي، وينتج عن ذلك انخفاض في تكلفة رأس المال

1 Jean Boivin, Michael T. Kiley, Frederic S. Mishkin, **How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?,** Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C, 2010, p p 7-8.
2 Ibid, p 8.
3 Peter N. Ireland, **The Monetary Transmission Mechanism,** The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition, October 2005, p p 3-4.

المستخدم، مما يؤدي إلى زيادة الانفاق الاستثماري (I↑)، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة كل من الطلب الكلي والناتج الكلي[1].

وعلى الرغم من أنّ كينز أكد أن قناة سعر الفائدة تعمل من خلال التأثير على قرارات الشركات بشأن الانفاق الاستثماري، إلاّ أن الأبحاث التي جاءت في وقت لاحق أكدت على امكانية إدخال قرارات المستهلكين فيما يتعلق بالإنفاق على الاراضي والعقارات والسلع المعمرة ضمن ميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية طبقا لهذه القناة[2].

سمة هامة من سمات ميكانيكية التحويل النقدي عن طريق هذه القناة هو تركيزها على سعر الفائدة الحقيقي بدلا من الاسمي في التأثير على قرارات الاستهلاك والاستثمار، وحقيقة فإن سعر الفائدة الحقيقي الذي يؤثر على الانفاق بدلا من سعر الفائدة الاسمي يؤكد على فاعلية السياسة النقدية في تحفيز النشاط الاقتصادي حتى لو بلغ سعر الفائدة الاسمي حد أدنى من الصفر خلال الفترة الانكماشية، وباستخدام سعر فائدة اسمي قريب من الصفر يمكن أن يؤدي التوسع في عرض النقود $(M\uparrow)$ إلى رفع مستوى السعر المتوقع $(p^e\uparrow)$، وبالتالي من المتوقع أن يرتفع معدل التضخم $(\pi^e\uparrow)$، وبالتالي سيؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية حتى عندما تكون أسعار الفائدة الاسمية ثابتة عند الصفر، ويمكن تجسيد هذه العلاقة على النحو التالي:

$$M\uparrow \rightarrow p^e\uparrow \rightarrow \pi^e\uparrow \rightarrow i_r\downarrow \rightarrow \mathrm{I}\uparrow \rightarrow \mathrm{y}\uparrow$$

بناء على ما سبق يتضح لنا من خلال هذه الميكانيكية أنّ السياسة النقدية يمكن أن تظل فعالة حتى عندما تدفع السلطات النقدية بأسعار الفائدة الاسمية إلى الصفر[3].

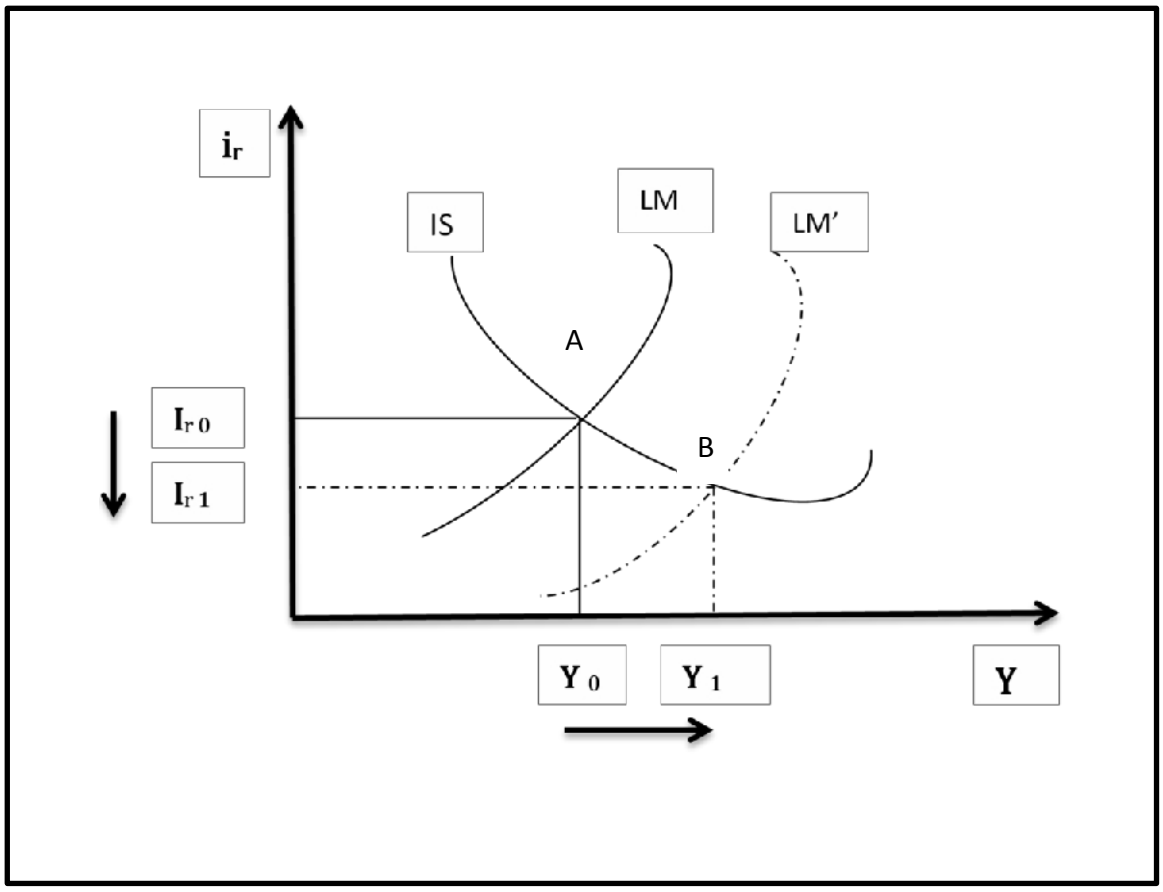
وبيانيا يمكن توضيح ميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية عن طريق قناة سعر الفائدة بواسطة الشكل الآتي:

[1] Frederic S.Mishken, **The Channels Of Transmission Mechanism: Lessons for Monetary Policy,** NBER Working Paper Series, WP N^0 5464, Cambridge, February 1996 , P: 02.

[2] مجدي الشوربجي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

[3] Frederic S.Mishken, **The Channels Of Transmission Mechanism: Lessons for Monetary Policy,** Op.cit, p 03.

شكل رقم (22.1): أثر السياسة النقدية التوسعية بواسطة قناة سعر الفائدة.



Source : Jean-François Goux, Op.cit, p 192.

يتضح من الشكل أعلاه أن اتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى زيادة عرض النقود الحقيقي، مما يترتب عليه انتقال منحنى LM من النقطة A إلى النقطة B مؤديا بذلك انخفاض سعر الفائدة الحقيقي من i_{r0} إلى i_{r1}، ويترتب على ذلك انخفاض في تكلفة رأس المال، مما يسبب حدوث زيادة في كل من الانفاق الاستثماري الخاص والانفاق الاستهلاكي على الأراضي والعقارات والسلع المعمرة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة في الناتج الكلي الحقيقي من Y0 إلى Y1 في الأجل القصير[1].

المطلب الثاني: قنوات تحويل السياسة النقدية القائمة على أسعار الأصول

ينقسم هذا المطلب إلى فرعين أساسين، الفرع الأول يتناول قناة أسعار الأسهم وأهم القنوات التي تندرج تحتها، أما الفرع الثاني فيضم قناة أسعار الصرف وأهم التأثيرات التي تقوم بها.

[1] مجدي الشوربجي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

الفرع الأول: قناة أسعار الأسهم

ويندرج ضمن هذه القناة ثلاث قنوات فرعية، القناة الأولى وهي نظرية توبين للاستثمار، القناة الثانية وتتمثل في قناة آثار الثروة على الاستهلاك، أما الثالثة تتمثل في قناة أسعار الأراضي والعقارات.

أولا: قناة نظرية توبين للاستثمار (Tobin's q-theory of Investment)

بين الاقتصادي توبين في نظريته q للاستثمار الدور الذي يمكن أن تلعبه السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تأثيرها على تقلبات سعار أسهم الشركات.

نصت نظرية توبين على وجود علاقة سببية بين الاستثمار وتقلبات القيمة السوقية لأسعار الأسهم الناتجة على تغيرات السياسة النقدية بناءً على نسبة أطلق عليها توبين الحرف الانجليزي "**q**"، حيث عرّفَ توبين النسبة "**q**" بأنها القيمة السوقية لأسهم الشركات مقسومة على تكلفة احلال رأس المال الحقيقي للشركة، وعليه فإن ارتفاع النسبة "**q**" يشير على ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات مقارنة بتكلفة احلال رأس المال الحقيقي، وبالتالي فإن قيمة رأس المال الجديد من السلع الاستثمارية والمعدات ستكون منخفضة مقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركة، وهذا ما يشجع على زيادة الانفاق الاستثماري لأن الشركات يمكنها شراء الكثير من السلع الاستثمارية الجديدة فقط بإصدارات قليلة للأسهم.

ومن ناحية أخرى، عندما تكون النسبة **"q"** منخفضة، فإن الشركات لن تُقدم على شراء سلع استثمارية جديدة لأن القيمة السوقية لأسهمها تكون منخفضة نسبيا مقارنة بتكلفة احلال رأس المال الجديد، وبالتالي سيكون الانفاق الاستثماري في هذه الحالة منخفضا جدا لهذه الشركات[1].

إنّ جوهر نظرية النسبة **"q"** للاقتصادي توبين تفسر وجود صلة بين أسعار الأسهم والإنفاق الاستثماري، لكن يبقى السؤال المطروح هو **كيف يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر على أسعار الأسهم؟.**

بناءً على وجهة النظر الكينزية، فإنّ انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية بفعل السياسة النقدية التوسعية تجعل السندات أقل جاذبية مقارنة بالأسهم، وهذا ما يؤدي إلى حدوث ارتفاع القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات بسبب زيادة الطلب على هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية، والجمع بين ذلك وبين حقيقة أن ارتفاع أسعار الأسهم سوف يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع النسبة **"q"**، وبالتالي زيادة

[1] Frederic S.Mishken, **The Channels Of Transmission Mechanism: Lessons for Monetary Policy,** Op.cit, p 06.

الإنفاق الاستثماري[1]، ويمكن توضيح ميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية بواسطة قناة نظرية توبين من قبل المخطط الآتي[2]:

$$M\uparrow \rightarrow P_s\uparrow \rightarrow q\uparrow \rightarrow \mathrm{I}\uparrow \rightarrow \mathrm{y}\uparrow$$

حيث تشير $(M\uparrow)$ إلى السياسة النقدية التوسعية، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات $(P_s\uparrow)$، وينتج عن هذا الأخير ارتفاع النسبة $(q\uparrow)$ بسبب ارتفاع القيمة السوقية للأسهم مقارنة بتكلفة احلال رأس المال الجديد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الانفاق الاستثماري $(\mathrm{I}\uparrow)$، وبالتالي زيادة في الطلب الكلي وزيادة في الإنتاج ككل $(\mathrm{y}\uparrow)$.

وهناك طريقة أخرى للوصول إلى هذه الميكانيكية عن طريق تأثير السياسة النقدية على كلفة رأس المال الجديد، ذلك لأن الشركات لا تمول الاستثمار فقط من خلال السندات وإنما بإصدار أسهم عادية، وبالتالي فارتفاع هذه الأخيرة يتيح للشركات تمويل استثماراتها بتكاليف أقل، لأن كل سهم يصدر يتولد منه المزيد من الأموال، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري، وعليه فإن هذه الميكانيكية تتضح من خلال العلاقة الآتية:

$$M\uparrow \rightarrow P_s\uparrow \rightarrow C\downarrow \rightarrow \mathrm{I}\uparrow \rightarrow \mathrm{y}\uparrow$$

حيث أنّ السياسة النقدية التوسعية $(M\uparrow)$ تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم$(P_s\uparrow)$، ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال الجديد $(C\downarrow)$، الأمر الذي ينتج عنه زيادة في الاستثمار والإنتاج $(\mathrm{y}\uparrow، \mathrm{I}\uparrow)$.[3]

ثانيا: قناة آثار الثروة على الاستهلاك

بينت التطبيقات القياسية لنظرية دورة الحياة للادخار والاستهلاك، التي وضعها كل من الاقتصادي موديلياني (Modigliani) وبرمبرغ (Brumberg) سنة 1954، والتي تم تعزيزها لاحقا من قبل كل من أندو (Ando) وموديلياني (Modigliani) سنة 1963، إلى أنّ الإنفاق الاستهلاكي يتحدد بناءً

[1] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** NBER WORKING PAPER SERIES, Cambridge, WP N^0 : 8617, December 2001, p 02.

[2] Natalia Zaderey, **MONETARY TRANSMISSION IN UKRAINE: IS THERE A BROAD CREDIT CHANNEL?,** thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Ma of Arts in Economics, National University of "Kyiv-Mohyla Academy", 2003, P 04, Disponible sur: http://www.kse.org.ua/uploads/file/library/2003/Zaderey.pdf

[3] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** Loc.Cit.

على الموارد المتاحة للمستهلكين طيلة حياتهم أو ما يسمى بالثروة المالية للمستهلكين[1]، حيث تمثل الأسهم الممتازة أحد أهم مكونات الثروة المالية التي يحتفظ بها المستهلكون وفقا لقناة آثار الثروة على الاستهلاك، لذلك فإن السياسة النقدية التوسعية في شكل انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل تحفز الطلب على الأصول المالية كالأسهم العادية، مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للثروة المالية لهذه الأصول ويزيد من الموارد المتاحة القابلة للاستهلاك، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الانفاق الاستهلاكي، وهو ما ينتج عنه زيادة في الطلب الكلي ومن ثم الناتج القومي[2]. ويمكن توضيح ميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية بواسطة قناة آثار الثروة على الاستهلاك من خلال المخطط الآتي[3]:

$$M\uparrow \rightarrow P_s\uparrow \rightarrow W\uparrow \rightarrow \mathrm{C}\uparrow \rightarrow \mathrm{y}\uparrow$$

يتبين من خلال المخطط أعلاه أن السياسة النقدية التوسعية $(M\uparrow)$ تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم $(P_e\uparrow)$، مما يؤدي إلى زيادة قيمة الثروة المنزلية $(W\uparrow)$، وبالتالي ارتفاع كل من الاستهلاك $(\mathrm{C}\uparrow)$ والناتج $(\mathrm{y}\uparrow)$.

وتجدر الإشارة إلى أنّ تعريف الثروة يمكن أن يكون واسعا نوعا ما ليشمل أسعار الأراضي والمساكن، والتي تعتبر من مكونات الثروة أيضا وهو ما يقودنا إلى وجود قناة بديلة أخرى تسمى بقناة أسعار الأراضي والعقارات.

ثالثا: قناة أسعار الأراضي والعقارات

تلعب البنوك في أسواق الائتمان دورا هاما في حل مشاكل عدم تماثل المعلومات بين المقترضين والمقرضين، كما تنخرط بقدر كبير في تقديم قروض عقارية، أين تكون قيمة العقار بمثابة ضمانات لتغطية مخاطر عدم السداد.

بإدخال الأراضي والعقارات ضمن تعريف الثروة في إطار قناة نظرية توبين للاستثمار، فإن الزيادة في أسعار الأراضي والعقارات تؤدي إلى زيادة في قيمة الثروة، ومن ثم بإحلال أسعار الأراضي والعقارات محل أسعار الأسهم سيكون هناك قناة جديدة تنتقل من خلالها آثار السياسة النقدية إلى الناتج والأسعار

[1] Jean Boivin, Michael T. Kiley, Frederic S. Mishkin, Op.Cit, p 10.

[2] Maxym Kryshko, Op.Cit, p 07.

[3] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** Op.Cit. p 05.

تسمى بقناة أسعار الأراضي والعقارات[1]، وبالتالي يمكن وصف ميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية عن طريق هذه القناة كالآتي[2]:

$$M\uparrow \Rightarrow i\downarrow \Rightarrow P_{re}\uparrow \Rightarrow NW_{cb}\uparrow \Rightarrow \mathrm{L}\uparrow \Rightarrow \mathrm{I}\uparrow \Rightarrow \mathrm{y}\uparrow$$

تؤدي السياسة النقدية التوسعية $(M\uparrow)$ تبعا لهذه القناة إلى انخفاض في معدلات الفائدة $(i\downarrow)$، ما يؤدي إلى ارتفاع في الأسعار الحقيقية للعقارات $(P_{re}\uparrow)$، ويترتب على ارتفاع هذه الأخيرة حدوث زيادة في قيمة الثروة الخاصة بالضمانات البنكية $(NW_{cb}\uparrow)$، مما يؤدي الى انخفاض الخطر المعنوي للبنوك فيما يخص خسائر القروض البنكية، والذي يترتب عليه توسع البنوك في منح قروض بنكية $(\mathrm{L}\uparrow)$، مما يؤدي إلى ارتفاع كل من حجم الاستثمار والناتج ككل $(\mathrm{I}\uparrow$ و $\mathrm{y}\uparrow)$.

الفرع الثاني: قناة أسعار الصرف

أولا. أثر قناة سعر الصرف على صافي الصادرات:

نتيجة للانفتاح الاقتصادي أصبح سعر الصرف أداة ربط هامة بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية، والمعامل الذي تحّول بموجبه منظومة أسعار السلع الأجنبية إلى أسعار بالعملة المحلية، هذه الصفة لسعر الصرف تؤهله لأن يلعب دورا مهما في النشاط الاقتصادي، فهو من خلال هذه الوظيفة أصبح أحد محددات المستوى العام للأسعار الذي يشتد تأثيره بتزايد الاعتماد المباشر وغير المباشر للعرض السلعي المحلي على الاستيرادات. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن نفس الوظيفة تعطيه أيضا دورا محوريا في تحديد بنية الأسعار النسبية بين السلع المحلية والسلع الأجنبية أو بتعبير آخر في تحديد اسعار السلع الوطنية في الأسواق العالمية واسعار السلع الأجنبية في الأسواق المحلية، ومن خلال هذا الدور أصبح سعر الصرف يساهم في تحديد تنافسية الإنتاج الوطني في كل من الأسواق الأجنبية والأسواق المحلية، أو بتعبير آخر تنافسية المستوردات في الأسواق المحلية والصادرات في الأسواق الخارجية[3].

---

[1] مجدي الشوربجي، مرجع سلق ذكره، ص 66.

[2] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,**Op.Cit, p 06.

[3] حاتم جورج حاتم، الإطار النظري للسياسة النقدية: المفاهيم، والأدوات، وآليات الانتقال، **شبكة الاقتصاديين العراقيين**، 2015/08/11، ص ص 14-15، متوفر على الموقع:

إنّ ميكانيكية تأثير قناة سعر الصرف على الميزان التجاري يكون في الحالتين التاليتين[1]:

حالة العجز، وتقوم السلطة النقدية في هذه الحالة بتخفيض سعر الصرف (أي تخفيض قيمة الدينار مقابل العملات الأجنبية)، وهذا يؤدي إلى ارتفاع اسعار المستوردات في الأسواق المحلية وانخفاض أسعار الصادرات في الأسواق العالمية بحيث تبدو منخفضة من وجهة نظر غير المقيمين في البلد فيزداد الطلب عليها وتزداد الصادرات نتيجة لذلك، مما يعزز من تنافسية السلع المنتجة في الأسواق العالمية ويضعف من تنافسية السلع المستوردة في الأسواق المحلية بسبب ارتفاع أسعارها من وجهة نظر المقيمين في البلد، وبالتالي فسياسة تخفيض العملة تعمل على تلاشي العجز في الميزان التجاري، وعلى هذا الأساس ينظر إلى انخفاض سعر الصرف كأداة وكوسيلة مهمة لحماية الانتاج الوطني.

أما في حالة الفائض، فالسلطة النقدية في هذه الحالة من شأنها أن تقوم بإحداث تصعيد في سعر الصرف (أي رفع قيمة الدينار مقابل العملات الأجنبية)، مما يؤدي إلى احداث تغيرات مناظرة أيضا على أسعار كل من الصادرات والواردات، بحيث أن أسعار المستوردات تبدو منخفضة في الأسواق المحلية من وجهة نظر المقيمين، في حين تبدو أسعار الصادرات مرتفعة في الأسواق الخارجية من وجهة نظر غير المقيمين أي أن رفع قيمة العملة في النهاية يؤدي إلى زيادة الواردات وانخفاض حجم الصادرات الأمر الذي يؤدي تدريجيا إلى تلاشي الفائض.

ثانيا. أثر قناة سعر الصرف على الميزانية العمومية:

1. أثر قناة سعر الصرف على ميزانية الشركات[2]:

إنّ التقلبات في أسعار الصرف يمكن أن يكون لها أيضا آثار هامة على الطلب الكلي من خلال تأثيرها على الميزانيات العمومية للشركات المالية وغير المالية على حد سواء عندما تكون هناك مبالغ مالية كبيرة من الدين المحلي مقومة بالعملة الأجنبية وهو ما ينطبق على معظم بلدان الأسواق الناشئة، ففي هذه البلدان، يؤدي التوسع النقدي في كثير من الأحيان إلى انخفاض سعر الصرف، والذي بدوره

http://iraqieconomists.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2015/08/Hatem-G.-HatemTheoretical-framework-for-monatry-policy-final.pdf

[1] أمين صيد، مرجع سبق ذكره، ص 171.

[2] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** Op.Cit. p p 07-08.

يمكن أن يكون له تأثير سلبي على الطلب الكلي، ويمكن تجسيد أثر التغير في سعر الصرف على ميزانية الشركات من خلال العلاقة الآتية:

$$M\uparrow \rightarrow E\downarrow \rightarrow NW\downarrow \rightarrow L\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

بناء على ما سبق ومع وجود ديون محلية في بلد ما مقومة بالعملات الأجنبية، فالسياسة النقدية التوسعية ($M\uparrow$) قد تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة المحلية أو تخفيض قيمتها($\boldsymbol{E\downarrow}$)، مما يؤدي إلى زيادة عبئ ديون الشركات المحلية غير المالية كون أنّ هذه الأخيرة قد أبرمت عقود ديونها بالعملة الأجنبية؛ وبما أن أصول هذه الشركات عادة ما تكون بالعملة المحلية فإن قيمتها لن تزداد، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض في صافي قيمتها ($NW\downarrow$). إنّ هذا التدهور في الميزانية العمومية للشركات يقود إلى زيادة مشاكل كل من الانتقاء السلبي والخطر المعنوي، والذي يؤدي بدوره إلى تخفيض حجم القروض الممنوحة من قبل البنوك ($L\downarrow$)، الأمر الذي ينعكس سلبا على الاستثمار($I\downarrow$)، وبالتالي النشاط الاقتصادي ككل ($Y\downarrow$).

2. أثر قناة سعر الصرف على ميزانية البنوك[1]:

هناك ميكانيكية ثانية تعمل من خلال الميزانية العمومية للبنك بواسطتها يمكن أن تؤدي التغيرات في قناة سعر الصرف إلى تغيرات بنفس الاتجاه في الطلب الكلي، يكون تأثير هذه الميكانيكية أكبر خاصة في دول الأسواق الناشئة، على سبيل المثال، في المكسيك و العديد من دول شرق آسيا، كان لدى البنوك والمؤسسات المالية الأخرى العديد من الالتزامات المقومة بالعملة الأجنبية، والتي زادت بشكل حاد من حيث القيمة عندما حدث انخفاض في قيمة سعر الصرف هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى، فإن الشركات والأسر المعيشية لم تكن قادرة على سداد ديونها، مما أدى أيضا إلى تحقيق خسائر في القروض على مستوى الميزانية العمومية للمؤسسات المالية، وكانت النتيجة أن الميزانية العمومية للبنوك والمؤسسات المالية قد تقلصت من جانبي الموجودات والمطلوبات.

فضلا عن ذلك، فإن العديد من الالتزامات المقومة بالعملة الاجنبية لهذه المؤسسات كانت قصيرة الأجل، بحيث أدت الزيادة الحادة في قيمة هذا الدين إلى مشاكل في السيولة لأن هذا الدين كان بحاجة

[1] Ibid, p p 08-09.

إلى أن تتم تسديده بسرعة، و نتيجة للمزيد من التدهور في الميزانيات العمومية للبنوك والمؤسسات المالية وقاعدة رأسمالها الضعيفة قامت هذه المؤسسات بتقليص حجم القروض الممنوحة.

ومما سبق يتضح أنّ ميكانيكية تحويل أثر قناة سعر الصرف من خلال الميزانية العمومية للبنوك والمؤسسات المالية تكون على النحو الآتي:

$$M\uparrow \rightarrow E\downarrow \rightarrow NW_b\downarrow \rightarrow L\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

بناء على العلاقة أعلاه، فإن تخفيض سعر الصرف على الميزانيات العمومية للمصارف يعني أن السياسة النقدية التوسعية قد تكون في الواقع انكماشية في بلدان الأسواق الناشئة بسبب تدهور ميزانيات البنوك وانخفاض ثروتها $NW_b\downarrow$، مما يؤدي إلى تخفيض منح القروض، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض كل من حجم الاستثمار والنشاط الاقتصادي ككل[1].

إنّ هذه الآثار المحتملة الناجمة عن السياسة النقدية التوسعية التي تعمل من خلال تأثير سعر الصرف على الميزانيات العمومية للبنوك والمؤسسات المالية لا تكون مهمة إلاّ إذا كان للاقتصاد قدر كبير من الديون المقومة بالعملات الأجنبية، ومن ثم فإنّ هذه العلاقة الديناميكية نادرا ما تكون لها أهمية في البلدان الصناعية التي عادة ما تكون ديونها مقومة بالعملة المحلية، ولكنها يمكن أن تكون بالغة الأهمية في بلدان الأسواق الناشئة التي قد يكون هيكل ديونها مختلفا تماما، مع وجود جزء كبير من الدين بالعملات الأجنبية[2].

المطلب الثالث: القنوات القائمة على الائتمان

تقوم وجهة النظر الائتمانية لميكانيكية تحويل آثار السياسة النقدية على مبدأ عدم تكامل الأسواق المالية وعلى أهمية الدور الذي يلعبه الوسطاء الماليون في تحويل آثار السياسة النقدية إلى الناتج والأسعار، وتؤكد وجهة النظر هذه على أهمية البنوك التجارية كوسطاء ماليين معينين تتوفر لديهم ميزة خاصة عن باقي الوسطاء ألا وهي قدرتهم بدرجة أكبر على التعامل مع أنواع معينة من المقترضين، لا سيما المؤسسات الصغيرة وقطاع الأسر باعتبار أن ليس لديهم القدرة للوصول المباشر إلى أسواق رأس المال، وبالتالي فإنّه ليس بالضروري من موقف السياسة النقدية تجاه التعديلات التي تحدثها أن يؤثر فقط

[1] راضي محمد العضايلة، مرجع سبق ذكره، ص 33.

[2] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** Op.Cit. p 09.

على أسعار الفائدة، بل يؤثر أيضا على جانبي الميزانية العمومية للقطاع المصرفي سواء البنك المركزي أو البنوك المندرجة تحت تصرفه[1].

ومن قنوات التحويل النقدي النيوكلاسيكية التي تدعم وجهة نظر الائتمان نجد نوعين أساسيين، النوع الأول ويتمثل في القنوات القائمة على البنوك، و تندرج ضمن هذه الأخيرة ثلاث قنوات فرعية هي: قناة الاقراض البنكي، أما النوع الثاني فيشمل القنوات القائمة على الشركات، والتي تندرج ضمنها هي الأخرى ثلاث قنوات فرعية تتمثل في: قناة الميزانية العمومية للشركات، قناة التدفقات النقدية للشركات، وقناة مستوى السعر غير المتوقع.

الفرع الأول: القنوات القائمة على البنوك

أولا. قناة الإقراض البنكي

تستند قناة الإقراض البنكي إلى وجهة نظر مفادها أنّ البنوك التجارية تلعب دورا هاما في النظام المالي مناسبة بشكل خاص لحل مشاكل المعلومات غير المتماثلة وعدم وجود احتكاك في أسواق الائتمان؛ وبسبب هذا الدور الخاص للبنوك فإن هنالك مقترضين من أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة والأسر يعتمدوا على القروض البنكية كمصدر وحيد وأساس في تمويل نشاطاتهم ومشاريعهم الاستثمارية لعدم تمكنهم من الوصول إلى أسواق الائتمان وعدم توفر مصادر أخرى لتمويل هذه المشروعات، على عكس المشروعات الكبيرة التي يمكنها الحصول على التمويل سواء من سوق الملكية أو من سوق الديون[2].

تقوم السياسة النقدية من خلال قناة الاقراض البنكي بالتأثير على قسط التمويل الخارجي، والذي يعرف بأنه الفارق بين تكلفة التمويل الخارجي عن طريق إصدارات أسهم أو سندات، وتكلفة التمويل الداخلي عن طريق الأرباح التشغيلية للمؤسسات المعتمدة على البنوك كمصدر تمويلي، ويكون هذا التأثير بواسطة احداث تغييرات على امدادات القروض المصرفية.

وعلى الرغم من التغير الهيكلي الذي حدث مؤخرا مع فقدان القطاع المصرفي حصته السوقية للوسطاء الماليين غير المصرفيين، لا تزال البنوك المصدر الرئيس للتمويل في معظم البلدان النامية،

[1] Tomasz Łyziak, Op.cit, p 4.
[2] Frederic S.Mishken, **The Channels Of Transmission Mechanism: Lessons for Monetary Policy,** Op.cit, p 10.

حيث أنه إذا تعطلت إمدادات القروض المصرفية لسبب ما، فإن المقترضين المعتمدين على البنوك (الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم مثلا) قد لا يغلقون من الناحية الائتمانية، ولكن من المؤكد أنهم يتحملون تكاليف مرتبطة بإيجاد مقرض جديد من أجل إنشاء علاقة الائتمان، وضمن هذا السياق فإن تأثير السياسة النقدية الانكماشية من خلال استجابة البنوك بتشديد معايير الائتمان والاقتراض لديها ينعكس على استبعاد العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاعتمادات البنكية، بسبب تخفيض المعروض من الائتمان المصرفي مقارنة بأشكال الائتمان الأخرى، الذي يؤدي إلى زيادة قسط التمويل الخارجي لهذه المؤسسات، الأمر الذي يقودهم إلى التقليل من نفقاتهم الاستثمارية والاستهلاكية، وبالتالي عقود الطلب الكلي[1].

تعمل قناة الاقراض البنكي من خلال استجابة مجاميع الائتمان للتغيرات في أسعار الفائدة وأدوات السياسة النقدية الأخرى، لذلك فإن قناة الائتمان هي امتدادا لتعزيز قناة سعر الفائدة من أجل زيادة الآثار الحقيقية للسياسة النقدية، والشرط الرئيس لتشغيل هذه القناة هو الدور الهام الذي تضطلع به البنوك كمصدر لرأس مال القطاع الخاص، لا سيما في دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية[2]، ولكي تعمل قناة الإقراض البنكي يتطلب وجود افتراضان أساسيان يتمثلان في[3]:

الافتراض الأول، وينص على أنه لا توجد بدائل مثالية للقروض البنكية، حيث أنّ انخفاض هذه الأخيرة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى يجعل المقترضين المعتمدين على البنوك يواجهون تكاليف أعلى للاقتراض بسبب التكاليف المرتبطة بإيجاد مقرض جديد وإقامة علاقة ائتمان متينة، وعلى هذا الأساس فإنه كلما زادت درجة اعتماد الشركات على البنوك يكون أثر الإقراض المصرفي على النشاط الاقتصادي الحقيقي أكبر؛ **أما الافتراض الثاني**، فينص على أن إجراءات السياسة النقدية لها تأثير مباشر على العرض أو التسعير النسبي للقروض البنكية، ووفقا لهذا الافتراض فإن الانكماش النقدي الذي يستنزف الاحتياطيات، ومن ثم الودائع من النظام المصرفي، يحد من قدرة البنوك لحصولها على أموال قابلة للإقراض، وبالتالي يجبرها على تخفيض إقراضها، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الإقراض، وهو ما يرفع بدوره علاوة التمويل الخارجي للمقترضين المعتمدين على البنوك، مما يؤدي إلى انخفاض نشاطهم الحقيقي.

---

[1] Ben S. Bernanke, Mark Gertler, **Inside The Black Box: The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission,** NBER WORKING PAPER SERIES, Cambridge, WP N^0: 5146, June 1995, p 18.

[2] Serhan Cevik, Katerina Teksoz, Lost in Transmission? The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the GCC Countries, International Monetary Fund Working Paper SERIES, WP/12/191, July 2012, p 05.

[3] Hanna Putkuri, Op.cit, p34.

ومما سبق فإنّ ميكانيكية التحويل النقدي عن طريق قناة الإقراض يكون من خلال العلاقة التالية[1]:

$$M\downarrow \rightarrow bank\ deposits\downarrow \rightarrow bank\ loans\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

يتبين من خلال العلاقة أعلاه أنّ السياسة النقدية الانكماشية تؤدي إلى انخفاض في حجم الاحتياطات والودائع البنكية، والذي يترتب عليه حدوث انخفاض في حج القروض البنكية المتاحة، مما يؤدي إلى انخفاض الانفاق الاستثماري والاستهلاكي، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب الكلي.

ثانيا. قناة رأس المال البنكي

تبرر العلاقة الوثيقة بين ميزانيات البنوك والاقتصاد الحقيقي فرض قيود صارمة على القطاع البنكي خاصة وأن شروط الرقابة التنظيمية التي تقوم بها السلطة النقدية على الأموال الخاصة للبنوك تعد حافزا مهما للحد من المخاطر النظامية التي قد تتعرض لها هاته البنوك[2]، وباعتبار أن الاموال الخاصة تعد من بين اهم عناصر الميزانية العمومية، فان تنظيم رأس مال البنك له دور كير في تحديد قرارات منح الائتمان والتأثير على أداء الاقتصاد الكلي ككل، حيث أن السياسة النقدية التقييدية في القطاع المصرفي من المرجح أن تكون لها فاعلية أكبر عندما يكون مستوى رأس مال البنك على مقربة من الحد الأدنى المطلوب من قبل الجهة الرقابية المنظمة[3].

إنّ تأثير رؤوس أموال البنوك على القروض يعتبر المحدد الرئيسي للعلاقة بين النشاط المالي والنشاط الحقيقي، ونظرا لأهمية رأس مال البنك والدور الذي يلعبه في تحويل أثر السياسة النقدية بحسب عدد البحوث التي قدمت في هذا المجال، فقد تم ادراجه ضمن قنوات السياسة النقدية القائمة على البنك إلى جانب قناة الاقراض البنكي[4].

وضمن هذا السياق فإنّ الخسائر الناتجة عن انخفاض أسعار الأصول المالية المملوكة للبنك يمكن ان تؤدي إلى انخفاض رأس المال البنكي، كما حدث خلال الأزمة المالية الأخير، ويمكن أن يؤدي النقص في رأس المال البنكي إلى خفض المعروض من الائتمان، لأن التمويل الخارجي للبنوك يمكن أن يكون مكلفا، لا سيما خلال فترة انخفاض أسعار أصولها، مما يعني أن الطريقة الأكثر فعالية من حيث

[1] Natalia Zaderey, Op.Cit, p 05.

[2] Hyung-Geun Park**, Trois essais empiriques sur les canaux de transmission entre secteurs réel et financier en Corée du Sud,** These Pour Un Doctorat En Science Economique, Université Paris Ouest-Nanterre La Defense, France, 2013, p 82

[3] Ibid, p 80.

[4] Idem.

التكلفة بالنسبة للبنوك لزيادة رأس مالها إلى نسبة الأصول هي تقليص قاعدة أصولها عن طريق خفض الديون، وتعني عملية "تخفيض قيمة الديون" أنّ المقترضين المعتمدين من البنوك لم يعودوا قادرين من الحصول على الائتمان وبالتالي سيُخَفضون إنفاقهم وسوف ينخفض الطلب الكلي[1].

مما سبق يتبين أن قناة رأس المال البنكي تعمل على تحويل السياسة النقدية خلال الميكانيكية الآتية:

$$M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow P_{sb}\uparrow \rightarrow BC\uparrow \rightarrow L\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

تؤدي السياسة النقدية التوسعية ($M\uparrow$) إلى تحسين الميزانيات العمومية للبنوك عن طريق تخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل الذي يقود إلى زيادة صافي هوامش الفائدة، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع أرباح البنوك، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنّ انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل الناتجة عن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول المملوكة من قبل البنك ($P_{sb}\uparrow$) وزيادة القيمة السوقية لها، الأمر الذي يترتب عليه زيادات فورية في رأس المال البنكي ($BC\uparrow$)، الذي يؤدي بدوره إلى تشجيع البنوك للتوسع في منح القروض البنكية ($L\uparrow$)، مما يتيح الفرصة للمقترضين المعتمدين على البنوك لزيادة انفاقهم الاستثمار ($I\uparrow$)،ي والذي يترتب عليه في الأخير زيادة في الناتج المحلي الاجمالي[2].

ثالثا. قناة السيولة لدى قطاع الأسر

بغض النظر عن التركيز على إنفاق الشركات عند دراسة قنوات ميكانيكية التحويل النقدي، فإن أدبيات القنوات القائمة على البنوك أولت اهتماما كبيرا لسيولة قطاع الأسر وقدرته الانفاقية سواء على الاسكان أو السلع المعمرة الأسر، وما يترتب عليه من آثار على النشاط الاقتصادي، وبالتالي فقد ظهرت قناة جديدة مختلفة بشكل كبير عن كل ما سبق سميت بقناة السيولة لدى قطاع الأسر، حيث تم ربطها بتأثير السيولة على رغبة المستهلك في الانفاق[3].

تعمل قناة السيولة لدى قطاع الأسر من خلال التأثيرات التي تحدثها السياسة النقدية على الميزانية العامة للمستهلك، فإذا توقع هذا الأخير حدوث صدمة في ميزانيته، فإن ذلك سيكون مؤشرا مهما على مدى تقدير المستهلك لاحتمالية تعرضه لعسر مالي، وهذا ما يدفعه إلى التخلي على الأصول المالية غير السائلة مقابل اقباله على الاحتفاظ بالأصول المالية الأكثر سيولة؛ وعلى وجه التحديد، عندما يكون

[1] Jean Boivin, Michael T. Kiley, Frederic S. Mishkin, Op.Cit, p p 18-19.

[2] Ibid, p 19.

[3] Maxym Kryshko, Op.Cit, p 11.

لدى المستهلكين كمية كبيرة من الأصول المالية السائلة نسبة إلى الديون والالتزامات المترتبة عليهم، فإن ذلك سوف يخفض من احتمالية تقديرهم لضائقة مالية، وبالتالي سيكونون أكثر استعدادا لشراء السلع الاستهلاكية المعمرة أو السكنات[1].

إنّ هذه الاعتبارات تقودنا إلى ميكانيكية تحويل أخرى للسياسة النقدية، تعمل من خلال الربط بين النقود وسعر السهم من خلال العلاقة السببية الآتية:

$$M\uparrow \rightarrow\ P_e\uparrow \rightarrow VFA\uparrow\ \rightarrow LFD\downarrow \rightarrow C_{h\&d}\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

إنّ السياسة النقدية التوسعية ($M\uparrow$) تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ($Equity\ prices\uparrow$)، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأصول المالية ($Value\ of\ financial\ assets\uparrow$) بالنسبة إلى ديونها والتزاماتها، وبما أنّ الأسر ترى أنّ احتمال حدوث ضائقة مالية سيكون منخفض ($Likelihood\ of\ financial\ distress\downarrow$)، فإنّ ذلك سيؤدي رفع قدرتها وزيادة الطلب على السلع الاستهلاكية المعمرة والاسكان ($C_{h\&d}\uparrow$)، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة النشاط الاقتصادي، وبالتالي زيادة الناتج الحقيقي ($Y\uparrow$)[2].

الفرع الثاني: القنوات القائمة على الشركات

أولا. قناة الميزانية العمومية للشركات

تتبع قناة الميزانية العمومية للشركات من حقيقة أنّ للسياسة النقدية آثارا مباشرة عليها، ذلك لأنها تربط قرارات الشركة الاستثمارية مع الصدمة النقدية من خلال التغير في الموقف المالي للشركة، وبالتالي فإنّ سعر الفائدة المتأثر بالصدمة النقدية حسب هذه القناة يكون له أثر مباشر على صافي ثروة الشركة المقترضة، وذلك لسببين: أولا، أنّ التأثير على سعر الفائدة المدفوعة على الديون المترتبة على الشركة يؤدي بدوره إلى التأثير على خدمة الديون المستحقة، وبالتالي التأثير على صافي تدفقات الشركة وأرباحها، وثانيا، أنّ التغيرات في أسعار الفائدة تتبعها آثارا على أسعار موجودات الشركة، والذي يؤدي بدوره إلى التأثير على قيمة الموجودات الصافية التي من الممكن تقديمها كضمانات للقروض[3].

تعمل ميكانيكية التحويل النقدي ضمن هذه القناة بالاعتماد على صافي ثروة الشركة، حيث أنه كلما كانت هذه الأخيرة منخفضة أدّى ذلك إلى خفض قيمة الضمانات التي من الممكن أن تقدمها الشركة

[1] Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** Op.Cit. p 04.
[2] Maxym Kryshko, Loc.Cit.
[3] Ilker Domac, The Distributional Consequences of Monetary Policy: Evidence from Malaysia, **The World Bank, Policy Research Dissemination Center,** Working Paper N^0 2170, p 05.

من أجل الحصول على قروض، وبالتالي التعرض إلى خسائر جراء مشكلة الانتقاء السلبي التي تؤدي إلى نقص الاقراض لهذه الشركات لغايات تمويل الانفاق الاستثماري. كما أنّ انخفاض صافي الثروة للشركات يؤدي أيضا إلى زيادة مشكلة المخاطر المعنوية، وذلك بسبب أنّ هذا الانخفاض يعني انخفاض القيمة السوقية للأسهم لدى مالكي هذه الشركات، مما يدفعهم نحو القيام بأنشطة استثمارية عالية المخاطر من المحتمل أنها ستؤدي إلى مخاطر عدم سداد المبالغ المقتَرضَة، الأمر الذي يدفع المُقرضين إلى عدم تقديم قروض لهذه الشركات، مما ينعكس سلبا على الانفاق الاستثماري ومن ثم على النشاط الاقتصادي ككل[1] ، وعليه فإنّ ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عبر قناة الميزانيات العمومية للشركات تكون على النحو الآتي[2]:

$$M\uparrow \rightarrow P_e\uparrow \rightarrow AS\&MH\downarrow \rightarrow L\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

يتضح من المخطط أعلاه أنّ اتباع سياسة نقدية توسعية ($M\uparrow$) يؤدي إلى حدوث ارتفاع القيمة السوقية للأسهم ($P_e\uparrow$) نتيجة ارتفاع الطلب عليها في السوق، مما يؤدي إلى تحقيق أرباحا رأسمالية وبالتالي ارتفاع في قيمة صافي الثروة، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض درجة كل من الانتقاء السلبي ($AS\downarrow$) والخطر المعنوي ($MH\downarrow$)، وهو ما يؤدي بدوره زيادة منح قروض لصالح هذه الشركات ($L\uparrow$)، الأمر الذي يترتب عليه زيادة كل من الانفاق الاستثماري ($I\uparrow$) ومن ثم الناتج المحلي الاجمالي ($Y\uparrow$).

ثانيا. قناة التدفقات النقدية للشركات

يمكن أن ينتقل أثر السياسة النقدية من خلال تأثير هذه الأخيرة على التدفقات النقدية للشركة، والتي تمثل الفارق بين إيرادات الشركة وتكاليفها، حيث أن السياسة النقدية التوسعية تعمل على تخفيض معدلات الفائدة الإسمية ($i\downarrow$)، مما يؤدي إلى انخفاض خدمة الديون قصيرة الأجل، وهذا سيؤدي حتما إلى تحسن في الميزانية العمومية للشركات بسبب زيادة صافي التدفقات النقدية *(net cash-flow$\uparrow$)*، وبالتالي يسهل على المقرضين معرفة ما إذا كانت الشركة ستكون قادرة على دفع التزاماتها أم لا، ونتيجة ذلك تصبح مشاكل كل من الاختيار السلبي والخطر المعنوي أقل حدة *(adverse selection & moral*

[1] مجدي الشوربجي، مرجع سبق ذكره، ص 73.

[2] Maxym Kryshko, Op.Cit, p 08.

hazard)، وهو ما يؤدي إلى زيادة القدرة الاقتراضية للشركة، وبالتالي زيادة الإقراض $(L\uparrow)$، الأمر الذي يشجع الإنفاق الاستثماري $(I\uparrow)$ ومن ثم زيادة النشاط الاقتصادي ككل $(Y\uparrow)$[1].

ويمكن تبسيط ميكانيكية تحويل السياسة النقدية التوسعية ذات الآثار المعاكسة عن طريق قناة التدفقات النقدية للشركات من خلال العلاقة السببية الآتية[2]:

$$M\uparrow \rightarrow\ i\downarrow \rightarrow NCF\uparrow\ \rightarrow AS\&MH\downarrow \rightarrow L\uparrow \rightarrow \mathrm{I}\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

وما يعكس حقيقة أنّ زيادة صافي القيمة تحد من النزاعات بين المقترضين والمقرضين هو تقديم المزيد من الضمانات لضمان قروضهم أو عن طريق تمويل حصة أكبر من استثماراتهم.

ثالثا. قناة مستوى السعر غير المتوقع

تعمل هذه القناة على تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرات السياسة النقدية على المستوى العام للأسعار، ذلك بسبب أنّ مدفوعات الدين للشركات تكون مثبتة في العقود بقيم إسمية، وعليه فإنّ الانخفاض غير المتوقع في المستوى العام للأسعار الراجع إلى السياسة النقدية التقييدية يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأصول الشركة بالنسبة إلى ديونها، مما يؤدي إلى انخفاض صافي الثروة الحقيقية للشركات، والذي يؤدي حتما إلى زيادة حدة مشكلتي الانتقاء السلبي والخطر المعنوي، وهذا يترتب عليه حدوث انخفاض في حجم الإقراض، الأمر الذي يترتب عليه حدوث انخفاض في حجم الانفاق الاستثماري ومن ثم انخفاض في الناتج الحقيقي؛ ويمكن تجسيد هذه الميكانيكية من خلال العلاقة السببية الآتية:

$$M\downarrow \rightarrow\ UP\downarrow \rightarrow (AS\&MH\uparrow)\ \rightarrow L\downarrow \rightarrow \mathrm{I}\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

حيث أنّ (UP) يمثل الانخفاض غير المتوقع في المستوى العام للأسعار وبقية الرموز تم تعريفها سابقا.

وبصفة عامة، لا يوجد اتفاق بشأن الأهمية النسبية والدعم التجريبي للقنوات الموصوفة أعلاه وبسبب الجدل الواسع النطاق حول كيفية تأثير السياسة النقدية بالضبط على الاقتصاد، كانت ميكانيكية نقل النقد غالبا ما توصف بأنها "صندوق أسود"[3] .

[1] Ilker Domac, Loc.Cit.

[2] Hanna Putkuri, Op.cit, p48.

[3] Natalia Zaderey, Op.Cit, p 06.

خلاصة الفصل:

مما سبق نخلص إلى أنّ ميكانيكية التحويل النقدي هي العملية التي يتم من خلالها تحويل قرارات السياسة النقدية إلى تغيرات في الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار، وهذا عن طريق ما يسمى بقنوات السياسة النقدية.

ولقد تطورت ميكانيكية تحويل الأثر النقدي عبر مراحل مرت بها ميكانيكية التحويل النقدي في مدارس الأدب الاقتصادي، بدءً بالنظرية الكلاسيكية التي انبثقت منها أبرز النظريات النقدية المتمثلة في: النظرية الكمية للنقود، نظرية الادخار والاستثمار، ونظرية الأرصدة النقدية المعدة للإقراض، ونتيجة للتحليل الذي تم على هذه النظريات تبين أنّ الفكر الكلاسيكي لا يعتبر سعر الفائدة قناة لتحويل الأثر النقدي إلى متغيرات النشاط الاقتصاد الحقيقي؛ مرورا بالنظرية النقدية الكينزية والتي انبثقت منها العديد من النظريات النقدية أبرزها: نظرية تفضيل السيولة، نظرية الكفاية الحدية للاستثمار، ونظرية مضاعف الاستثمار، حيث تبين أنّ ميكانيكية التحويل النقدي حسب التحليل الكينزي تعتمد بشكل كبير على قناة سعر الفائدة في تحويل أثر السياسة من سوق النقود إلى سوق السلع والخدمات (القطاع الحقيقي)؛ أما النظرية الثالثة التي مرت بها ميكانيكية التحويل النقدي تمثلت في النظرية النقدية النقودية، وأهم ما يفسر هذه الميكانيكية وقنواتها من وجهة نظر هذه المدرسة ما يسمى بدالة فريدمان للطلب على النقود، حيث يرى أصحاب هذه النظرية أنّ التغيرات في السوق النقدي لها تأثيرات مباشرة على القطاع الحقيقي في المدى القصير بسبب قيام الجمهور بتحويل الأرصدة النقدية الفائضة إلى شراء أصول مالية كالسندات والأسهم والموجودات الأخرى، أما في المدى الطويل فقد أقر أصحاب هذه النظرية على حيادية النقود وبالتالي سينحصر دور وتأثير النقود هنا على رفع المستوى العام للأسعار فقط.

إنّ تطور ميكانيكية التحويل النقدي في الجدل الحاد بين أنصار النظريات النقدية تولد عنه ظهور ثلاث نماذج ماكرواقتصادية أساسية تناولت الكيفية التي يتحول من خلالها أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، يتمثل الأول في نموذج **IS-LM**، والذي يتناول كيفية انتقال الأثر النقدي إلى الاقتصاد من خلال قناة سعر الفائدة من خلال علاقة سببية يوضحها الرسم التخطيطي الآتي:

$L_2: (\Delta M_0 \Rightarrow \Delta r), b_1: (\Delta r \Rightarrow \Delta I)), \ a_1: (\Delta I \Rightarrow \Delta Y), and \ L_1: (\Delta Y \Rightarrow \Delta Md)$

حيث أنّ التغير في عرض النقود يؤدي إلى التغير في سعر الفائدة في السوق النقدي وهو ما يعكسه المعامل L_2، أما المعامل b_1 فيمثل أثر التغير في سعر الفائدة على التغير في الاستثمار، ويعبر المعامل a_1 عن أثر التغير في الاستثمار على التغير في الدخل، وفي الأخير تكون تغذية عكسية من خلال تأثير الدخل على الطلب على النقود ويعكس هذا الأثر المعامل L_1. أما النموذج الثاني الذي تطرق إليه أدب الاقتصاد الكلي النقدي تمثل في نموذج **CC-LM** الذي تم اقتراحه من قبل كل من " برنانك وبليندر"، حيث يأخذ بعين الاعتبار ادخال القروض البنكية كقناة لتحويل الأثر النقدي في النموذج الهيكسي، ويظهر من خلال هذا النموذج أن أداة الاحتياطي الاجباري تعتبر فعالة في التأثير على الناتج المحلي الاجمالي من خلال قناة الاقراض البنكي بالنسبة لهذا النموذج، وهذا ما يدل على أنّ النشاط الاقتصادي الحقيقي يستجيب بشكل إيجابي للصدمة الإيجابية التي تطرأ على الائتمان. أما النموذج الثالث الذي تطرق إليه الفصل هو **(AD-AS)** الاقتصاد إلى جانبين، "جانب الطلب الكلي" و"جانب العرض"، حيث يتناول ميكانيكية تحويل الأثر النقدي إلى الاقتصاد في الأجل القصير والطويل من خلال عناصر الطلب الكلي المتمثلة في: الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري، وعليه كخلاصة لهذا النموذج نستنتج أنّ الأثر قصير الأجل للسياسة النقدية التوسعية في نموذج (AD-AS) تتمثل في ارتفاع المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، أما أثرها على المدى الطويل يتمثل في زيادة المستوى العام للأسعار فقط دون أي تقلب في الناتج المحلي الاجمالي.

كما خلص هذا الفصل إلى أنّ قنوات السياسة النقدية توسعت بشكل كبير حسب ما جاء به أدب الاقتصاد المعاصر لتشمل العديد من القنوات النيوكلاسيكية إضافة إلى القنوات الكلاسيكية، تمثلت مجملها في كل من: قناة أسعار الأسهم، قناة آثار الثروة على الاستهلاك، قناة أسعار الأراضي والعقارات، قناة أسعار الصرف، القنوات القائمة على الائتمان مثل: قناة الإقراض البنكي، قناة رأس المال البنكي، قناة الميزانية العمومية للشركات: والتي تندرج تحتها كل من، قناة الميزانية العمومية للشركات، قناة التدفقات النقدية للشركات، قناة مستوى السعر غير المتوقع.

الفصل الثاني:

توجهات السياسة النقدية الحديثة وتحدياتها في ظل التغيرات المعاصرة

- تمهيد
- السياسة النقدية: مفهومها، تطورها، أهدافها، وأدواتها
- سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية
- استراتيجية استهداف التضخم كإطار نقدي حديث للسياسة النقدية
- خلاصة الفصل

تمهيد:

احتلت السياسة النقدية السياسة النقدية مكانة هامة بين أدوات السياسة الاقتصادية الكلية التي تعتمد عليها الدولة في تحقيق أهدافها المختلفة، حيث ظهرت مع ظهور البنوك المركزية وتطورت مع تطور النظريات النقدية التي قدمها الأدب الاقتصادي في ظل الأزمات الاقتصادية والنقدية وحالة عدم الاستقرار الاقتصادي تعرضت لها التي شهدتها مختلف دول العالم خاصة النامية منها، والتي كان سببها ظهور مشكلات جديدة لم تكن معروفة من قبل مثل الكساد، التضخم، والركود التضخمي.

إنّ تحقيق الاستقرار النقدي من أولويات السياسة النقدية التي يتكفل بها البنك المركزي لأي دولة ، وتتمثل عناصر الاستقرار النقدي التي يهدف هذا الأخير إلى تحقيقها في كل من استقرار المستوى العام للأسعار، واستقرار سعر صرف العملة المحلية، ولما كانت المحافظة على الاستقرار النقدي تمثل ركيزة أساسية للسياسة النقدية، فقد لجأت العديد من الدول إلى مؤسسات النقد الدولية لإجراء إصلاحات اقتصادية هيكلية لمعالجة الظاهرة الاقتصادية الجديدة التي لم يسبق للعالم أن شهدها قبل سنوات السبعينيات، والمتمثلة في ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار صاحبه انكماش، في حين اتبعت البنوك المركزية لدول أخرى استراتيجية حديثة لإدارة السياسة النقدية بغية تحقيق الاستقرار النقدي على المدى البعيد، حيث تعمل هذه الاستراتيجية عن طريق استهداف معدلات رقمية أو مجال معين للتضخم مباشرة مع ضرورة توفر درجة عالية من الاستقلالية والمصداقية.

وعليه يستهدف هذا الفصل الإطار النظري للسياسة النقدية من حيث المفهوم والتطور والأهداف والأدوات في المبحث الأول، ثم سياسة سعر الصرف وعلاقتها بالسياسة النقدية في المبحث الثاني، كما يتناول المبحث الثالث من هذا الفصل استراتيجية استهداف التضخم كإطار نقدي حديث للسياسة النقدية.

المبحث الأول: السياسة النقدية: مفهومها، تطورها، أهدافها، وأدواتها

يمكن النظر إلى السياسة النقدية على أنّها مجموعة من الخطوات التي تتبعها السلطة النقدية لتحقيق جملة من الأهداف بواسطة مجموعة من الأدوات يقوم البنك المركزي بالإشراف عليها، وفي هذا الإطار سنقوم بتناول السياسة النقدية من حيث المفهوم والتطور والأدوات باعتبارها تمثل العناصر الاساسية للسياسة الاقتصادية العامة للدولة.

المطلب الأول: السياسة النقدية: مفهومها وأنواعها

الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية

ظهر مصطلح السياسة النقدية في أدبيات الاقتصاد خلال القرن التاسع عشر فقط، غير أن الذين كتبوا فيه كانوا كثيرين، وكانت أفكارهم و كتاباتهم تبرز من الحين إلى الآخر خلال فترات الأزمات وعدم الاستقرار الاقتصادي، كما شهد أيضا هذا القرن بدء دراسات منتظمة لجوانب ومسائل السياسة النقدية على حد اختلافهما من قبل الباحثين الاقتصاديين المهتمين بالاقتصاد التطبيقي والعملي، حيث أصبحت السياسة النقدية جزء لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية العامة للدولة[1].

ولقد طرأ على مفهوم السياسة النقدية العديد من التطورات من حيث الوظائف والأهداف تبعا لتطور النظرية النقدية، وعليه فإن مفاهيم السياسة النقدية تعددت و تباينت من قبل الباحثين، فهناك فريق عرفها بالمعنى الضيق، وفريق ثاني عرفها بالمعنى الواسع.

أولا. مفهوم السياسة النقدية بالمعنى الضيق:

يرى **EINZING** أنّ السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات التي تقوم بها السلطة النقدية ، بغرض النظر عن الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها سواء كانت نقدية أو غير نقدية، كما أنها تشمل جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير على النظام النقدي[2].

وتعرف ايضا على انها سيطرة وتحكم البنك المركزي في كمية النقود ومعدلات الفائدة بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية والمحافظة على الاستقرار والتوازن الاقتصادي.

وهناك من يرى أنّ السياسة النقدية بالمعنى الضيق هي الاجراءات والوسائل التي تطبقها السلطات المهيمنة على شؤون النقد والائتمان من خلال التأثير على وسائل الدفع عن طريق إدارة حركة التوسع والانكماش في العرض النقدي بالقدر الذي يزيد من مستوى النشاط الاقتصادي[1].

---

[1] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2006، ص 185.

[2] حسين محمد سمحان، **اقتصاديات النقود والمصارف**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2011، ص 143.

ثانيا. مفهوم السياسة النقدية بمعناها الواسع:

في ظل هذا المفهوم يمكن تعريف السياسة النقدية على أنها جميع التدابير والإجراءات التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي بغرض التأثير على مقدار الكتلة النقدية وتوجيه الائتمان بما يتلاءم مع حالة الاقتصاد الوطني، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تشمل هذه الإجراءات السياسة الإقراضية للقطاع الحكومي وما تخلفه من انعكاسات واضحة على عرض النقد[2]، وهذا يعني أن السياسة النقدية لم تعد تقتصر في حدود مراقبة الكتلة النقدية وتوجيه الائتمان فقط، بل امتد نطاقها لتشمل السياسة المالية وعلى وجه الخصوص ما تعلق بالقرض العام، حيث أصبح البنك المركزي في هذا الصدد يهتم بجميع العمليات المتعلقة بتحديد سياسة القرض العام من خلال تحديد نوع وحجم الإصدارات الخاصة بالسندات الحكومية، وكذلك آجال استحقاقها وأسعار الفائدة عليها[3].

ونستخلص من التعاريف السابقة ان السياسة النقدية تتمثل في إجراءات وقواعد وتدابير ووسائل تتخذها السلطة النقدية بغرض تحقيق أهداف اقتصادية وطنية محددة مسبقا، وتفادي التقلبات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد القومي بما يحقق الاستقرار الاقتصادي داخل الوطن، وهذا يكون من خلال التأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية كحجم الكتلة النقدية وأسعار الفائدة وكذا إدارة وتسيير القرض العام عن طريق أدوات إجرائية مختلفة يعتمدها البنك المركزي للدولة.

الفرع الثاني: أنواع السياسة النقدية

يعتمد نوع السياسة النقدية على الأسباب الداعية إلى استخدامها وعلى الظروف السائدة في البلد، وعليه يمكن التمييز بين نوعين من السياسة النقدية، سياسة نقدية توسعية، وأخرى انكماشية.

أولا. السياسة النقدية التوسعية

تعتبر السياسة النقدية التوسعية هي إحدى أنواع السياسات التي تهدف في مجملها الى علاج حالة الركود أو الانكماش التي يمر بها اقتصاد ما داخل الدولة نتيجة انخفاض الأسعار بشكل كبير وغير محفز للإنتاج، والذي يرجع إلى ارتفاع في العرض الكلي من السلع والخدمات مقابل انخفاض في الطلب الكلي عليها، أي أن التدفق الحقيقي من السلع والخدمات أكبر من التدفق النقدي[4].

---

[1] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[2] طاهر فاضل البياتي، وميزال روحي سمارة، **النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة**، دار وائل للنشر، عمان: الأردن، 2013، ص 240.

[3] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 186.

[4] بن البار أمحمد، وبن السيلت أحمد، أثر السياسة النقدية على معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990–2014): دراسة قياسية، **مداخلة في إطار الملتقى الدولي العاشر الموسوم بـ فعالية السياسة النقدية في الدول النامية: تجارب الماضي وتحديات المستقبل**، جامعة حسيبة بن بوعلي: الشلف، أيام 17 و18 نوفمبر 2015، ص 08.

وهنا تسعى السلطة النقدية المتمثلة في البنك المركزي إلى التوسع في ضخ كتلة نقدية أكبر في الاقتصاد بمعدل يزيد عن معدل تزايد الناتج المحلي الاجمالي من السلع والخدمات بالأسعار الثابتة في السوق عن طريق أدوات فعالة؛ فمثلا يقوم البنك المركزي عن طريق هذه السياسة بضخ كتلة نقدية عن طريق خفض سعر الخصم وسعر إعادة الخصم، أو خفض نسبة الاحتياطي الإجباري، أو دخول البنك المركزي إلى السوق النقدي كمشتري للأوراق المالية، وتكون نتيجة هذه السياسة وجود كتلة نقدية زائدة في السوق لا تقابلها سلع وخدمات حقيقية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على هاته الأخيرة، ذلك لأن زيادة كمية النقود من شانه أن يزيد من دخول الأفراد والمؤسسات فترتفع الأسعار نتيجة زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية، مما يعني حدوث تضخم محفز للإنتاج فيقبل المستثمرون على زيادة وتوسيع استثماراتهم، فتقل البطالة وتزيد كمية السلع والخدمات، الأمر الذي يجعل الاقتصاد ينتقل من مستوى إنتاج وتشغيل منخفضين إلى مستوى إنتاج وتشغيل مرتفعين[1].

ثانيا. السياسة النقدية الانكماشية:

تعد السياسة النقدية الانكماشية إحدى أنواع السياسات النقدية التي يلجأ إليها البنك المركزي في حالات التضخم الاقتصادي التي يمر بها البلد نتيجة ارتفاع في المستوى العام للأسعار، ويرجع هذا الارتفاع إلى انخفاض العرض الكلي من السلع والخدمات مقابل ارتفاع في الطلب الكلي على هذه الاخيرة، وهذا ما يفسر أنّ التدفق النقدي في الاقتصاد أكبر من التدفق الحقيقي من السلع والخدمات[2].

وهنا يمكننا القول ان السلطة النقدية تسعى إلى تقليل كمية النقود المتداولة في الاقتصاد عن طريق الأدوات الكمية التي تساعد على تخفيض سيولة البنوك التجارية عن طريق الإجراءات الآتية:

- ✓ رفع سعر اعادة الخصم (سعر البنك المركزي) على الوراق المالية والقروض؛
- ✓ رفع معدل الاحتياطي النقدي الإلزامي على ودائع البنوك التجارية؛
- ✓ دخول البنك المركزي بائع للأوراق المالية في السوق المالي.

إنّ الإجراءات أعلاه قد تساعد على امتصاص كمية النقود الفائضة المتداولة لدى أفراد المجتمع ومؤسساته، الأمر الذي يقلل من طلبهم على السلع والخدمات، فتنخفض الأسعار وتقل أرباح المستثمرين، وقد ينخفض حجم الاستثمار إذا كانت السياسة شديدة الانكماش نتيجة التوقف عن الانتاج وعدم التوسع[3].

---

[1] الطيب لحيلح، فعالية السياسة النقدية في اقتصاد إسلامي، **مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية**، جامعة أم البواقي، العدد الأول، جوان 2014، ص 234.

[2] بن البار أمحمد، ومحمد بن السيلت، مرجع سبق ذكره، ص 07.

[3] الطيب لحيلح، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

المطلب الثاني: التطور التاريخي للسياسة النقدية

مرّت السياسة النقدية بمراحل هامة انعكست على أهمية دور هذه السياسة من مرحلة إلى أخرى، وسيتم توضيح أهم هذه المراحل في:

- **المرحلة الأولى:** صاحبت هذه المرحلة ظهور الأفكار الكلاسيكية في تفسير السياسة النقدية، حيث كان الهدف الأساسي الذي تسعى إليه السلطات النقدية خلال هذه المرحلة هو المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار وحماية العملة من التقلبات التي تؤثر عليها سلبا، وذلك من خلال الربط بين كمية النقود المعروضة وكمية السلع والخدمات المتاحة في السوق، وبموجب ذلك فإن التغيرات التي تحصل على كمية النقود المعروضة والتوسع النقدي هي فقط من تؤثر على المستوى العام للأسعار باعتبار أن سلوك الوحدات الاقتصادية سيتكيف تلقائيا مع توقعات استمرار التضخم في ظل مرونة الجهاز الإنتاجي في زيادة الانتاج، كون أن هذا الأخير عند مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية حسبما افترضته النظرية الكلاسيكية[1].
- **المرحلة الثانية:** وهي المرحلة التي ظهرت فيها الأفكار الكينزية خلال أزمة الكساد (1929-1932) ، أين عجزت النظرية الكلاسيكية في وضع حلول مناسبة للأزمة، حيث قلل الفكر الكينزي من قدرة السياسة النقدية على تحفيز الطلب الكلي والحفاظ على التوازن الاقتصادي، ودعى إلى ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق السياسة المالية. ويرى الفكر الكينزي أن الحلول المناسبة لمعالجة الأزمة يكون خلال الربط بين جانبي الدخل والإنفاق، وأن التوازن في الاقتصاد يتحقق من خلال توازن سوقي السلع والخدمات والنقد، أي بين كمية النقود المعروضة والمحددة من قبل السلطات النقدية وبين الطلب على النقود القائم على أساس التفضيل النقدي[2].
- **المرحلة الثالثة:** وهي المرحلة التي عاد الاهتمام فيها بالسياسة النقدية خلال الفترة (1951- 1955) ، حيث تراجعت أهمية السياسة المالية وأدواتها المتمثلة في زيادة الضرائب وتخفيض الإنفاق كونها لم تفلح في مواجهة التضخم الذي اشتد بعد الحرب العالمية الثانية، ذلك لأن الحكومات بعد الحرب العالمية الثانية لم تستطع تقليص الخدمات الاجتماعية في الوقت الذي لا يمكنها رفع الضرائب لزيادة حجم الإيرادات، لذلك أصبحت السياسة النقدية هي السياسة الأكثر قدرة على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية من خلال التحكم في كمية العرض النقدي.

---

[1] طاهر فاضل البياتي، وميرال روحي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص 239.

[2] سعيد سامي الحلاق، ومحمد محمود العجلواني، **النقود والبنوك والمصارف التقليدية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010، ص ص: 235-236.

- **المرحلة الرابعة** : وهي المرحلة التي اشتد فيها النقاش والجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، حيث بدأ الجدل على يد الاقتصادي الأمريكي (ميلتون فريدمان) الذي آمن ومجموعة معه من قدرة السياسة النقدية دون غيرها على تحقيق الاستقرار الاقتصادي على عكس ما يراه انصار السياسة المالية، وهنا ظهر ما يسمى بالمدرسة النقودية المعاصرة، أين توالت الدراسات الاقتصادية إلى أن ظهر فريق بزعامة (والتر هللر)[1]، والذي حاول الجمع بين الأهداف التي سعت إليها السياسة النقدية الكلاسيكية والأهداف التي تتوخاها الأفكار الكينزية في تفسير السياسة النقدية، ويرى أنصار السياسة النقدية المعاصرين أنّ تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي يكون بالتأثير على جانبي الطلب الكلي والعرض الكلي، وأن السياسة النقدية المعاصرة لا يمكنها التأثير على النشاط الاقتصادي بصورة فعالة دون أن تتلاءم إجراءاتها وتدابيرها مع إجراءات السياسة المالية بالقدر المناسب لتحقيق الهدف المنشود.

ويشار إلى أن البنك الدولي وصندوق النقد الدولي أولو السياسة النقدية أهمية كبرى في البرامج الاقتصادية الدولية التي يوصون بها، إلاّ أنهم لم يهملوا السياسة المالية وأهميتها في رفد السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية المطلوبة[2].

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية

تهدف السياسة النقدية إلى معالجة الظواهر الاقتصادية المنتشرة في العالم من ارتفاع في معدلات التضخم، تراجع في معدلات النمو الاقتصادي وعدم استقرار أسعار الصرف[3]، وعموما هناك اتفاق واسع بين علماء الاقتصاد على أنّ الأهداف الرئيسية والنهائية للسياسة الاقتصادية بشكل عام والسياسة النقدية على وجه الخصوص تتمثل فيما يلي:

* تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار؛
* تحقيق عمالة أكبر؛
* تحقيق معدل مرتفع من النمو الاقتصادي؛
* تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

جاءت هذه الأهداف الرئيسية كنتيجة لتطور معرفة دور السياسة النقدية، ففي البداية كانت السياسة الوحيدة الموجودة بيد الدولة هي السياسة النقدية، وكان هدفها الوحيد هو تحقيق استقرار الأسعار

[1] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 19-20.

[2] طاهر فاضل البياتي، وميرال روحي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص 240.

[3] أحمد إبراهيم ملاوي، ورشا عبد الله ديات، تحليل سلاسل زمنية لأثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الأردني، **مجلة دراسات العلوم الادارية**، المجلد 31، العدد 2، 2004، ص 394.

ومكافحة التضخم، وبعد أزمة 1929 جاءت النظرية الكينزية بسياسة أخرى بديلة وهي السياسة المالية وظهر هدف آخر لها وهو تحقيق العمالة الكاملة، وفي منتصف الخمسينات أضيف هدف آخر للسياسة النقدية يتمثل في تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي وفي السنوات الأخيرة ظهر هدف رابع للسياسة النقدية وهو التوازن في ميزان المدفوعات[1].

أولا. الاستقرار في المستوى العام للأسعار

تُعدّ المحافظة على استقرار الأسعار من بين أهم الأهداف التي ترنوا إليها السياسة النقدية نظرا لأهميتها البالغة في تخفيف الضغوط التضخمية المستمرة، وكذا تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي[2]، حيث أن التقلبات الكبيرة في مستويات الأسعار للسلع والخدمات تعتبر من العوامل التي تؤثر سلبا على القيمة الحقيقية للنقود والتي تؤثر بدورها على القدرة الشرائية للأفراد، ذلك لأن الأجور في مثل هذه الأوقات تتخلف عن مسايرة هذه الارتفاعات في المستوى العام للأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى خفض الدخل الحقيقي لأصحاب الدخول الثابتة من جهة، وزيادة أرباح رجال الأعمال نتيجة ارتفاع الأسعار من جهة أخرى[3]. وتسعى السياسة النقدية بواسطة أدواتها الكمية لحل إشكالية عدم استقرار الأسعار باعتبار النقود أكثر العوامل تأثيرا على تقلبات الأسعار، إذ يعتقد كل من الكينزيون والنقوديون أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل نمو العرض النقدي مرتفعا، وهذا لا ينفي وجود عوامل أخرى قد تمارس تأثيرها على تقلبات الأسعار كالاحتكارات في ميدان الأعمال، النقابات العمالية، وبرامج الرفاهية مثل: التأمين ضد البطالة ومعاشات الضمان الاجتماعي، التضخم المستورد الناتج من التجارة الدولية، وكذلك تغيرات أسعار الصرف إلى غير ذلك من الأسباب العديدة.

إنّ كل هذه الأسباب بالنسبة للنقوديين تزيد من حدة التضخم، ولكن السبب الرئيسي في وجهة نظرهم يبقى دائما زيادة معدل العرض النقدي في الاقتصاد[4]، ففي الوقت الذي يرى فيه الكثير من الاقتصاديين أنّ التضخم مشكلة اقتصادية يجب معالجتها والحد منها، يرى البعض الآخر أنّ ارتفاع التضخم بمستوى معقول يمكن أن يساهم في رفع معدل النمو الاقتصادي خاصة في حالات الرواج، ذلك لأن ارتفاع أسعار السلع والخدمات يحفز المستثمرين على زيادة الإنتاج والتوسع في النشاط الاقتصادي، الأمر الذي يساعد على توفير مناصب عمل جديدة للعاطلين، مما يؤدي إلى مجابهة وتخفيف البطالة[5].

---

[1] صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية: مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (1990–2000)**، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2002–2003، ص 124.

[2] Frédéric Mishkin, **monnaie, banque, et marchés financières,** Pearson édition, France, 2004, p 516.

[3] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 188.

[4] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 125.

[5] أحمد زهير شامية، وآخرون، **النقود والمصارف**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2013، ص 226.

ثانيا. تحقيق العمالة الكاملة

تعد العمالة الكاملة هدفا رئيسا من بين أهداف السياسة الاقتصادية العامة لأي دولة، فبالرغم من صعوبة وجود تعريف محدد ودقيق للعمالة الكاملة إلا أنها تعني ببساطة وجوب كل شخص قادر وراغب ويبحث عن عمل أن يلحق به، وإلاّ فإنّ العمالة تكون غير كاملة، ما ينتج عنه وجود حالة من البطالة. ويقصد بالعمالة الكاملة أيضا توظيف كامل للطاقات الإنتاجية، وعدم ترك بعض الموارد المادية والبشرية معطلة، حتى لا يكون قصور عند تحقيق الناتج الممكن في ظل الموارد والإمكانيات المتاحة، والذي ينتج عنه بطالة بالمعنى الواسع[1].

وتسعى السلطة النقدية إلى تحقيق هذا الهدف من خلال السياسة النقدية بغية تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للموارد الطبيعية والبشرية، ولتحقيق هذا الهدف يقوم البنك المركزي باتخاذ كافة الإجراءات والتدابير الكفيلة بذلك[2]، ومن بين هذه الإجراءات قيام البنك المركزي بالتأثير على المعروض النقدي بالزيادة، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي من جهة، وانخفاض معدلات الفائدة على القروض بسبب توفر كتلة نقدية زائدة لدى البنوك من جهة أخرى، الأمر الذي يحفز المستثمرين على طلب قروض استثمارية جديدة بغرض التوسع في مشاريعهم ورفع معدل الإنتاج استجابة للطلب عليه، وهذا التوسع يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأيدي العاملة، فيزداد الاستثمار ويزداد التشغيل في الاقتصاد، ولا تكون هذه السياسة ناجحة إلاّ في حالة عدم الوصول إلى التشغيل الكامل[3]. ويبقى التشغيل الكامل كهدف لا يمكن تحقيقه خاصة في المجتمعات الديمقراطية نظرا لإحلال الآلة محل اليد العاملة، وهذا ما يجعلنا نقبل وجود معدل بطالة طبيعي وربطه بمعدل النمو أو التضخم، أي أن المعدل الطبيعي للبطالة هو ذلك الذي يسمح بتحقيق أهداف أخرى في مستوى معقول[4].

ثالثا: رفع معدل النمو الاقتصادي

يعتبر تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع من بين الأهداف طويلة الأجل التي ترنو إليها معظم الدول، حيث يقصد بالنمو الاقتصادي زيادة مستمرة في إجمالي الناتج المحلي الاجمالي لدولة ما[5].

---

[1] عبد الحميد عبد المطلب، **سلسلة الدراسات الاقتصادية، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كمي)**، مجموعة النيل العربية، القاهرة: مصر، 2003، ص 19.

[2] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 189.

[3] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص 21.

[4] السعيد بريبش، **الاقتصاد الكلي : نظريات، نماذج وتمارين محلولة**، دار العلوم للنشر والتوزيع، د ط، عنابة: الجزائر، د س، ص 20.

[5] أوجست سوانينبيرغ، ترجمة خالد العامري، **الاقتصاد الكلي بوضوح**، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الجيزة: مصر، 2008، ص 84.

تسعى معظم دول العالم من خلال سياستها الاقتصادية إلى المحافظة على معدلات النمو التي وصلت إليها كما هو الحال بالنسبة للدول المتقدمة، أو العمل على تحقيق معدلات نمو عند مستوى معين كما هو الحال بالنسبة للدول النامية، ويمكن القول أن هناك نموا اقتصاديا متزايدا اذا كان معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي أكبر من معدل نمو السكان، مما يؤدي إلى تحسين مستوى المعيشة وإلى زيادة الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية، أما إذا كان معدل نمو السكان أكبر من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فإنّ ذلك يعني تدهور المستوى المعيشي وهذا هو الحال بالنسبة للدول النامية[1].

وتساهم السلطة النقدية في دفع النمو الاقتصادي للبلد من خلال رقابتها على حجم الائتمان وكلفته، حيث يستطيع البنك المركزي إحداث تغييرات في حجم الاحتياطات الكلية للبنوك التجارية بغية التوسع في الائتمان من خلال اتباع سياسة نقدية توسعية، أين يؤدي ذلك إلى خفض معدل الفائدة لدى البنوك التجارية، الأمر الذي يؤدي إلى تشجيع زيادة الطلب عل القروض بغرض القيام بمشاريع استثمارية تؤدي بدورها الى رفع معدل النمو الاقتصادي[2].

رابعا: المساهمة في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة

من الأهداف الأخرى للسياسة الاقتصادية الكلية للدولة العمل على تحقيق التوازن الخارجي أي التوازن في المعاملات الاقتصادية للدولة مع العالم الخارجي، وبمعنى آخر تحقيق التوازن بين قيمة صادراتها وقيمة وارداتها، حيث أن تحقيق هذا الهدف يكون بتحقيق التوازن في الميزان التجاري الذي يعتبر عنصرا مهما من عناصر ميزان المدفوعات والذي أخذ يشكل محور اهتمام لجميع دول العالم[3].

وعموما تساهم السياسة النقدية في معالجة العجز في ميزان المدفوعات عن طريق ما يسمى بسياسة تخفيض العملة، حيث تقوم البنوك المركزية من خلال هذه الأخيرة إلى رفع سعر إعادة الخصم، والذي يؤدي بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض وعلى الودائع، مما يؤدي إلى تقليل حجم الائتمان وكذا الطلب المحلي علي السلع والخدمات، وهذا ما يقود إلى انخفاض في المستوى العام للأسعار داخل الدولة، الأمر الذي يساعد على تشجيع صادرات الدولة من جهة، ومن جهة أخرى يساعد على تقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الاجنبية بسبب ارتفاع اسعارها مقارنة مع الأسعار المحلية ، كما يؤدي أيضا ارتفاع أسعار الفائدة محليا إلى اقبال الأجانب على ايداع أموالهم بالبنوك الوطنية

[1] محمود حسين الوادي، وأحمد العساف، **الاقتصاد الكلي**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان : الأردن، 2009، ص 26.

[2] هيل عجمي الجنابي، ورمزي ياسين أرسلان، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، **دار وائل للنشر والتوزيع**، عمان: الأردن، 2009، ص 260.

[3] محمود حسين الوادي، وأحمد العساف، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

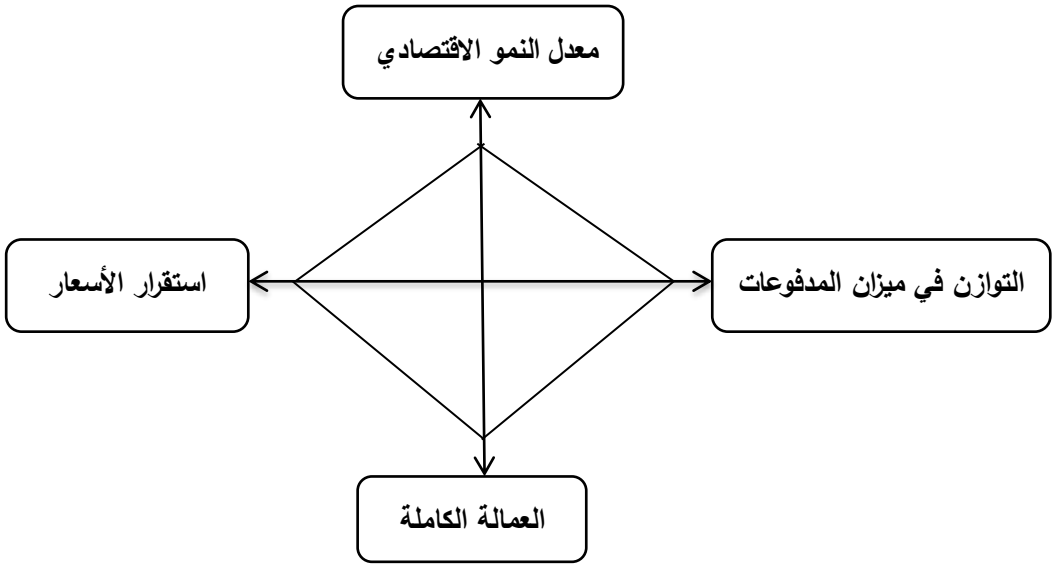
وبالتالي دخول مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدولة مما يساعد على تقليل العجز في ميزان المدفوعات[1].

وهكذا نجد أن تقليل كمية النقود ورفع معدل الفائدة داخل الاقتصاد يلعب دورا هاما في معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات، لكن ولكي تكون هذه السياسة ناجحة يجب أن يتوفر في الاقتصاد المحلي ما يلي:

- ✓ أن يكون الجهاز الانتاجي مرن من أجل تغطية الطلب الكلي على السلع والخدمات؛
- ✓ أن تكون السلع والخدمات المنتجة داخل البلد ذات جودة ومنافسة للمنتجات الأخرى خارج البلد.

ويمكن تلخيص أهداف السياسة النقدية في الشكل الآتي:

شكل رقم (1.2): المربع السحري لكالدور في تحقيق أهداف السياسة النقدية



Source: Marie Delaplace, **monnaie et financement de l'économie**, 2eme édition, Dunod, Paris, 2006, P 120.

إنّ مُتخذ القرار الاقتصادي يجد نوعا من التعارض بين الأهداف أعلاه، حيث يتضح من خلال اتباع سياسة نقدية أو مالية وجود تعارض بين استقرار الأسعار والعمالة، ذلك لأنه من الصعب تخفيض التضخم وتحقيق التوظيف الكامل لأنّ زيادة التوظيف قد تؤدي إلى رفع الأسعار؛ كذلك هناك صعوبة بالنسبة لتحقيق التوظيف الكامل وتوازن المدفوعات، فزيادة حجم الصادرات تقتضي خفض مستوى الأسعار وتحسين الجودة وزيادة القدرة التنافسية بالمقارنة مع الدول الأخرى، وزيادة الصادرات تحقق زيادة في الدخل والعمالة، إلاّ أن زيادة هذين الأخيرين يؤديان إلى زيادة الميل إلى الاستيراد واحتمال ارتفاع

[1] عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 93.

مستويات الأسعار المحلية، وهذا ما يؤدي حتما إلى ارتفاع التضخم وزيادة حجم الواردات ونقص الصادرات، وبالتالي التأثير السلبي على ميزان المدفوعات[1].

يوجد تضارب كذلك بين تحقيق تسارع النمو الاقتصادي وتخفيض التضخم، إذ أن انتهاج سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى تسارع النمو الاقتصادي لكن على حساب ظهور التضخم، أما انتهاج سياسة نقدية انكماشية قد يؤدي إلى العكس، ونتيجة لتجارب العديد من الدول في العالم فإنه من المستحيل تحقيق ثبات سعر الصرف وثبات أسعار الفائدة مع المحافظة في نفس الوقت على ثبات أرصدة احتياطات سعر الصرف، وعليه فعلى متخذ القرار ضرورة اختيار هدف واحد يتم السعي إلى تحقيقه أي القناعة الكاملة بالثالوث المستحيل[2].

المطلب الرابع: أدوات السياسة النقدية

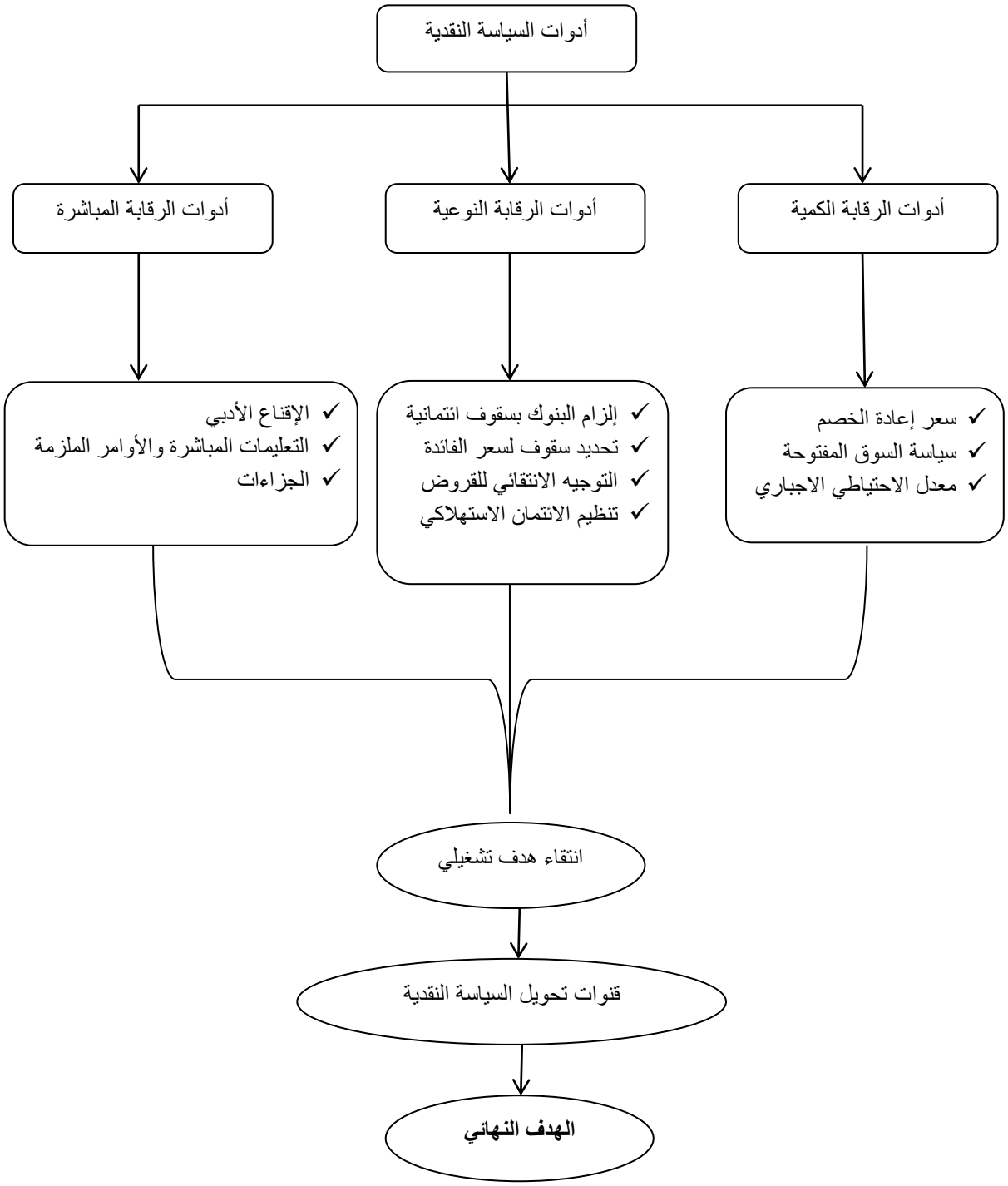
يقصد بأدوات السياسة النقدية الوسائل التي تعتمد عليها السلطة النقدية بهدف تنظيم وتوجيه الائتمان بما يتلاءم والنشاط الاقتصادي داخل البلد، وذلك من خلال تحكمه في حجم السيولة النقدية التي تحتفظ بها البنوك التجارية، ومن ثم التحكم في قدرة هذه البنوك على منح الائتمان وفقا لمتطلبات السياسة الاقتصادية التي يرمي إليها البلد[3]، وعليه فإن أدوات السياسة النقدية تنقسم الى ثلاث مجموعات من خلالها تستطيع السلطة النقدية الوصول إلى الأهداف النهائية.

[1] عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 94.

[2] زهية بركان، **فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة (دراسة حالة الجزائر)**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009-2010، ص 45.

[3] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص 26.

شكل رقم (2.2): آلية التناسق بين أدوات السياسة النقدية والأهداف النهائية



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على :

صالح صالحي، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، **مداخلة تدخل ضمن فعاليات الندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الاسلامية**، جامعة فرحات عباس: سطيف، كلية العلوم الاقتصادية، يومي 19-20 أفريل 2010، ص 20.

و

IMF, the Framework of monetary policy, **economic Institute**, Washington D.C, Nov 2006.

الفرع الأول: أدوات الرقابة الكمية (غير المباشرة)

تم تصميم أدوات الرقابة الكمية بغرض التأثير على الحجم الكلي للنقود والائتمان وكلفته، ويطلق عليها أيضا بالأدوات التقليدية لأنها نمت مع البنوك المركزية واستعملت ولا تزال تستعمل على نطاق واسع في البلدان المتقدمة اقتصاديا وكذا النامية لتوفر شروط معينة خاصة بها[1].

أولا: سياسة سعر إعادة الخصم

1.1. تعريفها: تعد سياسة سعر اعادة الخصم أول أداة استخدمتها البنوك المركزية في التأثير على حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية للاقتصاد، وكان بنك انجلترا أول من استخدمها عام 1839، وبقيت الأداة الوحيدة للسياسة النقدية طيلة القرن التاسع عشر[2].

ويقصد بسعر إعادة الخصم تلك الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من الأوراق التجارية أو المالية قصيرة الأجل قبل موعد استحقاقها أو الاقتراض بضمان هذه الأوراق من خلال حصولها على سيولة نقدية تضمن استمرار نشاطها وتدعم احتياطها النقدي ، وبالتالي زيادة مقدرتها على منح القروض[3].

2.1. أثر سياسة سعر إعادة الخصم: تعتبر العلاقة بين سعر اعادة الخصم وسعر الفائدة في السوق النقدية محور تأثير لأنها تعطي البنك المركزي القدرة على التحكم في حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك للاقتصاد، فإذا تنبأ البنك المركزي أن عرض النقود قد ارتفع إلى مستوى غير مرغوب فيه نتيجة التوسع المفرط في منح الائتمان، وأنه أصبح يهدد استقرار المستوى العام للأسعار، فإنه ينتهج سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى تقليص كمية النقود عن طريق رفع سعر إعادة الخصم[4]، مما يؤدي إلى رفع التكاليف التي تتكبدها البنوك التجارية إذا ما أرادت خصم ما لديها من كمبيالات وأذونات الخزينة، وبالتالي فأن ذلك قد لا يشجع البنوك التجارية على الاقتراض من البنك المركزي، ما يؤدي إلى خفض عرض النقود ، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض في الطلب الكلي، وبالتالي فقد يؤدي ذلك إلى علاج الفجوة التضخمية ، وبالعكس إذا أراد البنك المركزي اتباع سياسة نقدية توسعية تهدف إلى زيادة عرض النقد المتداول في الاقتصاد بغية تشجيع الاستثمارات وعلاج حالة الركود التي يعيشها البلد، فانه يلجأ إلى خفض سعر إعادة الخصم، والذي يشجع البنوك التجارية على طلب المزيد من السيولة عن طريق إعادة خصم ما لديها من

[1] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

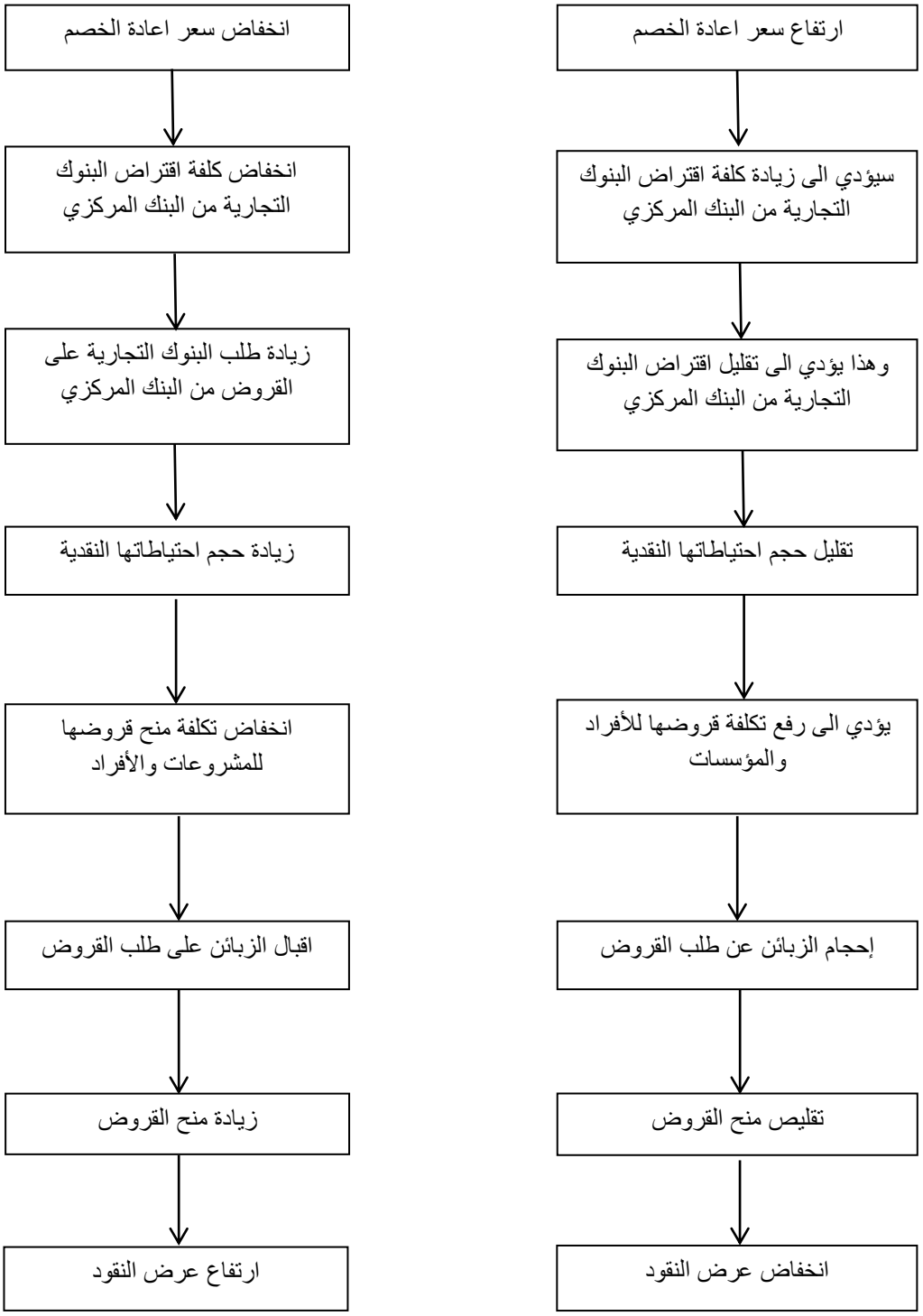
[2] طاهر فاضل البياتي، وميرال روحي سماره، مرجع سبق ذكره، ص 243.

[3] محمد ابراهيم عبد الرحيم، **اقتصاديات النقود والبنوك**، د ط، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية: مصر، 2013، ص 152.

[4] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 194.

أوراق تجارية ومالية قصيرة الأجل قبل تاريخ استحقاقها لدى البنك المركزي ، فتزداد احتياطاتها النقدية وقدرتها على منح القروض للأفراد والمؤسسات الاقتصادية[1].

شكل(3.2): اثر سعر اعادة الخصم على عرض النقود



المصدر: نفسه.

[1] محمد طاقة وآخرون، **أساسيات علم الاقتصاد الكلي والجزئي**، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2008، ص 358.

ثانيا: سياسة عمليات السوق المفتوحة

1.2. تعريفها: تعتبر أداة عمليات السوق المفتوحة من بين أهم الأدوات التي تعتمد عليها العديد من الدول وخصوصا المتقدمة منها، حيث تعرف هذه الأداة بمعناها الضيق دخول البنك المركزي لأسواق رأس المال والنقد كونه بائعا أو مشتريا للأوراق المالية الحكومية المتمثلة في السندات الحكومية وأذونات الخزينة، أين تضخ عمليات الشراء كمية من السيولة المتاحة في الاقتصاد، في حين تقوم عملية البيع بسحب السيولة المتداولة في الاقتصاد[1].

أما عمليات السوق المفتوحة بمعناها الواسع تتمثل في شراء وبيع السندات والأذونات الحكومية بالإضافة إلى شراء وبيع كل من الأوراق المالية، الذهب، والعملات الأجنبية، وكل هذا من أجل امتصاص أو ضخ السيولة في الاقتصاد[2].

2.2. أثر سياسة السوق المفتوحة: تتحدد الأهداف المنتظر تحققها من جراء استخدام هذه الأداة من خلال ثلاثة أبعاد أساسية:

- التأثير على حجم الاحتياطات الفائضة لدى البنوك التجارية بالزيادة أو النقص، مما يؤثر على كل من حجم الائتمان، حجم المعروض النقدي، والطلب على الاستثمار بالشكل الذي يتماشى مع الأهداف الاقتصادية للدولة؛
- محاولة إيجاد علاقة مستقرة بين سعر الفائدة في كل من السوق النقدية وسوق رأس المال، حيث يتم تحركهما بصورة متسقة سواء بالارتفاع أو بالانخفاض للتأثير على تكلفة منح الائتمان المصرفي، وبالتالي على حجم الاستثمار في الدولة؛
- محاولة التغلب على أي تقلبات موسمية أو عرضية قصيرة الأجل في حجم المعروض النقدي والناتجة عن عوامل السوق[3].

3.2. فعالية سياسة عمليات السوق المفتوحة : تتبلور فعالية هذه الأداة حسب حالة الاقتصاد وحاجته، فعلى سبيل المثال إذا كان الاقتصاد يعاني الركود والانكماش الاقتصادي والتي تبرز فيه حاجته إلى توسيع عرض النقد من أجل توفير التمويل اللازم للمشاريع، فإن البنك المركزي يدخل كمشتري لأذونات

---

[1] إياد عبد الفتاح النسور، **أساسيات الاقتصاد الكلي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2013، ص 146.

[2] مسعود درواسي، **السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: حالة الجزائر (1990-2004)**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص 244.

[3] حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، **المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب**، بحث رقم 63، جدة: المملكة العربية السعودية، 2006، ص 16.

الخزينة في السوق النقدية وبذلك يتوسع عرض النقد ويتوفر التمويل اللازم للنشاطات الاقتصادية التي تعاني من الركود[1].

أما إذا واجهت الدولة حالة من حالات التضخم فإن السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي تقوم ببيع أذونات الخزينة لفترات مختلفة وبسعر فائدة أعلى من السعر السائد في السوق النقدية، فتضطر بذلك البنوك التجارية إلى رفع سعر الفائدة الدائن على الودائع، وإلا سيتجه المودعون لشراء أذونات الخزينة بدلا من إيداع أموالهم لدى البنوك، وهذا الذي يؤدي بدوره إلى رفع سعر الفائدة المدين على التسهيلات الائتمانية (القروض) أي تمنحها لزبائنها المستثمرون، فيتأثر بذلك حجم الطلب على الاستثمار سلبا من جهة وكذلك حجم الطلب على الاستهلاك من جهة أخرى، لأن الأفراد عند رفع معدلات الفائدة على الودائع فإنهم يتوجهون إلى البنوك لإيداع أموالهم الفائضة، مما يؤثر سلبا على الطلب الكلي للسلع والخدمات، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار السلع والخدمات وكذا انخفاض معدلات التضخم[2].

ثالثا: سياسة متطلبات الاحتياطي الإجباري

1.3. تعريفها: يعد الاحتياطي الإجباري من بين الأدوات الهامة التي يستخدمها البنك المركزي في مراقبة السيولة النقدية لدى البنوك التجارية، وما يميز هذه الأداة قدرة البنك المركزي على التحكم في معدل الاحتياطي الاجباري إما بالزيادة أو بالنقصان حسب سياسته النقدية المتبعة.

ويعرف الاحتياطي الاجباري بأنه نسبة أو رصيد من الودائع محددة قانونا تكون البنوك التجارية مجبرة على وضعها لدى البنك المركزي في شكل نقود سائلة أو حساب تحت الطلب بدون عائد منتظر بغرض حماية أموال المودعين.

وفكرة استخدام أداة الاحتياطي الاجباري كأداة من أدوات السياسة النقدية قد ظهرت لأول مرة في تقرير نظام الاحتياطي الفدرالي عام 1916، ولكن لم يتم استخدامها إلاّ سنة 1933.

وتعتبر هذه الأداة من بين الأدوات الفعالة للبنك المركزي خاصة في الدول النامية أين يستحيل استخدام عمليات السوق المفتوحة لضيق وضعف الأسواق المالية، كما أن سياسة سعر إعادة الخصم تكون محدودة الأثر لضيق أسواق الخصم ومحدودية التعامل بالأوراق التجارية وغيرها في هذه الدول[3].

2.3. أثر وفعالية نسبة الاحتياطي الاجباري: تعتبر هذه الأداة من بين أهم أدوات وأساليب السياسة النقدية في الرقابة على الائتمان، ففي حالات التضخم يقوم البنك المركزي باتباع سياسة نقدية انكماشية

[1] فليح حسن خلف، **الاقتصاد الكلي**، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، أربد: الأردن، 2007، ص 274.

[2] Sophi Brana et autres, **économie monétaire et financière,** 2eme édition, Dunod, paris, 2006, p 169.

[3] شبيلة عائشة وآخرون، السياسة النقدية والمصرفية من منظور إسلامي، **مجلة التسويق الدولي الإسلامي**، 2015، ص 05.

من خلالها يستطيع التحكم في الائتمان المصرفي، فعندما يرفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي النقدي القانوني للبنوك التجارية، فقد ينتج عن ذلك تقليص الاحتياطات النقدية لدى هذه البنوك ومن ثم تقليل امكانياتها في منح القروض للأفراد والمؤسسات. أما في حالات الركود الاقتصادي فإنّ البنك المركزي يخفض من نسبة الاحتياطي الاجباري مما يؤدي إلى رفع قدرة البنوك التجارية للتوسع في منح الائتمان إلى الأفراد وأصحاب المشاريع الاقتصادية، وهذا الذي يؤدي بدوره إلى التأثير على الاستثمار إيجابا بما ينشط الاقتصاد[1].

الفرع الثاني: أدوات الرقابة الكيفية (النوعية)

تتمثل الأدوات الكيفية في تلك المصممة للتأثير على نوع الائتمان وتوجيهه لبعض الأنشطة الاقتصادية بما يتلاءم مع الظروف السائدة في البلد، وهذه الأدوات تناسب الأوضاع التي تتميز بها الاقتصادات النامية[2].

1.2. إلزام البنوك بسقوف ائتمانية: وهو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطة النقدية بتحديد سقوف أو حد لحجم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب محددة خلال العام، كأن لا يتجاوز حجم القروض هذه النسبة أو الحد، وأي إخلال سيعرض البنوك التجارية إلى عقوبات وإجراءات من قبل البنك المركزي، وقد تم التخلي عن هذه السياسة في الدول المتقدمة لأنها تتعارض مع التحرير المالي، حيث أنه من بين سلبياتها تخفيض حجم المنافسة بين البنوك التجارية[3].

2.2. تحديد سقوف لسعر الفائدة: حيث يقوم البنك المركزي عن طريق هذا الإجراء برفع أو تخفيض معدل الفائدة على القروض لدى البنوك التجارية عند حد معين حسب مقتضى الحال، فإذا كان الاقتصاد يعاني من حالة تضخم في الأسعار فالبنك المركزي هنا يقوم برفع أسعار الفائدة على القروض فوق سقف أو حد معين، مما يؤدي إلى الاحجام عن طلب القروض، وبالتالي تقليل عرض النقد يؤدي إلى انخفاض الأسعار في النهاية عند الحد المرغوب فيه، أما إذا انخفضت الأسعار عند حدود غير مرغوب فيها سيؤدي ذلك في النهاية إلى الكساد فيقوم البنك المركزي هنا بتخفيض أسعار الفائدة على القروض دون سقف محدد لا يجب تجاوزه، مما يشجع على الاقتراض وبالتالي يزيد العرض النقدي فترتفع الأسعار[4].

---

[1] خالد أحمد فرحان المشهداني، ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مبادئ الاقتصاد**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2013، ص 154.

[2] زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

[3] وليد العايب، ولحلو بوخاري، **اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية**، مكتبة حسن العصرية، بيروت: لبنان، 2013، ص 95.

[4] حسن محمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص 264.

3.2. التوجيه الانتقائي للقروض: تهدف هذه الاجراءات الانتقائية إلى تسهيل الحصول على أنواع خاصة من القروض أو مراقبة توزيعها أحيانا، وعادة ما تكون هذه القروض في شكل سقوف مخصصة لأهداف معينة، من خلالها يتم التأثير على اتجاه القروض نحو القطاعات المراد النهوض بها أو تحفيزها والتي تتماشى وأهداف السياسة الاقتصادية للدولة.

إنّ هذه الإجراءات الانتقائية قد تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في بعض القطاعات مما يؤدي إلى وجود فجوة تضخمية، هذا بالإضافة إلى ظهور بعض المشاكل الإدارية كأن تقوم الفئة المحددة من المقترضين بتحويل رؤوس أموالهم إلى نشاطات أقل أهمية، الأمر الذي يتطلب متابعة ومراقبة صارمتين[1].

4.2. تنظيم الائتمان الاستهلاكي: تشمل الرقابة على الائتمان الاستهلاكي كيفية سداد ومدة القروض الخاصة بشراء السلع المعمرة، وهذه الأداة طبقتها الولايات المتحدة الأمريكية خلال الحرب العالمية الثانية لمعالجة الضغوط التضخمية الحد من السلع الاستراتيجية، أما أبرز الإجراءات المستخدمة لتنظيم بيع السلع الاستهلاكية عن طريق التقسيط ما يلي:

أ. قيام البنك المركزي بتحديد الدفعة التي يجب على الزبون دفعها لشراء السلع، ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض بغرض شراء هذه السلع من قبل الوحدات الاقتصادية؛

ب. تحديد فترة سداد القروض الاستهلاكية، فعندما يلجأ البنك المركزي إلى تحديد مدة قصيرة لسداد هذه الديون فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة القسط الذي يجب دفعه مما يحد من الطلب على القروض الاستهلاكية[2].

الفرع الثالث: أدوات الرقابة المباشرة

يقصد بأدوات الرقابة المباشرة الطرق والوسائل التي يلجأ إليها البنك المركزي بهدف دعم وتقوية دور أدوات الرقابة غير المباشرة وكذلك النوعية، حيث يقوم عن طريق هذه الأدوات بإعطاء تعليمات سواء كانت ملزمة أو غير ملزمة للبنوك التجارية فيما يخص الإحجام أو التوسع في منح القروض أو تطبيق سعر فائدة معين في فترة زمنية معينة سواء كانت على القروض الممنوحة أو على الودائع، وعادة ما تكون أدوات الرقابة المباشرة سمة من سمات الاقتصادات التي تتحكم فيها الدولة، فعلى سبيل المثال كان هذا النوع من الأدوات يستخدم من قبل التكتل السوفياتي قبل انهياره أوائل التسعينيات من القرن الماضي[3].

---

[1] مسعود درواسي، مرجع سبق ذكره، ص 250.

[2] هيل عجمي الجنابي، ورمزي ياسين أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص 271.

[3] William Allen, **Implementing Monetary Policy**, Issued by the Centre for central banking studies, Bank of England, London, July 2004, p p: 06-07.

ويمكن ابراز أهم أساليب الرقابة المباشرة في:

1.3. أسلوب الإقناع الأدبي: ويتمثل في التوجيهات والتصريحات والنصائح التي يوجهها البنك المركزي للبنوك التجارية من خلال عقد اللقاءات مع مديري هذه البنوك لتوضيح الهدف الذي يرمي إليه البنك المركزي في شؤون النقد والائتمان، ويتوقف نجاح هذا الأسلوب على مدى تفهم البنوك التجارية لسياسة البنك المركزي طوعا وكذا العلاقة الجيدة بينهما، وفي حال عدم نجاح هذا الأسلوب فإن البنك المركزي يضطر إلى استخدام أسلوب الأوامر والتعليمات الملزمة[1].

2.3. التعليمات المباشرة والأوامر الملزمة: وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي بإصدار تعليمات مباشرة وأوامر ملزمة بشكل منفرد اتجاه البنوك التجارية باعتباره ممثلا للسلطة النقدية في الدولة، محددا عن طريقها الضوابط التي تحكم أنشطة الائتمان والاستثمار بالبنوك، وتتميز هذه الأوامر والتعليمات بالإلزامية، بحيث يتعرض البنك الذي يتجاهلها إلى عقوبات متفاوتة قد تبدأ بالتضييق عليه في مجال الخصم ومنح التمويل المطلوب وتصل إلى درجة التوقيف الجزئي أو الكلي للبنك.

3.3. أسلوب الجزاءات: وهو آخر أسلوب قد يلجأ إليه البنك المركزي ليضمن تنفيذ سياسته النقدية من قبل البنوك التجارية وإلزامها بالتوجيهات الصادرة عنه، وقد تكون هذه الجزاءات إيجابية إذا قام البنك المركزي بتشجيع البنوك التجارية المنفذة للتعليمات والأوامر والتوجيهات من خلال توفير سلة من الحوافز لمكافئتها، الأمر الذي قد يحفز البنوك الأخرى على الالتزام بالسياسة العامة للبنك المركزي.

كما قد تكون الجزاءات سلبية تجاه البنوك التجارية التي لم تلتزم بالأوامر والتوجيهات مثل الحرمان من الائتمان الممنوح من قبل البنك المركزي وأنواع الخصم المرتبطة به، وقد يصل الأمر إلى إيقاف نشاط البنك وتجميده بشكل مؤقت أو بصورة دائمة حسب طبيعة المخالفة المرتكبة[2].

[1] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سبق ذكره، ص 34.

[2] صالح صالحي، مرجع سبق ذكره، ص 19.

المبحث الثاني: سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية

تعتبر سياسة سعر الصرف من بين أهم أدوات السياسة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدول في التأثير على تكلفة السلع المستوردة وربحية المنتجات المصدرة، ويحتل الصرف الأجنبي مركزا محوريا في السياسة النقدية لاستخدامه كهدف أو أداة أو ببساطة كمؤشر على تنافسية الدولة من خلال تأثيره على مكونات النمو الاقتصادي كالاستثمار، درجة الانفتاح على التجارة الدولية، التدفقات الرأسمالية، وتطور القطاع المالي.

المطلب الأول: سعر الصرف الأجنبي: مفهومه والعوامل المؤثرة فيه

الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف وأشكاله

يعرف سعر الصرف بأنه عدد الوحدات النقدية الواجب دفعها من عملة معنية للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى، وفي الواقع هناك طريقتان لتسعير العملات يتمثلان في التسعير المباشر والتسعير غير المباشر.

التسعير المباشر، ويتمثل عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، أما التسعير غير المباشر فهو عدد الوحدات النقدية من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية[1].

كما يعرّف سعر الصرف أيضا بأنه ذلك المعدل الذي يتم على أساسه تبادل عملة دولة ما بإحدى عملات دول العالم، فتكون إحدى العملتين سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمنا له[2].

وعليه فسعر الصرف يمثل أداة الربط بين الاقتصاد المحلي باقي الاقتصاديات عن طريق الربط بين أسعار السلع، والخدمات في الاقتصاد المحلي ونظيرتها في السوق العالمية؛ وعادة ما يتم التمييز بين عدة أشكال لسعر الصرف:

1. سعر الصرف الإسمي: يمثل سعر الصرف الإسمي مقياسا لقيمة عملة بلد ما التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، ويتم تحديد سعر الصرف الإسمي لعملة ما تبعا لآلية العرض والطلب عليها في سوق الصرف خلال فترة زمنية ما، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعا لتغير الطلب والعرض في

---

[1] الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ط 6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 92.

[2] لحلو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية : دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي**، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2010، ص 120.

السوق، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد فإن ارتفاع سعر عملة ما يؤشر على الامتياز بالنسبة للعملات الأخرى[1].

وينقسم سعر الصرف الإسمي إلى سعر صرف رسمي معمول به فيما يخص المعاملات (المبادلات) الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي معمول به في الأسواق الموازية.

2. سعر الصرف الحقيقي: يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات النقدية من العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة نقدية من العملة المحلية، ويعتبر سعر الصرف الحقيقي مؤشرا جيدا لقياس القدرة التنافسية في الأسواق العالمية، فهو يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم[2]، فمثلا ارتفاع مداخيل الصادرات بالتزامن مع ارتفاع تكاليف إنتاج المواد المصدرة بنفس المعدل لا يدفع إلى التفكير في زيادة الصادرات ، لأن هذا الارتفاع في العوائد لم يؤدي إلى أي تغير في أرباح المصدرين وإن ارتفعت مداخيلهم الإسمية بنسبة عالية، فلو أخذنا بلدين كالجزائر والولايات المتحدة الأمريكية يتم حساب سعر الصرف الحقيقي كالتالي:

$$TCR = \frac{TCN/P_{Dz}}{1/P_{Us}} = \frac{TCN * P_{Us}}{P_{Dz}}$$

حيث:

TCR: سعر الصرف الحقيقي.

TCN: سعر الصرف الإسمي.

P_{Us}: مؤشر الأسعار بأمريكا.

P_{Dz}: المستوى العام للأسعار بالجزائر.

يعكس سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري مقابل الدولار الفرق بين القوة الشرائية في و.م.أ، والقوة الشرائية في الجزائر، وعليه فكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للجزائر[3].

3. سعر الصرف الفعال الإسمي: يعرف مؤشر سعر الصرف الفعال الإسمي على أنه متوسط مرجح لأسعار الصرف الإسمية المحسوبة بالقياس إلى فترة الأساس، وهو سعر يهمل اتجاهات الأسعار العامة

[1] عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية : دراسة تحليلية تقييمية**، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 103.

[2] أمين صيد، **سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات**، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013، ص 24.

[3] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 104-105.

في البلد المعني إزاء نظائرها في البلدان الشريكة التجارية، وبالتالي فالأوزان الترجيحية لمؤشر سعر الصرف الفعال الإسمي تكون عاكسة للأهمية النسبية لكل عملة أجنبية في اقتصاد البلد المعني[1].

إنّ هذا المؤشر يعطي إشارة واضحة عن القيمة الاضافية لمتحصلات القُطر المعني بعملته المحلية من الصادرات السلعية للفترة الجارية بالمقارنة مع قيمة متحصلاته لفترة الأساس، وهذا ما يجعله يعتمد مباشرة على الاختيار المناسب للأوزان المستخدمة فيه والتي تعتمد على الهدف الأساسي للسياسة، فإذا كان الهدف منها دراسة تأثيرات حركات سعر الصرف على متحصلات القُطر من الصادرات السلعية فإن مؤشر صادرات التجارة الثنائية سيكون مناسبا لسعر الصرف الفعال الإسمي، وإذا كان الهدف دراسة تأثيرات حركات سعر الصرف على مدفوعات القُطر للواردات السلعية، فإن مؤشر وزن الواردات الثنائية هو المناسب له، أما إذا كان الهدف هو دراسة تأثيرات حركات سعر الصرف على متحصلات القُطر في حساب مجموعة من السلع، فإن بناء مؤشر لأسعار الصرف الفعالة الإسمية على أساس توزيع حصص السوق على المنافسين الرئيسيين على مثل هذه السلع في فترة أساس محددة يكون هو المناسب[2].

ويمكن قياس سعر الصرف الفعال الإسمي باستخدام مؤشر **لاسبيرز** للأرقام القياسية بناءً على المعادلة الآتية:

$$TCNE = \left[\sum_p Z_p X_0^p \left(e_t^p / e_t^r\right) / \sum_p X_0^p \left(e_0^p / e_0^r\right)\right] * 100$$

$$TCNE = \sum_p Z_p \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} * 100$$

$$TCNE = \sum_p Z_p \, INER_{pr} * 100$$

حيث:

$(e^{pr})_0$، $(e^{pr})_t$: سعر صرف عملة البلد p بالعملة المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي؛

$INER_{pr}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الإسمي في سنة القياس مقارنة بسنة الأساس؛

e_t^p, e_0^p: سعر صرف عملة البلد مقارنة بالدولار في سنة القياس t وسنة الأساس o؛

[1] فاطمة الزهراء بن حمودة، **أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية: حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، د س، ص 37.

[2] عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، **سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2011، ص 30.

e_t^r , e_0^r: سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t وسنة الأساس0؛

X_0^p: قيمة الصادرات إلى الدولة p في سنة الأساس ومقومة بعملتها وهي تستخدم كوزن ثابت للدولة p في حساب مؤشر **لسبيرز**؛

Z_p: حصة الدولة p من إجمالي صادرات الدولة المعنية r مقومة لعملة هذه الاخيرة[1].

4. سعر الصرف الفعال الحقيقي: بدأ استخدام مؤشرات سعر الصرف الفعال بالمؤشرات الإسمية ولكنه فيما بعد توسع ليتضمن المؤشرات الحقيقية في صيغتها الأكثر معيارية، ومثل هذه المؤشرات ماهي إلاّ مؤشرات سعر الصرف الفعال الإسمي المخفض أو المكيف والخاضع إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، وقد تم استخدام المؤشر الحقيقي عندما لوحظ أن كثيرا من الاختلافات في المؤشرات النسبية يرجع إلى الاختلافات التضخمية بين الاقطار، ولهذا فقد خُفض المؤشر الإسمي بهذا المؤشر ليصف معدلات التضخم النسبية ، وعلى وجه الدقة فقد أزيلت آثار الأسعار على حركات سعر الصرف المقاسة بالمؤشر الإسمي من أجل أن تكون النتيجة نظير حقيقي يقيس بشكل ملائم الأثر الحقيقي لتغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري[2]، وبالتالي فإن سعر الصرف الفعال الحقيقي يقيس تغير سعر صرف بلد ما تجاه شركائه التجاريين بالقياس إلى فترة أساس معينة، حيث أنه لا تنطوي حركات الأسعار الاسمية على ما يربط القوة الشرائية للعملة، كما لا تشير إلى حدوث أي تغير في تنافسية سلع التصدير للبلد المعني، ولو أن مستوى الأسعار بهذا البلد قد ارتفع اتجاه الشركاء التجاريين بالنسبة لفترة أساس معنية مع بقاء سعر الصرف الإسمي دون تغير، فإن سلع تصدير البلد سوف تصبح أعلى مقارنة مع أسعار سلع تصدير الشركاء التجاريين، ونتيجة للمبالغة في عملة البلد سيكون الضغط على ميزان الحساب الجاري.

ولقياس مدى تغير القوة الشرائية لعملة بلد ما سيتم الاعتماد على مؤشر سعر الصرف الفعال الاسمي عن طريق تعديل مؤشر سعر الصرف الفعال الاسمي على ضوء حركة الأسعار النسبية، ومن المقاييس الشائعة لحسابه نجد المتوسط المرجح لسعر الصرف المخفض للشريك التجاري، وتمثل المعادلة أدناه مؤشر سعر الصرف الفعال الحقيقي الهندسي:

$$REER = E_i * E_i(P_j/P_i)W_i$$

[1] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 105-106.

[2] عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 31-32.

بحيث:

$REER$: سعر الصرف الفعال الحقيقي؛

(P_j/P_i): نسبة مؤشر الاسعار في البلد محل الدراسة إلى مؤشر الأسعار في البلد الأجنبي (i) خلال الفترة (t)، وسنة الأساس هي نفسها سنة الأساس الخاصة بـ E_i؛

E_i: سعر العملة في البلد الأجنبي (i)؛

W_i: الوزن الترجيحي لعملة الشريك التجاري (i)[1].

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الصرف الأجنبي

توجد العديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر في جدولي العرض والطلب على العملة الاجنبية، والذي يؤدي بدوره إلى التأثير على أسعار الصرف الأجنبي، وعليه سنحاول من خلال هذا الفرع التعرف على طبيعة تأثير كل عامل من هذه العوامل على أسعار صرف العملات الأجنبية.

أولا. العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف:

1.1. كمية النقود والتغيرات النسبية في الأسعار: أعاد الاقتصادي الأمريكي (ملتون فريدمان) الحياة إلى نظرية كمية النقود ولكن بصورتها الجديدة في مقالته المشهورة (الشهيرة) عرض النقد وتغيرات الأسعار والناتج، إذ يرى فريدمان أن حركات الأسعار تعكس بشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود، وأنه توجد علاقة وثيقة بين التغيرات في كمية النقود وحركات الأسعار، وفي ذلك أكد فريدمان أن كل تغير في كمية النقود يؤدي بالضرورة إلى تغير في المستوى العام للأسعار بنفس الاتجاه[2].

ويرى فريدمان أن المضامين المهمة للسياسة النقدية في علاقتها بالنمو والاستقرار النقدي والاقتصادي هو ضرورة التناسب بين معدل النمو في الكتلة النقدية الكلية ومعدل نمو الانتاج والسكان للإبقاء على أسعار مستقرة، الأمر الذي يتطلب زيادة في كمية النقود بنسبة تتراوح بين 3 إلى 7% سنويا ، وفي الأجل الطويل تُعد هذه النسبة ضرورية لتجنب التضخم والانكماش.

ومما سبق يتضح أن الافراط في الإصدار النقدي وتزايد المعروض النقدي يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار، وبالتالي جعل سلع الدولة المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول

[1] فاطمة الزهراء بن حمودة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

[2] عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص 61.

الأخرى، مما يتسبب في زيادة الواردات وانخفاض الصادرات ويقابل ذلك زيادة في الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض في الطلب على العملة المحلية، الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع في أسعار صرف العملات الأجنبية[1].

2.1. التغيرات النسبية في معدلات الفائدة: إنّ التغير في معدلات الفائدة الحقيقية يحفز رأس المال الأجنبي للانسياب إلى الداخل بغرض الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تمتلك تأثيرا في الطلب على العملات وعرضه، وبالتالي التأثير في أسعار الصرف، ولتوضيح ذلك نأخذ المثال أدناه.

مثال: أُفتُرض أنّ معدلات الفائدة الحقيقية في أمريكا ارتفعت في حين أن معدلات الفائدة الحقيقية في بريطانيا بقيت ثابتة، ففي هذه الحالة فإن معدلات الفائدة الأمريكية تكون أكثر جاذبية مقارنة بنظيرتها في بريطانيا، وهذا ما يجعل المستثمرين في الأصول المالية يستبدلون الجنيه الاسترليني بالدولار الامريكي، الأمر الذي يؤدي إلى اقبال كبير على العملة الأمريكية وعرض أكبر للعملة البريطانية للبيع من قبل المستثمرين كونهم سيودعون أموالهم في بنوك أمريكية، واستنادا إلى التبدل نحو الداخل في الطلب على الجنيه الاسترليني والتبدل إلى الخارج عرضه للبيع، فإنّ سعر الصرف التوازني سوف يتغير ويتأثر بسبب التغيرات التي حدثت في معدلات الفائدة[2].

3.1. التغيرات في المستويات النسبية للدخل: يعد الدخل من المؤثرات المهمة في أسعار الصرف، ويأتي أثره في اتجاهين هما[3]:

الاتجاه الأول: إنّ أي تغير في الناتج المحلي الاجمالي يدفع إلى تغيير مشابه في الحساب الجاري بالزيادة أو النقصان، فعند الزيادة سينتعش الحساب الجاري دافعا الطلب على العملة المحلية نحو الأمام والذي يؤدي إلى خفض سعر الضرف الأجنبي، وعكس ذلك يؤدي إلى رفعه وهذا هو الأثر الرئيسي؛

الاتجاه الثاني: تؤدي الزيادة في التدفق الرأسمالي مع تمتع رأس المال بحرية الحركة إلى زيادة الدخول النقدية في الدولة المستقبلة لهذه التدفقات، مما يدعو إلى تنشيط طلبها الكلي بما فيه الطلب على الواردات من البلد المصدر لهذه العملة أو الدخول النقدية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب الكلي الداخلي في هذا البلد بما فيه الطلب على الاستيرادات، ونتيجة الحالتين أي زيادة الطلب على السلع المصدرة من البلد المعني بتصدير رأس المال وانخفاض وارداته والذي يحقق فائض في الحساب الجاري فقد يُعوض

[1] المرجع السابق، ص ص: 62-63.

[2] عدنان تايه النعيمي، **إدارة العملات الأجنبية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2012، ص 61.

[3] عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص 75.

العجز في حساب رأس المال طويل الأجل الناجم عن التدفق الرأسمالي الخارج (out flow) مؤديا إلى دفع قيمة العملة المحلية وخفض سعر الصرف الأجنبي تجاهها.

4.1. الرقابة الحكومية: تعد الرقابة التي تفرضها الحكومة على النشاط الاقتصادي العامل الرابع من العوامل التي تؤثر في أسعار الصرف، فالحكومة يمكن أن تؤثر في سعر الصرف التوازني بطرق مختلفة ، تتضمن:

- ✓ فرض القيود على الصرف الأجنبي؛
- ✓ فرض القيود على التجارة الأجنبية؛
- ✓ التدخل ببيع وشراء العملات في أسواق الصرف الأجنبي؛
- ✓ التأثير على المتغيرات الكلية كالتضخم، معدلات الفائدة، ومستويات الدخل.

ولتقريب الفكرة حول هذا التأثير نأخذ المثال الآتي:

مثال: لنفترض أن معدلات الفائدة في الدولة (A) ارتفعت مقارنة بمعدلات الفائدة في الدولة (B)، فالرّد المتوقع هو زيادة عرض عملة البلد (B) للبيع من أجل الحصول على عملة البلد (A) بغرض الاستفادة من النواتج المتحققة جراء معدلات الفائدة، ونتيجة لذلك فالحكومة التي تخص البلد (B) قادرة على أن تحد من تحويل عملتها إلى عملة البلد (A) وذلك عن طريق فرض ضريبة عالية على الدخل المُحقق من الفوائد الناتجة عن الاستثمارات الأجنبية[1].

5.1. ميزان المدفوعات: يُعد التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف كونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ذلك لأن أي وضع في الصادرات والواردات قد يؤثر على سعر الصرف الأجنبي، فإذا تحقق فائض في الحساب الجاري فإنه يؤدي إلى ارتفاع في الطلب على النقد الأجنبي (العملة)، وبالتالي يرتفع سعر صرفها ويحدث العكس في حالة حدوث عجز أين ينخفض سعر الصرف[2].

ثانيا: العوامل غير الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف.

1.2. الإشاعات والتوقعات المستقبلية: تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف الأجنبي سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة، فأحيانا تصدر بعض الإشاعات من بعض

[1] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 164.

[2] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 125.

المتعاملين حول مستقبل عملة ما، ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير ولا تلبث السوق أن تستعيد استقرارها[1].

فمثلا، إذا كانت هناك أخبار عن احتمال وجود ضغوطات للتضخم في أمريكا، فمن المحتمل أن يقوم تجار العملة بيع الدولار لتوقعهم انخفاض قيمته في المستقبل، وهذه الاستجابة التي يبديها السوق لهذه الاخبار قد تفرض ضغطا تنازليا على الدولار بشكل آني لعدد من المستثمرين الدوليين مثل البنوك التجارية وشركات التأمين، والذي يؤدي بدوره إلى تأثير مباشر لسعر صرف الدولار أمام العملات الأجنبية الأخرى[2].

2.2. مدى الاستقرار السياسي: تلعب الاضطرابات السياسية دورا كبيرا في التأثير على سعر الصرف ، وذلك من خلال تأثيرها على الوضع الاقتصادي، وبالتالي فإن أي اضطراب سيؤثر على تدفقات رأس المال من وإلى الدولة، حيث تحجم رؤوس الأموال عن التوجه نحو البلدان التي يسودها الاضطراب وعدم الاستقرار، وهذا يؤدي إلى التأثير في سعر الصرف بسبب العرض المفرط لعملة البلد غير المستقر[3].

3.2. خبرة المتعاملين في أسواق الصرف: عادة ما يقوم المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بتحديد اتجاه الأسعار بناء على خبراتهم ومهاراتهم واتخاذ القرارات المناسبة بشأن هذه الانحرافات، وبناءً عليه فإن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين، فضلا عن ذلك فإن أسعار الصرف تتأثر أيضا بالقوة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة لتنفيذ عملياتهم المختلفة، كما تتأثر بحجم التزاماتهم القائمة فإن كانت كبيرة يتطلب اقناعهم بالتزامات اضافية تؤدي إلى تغير جذري في السعر ليغريهم بزيادة حجمها والعكس[4].

المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف الأجنبي بالأسعار حسب نظرية تعادل القوة الشرائية

تعزى نظرية تعادل القوة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي (Gustav Cassel) الذي قدم دراسة وافية حول العلاقة بين القوة الشرائية وسعر الصرف سنة 1923 في كتاب موسوم بـ "النقود والصرف بعد 1914"، إلاّ أن الاهتمام بهذه العلاقة يعود إلى القرن السادس عشر أين لفتت انتباه كل من الإسباني (Navarro) والانجليزي (Malynes)، وبعد مرور أكثر من قرن ونصف من ذلك قام كل من دافيد هيوم وريكاردوا بدراسة العلاقة السببية بين القوة الشرائية النسبية والقيمة الخارجية للنقود[5].

---

[1] عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص 82.

[2] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

[3] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 126.

[4] رشاد العصار، الشريف عليان، **المالية الدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2000، ص ص: 47-48.

[5] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 154.

وتنطلق الفكرة الأساسية لهذه النظرية كون أن القوة الشرائية لعملة بلد ما في السوق المحلية هي التي تحدد قوتها الشرائية في الأسواق الخارجية، أي أن الأسعار السائدة داخل الدولة هي التي تحدد سعر الصرف الخارجي[1]، إذن فسعر الصرف التوازني بين عملتين اثنتين عبر الزمن تستقر في مستوى يسمح بتساوي القوى الشرائية في الدولتين، بمعنى أن سعر صرف عملة ما يتحدد على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل والخارج[2].

تستند نظرية تعادل القوة الشرائية (ppp) على مبدأ قانون السعر الواحد، حيث تقوم الأسواق التنافسية باستثناء المواصلات وتكاليف العمليات الأخرى بمعادلة سعر السلعة نفسها في بلدين مختلفين وذلك عند معاملة الأسعار بنفس العملة، فعلى سبيل المثال إذا كان سعر منتجات الإيمان يساوي (750) يورو في فرنسا فإنها يجب أن تكلف (500) دولار في و.م.أ عندما يكون سعر الصرف بين منطقة اليورو والولايات المتحدة يساوي (1,5) يورو دولار، أما إذا كان سعرها في فرنسا (700) يورو فقط فإن المستهلكين من نيويورك سيفضلون شرائها من فرنسا، وإذا ما طبقت تلك المعادلة على نطاق واسع فإن شراء المستهلكين الأمريكيين للبضائع الأوروبية سيرفع من قيمة اليورو، وبالتالي سيرفع تكلفة البضائع الأوروبية وتستمر تلك العملية حتى تتساوى أسعار البضائع مرة أخرى في السوق الأمريكي والسوق الفرنسي[3].

ويمكن ايضاح مبدأ تعادل القوة الشرائية من خلال التفرقة بين الصيغة المطلقة والصيغة النسبية لتعادل القوة (القدرة) الشرائية، وتعتمد اشتقاقات هذه الصيغ على بنود معينة في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، حيث أنّ هناك صيغة حديثة لتعادل القدرة الشرائية يطلق عليها "تعادل القوة الشرائية في الأسواق الكفء" والتي تعتمد على حساب رأس المال لميزان المدفوعات"[4].

أولا. الصيغة المطلقة لتعادل القدرة الشرائية (la P.P Absolu)[5]:

تعتبر هذه الصيغة امتدادا لقانون السعر الواحد بمساواة مستويات السعر بين الدول، وتفترض أنّ السوق تامة دون حواجز جمركية، وأنّ المعلومات تامة الانتقال مع توافر سوق دولية في ظل المنافسة

[1] عادل أحمد حشيش، ومجدي محمود شهاب، **أساسيات الاقتصاد الدولي**، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002، ص 186.

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

[3] دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان : الأردن، 2011، ص 39.

[4] محمد أمين بربري، **الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية "دراسة حالة الجزائر"**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2010-2011، ص 22.

[5] فاطمة الزهراء بن حمودة، مرجع سبق ذكره، ص 23.

، فضلا عن تجانس السلع في كل البلدان، وتبين هذه الصيغة أنّ سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما تكون مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر.

ويمكن تمثيل هذه الصيغة بالعلاقة الآتية:

$$\mathrm{e_t} = p_{d/}\mathrm{p_e}$$

حيث أنّ:

e_t: سعر صرف العملة الأجنبية بالنسبة للعملة المحلية.

p_d: مستوى الأسعار المحلية.

p_e: مستوى الأسعار الأجنبية.

علما أن:

$$p_d = \sum_{i=1}^{n} ai * p_{it}$$

ai: الوزن الترجيحي الخاص بالسلع المتبادلة بين البلدين.

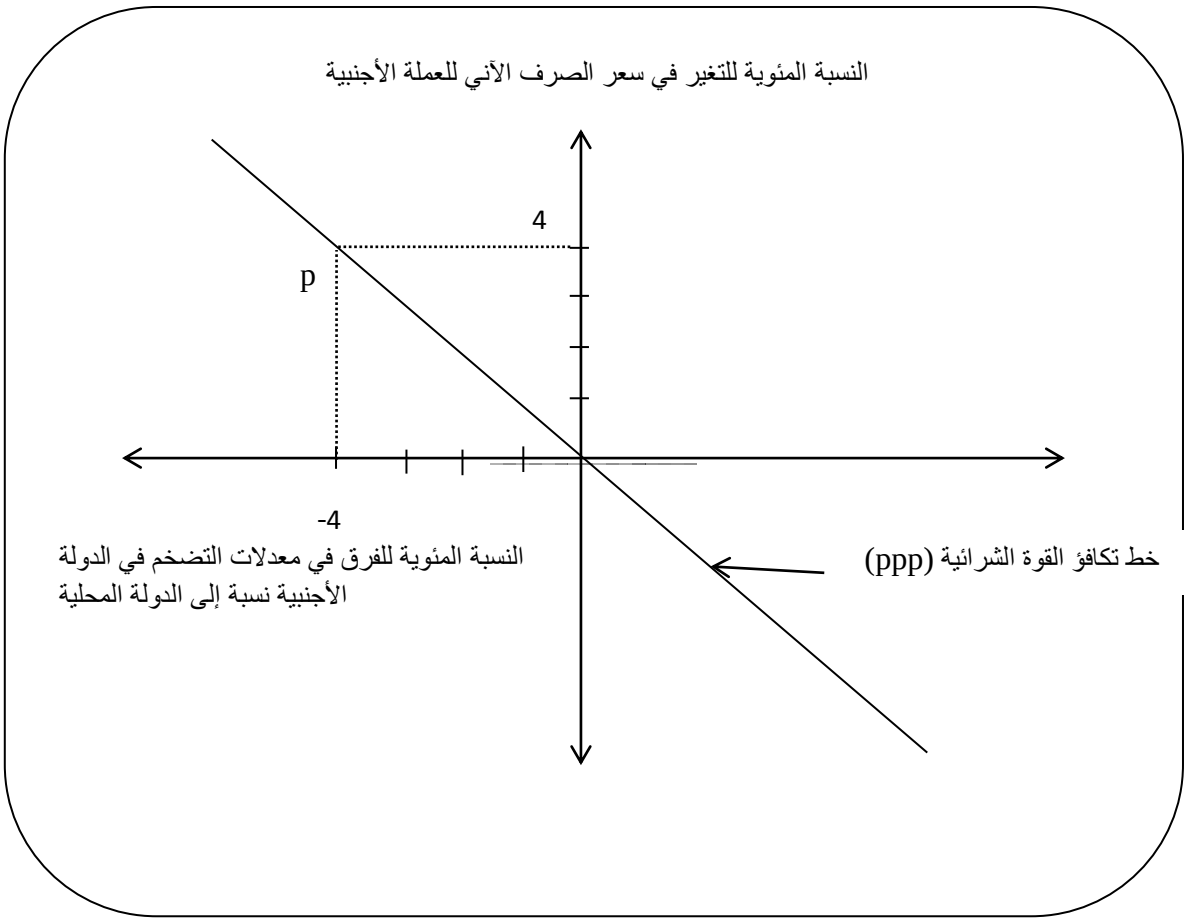
ثانيا: الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية

تم اشتقاق هذه الصيغة انطلاقا من الصيغة المطلقة بافتراض أنه في سعر الصرف لا يمكن أن تتساوى الأرقام القياسية للأسعار في أي وقت من الأوقات، بل أنها تتغير نسبيا في نفس الفترة أخذا بعين الاعتبار معدلات التضخم التي لها تأثير مباشر على سعر الصرف، بحيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني انخفاض الطلب على منتجات الدولة المعنية، وبالمقابل ازدياد الطلب على منتجات دول أخرى تكون فيها معدلات التضخم أقل نسبيا، وهذا يؤدي إلى ارتفاع الطلب على عملات هذه الدول، وبالتالي انخفاض سعر الصرف بالنسبة للعملة المحلية، وفي هذه الحالة يكون سعر الصرف التوازني الجديد مساويا للسعر القديم مضروبا في معامل التضخم في كل من البلدين، ويعتبر هذا السعر بمثابة التعادل الجديد للعملتين[1]، ويظهر الشكل رقم (04) حالة عامة لتكافؤ القوة الشرائية النسبية باعتبار أن المحور

[1] محمد أمين بربري، مرجع سبق ذكره، ص 23.

العمودي يمثل النسبة المئوية للتغير في سعر الصرف الآني للعملة الأجنبية، والمحور الأفقي يمثل النسبة المئوية للفرق في المعدلات المتوقعة للتضخم (البلد الأجنبي نسبة للبلد المحلي)، أما خط التكافؤ القطري يمثل مركز التوازن بين التغير في سعر الصرف وبين معدلات التضخم النسبية.

شكل رقم (4.2): حالة تكافؤ القوة الشرائية النسبية



يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنّ النقطة (p) تمثل نقطة التوازن حينما يكون التضخم في البلد الأجنبي يقل عن المحلي بنسبة (4%)، وبناءً عليه فإن القوة الشرائية النسبية سوف تؤشر بأن عملة البلد الأجنبي سوف ترتفع قيمتها بمقدار (4%) كل سنة مع صلتها بالعملة المحلية، والمبرر هو أن معدل التضخم في البلد الأصلي أعلى من ما هو عليه في بلدان أخرى، وبالتالي فعدم تغير سعر الصرف على المدى الطويل سيجعل صادرات البلد الأصلي من سلع وخدمات أقل تنافسية في الأسواق الدولية، كما سيجعل أيضا الاستيرادات من الخارج أكثر تنافسية من حيث السعر مع منتجات محلية ذات أسعار عالية، وإن تلك التغيرات بالسعر ستؤدي إلى عجز في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات[1].

[1] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 120.

توضيح الصيغة الرياضية لتكافؤ القوة الشرائية النسبية في[1]:

سعر الصرف التوازني الجديد = نسبة التغير في سعر الصرف × سعر الصرف القديم

نسبة التغير في سعر الصرف = نسبة التضخم المحلي– نسبة التضخم الأجنبي

كما يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$\mathrm{E}_{t0}/Ee_{t1} = p_e/p_d$$

E_{t0}: سعر الصرف الآني للعملة في الزمن 0.

Ee_{t1} : سعر الصرف الآني المتوقع للعملة في الزمن 1.

p_e: مؤشر السعر في الخارج.

p_d : مؤشر السعر في الداخل 1.

ولقد تم اختبار هذه النظرية، فتبين أنها ذات دلالة في المدى الطويل أكثر منها في المدى القصير، كما أنّ العملات قليلة الأهمية في حركة رؤوس الأموال الدولية أقل استجابة لنظرية تعادل القوة الشرائية[2].

ثالثا. الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية

بالرغم من أنّ العديد من الاقتصاديين يرون بأنّ تدهور القيمة الداخلية للعملة هو السبب الرئيسي لتدهور قيمتها الخارجية وليس العكس، إلاّ أنّ هذه النظرية قد تعرضت إلى انتقادات يمكن عرضها في:

✓ تتعلق نظرية تعادل القوة الشرائية بميزان العمليات الخارجية وبالتحديد الميزان التجاري دون غيره من عناصر ميزان المدفوعات الأخرى، لكن الميزان التجاري ليس إلاّ جزء من ميزان المدفوعات، وبالتالي فإنّ سعر الصرف يمكن أن يتأثر بباقي البنود الأخرى لميزان المدفوعات؛

✓ تهمل النظرية امكانية استخدام عملة ما كعملة رئيسية للتكامل بين عدة دول خارج بلدها الأصلي ، وهو حال الدولار الأمريكي اليوم وبالتالي فإن تحديد قيمة العملة قد لا تكون له أي علاقة بمعدلات التضخم[3]؛

[1] محمد أمين بربري، مرجع سبق ذكره،

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 119.

[3] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 158.

- ✓ إنّ قدرة هذه النظرية على تفسير جميع الظواهر تبقى نسبية، وهذا ما أثبته ارتفاع الدولار الأمريكي عام 1980 والذي لم يكن ردا على تغير مواز في فارق التضخم بين الولايات المتحدة الأمريكية وباقي دول العالم؛
- ✓ تعتقد هذه النظرية أن الأسعار فقط لوحدها يمكن أن تؤثر على الميزان التجاري، إلاّ أنه توجد عناصر أخرى من غيرها لها قدرة التأثير على الميزان التجاري خاصة مرونة الطلب بالنسبة للأسعار، وكذلك مرونة الصادرات والواردات بالنسبة لنفس المتغيرين[1]؛
- ✓ تفترض هذه النظرية أن مستوى الأسعار هو المتغير المستقل الذي يؤثر بشكل مباشر على سعر الصرف، إلاّ أنه ومن خلال الدراسات التجريبية تبين أنّ التغيرات في أسعار الصرف تؤدي إلى احداث تغيرات في مستوى الأسعار؛
- ✓ وجود بعض السلع والخدمات التي لا تدخل ضمن نطاق التجارة الدولية لعدة أسباب واعتبارات، ومن ثم لا توجد وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية فيما بين أسعارها، كما أن هناك عوامل أخرى مؤثرة على تحديد أسعار الصرف مثل تغير أذواق المستهلكين وظهور المنتجات البديلة[2].

المطلب الثالث: العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي ومعدل الفائدة

سنقوم من خلال هذا المطلب إلقاء الضوء على أهم النظريات التي فسرت العلاقة بين سعر الصرف ومعدلات الفائدة، بدءا بالنظرية الكينزية لتعادل أسعار الفائدة، ومرورا بنظرية تأثير فيشر الدولي.

الفرع الأول: النظرية الكينزية لتعادل أسعار الفائدة (interest Rate parity IRP)

اكتشف صانعوا السياسة المالية والنقدية خلال فترة استخدام قاعدة الذهب أنّ أسعار الصرف للعملات الأجنبية تتأثر بالتغيرات التي قد تطرأ على متغيرات السياسة النقدية على غرار معدلات الفائدة وسعر الخصم، فعند زيادة هذان المتغيران في إحدى الدول قد يتبعه عادة ارتفاع سعر عملة تلك الدولة والعكس صحيح، وهذا ما يدل على أن أسعار الأصول قد يلعب دورا هاما في تقلبات أسعار الصرف.

عليه فقد استطاع كينز منذ سنة 1923 أن يستكشف العلاقة القائمة بين سعر الصرف ومعدلات الفائدة على الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي لدولتين لهما عملتين مختلفين، واضعا على ضوء ذلك النظرية الشهيرة لتعادل أسعار الفائدة[3]، حيث تفترض هذه النظرية أنه في حالة التوازن لا يمكن

[1] أمين صيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 44-45.

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 120.

[3] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 40.

للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك التي من الممكن تحقيقها في السوق المحلي عند توظيفهم للأموال في دول أين تكون معدل الفائدة فيها أكبر من تلك السائدة في السوق المحلية، بمعنى أن هذه النظرية تحدد أن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل بين العملتين[1].

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات والأسس تتمثل في[2]:

- تعتبر الأصول المالية المحلية والأجنبية متكافئة في المخاطرة وأجل الاستحقاق؛
- لا توجد رقابة على حركة رؤوس الأموال أو تكاليف المعاملات؛
- سعر الصرف الآني (الحالي) وأسعار الفائدة قصيرة الأجل متغيرات مستقلات؛
- يتساوى معدل زيادة العوائد لأسعار الفائدة المحلية عن عوائد الاستثمار الأجنبي مع الفرق بين أسعار الصرف الحالية والآجلة، ولذلك فإن مكاسب أو خسائر رؤوس الأموال الناتجة عن التبادل التجاري تمثل بنسبة مئوية من سعر الصرف الحالي؛
- سعر الصرف الآجل يتغير نتيجة تدفق رؤوس الأموال وليس السعر الحالي.

ويمكننا أن نصيغ هذه النظرية رياضيا بالعلاقة الآتية[3]:

$$(1+i_d) = (1+i_f)\frac{F_{cd/cf}}{S_{cd/cf}} \quad \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.2)$$

بحيث:

$F_{cd/cf}$: سعر الصرف الآجل لوحدة أو عدة وحدات من النقد المحلي على ما يقابلها من وحدة أو عدة وحدات من النقد الأجنبي.

$S_{cd/cf}$: سعر الصرف الحالي لوحدة أو عدة وحدات من النقد المحلي على ما يقابلها من وحدات أو وحدة من النقد الأجنبي.

cd: العملة المحلية.

cf:العملة الأجنبية.

[1] فاطمة الزهراء بن حمودة، مرجع سبق ذكره، ص 127..

[2] لحلو موسى بوخاري، مرجع سلق ذكره، ص 174.

[3] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 121-122.

i_d: معدل الفائدة الإسمي على الأصول المالية السائد في السوق النقدي المحلي.

i_f: معدل الفائدة الإسمي السائد في السوق الأجنبي.

بتبسيط المعادلة رقم (1.2) نجد:

$$\frac{F_{cd/cf}}{S_{cd/cf}} = \frac{(1+i_d)}{(1+i_f)} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (2.2)$$

وبطرح (1) صحيح من طرفي المعادلة رقم (2.2) نحصل على:

$$\frac{F_{cd/cf}}{S_{cd/cf}} - 1 = \frac{(1+i_d)}{(1+i_f)} - 1$$

$$= \frac{F_{cd/cf} - S_{cd/cf}}{S_{cd/cf}} = \frac{(i_d - i_f)}{(1+i_f)}$$

وإذا كانت (i_f) مقدار صغيرة جدا فبالتقريب تكون المعادلة:

$$\frac{F_{cd/cf} - S_{cd/cf}}{S_{cd/cf}} = (i_d - i_f) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (3.2)$$

ملاحظة: إذا كان سعر الصرف يفسر قسمة وحدة واحدة من العملة الأجنبية على عدد الوحدات التي تقابلها من العملة المحلية فالمعادلة تصبح كما يلي:

$$\frac{F_{cf/cd}}{S_{cf/cd}} = \frac{(1+i_f)}{(1+i_d)}$$

أي أنّ:

$$\frac{F_{cf/cd} - S_{cf/cd}}{S_{cf/cd}} = (i_f - i_d)$$

بحيث:

$F_{cf/cd}$: سعر الصرف الآجل لوحدة واحدة من العملة الأجنبية على ما يقابلها من عدد الوحدات من النقد المحلي؛

$S_{cf/cd}$: سعر الصرف الآني لوحدة واحدة من العملة الأجنبية على ما يقابلها من عدد الوحدات من النقد المحلي.

مثال: إذا كان أحد المستثمرين الأمريكيين يمتلك 1 مليون دولار يريد أن يستثمرها ولها بدائل عدة، إما أن يستثمرها في أدوات سوق النقد بنيويورك، أو أنه يحولها إلى الين الياباني ويقوم باستثمارها في أدوات سوق النقد بطوكيو ذات المخاطرة المماثلة ونفس مدة الاستحقاق والتي تقدر بـ 90 يوما.

إذا كان لدينا المعلومات الآتية:

سعر الفائدة الإسمي بنيويورك في السوق النقدي (i_s) يساوي 5% سنويا، سعر الفائدة الإسمي في السوق النقدي باليابان (i_y) 3% سنويا، سعر الصرف الحالي (الآني) = 0,0068 دولار/الين.

فحسب نظرية تعادل أسعار الفائدة ما هو سعر الصرف الآجل الذي سيكون بعد 90 يوما؟

الحل:

لدينا سعر الفائدة في السوق النقدي الأمريكي لمدة 90 يوم = 5% ×360/90= 1,25%

s=90 i_s= %1,25

سعر الفائدة في السوق النقدي باليابان لمدة 90 يوم = 3%×360/90=0,75%

i_y=%0,75

وحسب نظرية تعادل أسعار الفائدة الكينزية نجد أنّ:

$$(i_s - i_y) = \frac{F - S}{S}$$

أي أنّ:

$$(1,25 - 0,75) = \frac{F - 0,0068}{0,0068}$$

ومنه:

$$F = ((0,005 * 0,0068) + 0,0068) = \mathbf{0,006834}_{\$/¥}$$

تبين لنا أنّ العوائد التي يحققها المستثمر الأمريكي في كل من سوق النقد الأمريكي أو الياباني متساوية، ذلك لأن الفارق بين أسعار الفائدة تم تعويضه بالفارق بين أسعار الصرف الآجل والحالي، كما أن المعاملة مغطاة كون أن سعر الصرف مضمون في نهاية الفترة (90 يوما).

وعليه فحسب هذه النظرية فإن أي زيادة في معدلات الفائدة الإسمية للسوق الأجنبية قد تؤدي بالضرورة إلى انخفاض في سعر الصرف الآجل وهذا من أجل تحقيق التوازن والعكس صحيح.

أولا. مراجحة تعادل أسعار الفائدة المغطاة CIA (Covered Interest Arbitrage):

إنّ أسواق الصرف الحالية والآجلة ليست بالضرورة أن تكون دائما في حالة توازن والتي تعبر عن نظرية (IRP)، فعندما يكون السوق في حالة توازن فإن احتمالية مراجحة أرباح خالية من المخاطر تكون موجودة، وإن المُراجح الذي يعمل في قسم المراجحة للبنوك الدولية الكبيرة والمتخصصة في إدارة استثمارات المراجحة هو الذي يتعرف على مثل هذا الاختلالات، حيث يجعله ذلك يتحرك من أجل الحصول على ميزة عدم التوازن عن طريق الاستثمار في العملة التي تقدم عائدا أعلى على أساس مغطى، وهذا ما يطلق عليه بمراجحة الفائدة المغطاة CIA [1].

ويمكن حساب علاوة المراجحة الآجلة من خلال الصيغة الرياضية الآتية[2]:

بناءً على المعادلة رقم (3.1) لدينا: $\frac{F(cd/cf) - s(cd/cf)}{s(cd/cf)} = id - if$

$\underbrace{\qquad\qquad}_{d}$

فإذا رمزنا لتكلفة المراجحة المغطاة ب CD فإن:

$$CD = (d + if - id) \times 100$$

إذا كان CD =0 فإنها ترمز لحالة توازن.

إذا كان CD > 0 فإن المراجح سيحصل على علاوة مراجحة قدرهاCD.

إذا كان CD< 0 فإن المراجح سيخسر خصم من العائد قدره CD.

مثال: من المثال السابق إذا افترضنا أن سعر الصرف الآجل الذي قدره المراجح يساوي 0,00697، كم تكون تكلفة المراجحة المغطاة؟

[1] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 129.

[2] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 176-177.

$$CD = \frac{0{,}00697 - 0{,}0068}{0{,}0068} * 100 = 2{,}5\%$$

$$CD = 2{,}5\% + 0{,}75\% - 1{,}25\%$$

$$\boldsymbol{CD = 2\%}$$

إنّ العلاوة التي يحصل عليها المراجح إذا ما قرر الاستثمار في الين وبيع الدولار هي 2%، بمعنى آخر إذا استثمر المرجح في الدولار فإنه سيحصل عائد قدره 1,25% أما إذا قرر الاستثمار بالين فإنه سيحصل على عائد قدره 3,25%.

ثانيا. مراجحة أسعار الفائدة غير المغطاة VIA (Uncovered interest arbitrage):

تفترض هذه النظرية أن المستثمرين يقترضون في دول بعملات تكون ذات معدل فائدة منخفضة نسبيا ويحولون المبلغ المتحقق إلى عملات في بلدان تقدم معدلات فائدة عالية، وبالتالي فإن المعاملة هنا حسب هذه النظرية تكون غير مغطاة بسبب أن المستثمر لا يقوم ببيع عائدات العملة ذات الناتج المرتفع على الأساس الآجل، واختياره البقاء دون تغطية وقبول مخاطرة العملية التي تنجم عن مبادلة العملة ذات الناتج العالي إلى عملة ذات ناتج منخفض بنهاية الفترة[1].

ففي حال إذا قام المستثمر بتوظيف أمواله بالعملة المحلية يكون العائد:

$$K_1 = (1 + i_d) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (4.2)$$

K_1: معدل العائد، i_d: معدل الفائدة الإسمي المحلي.

وبالتالي فإن التعادل في سعر الفائدة غير المغطاة سوف يتحقق عندما يكون:

$$\frac{(1 + i_f)S^e_{t+1}}{S_t} = (1 + i_d) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (5.2)$$

حيث:

i_f: سعر الفائدة المحلي الأجنبي، S_t: سعر الصرف الحاضر، S^e_{t+1} : سعر الصرف الحاضر المتوقع سريانه في الفترة (t+1).

يقوم المستثمر بشراء العملة الأجنبية اليوم عند سعر الصرف S_t، وبعد وصول أجل الاستحقاق يبيعها عند سعر الصرف الحاضر السائد في المستقبل وهو S^e_{t+1}.

[1] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 133.

وبإعادة ترتيب المعادلة (5.2) تصبح نحصل على:

$$i_d = i_f + \frac{(S^e_{t+1} - S_t)}{S_t}$$

$$i_d = i_f + \Delta S^e_{t+1} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (6.2)$$

- إذا كان $\Delta S^e_{t+1}>0$ فذلك يشير إلى ارتفاع قيمة العملة الأجنبية.
- أما إذا كان $\Delta S^e_{t+1} < 0$ فذلك يدل على انخفاض في قيمة العملة المحلية.

ولإظهار الفروق في الفائدة غير المغطاة نقوم بإعادة ترتيب المعادلة (6.1) لتصبح كالآتي:

$$Ud = i_d - i_f - \Delta S^e_{t+1} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (7.2)$$

فإذا كان:

$Ud > 0$، فمن المتوقع أن يكون معدل العائد على الأصول المحلية أعلى من العائد على الأصول الأجنبية، وبالتالي فإن الدولة سوف تشهد تدفقا رأسماليا إلى الداخل.

$Ud < 0$، فمن المتوقع أن يكون معدل العائد على الأصول الأجنبية أعلى من العائد على الأصول المحلية، وبالتالي سوف يكون هناك تدفق رأسمالي إلى الخارج.

$Ud = 0$ تمثل حالة توازن، أي لا تكون هناك تدفقات لرأس المال في أي اتجاه[1].

الفرع الثاني: نظرية تأثير فيشر الدولية (International Fisher Effect) IFE

تم اطلاق هذه التسمية "تأثير فيشر" لعلاقتها بالعالم الاقتصادي ارفنج فيشر **(Irving Fisher)** ، والذي أكدّ أنّ معدلات الفائدة الإسمية في كل دولة هي مساوية للعائد الحقيقي المطلوب مضافا إليه تعويض للتضخم المتوقع، وبالتالي فهذه النظرية تقوم بدراسة العلاقة بين معدلات الفائدة والتضخم وآثارهما على سعر الصرف المستقبلي[2].

أولا. نظرية تأثير فيشر في اقتصاد مغلق: تخص هذه النظرية اقتصاد مغلق يتكون من عملة واحدة فقط، حيث أبرز فيشر من خلال هذه النظرية العلاقة القائمة بين قيمة النقود الممتلكة اليوم وتلك التي يتم

[1] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 180-181.

[2] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

امتلاكها مستقبلا، والتي تعطي لنا سعر فائدة حقيقي متوقع يمثل قيمة السلع والخدمات بالسعر الجاري محولة إلى سلع وخدمات مستقبلية، بالإضافة إلى علاوة التضخم والمتعلقة بسعر الصرف المتوقع[1].

ويمكن التعبير عن هذه النظرية بالصيغة الآتية[2]:

$$i = r + \pi$$

حيث أن (i) يمثل المعدل الإسمي للفائدة، (r) هو المعدل الحقيقي للفائدة، و(π) هو المعدل المتوقع للتضخم.

ثانيا. نظرية تأثير فيشر في اقتصاد مفتوح: يمكن توسيع قاعدة فيشر من اقتصاد مغلق إلى اقتصاد أكثر اتساعا، وذلك بوجود عدة عملات، وبافتراض أن هذه العلاقة محققة في بلدين مختلفين، يمكن ترجمة هذه النظرية من خلال العلاقة الرياضية الآتية:

$$\begin{cases} i_A = r_A + \pi_A^* \\ i_B = r_B + \pi_B^* \end{cases}$$

وبافتراض تساوي أسعار الفائدة الحقيقية في كلا البلدين يكون:

$$r_A = r_B$$

ومع افتراض أنّ تعادل أسعار الفائدة الحقيقية في كلا البلدين علما أنّ هناك عمليتين مختلفتين، فهذا يعني ضمنيا تشابه الأصول المالية في كل الخصائص تقريبا (درجة المخاطرة، أجل الاستحقاق)، وعليه تصبح العلاقة بالشكل الآتي:

$$i_A - i_B = \pi_A^* - \pi_B^* = \frac{(F - S)}{S}$$

توضح العلاقة اعلاه أن الفرق بين أسعار الفائدة الإسمية في البلدين تتساوى مع الفرق بين معدلات التضخم المتوقع، وبالتالي فكلما كان معدل التضخم أكبر في البلد (A) منه في البلد (B) كلما كان العائد على النقود أو سعر الفائدة الإسمي أكثر ارتفاعا[3].

[1] David Eitman et autre, **Gestion et finance international,** Pearson éducation, France, 2004, p 89.

[2] عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

[3] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 172-173.

المطلب الرابع: الأنظمة المتعارف عليها في تحديد سعر الصرف الأجنبي

لقد عرف نظام الصرف عدة محطات خلال تطوره، بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم بالنظام العائم، ولقد كان نظام بروتن وردز يقوم على أساس الدولار الأمريكي المرتبط بدوره بالذهب أي مستقرا بناءً على معيار الذهب، وكانت الدول آنذاك تربط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار.

قام الرئيس نيكسون في أوت 1971 بإعلان منع تحويل الدولار إلى ذهب، غير أن النظام في تلك الفترة لم يكن له أي دور في تنظيم الاصدار النقدي أو في تحقيق التوازن الداخلي الذي كان متروكا لاعتبارات السياسة الاقتصادية والنقدية الداخلية في كل دولة، ولقد مثّل هذا الإعلان في نظر الكثيرين انهيار لنظام بروتن رودز، ومنذ ذلك الوقت عرف نظام الصرف نمطين أساسيين:

أولا. أنظمة سعر الصرف الثابتة (fixed exchange rate system):

وفيها يتم تثبيت سعر صرف العملة إمّا إلى عملة واحدة تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستمرار مثل الدولار الأمريكي أو اليورو، وإما إلى سلة من العملات انطلاقا من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين للدولة، ومن أهم الأسباب التي تدفع الدولة لاعتماد سعر الصرف الثابت هي تخفيض المخاطرة أو عدم اليقين المرتبط بتقلبات أسعار الصرف، والذي يؤثر على القرارات الاقتصادية مثل الإنتاج والاستثمار والتجارة الدولية[1].

إنّ لأنظمة سعر الصرف الثابتة مجموعة من المزايا والعيوب يمكن اجمالها في[2]:

1.1. مزايا نظام الصرف الثابت: يتحلى هذا النظام لمجموعة من المزايا تتمثل في:

- ✓ تشجع أسعار الصرف الثابتة التجارة الدولية وتعطيها البيئة المثلى وتضمن الانسيابية في تدفقها؛
- ✓ إن الثبات في أسعار الصرف يهيئ الأرضية المناسبة للاستثمار طويل الأجل؛
- ✓ إن استقراريه أسعار الصرف تعطي الأسس الواقعية المؤكدة للتوقعات؛
- ✓ هذا النظام يقلل من مخاطر المضاربة بالعملات الدولية.

2.1. عيوب نظام الصرف الثابت: إلى جانب المزايا السالفة الذكر هناك مجموعة من العيوب تتمثل في:

- ✓ يحتاج نظام الصرف الثابت احتياطات كبيرة وآلية صارمة تتدخل بها الدولة في أسواق الصرف الأجنبي بشراء العملة المحلية من أجل المحافظة على قيمتها تجاه ضغوط السوق؛

[1] معهد الدراسات المصرفية، أسعار صرف العملات، **نشرة إضاءات مالية ومصرفية**، الكويت، العدد 12، يوليو 2011.

[2] عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 172-173.

- ✓ يعيق هذا النظام الدولة من اتباع السياسة النقدية الملائمة لأوضاعها الاقتصادية الداخلية، ويجبرها على اتباع تلك السياسة الكفيلة بتحقيق توازنها الخارجي، أي أن العوامل الخارجية هي التي تملي السياسات الاقتصادية الداخلية؛
- ✓ يساعد نظام الصرف الثابت على نقل التضخم والصدمات الاقتصادية بقوة إلى الاقتصاد المحلي؛
- ✓ تتعارض في كثير من الأحيان متطلبات السياسة الاقتصادية المحلية مع السياسات التي تمليها الظروف الخارجية للبلد، فمثلا قد يعاني البلد من حالة كساد وبطالة ويملي عليه توازنه الخارجي اتباع سياسية نقدية انكماشية.

ثانيا. أنظمة سعر الصرف المرنة أو العائمة (flexible or floating exchange rate system):

تتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المؤشرات الاقتصادية منها سعر الصرف الفعلي الحقيقي، ويتحدد سعر الصرف في هذه الأنظمة من خلال التوازن بين الوطن والطلب. ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من نظام التعويم، أحدهما نظام التعويم الحر (Freely Floating Exchange Rate)، والآخر نظام التعويم المدار أو الموجه (Managed Floating exchange rate)[1].

1.2. نظام التعويم الحر:

إنّ هذا النظام يسمح لسعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية أنّ يتحدد بناءً على تفاعلات قوى العرض والطلب من العملة المحلية والأجنبية، وتتكون قوى الطلب والعرض هنا من الحكومات والأفراد والمنشآت بكل أنواعها، وكذلك البنوك ومؤسسات التمويل، حيث يكون الطلب المحلي على العملة الأجنبية من طرف هذه القوى والجهات مشتق من التحوط، المضاربة، أو الطلب المحلي على السلع والخدمات والأصول المالية الأجنبية بهدف تحقيق الربح، وبالتالي فإن الارتفاع المتزايد في الطلب على العملة الأجنبية قد يؤدي إلى ارتفاع سعرها مقارنة مع العملة المحلية، مما يعني زيادة في قيمة العملة والعكس صحيح عند انخفاض الطلب عليها[2].

2.2. نظام التعويم المدار:

تقوم السلطات من خلال هذا النظام بتثبيت سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مع السماح لها بالتذبذب انخفاضا وارتفاعا بحدود معينة في كلا الاتجاهين، وبالتالي فإنّ هذا النظام

---

[1] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 115.

[2] عبد الرزاق بني هاني، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2014، ص 457.

يتوسط النظامين الثابت والحر، فهو لا يمتاز بالجمود كما في الأول ولا يسمح بالتذبذب بشكل قد يؤدي إلى عدم استقرار حجم التجارة الوطنية كما في الثاني[1]، حيث تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها تماشيا مع حجم احتياطاتها من العملة الصعبة والذهب وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات[2].

إنّ الدول التي تتبع هذا النظام تقوم بتحديد الفارق بين عملتها والعملة المرجعية (ذهب، أو عملة ذات قبول، أو سلة عملات) وابلاغه للمؤسسات الدولية، حيث يتعهد البلد بأن يكون سعر صرفه الفعلي متماشيا مع ما تم التصريح به وفق حدود مجال معين متفق عليه، وإذا انحرف سعر صرف العملة الأجنبية عن هذا المجال تجد السلطات النقدية نفسها مجبرة على منع ذلك من خلال تدخلاتها المباشرة المتمثلة في بيع أو شراء العملات الأجنبية لإعادة التوازن، أو بطرق غير مباشرة كتعديل معدلات الفائدة للتأثير على اتجاه وحركة رؤوس الأموال، أو اتخاذ كذلك اجراءات من شأنها تعدل المبادلات التجارية الخارجية، فإذا لم يستطع البنك المركزي التدخل أو امتنع إطلاق عن الدفاع على مسار عملته، فإن ما ينتج عنه هو تعديل الفارق الأساسي (تحسين أو تخفيض)[3].

[1] سيدي أحمد كبداني، قاسم محمد فؤاد، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة دول ال "MENA"، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، جامعة ورقلة: الجزائر، العدد 03، 2013، ص 115.

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 116.

[3] كبداني سيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 116.

المبحث الثالث: استراتيجية استهداف التضخم كإطار نقدي حديث للسياسة النقدية

تعتبر استراتيجية استهداف التضخم إطارا حديثا للسياسة النقدية تم اعتماده لأول مرة في نيوزيندا عام 1990، لتتبعها بعد ذلك العديد من الدول المتقدمة خلال النصف الثاني من سنوات التسعينيات والتي قامت بخطوات كبيرة في إدارة السياسة النقدية بواسطة هذا الإطار، وهو ما شجع أيضا العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية على اقبالها الكبير على تبني هذه الاستراتيجية، وبالتالي فكل البنوك المركزية لهذه على اختلاف أنظمتها تطمح من خلال هذه الاستراتيجية إلى التحكم في معدلات التضخم والحفاظ على الاستقرار النقدي مع الحفاظ على معدلات نمو مرتفعة.

يستهدف هذا المبحث تسليط الضوء على أهم النقاط التي تتمحور حول هذه الاستراتيجية الحديثة، ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم المبحث إلى خمسة مطالب؛ بالنسبة للمطلب الأول يتطرق إلى ظروف نشأة وتطور استراتيجيات الاستهداف البديلة، أما المطلب الثاني فيتناول مفهوم وأنواع استراتيجية استهداف التضخم، في حين المطلب الثالث يتضمن متطلبات تجسيد هذه الاستراتيجية على أرض الواقع، فيما يهدف المطلب الرابع إلى التعرف على مختلف الخيارات الاستراتيجية المتبعة عند استهداف معدلات التضخم، وفي الأخير نسعى من خلال المطلب الخامس القاء الضوء على تجربة دول الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة $EMDE_s$ في تطبيق هذه الاستراتيجية والوقوف على أهم التحديات التي تواجهها.

المطلب الأول: ظروف نشأة وتطور استراتيجيات الاستهداف البديلة.

الفرع الأول: ظروف نشأة استراتيجيات الاستهداف البديلة.

تميزت بداية سنوات الستينيات بتوفر بيئة معتدلة نسبيا لمعدلات التضخم، حيث كان معدل التضخم في الولايات المتحدة لا يزيد على 1%، أما في بعض الدول الأخرى مثل المملكة المتحدة وألمانيا فقد كانت معدلات التضخم آنذاك أعلى من نظيرتها في الولايات المتحدة لكنها لم تتعدى هي الأخرى 4%. إنّ هذه الظروف الجيدة جعلت العديد من الاقتصاديين المسلحين بالأفكار الكينزية يصرون بالجدل حول قدرتهم على ضبط التحكم في الاقتصاد بتحقيق أقصى قدر من العمالة مع تبعات طفيفة من التضخم، حيث ظهر بداية سنوات الستينات ما يعرف بمنحنى فليبس المشهور، والذي يقضي بأن هناك علاقة تبادلية على المدى الطويل بين التضخم والبطالة[1].

[1] Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?,** , The National Bureau of Economic Research, Working Paper, 2006, P: 02.

بعد أنّ أدى الفكر المهيمن على الساحة الاقتصادية من قبل خبراء التحليل الكينزي إلى زيادة نشاط السياسة النقدية والمالية للحصول على مستوى العمالة الكاملة في الاقتصاد[1]، ظهرت أفكار جديدة معارضة للفكر الكينزي منبثقة من المدرسة النقودية التي يتزعمها كل من البروفيسور ميلتون فريدمان وشوارتز، حيث قدمت المدرسة النقودية نماذج كلاسيكية جديدة سنوات السبعينات كان الهدف الرئيسي منها إعادة تعريف دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي وتحدي النشاط السياسي[2]، وهذا بعد أن انتقد فريدمان منحنى فليبس في خطابه الشهير سنة 1968 أمام الجمعية الأمريكية الاقتصادية مؤكدا أنّ الاقتصاد من شأنه أن يستقر على المعدل الطبيعي للبطالة مهما كان معدل التضخم على المدى البعيد، وأن أي محاولات من أجل تخفيض البطالة إلى أقل من المعدل الطبيعي ستؤدي حتما الى ارتفاع معدل التضخم، واقترح فريدمان كذلك في هذا السياق استهداف المجمع النقدي بدل من معدلات الفائدة مبررا ذلك بأن معدل النمو في المعروض النقدي أكثر قدرة على شرح التقلبات الاقتصادية من معدلات الفائدة الاسمية[3].

لم تمضي فترة طويلة على انتقادات فريدمان لمنحنى فليبس حتى سجل الاقتصاد ارتفاع سريع في معدلات التضخم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من البلدان الصناعية، حيث ارتفعت معدلات التضخم سنة 1970 إلى أعلى من 10% والذي أطلق عليه التضخم الكبير، ليشهد العالم بعد هذا الأخير ظاهرة اقتصادية جديدة كان من المعتقد استحالة حدوثها سميت بظاهرة الركود التضخمي، وبالتالي عرفت منتصف سنوات السبعينيات ارتفاع مستمر في معدلات التضخم صاحبها ركود وانكماش كبير في الاقتصاد[4].

ركز فريدمان على أهمية التوقعات في ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية بعدما طورت مدرسة شيكاغو النظريات التي أظهرت أنّ زيادة الفجوة في الانتاج على مستواه الطبيعي ترجع إلى التوقعات السيئة على الأسعار والأجور وليس للتغيرات في الطلب الكلي، ففي هذه الحالة يبتعد سعر الفائدة عن سعر التوازن ويخلق فجوة تؤدي إلى انحراف في مستوى الأسعار، والذي يوسع تباين التوقعات ويؤدي حتما إلى دوامة تضخمية. كما بين لوكاس (1972–1976) ايضا في نفس سياق التوقعات العقلانية

[1] Idem.
[2] Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Le Ciblage D'inflation: Un essai de comparaison international**, Groupe d'Analyse et de Théorie Économique, Working Paper N: 1107, Lyon-St Étienne, France, 2011, p: 03.
Disponible Sur : https://hal.archives-ouvertes.fr/halshs-00573742/document

[3] Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?,** Op.Cit, P: 03.
[4] Ibid, P: 02.

والمرونة في الأسعار والأجور أنه لا توجد مفاضلة في التضخم والانتاج على المدى القصير مما يؤدي إلى تحقيق الاستقرار في الأسعار[1].

إنّ الهجوم الضمني للنظرية النقودية على منحنى فليبس بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية السائدة آنذاك قد أديا إلى تغير جذري في دور السياسة النقدية، وبالتالي أصبحت تمتلك هدف وحيد ونهائي يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار[2]، وبالتالي فإن تحقيق هذا الأخير أدى إلى توافق كبير في الآراء حول إمكانية استخدام استهدافات وسيطية كقنوات للوصول إلى الهدف النهائي. وأساسا وللسعي وراء ذلك الأخير ظهرت على الساحة الاقتصادية استهدافات وسيطية تم اقتراحها في الأدبيات الاقتصادية، وتم استخدامها من الناحية العملية تمثلت في كل من استهداف سعر الصرف والاستهداف النقدي[3]. الاستهدافات التي تم اقتراحها سرعان ما تعثرت في بلوغ هدف استقرار الأسعار وهذا راجع لعدة أسباب منها: التطور الهائل في الأسواق؛ التحرير المالي؛ وعدم إعطاء استقلالية أكبر للبنوك المركزية. وهذا ما سمح لهذه البنوك من التوجه نحو استراتيجية جديدة سميت باستراتيجية استهداف التضخم عن طريقها يتم استهداف معدلات التضخم مباشرة من أجل تحقيق الاستقرار في الأسعار على المدى البعيد.

الفرع الثاني: مراحل تطور استراتيجيات الاستهداف البديلة

انتقلت الأطر البديلة للسياسة النقدية منذ سنوات السبعينيات من استراتيجية استهداف سعر الصرف إلى استراتيجية الاستهداف النقدي وصولا إلى استراتيجية استهداف التضخم الحديثة، وعليه سنتناول من خلال هذه النقطة عرض مراحل تطور استراتيجيات الاستهداف البديلة.

أولا. استراتيجية استهداف سعر الصرف:

تعتبر استراتيجية سعر الصرف إطارا للسياسة النقدية تسعى البنوك المركزية من خلاله إلى تحقيق الاستقرار في سعر الصرف عن طريق احداث تغييرات في أسعار الفائدة مع تدخل مباشر في إدارة الصرف الأجنبي، ويكون هذا بهدف تخفيض معدلات التضخم في البلدان التي تقوم بتثبيت سعر صرف عملتها بسعر صرف عملة بلد آخر، وبالتالي فإنّ نجاح تطبيق هذه الاستراتيجية يتطلب توافر مزيج ملائم من السياسات الاقتصادية الكلية، فضلا عن ذلك الابقاء على مصداقية الإطار التشريعي والمؤسساتي في

[1] Zied Ftiti, Jean-François Goux, Loc.Cit.
[2] Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?,** Loc.Cit.
[3] Zied Ftiti, Jean-François Goux, Loc.Cit.

تحقيق الاستقرار في الأسعار. ويأخذ استهداف سعر الصرف شكلين أساسين، يتمثل الشكل الأول في تثبيت سعر صرف العملة المحلية بسعر صرف عملة بلد آخر أكثر استقرارا في مستوى الأسعار، حيث لا يمكن لمعدلات التضخم الانحراف بعيدا عن معدل التضخم في البلد الذي تم ربط سعر صرف العملة به؛ أما الشكل الثاني فيتم عن طريقه تثبيت سعر صرف العملة مع السماح بالتقلب في مجال معين شرط أن يتدخل البنك المركزي عندما تحدث انحرافات خارج المجال المحدد[1].

تم اعتماد هذه الاستراتيجية سنوات السبعينيات وأوائل سنوات الثمانينيات من القرن الماضي من قبل العديد من الدول، حيث اعتمدت هذه الأخيرة على سعر الصرف الثابت كمتغير وسيط للتحكم والتأثير في معدلات التضخم، في حين توجد بعض الدول خاصة منها تلك التي تتمتع بدرجة عالية من الانفتاح على غرار ألمانيا، الولايات المتحدة، واليابان قد تخلت على نظام سعر الصرف الثابت كركيزة اساسية خاصة بعد انهيار نظام بريتن وودز، وبالتالي اتبعت نظام سعر الصرف المرن لصالح سياسة القاعدة النقدية[2].

بالرغم من الإيجابيات التي تحملها استراتيجية سعر الصرف كونها ناجحة في تحقيق الاستقرار النقدي وكبح معدلات التضخم على المدى القصير، إلا أنها تعرضت لانتقادات عديدة حول قدرتها على تحقيق الاستقرار في الاسعار على المدى البعيد، ومن أهم الانتقادات التي تعرضت إليها كونها تُفْقد استقلالية البنك المركزي في اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية لمواجهة الصدمات المحلية من جهة، ومن جهة أخرى خلقت هذه الاستراتيجية صعوبات جمة في حركة رؤوس الأموال على الصعيد الدولي[3]، إضافة إلى ذلك كونها تؤدي إلى تدهور وانهيار مالي لاقتصادات البلدان غير المنتجة والمعتمدة لسياسة تخفيض قيمة العملة، الشيء الذي يؤدي إلى حالة عدم اليقين في مستقبل قيمة العملة المحلية.

إنّ الانتقادات العديدة التي حملتها هذه الاستراتيجية في طياتها، وكذا انهيار نظام بروتن وودز دفع بالعديد من الدول الصناعية إلى التوجه نحو تطبيق نظام صرف مرن، مع اختيار ركيزة إسمية جديدة قادرة على تحقيق الاستقرار في الأسعار على المدى الطويل تمثلت في استراتيجية الاستهداف النقدي.

---

[1] شوقي جباري، حمزة العوادي، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وشيلي، وتركيا، **مجلة رؤى استراتيجية**، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، الإمارات، 2014، ص: 73.

[2] Soumaila Doumbia, **Ciblage de Taux de Change Versus Ciblage de l'Inflation,** Revue Tiers Monde, Université Paris 01, Sarbonne, France, N : 215, 2013, P: 08.
Disponible sur: http://www.cairn.info.www.sndl1.arn.dz/resume.php?ID_ARTICLE=RTM_215_0183

[3] Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Op.Cit**, PP : 03-04.

ثانيا. استراتيجية الاستهداف النقدي:

تقوم استراتيجية الاستهداف النقدي على ثلاث ركائز أساسية تتمثل فيما يلي[1]: 1) اعتمادها على المعلومات المتعلقة بالمجاميع النقدية لإدارة السياسة النقدية؛ 2) الإعلان عن الأهداف المتعلقة بالمجاميع النقدية؛ 3) وجود آلية المساءلة لتفادي الانحرافات الكبيرة عن الأهداف النقدية.

تستند هذه الاستراتيجية على حقيقة مفادها أن مستوى الأسعار يتأثر بنمو العرض النقدي على المدى الطويل مع ضمان معدل ملائم للمجمع النقدي المختار كاستهداف وسيط، حيث قامت الدول المعتمدة لهذه الاستراتيجية بتحديد استهدافات مختلفة من المجمعات النقدية مبنية على فرضية استقرار الطلب على النقد ووجود علاقة وثيقة بين الهدف النهائي والمجمع النقدي المحدد، وخلال سنوات الثمانينات من القرن الماضي أصبحت المجمعات النقدية بمثابة استهدافات وسيطية في ظل تطبيق أسعار صرف مرنة[2]. وعموما، وباعتبار المجاميع النقدية متغير وسيط في حالة تحرير أسعار الصرف، تقوم البنوك المركزية بالسعي وراء التحكم في نمو المجاميع النقدية من خلال تحريك أدواتها كأسعار الفائدة مثلا من أجل الوصول إلى هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار على المدى الطويل باعتبار أن المجاميع النقدية محددا قويا لمعدلات التضخم، وبالتالي فإن نجاح هذه الاستراتيجية يكون مرهون بمدى قدرة البنك المركزي على وضع أدوات سياسة نقدية فعالة في التأثير على تلك المجاميع[3].

بالرغم من توفر بعض الايجابيات لهذه الاستراتيجية والتي تتطلب شروط معينة كالمساءلة والشفافية، إلاّ أنّها هي الأخرى فشلت في بلوغ هدف تحقيق الاستقرار النقدي في الكثير من الدول، فمن الناحية العملية أثبتت التجربة عدم قدرتها على تخفيض معدلات التضخم في فترة زمنية معينة واستمرار حالة عدم الاستقرار بين نمو المعروض النقدي والتضخم، مما أدى بالعديد من الدول الصناعية على غرار نيوزلندا والمملكة المتحدة إلى التخلي إليها نهائيا واستبدالها باستراتيجية حديثة لاستهداف التضخم.

وترجع أسباب الاخفاقات المتكررة لهذه الاستراتيجية إلى ما يلي: 1) كون نمو المجاميع النقدية ومعدلات التضخم لا تتطور على نحو مماثل إلا في المدى الطويل؛ 2) عدم وجود علاقة مستقرة بين

---

[1] Frederic S. Mishken, **From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lesson From The Industrialized Countries,** National Bureau Of Economic Research, Working Paper, 2000, P: 01.

[2] شوقي جباري، حمزة العوادي، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

[3] ناجي التوني، **استهداف التضخم والسياسة النقدية**، سلسلة جسر التنمية، ص: 03، متوفر على الموقع:
http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/111/111_develop_bridge6.pdf

عرض النقود والأسعار بسبب رفع القيود على النظام المالي، وكذا موجات الابتكار في الأسواق المالية؛ 3) وجود تغيرات قوية في الطلب على النقود[1].

ثالثا. استراتيجية استهداف التضخم

تعتبر هذه الاستراتيجية إحدى الأطر البديلة والحديثة للسياسة النقدية التي تتمتع بمستوى عال من الشفافية والمساءلة على تلك التي تشمل استهداف بعض مقاييس المجمعات النقدية وكذا الدخل الإسمي، فبعد أن واجهت العديد من البنوك المركزية تحديات كبيرة في تطبيق استراتيجية الاستهداف النقدي سنوات الثمانينات بسبب عدم استقرارية دالة الطلب على النقود في ظل حركة رؤوس الأموال وعدم استقرار الإطار التشريعي، تخلت أغلب الدول الصناعية على تلك الأهداف النقدية، مما أدى إلى ظهور استراتيجية استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية، وجعلها أكثر جاذبية لمعظم دول العالم[2]، حيث تم اعتمادها من قبل العديد من البلدان على اختلاف اقتصاداتها بدأ بنيوزلندا سنة 1990، ثم كندا في فبراير 1991، تليها المملكة المتحدة 1992، ثم السويد وفنلندا عام 1993، لتنتقل بعد ذلك للعديد من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية[3].

وتجدر الإشارة إلى أنّ استراتيجية استهداف التضخم ولدت بنيوزلندا عام 1989 بعد أن تجاوز معدل التضخم 13%، حيث أصبح مطلوب على وجه السرعة من البنك النيوزلندي استهداف التضخم مباشرة من أجل تفادي الانعكاسات السلبية للتضخم الكبير الذي عرفه العالم سنوات السبعينيات في الوقت الذي عرفت فيه استراتيجية استهداف سعر الصرف و الاستهداف النقي فشل ذريع في تخفيف حدة الموجات التضخمية، وبناء على ذلك أدرك البنك النيوزلندي أن عدم تحقيق أقصى قدر ممكن من المصداقية والمساءلة والشفافية لا يضمن له تحقيق استراتيجية أفضل لاستكمال استهداف التضخم، وبالفعل تخلى البنك الاحتياطي النيوزلندي على الاستراتيجيات السابقة[4]، حيث أصدر قانونا في 20 ديسمبر 1989 قدم من خلاله تعريفا يعتبر الأكثر شيوعا للمصطلح، إذ ينظر إليه على أنه علاجا استراتيجيا لمواجهة معدلات التضخم المرتفعة وإطارا حديثا للسياسة النقدية يرتكز على الإطار المؤسسي

[1] Soumaila Doumbia, **Op.Cit,** p: 09.
[2] Barry Eichengreen, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, **Transition Strategies And Nominal Anchors On The Road To Greater Exchange-Rate Flexibility,** Essays in international finance section, WP N° 213, April 1999, PP: 01-02.
[3] Frederic S. Mishken, **From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lesson From The Industrialized Countries,** Op.Cit, P: 10.
[4] Emmanuel Carré, **Une Histoire De Ciblage de L'inflation: Science Des Théoriciens Ou Arts Des Banquiers Centraux ?,** Cahiers D'économie Politique, N° 66, 2014, P : 27.
Disponible sur : http://www.cairn.info.www.sndl1.arn.dz/revue-cahiers-d-economie-politique-2014-1-page-127.htm

المتكون أساسا من عمليات المساءلة، الشفافية، والمصداقية والاتصال مع الجمهور، ومنذ ذلك الوقت أقبلت العديد من الدول على تبني هذه الاستراتيجية الحديثة إلى أن بلغ عددها سنة 2010 سبعا وعشرين دولة، كما أصبحت هذه الاستراتيجية تمثل نظاما رسميا لصندوق النقد الدولي عام 2006، ويشير الصندوق إلى أن أزيد من 40 دولة قد تقدمت بطلب الحصول على معلومات توضيحية حول هذه الاستراتيجية.

وتجدر الاشارة إلى أن الدول الناشئة تعد أكثر الدول اقبالا على تبني هذه الاستراتيجية، نظرا لمعدلات التضخم المرتفعة التي تعاني منها، حيث أصبحت هذه الأخيرة تمثل العقبة الأساسية أمام تحقيق تنمية اقتصادية[1].

المطلب الثاني: مفهوم وأنواع استراتيجية استهداف التضخم

الفرع الأول: تعريف استراتيجية استهداف التضخم

تعددت التعاريف حول هذا المصطلح بشكل واسع، فمنهم من عرفه من الناحية العملية، ومنهم من عرفه من الناحية النظرية، لذلك سنحاول من خلال هذه النقطة التطرق إلى أهم التعاريف التي شملتها هذه الاستراتيجية.

اقترح **Svensson** تعريفا شاملا لاستراتيجية استهداف التضخم من الناحية العملية، حيث عرفها على أنها تلك النظام الذي يظم أربع خصائص أساسية تتمثل فيما يلي: 1) إعلان عام عن هدف كمي رقمي لمعدل تضخم يتراوح في مختلف البلدان ما بين [1،5 ؛ 2،5] بالمئة سنويا، مع تحديد نطاق السماح بتقلب معدل التضخم الفعلي عن المستهدف بنحو أزيد او أقل الواحد بالمئة (±1%)؛ 2) عدم وجود قاعدة صريحة تلزم البنك المركزي باستخدام أدوات معينة للسياسة النقدية، وهذا من أجل توفير استقلالية أكبر للبنك المركزي؛ 3) اتباع نظام سعر صرف؛ 4) توفير درجة عالية من الشفافية والمساءلة.

إضافة إلى هذه الركائز فقد أكد **Svensson** على ضرورة عدم وجود أهداف وسيطية إسمية للسياسة النقدية قد تتعارض مع هدف تحقيق الاستقرار في الاسعار ماعدا هدف وسيط فريد يتمثل في قناه التوقعات الاستشرافية المستقبلية لمعدل التضخم[1].

[1] شوقي جباري، حمزة العوادي، مرجع سبق ذكره، ص: 75.

ويعرف كل من **Shane and Sophister** استهداف التضخم على أنه إطار للسياسة النقدية يتسم بالإعلان الصريح والعام عن استهدافات كمية رسمية لمعدل التضخم خلال فترة أو أكثر من الآفاق الزمنية، وإقرار صريح بأن تخفيض واستقرار معدل التضخم يكون هدف أولي طويل الأجل للسياسة النقدية، يكون تحقيقه من خلال الجهود الكبيرة المبذولة للتواصل مع الجمهور حول خطط وأهداف السلطات النقدية، وكذا تعزيز آليات المساءلة لتحقيق تلك الأهداف[2].

كما يعرف كل من **Bernank and Mishken** استراتيجية استهداف التضخم على أنها إطار حديث لإدارة السياسة النقدية يقوم البنك من خلالها بإعلان صريح لاستهداف مجال معين للتضخم خلال فترة زمنية محددة، بحيث يكون الهدف الأولي والوحيد للسياسة النقدية هو تحقيق الاستقرار في الأسعار على المدى البعيد، إضافة إلى ذلك فإن هذه الاستراتيجية تشمل زيادة نمو الاتصال مع الجمهور حول خطط وأهداف السياسة النقدية، وكذلك زيادة مساءلة البنك المركزي حول تحقيق تلك الأهداف المسطرة[3].

وفي تعريف آخر قدمه محافظ بنك انجلترا **King** فإن استهداف التضخم هو عبارة عن إطارا تحليليا هدفه الأولي تحقيق الاستقرار النقدي على المدى البعيد مع الأخذ بعين الاعتبار ركيزتين أساسيتين هما: الأولى، تتمثل في الاعلان العام عن معدل التضخم المستهدف على المدى المتوسط؛ والثانية، تتعلق بالاستجابة للصدمات في المدى القصير[4].

كما أضاف **King** أن استراتيجية استهداف التضخم تشكل إطارا لصنع وإبلاغ القرارات، وهي ليست نظرية جديدة لآلية تحويل السياسة النقدية، وبالتالي فهي لا تعكس فهما جديدا لقوانين الاقتصاد، لكن من خلال ارساء توقعات التضخم على الهدف يمكن تغيير آلية التحويل النقدي من أجل الحد من أثر الصدمات التضخمية[5].

بناء على ما سبق يمكن تعريف استراتيجية استهداف التضخم على أنها إطارا حديثا لإدارة السياسة النقدية يركز على استقرار الأسعار كهدف أولي وأساسي للسياسة النقدية على المدى المتوسط

---

[1] Lars E.O. Svensson, **Monetary Policy And Inflation Targeting,** National Bureau Of Economic Research, Working Paper, Winter 1997/98, PP: 01-02.

[2] Shane Murphy, Sophister, **Inflation Targeting With Reference TO The Current Economic Downturn,** P: 01, Vu: le 27/11/2016 À 22:00, https://www.tcd.ie/Economics/assets/pdf/SER/2009/Shane_Murphy.pdf

[3] Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?,** Journal of Economic Perspectives, Volume 1 1, Number 2, Spring 1997, Pages (97-116), P: 97.

[4] Mervyn King, Governor of the Bank of England, **Monetary Policy: Practice Ahead of Theory,** Bank of England, London, 2005, P: 13.

[5] Ibid, p: 14.

والبعيد، وهذا من خلال استهداف رقم أو مجال محدد لمعدل التضخم من طرف السلطة النقدية التي تتمتع بالاستقلالية الإجرائية في إدارة أدوات السياسة النقدية بطريقة تكون شفافة، بحيث السلطة النقدية تكون مسؤولة عن تصرفاتها ونتائجها امام الجمهور والسلطات السياسية بشكل يعزز المساءلة.

الفرع الثاني: أنواع استراتيجية استهداف التضخم

توجد ثلاثة أنواع رئيسية لاستهداف التضخم تتمثل في:

أولا: استهداف التضخم الكامل (Full-Fledged Inflation Targeting): يعتبر هذا النوع الأكثر شهرة وانتشارا عن باقي الأنواع الأخرى، حيث يطبق هذا النوع في الدول التي يتراوح فيها مستوى المصداقية من متوسط إلى أعلى، مع التزام واضح من صانعي السياسة النقدية أن استهداف التضخم هو الهدف الأولي للسياسة النقدية، وإضفاء الطابع المؤسسي لهذا الالتزام في شكل إطار نقدي شفاف يعزز مساءلة البنك المركزي حول الاهداف المسطرة.

تعتمد البلدان هذا النوع بغرض التخفيف من مشكلة تضارب أهداف السياسة النقدية المعروفة بالمربع السحري لكالدور، وتعتبر نيوزلندا أول من تبنّى هذا النظام لتبعها سبع دول صناعية واحدى عشر دولة من بلدان الأسواق الناشئة سنة 2003.

ثانيا: استهداف التضخم الانتقائي(Electic Inflation Targeting): يطبق هذا النوع عادة في البلدان التي تمتلك مستوى عال من المصداقية، والتي تمكنها من الحفاظ على معدلات منخفضة ومستقرة للتضخم مع توافر مستوى منخفض من الشفافية والمساءلة الكاملة بالنسبة لهدف التضخم. إن انخفاض معدل التضخم وتوفر درجة عالية من الاستقرار المالي يساعد هذه الدول على تحقيق اهداف ثانوية أخرى مثل الاستقرار في الأسعار، فضلا عن ذلك استقرار الأسعار، ولقد تم تصنيف خمسة بنوك مركزية في البلدان المتقدمة تمارس هذا النظام، منها البنك المركزي الأوروبي، والولايات المتحدة الأمريكية[1].

ثالثا: استهداف التضخم الجزئي (Lite Inflation Targeting): الدول التي تعتمد هذا النوع تلك التي تعلن عن استهداف التضخم بدرجة منخفضة من المصداقية في تحقيق الهدف، مما يجعل البنك المركزي

[1] Mark R. Stone, **Inflation Targeting Lite,** IMF Working Paper, WP/03/12, January 2003, P: 07.
Disponible Sur: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0312.pdf

غير قادر على تحقيق استقرار الأسعار كهدف أولي للسياسة النقدية، كما أن انخفاض المصداقية في هذه الدول تعكس سرعة تأثرها للصدمات الاقتصادية الكبيرة، وعدم الاستقرار المالي، وكذا ضعف الإطار المؤسسي القائم على السياسة النقدية[1].

المطلب الثالث: متطلبات تجسيد استراتيجية استهداف التضخم.

إنّ فعالية استراتيجية استهداف التضخم ترتبط بمدى قدرة البنك المركزي على التحكم في معدل أو نطاق استهداف للتضخم كهدف أولي للسياسة النقدية، ولضمان فعالية هذه الاستراتيجية يجب توافر مجموعة من المتطلبات يمكن تصنيفها في: متطلبات أساسية، متطلبات مسبقة، ومتطلبات أساسية أخرى.

الفرع الأول: المتطلبات الأساسية.

تعد المتطلبات الأساسية تلك المعايير التي يجب توافرها في بلد ما حتى يمكن القول انه يستهدف معدل التضخم، فإذا نقص متطلب من هذه المتطلبات في بلد ما لا يمكن الحكم على ان هذا الأخير يعتمد استهداف التضخم الكامل، ولقد اقترح F. Mishken خمس متطلبات أساسية تتمثل فيما يلي[2]:

1) الإعلان العام عن أهداف رقمية لمعدل التضخم في الأجل المتوسط من قبل السلطة النقدية القائمة على صنع السياسة النقدية في البلد والمتمثلة أساسا في البنك المركزي، ويكون هذا الإعلان من خلال نشر كل المعلومات المتضمنة المعدل أو المدى المستهدف للتضخم في الدوريات والنشرات والتقارير التي ينشرها البنك المركزي؛

2) الالتزام المؤسساتي بأن استقرار الأسعار هو الهدف الأولي للسياسة النقدية، مع اعتبار باقي الأهداف الأخرى ثانوية؛

3) تبني استراتيجية شاملة للحصول على المعلومات المتعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، ليس فقط المجاميع النقدية وسعر الصرف، بل كل المتغيرات التي تساعد على تحديد أدوات السياسة النقدية الأكثر فعالية؛

4) توسيع نطاق شفافية السياسة النقدية، وذلك من خلال إعطاء فرصة إطلاع الجمهور ووكلاء الأسواق المالية على توجهات وإجراءات السياسة النقدية، واعلامهم بخطط وأهداف وقرارات السلطة

[1] Alina Carare, Mark R. Stone, **Inflation Tergeting Regimes,** IMF Working Paper, WP/03/09, January 2003, PP: 03-04.
Disponible Sur: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0309.pdf
[2] Frederic S.Mishken, **Inflation Targeting,** NBER AN Columbia University, WP, 2001, P: 01.
Disponible Sur: https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf

النقدية، حيث أن معرفة الجمهور والوكلاء في الأسواق المالية أهداف وخطط السياسة النقدية وأدواتها، وكذا تمكينهم من الحصول على المعلومات المطلوبة في هذا المجال سيعمل على زيادة فعالية استراتيجية استهداف التضخم من جهة، ومن جهة أخرى سيساعد الوكلاء الاقتصاديين على اتخاذ قرارات سليمة، فضلا عن ذلك يخلق مزيد من الالتزام من قبل البنك المركزي للوفاء بالأهداف المسطرة؛

5) تعزيز مساءلة البنك المركزي حول تحقيق أهداف التضخم: فكلما تمتع البنك المركزي بمزيد من الاستقلالية كلما كبرت الحاجة إلى مساءلته حول توجهات سياساته والنتائج التي تتمخض عنها، وذلك استنادا إلى مسؤولياته تجاه تحقيق الأهداف التي ينص عليها قانونه، أما الجهات التي يكون البنك المركزي مسؤولا أمامها هي: البرلمان بصفته ممثلا للشعب، وسائل الاعلام، وكلاء الأسواق المالية، وذلك وفق الآلية أو الأسلوب الذي ينص عليه القانون[1].

الفرع الثاني: المتطلبات المسبقة

يتطلب نجاح البنوك المركزية حول تحقيق هدف استقرار الأسعار توافر مجموعة من الشروط المؤسسية والموضوعية، والتي من شأنها تزيد من فعالية استراتيجية استهداف التضخم، ومن بين هذه المتطلبات ما يلي:

أولا. استقلالية ومصداقيته البنك المركزي:

تعتبر استقلالية البنوك المركزية احدى أبرز المسائل الهامة في مجال البحث عن الإطار المؤسسي الذي يساعد السياسة النقدية المستهدفة للتضخم في إبقاء معدلات التضخم عند مستوياتها المنخفضة في الأجلين المتوسط والطويل. ويقصد بالاستقلالية هنا حرية البنك المركزي في رسم وتنفيذ سياسته النقدية دون الخضوع لأي اعتبارات او ضغوطات سياسية، كما أن الاستقلالية لا تعني بأي حال من الأحوال الانفصال التام بين الحكومة والبنك المركزي وانفراد هذا الأخير برسم الأهداف النهائية للسياسة النقدية، حيث يمكن الاتفاق بينهما حول هذه الأهداف، على أن تكون للبنك المركزي الاستقلالية الإجرائية في اختيار الأدوات المناسبة والأهداف الوسيطية التي تساعد على الوصول للأهداف النهائية مع ضرورة الحفاظ على أكبر قدر ممكن من الانسجام والتناغم بين السياسة المالية والنقدية[2].

[1] أمية طوقان، **دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية**، مؤتمر حول: **مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية**، سورية، أيام: 02-03 تموز 2005، ص: 03.

[2] نفسه.

وتتجسد صور استقلالية البنك المركزي ضمنيا في عدم تمويل ميزانية الحكومة في أي صورة من الصور، كما أنه لا ينبغي أن يُطلب من البنك المركزي تخفيضات في أسعار الفائدة على الدين العام أو الحفاظ على سعر صرف إسمي معين، كما أنه لا ينبغي أن تكون ضغوطات سياسية على البنك المركزي من أجل رفع معدل النمو الاقتصادي. إن عدم استيفاء الشروط أعلاه يوحي بأن البنك المركزي لا يتمتع بأي نوع من أنواع الاستقلالية سواء الكاملة منها أو النسبية، وهذا ما يضعف من فعالية السياسة النقدية لتصل إلى أهدافها النهائية[1]. وتعد المصداقية من الشروط الموضوعية المرتبطة بدرجة استقلالية البنوك المركزية، فهي تمثل ركيزة أساسية تساعد على تحقيق أهداف السياسة النقدية وكذا استقلالية البنك المركزي. ويقصد بالمصداقية التزام البنك المركزي باتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السياسة النقدية دون أي تقصير، فإذا واجه البنك المركزي ظروف معينة فيتعين عليه ألا يتراجع عن تلك الاجراءات إلا عند تحقيق الهدف المسطر، ومما لا شك فيه أن اكتساب البنك المركزي مستوى عال من المصداقية يجعل استراتيجية استهداف التضخم تسير بالاتجاه المطلوب بشكل أسرع[2].

ثانيا. امتلاك هدف وحيد يتمثل في استقرار الأسعار:

ينبغي أن تركز السلطات النقدية على تحقيق هدف وحيد يتمثل في معدل التضخم المعلن عنه مع التخلي عن باقي الاستهدافات الأخرى التي تتضارب مع هدف استقرار الأسعار كالعمالة أو سعر الصرف، كما ينبغي عليها أيضا أن تأخذ بعين الاعتبار الآثار المترتبة عن السياسة المالية، لأنه في الواقع وجود مستوى عال من الدين العام سيرفع من مستوى التوقعات المتشائمة أي التفكير في أنّ الوصول لمعدل التضخم المستهدف أمر صعب في المدى القصير، وهذا ما يؤدي حتما لارتفاع أسعار الفائدة، والذي يؤدي بدوره إلى تزايد الارتفاع في الدين العام[3].

ثالثا. وجود علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية ومعدل التضخم:

يجب أن تكون علاقة مستقرة بين التضخم وأدوات السياسة النقدية، لذلك يتوجب على السلطة النقدية المعتمدة استراتيجية استهداف التضخم أن تكون قادرة على بناء نموذج ديناميكي يتم من خلاله توقع

[1] Eser Tutar, **Inflation Targeting In Developing Countries And Its Applicability to the Turkish Economy,** Thesis submitted Of The Requirement For The Degree Of MA Of Arts In Economics, University Virgina, United States Of America, 2002, P: 06.

[2] أمية طوقان، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

[3] Zehra Yesim Gurbuz Besek, **Crédibilité et efficacité de la politique de ciblage d'inflation en Turquie sur la période 2002-2006,** Thèse De Doctorat En Science Economique, Université Rennes 02, France, 2008, P : 39.

معدل التضخم في المستقبل وتقديره عند مستوى يمكن تحقيقه والتحكم فيه، مما يساعد السلطة النقدية على تحديد حجم الانحرافات عن المسار المحدد من جهة، ومن جهة أخرى يجب أن تتوافر بين أيدي السلطة النقدية أدوات سياسة نقدية فعالة في التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية من أجل تصحيح الانحرافات وإعادة معدل التضخم المتوقع إلى مستواه أو مداه المحدد، ولا بد أيضا أن تكون هناك أسواق مالية ونقدية متطورة تساعد على سرعة استجابة تلك الأدوات لتحقيق الاستقرار النقدي[1].

الفرع الثالث: المتطلبات الأساسية الأخرى

توجد إلى جانب المتطلبات الأساسية والمتطلبات المسبقة بعض المتطلبات التي ينبغي أن تتوافر في البلدان المعتمدة لهذه الاستراتيجية، وهذا من أجل تكييف البيئة المناسبة التي تساعد على إنجاح تطبيقها في تحقيق هدف الاستقرار النقدي، ومن بين هذه المتطلبات ما يلي:

أولا. استقرار الاقتصاد الكلي: يؤدي فرض أهداف متضاربة على البنك المركزي إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي داخل البلد، مما يؤدي إلى التشكيك حول فاعلية السياسة النقدية في استهداف التضخم، وبالتالي فإن السلوك الفعال للسياسة النقدية المستهدفة للتضخم يتطلب ألا تخضع السياسة النقدية لقيود الميزانية فيما يخص التمويل النقدي بالعجز للحكومة، ذلك لأن الوضع المالي السليم وكذا استقرار الاقتصاد الكلي يقويان من مصداقية البنك المركزي، كما أن الوضع الخارجي ايضا يجب يتسم بالقوة بما فيه الكفاية لتجنب خطر الانزلاقات الناتجة عن التغيرات في سعر الصرف، وبالتالي فيجب اتخاذ التدابير اللازمة للتخفيف من مخاطر الصراع بين المدى المستهدف للتضخم وعدم توفر الاستقرار الخارجي. والأهم من ذلك كله هو ضمان التطبيق الصارم والجيد لأنظمة الرقابة الاحترازية على البنوك التجارية والمؤسسات المالية بدقة عالية[2]. ومما سبق تبرز ضرورة وجود علاقة تفاعلية ومنسجمة بين استراتيجية استهداف التضخم وباقي السياسات الأخرى، إذ لا يمكن تحقيق معدل التضخم المستهدف بالموازاة مع أهداف أخرى ما لم تكن منسجمة وغير متعارضة مع الهدف الرئيسي[3].

---

[1] عبد الوحيد صرارمة، زكرياء خلف الله ، **سياسة استهداف التضخم كاستراتيجية جديدة لمواجهة التضخم في الجزائر**، المؤتمر الدولي العاشر حول : **فعالية السياسة النقدية في الدول النامية: تجارب الماضي وتحديات المستقبل**، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، يومي 15 و16 نوفمبر 2015، ص: 07.

[2] M Kamal Louali, **Opportunité De Mise En Ouvre D'une Politique De Ciblage d'Inflation Au Maroc,** Ministère De Finance et de la Privatisation, Direction De La Politique Economique Général, Document de Travail N : 102, Maroc, 2004, P : 06. **Disponible sur :** https://www.finances.gov.ma/depf/SitePages/publications/en_catalogue/doctravail/doc_texte_integral/dt102.pdf

[3] شوقي جباري، حمزة العوادي، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

ثانيا. وجود قطاع مالي مستقر ومتطور:

تعتبر الدول المرشحة لاعتماد استراتيجية استهداف التضخم الأكثر قابلية للتأثر بالأزمات والصدمات، لذلك فإن الاستقرار المالي يسمح للبنوك المركزية في هذه البلدان التركيز أكثر على استهداف التضخم، ويساعدها على ارساء تطلعات وتوقعات الوكلاء الاقتصاديين للهدف المسطر.

كذلك يجب أن تكون السوق المالية لهذه البلدان متطورة بما فيه الكفاية من أجل تطبيق سياسة نقدية مستقرة على أدوات تتسم بمرونة عالية تجاه قانون السوق، حيث يعود تطور أسعار الأصول المالية في الأسواق النشطة والعميقة بالمعلومات المتعلقة بالنشاط الاقتصادي إلى البنك المركزي، مما يساعد في التركيز اكثر على معدل التضخم المستهدف، وامتصاص آثار الصدمات على المدى القصير، وكذلك الحفاظ على الاستقرار المالي[1].

المطلب الرابع: الخيارات الاستراتيجية لتنفيذ استهداف التضخم

استراتيجية استهداف التضخم هي اعلان صريح رقمي على مستوى مستهدف للتضخم، ومع ذلك تكون السلطة النقدية مضطرة لتحديد بعض الخيارات الاستراتيجية التي تساعدها على الوصول لمعدل التضخم المستهدف، ومن الناحية العملية تم تحديد ثلاث خيارات أساسية تتمثل في: التعريف بالهدف؛ بناء توقعات مستقبلية لمعدل التضخم؛ والاتصال من خلال نشر كل المعلومات المتعلقة بالخيارات السابقة.

أولا: التعريف بالهدف: إنّ الخطوات التي تقوم بها السلطة النقدية من أجل وضع تعريف مفصل للهدف تتمثل فيما يلي: تحديد الهدف، اختيار مؤشر أسعار مناسب للتضخم، اختيار الأفق الزمني المناسب، وفي الأخير اختيار مستوى معين لمعدل التضخم.

1) **تحديد الهدف:** يعتبر اختيار الهدف قضية رئيسة في نجاح أو فشل السياسة النقدية، أما فيما يخص مسألة من الذي يعين معدل التضخم المستهدف ويقوم بالإعلان عن مستواه المستهدف يعتمد على مدى استقلالية البنك المركزي، وهذه المسألة تختلف من بلد الى آخر، فعلى سبيل المثال يتم الاعلان عن معدل التضخم المستهدف لأول مرة في كل من استراليا وفنلندا والسويد من قبل البنك المركزي دون أي موافقة صريحة من الحكومة، أما في كندا ونيوزلندا فقد فيتم تحديد واختيار الهدف المستهدف والاعلان

[1] M Kamal Louali, **Loc.Cit.**

عنه بموجب اتفاق مشترك بين وزير المالية ومحافظ البنك المركزي، حتى إذا تم الاعلان عن معدل التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي، على الحكومة ان تصادق عليه لاحقا بما أن هذا قد يشجع الاتفاق بين هيئتي صنع السياسة وزيادة فعالية ومصداقية هذا الاطار[1].

2) **اختيار مؤشر اسعار مناسب للتضخم:** إن اختيار مؤشر الأسعار الذي يتم به قياس الرقم القياسي لأسعار المستهلك يُظهر وجود فروقات كبيرة بين الدول المعتمدة لاستراتيجية استهداف التضخم، حيث يوجد نوعان رئيسان من المؤشرات المرجحة لحساب معدل التضخم هما: مؤشر اسعار المستهلك(CPI)، ومعامل انكماش الناتج المحلي الاجمالي(GDPD).

ويعد مؤشر أسعار المستهلك الأكثر شيوعا واستخداما من قبل البنوك المركزية في العالم، ذلك لأنه مألوف لدى الجماهير مما يسهل فهمه من جهة، ومن جهة اخرى يتم حساب هذا المؤشر شهريا بشكل منتظم، كما انه لا يحتاج ولا يخضع الى قدر اكبر من المراجعة والتعديل مع مرور الوقت[2].

3) تحديد الافق الزمني للهدف: بعد تحديد الهدف مسبقا واختيار مؤشر الاسعار المناسب لقياس معدل التضخم يمكن طرح التساؤل التالي: ما هو الافق الزمني الذي يضمن تحقيق الهدف المسطر؟

للإجابة على هذا التساؤل يذكر فريدريك ميشكن أن اختيار أفق قصير قد يخلق ثلاث مشاكل محتملة، المشكلة الاولى تتمثل في عدم استقرار السياسة النقدية إذا قام صانعي السياسة بإدخال تعديلات متكررة قد تكون متناقضة في بعض الاحيان، مما يؤدي الى انعدام الاستقرار النقدي ويؤثر سلبا على مصداقية السياسة النقدية؛ المشكلة الثانية وتتمثل في فقدان وظائف البنك المركزي والتي تأخذ بعين الاعتبار استقرار الدخل، لذلك ينصح باتباع وتحديد أفق زمني بعيد، لأنه خلال الفترات الزمنية القصيرة يصبح الانتاج أكثر تقلبا بسبب ضعف الوزن الممنوح لفجوة الناتج، مما يؤدي بدوره الى انعدام الاستقرار الاقتصادي وفشل السياسة النقدية؛ المشكلة الثالثة التي ناقشها ميشكن هي صعوبة تحقيق هدف استقرار الاسعار في الافق القصير لأن عمل السياسة النقدية ينطوي على عدة تغييرات متكررة لفترات قصيرة، هذه التغيرات المتكررة في الاستهداف تؤدي الى صعوبة في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار[3].

بناء على المشاكل أعلاه التي تكون ناتجة بسبب اعتماد أفق زمني قصير يمكننا أن نفهم بسهولة سبب اختيار جميع البنوك المركزية أفق طويل المدى والذي عادة ما يكون 05 سنوات، ويعود تبرير ذلك

[1] Eser Tutar, **Op.Cit,** P: 07.
[2] Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Op.Cit**, P: 08.
[3] Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting In Emerging Market Countries,** National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 7618, 2000.

كون ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية غير متماسكة في الأفق القريب لتحقيق هدف استقرار الأسعار، ذلك لأن معظم الدول الصناعية تتراوح فيها أوقات تحويل أثر السياسة النقدية من 36 إلى 60 شهرا، فعلى سبيل المثال اختارت نيوزلندا أفق زمني مدته خمس سنوات في أول بيان لها، أما بعض البنوك المركزية فقد حددت سنة واحدة في البداية، وبعد ذلك أدركوا أن هذا الخيار ليس أمثل ولا يؤدي إلى استقرار الأسعار وهكذا تم توسيع نطاق هذا الأفق إلى 5 سنوات، كما هو الحال أيضا في كندا حيث قامت السلطات النقدية بتحديد أفق زمني ثابت مدته سنة ونصف عام 1992، وبعد ذلك تم توسيع النطاق سنة 1994 إلى 5 سنوات[1].

4) **اختيار مستوى أو مجال محدد لمعدل التضخم المستهدف:** من خلال هذه الخطوة تقوم السلطة النقدية إما باختيار عدد رقمي أو مجال معين لمعدل التضخم المستهدف، فعلى سبيل المثال قررت فنلندا وأستراليا اختيار عدد رقمي معين لمعدل التضخم، في حين كندا، المملكة المتحدة، السويد، ونيوزلندا قاموا بتحديد مجال معين لمعدل التضخم، أما إسبانيا فقد حددت سقف لمعدل التضخم كحد أقصى لا يجب تجاوزه.

ومن أسباب لجوء العديد من الدول لاستخدام مجال معين لمعدل التضخم المستهدف هو عدم إمكانية التحكم أو السيطرة الكاملة على معدلات التضخم من طرف السياسة النقدية، وهذا بسبب التباطؤات الطويلة والمتغيرة التي قد تواجهها السياسة النقدية من جهة، وصعوبة التنبؤ بدقة حول معدل التضخم في المستقبل من جهة أخرى.

وفي ظل هذه الظروف فإن اعتماد مجال معين للتضخم سيضمن الاستقرار في الإنتاج ويقلل من التقلبات في معدل التضخم، كما يساعد على ابقاء مرونة كافية لمعالجة الصدمات قصيرة الأجل[2].

ثانيا: بناء توقعات مستقبلية لمعدل التضخم: تتطلب استراتيجية استهداف التضخم استخدام نماذج تنبؤ قياسية تساعد على تحديد معدل التضخم المتوقع في المستقبل بسبب طبيعتها التطلعية من جهة، وإمكانية وجود فجوة بين إجراءات السياسة النقدية وتأثيرها على المتغيرات المستهدفة من قبل البنك المركزي من جهة أخرى، وبالتالي فإن استراتيجية السياسة النقدية المستهدفة للتضخم تكون أكثر فعالية إذا كانت لها نظرة استشرافية حول معدل التضخم المستقبلي، فمثلا إذا كانت معدلات التضخم المتوقعة أكبر من المجال المستهدف فعلى السلطات النقدية تغيير أدوات السياسة النقدية في الوقت المناسب قبل أن يرتفع

[1] Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Op.Cit**, P: 11.

[2] رجاء عزيز بندر، **استهداف التضخم: دراسة لتجارب بلدان نامية في السياسة النقدية، البنك المركزي العراقي**، ورقة بحثية مقدمة للمديرية للإحصاء والأبحاث، العراق، د س، ص 11.

معدل التضخم الفعلي، ويجب عليها أيضا اتخاذ كل الإجراءات الوقائية للقضاء على هذه الانحرافات وتصحيحها، ونتيجة لذلك فتوقعات البنك المركزي لها أدوار خاصة في نظام استهداف التضخم[1].

ثالثا: الاتصال: يعتبر الاتصال واحد من بين أهم الخيارات الاستراتيجية لاستهداف التضخم، وبالتالي فهو يضمن مستوى عال من الشفافية من خلال الاتصال المباشر بالوكلاء والجمهور، حيث يتضمن هذا الخيار في قيام صانعي السياسة النقدية بشرح الأساليب والأهداف والخطط والالتزامات التي تقوم عليها السياسة النقدية، وكذلك توضيح ما إذا كانت الانحرافات ناتجة عن خطأ أو أنها كانت متوقعة أثناء تطبيق السياسة النقدية، وبالتالي فإن الاتصال بالجمهور والوكلاء والأسواق المالية يخلق ثقة داخل البلد ويساعد على فعالية السياسة النقدية[2].

المطلب الخامس: تجربة استراتيجية استهداف التضخم وتحدياتها في دول الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة $EMDE_s$

مرت أزيد من 25 سنة على ولادة استراتيجية استهداف التضخم بنيوزلندا بعد أن أصدر البنك الاحتياطي النيوزلندي في جانفي 1990 قانونا يقضي باعتماد رسمي لهذا الإطار النقدي الحديث، لتتبعها بعد ذلك العديد من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة، حيث أظهرت هذه الاستراتيجية بعد عدة سنوات نتائج مرضية لبعض الدول المطبقة لهذا الإطار في تخفيض معدلات التضخم وتحقيق استقرار الأسعار.

إنّ الأنباء الجيدة حول فعالية هذه الاستراتيجية الحديثة جعلها محل اهتمام وأكثر جاذبية في جميع أنحاء العالم، وأصبحت كل الدول تنظر إلى هذه الاستراتيجية على أنها سر تقوية بنوكها المركزية وسياستها النقدية وأدائها الاقتصادي الكلي، وفي الواقع وصل عدد البنوك المركزية في الدول التي اعتمدت هذا الإطار الحديث سنة 2015 حوالي 36 بنكا، منه 11 بنكا تابع للدول الصناعية، 25 بنكا من دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية، كما هو موضح في الجدول (1.1) أدناه.

[1] Lars E.O.Svensson, Inflation Targeting, NBER Working Paper, N° 16654, Cambridge, England, December 2010, P 02.

[2] Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Loc.cit**.

جدول رقم (1.2): البلدان المستهدفة لمعدلات التضخم خلال الفترة 1990-2015.

البلد	نيوزلندا	تشيلي	كندا	المملكة المتحدة	أستراليا	السويد	الجمهورية التشيكية	الأراضي الفلسطينية المحتلة	كوريا	بولندا	البرازيل	جنوب افريقيا
تاريخ الاعتماد	1990	1991	1991	1992	1993	1995	1997	1997	1998	1999	1999	2000
البلد	تايلاند	المجر	إيسلندا	المكسيك	النرويج	بيرو	الفلبين	غواتيمالا	إندونيسيا	رومانيا	أرمينيا	صربيا
تاريخ الاعتماد	2000	2001	2001	2001	2001	2002	2002	2005	2005	2005	2006	2006
البلد	تركيا	غانا	ألبانيا	جورجيا	مولدوفا	الجمهورية الدومنيكية	أوغندا	اليابان	البارغواي	روسيا	الهند	
تاريخ الاعتماد	2006	2007	2009	2009	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Klaus Schmidt-Hebbel, **The Past and Future of Inflation Targeting,** April 2016, PP: 29-30. Disponible Sur: http://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016_XVIIISemAnualMetasInfBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf
- Wolassa L Kumo, **Inflation Targeting Monetary Policy, Inflation Volatility And Economic Growth In South Africa,** African Development Bank Group, Working Paper N: 216, Tunisia, January 2015, P: 32.

يتضح من الجدول أعلاه أن العشر سنوات الأولى التي تلي تاريخ ولادة هذه الاستراتيجية كانت شبه محتكرة من قبل الدول الصناعية على غرار نيوزلندا، المملكة المتحدة، كندا، السويد، أستراليا، الأراضي الفلسطينية المحتلة...إلخ، لكن في الواقع ومع بداية سنة 2002 ارتفع عدد الدول المعتمدة لهذا الإطار النقدي الحديث إلى حوالي 20 دولة، 10 دول منها تنتمي للأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية على غرار الفلبين، بيرو، المجر، كوريا، جنوب إفريقيا، تايلاند وغيرها من الدول الأخرى، ثم بعد ذلك ارتفع العدد إلى أن وصل عدد الدول الناشئة والنامية 25 دولة سنة 2015 منها الهند، أوغندا، تركيا، وغيرها.

إنّ هذا الارتفاع الملفت في عدد الدول للأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية يقودنا للسؤال التالي:

ماهي الدروس المستخلصة والتحديات المستقبلية لدول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية؟

الفرع الأول: تجارب استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والنامية.

إنّ العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية تبنت استراتيجية استهداف التضخم كأداة لتحقيق الاستقرار في الأسعار، باعتبار أن هذه الاستراتيجية تشكل التزام من أجهزة البنوك المركزية من جهة، وتمثل ركيزة اسمية للتأثير على التوقعات الخاصة بالتضخم من جهة أخرى، حيث اعتمدت معظم البنوك المركزية لهذه البلدان في بادئ الأمر على استهداف جزئي لمعدل التضخم يرافقه استهداف ضمني لسعر الصرف، في حين قامت بعض البنوك المركزية لدول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية باستهداف معدل التضخم مع الالتزام بتحديد هدف صريح لسعر الصرف من أجل تحقيق الاستقرار في عملتها، وذلك من خلال تدخلات قوية في أسواق الصرف الأجنبي، ونذكر من هذه الدول: (كولومبيا، البرازيل، وبيرو)، وبعد ذلك أدركت هذه الدول أن تبني استراتيجية استهداف التضخم الجزئي محفوف بالمخاطر مما جعلها تخرج من دائرة الاستهداف الجزئي وتعتمد تدريجيا استهداف التضخم الكامل من خلال تطبيق نظام التعويم الحر لسعر الصرف مع التزام بتخفيض معدلات التضخم بشكل مستمر[1].

ولتقييم تجارب أداء البنوك المركزية في تحقيق معدلات تضخم منخفضة من خلال هذا الاطار النقدي الحديث للسياسة النقدية، سنأخذ عينة تتكون من 25 دولة تطبق استراتيجية استهداف التضخم كلها تنتمي إلى دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية، حيث قمنا بتجميع البيانات التي تخص كل من تاريخ اعتماد الاستراتيجية، معدل التضخم عند تاريخ الاعتماد، الأفق الزمني للاستهداف، النطاق المستهدف لمعدل التضخم، التضخم الفعلي سنة 2015، والانحراف سنة 2015 عن النطاق المسموح به للتقلب. كما هو موضح في الجدول (2.1).

[1] Klaus Schmidt-Hebbel**, Op.Cit**, P: 17.

جدول رقم (2.2): الملامح الانتقائية لاستراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية سنة 2015

البلد	تاريخ الاعتماد	معدل التضخم عند تاريخ الاعتماد	الأفق الزمني للاستهداف	النطاق المستهدف	التضخم الفعلي لسنة 2015	الانحراف
تشيلي	1991	%21.8	عامين	3% ± 1ن	%4.3	0.3
بولندا	1999	%7.3	المدى المتوسط	2.5% ± 1ن	%1	-2.5
كولومبيا	1999	%10.9	المدى المتوسط	[2%-4%]	%5	1
البرازيل	1999	%4.9	استهداف سنوي	4.5% ±2	%9	2.5
جنوب إفريقيا	2000	%5.3	بشكل مستمر	[3%-6%]	%4.6	ع و ا
التايلاند	2000	%1.6	08 أرباع السنة	2.5% ±1.5	% -0.9	-1.9
المجر	2001	%9.2	المدى المتوسط	3% ±1	% -0.1	-2.1
المكسيك	2001	%6.4	المدى المتوسط	3% ±1	% 2.7	ع و ا
بيرو	2002	%0.2	كل الأوقات	2% ±1	% 3.6	0.6
الفلبين	2002	%2.7	المدى المتوسط	4% ±1	% 1.4	-1.6
غواتيمالا	2005	%9.1	نهاية السنة	4% ±1	% 2.4	-0.6
اندونيسيا	2005	%10.5	المدى المتوسط	4% ±1	% 6.4	1.4
رومانيا	2005	%9	المدى المتوسط	3% ±1	% -0.6	-2.6
أرمينيا	2006	%2.9	المدى المتوسط	4% ±1.5	%3.7	ع و ا
صربيا	2006	%11.7	المدى المتوسط	4% ±1.5	%1.4	-1.1
تركيا	2006	%9.6	عدة سنوات	5% ± 2	%7.7	0.7
غانا	2007	%10.7	18-24 شهر	8% ±2	%17.1	7.1
ألبانيا	2009	%2.3	المدى المتوسط	3% ±1	%1.9	-0.1
جورجيا	2009	%1.7	المدى المتوسط	%5	%4	-1
مولدوفا	2010	%7.4	المدى المتوسط	5% ±1.5	%9.7	3.2
الجمهورية الدومنيكية	2011	%8.5	المدى المتوسط	4% ±1	%0.8	2.2
أوغندا	2012	%14	المدى المتوسط	5% ±2	%5.2	ع و ا
البارغواي	2013	%2.7	المدى المتوسط	%4.5	%3.1	-1.4
روسيا	2014	%7.8	المدى المتوسط	%4	%15.5	11.5
الهند	2015	/	المدى المتوسط	%8	%5.9	-2.1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

World Bank Group, World Data Bank, World Development Indicators, Vu: le 02/12/2006
http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.DEFL.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y
And Klaus Schmidt-Hebbel**, Loc.Cit**.

من خلال تفحص الجدول أعلاه (2.1)، نلاحظ أنّ أربع (04) دول فقط أي ما يعادل 16% من دول العينة استطاعت أن تحقق نجاحا كبيرا في بلوغ الهدف المسطر وراء استراتيجية استهداف التضخم سنة 2015، وذلك لأنها استطاعت أن تحقق معدلات تضخم لم تخرج عن المجال المستهدف مع نطاق السماح بالتقلب، في حين توجد 07 دول أي ما يقارب 28% من دول $EMDE_s$ المعتمدة لهذه الاستراتيجية استطاعت أن تخفض فجوة الانحراف لمعدل التضخم الفعلي عن المستهدف زائد نطاق التغير المسموح به بشكل جيد، حيث لم يتجاوز الانحراف في هذه الدول النقطة المئوية الواحدة (1%) وهذا يخص كل من دول (شيلي، كولومبيا، بيرو، غواتيمالا، تركيا، ألبانيا وجورجيا)، حيث يعتبر هذا الانجاز أداء جيد لاستراتيجية استهداف التضخم في تخفيض معدلات التضخم لسنة 2015 مقارنة مع السنوات التي سبقتها، كما يعد مؤشرا جيدا موضوعيا على فاعلية أدوات السياسة النقدية وتناسقها مع الأهداف المنشودة. وتبقى 56% من دول العينة والتي تمثل 14 دولة من $EMDE_s$ بعيدة كل البعد على تحقيق الاستقرار في الأسعار خاصة سنة 2015، حيث عرفت معظم هذه الدول تباعد كبير في فجوة الانحراف بين معدل التضخم الفعلي والمستهدف، حيث بلغ الانحراف على سبيل المثال في كل من رومانيا، مولدوفا، غانا، وروسيا حوالي (2.6−)، (3.2)، (7.1)، و(11.5) على التوالي، وهذا يدل على عدم نجاح استراتيجية استهداف التضخم، وعدم وجود علاقة متغيرة بين أدوات السياسة النقدية والتضخم هذه البلدان، مما ينبأ على عواقب وخيمة قد تتعرض لها هذه الدول إذا لم تقم بتسخير أدوات سياسة نقدية فعالة تتناسب مع وضعها الاقتصادي.

الفرع الثاني: معوقات نجاح استراتيجية استهداف التضخم في دول $EMDE_s$

إنّ فعالية السياسة النقدية الحديثة المستهدفة للتضخم أظهرت مكاسب كبيرة لبعض دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية في تخفيض تقلبات معدلات التضخم، إلاّ أن أغلبية هذه الدول فشلت في تحقيق هذا الهدف بسبب العديد من العوامل والتي نذكر منها[1]:

1. ضعف الإطار المؤسسي وتدني مستوى التنمية: إن ضعف الإطار المؤسسي في البنوك المركزية للدول النامية خاصة منها ذات الدخل المنخفض، وكذا تدني مستوى التنمية يعتبران من بين أهم العوامل التي تعيق السلطات النقدية على توفير الشروط الداعمة لنجاح استهداف التضخم، والمتحددة أساسا في الاستقلالية الاجرائية، القدرات التقنية والأسواق المالية المتطورة؛

[1] Ibid, PP : 18-19.

2. عدم استجابة التضخم المحلي لإجراءات السياسة النقدية في العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية لا سيما في البلدان ذات الدخل المنخفض، وهذا راجع لضعف الأسواق المالية وخلوها بعض الخصائص الهيكلية؛

3. غالبا ما تتصف أسواق السلع والخدمات في دول EMDEs بكفاءة منخفضة ومرونة، مما يجعل التضخم المحلي أقل استجابة لإجراءات السياسة النقدية.

4. معدل التضخم في بلدان EMDEs أكثر عرضة وتأثرا بصدمات أسعار السلع الأساسية، بسبب اعتماده هذه البلدان على مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI) والذي يقيس بشكل أوسع أسعار الغذاء؛

5. وفي الأخير فإن تقلب أسعار الصرف يكون مرتفع جدا على مستوى دول $EMDE_s$، حيث تنعكس صدماته بدرجة أكبر على معدلات التضخم، وهذا راجع لمعاملات تحويل أثر تخفيض قيمة العملة على التضخم.

الفرع الثالث: تحديات استراتيجية استهداف التضخم في دول $EMDE_s$

تواجه البنوك المركزية المستهدفة للتضخم في دول $EMDE_s$ مجموعة من التحديات التي ينبغي أن تتصدى لها إذا كانت تهدف إلى زيادة تحسين أدائها على صعيد الاقتصاد الكلي وكفاءة السياسة النقدية، وهناك أربع تحديات أساسية يمكن عرضها فيما يلي[1]:

- ***التحدي الأول***: إن توفير المتطلبات المساعدة على نجاح استهداف التضخم يعتبر أكبر تحدي لبلدان الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية للعديد من البلدان الناشئة والنامية التي تفكر في اعتماد هذه الاستراتيجية في المستقبل، وتشمل هذه المتطلبات الاستقلالية الذاتية للبنك المركزي، البنية التحتية التقنية للبنك المركزي، الهيكل الاقتصادي وتطور النظام المالي؛
- ***التحدي الثاني:*** على البنوك المركزية التي من المحتمل أن تعتمد استراتيجية استهداف التضخم في المستقبل أن تظهر إثبات التزام قوي على أن الاستقرار في الأسعار هو الهدف الأولي للسياسة النقدية دون اعتماد استهدافات أخرى قد تتعارض مع تحقيق الاستقرار؛
- ***التحدي الثالث:*** يخص هذا التحدي دول $EMDE_s$ التي اعتمدت استراتيجية استهداف جزئي للتضخم مع استهداف ضمني أو صريح لسعر الصرف، فاعتبارا من سنة 2015 تبين أن نصف دول العالم التي تقوم باستهداف معدل 4% فأكثر مع تدخل قوي في أسواق الصرف الأجنبي من دول

[1] Ibid, P : 19.

$EMDE_s$، وبالتالي فإن وجود ركيزتين اسميتين وتغير سنوي في استهداف التضخم يعتبر تحد كبير لهذه الدول لأنه يقيد فعالية إدارة السياسة النقدية في الفترة الانتقالية من تخفيض مستويات مستهدفة للتضخم؛

✓ ***التحدي الرابع:*** على البنوك المركزية المستهدفة للتضخم تجنب الوقوع في صدمات تضخم إيجابية عن طريق رفع نطاق مستويات استهداف التضخم، فالعديد من دول $EMDE_s$ الذين قاموا باستهداف مستويات تضخم لفترة مؤقتة تعرضوا لصدمة أسعار السلع الأساسية سنة 2007-2008، وعلى الرغم من أن هذه الأعمال أي لا تخضع للبحث بصورة منتظمة إلا أن تكاليفها تمثلت في التضحية بمصداقية السياسات عن طريق التمديد في فترة التعديلات لمستويات مستهدفة منخفضة من أجل الحد من تجاوز الانحرافات عن الأهداف.

خلاصة الفصل:

مما سبق نخلص إلى أنّ السياسة النقدية تتمثل في إجراءات وقواعد وتدابير ووسائل تتخذها السلطة النقدية بغرض تحقيق أهداف اقتصادية وطنية محددة مسبقا، ويكون ذلك من خلال التأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية كحجم الكتلة النقدية وأسعار الفائدة وكذا إدارة وتسيير القرض العام عن طريق أدوات إجرائية مختلفة يعتمدها البنك المركزي للدولة.

ولقد مرّت السياسة النقدية بأربع مراحل تطورية هامة انعكست على أهمية دورها من مرحلة إلى أخرى؛ المرحلة الأولى، وتمثلت في ظهور الأفكار الكلاسيكية في تفسير السياسة النقدية، حيث كان الهدف الأساسي الذي تسعى إليه السلطات النقدية آنذاك هو المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار وحماية العملة من التقلبات التي تؤثر عليها سلبا؛ المرحلة الثانية، وهي المرحلة التي ظهرت فيها الأفكار الكينزية خلال أزمة الكساد، أين قلل الفكر الكينزي من قدرة السياسة النقدية على تحفيز الطلب الكلي والحفاظ على التوازن الاقتصادي، منتقدا بذلك المدرسة الكلاسيكية وداعيا إلى ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق السياسة المالية؛ أما المرحلة الثالثة، فهي تلك التي عاد الاهتمام فيها بالسياسة النقدية خلال الفترة (1951- 1955)، بسبب تراجع أهمية السياسة المالية وأدواتها كونها لم تفلح في مواجهة التضخم الذي اشتد بعد الحرب العالمية الثانية، لذلك أصبحت السياسة النقدية هي السياسة الأكثر قدرة على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية من خلال التحكم في كمية العرض النقدي؛ والمرحلة الرابعة والأخيرة، تمثلت في تلك التي اشتد فيها النقاش والجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، حيث بدأ الجدل على يد الاقتصادي الأمريكي (ميلتون فريدمان) الذي آمن ومجموعة معه من قدرة السياسة النقدية دون غيرها على تحقيق الاستقرار النقدي، وهنا ظهر ما يسمى بالمدرسة النقودية المعاصرة ، حيث يرى أنصار السياسة النقدية المعاصرين أنّ تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي يكون بالتأثير على جانبي الطلب الكلي والعرض الكلي، وأن السياسة النقدية المعاصرة لا يمكنها التأثير على النشاط الاقتصادي بصورة فعالة دون أن تتلاءم إجراءاتها وتدابيرها مع إجراءات السياسة المالية بالقدر المناسب لتحقيق الهدف المنشود.

ونتيجة للتطورات التي شهدتها السياسة النقدية تبين أنّ هذه الأخيرة تسعى إلى تحقيق العديد من الأهداف الرئيسية والنهائية، والمتمثلة في: تحقيق الاستقرار النقدي، تحقيق عمالة أكبر، تحقيق معدل مرتفع من النمو الاقتصادي، وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات. وتُعدّ المحافظة على استقرار الأسعار

من بين أهم الأهداف التي ترنوا إليها السياسة النقدية نظرا لأهميتها البالغة في تخفيف الضغوط التضخمية المستمرة، خاصة بعد الانتقادات التي وجهتها المدرسة النقودية بزعامة فريدمان لمنحنى فيليبس، أين سجل الاقتصاد ارتفاع سريع في معدلات التضخم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من البلدان الصناعية، حيث ارتفع معدل التضخم إلى أعلى من 10% والذي أطلق عليه التضخم الكبير ليشهد العالم ظاهرة اقتصادية جديدة سميت بظاهرة الركود التضخمي. وعليه فالهجوم الضمني للنظرية النقودية على منحنى فليبس بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية السائدة آنذاك قد أديا إلى تغير جذري في دور السياسة النقدية، وبالتالي أصبحت تمتلك هدف وحيد ونهائي يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار، وبالتالي فإن تحقيق هذا الأخير أدى إلى توافق كبير في الآراء حول إمكانية اعتماد استراتيجية حديثة سميت باستراتيجية استهداف التضخم، حيث تقوم هذه الأخيرة من خلال استهداف رقم أو مجال محدد لمعدل التضخم من طرف السلطة النقدية التي تتمتع بالاستقلالية الإجرائية في إدارة أدوات السياسة النقدية بطريقة تكون شفافة، بحيث تكون هذه السلطة مسؤولة عن تصرفاتها ونتائجها امام الجمهور والسلطات السياسية بشكل يعزز المساءلة. وكانت نيوزلندا أول دولة تتبنى هذه الاستراتيجية عام 1990 لتتبعها العديد من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية، حيث أصبحت كل الدول ترى أنّ هذه الاستراتيجية سر تقوية بنوكها المركزية، وفي الواقع وصل عدد البنوك المركزية التي اعتمدت هذه الاستراتيجية سنة 2015 حوالي 36 بنكا، منه 11 بنك تابع للدول الصناعية، و25 بنكا من دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية، وقد أظهرت نتائج استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية مكاسب كبيرة لبعض الدول في تحقيق هدف الاستقرار النقدي، إلاّ أنّ أغلبية هذه الدول فشلت في تحقيق هذا الهدف بسبب العديد من العوامل، والتي نذكر منها: 1) ضعف الإطار المؤسسي وتدني مستوى التنمية؛ 2) عدم استجابة التضخم المحلي لإجراءات السياسة النقدية في العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية لا سيما في البلدان ذات الدخل المنخفض، وهذا راجع لضعف الأسواق المالية وخلوها بعض الخصائص الهيكلية؛ 3) غالبا ما تتصف أسواق السلع والخدمات في دول EMDEs بكفاءة منخفضة ومرونة، مما يجعل التضخم المحلي أقل استجابة لإجراءات السياسة النقدية؛ 4) معدل التضخم في بلدان EMDEs أكثر عرضة وتأثرا بصدمات أسعار السلع الأساسية، بسبب اعتماده هذه البلدان على مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI) والذي يقيس بشكل أوسع أسعار الغذاء.

الفصل الثالث:

تحليل تطورات السياسة النقدية لبنك الجزائر للفترة (1990-2016)

- تمهيد
- دراسة المعالم الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)
- أهم أدوات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)
- تقييم كفاءة أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي
- استهداف التضخم كاستراتيجية حديثة لتحقيق هدف الاستقرار النقدي في الجزائر
- خلاصة الفصل

تمهيد:

يستهدف هذا الفصل تحقيق عدة أهداف تم توزيعها على أربعة مباحث أساسية: المبحث الأول ، ويتم التطرق من خلاله إلى أهم المعالم الرئيسية التي مرت بها السياسة النقدية في الجزائر والتحولات التي شهدتها خلال الفترة (1990-2016)، ذلك لأنّ هذه الفترة ارتبط فيها النظام المصرفي الجزائري بالعديد من الاصلاحات التي تعتبر نقطة تحول جذرية بالنسبة له، حيث كان أول هذه الاصلاحات خلال فترة الدراسة صدور قانون النقد والقرض 10/90 والذي طبق بتاريخ 14 افريل 1990، ثم بعد ذلك ابرام اتفاقية مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي في إطار ما يسمى ببرنامج الاتفاق الموسع أو برنامج التعديل الهيكلي وهذا خلال الفترة (1994-1998)، كما سيتم التطرق أيضا إلى أهم معالم السياسة النقدية الفترة (1999-2009) باعتبارها فترة من الفترات التي عرف فيها الاقتصاد الجزائري العديد من التحولات والتغيرات خاصة على المستوى الخارجي كارتفاع أسعار النفط منذ سنة 2000، والتي وصلت إلى أقصاها سنة 2007، كما عرفت هذه الفترة أيضا صدور الأمر 03/11، أما الفترة الأخيرة والأهم بالنسبة للهدف الأول في هذا الفصل تتمثل في دراسة معالم السياسة النقدية خلال الفترة (2010-2016) خاصة وأنّ هذه الفترة تمت فيها مراجعة وتكملة الاطار التنظيمي المتعلق بتدخلات بنك الجزائر بموجب تنفيذ أهداف السياسة النقدية والمحددة من طرف مجلس النقد والقرض من خلال إصدار النظام رقم 02/09 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية، ووسائلها وإجراءاتها، كما تم أيضا خلال هذه المرحلة إصدار أحكام تشريعية جديدة متعلقة بالنقد والقرض في أوت 2010 تعطي إرساءً قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح للسياسة النقدية، ويتعلق ذلك بـ (الأمر رقم 10-04 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11). أما المبحث الثاني يتناول أهم الأدوات التقليدية والمستحدثة التي تتوافر لدى بنك الجزائر لبلوغ الأهداف المسطرة من طرف مجلس النقد والقرض عند بداية كل سنة مالية، وتتمثل هذه الأدوات في: عمليات إعادة الخصم، الحد الأدنى للاحتياطات الاجبارية، عمليات السوق المفتوحة، والتسهيلات الدائمة. في حين يكون المبحث الثالث مكمل للمبحث الثاني، حيث يهدف إلى دراسة وتقييم كفاءة أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحقيق هدف الاستقرار النقدي.

وفي الأخير يتطرق المبحث الرابع والأخير إلى استهداف التضخم كاستراتيجية حديثة لتحقيق هدف الاستقرار النقدي في الجزائر.

المبحث الأول: دراسة المعالم الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)

تسعى الجزائر كغيرها من الدول إلى انتهاج سياسة نقدية فعالة تكفل لها الخروج من دائرة البلدان المتخلفة وذلك بتقوية اقتصادها من خلال تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي، وعليه فقد عرفت الجزائر العديد من الاصلاحات في النظام المصرفي والمالي خاصة بعد صدور قانون النقد والقرض 90/**10** والتي كان لها وقعها وأثرها على ملامح السياسة النقدية السياسة النقدية في الجزائر العديد من الاصلاحات والتطورات خلال هه الفترة.

المطلب الأول: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1990-1993)

تعتبر سنة 1990 نقطة تحول جذرية في النظام المصرفي الجزائري وتطور السياسة النقدية ، حيث ارتبطت هذه السنة بقانون يسمى قانون النقد والقرض 10/90 والذي طبق بتاريخ 14 افريل 1990 الذي أعاد الاعتبار لبنك الجزائر بعد سيطرة الخزينة العمومية على النظام النقدي.[1] وفي ظل هذه الاصلاحات التي مست النظام المصرفي الجزائري والتي جاء بها القانون 10/90 تم انشاء مجلس النقد والقرض كتحول نوعيا ومعلما بارزا ، حيث أحدث ذلك تغيرا كبيرا على مستوى هيكل إدارة البنك المركزي نظرا للمهام التي أسندت إليه والسلطات الواسعة التي اكتسبها، فأصبح يمثل مجلس إدارة البنك المركزي ضمن الحدود المنصوص عليها في القانون حيث يجوز له أن يشكل من أعضائه لجانا استشارية ويحق له أن يستشير أية مؤسسة أو أي شخص إذا رأى ضرورة لذلك، كما أنّ من صلاحياته حسب المادتين 42 و43 من القانون ما يلي:

- حق الاطلاع على جميع الأمور المتعلقة بالبنك المركزي؛
- إصدار الأنظمة التي تطبق على البنك المركزي؛
- التدخل في النظام الذي يطبق على البنك المركزي؛
- تحديد كل سنة ميزانية البنك المركزي وتعديلها إذا اقتضى الأمر؛
- تحديد شروط توظيف الأموال الخاصة؛
- إجراء المصالحات والمعاملات يكون بترخيص منه؛

[1] جاب الله مصطفى، وعلي عبد الله، معالم السياسة النقدية في الجزائر، ***مجلة الحقوق والعلوم الانسانية***، الجزائر، العدد 19، د س، ص 162.

- توزيع الأرباح ضمن الشروط المنصوص عليها قانونا[1].

يمكن القول أنّ القانون 10/90 للنقد والقرض عمل على إعادة تنشيط الوساطة المالية وابراز دور السياسة النقدية، والذي نتج عنه نظام مصرفي ذو مستويين، حيث تم إعادة للبنك المركزي كل صلاحياته في تسيير النقد والائتمان في ظل استقلالية واسعة، وللبنوك التجارية وظائفها التقليدية بوصفها أعوانا اقتصادية مستقلة، كما تم فصل دائرة ميزانية الدولة عن الدائرة النقدية من خلال وضع سقف لتسليف البنك المركزي لتمويل عجز الميزانية مع تحديد مدتها واسترجاعها إجباريا في كل سنة، وكذا إرجاع ديون الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي المتراكمة وفق جدول يمتد على 15 سنة، والغاء الاكتتاب الإجباري من طرف البنوك التجارية لسندات الخزينة العمومية، ومنع كل شخص طبيعي أو معنوي غير البنوك والمؤسسات المالية من أداء هذه العمليات[2]. وعليه يتضح أنّ قانون النقد والقرض وضع وبشكل تام المنظومة المصرفية والنظام النقدي في مسار الانتقال من اقتصاد مسير مركزيا إلى اقتصاد موجه بآليات السوق، خاصة في ظل الاصلاحات الاقتصادية مع مؤسسات النقد الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) خلال الفترة (1990-1994)، وعلى وجه الخصوص **برنامج الاستعداد الائتماني الأول ماس 1989، والثاني، جوان 1991**، حيث دخلت الجزائر في مفاوضات سرية تامة مع مؤسسات النقد الدولية للحصول على قروض والمساعدات، فوقعت على اتفاقيتين، وكان الاتفاق يهدف إلى منح قروض ومساعدات من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ضمن شروط نوجزها أهمها: مراقبة توسع الكتلة النقدية؛ تقليص حجم الموازنة العامة؛ تحرير الأسعار وتجميد الأجور وتطبيق أسعار فائدة موجبة؛ الحد من التضخم وتخفيض قيمة الدينار؛ تحرير قيمة التجارة الخارجية والسماح بتدفق الأموال الأجنبية؛ الغاء عجز الميزانية وإصلاح المنظومة الضريبية والجمركية[3].

---

[1] بطاهر علي، ***اصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية***، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، السنة الجامعية 2005-2006، ص 48.

[2] بلعزوز بن علي، كتوش عاشور، دراسة لتقييم انعكاس الاصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية، ص 08.

متوفرة على الموقع:

https://elbassair.net/Centre%20de%20t%C3%A9l%C3%A9chargement/maktaba/%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D8%A6%D9%84%20%D9%85%D8%A7%D8%AC%D9%8A%D8%B3%D8%AA%D8%B1/s%C3%A9minaire/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%84%D8%AA%D9%82%D9%89%20%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D9%8A%20%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D8%A7%D8%AA%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9%20...%20telmsan/39.pdf

[3] بلعزوز بن علي، وكتوش عاشور، مرجع سبق ذكره، ص 09.

ويظهر من خلال تحليلنا لتطور الوضعية النقدية في الجزائر خلال هذه الفترة التوجه نحو سياسة نقدية توسعية الأمر الذي نتج عنه ارتفاع في المستوى العام للأسعار كما هو موضح في الجدول (1.3).

جدول رقم (1.3): التطورات النقدية الرئيسية في الجزائر خلال الفترة (1990-1993)

الوحدة بملايير الدينارات				
بنود الوضعية النقدية	1990	1991	1992	1993
صافي الأموال الأجنبية	6,5	24,3	22,6	19,6
صافي الأموال المحلية	336,5	391,9	493,3	607,4
الائتمان المحلي	414,1	485,7	625,1	747,6
صافي الائتمان للدولة	167,0	159,9	159,1	527,4
الائتمان للاقتصاد	247,0	325,8	465,2	220,2
الكتلة النقدية	343,1	416,2	515,9	627,0
النقود (M1)	270,1	325,9	369,7	446,5
أشباه النقود	72,9	90,3	146,2	180,5
ودائع CNEP	85,5	98,2	118,2	132,0
الالتزامات السائلة M3	428,5	514,4	634	759,0

المصدر: بلعزوز بن علي، وطيبة عبد العزيز، السياسة النقدية واستهداف التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2006)، ***مجلة بحوث اقتصادية عربية***، العدد 41، شتاء 2008، ص 30.

تشير البيانات أعلاه أن متوسط معدل نمو الكتلة النقدية سنويا خلال الفترة ارتفع بنحو 20% ، حيث ارتفعت من 343 مليار دينار سنة 1990 إلى 515,9 مليار د سنة 1992 ثم إلى 723,7 م دج سنة 1994 كحد أقصى، وقد شكلت الزيادة في عنصر النقود بتعريفها الضيق (M1) (العملة المتداولة والودائع الجارية) الجزء الأكبر من الزيادة في الكتلة النقدية خلال السنوات 1991 و1993 حيث بلغت نسبة الزيادة للنقود في (M2) 76,4%، 69,12% على التوالي، أما سنوات 1992 و1994 فقد ساهمت الزيادة في عنصر أشباه النقود بالجزء الغالب في من الزيادة في الكتلة النقدية بنسبة قدرت ب 66%، و 70% على التوالي. ومن بين أهم العوامل المؤثرة على الكتلة النقدية خلال هذه الفترة كان لصافي الموجودات الاجنبية الذي لعب دور قيادي في التوسع في الكتلة النقدية خلال السنوات 1991 و1994 ، أما السنوات 1992، 1993 فتشير البيانات إلى حدوث أثر انكماشي للموجودات الاجنبية الصافية ، وعليه فالدور القيادي انتقل إلى صافي الائتمان المحلي كمصدر للتوسع في الكتلة النقدية حيث بلغ معدل النمو فيها 28,7% سنة 1993 و 19% سنة 1993.

المطلب الثاني: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1994-1998)

عُرفت هذه الفترة بما يسمى برنامج التعديل الهيكلي، فبعد فشل الاتفاقيتين السابقتين المبرمتين مع مؤسسات النقد الدولية، وتحت ضغط الأزمة الاقتصادية والمالية والأمنية، كانت السلطات الجزائرية مرغمة باللجوء مرة ثالثة إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لإبرام اتفاقية في إطار برنامج الاتفاق الموسع أو ما يسمى برنامج التعديل الهيكلي الذي يمتد على مرحلتين:

أولا. مرحلة التثبيت الهيكلي (1994-1995)[1]: وترتكز السياسة الاقتصادية والنقدية في إطار برنامج التثبيت على تحقيق الأهداف الآتية:

- الحد من توسع الكتلة النقدية (M2) بتخفيض حجمها من 21% سنة 1993 إلى 14% سنة 1994، وبالتالي التحكم في التدفق النقدي عن طريق دفع أسعار الفائدة الإسمية إلى مستويات مرتفعة (البحث عن أسعار فائدة حقيقية موجبة)؛
- تخفيض قيمة الدينار بنسبة 40,17% في أفريل 1994 (1 دولار مقابل 36 دج)، قصد تقليص الفرق بين أسعار الصرف الرسمية وأسعار الصرف في السوق السوداء، وهذا تطبيقا لنموذج التخفيض المرن لسعر الصرف؛
- تحرير معدلات الفائدة المدينة للبنوك، مع رفع معدلات الفائدة الدائنة على الادخار، وبالتالي تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة، وهذا في سبيل إحداث منافسة على مستوى تعبئة المدخرات من أجل المساهمة في تمويل الاستثمارات وتحسين فعاليتها برفع معدل النمو المبتغى تحقيقه خلال الفترة؛
- جعل معدل تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية عند مستوى 20%؛
- تحقيق استقرار نقدي بتخفيض معدل التضخم إلى أقل من 19%؛
- توفير الشروط اللازمة لتحرير التجارة الخارجية؛
- رفع احتياطات الصرف بغرض دعم القيمة الخارجية للعملة.

ثانيا. مرحلة التعديل الهيكلي (1995-1998)[1]: ويعد هذا البرنامج الأوسع والأشمل إذ يمتد إلى ثلاث سنوات، ويكمن الهدف الأساسي وراء برنامج التعديل الهيكلي في إعادة الاستقرار النقدي لتخطي مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق بأقل التكاليف، وللوصول إلى ذلك كانت أبرز أهداف الاتفاق فيما يلي:

[1] بلعزوز بن علي، وكتوش عاشور، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-11.

- تحقيق نمو اقتصادي في إطار الاستقرار النقدي، وكذا ضبط سلوك ميزان المدفوعات، حيث يتحقق معدل نمو حقيقي متوسط للناتج المحلي الاجمالي خارج المحروقات بنسبة 5% خلال فترة البرنامج؛
- العمل على إرساء نظام الصرف واستقراره، المرفق بإنشاء سوق ما بين البنوك مع إحداث مكاتب للصرف ابتداءً من 1996/01/01، والعمل على تحويل (دج) لأجل المعاملات الخارجية الجارية؛
- التخلي عن استعمال وسائل المراقبة المباشرة بقروض الاقتصاد في 1994، تحضيرا للاستعمال التدريجي لوسائل المراقبة غير المباشرة مثل: الاحتياطي الاجباري و السوق المفتوحة، مع تنمية السوق النقدية عن طريق وضع نظام مزايدة لديون البنك المركزي وسندات الخزينة، ومن ثم جعل معدل تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية عند مستوى 20%، مع رفع معدل إعادة الخصم إلى 15%، ومعدل السحب على المكشوف للبنوك على بنك الجزائر يعادل 24%؛
- إحداث نمو اقتصادي يعادل النمو السكاني على الأقل.

جدول رقم (2.3): التطورات النقدية الرئيسية بالأرقام في الجزائر خلال الفترة (1994-1998)

الوحدة بملايير الدينارات					
بنود الوضعية النقدية	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**
صافي الأموال الأجنبية	60,4	26,298	133,949	350,390	280,710
الائتمان المحلي	774,4	967,231	1057,391	1164,930	1629,362
صافي الائتمان للدولة	468,6	401,587	280,548	423,650	723,181
الائتمان للاقتصاد	305,8	565,644	776,843	741,281	906,181
الكتلة النقدية (M2)	723,7	799,562	915,058	1081,518	1592,461
النقود (M1)	476,0	519,107	589,100	671,570	826,372
أشباه النقود	247,7	280,455	325,958	409,948	766,090

Source: Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de La Banque d'Algérie***, Juin 2012, pp 47-48.

جدول رقم (3.3): التطورات النقدية الرئيسية بالنسب في الجزائر خلال الفترة (1994-1998)

بالنسبة المئوية					
بنود الوضعية النقدية	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**
صافي الأموال الأجنبية	208,16	-56,46	409,35	161,58	-19,89
الائتمان المحلي	3,58	24,90	9,32	10,17	39,87
صافي الائتمان للدولة	-11,15	-14,30	-30,14	51,01	70,70
الائتمان للاقتصاد	38,87	85	37,34	-4,58	22,25

[1] المرجع السابق، ص ص 11-12.

الكتلة النقدية (M2)	15,42	10,48	14,44	18,19	47,24
النقود (M1)	6,6	9	13,5	14	23
أشباه النقود	37,2	13,2	16,2	25,8	86,9

المصدر: من حسابات الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (2.3).

يتضح من الجدولين (2.3) و(3.3) أنّ متوسط معدل نمو الكتلة النقدية ارتفع خلال الفترة (1994-1997) بمتوسط سنوي يقدر بـ 14,5%، أما بالنسبة لسنة 1998 فقد شهدت ارتفاعا قويا قدر بـ 47% ويرجع ذلك إلى ارتفاع قوي في حجم الودائع لدى البنوك التجارية إلى حوالي 660 مليار دينار سنة 1998 بعدما كانت 409 مليار دينار سنة 2007. كما أنّ من بين أهم العوامل التي ساعدت على التوسع في الكتلة النقدية سنة 2008 هو الائتمان المحلي الذي قدر معدل نموه بـ حوالي 40% مقارنة مع نمو صافي الأموال الأجنبية التي انخفضت نسبته إلى 19-% خلال نفس السنة بعدما كانت 161% خلال السنة التي سبقتها.

المطلب الثالث: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (1999-2008)

تعتبر هذه الفترة من الفترات التي عرف فيها الاقتصاد الجزائري العديد من التحولات خاصة على المستوى الخارجي حيث كانت هناك العديد من الأحداث الدولية التي دفعت أسعار البترول إلى الارتفاع منذ سنة 2000، والتي وصلت إلى أقصاها سنة 2007، وقد أدى ذلك إلى وضعية اقتصادية مميزة حيث ارتفعت إيرادات تصدير المحروقات بشكل كبير مما ساعد على تشكيل وضعية صلبة للاحتياطات الأجنبية بالإضافة إلى القيام بالتسديد المسبق للمديونية الخارجية [1]. وعليه فهذه العوامل جعلت الفترة تمثل مرحلة معاكسة في توجه السياسة النقدية باعتماد السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية تزامنت مع تطبيق برنامج دعم الانعاش الاقتصادي الذي امتد من افريل 2001 إلى 2003 وبرنامج دعم النمو الاقتصادي للفترة (2005-2009)، إذ تعززت مؤشرات الاقتصاد الكلي بشكل إيجابي خلال هذه الفترة[2].

تمكن بنك الجزائر خلال هذه الفترة من تشكيل مستويات مرتفعة من الموجودات الخارجية والتي نتجت عن ارتفاع ايرادات المحروقات، ولكون هذه الموجودات للبنك من أهم المقابلات للكتلة النقدية فقد أدى ذلك إلى وضعية مميزة وقد أوضح تحليل الوضعية النقدية خلال هذه الفترة وجود تغيرات هيكلية في

[1] فضيل رايس، تحولات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2009، ***مجلة الباحث***، الجزائر، عدد 10، 2012، ص 76.

[2] بلعزوز بن علي، وطيبة عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 32.

مقابلات الكتلة النقدية نتيجة التطور الملحوظ للموجودات مما أدى إلى حدوث تغيرات مقابلة فيما يتعلق بمكونات وحجم الكتلة النقدية والنتيجة في الأخير فوائض نقدية كبيرة[1].

جدول رقم (4.3): التطورات النقدية الرئيسية في الجزائر خلال الفترة (1999-2008)

الوحدة بملايير الدينارات						
السنوات	صافي الموجودات الخارجية	الائتمان المحلي	صافي القروض للدولة	صافي القروض للاقتصاد	الكتلة النقدية (M2)	معدل التضخم
1999	169,618	1998,632	847,899	1150,733	1789,350	%2,6
2000	775,9	1671,214	677,477	993,737	2022,5	%0,3
2001	1310,7	1648,171	569,723	1078,448	2473,5	%4,2
2002	1755,7	1845,489	578,690	1266,799	2901,5	%1,4
2003	2342,7	1803,572	423,406	1380,166	3354,9	%2,6
2004	3119,2	1514,434	-20,596	1535,03	3644,3	%3,6
2005	4179,7	846,570	-933,184	1779,8	4070,4	%1,6
2006	5515	601,392	-1304,05	1905,44	4827,6	%2,5
2007	7415,5	12,065	-2193,17	2205,24	5994,6	%3,5
2008	10246,9	-1011,8	-3627,3	2615,5	6955,9	%4,46

Source: Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de La Banque d'Algérie***, Op.cit.
et Banque d'Algérie, ***EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE***, Rapport 2002, 2005, 2008.

جدول رقم (5.3): تطور معدلات النمو للمتغيرات النقدية في الجزائر للفترة (1999-2008)

الوحدة بملايير الدينارات						
السنوات	صافي الموجودات الخارجية	الائتمان المحلي	صافي القروض للدولة	صافي القروض للاقتصاد	الكتلة النقدية (M2)	معدل التضخم
1999	/	/	/	/	/	%2,6
2000	357,44	- 16,38	- 20,10	- 13,64	13,03	%0,3
2001	68,93	- 1,38	- 15,91	8,52	22,30	%4,2
2002	33,95	11,97	1,57	17,47	17,30	%1,4

[1] فضيل رايس، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

2003	33,43	- 2,27	- 26,83	8,95	15,63	%2,6
2004	33,15	- 16,03	- 104,86	11,22	8,63	%3,6
2005	34	- 44,10	4 430,90	15,95	11,69	%1,6
2006	32	- 28,96	39,75	7,06	18,60	%2,5
2007	34,46	- 97,99	68,18	15,73	24,17	%3,5
2008	38,18	- 8 486,2	65,39	18,60	16,04	%4,46

المصدر: من حسابات الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (4.3).

لقد تضاعف حجم الموجودات الأجنبية الصافية كمقابل للكتلة النقدية أكثر من 12 مرة خلال الفترة (2000-2009)، حيث انتقلت قيمة الموجودات الصافية من 775,9 سنة 2000 إلى 10246,9 مليار دج سنة 2008. وحسب التقارير التي قدمها بنك الجزائر حول الوضعية النقدية تجاوزت الموجودات الخارجية الصافية لدى بنك الجزائر والتي تعتبر كمصدر رئيسي للإصدار النقدي خاصة منذ سنة 2005، من جهة أخرى يلاحظ أنه خلال نفس الفترة حدث تقلص في صافي الموجودات الداخلية كمقابل للكتلة النقدية، ويرجع ذلك إلى الانخفاض التدريجي لمديونية الخزينة العمومية واستمرار تراكم الادخارات المالية من طرف الخزينة، ومع تزايد الموارد المالية لدى صندوق ضبط الايرادات تعتبر الخزينة العمومية دائنا صافيا لمجموع القطاع البنكي منذ سنة 2004، ويساهم هذا التراكم للموارد النقدية في رفع سيولة النظام البنكي، بالإضافة الى ما سبق فإن مساهمة كل نوع من مقابلات الكتلة النقدية كانت متذبذبة، ففي سنة 2000 مثلت الموجودات الخارجية الصافية 38,6% من الكتلة النقدية وارتفعت إلى 85,5% في 2004 لتتجاوز ابتداء من سنة 2005 نسبة 100% حيث وصلت إلى 147,3%. ويعبر هذا الوضع عن وجود مشاكل واختلالات هيكلية في الكتلة النقدية حيث أن ارتفاع أسعار البترول أدّى إلى تراكم احتياطات الصرف وانعكاس ذلك في المساهمة الكبيرة لصافي الموجودات الأجنبية كمقابل للكتلة النقدية، وبناء على ما سبق فإنه مع الانتعاش المتواصل للوضعية المالية الخارجية وتراكم احتياطات الصرف تعد الموجودات الخارجية الصافية المصدر الأساسي للفائض النقدي[1].

أمام هذه التحديات التي تواجهها السياسة النقدية خلال هذه الفترة وبالضبط منذ بداية 2002 وهو التاريخ الذي صادف ظهور فائض السيولة في السوق النقدية، تم تعديل إطار الصلاحيات العامة لبنك الجزائر في 2003 بالأمر 03-11 المعدل والمتمم للأمر 90-10 المتعلق بالنقد والقرض من أجل تعزيز قواعد حسن السير في مجال صياغة وإدارة السياسة النقدية، وعليه استعمل بنك الجزائر بداية من

[1] فضيل رايس، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

سنة 2002 أدوات جديدة للسياسة النقدية لامتصاص فائض السيولة الذي أصبح هيكليا، وتتمثل هذه الأدوات في: استرجاع السيولة لسبعة (7) أيام منذ أفريل 2002 حسب (التعليمة رقم 02-2002 المؤرخة في 11 أفريل 2002)، أداة الاسترجاع لثلاثة (3) أشهر المدخلة في أوت 2005، وتسهيلة الودائع المغلة للفائدة ابتداء من شهر جوان 2005(التعليمة رقم 04-05 المؤرخة في 14 جوان 2005)، وقد عرفت تدخلات بنك الجزائر على السوق النقدية (استرجاعات السيولة لسبعة أيام ولثلاثة أشهر) تعديلات من زاوية التدفقات والقوائم حسب نوع الوسيلة، وكذلك من زاوية معدلات الفائدة المطبقة في هذا المجال، حيث تسمح الاسترجاعات لثلاثة اشهر بامتصاص الأموال القابلة للإقراض. وفضلا عن الأدوات المذكرة أعلاه تتمثل الأداة الثالثة للسياسة النقدية النشطة خلال هذه الفترة في الاحتياطات الاجبارية، التي أعيد تحديد إطارها العملياتي في 2004 حسب النظام رقم 04-02 المؤرخ في 04 مارس 2004 المحدد لشروط تكوين الاحتياطات الإجبارية الدنيا)[1].

المطلب الرابع: السياسة النقدية لبنك الجزائر خلال الفترة (2009-2016)[2]

أدّت نجاعة الوسائل غير المباشرة للسياسة النقدية في امتصاص فائض السيولة في السوق النقدية والأداء الجيد المرتبط بالتضخم، بمجلس النقد والقرض وبنك الجزائر إلى تعزيز الإطار التنظيمي المتضمن لوسائل إدارة السياسة النقدية في سنة 2009.

وبالفعل، تمّت في سنة 2009 مراجعة وتكملة الإطار التنظيمي المتعلق بتدخلات بنك الجزائر بموجب تنفيذ أهداف السياسة النقدية والمحددة من طرف مجلس النقد والقرض، وهذا بناء على المادة 62 من الأمر 11/03، وذلك تماشيا مع التطورات الأخيرة على المستوى العالمي في مجال السياسة النقدية عقب الأزمة المالية الدولية. وعليه، أصدر مجلس النقد والقرض النظام رقم 02/09 المؤرخ في 26 ماي 2009المتعلق بعمليات السياسة النقدية، ووسائلها وإجراءاتها، وقد حدّد هذا النظام معيار عمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر ووضّح على وجه الخصوص، العمليات التي يقوم بها بنك الجزائر في السوق النقدية، وبالتالي فهذا النظام يحدّد بشكل خاص ما يلي:

- الأطراف المقابلة لعمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر والعقوبات التي يمكن التعرّض لها في حالة عدم احترام هذه الأطراف التزاماتها؛

[1] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2010), pp 118-119.

[2] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapports (2011, 2012, 2013, 2015, 2016).

- الأوراق المؤهلة التي يقبلها بنك الجزائر كضمان لهذه العمليات الخاصة بالتنازلات المؤقتة أو النهائية وكذا طريقة تقييمها؛

- عمليات السياسة النقدية، وبشكل خاص، العمليات التي يكون فيها بنك الجزائر مدعوّا للقيام بها في السوق النقدية، وعلى هذا الأساس، كانت كل عمليات السوق (عمليات إعادة التمويل الأساسية، عمليات إعادة التمويل لمدة أطول، عمليات التعديل الدقيق، العمليات الهيكلية) محل التطوير اللازم؛

- التسهيلات الدائمة (تسهيلة التسليفة الهامشية، تسهيلة الودائع المغلة للفائدة)، بصفتها عمليات تتم بمبادرة من مصارف الأطراف المقابلة لعمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر، والتي شهدت تعزيزا في إرسائها التنظيمي؛

- إجراءات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية التي تم تطويرها، والمتمثلة في إجراءات المناقصات الدورية المسماة "العادية"، وتلك المتعلقة بالمناقصات السريعة أو عن طريق العمليات الثنائية؛

- وكذلك إجراءات حركة الأموال الخاصة بعمليات السياسة النقدية، التي تتم حصريا عبر نظام الدفع الفوري للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة قيد التشغيل منذ فيفري 2006.

إذا كان الإطار التنظيمي الجديد يتضمن تشكيلة كاملة من إجراءات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية وخارج السوق النقدية، فتجدر الإشارة إلى أنّ الأحكام التشريعية الصادرة في أوت 2010 (الأمر رقم 10-04 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11) المتعلقة بالنقد والقرض، تعطي إرساءً قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح للسياسة النقدية.

يتعلق الأمر هنا بإصلاح هام لإطار السياسة النقدية، الذي يأتي من جهة أخرى لتعزيز الإطار العملياتي للسياسة النقدية الذي أُدخل في 2009.

وعليه، أصبح هدف التضخم المنبثق عن الإطار التنظيمي الجديد للسياسة النقدية والذي وُضع سنة 2010 أساسيا بالنسبة للهدف النقدي الكمي المسمّى بالهدف الوسيط والذي يجب أن يساهم في تجسيد استهداف التضخم، حيث يتطلب هدف التضخم توفر كل الوسائل الملائمة لتعمّق الإطار التحليلي في دعم صياغة السياسة النقدية وتنفيذها من طرف بنك الجزائر، وبالتالي في إطار السعي للمتابعة الصارمة لعملية التضخم في الجزائر، قام بنك الجزائر بإعداد نموذج للتنبؤ بالتضخم على المدى القصير، فضلا عن نموذج تحديد مستوى التوازن لسعر الصرف الفعلي الحقيقي المستعمل لمحاكاة هدف سعر الصرف الفعلي الاسمي.

بالفعل، أدّى مدى تنبؤ التضخم ومراقبته ببنك الجزائر إلى تطوير أداة ملائمة تستجيب في إطار السعي لنظرة استشرافية، حيث يرتكز هذا النموذج على نظرية السلاسل الزمنية من نوع ARIMA (نموذج أحادي المتغير للسلسلة الزمنية) بهدف التنبؤ بمعدل التضخم على المدى القصير، يتعلق الأمر بنموذج ديناميكي يأخذ بعين الاعتبار الذاكرة المعطاة بتاريخ السلسلة الشهرية لمؤشرات الأسعار عند الاستهلاك، والذي كان يهدف في البداية إلى التنبؤ بمعدل التضخم على المدى القصير، أي التنبؤ الشهري لتطوراته على أفاق سنة واحدة، موازاة مع ذلك عمّق بنك الجزائر تحليل محددات التضخم تدعيما لوضع نموذج تنبؤ التضخم على 24 شهر ابتداء من سنة2012 .

وبناءً على الإشارات الدّالة فيما يتعلق بتوجيه التضخم التي أصبحت محددة ومتابعة بصفة صارمة، يسهر بنك الجزائر على تقليص أي فارق بين تنبؤات التضخم على المدى القصير والهدف المسطر من طرف مجلس النقد والقرض، وذلك بتعديل الإدارة العملياتية للسياسة النقدية والعودة إلى الهدف خلال فترة معقولة، كما يشهد على ذلك تجربة سنة 2013، وهذا ما يستدعي في بعض الأحيان اللجوء إلى إجراءات أخرى ذات طبيعة هيكلية، مثل تلك التي تساهم في مكافحة التضخم الداخلي، وقد ميز هذا الأخير ظاهرة التضخم في2011 و2012، كما كان عليه الحال في 2009، بينما يبقى المجمع M2 (خارج ودائع المحروقات والودائع بالعملة الصعبة) خلال السنوات الأخيرة المحدد الرئيسي في هذا المجال.

أما فيما يخص أهم التطورات النقدية الرئيسية خلال الفترة (2009-2016)، فقد عرفت الكتلة النقدية (M2) نمو ضعيف أو شبه منعدم سنة 2015 و2016 قدر على التوالي ب (0,13) و(0,79) على التوالي، لكن وعلى خلاف سنة 2015 اين كان النمو الضعيف للكتلة النقدية راجع جزئيا إلى الانخفاض الحاد في ودائع قطاع المحروقات، ففي سنة 2016، يكمن مصدره في الانخفاض في ودائع القطاعات خارج المحروقات (-3،2%) ، بينما ارتفعت ودائع قطاع المحروقات بنسبة 2،6%.

يحدث هذا في تعارض كلي مع الفترة 2010-2014، أين كان متوسط نمو الكتلة النقدية M2 13،4% سنويا، حيث تميزت الوضعية النقدية المجمعة (باحتساب الودائع لدى الخزينة العمومية ومركز الصكوك البريدية) بنمو شبه منعدم للكتلة النقدية M2 (0،13%).

أمام هذا التحدي وبينما تميزت الفترة 2009-2014 بفائض هيكلي في السيولة المصرفية أين بلغت 2730,9 مليار دينار نهاية 2014، حدث وأن تقلصت هذه الأخيرة لتبلغ 1832,6 مليار دينار

في نهاية 2015، ثم 820,9 مليار دينار في نهاية 2016. وعليه أمام تطور العوامل المستقلة التي ساهمت في تقلص السيولة المصرفية ب 1011,7 مليار دينار، قام بنك الجزائر باتخاذ الاجراءات الآتية:

- ✓ وقف عمليات استرجاع السيولة، بعد قيامه بالتخفيض التدريجي لعتبات الامتصاص، وألغى تسعيرة عمليات تسهيلة الإيداع، مما حفّز المصارف بطرح فوائضها لدى السوق النقدية ما بين المصارف؛
- ✓ خفض معدل الاحتياطيات الإجبارية من 12 ٪ إلى 8 ٪ في 2016؛
- ✓ إعادة تنشيط عمليات إعادة خصم السندات الخاصة والعمومية وخفض معدلها من 4% إلى 3,5٪ ، مع المباشرة في عمليات السوق المفتوحة في بداية سنة 2017.

تجسّدت عمليات السياسة النقدية هذه من خلال، **أوّلا**، ارتفاع حصة الاحتياطيات الحرة للمصارف ب 168 ٪، منتقلة من 84,4 مليار دينار في نهاية 2015 إلى 226,3 مليار دينار في نهاية 2016 **ثانيا**، استمرار انتعاش الطلب على الأموال القابلة للإقراض على مستوى السوق النقدية البينية للمصارف ، حيث ارتفع الحجم المتداول بها ب 25 ٪، نتيجة لذلك، تراوحت معدلات الفائدة المتوسطة المرجّحة للعمليات البينية للمصارف في 2016 بين 2,5854 ٪ و 2,87508 ٪، بينما كانت تتراوح في سنة 2015 بين 0,34375% و 2,5000 %.

في نفس السياق وفي ظرف يتسم بتقلص في السيولة المصرفية وبغرض السماح للمصارف والمؤسسات المالية بحصولها على قدرة مالية أكبر لتمويل الاستثمار، قام مجلس النقد والقرض بتكييف التنظيم المتعلق بإعادة تمويل السندات العمومية والخاصة. لهذا الغرض، وسّع النظام رقم 16 – 03 المؤرخ في 28 جويلية 2016، المعدل والمتمم للنظام رقم 15-01 المؤرخ في 19 فيفري 2015، تناغما مع مهام بنك الجزائر المتعلقة باستقرار الأسعار والاستقرار المالي، ***(أوّلا)***، إعادة خصم السندات الممثلة للقروض طويلة الأجل الموزعة من طرف المصارف والمؤسسات المالية، **و(ثانيا)**: إعادة خصم السندات العمومية الممثلة للقرض الوطني للنمو الاقتصادي المستلمة من طرف المصارف بموجب الأمان المالي لتغطية القروض.

في نفس السياق وتطبيقا لأحكام النظام رقم 09 – 02 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها واجراءاتها، حدّدت التعليمة رقم 06 – 16 المؤرخة في 01 سبتمبر 2016 كيفيات تدخل بنك الجزائر على مستوى السوق النقدية لإعادة تمويل المصارف عن طريق الإعلان عن مناقصة و/أو عن طريق العمليات الثنائية (عمليات السوق المفتوحة) التي دخلت قيد التنفيذ في بداية 2017.

المبحث الثاني: أهم أدوات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)

لبلوغ أهداف السياسة النقدية المسطرة من طرف مجلس النقد والقرض عند بداية كل سنة مالية ، يتوافر لدى بنك الجزائر أهم أدوات السياسة النقدية الآتية: عمليات إعادة الخصم، الحد الأدنى للاحتياطات الاجبارية، عمليات السوق المفتوحة، والتسهيلات الدائمة.

المطلب الأول: عمليات إعادة الخصم

تعتبر عمليات إعادة الخصم من بين أقدم الأدوات التي تعتمد عليها السلطة النقدية الجزائرية في تنفيذ سياستها النقدية، وعليه فقد حدد قانون النقد والقرض والأنظمة المتعلقة بهذا النوع من العمليات تلك الأوراق العمومية والخاصة المقبولة في إعادة الخصم والتي يمكن حصرها في:

1. **الأوراق العمومية الصادرة أو المضمونة من طرف الدولة:** يمكن لبنك الجزائر أن يخصم الأوراق السندات العمومية الصادرة أو المضمونة من قبل الدولة والمتمثلة في:
   - ✓ سندات الخزينة قصيرة الأجل التي لا تقل أو تساوي مدتها السنة الواحدة؛
   - ✓ سندات الخزينة متوسطة الأجل التي تتراوح مدتها بين سنتين (2) وخمس (5) سنوات؛
   - ✓ السندات طويلة الأجل التي تفوق مدتها خمس (5) سنوات.
2. **السندات الخاصة القابلة لإعادة الخصم:** ويمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات الخاصة القابلة لإعادة الخصم أبرزها:

✓ **الأوراق الخاصة القابلة للتفاوض:** هي سندات قصيرة الأجل قابلة للتفاوض في السوق النقدية والسندات التي لها مبلغ أساسي ثابت غير مشروط وقسيمة ذات نسبة ثابتة، ويجب أن تتضمن توقيعا من جودة عالية (نوعية الشركة، ضمانات مقدمة قابلة للتسديد عند أوّل طلب...) وأن تكون مدونة بالدينار؛

✓ **الأوراق الخاصة غير القابلة للتفاوض والمقبولة للتنازل المؤقت:** هي عمليات السياسة النقدية والتي لها آجال استحقاق أطول من الأوراق ذات الوقت وتشمل ثلاثة (3) أنواع من الأوراق:

- الأوراق التي تمثل العمليات التجارية على الجزائر أو على الخارج: وتتضمن هذه الأوراق توقيع ثلاثة (3) أشخاص معنويين أو طبيعيين على الأقل من ذوي الملاءة بما فيهم المتنازل، ويمكن أن تعوض إحدى التوقيعات بضمانات على شكل سندات الرهن، ايصالات البضائع، أو بوليصة الشحن

والنقل الأصلية للبضائع المصدرة من الجزائر لأمر مرفقة بالوثائق المعمول بها، ويجب أن لا تتجاوز المدة المتبقية للسندات قبل الاستحقاق ستة (6) أشهر؛

- أوراق التمويل المنشأة تمثيلا لقروض الخزينة أو القروض الموسمية التي تحمل توقيع شخصين على الأقل طبيعيين أو معنويين ذوي ملاءة مالية، وتكون هذه السندات قابلة لإعادة الخصم في آجال أقصاها ستة (6) أشهر دون أن تتجاوز المدة الكلية لقرض بنك الجزائر اثني عشر (12) شهرا؛
- سندات تمويل القروض المنشأة لتمثيل القروض المتوسطة الأجل الممنوحة للشركات غير المالية والمسعرة إيجابيا من طرف بنك الجزائر المتضمنة توقيع ثلاثة أشخاص طبيعيين أو معنويين على الأقل ذوي ملاءة مالية يمكن لواحد منهم أن يعوض بضمان من طرف الدولة، وتكون هذه السندات قابلة لإعادة الخصم بالنسبة لآجال أقصاها ستة (6) أشهر وتكون قابلة للتجديد دون أن تتجاوز المدة الكاملة لقرض بنك الجزائر ثلاث (3) سنوات، كما يجب أن ترمي القروض المتوسطة، كما لا يمكن تقديم هذه السندات لإعادة الخصم خلال (12) شهر الأولى من استعمال القرض، مع اشتراط أن ترمي هذه القروض المقبولة لإعادة الخصم إلى تحقيق الأهداف الآتية: تطوير وسائل الانتاج ، تمويل الصادرات، بناء المساكن[1].

ويمكن تلخيص تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر من خلال الجدول أدناه:

جدول رقم (6.3): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)

تاريخ بداية التطبيق	تاريخ نهاية التطبيق	معدل إعادة الخصم
1990/05/22	1991/09/30	%10,50
1991/10/01	1994/04/09	%11,50
1994/04/10	1995/08/01	%15,00
1995/08/02	1996/08/27	%14,00
1996/08/28	1997/04/20	%13,00
1997/04/21	1997/06/28	%12,50
1997/06/29	1997/11/17	%12,00
1997/11/18	1998/02/08	%11,00
1998/02/09	1999/09/08	%09,50

[1] الجريدة الرسمية الجزائرية، ***عمليات إعادة الخصم والقروض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية***، نظام رقم 2000-01، مؤرخ في 13 فبراير سنة 2000، المادة (03-09)، العدد 12، 12 مارس 2000.

و الجريدة الرسمية الجزائرية، ***عمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها***، نظام رقم 09-02، مؤرخ في 26 مايو سنة 2009، المادة (05-09)، العدد 53، 13 سبتمبر 2009.

1999/09/09	2000/01/26	%08,50
2000/01/27	2000/10/21	%07,50
2000/10/22	2002/01/19	%06,00
2002/01/20	2003/05/31	%05,50
2003/06/01	2004/03/06	%04,50
2004/03/07	أوت 2016	%4
سبتمبر 2016	أفريل 2017	%3,5
ماي 2017	/	%3,75

Source: FMI, International Financial Statistics.

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ معدل الخصم منذ صدور قانون النقد والقرض عرف عدة تعديلات تقريبا كل سنة، وهذا بسبب اعتماد السلطة النقدية على هذه الأداة بشكل كبير في تنفيذ سياستها النقدية وتحقيق أهدافها المسطرة، حيث قام بنك الجزائر برفع معدل الخصم من 7,5% سنة 1989 إلى 10,5% سنة 1990 ثم إلى 15% سنة 1995، وهذا من أجل احتواء معدلات التضخم المرتفعة في تلك الفترة، إلا أنّ سياسة تخفيض الدينار وتحرير أسعار الفائدة آنذاك حالت دون تحقيق الأهداف المطلوبة حيث أصبحت معدلات الفائدة سالبة وأقل من معدل التضخم ما أفقد هذه الأداة فعاليتها.

وبداية من سنة 1995 عرفت معدلات اعادة الخصم انخفاضات متتالية بمعدل 1% سنويا تقريبا، حيث انخفضت من 13% سنة 1997 إلى 5,5% سنة 2000 أين استقرت عند 4% منذ سنة 2004 إلى غاية أوت 2016، وهذا راجع إلى عودة معدلات التضخم إلى مستوياتها المستهدفة ضمنيا خاصة بداية من سنة 2002 اين بلغ معدل التضخم 1,4% مع تسجيل أسعار فائدة حقيقية موجبة.

المطلب الثاني: أداة الحد الأدنى للاحتياطات الإجبارية

آلية الاحتياطي الإجباري تعتبر وسيلة مؤسسية خاصة بالسياسة النقدية تلعب دورا مهما في إدارة السيولة المصرفية، حيث يقوم بنك الجزائر من خلال هذه الآلية بالتدخلات في السوق النقدية عن طريق تجميد جزء من ودائع البنوك التجارية في حسابه قصد تغطية مستوى الاحتياطات الاجبارية التنظيمية على أساس شهري[1].

[1] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport Annuel (2008), Algérie, p 142.

وتعتبر آلية الاحتياطي الاجباري في الجزائر من آليات الرقابة التي جاء بها قانون النقد والقرض 90-10، إذ خصص لها تعليمة رقم 94/16 في نوفمبر 1994 تلزم البنوك والمؤسسات المالية الاحتفاظ بمبالغ معينة من الاحتياطات في شكل ودائع لدى البنك المركزي، كما حددت هذه التعليمة نسبة الاحتياطي الالزامي ب 2,5 بالمائة ليتم رفعها ب 4,25 بالمائة سنة 2001 والتي طبقت ابتداء من 15 ديسمبر 2001، ونظرا لوفرة السيولة لدى البنوك التجارية قام بنك الجزائر برفع هذه النسبة ليصل سنة 2002 إلى 6,25 بالمائة[1]، وهذا ما دل على اعتماد بنك الجزائر لهذه الآلية كإحدى أهم أدوات السياسة النقدية في تلك الفترة، إلاّ أن الأمر 03-11 المعدل والمتمم للقانون 90-10 لم يذكر أداة الاحتياطي الإجباري بصورة مباشرة، لكن بنك الجزائر أعاد تقنينها مرة أخرى عبر تعليمة صادرة عنه سنة 2004 (02-04)، والتي حدد من خلالها خضوع مختلف الودائع (الجارية، لأجل، سندات الصندوق، دفتر التوفير، الودائع المشترطة في عملية الاستيراد والودائع الأخرى) لمعدل الاحتياطي الاجباري الذي يمكن أن يصل حتى 15 بالمائة ومن دون استثناء وبالأسلوب نفسه، ويتم تحديد وعاء الاحتياطي الاجباري بصورة شهرية تبدأ بصورة شهرية، إضافة إلى ذلك يتضمن تطبيق هذه السياسة في الجزائر منح بنك الجزائر منح بنك الجزائر عائدا على الاحتياطات يتم احتسابه انطلاقا من حجم الاحتياطات ومدة مكوثها لدى بنك الجزائر[2]. ولقد قامت السلطات النقدية في الجزائر بفرض عقوبة على البنوك والمؤسسات المالية التي ينقص احتياطها على النسبة المحددة، وتتمثل هذه العقوبة في الغرامة المالية التي حددتها التعليمة 02-04، ويتم حسابها كما يلي[3]:

$$Pt = \frac{Pi * Bi * Ni}{360}$$

حيث أنّ:

Pt: الغرامة على عدم استفاء الاحتياطي القانوني؛ Pi: متوسط مجموع موجودات الاحتياطات غير المكونة؛ Ni: عدد الأيام خلال فترة التكوين.

[1] ماجدة مدوخ، أدوات السياسة النقدية في الجزائر بعد صدور قانون النقد والقرض 10/90، **مجلة العلوم الانسانية**، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، العدد 23، نوفمبر 2011، ص ص: 375-376.

[2] رايس فضيل، تحديات السياسة النقدية ومحددات التضخم في الجزائر (2000-2011)، **مجلة بحوث اقتصادية عربية**، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013، ص ص: 199-200.

[3] ماجدة مدوخ، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

جدول رقم (7.3): تطور أداة الاحتياطي الاجباري في الجزائر

الوحدة بملايير الدينارات			
السنة	نسبة الاحتياطي الإجباري %	حجم الاحتياطي الاجباري	معدل نمو إ إج
2002	4,25	109,5	/
2003	6,25	126,7	15,7
2004	6,5	157,2	24,07
2005	6,5	171,5	9,09
2006	6,5	199,5	16,33
2007	6,5	272,1	36,39
2008	8	394,7	45,06
2009	8	394,13	-0,15
2010	9	494,13	25,37
2011	9	569,86	15,32
2012	11	754,10	32,33
2013	12	891,39	18,20
2014	12	1023,96	14,87
2015	12	/	/
2016	8	/	/

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المصادر التالية:

Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapports (2008-2016).

Bank d'Algérie, Bulletins statistiques Trimestriels (N°. 05: Décembre 2008; N°23: 13 Septembre 2013; N°33: Mars 2016).

Mohamed Achouche, Lynda Mizi Alloua, **Les Réserves Obligatoires A Taux Différencies et MODULATION De l'Offre De Monnaie en Algérie (2001-2008)**, Les Cahiers du CREAD, DT N°97, 2011, P: 66.

Bank d'Algérie, Indicateurs Monétaire, www.Bank-Of-Algeria.dz

تظهر بيانات الجدول أعلاه أن أداة الاحتياطي الاجباري قد أثبتت فعاليتها في إدارة السيولة المصرفية وامتصاص الفائض منها خلال هذه الفترة، حيث أدى رفع نسبة الاحتياطي الاجباري بدءً من سنة 2003 إلى غاية سنة 2013 كآخر سنة تم فيه تعديل نسبة الاحتياطي الاجباري إلى تأثير مباشر وملحوظ في حجم الاحتياطي ومعدل نموه، إذ أدى ارتفاع هذه النسبة إلى 6,5 بالمائة خلال الفترة (2004-2007) إلى ارتفاع حجم الاحتياطات الاجبارية لدى بنك الجزائر بنحو 272,1 مليار دينار أي بمعدل نمو سنوي قدره 36,39 بالمائة سنة 2007، كما أدى رفع نسبة الاحتياطي سنة 2008 إلى

ارتفاع حجم الاحتياطات بحوالي 394,7 مليار دينار بمعدل سنوي قدره 45,06 بالمائة، وبقيت حجم الاحتياطات في ارتفاع مستمر إلى أن بلغت سنة 2014 (1023,96 مليار دينار) بمعدل نمو سنوي 14,87 بالمائة وهذا راجع لتعديل نسبة الاحتياطي بدأ من سنة 2013 ورفعها إلى 12 بالمائة.

المطلب الثالث: عمليات السوق المفتوحة[1]

تجري عمليات السوق المفتوحة في السوق النقدية بمبادرة من بنك الجزائر الذي يعود إليه أيضا قرار اختيار معدل ثابت أو متغير الذي يتعين تطبيقه على هذه العمليات، ويمكن لعمليات السوق المفتوحة أن تكون ذات فترات نضج من سبعة (7) أيام (عمليات أسبوعية عادية) إلى اثنى عشر (12) شهرا (عمليات ذات نضج أطول).

تنقسم الأدوات التي يتم استعمالها ضمن عمليات السوق المفتوحة إلى ثلاث فئات أساسية: عمليات التنازل المؤقت، العمليات النهائية (شراء وبيع أوراق عمومية)، واسترجاع السيولة على بياض.

أولا. عمليات التنازل المؤقت

عمليات التنازل المؤقت هي تلك العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر إما بأخذ أو وضع الأوراق المقبولة على سبيل الأمانة، وكذلك بمنح قروض مضمونة بواسطة التنازل عن الأوراق الخاصة (مستحقات خاصة مقبولة)، وتحدد عمليات الأمانة المسلمة بواسطة اتفاقيات نموذجية موقعة بين بنك الجزائر والبنوك الأخرى. ويستعمل التنازل المؤقت للأوراق في حالات عمليات السياسة النقدية الآتية:

1.1. عمليات إعادة التمويل الرئيسية

تلعب عمليات إعادة التمويل الرئيسية دورا هاما في إدارة معدل الفائدة وكذا تسيير السيولة البنكية، وتعد هذه العمليات جالبة للسيولة ذات تكرار وتاريخ استحقاق اسبوعي وفقا لرزنامة محددة مسبقا ، وتعتبر هذه العمليات بمثابة القناة الأساسية لإعادة تمويل القطاع البنكي، حيث تقام عن طريق الاعلانات بالمناقصة العادية وتكون موجهة إلى جميع البنوك التي تستجيب لمعايير القبول المحددة.

[1] الجريدة الرسمية الجزائرية، ***عمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها***، ، مرجع سبق ذكره المادة (13-24).

2.1. عمليات إعادة التمويل ذات الأجل الطويل

تمتد هذه العمليات إلى غاية (12) شهرا، وهي من بين العمليات الجالبة للسيولة والتي تجرى بانتظام، حيث تهدف إلى إعطاء تكملة لإعادة التمويل عن طريق الاعلانات عن المناقصة ذات المعدل المتغير، كما قد تكون عن طريق المناقصة ذات المعدل الثابت، وتتكرر هذه العمليات شهريا حسب رزنامة محددة مسبقا، يمكن لجميع البنوك التي تستجيب لمعايير القبول أن تشارك في هذه العمليات.

3.1. عمليات الضبط الدقيق

تهدف عمليات التنازل الخاصة بالضبط الدقيق إلى تسيير وضعية السيولة في السوق وكذا التحكم في معدلات الفائدة من أجل التقليل من أثر التقلبات الفجائية، ويمكنها أن تكون عمليات المساهمة بالسيولة أو سحبها، ويعتبر كل من تكرار وفترة النضج الخاصة بهذه العمليات غير موحد، وتخصص المشاركة في عمليات الضبط الدقيق لعدد محدود من البنوك المختارة لهذا الغرض من طرف بنك الجزائر. وتتم عمليات إيداع السيولة قصد الضبط الدقيق في شكل عمليات التنازل المؤقت عن طريق الاعلانات عن المناقصة السريعة، باستثناء اللجوء للإجراءات الثنائية.

4.1. العمليات الهيكلية

تعتبر عمليات التنازل المؤقت الهيكلية لمثابة عمليات مساهمة بالسيولة ذات تكرار منتظم وغير منتظم يمكن لكل البنوك المؤهلة المشاركة فيها، وتتم هذه العمليات عن طريق الاعلانات بالمناقصة العادية بحيث تكون مدة التنازل غير موحدة.

ثانيا. العمليات المسماة النهائية (شراء وبيع أوراق عمومية)

وهي تلك العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بشراء أو بيع نهائي في سوق السندات المقبولة، ولا تتم هذه العمليات إلا لأهداف هيكلية و/أو لغرض الضبط الدقيق، ويمكن لهذه العمليات أن تأخذ شكل مساهمة بالسيولة (شراء نهائي) أو سحب للسيولة (بيع نهائي)، ويكون تكرار هذه العمليات عن طريق الاعلانات عن المناقصة أو وفق إجراءات ثنائية، كما يمكن أن/أولا يقنن تاريخ استحقاقات التنازل.

ثالثا. أداة استرجاع السيولة على بياض

في إطار الضبط الدقيق للسيولة البنكية قام بنك الجزائر باستحداث أداة جديدة للسياسة النقدية كأسلوب لامتصاص فائض السيولة الذي أصبح هيكليا منذ أواخر سنة 2001، وتتمثل هذه الأداة في

استرجاع السيولة على بياض، وقد تم إدخال هذه الأداة أو الآلية حيز التنفيذ ابتداء من سنة 2002 من خلال التعليمة (02-2002 المؤرخة في 11 أفريل 2002) والتي تخص بالذكر أداة استرجاع السيولة لسبعة أيام، ونظرا لفعالية هذه الأداة قام بنك الجزائر بإدخال أنواع أخرى لنفس الأداة تتمثل في: أداة استرجاع السيولة لمدة 03 أشهر المدرجة في أوت 2005، وأداة استرجاع السيولة لمدة 06 أشهر المدرجة في جانفي 2013[1].

تعمل أداة استرجاع السيولة على بياض من خلال قيام البنوك التجارية بدعوة من بنك الجزائر بتوظيف حجم من سيولتها القابلة للإقراض اختياريا في شكل ودائع عن طريق مناقصة يعلنها بنك الجزائر، ويتم استرجاع هذه السيولة وفق تواريخ استحقاقات ثابتة ولكنها ليست موحدة، كما أنه لا تقدم أي ضمانات مقابل الأموال المودعة؛ وتحسب الفائدة المسددة على هذه الودائع على أساس مبدأ (عدد الأيام الحقيقي/360)[2].

ويوضح الجدول رقم (8.3) تطور معدلات الفائدة على استرجاع السيولة بالمناقصة والمبلغ الاجمالي الممتص من البنوك التجارية خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2015، وكذا معدل نمو هذه المبالغ الممتصة خلال هذه الفترة.

جدول رقم(8.3): تطور أداة استرجاع السيولة على بياض خلال الفترة (2002-2015)

الوحدة بملايير الدينارات					
السنة	معدل استرجاع لـ (7 أيام)	معدل استرجاع لـ (3 أشهر)	معدل إ استرجاع لـ (6 أشهر)	المبلغ الإجمالي لاسترجاع س	مؤشر النمو الاجمالي
2002	2,75	/	/	129,7	/
2003	1,75	/	/	250	92,75
2004	0,75	/	/	400	60
2005	1,25	1,9	/	450	12,5
2006	1,25	2	/	450	0,0
2007	1,75	2,5	/	1100	144,4
2008	1,25	2	/	1100	0,0
2009	0,75	1,25	/	1100	0,0
2010	0,75	1,25	/	1100	0,0

[1] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie,** Op.cit. P P: 110-111.

[2] الجريدة الرسمية الجزائرية، ***عمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها***، ، مرجع سبق ذكره المادة 25، ص:21.

0,0	1100	/	1,25	0,75	2011
22,73	1350	/	1,25	0,75	2012
0,0	1350	1,50	1,25	0,75	2013
0,0	1350	1,50	1,25	0,75	2014
-64,5	479	1,50	1,25	0,75	2015

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المصادر الآتية:

Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2005-2016).

Bank d'Algérie, Bulletins statistiques Trimestriels, Loc.Cit.

Mohamed Achouche, Lynda Mizi Alloua, Loc.Cit.

Bank d'Algérie, Indicateurs Monétaire, www.Bank-Of-Algeria.dz

من خلال الجدول أعلاه تبين أن تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية من خلال أداة استرجاع السيولة بالمناقصة عرفت عدة تعديلات سواء من زاوية معدلات الفائدة المطبقة في هذا المجال أو من زاوية مدة الاسترجاع وحجم التدفقات، وهو ما يدل على ديناميكية هذه الأداة وفعاليتها في السوق النقدي، فبالرغم من انخفاض معدلات الفائدة على هذه الأداة إلا أن المبلغ الاجمالي لاسترجاع السيولة بلغ سنة 2003 (250 مليار دينار) بمعدل نمو سنوي 92,75 بالمائة، ليرفع بعد ذلك بنك الجزائر عتبة مبلغ استرجاع السيولة إلى 400 مليار دينار سنة 2004 وهو ما أدى الى ارتفاع معدل نمو هذه الأداة بنحو 60 بالمائة، وفي ظل فعالية هذه الأداة أدخل بنك الجزائر استرجاع السيولة لثلاثة أشهر سنة 2005 بمعدل فائدة 1,9 بالمائة وهو ما أدى إلى رفع عتبة استرجاع السيولة بنحو 1100 مليار دينار سنة 2007 بمعدل نمو سنوي قدره 144,4 بالمائة، ومع إدخال النوع الثالث لهذه الأداة سنة 2013 والمتمثل في استرجاع السيولة لستة أشهر تم رفع حجم عتبة السيولة المسترجعة بهذه الأداة بنحو 1350.

المطلب الرابع: التسهيلات الدائمة

في إطار الاصلاحات الجديدة لقانون النقد والقرض وبعد أن تخلى بنك الجزائر على الأدوات المباشرة كتأطير القروض قام بنك الجزائر باستحداث أدوات جديدة إلى جانب الأدوات السابقة الذكر تسمى بالتسهيلات الدائمة، حيث خصصت هذه الأخيرة لتمويل البنوك بالسيولة أو سحبها منه، وهي عمليات تتم بمبادرة من البنوك في شكل تسهيلات القرض الهامشي، وتسهيلات الودائع المغلة للفائدة.

أولا. تسهيلة القرض الهامشي: تسهيلة القرض الهامشي هي عملية يمكن من خلالها لبنك ما أن يحصل على سيولة من بنك الجزائر لمدة 24 ساعة بمعدل محدد مسبقا مقابل تقديم أوراق مقبولة، وتتم المساهمات بالسيولة في إطار تسهيلة القرض الهامشي بأخذ الأوراق العمومية المؤهلة والقابلة للتفاوض و/أو الأوراق الخاصة المؤهلة على سبيل الأمانة لمدة 24 ساعة. ويمكن لكل بنك يستجيب للمعايير القبول والتي حددها بنك الجزائر في المادة 2 من النظام 02/09 المشاركة في تسهيلة القرض الهامشي بناء على طلبه لدى بنك الجزائر، في أي وقت خلال أيام العمل في أجل أقصاه 30 دقيقة قبل إغلاق نظام الدفع "أرتس"، بشرط تقديم الأوراق الكافية المأخوذة على سبيل الضمان. لا يوجد أي حد للمبالغ التي يمكن الحصول عليها في إطار تسهيلة القرض الهامشي، ويسدد القرض الممنوح في إطار هذه التسهيلة في يوم العمل الموالي بمجرد افتتاح نظام الدفع "أرتس" وكذا نظام تسليم السندات عند الاقتضاء.

وتحدد نسبة الفائدة على تسهيلة القرض الهامشي بتعليمة من بنك الجزائر، على أساس نسب العمليات الأساسية لإعادة التمويل مضافا إليها هامشا والمعلن عنها مسبقا.

ثانيا. تسهيلة الودائع المغلة للفائدة: نظرا لاستمرار ظاهرة فائض السيولة الهيكلي في النظام البنكي الجزائري قام بنك الجزائر بإدخال أداة جديدة للسياسة النقدية سنة 2005 سميت بتسهيلة الوديعة المغلة للفائدة وهذا عبر التعليمة رقم 04-2005 المؤرخة في 14 جوان 2005[1]، وهذه الأداة هي عملية ضبط دقيقة تستعمل بمبادرة من البنوك التجارية المؤهلة، حيث تقوم هذه الأخيرة بتقديم سيولة في شكل ايداع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر بناء على طلبه، ويحدد أقصى وقت يأخذه بنك الجزائر بعين الاعتبار لطلب تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة ثلاثين دقيقة قبل إغلاق نظام أرتس، كما يحدد أجل استحقاق هذه الودائع عند يوم العمل التالي بعد افتتاح نظام أرتس، وتكافأ الودائع ل 24 ساعة المقبولة من طرف بنك الجزائر بنسبة فائدة يحددها بتعليمة على أساس معدل العمليات الأساسية لإعادة التمويل منقوصة بهامش والتي يعلنها مسبقا[2]. لقد تمكن بنك الجزائر من خلال هذه الأداة من سحب سيولة معتبرة من النظام المصرفي منذ بداية تطبيقها سنة 2005 على الرغم من حداثتها ومن انخفاض معدلات الفائدة عليها مقارنة بباقي الأدوات.

[1] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie,** Op.cit. P: 111.

[2] الجريدة الرسمية، مرجع سبق ذكره، المادة 29، ص:21.

جدول رقم(9.3): تطور مؤشرات تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة خلال الفترة(2005-2015)

الوحدة بملايير الدينارات			
السنة	معدل الفائدة على تسهيلة الودائع	مبلغ تسهيلة الودائع	معدل نمو تسهيلة الودائع
2005	0,30	49,75	/
2006	0,30	456,7	%818
2007	0,75	483,11	%5,78
2008	0,75	1400,4	%189,9
2009	0,30	1022,1	%27-
2010	0,30	1016,7	%0,6-
2011	0,30	1258	%23,73
2012	0,30	883,08	%29,8-
2013	0,30	479,9	%45,6-
2014	0,30	468,5	% 2,4
2015	0,30	382,7	%18,31-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المصادر التالية:

Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Loc.cit.

Bank d'Algérie, Bulletins statistiques Trimestriels, Loc.cit.

Mohamed Achouche, Lynda Mizi Alloua, Loc.cit.

Bank d'Algérie, Indicateurs Monétaire, www.Bank-Of-Algeria.dz

يُلاحَظ من خلال الجدول أعلاه وجود حالة استقرار في معدل الفائدة على تسهيلة الوديعة عند 0,30 بالمائة خلال فترة اعتماد هذه الأداة باستثناء سنتي 2007 و2008 أين تم رفعه إلى 0,75 بالمائة، وقد مر تطور هذه الأداة بمرحلتين أساسيتين، المرحلة الأولى خلال الفترة (2005-2008) وعرفت هذه المرحلة نشاطا واسعا وفعال لهذه الأداة في امتصاص فائض السيولة المصرفية، مما أدى إلى ارتفاع معدل النمو السنوي لحجم الودائع المغلة للفائدة بنحو 818 بالمائة سنة 2006، وبنسبة 189,9 بالمائة سنة 2008 وهو ما يبين نجاعة هذه الأداة خلال هذه المرحلة بالرغم من انخفاض معدل الفائدة عليها؛ أما المرحلة الثانية 2009-2015 فقد عرفت تراجع لدور هذه الأداة وأهميتها في السوق النقدية، حيث انخفض معدل نمو مبلغ الودائع المغلة للفائدة سنة 2009 إلى (27-) بالمائة، ثم (29,8-) بالمائة سنة 2012 إلى أن انخفض سنة 2015 بنحو (18,31-) بالمائة.

المبحث الثالث: تقييم كفاءة أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي

يستهدف هذا المبحث تسليط الضوء على نتائج السياسة النقدية لبنك الجزائر في مواجهة التحدي الأهم والمتمثل في الاستقرار النقدي من خلال أدواتها التي تطرقنا إليها في المحور السابق، ولابد لنا من قياس مدى نجاحها أو اخفاقها وفقا لمؤشر معامل الاستقرار النقدي والذي سنتعرض إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: تطور عرض النقود في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1990-2016)

تعتبر دراسة عرض النقود أمرا مهما وضروريا لما له من انعكاسات على الاقتصاد بشكل عام والاستقرار النقدي للدولة بشكل خاص، وعليه فالسلطة النقدية الجزائرية تولي أهمية كبيرة لعرض النقود والعوامل التي يمكن أن تؤثر فيه بزيادة حجمه أو تقلبه، وفي الجزائر يمكن أن نميز بين نوعين من عرض النقود في الاقتصاد بناء على الاحصاءات المتاحة في الملاحق الاحصائية لصندوق النقد الدولي وكذا التقارير الصادرة من بنك الجزائر:

- ✓ **المفهوم الأول (M1):** إنّ هذا المفهوم يسمى بالنقود، حيث يضم هذا المفهوم العناصر التالية:

M1 = النقود المتداولة خارج البنوك + الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية + ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية.

- ✓ **المفهوم الثاني (M2):** يسمى هذا المفهوم في تقارير بنك الجزائر بالكتلة النقدية ويعبر عنه بالنقود وأشباه النقود، وبالتالي فهو يضم كل من:

M2 = M1 + أشباه النقود / أشباه النقود = ودائع ادخارية قصيرة الأجل + ودائع لأجل + ودائع التوفير.

وعليه سنحاول من خلال هذا البند التطرق إلى مسارات عرض النقود في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2016.

أولا. مسار العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (1990-2001)

شهدت هذه المرحلة العديد من الاصلاحات الاقتصادية والاتفاقات التي أبرمتها الجزائر مع مؤسسات النقد الدولية، حيث كان من بين أهداف برامج التثبيت والتعديل الهيكليين التحكم في عرض النقود والحفاظ على التوازنات الاقتصادية الكلية، وعليه سنقوم من خلال هذا الجزء بتحليل أهم التطورات التي عرفها عرض النقود في الجزائر خلال الفترة المستهدفة كما هو موضح في الجدول أدناه.

جدول رقم (10.3): تطور عرض النقود ومكوناته في الاقتصاد الجزائري للفترة (1990-2001)

الوحدة بملايير الدينارات						
السنة	النقد المتداول (1)	الودائع تحت الطلب (2)	ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية (3)	الودائع الأخرى شبه النقدية (4)	M1 (3+2+1) (5)	M2 (4+5) (6)
1990	134942	105546	29595	72923	270082	343005
1991	157200	133111	34682	90276	324993	415270
1992	184851	140841	44027	146183	369719	515902
1993	211311	188933	46661	180522	446905	627427
1994	222986	196452	56395	247680	475834	723514
1995	249767	210775	58564	280455	519107	799562
1996	290884	234029	64188	325958	589100	915058
1997	337621	254833	79116	409948	671570	1081518
1998	390420	347570	88382	766090	826372	1592461
1999	439955	368375	96812	884167	905183	1789350
2000	484527	467502	96156	974350	1048184	2022543
2001	577150	544927	106433	1235006	1238510	2473516

Source: Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de la Banque d'Algérie : Séries Rétrospectives,*** Algérie, pp 47-56.

جدول رقم (11.3): تطور معدلات نمو عرض النقود ومكوناته خلال الفترة (1990-2001)

بالنسبة المئوية						
السنة	النقد المتداول (1)	الودائع تحت الطلب (2)	ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية (3)	الودائع الأخرى شبه النقدية (4)	M1 (3+2+1) (5)	M2 (4+5) (6)
1990	/	/	/	/	/	/
1991	16,49	26,12	17,19	23,80	20,33	21,07
1992	17,59	5,81	26,94	61,93	13,76	24,23
1993	14,31	34,15	5,98	23,49	20,88	21,62
1994	5,53	3,98	20,86	37,20	6,47	15,31
1995	12,01	7,29	3,85	13,23	9,09	10,51
1996	16,46	11,03	9,60	16,22	13,48	14,44

1997	16,07	8,89	23,26	25,77	14	18,19
1998	15,64	36,39	11,71	86,87	23,05	47,24
1999	12,69	5,99	9,54	15,41	9,54	12,36
2000	10,13	26,91	−0,68	10,20	15,80	13,03
2001	19,12	16,56	10,69	26,75	18,16	22,30
المتوسط	**14,19**	**16,65**	**12,63**	**40**	**14,96**	**20,027**
المصدر: من حسابات الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (10.3).						

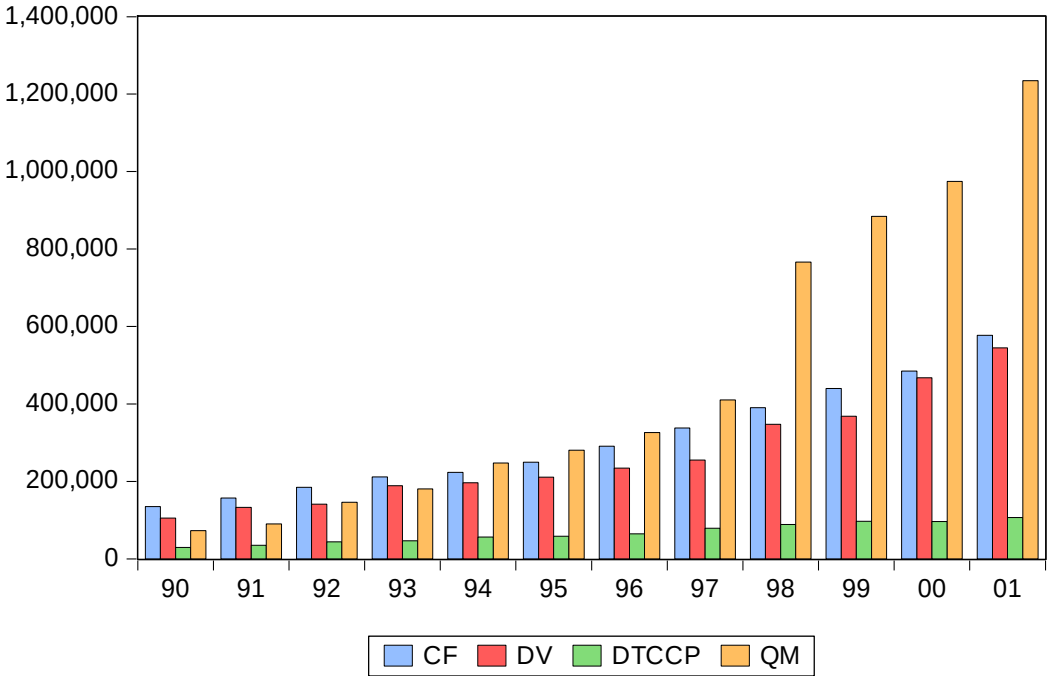
يتضح من تحليل بيانات الجدولين (10.3)، (11.3) المؤشرات الآتية:

1.1. تطور مجموع وسائل الدفع (M1)

إنّ معدل تطور مجموع وسائل الدفع (M1) في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة المستهدفة للدراسة كانت مرتفعة إلى حد ما خلال السنة 1991 أين بلغت 20,33% ثم انخفضت انخفاضا كبيرا سنة 1994 بحوالي 13 نقطة مئوية فبلغت 6,47%، وهذا راجع إلى الانخفاض الكبير لمعدل نمو الودائع تحت الطلب خلال نفس السنة أين انخفضت بحوالي 31 نقطة مئوية فبلغت 3,85% وهي نسبة منخفضة جدا مقارنة مع باقي السنوات، أما في سنة 1998 فبلغ معدل (M1) الذروة خلال هذه الفترة بنسبة مئوية 23,05%، ويمكن ارجاع ذلك إلى النمو الكبير في معدل الودائع تحت الطلب والذي ارتفع خلال نفس السنة بحوالي 29 نقطة مئوية لتنخفض معدلات نمو (M1) خلال السنة الموالية إلى 9,54% لترتفع بعد ذلك إلى 15,80% و18,16% سنتي 2000 و2001 على التوالي.

كذلك يمكن أن نلاحظ من خلال نمو مكونات مجموع وسائل الدفع (M1) أنّ معدل نمو الودائع تحت الطلب كان أسرع بكثير من معدل نمو باقي المكونات الأخرى حيث بلغ متوسط معدل نمو الفترة المدروسة 16,65% بالنسبة للودائع تحت الطلب.

شكل رقم (1.3): تطور مكونات العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 1990-2001



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (10.3).

QM: تمثل مجموع الودائع شبه النقدية، **DTCCP:** تمثل ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية؛ **DV:** تمثل الودائع تحت الطلب؛ **CF:** يمثل التداول النقدي خارج القطاع البنكي.

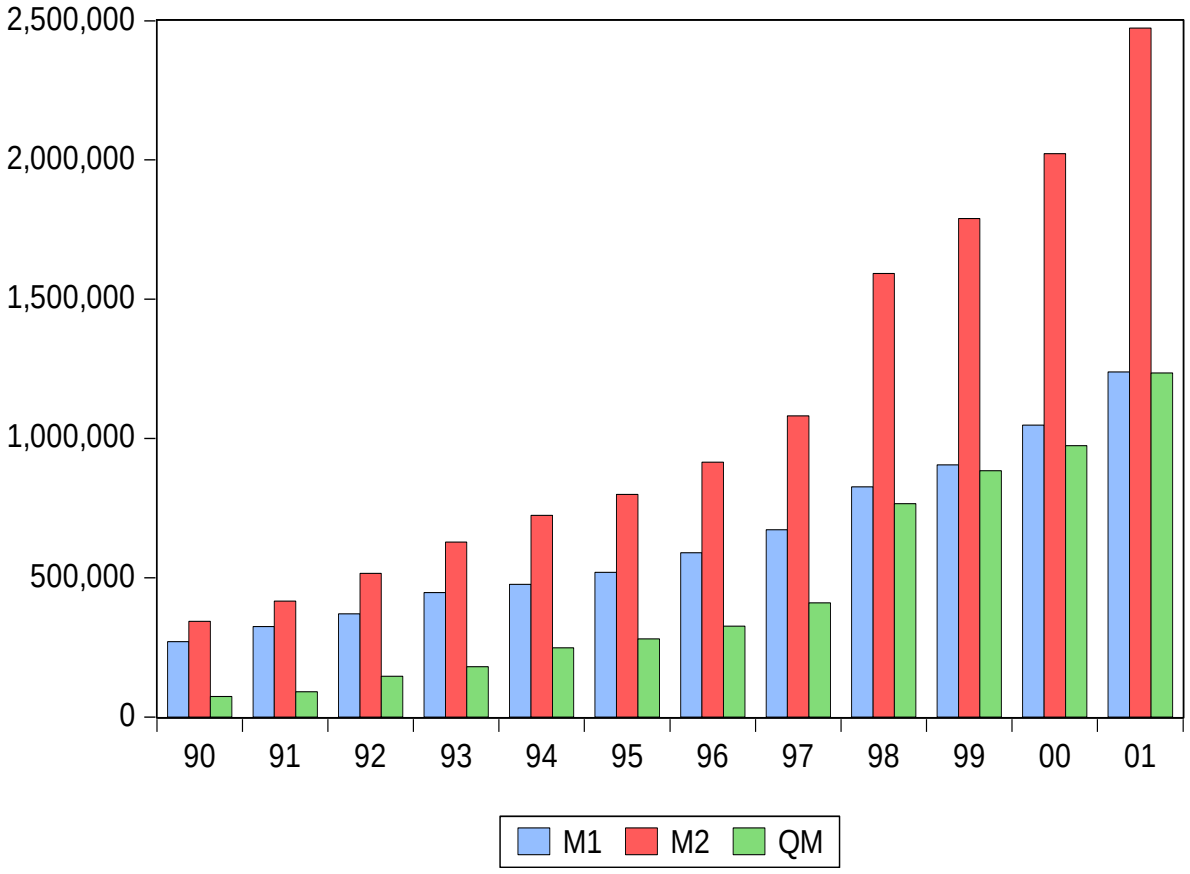
2.1. تطور مجموع وسائل الدفع (M2)

لقد سبق وأن أشرنا إلى أن مجموع وسائل الدفع (M2) تتكون من وسائل الدفع (M1) مضافا إليها الودائع الأخرى شبه النقدية، وعليه يمكن من خلال ملاحظة الجدولين (10.3،و11.3) أنّ هذه الأخيرة لعبت دورا كبيرا في التأثير الايجابي على معدل نمو وسائل الدفع (M2)، حيث بلغت ذروتها سنة 1998 فبلغت 86,87% وكذلك بلغ متوسط معدل نمو هذا العنصر خلال الاحدى عشر (11) سنة 40% وهي نسبة نمو كبيرة جدا مقارنة مع متوسط معدل نمو أي ما يمثل نسبة (M1) والتي بلغت في المتوسط 14,96%.

أما فيما يخص هيكل عرض النقود في الجزائر خلال الفترة 1990-2001، يكشف لنا الجدول (11.3) والشكل (1.3) عن تحول كبير في حجم ونوع الودائع تحت الطلب باعتبارها أحد مكونات العرض النقدي في الجزائر، حيث كان متوسط معدل مساهمة الودائع تحت الطلب في تشكيل العرض النقدي (M1) 25,87% ، ومن جهة أخرى سجلت الودائع تحت الطلب إلى إجمالي الودائع زيادة

ملحوظة قدرت ب 50,72%، 51,57%، 43%، و45% خلال سنوات 1990، 1991، 1992، و1993 على التوالي، وهو ما يدل على توفر سيولة كبيرة لدى البنوك التجارية.

شكل رقم(2.3): تطور مجموع وسائل الدفع (M2) في الجزائر خلال الفترة 1990-2001



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (10.3).

ثانيا. مسار العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2002-2016)

تُعْرف هذه الفترة بفترة التوسع النقدي خاصة الاثني عشر (12) سنة الأولى والتي شهدت العديد من التغيرات والتحولات خاصة منها الأحداث الدولية التي دفعت بأسعار المحروقات إلى الارتفاع ناهيك عن برامج الانعاش الاقتصادي التي قام بها رئيس الجمهورية والتي كان لها أثر إيجابي على نمو الكتلة النقدية، أما الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى 2016 فقد كانت على عكس الفترة الأولى حيث شهدت انخفاضا حاد في أسعار النفط الذي أثر سلبا على نمو الكتلة النقدية، وعليه سنقوم من خلال الجدول (12.3) بتحليل تطور عرض النقود ومكوناته خلال الفترة 2002-2016.

جدول رقم (12.3): تطور عرض النقود ومكوناته في الاقتصاد الجزائري للفترة (2002-2016)

الوحدة بملايير الدينارات

السنة	النقد المتداول (1)	الودائع تحت الطلب (2)	ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية (3)	الودائع الأخرى شبه النقدية (4)	M1 (3+2+1) (5)	M2 (4+5) (6)
2002	644688	642168	109485	1485191	1416341	2901532
2003	781339	718905	130135	1724043	1630380	3354422
2004	874347	1127916	158317	1577456	2160581	3738037
2005	920964	1224403	276000	1736164	2421421	4157585
2006	1081358	1750432	335800	1766105	3167640	4933744
2007	1284493	2570418	378700	1761035	4233573	5994608
2008	1540000	2965100	459800	1991000	4964900	6955900
2009	1829348	2541937	572900	2228893	4944159	7173052
2010	2098629	2922370	735500	2524281	5756460	8280740
2011	2571481	3536191	1034000	2787489	7141699	9929188
2012	2952300	3380500	1349000	3331500	7681800	11013300
2013	3204000	3564500	1481300	3691700	8249800	11941500
2014	3658900	4460800	1483300	4083700	9603000	13686700
2015	4108100	3908500	1244600	4443300	9261200	13704500
2016	4497200	3745400	1164400	4409300	9407000	13816300

Source: Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de la Banque d'Algérie : Séries Rétrospectives,*** Op.cit.
Et Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie,*** Rapport (2011-2016).

جدول رقم (13.3): تطور معدلات نمو عرض النقود ومكوناته في الجزائر للفترة (2002-2016)

بالنسبة المئوية

السنة	النقد المتداول (1)	الودائع تحت الطلب (2)	ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية (3)	الودائع الأخرى شبه النقدية (4)	M1 (3+2+1) (5)	M2 (4+5) (6)
2002	/	/	/	/	/	17
2003	21,20	11,95	18,86	16,08	15,11	15,61
2004	11,90	56,89	21,66	-8,50	32,52	11,44
2005	5,33	8,55	74,33	10,06	12,07	11,22

2006	17,42	42,96	21,67	1,72	30,82	18,67
2007	18,79	46,84	12,78	−0,29	33,65	21,50
2008	19,89	15,35	21,42	13,06	17,27	16,04
2009	18,79	−14,27	24,60	11,95	−0,42	3,12
2010	14,72	14,97	28,38	13,25	16,43	15,44
2011	22,53	21	40,58	10,43	24,06	19,91
2012	14,81	−4,40	30,46	19,52	7,56	10,92
2013	8,53	5,44	9,81	10,81	7,39	8,43
2014	14,20	25,15	0,14	10,62	16,40	14,61
2015	12,28	−12,38	−16,09	8,81	−3,56	0,13
2016	9,47	−4,17	−6,44	−0,77	1,57	0,79

المصدر: من حسابات الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (12.3).

1.2. تطور مجموع وسائل الدفع (M2) خلال الفترة 2002-2016:

من خلال تحليلنا للجدول (12.3) والجدول (13.3)، وفي تعارض كلي مع الفترة 2002-2008، أين بلغ متوسط نمو مجموع وسائل الدفع (M2) 15,75% ، يظهر لنا في سنة 2009 تراجع معدل نمو (M2) ب (13) نقطة مئوية أين بلغ 3,12% مقارنة بالسنة التي سبقتها والتي بلغ معدل النمو فيها 16,04%.

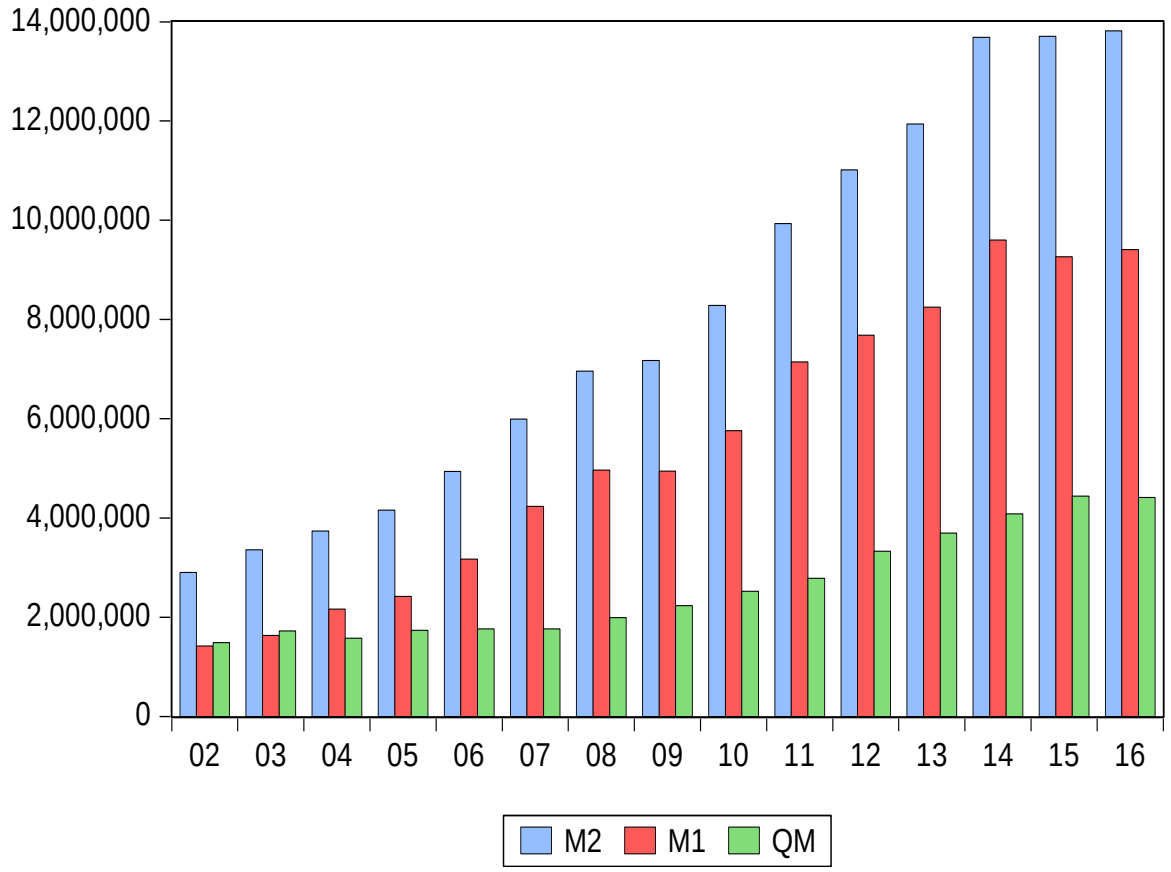
ويرجع هذا التطور الضعيف في معدل نمو وسائل الدفع (M2) حسب تقرير بنك الجزائر على عكس السنوات الماضية إلى الصدمة الخارجية للوضع المالي للشركات في قطاع المحروقات والتي لديها مخزون من المدخرات المالية المتعاقد سنة 2009، وهذا في إطار تنفيذ برنامج استثماري كبير، الأمر الذي أدى إلى انكماش حاد في ودائع لأجل لقطاع المحروقات سنة 2009 إلى (40,50-%) سنة 2009 بسبب هيمنة التمويل الذاتي في الهيكل التمويلي لهذا البرنامج الاستثماري[1].

أما فيما يخص الفترة 2010-2014 فقد عرفت عودة نمو وسائل الدفع (M2) إلى الارتفاع أين كان متوسط نموها 13,4% سنويا، لكن سرعان ما انخفض بشكل حاد سنة 2015 و2016 إلى معدل نمو شبه منعدم للعرض النقدي (M2) بلغ (0,13%)، (0,79%) على التوالي.

[1]Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie,*** Rapport (2009), p 161.

ويرجع النمو الضعيف أو شبه المنعدم في وسائل الدفع (M2) في سنة 2015 حسب تقارير بنك الجزائر إلى الانخفاض الحاد في أسعار البترول الذي تسبب في عجوزات كبيرة في الرصيد الاجمالي لميزان المدفوعات، الأمر الذي تسبب في انخفاض حاد في ودائع المحروقات (-41,1%) ، وباستثناء ودائع المحروقات ارتفع المجموع (M2) إلى 2,8%، لكن وعلى خلاف ذلك فقد أرجع بنك الجزائر في تقريره السنوي مصدر الانخفاض والنمو الضعيف ل (M2) إلى الانخفاض في ودائع القطاعات خارج المحروقات (-3,2%)، بينما ارتفعت ودائع قطاع المحروقات بنسبة 2,6%[1].

شكل رقم (3.3): تطور مجموع وسائل الدفع (M2) في الجزائر خلال الفترة 2002-2016



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (13.3).

2.2. تطور مجموع وسائل الدفع (M1)

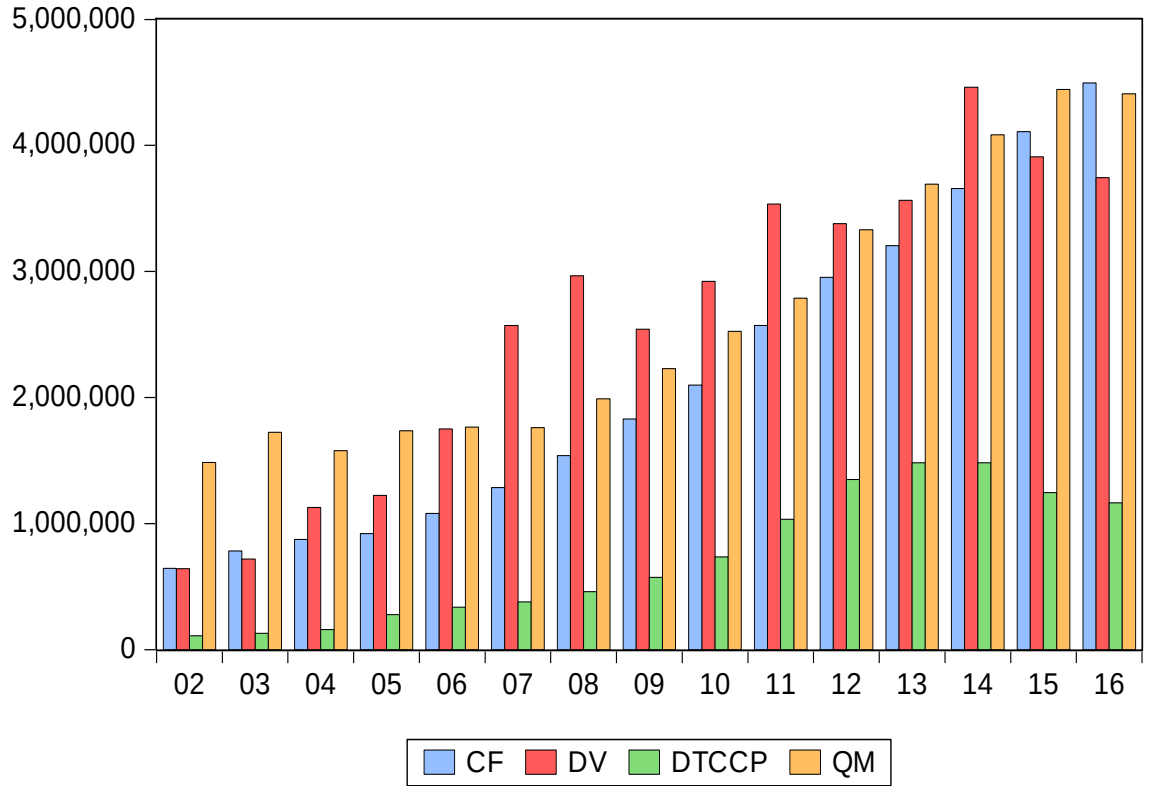
يبرز لنا تطور المجمع النقدي (M1) أو ما يسمى بمجموع وسائل الدفع (M1) خلال الفترة 2002-2008 الذي ارتفع متوسط معدل نموه بشكل معتبر (23,57%) تقلصا حادا سنة 2009 وصل

[1] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapports (2016.

إلى (-0,42%)، وهذا تحت أثر تقلص الودائع تحت الطلب خلال نفس السنة ب (-14,27%) على مستوى البنوك كما هو موضح في الشكل (3.3)، بينما استأنفت النقود المتداولة خارج البنوك والودائع لدى الخزينة العمومية ولدى الصكوك البريدية توسعهما بوتيرة مرتفعة خلال نفس السنة ب 18,79% و 24,60% على التوالي.

أما فيما يخص الفترة 2002-2014 فقد ارتفع متوسط معدل نمو المجمع (M1) سنويا إلى 14,71%، لينخفض بشكل حاد خلال السنة الموالية 2015 حيث تقلص إلى -3,56%، وهذا تحت تأثير انخفاض معدل نمو كل من الودائع تحت الطلب وودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية بـ -12,38% و -16,09% على التوالي.

شكل(4.3): تطور مكونات العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2002-2016



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (13.3).

QM: تمثل مجموع الودائع شبه النقدية؛

DTCCP: تمثل ودائع لدى الخزينة ولدى الصكوك البريدية؛

DV: تمثل الودائع تحت الطلب؛

CF: يمثل التداول النقدي خارج القطاع البنكي؛

المطلب الثاني: تحليل تطور معامل الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)

ترك برنامج الاصلاح الاقتصادي مع مؤسسات النقد الدولية آثارا إيجابية على معدلات التضخم ، حيث عرفت هذه الأخيرة انخفاضا مستمرا بدأ من سنة 1995 حين بلغ 29,7% ليصل إلى أدنى مستوى له سنة 2000 بنسبة 0,3%، ويرجع هذا النجاح في تخفيض معدلات التضخم إلى تطبيق سياسة انكماشية نقدية في إطار تطبيق برامج الاصلاح الاقتصادي نتيجة للإجراءات المتخذة في هذا البرنامج ، كتحرير ورفع أسعار الفائدة، وتقليص نمو الكتلة النقدية، وكذلك التخلي عن الاصدار النقدي في تمويل العجز الموازني، وفي المقابل شهدت الفترة الممتدة من 2000 إلى 2011 تطورات مغايرة تماما للفترة السابقة، حيث استمرت معدلات التضخم في الارتفاع ليبلغ 5,7 بالمائة سنة 2009[1].

إنّ هذه الارتفاعات المستمرة في معدلات التضخم جعلت بنك الجزائر يدرك بأن الاستقرار النقدي يجب أن يكون الهدف الأولي والنهائي للسياسة النقدية حتى تكون لها فاعلية أكبر، حيث أعطت الأحكام التشريعية المتعلقة بالأمر (10/04) أهمية كبرى للحد من التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي كهدف نهائي للسياسة النقدية، وهو ما لم يدرج في قانون النقد والقرض (10/90) والأمرين المعدلين له (01/01) و(11/03)، وعليه سنحاول من خلال هذا الجزء تقييم حالة الاستقرار النقدي في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2016، وقد قمنا باختيار هذه الفترة للوقوف على أفضل أداء للسياسة النقدية في ظل الامر 11/03 والأمر 10/04 في تخفيض معدلات التضخم.

أولا. النموذج الرياضي لمعامل الاستقرار النقدي

حتى يمكن الحكم على حالة الاستقرار النقدي، قمنا باعتماد مقياس ذو طبيعة تركيبية لقياس الفجوة التضخمية يسمى مؤشر معامل الاستقرار النقدي، ويستند هذا المؤشر إلى معادلة كمية النقود

[1] طيبة عبد العزيز، فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات سعر الصرف الأجنبي خلال الفترة (2000-2011)، **مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية**، العدد 12، جوان 2014، ص: 28.

للاقتصادي فيشر، ويتم استخدامه في العديد من الدراسات من أجل الوقوف على وضعية السياسة النقدية ؛ وعليه يمكن صياغة النموذج الرياضي لمعامل الاستقرار النقدي فيما يلي[1]:

B: معامل الاستقرار النقدي.

و $\frac{\Delta M}{M}$ يمثل معدل التغير في عرض النقود (مجموع وسائل الدفع M2).

و $\frac{\Delta Y}{Y}$ يمثل معدل التغير في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي.

وعليه فإن معامل الاستقرار النقدي $B = \frac{\Delta M/}{\Delta Y/Y}$

فإذا كان فإذا كان $B = 1$ فالمؤشر يدل على حالة استقرار نقدي؛

وإذا كان $B > 1$ فالمؤشر يدل على حالة عدم استقرار نقدي بسبب حدوث ضغوط تضخمية؛

أما إذا كان $B < 1$ فالمؤشر أيضا يدل على حالة عدم استقرار نقدي بسبب انخفاض في الأسعار وركود في الاقتصاد.

بناءً على النموذج الرياضي السابق لمؤشر معامل الاستقرار النقدي يتبين أن قيم المعامل القريبة من الواحد صحيح تشير إلى حالة الاستقرار النقدي وانتفاء الضغوط التضخمية، فيما تشير القيم التي تفوق الواحد صحيح بهامش كبير إلى سياسات نقدية توسعية تعمل على زيادة الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي، كما تشير القيم الأقل من الواحد صحيح بهامش كبير إلى سياسات انكماشية مستمرة تسهم في خفض الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي مما يؤدي إلى خفض الأسعار دون مستواها الطبيعي بما يؤدي إلى ركود في الاقتصاد[2].

ثانيا. تطبيق النموذج الرياضي لمعامل الاستقرار النقدي على حالة الاقتصاد الجزائري:

يتضح من الفقرة السابقة أن معامل الاستقرار النقدي يعتمد في حسابه على معدل النمو في عرض النقود بالمعنى الواسع ***(M2)%*** ومعدل النمو في الناتج المحلي الجمالي ***(RGDPG)%***، ولهذا

[1] صلاح محمود حسين، معامل الاستقرار النقدي في الاقتصاد السعودي (1397-1403هـ)، **مجلة الاقتصاد والإدارة**، جامعة الملك عبد العزيز (السعودية)، م 1، 1408 هـ ، ص: 169.

[2] صندوق النقد العربي، ***التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2012)***، الفصل السابع، ص: 131.

يلزم تحديد سلسلة زمنية لهذين العنصرين، ولقد سبق وأن قمنا بتحديد معدلات النمو السنوي لعرض النقود، أما فيما يخص الناتج المحلي الاجمالي فنظرا لعدم توافر بيانات له خلال الفترة 1990-1997، فسنعتمد على الفترة 1998-2016 من أجل حساب قيم مؤشر الاستقرار النقدي في الجزائر كما هو موضح في الجدول رقم (14.3).

جدول رقم (14.3): تطور معامل الاستقرار النقدي والتضخم في الجزائر خلال الفترة 1991-2016

السنة	% لمعدل نمو (*M2*) (1)	% لمعدل نمو *(RGDPG)* (2)	معامل الاستقرار النقدي (3) = (1)/(2)	معدل التضخم %
1991	21,06	-1,18	-17,84	25,9
1992	24,23	1,58	15,33	31,7
1993	21,61	-2,10	-10,59	20,5
1994	15,42	0,9	17,13	29
1995	10,48	3,84	2,72	29,80
1996	14,44	3,81	3,79	18,7
1997	18,19	1,09	16,68	5,7
1998	47,24	5,1	9,26	5
1999	12,36	3,2	3,86	2,60
2000	13,03	2,2	5,92	0,3
2001	22,3	2,6	8,57	4,2
2002	17	4,7	3,61	1,4
2003	15,6	6,9	2,26	4,3
2004	11,44	5,2	2,2	4
2005	11,22	5,1	2,2	1,4
2006	18,67	2,0	9,34	2,3
2007	21,5	3,0	7,16	3,7
2008	16,04	2	8	4,9
2009	3,12	1,7	1,84	5,7
2010	15,44	3,6	4,29	3,9
2011	19,9	2,6	7,65	4,5
2012	10,9	3,3	3,3	8,89
2013	8,4	2,8	3	3,3
2014	14,6	3,8	3,84	2,9

2015	0,13	3,7	0,035	4,8
2016	0,79	3,4	0,23	6,40

المصدر: من حسابات الباحث بناء على بيانات الجدول رقم (11.3) والجدول رقم (13.3)، وكذا وبيانات المصادر الآتية:

- International Monetary Fund, Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Country Report No. 04/31, Washington, D.C, February 2004.
- International Monetary Fund, Algeria: Statistical Appendix, IMF Country Report No. 06/102, Washington, D.C, March 2006, pp: 6-25, Tables (03, 13, 23).
- International Monetary Fund, Algeria: Statistical Appendix, IMF Country Report No. 09/111, Washington, D.C, April 2009, pp: 6-25, Tables (04, 14, 24).
- International Monetary Fund, Algeria: Statistical Appendix, IMF Country Report No. 13/49, Washington, D.C, February 2013, pp: 4-18, Tables (03, 12, 19).
- International Monetary Fund, Statistical Appendix.

Disponible sur: https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/mcd/eng/pdf/mreost0115.pdf

- www.ONS.DZ

يبين الجدول أعلاه الميزة العامة لتطورات معامل الاستقرار النقدي مقارنة مع تطور معدل التضخم في الاقتصاد الجزائري خلال فترة الدراسة، حيث يُلَاحظ خلال الفترة (1991-1998) وجود حالة عدم استقرار كبيرة، حيث قدر معامل الاستقرار النقدي السالب خلال الفترة 1991 و1993 (17,84-)، (10,59-) على التوالي، ويرجع ذلك إلى حالة الركود التضخمي التي عرفها الاقتصاد الجزائري كان معدل نمو الاقتصاد سالب مع معدل تضخم قدره 25,9%، أما فيما يخص سنوات 1992 ، 1994، 1997 فقد بلغ معامل الاستقرار على التوالي 15,33، 17,13، 16,68، ويرجع سبب حالة عدم الاستقرار الموجب هنا إلى الضغوط التضخمية التي شهدتها هذه الثلاث سنوات المذكورة حيث بلغ معدل التضخم على التوالي 31,7%، 29%، 5,7%.

كما يلاحظ أيضا بالنسبة للفترة (1999-2010) أنّ الاقتصاد الجزائري يعاني من حالة عدم الاستقرار النقدي لكن بمستويات أقل حيث بلغ متوسط معامل الاستقرار النقدي خلال هذه الفترة (4,93) ويرجع السبب في ذلك ارتفاع كبير في معدل نمو الكتلة النقدية حيث قدر بـ 22,3%، 21,5% ، 16,04% لسنوات 2001، 2007، 2008 على التوالي؛ مقابل ذلك نلاحظ خلال نفس الفترة أنّ معدل التضخم انخفض بشكل كبير مقارنة بالفترة التي سبقتها حيث بلغ في المتوسط **(3,2 %)** بعدما كان **(21%)** في المتوسط خلال الفترة (1991-1998)، ويرجع انخفاض معدل التضخم إلى العديد من العوامل أهمها: برنامج التعديل الهيكلي التي قامت به السلطات المحلية في إطار الاتفاقية المبرمة مع صندوق النقد الدولي خلال الفترة (1994-1998)، إضافة إلى ذلك انخفاض قيمة العملة وفعالية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية التي تم استحداثها بداية من سنة 2002.

تميزت الفترة (2011-2016) بحالة عدم الاستقرار النقدي خلال الأربع سنوات الأولى أين بلغ معامل الاستقرار النقدي كأقصى حد (7,65) سنة 2011، مقابل ذلك بلغ معامل الاستقرار النقدي سنتي (2015، 2016) على التوالي 0,035 و0,23 وهو معامل قريب جدا من الواحد صحيح، ما يدل على حالة استقرار نقدي كبير في الاقتصاد الجزائري، ويرجع هذا الاستقرار إلى اتباع بنك الجزائر سياسة نقدية انكماشية استطاع من خلالها تقليص معدل نمو الكتلة النقدية من 14,4 بالمائة سنة 2014 إلى 0,5 بالمائة سنة 2015 و1,2% سنة 2016، من جهة ومن جهة أخرى انخفاض الايرادات النفطية بسبب انهيار أسعار البترول من 115 دولار للبرميل جوان 2014 إلى حوالي 40 دولار للبرميل منتصف سنة 2015، والذي تسبب في تراجع حاد لاحتياطي الصرف الأجنبي الذي بلغ 153,9 مليار دولار نهاية سنة 2015 مقابل 179 مليار دولار عند نهاية ديسمبر 2014[1]. غير أنّ هذا الاعتدال في معامل الاستقرار النقدي سنتي 2015 و2016 وكذا الاجراءات التي تمت من خلال السياسة النقدية التقييدية لم يفسره معدل التضخم خلال نفس السنتين بشكل جيد، حيث شهدت هذه الأخيرة ارتفاع ملفت في معدل التضخم من 2,9 بالمائة سنة 2014 إلى 4,8 بالمائة وإلى 6,4 بالمائة لسنتي 2015، 2016 على التوالي ، ويمكن ارجاع هذا التضارب بين معامل الاستقرار النقدي ومعدل التضخم إلى عدم وجود علاقة مستقرة بين الكتلة النقدية (M2) ومعدل التضخم، ذلك لأنّ هذا الأخير لم يكن مترافقا مع النمو في وسائل الدفع التي يمتلكها المتعاملين غير الماليين كما هو موضح في الجدول أعلاه، كما أكد **بنك الجزائر** في تقرير له سنة 2016[2] أقر بأنّ ارتفاع التضخم سنة 2016 ليس له أي صلة بالتضخم المستورد، كون مؤشر أسعار استهلاك المنتجات ذات محتوى مستورد كبير لم يعرف إلا ارتفاعا بسيطا (6,8%) ولم تبلغ مساهمته في التضخم الكلي إلاّ 21,8%، وعليه فقد أرجع بنك الجزائر اسباب هذه الارتفاعات في معدل التضخم خلال السنتين 2015، 2016 إلى عوامل ذات طابع هيكلي في ظرف يتميز بأسواق تنافسية بشكل غير كاف وسيئة التنظيم، والذي يتميز بعضها بتواجد وضعيات مهيمنة، وبالتالي يفسر التضخم الضمني بتوقعات لا أساس لها للمتعاملين الاقتصاديين (صناع السعر)، وهذا بالنظر إلى التغيرات الفعلية أو المتوقعة لتطور محددات التضخم (سعر الصرف، الكتلة النقدية، الجباية، تكاليف العمل ...).

[1] ياسين بودهان، **تراجع احتياطي النقد الأجنبي يهدد الاقتصاد الجزائري**، تاريخ التصفح: 2016/12/22، متوفر على الموقع:
http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/7/16/%D8%AA%D8%B1%D8%A7%D8%AC%D8%B9%8%A7%D8%AD%D8%AA%D9%8A%D8%A7%D8%B7%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%AC%D9%86%D8%A8%D9%8A-%D9%8A%D9%87%D8%AF%D8%AF-%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%B2%D8%A7%D8%A6%D8%B1

[2] بنك الجزائر، ***التطورات الاقتصادية والنقدية في الجزائر***، الجزائر، تقرير 2016، ص 139.

المبحث الرابع: استهداف التضخم كاستراتيجية حديثة لتحقيق هدف الاستقرار النقدي في الجزائر

عرف الاقتصاد الجزائري منذ بداية الألفية الثالثة ظهور فائض هيكلي في السيولة المصرفية بسبب ضخامة الايرادات النفطية في وقت شهدت فيه قيمة الواردات زيادة كمية معتبرة خاصة منها السلع الغذائية، مما أثر تأثيرا بالغا على سياسات وقرارات بنك الجزائر، ووضعه أمام تحديات كبيرة خاصة مع بوادر ظهور ضغوطات تضخمية بداية من سنة 2001، وعليه فقد قامت السلطة النقدية في الجزائر باستهداف ضمني لمعدل التضخم خلال الفترة 2002-2010، مما دفعها إلى تحديث أدوات غير مباشرة جديدة للسياسة النقدية بعد أن تخلت عن اللجوء إلى الأدوات المباشرة (كتسقيف القروض)، وهذا من أجل امتصاص فائض السيولة الهيكلي من الجهاز المصرفي للحفاظ على استقرار الأسعار.

وتلبية لهذا المسعى بعدما وضع الأمر 03-11 استقرار الأسعار في المقام الثاني جاءت الأحكام التشريعية المتعلقة بالأمر 10-04 المعدل للأمر 03-11 والصادرة في أوت 2010، لتعطي إرساءً قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف أولي صريح للسياسة النقدية مبرزة ضرورة التوجه نحو تبني استراتيجية استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر.

وعليه سيتم التطرق في هذا الجزء إلى اسقاط بعض الشروط الأولية والعامة لسياسة استهداف التضخم على الجزائر، ثم بعد ذلك عرض التجربة الحديثة للجزائر في تطبيق هذه السياسة وتقييمها.

المطلب الأول: اسقاط شروط استراتيجية استهداف التضخم على حالة الاقتصاد الجزائري

تطرقنا في الفصل الثاني إلى أنّ نجاح البنوك المركزية في تحقيق هدف استقرار الأسعار يتطلب توافر مجموعة من الشروط المؤسسية والموضوعية، والتي من شأنها تزيد من فعالية استراتيجية استهداف التضخم، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب اسقاط أهم هذه الشروط على حالة الاقتصاد الجزائري:

1) درجة استقلالية بنك الجزائر بعد صدور الأمر 03-11: اجتمعت العديد من الدراسات التي أجريت لتحديد درجة مدى استقلالية البنوك المركزية على مجموعة من المعايير تخضع كل واحدة منها لوزن ترجيحي، وتتمثل هذه المعايير في كل من: المحافظ؛ صياغة السياسة النقدية؛ أهداف البنك المركزي؛ ومدى التزام البنك المركزي بتمويل العجز في الانفاق الحكومي.

وبناء على المعايير السابقة قام **الدكتور بن علي سنة 2008** بقياس درجة استقلالية بنك الجزائر بعد صدور الأمر 03-11 وكانت نتائج الدراسة كما هو موضح في الجدول (15.3)[1]:

جدول رقم (15.3): قياس درجة الاستقلالية الكلية للسلطة النقدية في الجزائر بعد صدور الأمر 03-11

توصيف المتغير	الوزن	الدرجة الترتيبية
I. المحافظ	**0,2**	**0,345**
1) فترة الوظيفة.....		**0,00**
2) تعيين المحافظ.....		0,00
3) الرفض أو الطرد.....		0,83
4) هل تقلد المحافظ مناصبا في الحكومة؟		1,00
II. صياغة السياسة النقدية	**0,15**	**0,6666**
1) من يصيغ السياسة النقدية.....		1,00
2) من له الكلمة الأخيرة في حل التعارض.....		1,00
3) دور البنك في عملية إعداد الموازنة.....		0,00
III. أهداف بنك الجزائر	**0,15**	**0,6**
IV. الحدود على الاقراض	**0,50**	**0,2452**
1) التسليف غير المورق.....	0,15	0,33
2) التسليف المورق.....	0,10	
3) شروط الاقراض.....	0,10	
4) المقترضون المحتملين من البنك.....	0,05	
5) حدود إقراض البنك.....	0,025	
6) استحقاق القرض.....	0,025	
7) أسعار الفائدة على القروض.....	0,025	
8) منع البنك المركزي من شراء أو بيع أوراق مالية للحكومة	0,025	
درجة الاستقلالية الكلية للسلطة النقدية.....	**1**	**0.4642**

من خلال الجدول أعلاه تبين أن درجة استقلالية بنك الجزائر 0,46 وهو ما يبين أن الأمر 11-03 عمل على إعادة بعض صلاحيات بنك الجزائر بعد ما أدى صدور الأمر 01-01 إلى خفض درجة استقلالية السلطة النقدية، وبصفة عامة أعطى قانون النقد والقرض والأمران المعدلان له درجة استقلالية معتبرة لبنك الجزائر بالرغم من التفاوتات في درجتها.

2) تحديد الأهداف النهائية للسياسة النقدية في الجزائر: حددت المادة 35 من الأمر 03-11 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض 90-10 الأهداف النهائية للسياسة النقدية والمتمثلة أساسا في تحقيق

[1] بلعزوز بن علي، قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الاصلاحات المصرفية الحديثة، ***ورقة في إطار الملتقى الدولي الثاني حول "إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة"***، ورقلة، أيام 11-12 مارس 2008، ص ص 21-22.

معدل نمو اقتصادي منتظم في المقام الأول، أما الحفاظ على استقرار العملة داخليا وخارجيا فجُعل في المقام الثاني مما يدل على عدم اعطاء أهمية وأولوية لاستقرار الأسعار كهدف أولي للسياسة النقدية[1]. مقابل ذلك أعطت التشريعيات الجديدة المتعلقة بالأمر 10-04 المعدل والمتمم للأمر 03-11 أهمية كبيرة لاستقرار الأسعار كهدف صريح وأولي للسياسة النقدية، في حين أبقى هذا الأمر على الأهداف الأخرى في مجال النمو الاقتصادي وتطور المجاميع النقدية والقرضية مع تسيير مرن لسعر الصرف الاسمي، حيث أصبح التضخم محددا مقارنة بالهدف النقدي الكمي المسمى بالهدف الوسيط.

ومما سبق يتضح أن هدف استقرار الأسعار حتى وإن كان في المقام الأول بالنسبة للسياسة النقدية في الجزائر إلاّ أنه لا يعتبر هدف وحيد لأنه توجد فهناك أهداف كمية أخرى تسعى السلطة النقدية للوصول إليها، وبالرغم من أن هذه الأهداف تتناغم مع استقرار الأسعار بحكم عدم وجود هدف العمالة إلاّ أنه يتطلب من السلطة النقدية أن تمتلك هدف وحيد وأولي يتمثل في استقرار الأسعار في ظل التوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم[2].

3) العلاقة بين أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر ومعدل التضخم: أدى التنسيق بين أدوات السياسة النقدية غير المباشرة والتي تم استحداثها خلال فترة الدراسة إلى تمكُن بنك الجزائر من ممارسة سياسة نقدية انكماشية استطاع من خلالها التحكم في الفائض الهيكلي للسيولة المصرفية، وهذا ما أدى إلى انخفاض معدل نمو المجاميع النقدية إلى 11,5 بالمائة سنة 2004 مقارنة مع 15,6 بالمائة سنة 2003، و4,8 بالمائة سنة 2009 مقارنة مع 16 بالمائة سنة 2008، لكن وبالرغم من ذلك إلاّ أن العلاقة بين معدل نمو المجاميع النقدية ومعدل التضخم لم تكن قوية ومستقرة خلال أغلب سنوات فترة الدراسة، وهو ما يوحي بأنّ هذه المجاميع لا تعبر عن الهدف الوسيط الملائم لتحويل أثر السياسة النقدية للهدف النهائي المتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار **(أنظر الجدول رقم (14.3))**. وهذا ما يقودنا إلى نتيجة مفادها أنه لا توجد علاقة قوية ومستقرة بين أدوات السياسة النقدية ومعدل التضخم.

[1] Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie,*** Rapport (2008), Op.cit. pp 141-142.

[2] Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie,*** Rapport (2010). Op.cit. p 120.

من خلال تقييمنا السابق تبين أن أغلب المتطلبات كل المتطلبات المسبقة التي تساعد على نجاح تطبيق استراتيجية استهداف التضخم إذا لم نقل كلها غير محققة وهو ما يجعلنا نستنتج أن السلطة النقدية تعتمد استهداف التضخم غير الكامل.

المطلب الثاني: الخيارات الاستراتيجية للسلطة النقدية في الجزائر عند استهداف التضخم

مرت عملية استهداف التضخم في الجزائر بمرحلتين أساسيتين خلال فترة الدراسة، المرحلة الأولى وخصت الفترة 2002-2009 حيث عرفت هذه المرحلة استهداف ضمني لمعدل التضخم من طرف السلطة النقدية، أما المرحلة الثانية وتخص الفترة 2010- 2016 حيث عرفت هذه المرحلة استهداف صريح لمعدل التضخم من طرف السلطة النقدية والتوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم، وعليه فقد قام بنك الجزائر بتقديم مجموعة من الخيارات الاستراتيجية تمثلت في:

1) اختيار مؤشر أسعار مناسب للتضخم: يتم مراقبة الأسعار في الجزائر استنادا على مؤشر أسعار المستهلك ***CPI*** باعتباره المؤشر الذي يتمتع بسهولة كبيرة للمتابعة والقراءة الواضحة لدى الجمهور، حيث يشمل هذا الأخير 261 مادة منتجة محليا ومستوردة تضم أسعار المواد الغذائية والمنتجات المصنعة غير الغذائية والخدمات، حيث تخص هذه المواد أسر منطقة الجزائر العاصمة.

2) الإعلان عن معدل التضخم المستهدف: فحسب هذا الخيّار فإن السلطة النقدية في الجزائر بدءً من سنة 2002 حتى سنة 2010 قامت بتحديد هدف ضمني لمعدل التضخم قدر ب 4%، إلاّ أنه في ظل التوجه نحو استئناف التضخم العالمي ابتداء من السداسي الثاني من 2009 وخاصة في الدول الناشئة وكذلك توجه الجزائر نحو استراتيجية استهداف التضخم قام مجلس النقد والقرض بإعلان صريح حول معدل التضخم المستهدف والذي حدد ب 4% بدأ من سنة 2011 والسنوات التي تليها مع السماح بنطاق تقلب محدد ب (±1%)، وتعتبر سنة 2011 أول سنة لإدارة السياسة النقدية باستهداف التضخم وهذا بعد إصلاح إطار السياسة النقدية في أوت 2010[1].

3) بناء توقعات مستقبلية لمعدل التضخم: وقد عزز بنك الجزائر التوقعات ذات الأجل القصير لمعدل التضخم بواسطة نموذج من متجه تصحيح الخطأ **(VECM)**، ويتبين أن الخصائص الإحصائية لهذا النموذج تمتاز بالصلابة فيما يخص تطابق النموذج النظري المعتمد وتوزيع المعاينات المستعملة في

[1] Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2010), p 138.

تقرير معالم النموذج بشكل كامل، حيث تم التأكد من صلابة هذا النموذج من خلال الاختبارات الإحصائية خلال سنوات الفترة الانتقالية[1].

المطلب الثالث: عرض وتحليل تجربة استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر

تعتبر تجربة الجزائر في تطبيق استراتيجية استهداف التضخم من التجارب الحديثة جدا مقارنة مع بعض الدول النامية التي باشرت هذه السياسة قبل أكثر من 10 سنوات، فبعد أن قامت السلطة النقدية باستهداف معدل التضخم الضمني والمحدد ب 4% منذ سنة 2002 حتى سنة 2010 خاصة مع تطور الاصلاحات التي مست أدوات وإجراءات السياسة النقدية جاءت الأحكام التشريعية الجديدة في أوت 2010 والتي تخص الأمر رقم 10-04 المعدل للأمر 03-11 المتعلقة بالنقد والقرض من أجل اعطاء إرساء قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح وأولي للسياسة النقدية مبرزة بذلك ضرورة التوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم.

وبناء على ما سبق سنحاول من خلال هذا الجزء تحليل وتقييم تجربة السلطة النقدية في الجزائر حول عملية استهداف معدل التضخم الضمني للفترة 2002-2010، ثم بعد ذلك سنحاول تقييم نتائج استراتيجية استهداف التضخم خلال الفترة الانتقالية بدأ من سنة 2011 إلى غاية سنة 2016.

جدول رقم (16.3): تطور الانحرافات عن معدل التضخم المستهدف ضمنيا في الجزائر خلال الفترة (2002 – 2010)

بالنسبة المئوية			
السنوات	**معدل التضخم المستهدف ضمنيا (%)**	**معدل التضخم الفعلي (%)**	**الانحراف**
2002	3	1,4	-1,6
2003	3	2,6	-0,4
2004	3	3,6	0,6
2005	3	1,6	-1,4
2006	3	2,5	-0,5
2007	3	3,5	0,5
2008	3	4,9	1,9

[1] Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie,*** Rapport (2014). Op.cit. p 131.

2009	3	5,7	2,7
2010	4	3,9	-0,1

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المصادر الآتية:

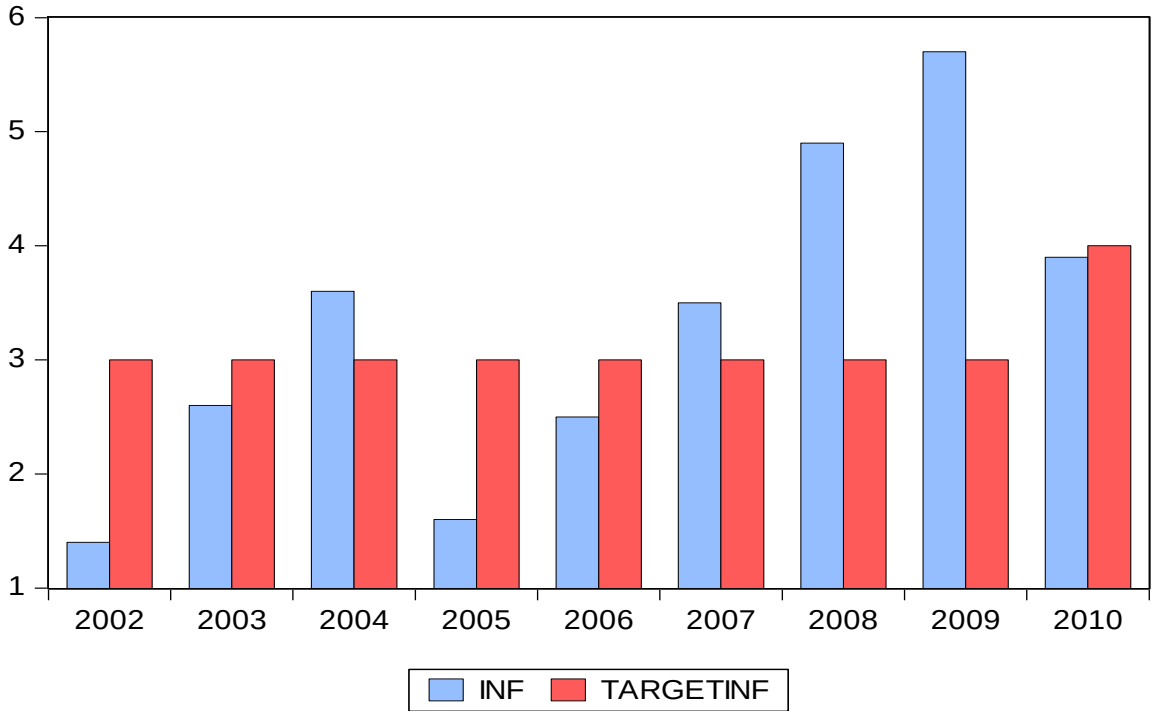
International Monetary Fund, ***Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report N° 06/102, Washington, D.C, March 2006.

International Monetary Fund, ***Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report N° 09/111, Washington, D.C, April 2009.

International Monetary Fund, ***Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report N° 13/49, Washington, D.C, February 2013.

Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie***, Rapport (2008-2013). Op.cit.

شكل رقم (5.3): تطور معدل التضخم الفعلي والمستهدف في الجزائر للفترة (2002-2010)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (16.3).

تبدّى من خلال قراءتنا للجدول (16.3) والشكل (5.3) أعلاه أنّ السياسة النقدية لبنك الجزائر استطاعت أن تحقق أفضل أداء لها من حيث استهداف معدل التضخم الضمني خلال السنوات 2003، و2010 حيث تم تخفيض الانحراف خلال هذه السنوات إلى 0,4-، و0,1- على التوالي، أما باقي السنوات فقد عرفت تذبذب كبير في معدلات التضخم نحو الارتفاع والانخفاض، ففي سنتي 2008

و2009 شهدت معدلات التضخم ارتفاع كبيرا حيث بلغت على التوالي 4,9 بالمائة، و5,7 بالمائة، وهو ما أدى إلى انحراف معدلات التضخم عن النطاق المستهدف ضمنيا ب 1,9، و2,7 نقطة مئوية على التوالي، وهذا راجع حسب تقرير بنك الجزائر إلى تسارع وتيرة التضخم الخاص بالمنتجات المستوردة خاصة منها المواد الأولية الفلاحية.

أما فيما يخص الفترة (2011-2016) فقد أدت أهمية تنبؤ التضخم ومراقبته منذ 2010 إلى قيام بنك الجزائر بتطوير أداة ملائمة تستجيب إلى انشغال تبني نظرة استشرافية، ويعرف هذا النموذج بنموذج أحادي المتغير للسلاسل الزمنية والذي يأخذ بعين الاعتبار الذاكرة الموفرة من قبل السلسلة التاريخية الشهرية لمؤشرات الأسعار عند الاستهلاك حيث كان يهدف التنبؤ بمعدل التضخم في البداية على المدى القصير أي التنبؤ الشهري لتطوراته على مدى سنة واحدة، ثم بعد ذلك عمق بنك الجزائر تحليل محددات التضخم تدعيما لوضع نموذج تنبؤ التضخم على 24 شهرا بدأ من سنة 2012.

وبناءً على ما سبق فإن سنة 2010 تعتبر فترة انتقالية لتبني استراتيجية استهداف التضخم، حيث اتخذ بنك الجزائر الاجراءات الآتية:

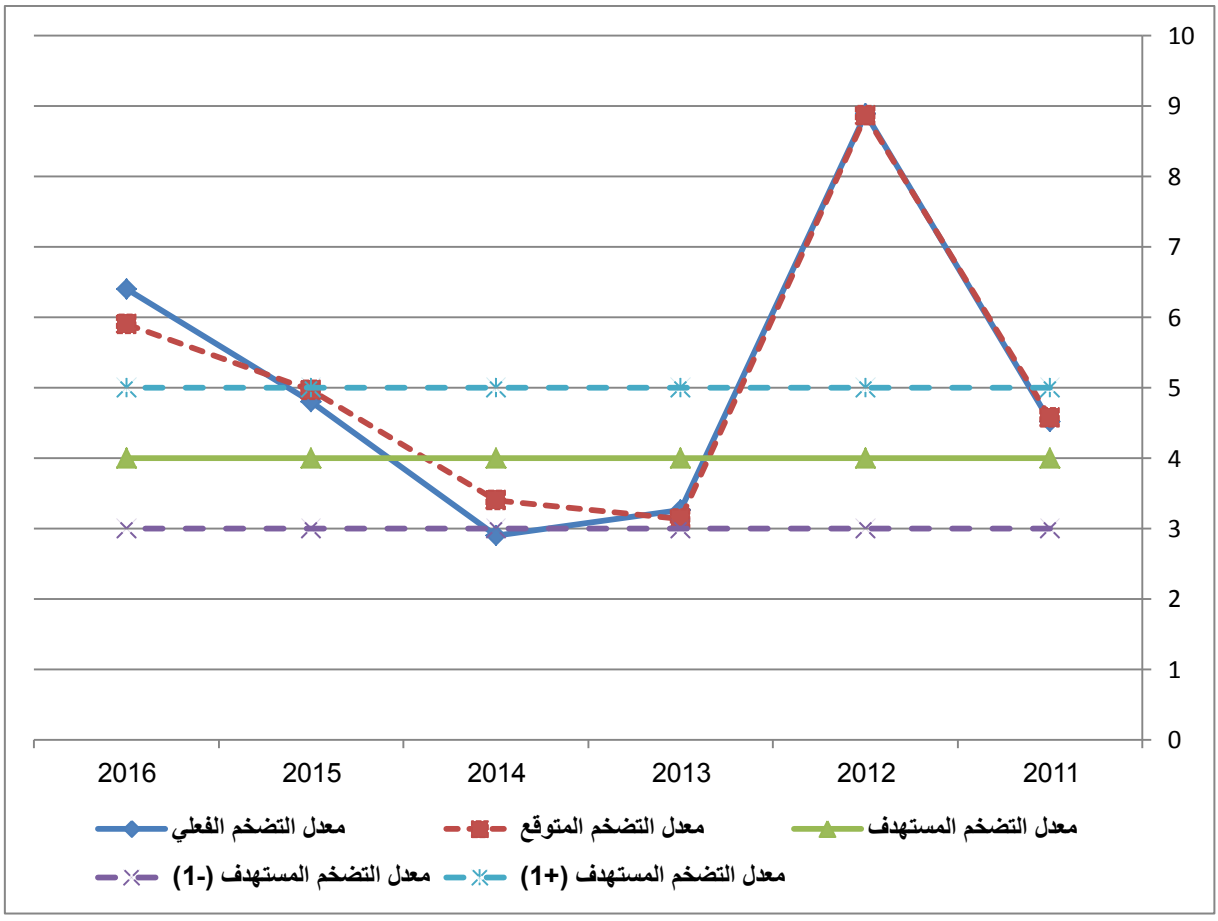
- ✓ تم اختيار مؤشر أسعار الاستهلاك (للجزائر الكبرى)، باعتباره المؤشر الذي يتمتع بسهولة كبيرة للمتابعة والقراءة الواضحة لدى الجمهور؛
- ✓ معدلات التضخم المستهدفة للأعوام 2011، 2012، 2013 هي 4%، 4%، 4% على التوالي؛
- ✓ تم تحديد نطاق السماح بتقلب معدل التضخم الفعلي بنحو 1% مقارنة بالمعدل المستهدف؛
- ✓ معدلات التضخم المتوقعة لسنوات 2011، 2012، 2013 هي 4,57%، 8,86%، 3،14% على التوالي.

جدول (17.3): مقارنة بين معدل التضخم الفعلي والمستهدف خلال الفترة (2011 – 2016)

بالنسبة المئوية				
السنوات	معدل التضخم المستهدف	معدل التضخم المتوقع	معدل التضخم الفعلي	الانحراف
2011	4	4،57	4،52	0،52
2012	4	8،86	8،89	4،89
2013	4	3،14	3،26	- 0،74
2014	4	3,40	2,9	- 1,1
2015	4	4,96	4,8	0,8
2016	4	5,9	6,4	2,4

Source: Banque d'Algérie, ***Evolution Economique et monétaire en Algérie,*** Rapports (2010-2016). Op.cit. Et ONS

شكل رقم (6.3): تطور معدل التضخم المستهدف والفعلي في الجزائر خلال الفترة (2011-2016)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (17.3).

من خلال قراءتنا للجدول (17.3) والشكل (6.3) تبين لنا أنّ هذه الفترة الانتقالية نحو تطبيق استراتيجية استهداف التضخم مبنية على مجرد التوقعات الاستشرافية، فالذي تمت ملاحظته هو أنّ توقع التضخم على المدى القصير أخذ أهمية خاصة في هذا الصدد حيث أنّ كل التنبؤات التي قام بها بنك الجزائر لمعدلات التضخم كانت قريبة بشكل كبير لمعدلات التضخم، وبالتالي فإنّ التضخم السنوي للمتوسط بقي في تناغم مع التوقعات على المدى القصير.

أما في ما يخص تقييمنا للانحراف نلاحظ تذبذبات كبيرة خلال السنوات محل الدراسة، فبعدما بلغ الانحراف سنة 2011 (0,52) بالمائة أي في نطاق السماح بتقلب معدل التضخم الفعلي ±1 بالمائة أخذ منحنى تصاعدي سنة 2012 ليبلغ 4,89 بسبب ارتفاع معدل التضخم إلى 8,89 بالمائة، ويرجع هذا التذبذب إلى عدم وجود تنسيق بين أدوات السياسة النقدية واستراتيجية استهداف التضخم من جهة ، إضافة إلى ذلك امتلاك استهدافات اسمية أخرى كسعر الصرف مما ضعف من فعالية هذه الاستراتيجية في تقليص الفجوة بين التضخم المستهدف والتضخم المتوقع في الوقت المناسب، هذا وقد عرفت سنوات 2013، 2014، 2015 عودة لاستقرار الأسعار حيث تم تخفيض الانحراف بمعدل متوسط قدر ب (0,95)، ويرجع السبب وراء ذلك إلى التدخلات التي قام بها بنك الجزائر عن طريق أدواته غير المباشرة وامتصاص فائض السيولة الهيكلية.

أما سنة 2016 فقد شهدت ارتفاع معدل التضخم إلى 6,4%، الذي تسبب في توسع فجوة الانحراف إلى (2,4)، وحسب تقرير لبنك الجزائر يمكن ارجاع هذا الارتفاع الكبير في معدل التضخم إلى عوامل ذات طابع هيكلي جاءت نتجت عن ظهور أسواق تنافسية غير كافية وسيئة التنظيم، والذي يتميز بعضها بتواجد وضعيات مهيمنة، وبالتالي فالتضخم الضمني في هذه الحالة يفسر بتوقعات لا أساس لها بالنسبة للمتعاملين الاقتصاديين (صناع السعر)، وهذا بالنظر إلى التغيرات الفعلية أو المتوقعة لتطور محددات التضخم (سعر الصرف، الكتلة النقدية، الجباية، تكاليف العمل ...).

خلاصة الفصل:

تبين من الفصل أنّ المنظومة المصرفية في الجزائر شهدت العديد من الاصلاحات خاصة بعد اصدر قانون النقد والقرض 10/90 في ظل التوجه نحو اقتصاد موجه بآليات السوق، حيث قامت السلطات الجزائرية بإبرام اتفاقية مع مؤسسات النقد الدولي في إطار ما يسمى ببرنامج الاستعداد الائتماني الأول والثاني الذي امتد إلى غاية 1993، والذي يهدف إلى منح قروض ومساعدات من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي مقابل شروط أهمها: الحد من التضخم ومراقبة توسع الكتلة النقدية إضافة إلى العديد من الشروط الأخرى، إلاّ أنّ السلطة النقدية فشلت في تحقيق أغلب الشروط المبرمة في الاتفاق أين عرف الاقتصاد الجزائري حالة عدم استقرار نقدي كبير بسبب ظاهرة الركود التضخمي خلال تلك الفترة، حيث بلغ معدل التضخم حوالي 26 % سنة 1991 صاحبه انخفاض في معدل النمو الاقتصادي بـ (-1,18)%. إنّ فشل الاتفاقيتين السابقتين المبرمتين مع مؤسسات النقد الدولية وتحت ضغط الأزمة الاقتصادية والمالية والأمنية جعل السلطات الجزائرية مرغمة باللجوء مرة ثالثة إلى تلك الهيئات لإبرام اتفاقية في إطار برنامج الاتفاق الموسع والذي يمتد للفترة (1988-1994) على مرحلتين: مرحلة التثبيت الهيكلي (1994-1995)، حيث ارتكزت السياسة النقدية والاقتصادية في إطار هذا البرنامج إلى تحقيق عدة أهداف أهمها: تخفيض قيمة الدينار بنسبة 40,17% في أفريل 1994 (1 دولار مقابل 36 دج) قصد تقليص الفرق بين أسعار الصرف الرسمية وأسعار الصرف في السوق السوداء وهذا تطبيقا لنموذج التخفيض المرن لسعر الصرف؛ الحد من التوسع في الكتلة النقدية من خلال رفع أسعار الفائدة الاسمية؛ وتحقيق استقرار نقدي بتخفيض معدل التضخم إلى أقل من 19%. أما المرحلة الثانية تتمثل في مرحلة التعديل الهيكلي (1995-1998)، والذي يعد البرنامج الأوسع والأشمل إذ يمتد إلى ثلاث سنوات، ويكمن الهدف الأساسي وراء برنامج التعديل الهيكلي في إعادة الاستقرار النقدي لتخطي مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق بأقل التكاليف، وللوصول إلى ذلك كانت أبرز أهداف الاتفاق تتمثل في: تحقيق نمو اقتصادي في إطار الاستقرار النقدي؛ العمل على إرساء نظام الصرف واستقراره، المرفق بإنشاء سوق ما بين البنوك مع إحداث مكاتب للصرف ابتداءً من 1996/01/01؛ التخلي عن استعمال وسائل المراقبة المباشرة تحضيرا للاستعمال التدريجي لوسائل المراقبة غير المباشرة مثل: الاحتياطي الاجباري والسوق المفتوحة، ومن ثم جعل معدل تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية عند مستوى 20%، مع رفع معدل إعادة الخصم إلى 15%، ومعدل السحب على المكشوف للبنوك على بنك الجزائر يعادل 24%.

من خلال تحليلنا لفترة الاتفاق الموسع اتضح أنّ الاجراءات التي قامت بها السلطة النقدية من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة لم تأتي بثمارها على أرض الواقع بالنسبة للحد من توسع الكتلة النقدية وتحقيق الاستقرار النقدي، حيث بلغ معدل نمو الكتلة النقدية سنة 1998 (47,24%) وحالة عدم استقرار نقدي كبير أين ابتعد جدا معامل الاستقرار عن الواحد صحيح حيث بلغ (16,68)، مقابل ذلك عرف معدل التضخم انخفاض كبير وصل إلى (5%) سنة 1998، ما يثبت عدم وجود علاقة مستقرة بين الكتلة النقدية ومعدل التضخم، بالتالي يرجع الانخفاض الحاد لهذا الأخير لسياسة تخفيض قيمة العملة المحلية مقابل الدولار التي كانت فعالة في استهداف التضخم.

تميزت الفترة (1999-2010) على الفترات السابقة باعتدال معدل التضخم حيث بلغ في المتوسط 3,2 % وهو معدل قريب من معدل التضخم المستهدف الضمني من طرف بنك الجزائر، ويرجع ذلك إلى انخفاض في قيمة العملة من جهة، ومن جهة أخرى ادخال العديد من الأدوات المستحدثة وغير المباشرة للسياسة النقدية والتي ساهمت في امتصاص جزء كبير من فائض السيولة المصرفية إلى جانب الأدوات التقليدية كسعر إعادة الخصم وأداة الاحتياطي الاجباري التي تم إعادة تفعيلها بموجب التعليمة (02-04) الصادرة سنة 2004، وأبرز غير المباشرة المستحدثة من قبل السلطة النقدية: أدوات السوق المفتوحة والتي تنقسم إلى ثلاث فئات: عمليات التنازل المؤقت، العمليات المسماة النهائية (شراء وبيع أوراق عمومية)، أداة استرجاع السيولة على بياض؛ التسهيلات الدائمة والتي تنقسم إلى فئتين: تسهيلة القرض الهامشي، وتسهيلة الودائع المغلة للفائدة.

أدت نجاعة أدوات السياسة النقدية المستحدثة في امتصاص فائض السيولة المصرفية ، بمجلس النقد والقرض وبنك الجزائر إلى تعزيز الإطار التنظيمي المتضمن لوسائل إدارة السياسة، حيث أصدر النظام رقم 02/09 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية، ووسائلها وإجراءاتها، الأمر الذي مهد الطريق للتوجه نحو تبني استراتيجية استهداف التضخم، وبالفعل تم اصدار (الأمر رقم 10-04 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11) المتعلقة بالنقد والقرض، والذي يعطي إرساءً قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح وأولي للسياسة النقدية. إلاّ أنّ هذا التوجه الحديث للسياسة النقدية لبنك الجزائر لا يمكن اعتباره استهدافا للتضخم بقدر ما يمكن اعتباره مدخلا تجريبيا للتنبؤ بمعدلات التضخم المستقبلية، وهذا راجع لعدم التزام السلطة النقدية بالمتطلبات الأولية المساعدة على تجسيد وانجاح هذه الاستراتيجية، فضلا عن ذلك وجود عوامل غير نقدية تحدد معدل التضخم في الجزائر.

الفصل الرابع:

التحليل القياسي لقنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري

- تمهيد
- تقديم النموذج المستخدم ومنهجية التحليل القياسي المعتمدة في الدراسة
- دراسة العلاقة المباشرة بين السياسة النقدية تجاه النشاط الاقتصادي والأسعار المحلية
- قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الفائدة
- قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة الإقراض البنكي
- قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الصرف
- مناقشة نتائج التحليل القياسي

تمهيد:

إنّ ارتباط موضوع آثار السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي والمستوى العام للأسعار في إطار القياس الاقتصادي باستخدام نماذج (VAR) امتدت جذوره إلى سنوات السبعينيات، حين كان هناك جدل كبير قائم بين فريدمان وتوبين سنة 1970 حول العلاقة السببية بين السياسة النقدية والنشاط الاقتصادي، حيث اعتمد فريدمان على مقالة له ترجع لسنة 1958 فيما يخص العلاقة المتبادلة والفارق الزمني بين هذه المتغيرات لتبرير التأثير السببي للنقود على النشاط الاقتصادي، مقابل ذلك يرفض توبين تبرير السببية عن طريق الانعكاس الزماني ويطور نموذجا نظريا كينزيا يولد التحولات التي لاحظها فريدمان، لكن حيث لا تلعب النقود أي دور سببي في النشاط الاقتصادي. وعقب هذا الجدل الساخن بين (Friedman) و(Tobin) استخدم سببية غرانجر وأكد نتيجة النقوديين. وبعد نقده الشهير للنماذج الهيكلية الخاصة بلجنة كولز (Commission Cowles)، قام (Sims) سنة 1981 بتقديم لأول مرة نماذج (VAR) ومدد مفهوم سببية غرانجر لمتجه أكثر من متغيرين، حيث قام بتطبيق نموذج (VAR) على متجه يتكون من: النقود، الدخل، أسعار الفائدة، والمستوى العام للأسعار يسمح له بإنشاء بنية سببية أكثر تعقيدا؛ وبناءً على ذلك بعدما كانت التقلبات في النشاط الاقتصادي تنسب إلى النقود، فقد بيّن (Sims) من خلال نموذج (VAR) أنّ سعر الفائدة هي التي تؤثر بشكل أساسي في النشاط الاقتصادي.

إنّ الدراسة القياسية التي قام بها (Sims) أسالت الكثير من الحبر وطرحت الكثير من الجدل حول موضوع أثار السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار خاصة بعدما بين الأدب الاقتصادي أنّ السياسة النقدية تؤثر بشكل غير مباشر على النشاط الاقتصادي أي أنه توجد العديد من القنوات الكلاسيكية والنيوكلاسيكية التي تعمل على تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار، وعليه فقد توالت العديد من البحوث والدراسات التي اهتمت بدراسة قنوات تحويل أثر السياسة النقدية على الاقتصاد، حيث أنّ معظم الدراسات التي تم الاطلاع عليها سواء تلك المطبقة على مستوى الاقتصادات المتقدمة، الناشئة، أو النامية استخدمت نماذج (VAR)[1].

وعليه يستهدف هذا الفصل اسقاط هذا النوع من الدراسات على حالة الاقتصاد الجزائري، حيث سيتم دراسة مدى فاعلية قنوات السياسة النقدية المعتمدة في الجزائر والمتمثلة أساسا في: قناة سعر الفائدة،

للمزيد من التفاصيل انظر:

[1] Paulré, Bernard. **''La causalité en économie: mise en perspective et approches opérationnelles"**, Leçons de Philosophie Economique, Tome 3, ''Science Economique et Philosophie des Sciences'', Economica, 2007.

قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف في تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار في الجزائر، معتمدين بذلك على منهجية شعاع الانحدار الذاتي (VAR)، مستخدمين بذلك أدوات التحليل القياسي تستطيع أن توضح العلاقة السببية بين متغيرات النموذج، وكذا قياس أثر وأهمية هذه القنوات في تفسير التقلبات في الناتج المحلي الاجمالي والأسعار، ويتعلق الأمر بكل من أداة (Wald test)، دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة، وتحليل مكونات تباين حد الخطأ.

ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث أساسية: حيث يتناول المبحث الأول تقديم النموذج المستخدم ومنهجية التحليل القياسي المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فيتناول دراسة العلاقة المباشرة بين السياسة النقدية تجاه النشاط الاقتصادي والأسعار المحلية، في حين يتطرق المبحث الثالث إلى قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الفائدة ، أما المبحث الرابع يتضمن قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري بواسطة قناة الاقراض البنكي، وأخيرا يتناول المبحث الخامس قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الصرف .

المبحث الأول: تقديم النموذج المستخدم ومنهجية التحليل القياسي المعتمدة في الدراسة

يستهدف هذا المبحث تحقيق عدة أهداف تتمثل في: تعريف وإعداد المتغيرات ومصادر بياناتها ، تقديم منهجية شعاع الانحدار الذاتي (VAR)، تحديد كيفية اختبار جذر الوحدة للاستقرارية وتطبيقها على متغيرات الدراسة، كما يستهدف اختبار التكامل المشترك ونموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM) ، وفي الأخير أهم أدوات التحليل القياسي المستخدمة في تحقيق أهداف الدراسة القياسية.

المطلب الأول: تعريف وإعداد المتغيرات ومصادر البيانات.

أولا. فترة التقدير

تستخدم الدراسة بيانات فصلية للمتغيرات المستخدمة في التقدير تغطي الفترة من مارس 1995 حتى ديسمبر 2016 (88 مشاهدة)، وقد تم اختيار هذه الفترة لتوافر بيانات فصلية عن المتغيرات المستخدمة في التحليل ابتداء من 1995.

ثانيا. تعريف واعداد المتغيرات وتمثيلها بيانيا:

تستخدم الدراسة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية تم اختيارها بناءً على النظرية الاقتصادية ، ووفقا للدراسات السابقة التي أجريت على هذا الموضوع تم الربط بين متغيرات الدراسة بواسطة كل من نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) ونموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM) والذي سيتم تحديدهم بناء على نتائج اختباري الاستقرارية والتكامل المشترك، وتم الاعتماد على برنامج (EVIEWS 8) في التحليل القياسي، حيث قمنا بواسطته بإدخال اللوغاريتم الطبيعي على كل المتغيرات محل الدراسة، ومن ثم فإنّ المتغيرات المستخدمة في الدراسة تتمثل في:

LNGDP: اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الاجمالي كممثل للنشاط الاقتصادي الحقيقي؛

LNIPC: اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الاستهلاك كمؤشر على معدل التضخم في الجزائر.

LNREER: اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف الحقيقي الفعال.

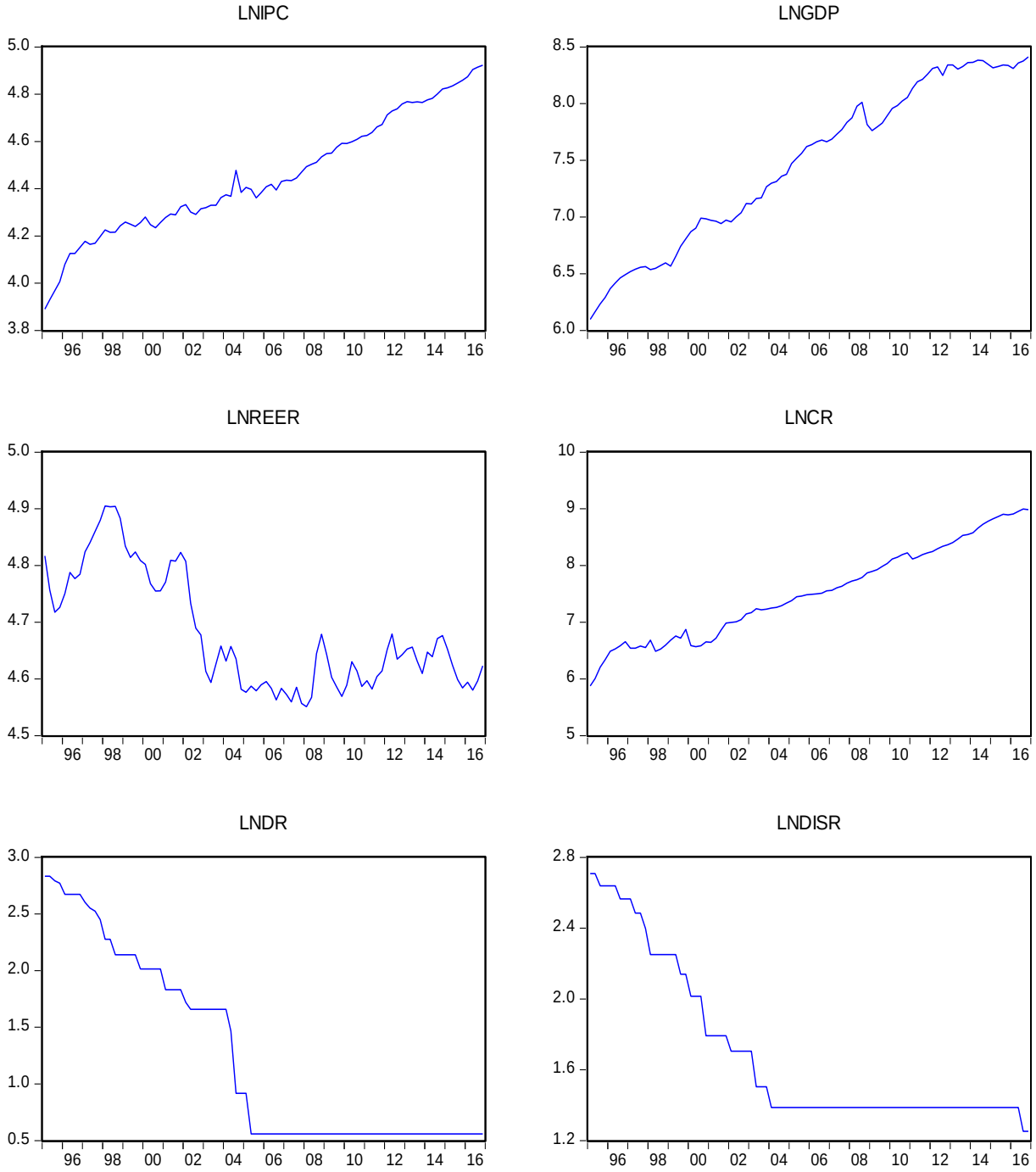
LNCR: اللوغاريتم الطبيعي للقروض البنكية الموجهة للاقتصاد.

LNDR: اللوغاريتم الطبيعي لسعر الفائدة على الودائع كممثل لسعر الفائدة في السوق النقدية.

LNDISR: اللوغاريتم الطبيعي لسعر إعادة الخصم كمؤشر للسياسة النقدية لبنك الجزائر.

ويوضح الشكل رقم (1.4): الايضاح البياني لكل متغير من هذه المتغيرات:

الشكل رقم (1.4): الايضاح البياني للمتغيرات المستخدمة في التقدير خلال الفترة (1995-2016)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

ثالثا. مصادر البيانات:

تتكون السلسلة الزمنية للدراسة من بينات فصلية تمتد من الربع الأول من سنة 1995 إلى غاية الربع الرابع من سنة 2016، والتي تم الحصول عليها من وكالة الاحصاءات الدولية (IFS) وصندوق النقد الدولي (FMI)، ونشرات ومجلات بنك الجزائر، والديوان الوطني للإحصاءات.

المطلب الثاني: منهجية شعاع الانحدار الذاتي (VAR)

من أجل فهم طبيعة أداء الاقتصاد الكلي النقدي ينبغي النظر إليه على أنه نموذج ديناميكي احتمالي، يأخذ بنظر الاعتبار الصدمات العشوائية الحالية والماضية، وهذا ما تعكسه حقيقة نماذج متجهات الانحدار الذاتي (Vector Auto regressive) والتي تعد أداة تجريبية مناسبة جدا لفهم طبيعة تأثير هذه الصدمات. إنّ منهجية نموذج (VAR) مشابهة لنمذجة المعادلات المتزامنة (المعادلات الآنية)، أي أنّ هناك العديد من المتغيرات الداخلية معا، غير أنّ كل متغير داخلي يكون موضحا بقيمته المختلفة وبالقيم المختلفة لكل المتغيرات الداخلية الأخرى النموذج، ولا توجد هناك متغيرات خارجية في النموذج، وإنّ البناء الهيكلي لنموذج المعادلات الآنية يستخدم في النظرية الاقتصادية في وصف العلاقة بين العديد من المتغيرات المهمة، ويكون نتائج النموذج هي المقدرات، حيث تستخدم هذه النتائج التجريبية في اختبار العلاقات النظرية.

ومن خلال ادخال الزمن بنظر الاعتبار فإنّ هذه النماذج من شأنها أن تميز بين الاستجابة القصيرة والاستجابة الطويلة للمتغير غير المستقل لوحدة التغير في قيمة المتغيرات التوضيحية[1]. ويكون الشكل الرياضي لمعادلة متجه الانحدار الذاتي لـ k متغير و p تباطؤ على الشكل المصفوفي الآتي[2]:

$$y_t = \emptyset_0 + \emptyset_1 Y_{t-1} + \emptyset_2 Y_{t-2} + \cdots + \emptyset_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \qquad t = 1,2, \ldots., t$$

$$\mathbf{Y_t} = \begin{bmatrix} \boldsymbol{Y_{1,t}} \\ \boldsymbol{Y_{2,t}} \\ \vdots \\ \boldsymbol{Y_{k,t}} \end{bmatrix}; \emptyset_i = \begin{bmatrix} \emptyset^{\mathbf{1}}_{\mathbf{1}\,i} & \emptyset^{\mathbf{2}}_{\mathbf{1}\,i} \ldots \emptyset^{\boldsymbol{k}}_{\mathbf{1}\,i} \\ \emptyset^{\mathbf{1}}_{\mathbf{2}\,i} & \emptyset^{\mathbf{2}}_{\mathbf{2}\,i} \ldots \emptyset^{\boldsymbol{k}}_{\mathbf{2}\,i} \\ \vdots & \vdots \quad \vdots \\ \emptyset^{\mathbf{1}}_{\mathbf{2}\,i} & \emptyset^{\mathbf{2}}_{\mathbf{2}\,i} \ldots \emptyset^{\boldsymbol{k}}_{\boldsymbol{k}\,i} \end{bmatrix}; \ \boldsymbol{\varepsilon_t} = \begin{bmatrix} \emptyset^{\mathbf{0}}_{\mathbf{1}} \\ \emptyset^{\mathbf{0}}_{\mathbf{2}} \\ \vdots \\ \emptyset^{\mathbf{0}}_{\boldsymbol{k}} \end{bmatrix}; \begin{bmatrix} \boldsymbol{\varepsilon_{1,t}} \\ \boldsymbol{\varepsilon_{2,t}} \\ \vdots \\ \boldsymbol{\varepsilon_{k,t}} \end{bmatrix}; \quad \boldsymbol{i = 1, 2, \ldots, p}$$

نسمي $\sum_\varepsilon = E(\varepsilon_t \, \varepsilon_t^{\backslash})$ مصفوفة التباين–التباين المشترك للأخطاء وهي ذات بعد (k, k).

يمكن أيضا كتابة النموذج بدلالة معامل التأخير حيث:

$$\left(I - \emptyset_1 L - \emptyset_2 L^2 - \cdots - \emptyset_p L^p\right) Y_t = \emptyset_0 + \varepsilon_t$$
$$\emptyset(L) Y_t = \emptyset_0 + \varepsilon_t$$

[1] نبيل مهدي الجنابي، نماذج السياسات النقدية والمالية: مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003–2011)، **مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والتجارية**، جامعة الكوفة، المجلد 8، العدد (2)، العراق، 2012، ص 62.

[2] محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2012، ص ص 269 270.

المتغيرات $Y_{1,t}, \ldots\ldots, Y_{k,t}$ تعتبر كسلاسل مستقرة، والأخطاء $\varepsilon_{1,t}, \ldots\ldots, \varepsilon_{k,t}$ ذات تشويش أبيض مستقلة ذاتيا وذات تباينات ثابتة $\sigma_1^{\varepsilon}, \ldots\ldots, \sigma_k^{\varepsilon}$.

تكون السيرورة (VAR) مستقرة إذا كان كثير الحدود المعرف انطلاقا من محدد المصفوفة $\left|I - \emptyset_1 L - \emptyset_2 L^2 - \cdots - \emptyset_p L^p\right| = 0$ تحتوي على جذور خارج الدائرة الوحدوية.

وفي حالة نموذج (VAR) يمكن تقدير كل دالة من دوال النموذج بطريقة المربعات الصغرى أو بطريقة المعقولية العظمى، حيث يتم تقدير كل دالة على حدا، وبالتالي فالنموذج المقدر يكتب على الشكل:

$$\widehat{y_t} = \widehat{\emptyset_0} + \widehat{\emptyset_1} Y_{t-1} + \widehat{\emptyset_2} Y_{t-2} + \cdots + \widehat{\emptyset_p} Y_{t-p}$$

لا يمكن تقدير معاملات هذا النموذج انطلاقا من سلاسل غير مستقرة، إذ يجب جعل كل السلاسل مستقرة بحساب الفروقات من الدرجة d في حالة اتجاه عام عشوائي أو إضافة مركبة الاتجاه العام إلى صيغة النموذج (VAR) في حالة اتجاه عام ثابت. أيضا، يمكن إضافة متغيرات صورية لتصحيح التغيرات الموسمية[1].

المطلب الثالث: اختبار جذر الوحدة للاستقرارية

تتمثل الخطوة الأولى بعد تحديد النموذج في فحص درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، للتأكد ما إذا كانت هذه المتغيرات مستقرة أم لا، وبما أنّ أغلب السلاسل الزمنية تتصف بخاصية عدم الاستقرار سنقوم من خلال اختبار جذر الوحدة من أجل فحص خواص السلاسل الزمنية لكل من مؤشر أسعار الاستهلاك (LNIPC)، الناتج المحلي الاجمالي (LNGDP)، حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد (LNCR)، سعر الفائدة في السوق النقدية (LNDR)، سعر الصرف الحقيقي الفعال (LNREER)، وسعر إعادة الخصم (LNDISR) خلال الفترة (1995-2016)، وهذا من أجل التأكد من مدى استقرارية كل سلسلة على حدى وتحديد رتبة تكاملها، فإذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة عند قيمتها الأصلية (عند مستواها) يقال إنها متكاملة من الدرجة **I(0)**، و إذا استقرت السلسلة الزمنية بعد أخذ الفرق الأول لها فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الدرجة الأولى **I(1)**، أما إذا استقرت السلسلة الزمنية بعد أخذ الفرق الثاني لها فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الدرجة الثانية **I(2)** ، ورغم تعدد

[1] المرجع السابق، ص 272.

اختبارات جذر الوحدة سنتطرق إلى اختبار ديكي فولر الموسع **(Augmented Dickey Fuller Test)** باستخدام المعادلة الآتية[1]:

$$\Delta y_t = \beta_1 + \delta_{t-1} + \mu_t$$

حيث تشير (Δ) إلى الفرق الأول للسلسلة الزمنية (y_t)، ويتم اختبار الفرض العدمي المتمثل في $(H_0: \delta = 0)$ أي بوجود جذر وحدة في السلسلة الزمنية بمعنى أنها غير ساكنة، في مقابل الفرض البديل $(H_1: \delta > 0)$ أي سكون السلسلة، وإذا كانت (δ) معنوية ولأقل من الصفر $(\delta > 0)$ فإننا نقبل الفرض البديل بعدم وجود جذر وحدة (Unit root)، أي أن المتغير ساكن أو مستقر (Stationary).

ويمكن أن يضاف إلى المعادلة السابقة متغير الزمن (t)، وإذا كان حد الخطأ (μ_t) في النموذج أعلاه يعاني من الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، فيمكن أن يصحح بإضافة عدد مناسب من حدود الفرق المبطئة، وتصبح معادلة اختبار جذر الوحدة كالآتي:

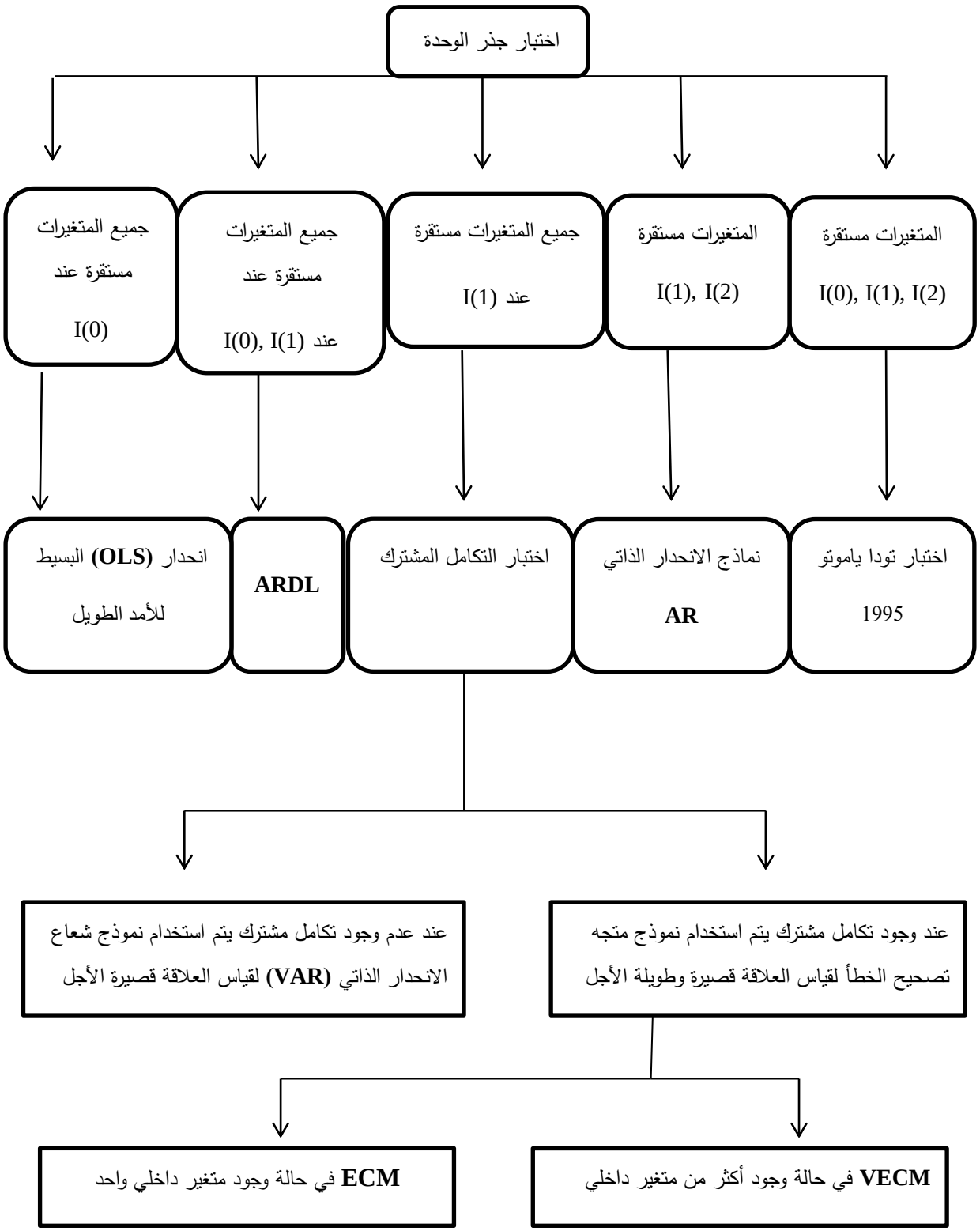
$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta\, y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=0}^{m} \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t$$

وهذا النموذج يوصف باختبار ديكي– فولر الموسع، حيث تصبح $(\boldsymbol{\varepsilon_t})$ غير مرتبطة ذاتيا وتتميز بالخواص المرغوبة، ولتحديد طول الفجوات الزمنية (m) المناسبة يتم عادة استخدام معايير مثل (Akaike Info Criterion)، ويتم اختبار الفرض العدمي $(H_0: \delta = 0)$ أي بوجود جذر وحدة من خلال مقارنة احصائية (τ) المقدرة للمعلمة (δ) مع القيم الجدولية لـ (Dickey-Fuller) والمطورة أيضا بواسطة (Mackinnon)؛ فإذا كانت القيمة المطلقة لإحصائية (τ) المقدرة تتجاوز القيمة المطلقة لـ (DF) أو (Mackinnon) فإنها تكون معنوية احصائيا، وعليه نرفض الفرض العدمي بوجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة الزمنية مستقرة، وإذا كانت أقل من القيمة الجدولية فإنه لا يمكن رفض فرض جذر الوحدة، أي أنّ السلسلة غير مستقرة (non-stationary)، وبالتالي نقوم باختبار جذر الوحدة للسلسلة عند الفرق الأول (First difference)، وإذا كانت السلسلة غير مستقرة عند هذ الفرق نكرر الاختبار للفرق من درجة أعلى.

وعليه فإنّ استقرار السلسلة الزمنية عند المستوى الأصلي أو عن الفرق الأول أو عند كليهما هو الذي يحدد نوع النموذج أو المنهجية المتبعة في الاختبار الاحصائي (اختبار التكامل المشترك) المستخدم في القياس والتقدير كما هو موضح في الشكل الآتي:

[1] العبدلي ، عابد بن عامد، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، **مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الاسلامي**، المجلد 11، العدد 32، مصر، 2007، ص ص 71-72.

شكل رقم (2.4): مخطط هيكلية الاختبارات القياسية



المصدر: مالك علام عفات عودة الدليمي، ***قياس وتحليل محددات الطلب على النقود في الاقتصاد العراقي للمدة (1985–2015)***، رسالة ماجيستير غير منشورة، جامعة الفلوجة، العراق، 2018، ص 111.

بناءً على ما سبق قمنا بتطبيق اختبار ديكي فولر على السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة، وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول رقم (1.4) أدناه:

الجدول رقم (1.4): نتائج اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لتحديد مدى استقراريه المتغيرات

المتغير	نوع الاختبار	نوع النموذج	t المحسوبة	t الجدولية	Prob	النتيجة
LNGDP	المستوى	حد ثابت	-2.163489	- 2.895109	0.2211	غير مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-1.418494	- 3.462292	0.8488	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	5.441082	-1.944574	1.0000	
	الفرق الأول	حد ثابت	-7.303120	-2.895512	0.0000	مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-7.471747	-3.462912	0.0000	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-5.832317	-1.944619	0.0000	
LNIPC	المستوى	حد ثابت	-1.146905	-2.895512	0.6939	غير مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-3.087579	-3.462912	0.1159	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	4.745002	-1.944619	1.0000	
	الفرق الأول	حد ثابت	-10.92329	-2.895512	0.0001	مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-10.90238	-3.462912	0.0000	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-8.708193	-1.944619	0.0000	
LNREER	المستوى	حد ثابت	-1.664202	-2.895512	0.4457	غير مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-2.398892	-3.462912	0.3775	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-0.335187	-1.944619	0.5617	
	الفرق الأول	حد ثابت	-7.041384	-2.895512	0.0000	مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-6.996750	-3.462912	0.0000	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-7.082112	-1.944619	0.0000	
LNCR	المستوى	حد ثابت	-0.955319	-2.895109	0.7658	غير مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-3.253138	-3.462292	0.0812	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	4.996840	-1.944574	1.0000	
	الفرق الأول	حد ثابت	-9.218957	-2.895512	0.0000	مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-9.170673	-3.462912	0.0000	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-4.769832	-1.944666	0.0000	
LNDR	المستوى	حد ثابت	-2.178942	-2.895924	0.2154	غير مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-0.517924	-3.462292	0.9809	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-3.820543	-1.944574	0.0002	
	الفرق الأول	حد ثابت	-3.668499	-2.896346	0.0063	مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-8.349614	-3.462912	0.0000	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-3.220921	-1.944713	0.0016	
LNDISR	المستوى	حد ثابت	-2.838125	-2.895109	0.0572	غير

		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-1.353329	-3.462292	0.8676	مستقرة
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-4.108537	-1.944574	0.0001	
	الفرق الأول	حد ثابت	-9.796424	-2.895512	0.0000	مستقرة
		يتضمن حد ثابت واتجاها عاما	-10.59069	-3.462912	0.0000	
		بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-2.915240	-1.944762	0.0040	

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الملحق رقم (01).

تظهر لنا نتائج اختبار ديكي فولر الموسع الملخصة في الجدول (1.4) أنّ كل السلاسل الزمنية محل الاختبار غير مستقرة في مستواها، ولكنها تصبح مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها أي أنّ كل السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة **I(1).**

المطلب الرابع: التكامل المشترك ونموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)

الفرع الأول: اختبار التكامل المشترك لـ (Johannsen- Juselius Test)

يستلزم إجراء اختبار التكامل المشترك متعدد المتغيرات، أن تكون السلاسل الزمنية لهذه الأخيرة متكاملة من نفس الرتبة، لذلك يكون هذا الاختبار المرحلة الثانية بعد تحديد رتبة التكامل لكل متغير من المتغيرات المستخدمة في الدراسة باستخدام اختبار جذر الوحدة، فعلى سبيل المثال ينبغي أن تكون كل سلسلة من هذه السلاسل الزمنية متكاملة من الرتبة الأولى. ومن ثم بعد معرفة هذه الرتبة، تتمثل الخطوة التالية في التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة بواسطة اختبار التكامل المشترك[1].

وهناك أكثر من طريقة لاختبار التكامل المشترك بين المتغيرات، أهمها (Johannsen Juselius Test)، حيث يتفوق هذا الاختبار على باقي الاختبارات الأخرى كونه يتلاءم في حالة وجود أكثر من متغير، والأهم من ذلك أنّ هذا الاختبار يكشف عن ما إذا كان هناك تكاملا مشتركا فريدا، أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المفسرة، وهذا له أهمية في نظرية التكامل المشترك. ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك يقترح **(جوهانسون وجسلس** سنة 1990) اختبار إحصائيتين، وهما اختبار الأثر، واختبار القيمة الكامنة العظمى.

[1] مجدي الشوربجي، مرجع سبق ذكره، ص 211.

أولا. اختبار الأثر ($Trace\ test - \lambda$ race)

ويأخذ هذا الاختبار الصيغة الآتية:

$$\lambda_{Trace}(\mathrm{r/n}) = -T * \sum_{i=r+1}^{n} \ln(1-\hat{\lambda}_i) / \ r = 0,1,2,\dots,n-1$$

حيث أنّ T : حجم العينة؛ r: عدد متجهات التكامل المشترك؛ n: عدد المتغيرات في النظام.

إذ يتم بناء على هذه الصيغة اختبار الفرضية العدمية القائلة بأنّ عدد متجهات التكامل المشترك يساوي r، مقابل الفرضية البديلة بأنّ عدد متجهات التكامل المشترك يساوي n.

ثانيا. اختبار القيمة الكامنة العظمى ($Maximum\ Eigen\ Values\ test - \lambda_{max}$)

ويأخذ هذا الاختبار الصيغة الآتية:

$$\lambda_{Trace}(\mathrm{r/n+1}) = -T * Ln(1-\hat{\lambda}_i) / \ r = 0,1,2,\dots,n-1$$

حيث أنّ λ: القيمة الكامنة العظمى؛ T حجم العينة؛ r: عدد متجهات التكامل المشترك؛ n: عدد المتغيرات في النظام.

إذ يتم بناء على هذه الصيغة اختبار الفرضية العدمية القائلة بأنّ عدد متجهات التكامل المشترك يساوي r، مقابل الفرضية البديلة بأنّ عدد متجهات التكامل المشترك يساوي $r+1$.

الفرع الثاني: نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)

يقوم مفهوم منهجية نموذج متجه تصحيح الخطأ على فرضية مفادها أنّ هناك علاقة توازنية طويلة المدى، تتحدد في ظلها القيمة التوازنية للمتغير التابع في إطار المتغيرات المفسرة، وبالرغم من وجود هذه العلاقة التوازنية على المدى الطويل، إلا أنه من النادر أن تتحقق، ومن ثم فقد يأخذ المتغير التابع قيما مختلفة عن قيمه التوازنية، ويمثل الفرق بين القيمتين عند كل فترة زمنية خطأ التوازن. ويتم تعديل أو تصحيح هذا الخطأ أو جزء منه على الأقل في المدى الطويل، ولذلك جاءت تسمية هذا النموذج بنموذج متجه تصحيح الخطأ، وعلى ذلك يفترض نموذج متجه تصحيح الخطأ وجود نوعين من العلاقات بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، وهي:**علاقة طويلة المدى:** وتتحقق في حال ما كان معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي أي أنّ التقلبات قصيرة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له سوف تؤدي إلى علاقة مستقرة طويلة الأجل بين المتغيرات؛ **وعلاقة قصيرة المدى:** وهي العلاقة الآنية أو المباشرة التي تظهر بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له في كل فترة زمنية، وتقاس من خلال التغيرات فيما بينهم.

وتقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ يتطلب أولا: التحقق من مدى استقرارية متغيرات، وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدا عن طريق اختبار جذر الوحدة؛ وثانيا: التأكد من وجود علاقة توازنية بين متغيرات النموذج، ويتم ذلك من خلال اختبار التكامل المشترك[1]. وتعرف منهجية نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM) بالمعادلة الآتية[2]:

$$\Delta Y_t = \emptyset_0 + \beta_1 \Delta Y_{t-1} + \beta_2 \Delta Y_{t-2} + \cdots + \beta_{p-1} Y_{t-p+1} + \alpha \hat{\varepsilon}_{t-1} + \varepsilon_t \qquad t = 1,2, \ldots, t$$

$$\varepsilon_t = \beta Y_t \text{ مع:}$$

المطلب الخامس: أدوات التشخيص الاحصائي والتحليل القياسي المستخدمة في الدراسة

الفرع الأول: أدوات التشخيص الاحصائي

تعتمد الدراسة على مجموعة من الأدوات التي تساعد على تشخيص النماذج محل الدراسة احصائيا، واختبار مدى صلاحيتها في تقدير نتائج قريبة من الواقع، وأهم هذه الأدوات: اختبار استقرارية النموذج، اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية من خلال اختباري ستيودنت وفيشر، اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي النموذج، واختبار مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء، وعليه سنحاول التطرق في هذا الفرع إلى تحديد كيفية اختبار بعض هذه الأدوات.

أولا. اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية[3]:

- **توزيع ستودنت (Studnet):** يستخدم هذا الاختبار لمعرفة ما إذا كانت معلمات النموذج تختلف معنويا عن الصفر أم لا، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية القائلة بأنّ معلمات النموذج لا تختلف عن الصفر عند مستوى معنوية α مقابل الفرضية البديلة القائلة بأنّ معلمات النموذج تختلف معنويا عن الصفر مستوى معنوية α.

$$H_0 : \emptyset_i = 0 \quad , i = 1,2,3 \ldots \ldots, p$$

$$H_0 : \emptyset_i \neq 0 \quad , i = 1,2,3 \ldots \ldots, p.$$

وعند اختبار فرضية العدم نقوم بمقارنة قيمة t المحسوبة مع قيمة t المجدولة، حيث نقبل الفرضية العدمية H_0 عند مستوى معنوية α، إذا كانت قيمة t المحسوبة أقل أو تساوي قيمة t المجدولة وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1.

[1] العبدلي ، عابد بن عامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 70-71.

[2] محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص 301.

[3] المرجع السابق، 252-253.

أما إذا كانت t المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة t المجدولة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة.

- **توزيع Fisher:** لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نستخدم إحصائية فيشر التي تتضمن الفرضيتين:

$H_0 : \theta_i = \theta_j = \theta_q = 0$

$H_0 : \exists$معامل $\neq 0$

حيث يمكننا اختبار الفرضية العدمية القائلة بعدم معنوية النموذج مقابل الفرضية البديلة القائلة بمعنوية النموذج، حيث نقوم بمقارنة قيمة فيشر المحسوبة f_c مع قيمة فيشر المجدولة f_t ، وعليه فإذا تجاوزت احصائية فيشر المحسوبة قيمة فيشر المجدولة عند مستوى معنوية α ودرجتي حرية $(p+q, T-p-q)$ حيث تشير (T) إلى عدد المشاهدات في حين تشير (p+q) إلى عدد معالم النموذج.

ثانيا. اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي النموذج

من بين الافتراضات الأساسية عند قيامنا بتقدير أي نموذج هي أنّه لا يوجد بالسلاسل ارتباط ذاتي للبواقي، وللتحقق من هذه الفرضية هناك العديد من الاختبارات أبرزها اختبار مضاعف لاغرانج (Multiplicateur De Lagrange)، والذي يسمح باختبار الفرضية العدمية بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي $H_O = \alpha_1 = \alpha_2 \dots = \alpha_p = 0$ مقابل الفرض البديل بوجود ارتباط ذاتي بين البواقي. وعليه إذا كانت القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية لاغرانج أكبر من القيم الحرجة (1%، 5%، 10%) نقبل الفرض العدمي بعدم وجود ارتباط ذاتي بين سلاسل البواقي، في حين نرفض الفرض العدمي في الحالة العكسية.

الفرع الثاني: أدوات التحليل القياسي المستخدمة في الدراسة

أولا. اختبار (Wald Test) لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات المفسرة والمتغيرات التابع لكل دالة [1]

تم تقديم اختبار WALD في الإحصاء لأول مرة من قبل أبراهام والد (Abraham Wald) لاختبارات الفرضيات الإحصائية المتعلقة بعدة معلمات خاصة عندما يكون عدد المشاهدات كبيرًا، حيث قام من خلاله باختبار معاملات الجمعية الأمريكية الرياضية الـ 54 وهذا سنة (1943)، ويطلق على اختبار والد أيضا بـ **(Wald Chi-Square Test)**، ويعد هذا الاختبار طريقةً جيدة لمعرفة ما إذا كانت

[1] للمزيد من المعلومات حول هذا الاختبار انظر المصادر الآتية:

http://jeff560.tripod.com/w.html

https://www.statisticshowto.datasciencecentral.com/wald-test/

https://www.youtube.com/watch?v=hLkb8fHpIuc&list=PL965EB9CD2AF3089F&feature=view_all

المتغيرات التفسيرية[1] (المفسرة) في الدالة لها أهمية إحصائية في تفسير التقلبات في المتغير التابع أم لا (بمعنى آخر هل تسهم المتغيرات التفسيرية في التأثير على المتغير التابع أم لا).

وعليه يمكن من خلال اختبار (Wald Test) بدراسة ما إذا كانت هناك علاقة سببية قصيرة الأجل بين كل متغير مفسر والمتغير التابع في الدالة، حيث يسمح باختبار الفرضية العدمية القائلة بأنّ كل معلمات المتغير المفسر تساوي الصفر $(H_O: C_1 = C_2 \dots . = C_i = 0)$، أي عدم وجود علاقة بين المتغيرين المفسر والتابع مقابل الفرضية البديلة القائلة بأنّ معلمات المتغير المفسر تختلف عن الصفر $(H_1: C_1 = C_2 \dots . = C_i \neq 0)$، والتي تثبت وجود علاقة قصيرة الأجل بين المتغير المفسر تجاه المتغير التابع.

وتكتب صيغة احصائية (Wald Test) كالآتي:

$$\boldsymbol{W_T} = \frac{[\hat{\theta} - \theta_0]^2}{1/I_n(\hat{\theta})} = I_n(\hat{\theta}) * [\hat{\theta} - \theta_0]^2$$

$\hat{\theta}$: (Maximum Likelihood Estimator) ;

$I_n(\hat{\theta})$: Expected Fisher information (evaluated at the MLE).

وعليه إذا كانت القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية (Wald Test) أكبر من المستوى (5%، 10%) نقبل الفرض العدمي بعدم وجود علاقة سببية قصيرة الأجل بين المتغيرات، في حين نرفض الفرضية العدمية في الحالة العكسية.

ثانيا. دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (IARFs) وتحليل مكونات تباين حد الخطأ (VDC_s)[2]

تقيس دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (Impulse Accumulated Response Fonctions) أثر الصدمة التي يتعرض لها متغير داخلي ما داخل نموذج (VAR) و(VECM) على القيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات الداخلية الأخرى في النموذج، وهناك طريقتين لقياس أثر الصدمة، أولهما؛ قياس

[1] المتغير المفسر هو نوع من المتغيرات المستقلة غالباً ما يتم استخدام المصطلحين بالتبادل، ولكن هناك فرق دقيق بين الاثنين، عندما يكون المتغير مستقلاً فهذا يعني أنّه لا يتأثر على الإطلاق بأي متغيرات أخرى، أما إذا كان المتغير تفسيري أو (مفسر) فهذا يعني أنه قد يتأثر ببعض المتغيرات التفسيرية الأخرى.

للمزيد: انظر:

https://www.statisticshowto.datasciencecentral.com/explanatory-variable

[2] نبيل مهدي الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

أثر الصدمة بمقدار انحراف معياري واحد (VARS) وثانيهما، قياس أثر الصدمة بمقدار وحدة واحدة (SVAR).

أما فيما يخص تحليل مكونات تباين حد الخطأ (Variance Decomposition) فإنه يقيس الأهمية النسبية للمتغير في تفسير تباين أخطاء التنبؤ للمتغيرات في النموذج، بمعنى آخر فهو يعكس مساهمة التغير النسبي لمتغير ما في تفسير التغيرات في المتغيرات الأخرى على حدا.

المبحث الثاني: دراسة العلاقة المباشرة بين السياسة النقدية تجاه النشاط الاقتصادي والأسعار المحلية

يهدف هذا المبحث إلى دراسة مدى استجابة كل من النشاط الاقتصادي ممثلا بالناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار ممثلا بمؤشر أسعار الاستهلاك للصدمات التي تطرأ على للسياسة النقدية، وهذا من أجل معرفة فيما إذا كانت هناك علاقة مباشرة بين السياسة النقدية والنشاط الاقتصادي في الجزائر أم لا، ومن أجل ذلك تم بناء نموذج يتكون من ثلاث متغيرات داخلية تتمثل في كل من: لوغاريتم الناتج المحلي الاجمالي (LNGDP) ، لوغاريتم مؤشر أسعار الاستهلاك (LNIPC)، لوغاريتم سعر إعادة الخصم (LNDISR) ، وعليه سيتم تسمية هذا النموذج في الدراسة بـ **النموذج الأساسي**.

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات النموذج الأساسي

إنّ جميع متغيرات النموذج الأساسي مستقرة عند أخذ الفرق الأولي أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى I(1)، وعليه فالخطوة التالية هي اختبار فيما إذا كانت هناك علاقات تكاملية طويلة الأجل أم لا، وقبل الشروع في ذلك وجب تحديد فترة الابطاء المثلى.

أولا. تحديد فترات الإبطاء المثلى

تم استخدام خمسة معايير مختلفة لتحديد فترة الابطاء هي: معيار معلومات شوارتز (CS)، معيار معلومات حنان وكين (HQ)، معيار معلومات أكيك (Akaike)، معيار خطأ التوقع النهائي (FPE)، إحصاء اختبار (LR)، وبالاعتماد على نتائج اختبار كل من معيار (LR, FPE, AIC)، تبين أنّ فترة الابطاء المثلى تساوي (2) **(انظر الجدول رقم (م1.2) بملاحق الدراسة)**.

ثانيا. اختبار علاقة التكامل المشترك للنموذج الأساسي وفق (Johannsen-Juselius Test)

نتائج هذا الاختبار نلخصها في الجدول التالي:

جدول رقم (2.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) للنموذج الأساسي

اختبار الأثر λ_{trace} - Test de Trace			
عدد متجهات التكامل	احصائية الأثر λ_{trace}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	32.16523	29.79707	0.0262

At most 1	12.34738	15.49471	0.1410
At most 2	0.925811	3.841466	0.3360
اختبار القيمة الكامنة العظمى λ_{max} -**Maximal eigenvalue**			
عدد متجهات التكامل	احصائية λ_{max}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	19.81785	21.13162	0.0755
At most 1	11.42156	14.26460	0.1343
At most 2	0.925811	3.841466	0.3360

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول (م1.3) بملاحق الدراسة.

يتضح لنا من خلال اختبار علاقة التكامل المشترك لـ **(JJ)** ما يلي:

- **بالنسبة لاختبار الأثر** λ_{trace}: نلاحظ أنّ الاحصائية λ_{trace} أكبر من القيمة الحرجة عند 5% بالنسبة للفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقات تكاملية ، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على وجود علاقة تكاملية وحيدة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات.
- **بالنسبة لاختبار القيمة الكامنة العظمى** λ_{max}: نلاحظ أنّ كل قيم احصائية λ_{max} أقل من القيم الحرجة 5%، وهذا ما يدل على عدم وجود أي علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات.

بناء على الاختبارات السابقة تبين وجود علاقة تكامل مشترك بالنسبة لاختبار الأثر، أما فيما يخص اختبار القيمة الكامنة العظمى تبين عدم وجود أي علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات، وعليه سيتم الاعتماد على نتائج اختبار الأثر (وجود علاقة تكامل طويلة الأمد) لأنه يحقق لنا أفضل النتائج، وعليه فالنموذج المستخدم سيكون نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (Vector Error Correction) باعتماد علاقة تكامل مشترك و(2) فترات ابطاء.

المطلب الثاني: تقدير النموذج الأساسي وفق منهجية تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)

بناء على نتائج الاختبارات السابقة تم اختيار منهجية نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM) في تقدير النموذج الأساسي، مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى السلاسل الزمنية للمتغيرات، وعلاقة تكاملية وحيدة، والفترة (2) لتكون فترة الابطاء المثلى.

وبعد تقدير نموذج (VECM) **(انظر الجدول رقم (م1.4) بملاحق الدراسة)** يمكننا دراسة الخصائص الاحصائية التي تعطي لنا نظرة شاملة حول فيما إذا كان النموذج المقدر مقبول إحصائيا أم لا، وهذا قبل الخوض في قياس أثر السياسة النقدية المباشر على الاقتصاد الجزائري.

الفرع الأول: التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير النموذج الأساسي وفق (VECM)

يهدف هذا الجزء للتأكد من مدى صلاحية النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين المتغيرات، وذلك عن طريق العديد من الاختبارات أهمها: اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية للنموذج، اختبار اختبار مشكل الارتباط الذاتي لبواقي تقدير النموذج، اختبار مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء.

- **اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية**

من خلال استقراء النتائج السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- **توزيع ستيودنت (Studnet):** بالنسبة لدالة تصحيح الخطأ نلاحظ وجود علاقة تكامل مشترك بالنسبة لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك، كما أنّ كل معلمات دالة تصحيح الخطأ تتمتع بمعنوية احصائية عند مستوى معنوية 1% (2,57) حسب اختبار ستيودنت وهو جيد جدا للنموذج، كما نلاحظ ايضا أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند درجة حرية (1%).

أما فيما يخص معادلات المدى القريب نلاحظ معنوية ثلاث معلمات فقط عند مستوى (5% ، 10%) أما باقي المعلمات فهي غير معنوية، وبالتالي لا يمكنها أن تؤثر على المعنوية الكلية للنموذج.

- **توزيع Fisher:** تشير نتائج اختبار فيشر أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية، حيث أنّ احصائية فيشر المحسوبة f_c والتي تساوي (2.178552) تفوق قيمة فيشر المجدولةf_t عند مستوى معنوية 10% (2,14)، وبالتالي يمكن القول أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية.

- **اختبار مشكل الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الأساسي**

جدول رقم (3.4) نتائج اختبار (LM) للنموذج الأساسي وفق منهجية (VECM)

VEC Residual Serial Correlation LM Tests		
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Included observations: 85		
Lags	LM-Stat	Prob
1	12.25250	0.1994
2	7.661313	0.5686

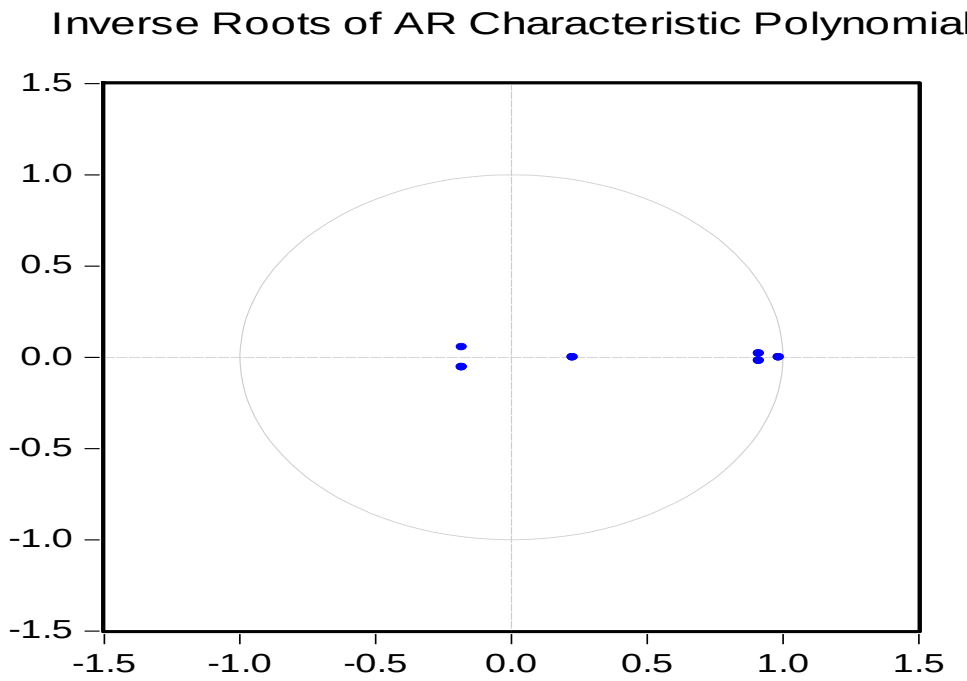
المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**.

يتضح من الجدول رقم (3.4) أعلاه أنّ قيم احصاء LM تشير إلى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط التسلسلي عند فترة الابطاء المثلى المختارة (2).

- **اختبار استقرارية النموذج**

إنّ عدم استقرار النموذج قد يؤدي إلى الحصول على نتائج زائفة، وعليه قمنا باختبار بناء على اختبار استقرارية النموذج المستخدم والذي تظهر نتائجه في الشكل رقم (3.4):

شكل رقم (3.4) نتائج اختبار استقرارية نموذج (VECM) المستخدم للنموذج الأساسي



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

يتضح من الشكل (3.4) أعلاه أنّ النقاط الزرقاء داخل حدود الدائرة، وهو ما يقودنا للتأكد من توافر شرط الاستقرار في نموذج (VECM) المستخدم في تقدير النموذج الأساسي.

وبناء على الاختبارات السابقة يمكن قبول نموذج (VECM) إحصائيا في تقدير دوال النموذج.

الفرع الثاني: تقدير دوال النموذج الأساسي وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS)

بعد أن قمنا بتقدير النموذج الأساسي وفق منهجية (VECM) تحصلنا على دوال أساسية تتمثل في: دالة مؤشر أسعار الاستهلاك، دالة الناتج المحلي الاجمالي، ودالة سعر إعادة الخصم، وعليه سنقوم بتقدير الدالة الأولى والثانية باعتبارهما الأهم في دراستنا، وذلك من أجل معرفة فيما إذا كانت هناك علاقة سببية مباشرة بين السياسة النقدية تجاه الناتج والأسعار المحلية أم لا.

أولا. تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بالنموذج الأساسي

بعد تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك بواسطة طريقة المربعات تحصلنا على نتائج تم تلخيصها في الجدول (3.4) كالآتي:

جدول رقم (3.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بالنموذج الأساسي

d(lnipc) = -0.094473865507*(lnipc(-1) - 0.542557299279*lngdp(-1) – (-2.659838) 0.256490932233*lndisr(-1) + 0.0371935002948) - 0.15083839389*d(lnipc(-1)) – (-1.426164) 0.0360863512732*d(lnipc(-2)) - 0.0140093464236*d(lngdp(-1)) + (-0.340972) (-0.240366) 0.0242511154018*d(lngdp(-2)) - 0.0055834589428*d(lndisr(-1)) – (0.403324) (-0.094487) 0.142680240023*d(lndisr(-2)) + 0.0108031219134 (-2.419818) (2.830228)
R^2= 0.165310 **F**-statistic= 2.178552 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م1.5) بملاحق الدراسة.

بعد تقدير دالة مؤشر الأسعار تحصلنا على النتائج الآتية:

- نلاحظ أنّ معامل التصحيح سالب ومعنوي عند مستوى 1% حسب اختبار ستيودنت؛
- حسب اختبار فيشر فالدالة تتمتع بمعنوية كلية عند مستوى (10%)؛
- نلاحظ معنوية متغير سعر إعادة الخصم عند فترة الابطاء الثانية عند مستوى 1% حسب اختبار t.

وبناءً على ما سبق يمكن تشخيص دالة مؤشر الأسعار اقتصاديا.

1.1. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك:

يمكننا تشخيص الدالة من الناحية الاقتصادية في النقاط الآتية:

- تميزت معلمة سعر إعادة الخصم بمعنوية احصائية عند مستوى دلالة (1%، 5%) خلال فترة الابطاء الثانية، وبالتالي نلاحظ من خلال القيمة السالبة للمعلمة وجود علاقة عكسية بين كل من السياسة

النقدية والمستوى العام للأسعار، حيث أن ارتفاع سعر إعادة الخصم بـ 1% (سياسة نقدية انكماشية) يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار ب 14,26% % خلال فترة الابطاء الثانية.

2.1. دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNIPC) وفق (Wald Test)

نلاحظ من الدالة أن المعامل (C1) سالب ومعنوي عند درجة حرية 1% حسب اختبار ستيودنت، وعليه يمكن القول أنه توجد علاقة سببية طويلة الأجل بين بعض المتغيرات المفسرة والمتغير التابع في دالة مؤشر أسعار الاستهلاك.

أما فيما يخص العلاقة السببية قصيرة الأجل نقوم باختبارها كالآتي:

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

يتضح من الدالة المقدرة أنّ جميع معلمات الناتج الاجمالي غير معنوية عند درجة حرية (1% ، 5%، 10%) وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر أي أنّه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين الناتج والأسعار وهو ما أكدته نتائج اختبار والد تست التجريبية.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

يلخص لنا الجدول (4.4) أدناه نتائج اختبار (WT) لدراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل.

جدول رقم (4.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDISR على LNIPC في النموذج الأساسي

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.005326	(2, 77)	0.0554
Chi-square	6.010653	2	0.0495

Null Hypothesis: C(6)=C(7)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(6)	-0.005583	0.059093
C(7)	-0.142680	0.058963

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية لإحصائية والد تست (Chi-Square(2)= 0.0495) تظهر أقل من (5%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر، أي أنّ المستوى العام للأسعار يستجيب للصدمة التي قد تطرأ السياسة النقدية في الأجل القصير.

ثانيا. تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بالنموذج الأساسي

بعد تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي بواسطة طريقة المربعات الصغرى تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول (5.4) كالآتي:

جدول رقم (5.4): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بالنموذج الأساسي

d(lngdp) = 0.124443949599*(lnipc(-1) - 0.542557299279*lngdp(-1) - (1.873165) 0.256490932233*lndisr(-1) + 0.0371935002948) - 0.29759242391*d(lnipc(-1)) + (-1.504312)
0.251798438823*d(lnipc(-2)) + 0.278276621585*d(lngdp(-1)) + (1.272000) (2.552649)
0.0220294269214*d(lngdp(-2)) + 0.128521725318*d(lndisr(-1)) – (0.195878) (1.162793)
0.0632384468283*d(lndisr(-2)) + 0.0194807225446 (-0.573401)
R^2= 0.165310 **F**-statistic=2.129086 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.5) بملاحق الدراسة.

على ضوء النتائج الملخصة في الجدول يتضح أنّ الدالة تتمتع بمعنوية كلية عند مستوى (10%)، إضافة إلى ذلك نلاحظ أنّ معامل تصحيح الخطأ موجب ومعنوي، كما نلاحظ أيضا أن كل المعلمات الخاصة بالمتغيرات المفسرة غير معنوية وهو ما يثبت لنا أن كل هاته المعلمات تساوي الصفر، الأمر الذي يقودنا لاتخاذ قرار بعدم وجود أي علاقة سببية سواء قصيرة الأجل بين المتغيرات المفسرة للدالة باتجاه المتغير التابع، وعليه لا نحتاج إلى القيام لا بالتشخيص الاقتصادي ولا باختبار العلاقة السببية وفق (Wald Test).

بناء على نتائج اختبار **والد تست** لاختبار العلاقة بين متغيرات النموذج الأساسي من خلال تشخيص معلمات كل من دالة مؤشر أسعار الاستهلاك ودالة الناتج المحلي الاجمالي تبين أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر فقط على معدل التضخم في حين لا توجد علاقة بينه وبين النشاط الاقتصادي الحقيقي.

المطلب الثالث: قياس أثر السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة لمتغيرات النموذج الأساسي

أولا. اثر صدمة السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار في الجزائر

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (6.4) إلى النقاط الآتية:

- وجود أثر سالب لصدمة موجبة في السياسة النقدية على المستوى العام للأسعار في الأجلين القصير والمتوسط، وأثر موجب للصدمة في الأجل الطويل (**انظر الشكل رقم (4.4)**)؛ ويعني ذلك أنّ تطبيق سياسة نقدية تقييدية يؤدي إلى انخفاض معدل التضخم في الأجلين المذكرين، وارتفاع معدل التضخم في الأجل الطويل وهو ما يتطابق مع ما جاءت به توقعات النظرية الاقتصادية؛

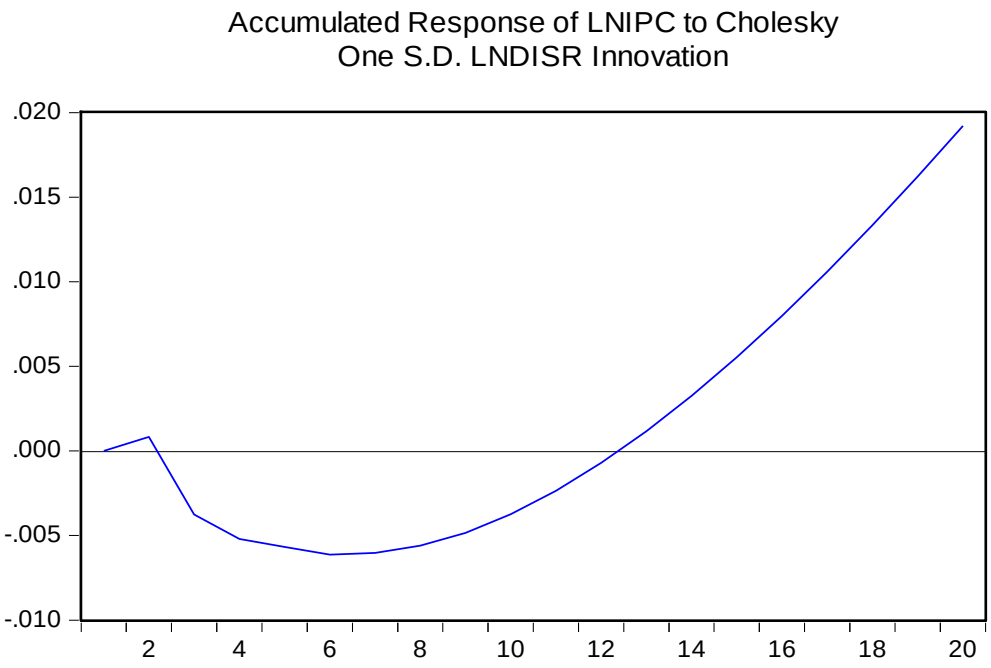
- وجود أثر موجب لصدمة موجبة في السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، أما في الأجلين المتوسط والطويل فيكون الأثر سالب (**انظر الشكل رقم (5.4)**).

جدول رقم (6.4): الاستجابة التراكمية للتغير في مستوى الأسعار والناتج الاجمالي لصدمة موجبة في السياسة النقدية (للنموذج الأساسي)

المتغيرات التابعة	صدمة التغير في سعر إعادة الخصم ($\Delta\ LNDISR$)		
	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير	القيمة المقدرة للأثر في الأجل المتوسط	القيمة المقدرة للأثر في الأجل الطويل
التغير في لوغاريتم المستوى العام للأسعار $\Delta\ LNIPC$	−0.005206	−0.000709	0.019206
التغير في لوغاريتم الناتج المحلي الاجمالي $\Delta\ LNGDP$	0.003961	−0.065156	−0.188834

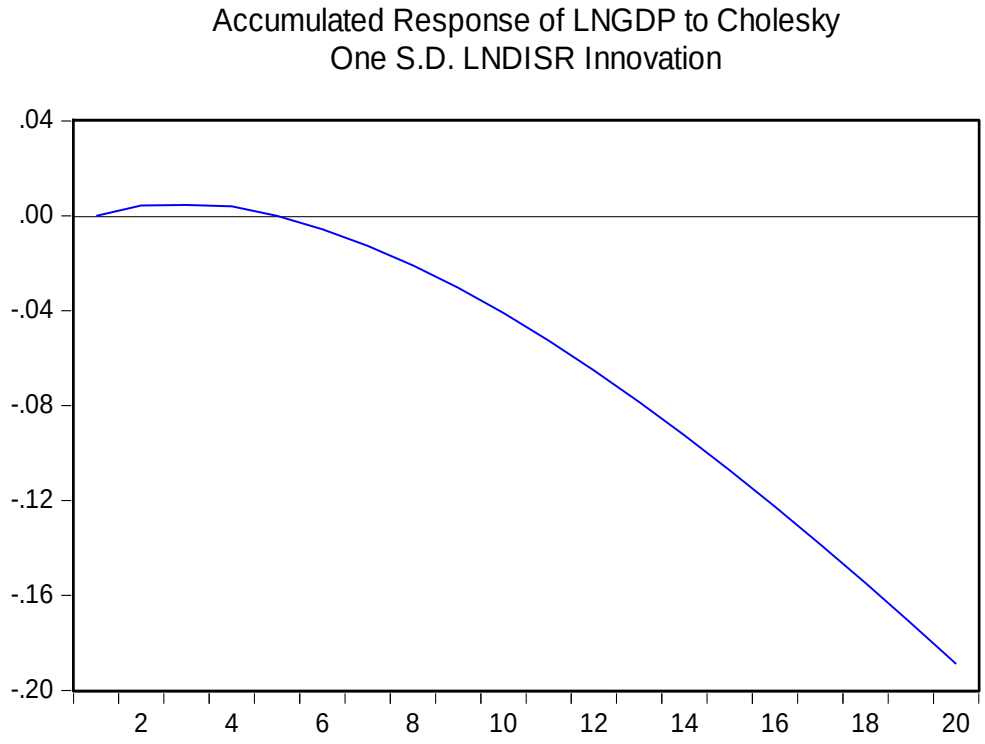
المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م1.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (4.4): أثر صدمة السياسة النقدية على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

شكل رقم (5.4): أثر صدمة السياسة النقدية على الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات النموذج الأساسي

يتناول هذا الفرع بيان أهمية السياسة النقدية لبنك الجزائر في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي في الجزائر.

أولا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار:

يبين لنا الجدول رقم (7.4) نتائج اختبار مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل.

الجدول رقم (7.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNDISR
3	0.032378	96.19250	1.740835	2.066669
4	0.036292	93.44441	4.750364	1.805225
5	0.039640	90.44029	8.032357	1.527353
10	0.053908	76.54475	22.55392	0.901338
12	0.058931	71.37047	27.74246	0.887064
14	0.063747	66.62319	32.42488	0.951924
15	0.066092	64.42300	34.57259	1.004413
18	0.072905	58.51449	40.27706	1.208453
20	0.077277	55.11905	43.51709	1.363859

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م1.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من الجدول (7.4) أعلاه أنه في الأجل القصير (بعد سنة من الصدمة) ساهمت صدمة سعر إعادة الخصم في تفسير حوالي 1,8% من التقلبات في المستوى العام للأسعار، بينما عزا حوالي 93% من التغير في هذا الأخير للمتغير نفسه، أما فيما يخص الأجل المتوسط (بعد ثلاث سنوات من الصدمة)، انخفضت الأهمية النسبية للسياسة النقدية في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار لتصبح 0,88%، ثم ترتفع قليلا في الأجل الطويل بنسبة طفيفة تقدر ب 1,36%.

أما فيما يخص الناتج المحلي الاجمالي نلاحظ أنّ مساهمته في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار ترتفع مع الزمن، فبعدما بلغت في الاجل المتوسط 28% ارتفعت بعد ذلك إلى 44% في الأجل الطويل بالرغم من عدم وجود علاقة سببية قصيرة الأجل بين المتغيرين.

ثانيا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي

يبين لنا الجدول رقم (8.4) نتائج اختبار مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل.

الجدول رقم (8.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (النموذج الأساسي)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNDISR
4	0.094906	1.424639	98.36695	0.208409
6	0.113608	3.365309	96.11454	0.520153
8	0.127518	5.805042	93.06800	1.126961
10	0.138817	8.650958	89.34404	2.004998
12	0.148668	11.70797	85.22449	3.067539
14	0.157674	14.83472	80.92858	4.236705
16	0.166161	17.91897	76.62986	5.451170
20	0.182196	23.67622	68.48255	7.841231

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م1.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من الجدول (8.4) أعلاه أنه في الأجل القصير لم تساهم صدمة سعر إعادة الخصم إلاّ بتفسير حوالي 0,20% من التقلبات في الناتج المحلي الاجمالي، بينما ارتفعت قليلا في الأجل المتوسط لتبلغ حوالي 3%، أما فيما يخص الأجل الطويل نلاحظ ارتفاع بسيط للأهمية النسبية للسياسة النقدية في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار لتصبح حولي 8%.

وعليه بناءً على نتائج تحليل الصدمات التراكمية وتحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لمتغيرات النموذج الأساسي نستنتج أنّ المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي لا يستجيبان بشكل مباشر للصدمة التي تطرأ على السياسة النقدية في الأجلين القصير والمتوسط، بينما تكون الاستجابة طفيفة في الأجل الطويل على مؤشر أسعار الاستهلاك، وهو ما يتطابق مع ما أملته النظرية الاقتصادية القائلة بأنّ السياسة النقدية لا تؤثر بشكل مباشر وفعال على النشاط الاقتصادي الحقيقي ، وإنما يكون التأثير من خلال العديد من القنوات الكلاسيكية، ومن أجل ذلك سيتم تخصيص نموذج لكل قناة من القنوات المذكورة بإدخال كل واحدة على حدا في النموذج الأساسي، وذلك بهدف قياس مدى فاعلية كل قناة في تحويل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي والمستوى العام للأسعار.

المبحث الثالث: قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الفائدة

بين الأدب الاقتصادي أنّ أسعار الفائدة طويلة الأجل في السوق النقدية تلعب دورا هاما كقناة لتحويل الأثر النقدي للسياسة النقدية، وذلك من خلال تأثير معدلات الفائدة قصيرة الأجل الخاصة بأدوات السياسة النقدية على معدلات الفائدة طويلة الأجل في السوق النقدية كمعدلات الفائدة على الودائع ومعدلات الفائدة على القروض، ثم بعد ذلك تأثير هذه الأخيرة على النشاط الاقتصادي والأسعار المحلية.

وعليه يهدف هذا المبحث إلى اختبار مدى فاعلية هذه القناة في تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الجزائري ممثلا بالناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار المحلية ممثلا بمؤشر أسعار الاستهلاك، ومن أجل ذلك قمنا ببناء نموذج VAR يتكون من أربع متغيرات داخلية تتمثل في كل من اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الاجمالي (LNGDP)، اللوغاريتم لمؤشر أسعار الاستهلاك (LNIPC)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر الفائدة في السوق النقدية (LNDR)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر إعادة الخصم (LNDISR). وللإشارة سيتم تسمية نموذج هذا المبحث بـ **نموذج قناة سعر الفائدة.**

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة.

تظهر نتائج اختبار الاستقرارية أنّ كل متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة متكاملة من الرتبة الأولى I(1)، وعليه فالخطوة التالية تتمثل في اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات، وقبل الشروع في ذلك وجب تحديد فترة الابطاء المثلى التي يتم استخدامها في التقدير.

أولا. تحديد فترات الإبطاء المثلى

تشير نتائج اختبار فترة الإبطاء **(الجدول رقم (م2.2) بملاحق الدراسة)** إلى أنّ فترة الإبطاء المثلى تساوي (2) طبقا لمعايير LR, FPE, AIC ، وفترة ابطاء واحدة (1) مثلى بالنسبة لاختبار HQ, SC، وعليه سوف نعتمد على (2) فترات إبطاء.

ثانيا. اختبار علاقة التكامل المشترك لنموذج قناة سعر الفائدة وفق (Johannsen- Juselius Test)

نتائج هذا الاختبار نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (9.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) لنموذج قناة سعر الفائدة

اختبار الأثر λ_{trace} - Test de Trace			
عدد متجهات التكامل	إحصائية الأثر λ_{trace}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	51.09427	47.85613	0.0240
At most 1	25.24642	29.79707	0.1528
At most 2	6.837287	15.49471	0.5966
At most 3	1.923076	3.841466	0.1655
اختبار القيمة الكامنة العظمى λ_{max} -Maximal Eigen value			
عدد متجهات التكامل	إحصائية λ_{max}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	25.84784	27.58434	0.0820
At most 1	18.40913	21.13162	0.1153
At most 2	4.914211	14.26460	0.7527
At most 3	1.923076	3.841466	0.1655

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.3) بملاحق الدراسة.

يتضح لنا من خلال اختبار علاقة التكامل المشترك لـ **(JJ)** ما يلي:

- **بالنسبة لاختبار الأثر** λ_{trace}: نلاحظ أنّ الاحصائية λ_{trace} عند عدد متجهات تكامل (None) أكبر من القيمة الحرجة عند 5%، في حين تبقى القيم الأخرى لإحصائية الأثر أقل من القيم المقابلة لها عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على وجود علاقة تكاملية وحيدة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات.
- **بالنسبة لاختبار القيمة الكامنة العظمى** λ_{max}: نلاحظ أنّ كل قيم احصائية λ_{max} أقل من القيم الحرجة المقابلة لها عند مستوى معنوية 5% وأنّ كل القيم الاحتمالية (0.0755، 0.1343، 0.3360) أكبر من 5%، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على عدم وجود أي علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات حسب هذا الاختبار.

نظرا لتضارب نتائج الاختبارين سنعتمد على اختبار القيمة الكامنة العظمى الذي يقضي بعدم وجود أي علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات. وبناء على ذلك سنعتمد في هذا المبحث على نموذج (VAR) مستخدمين الفروق الأولي للمتغيرات محل التقدير واختيار الفترة (2) لتكون فترة الابطاء المثلى في النموذج.

المطلب الثاني: تقدير نموذج قناة سعر الفائدة وفق نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)

بناء على نتائج الاختبارات السابقة تم اختيار منهجية أشعة الانحدار الذاتي (VAR) في تقدير نموذج قناة سعر الفائدة مستخدما الفروق الأولية للمتغيرات محل التقدير مع الأخذ بعين الاعتبار الفترة (2) لتكون فترة الإبطاء المثلى.

وبعد تقدير نموذج قناة سعر الفائدة وفق منهجية نموذج (VAR) **(انظر الجدول رقم (م2.4) بملاحق الدراسة)** يمكن دراسة الخصائص الاحصائية التي تعطي لنا نظرة شاملة حول فيما إذا كان النموذج المقدر مقبول إحصائيا أم لا، وعليه سنقوم أولا بدراسة استقراريه النموذج ككل، أما باقي الاختبارات الأخرى سنتطرق إليها بالتفصيل عند كل دالة من دوال النموذج.

الفرع الأول: دراسة استقرارية نموذج (VAR) المستخدم في تقدير نموذج قناة سعر الفائدة

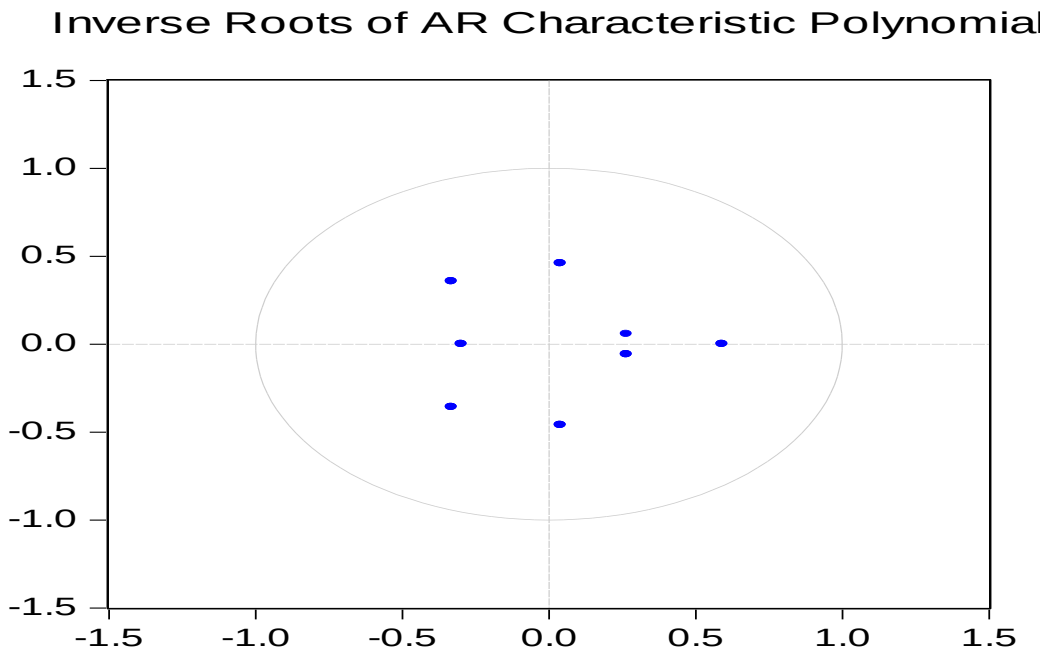
تظهر نتائج الاختبار في كل من الجدول (10.4)، والشكل (6.4):

جدول رقم (10.4): نتائج اختبار استقرارية نموذج (VAR) المستخدم في النموذج الأساسي

Roots of Characteristic Polynomial	
Endogenous variables: DLNIPC DLNGDP DLNDR DLNDISR	
Exogenous variables: C	
Lag specification: 1 2	
Root	Modulus
0.591428	0.591428
-0.331222 - 0.357661i	0.487472
-0.331222 + 0.357661i	0.487472
0.040926 - 0.459092i	0.460913
0.040926 + 0.459092i	0.460913
-0.297987	0.297987
0.264809 - 0.057516i	0.270983
0.264809 + 0.057516i	0.270983
No root lies outside the unit circle.	
VAR satisfies the stability condition.	

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**) .

شكل رقم (6.4): نتائج اختبار استقرارية نموذج (VAR) المستخدم في نموذج قناة سعر الفائدة



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**) .

تشير نتائج كل من الجدول رقم (10.4) والشكل رقم (6.4) أنّ نموذج (VAR) لا يتضمن على جذور أكبر من الواحد، وبالتالي فكل المتغيرات داخل حدود الدائرة، وبناء على ذلك فإن شعاع الانحدار الذاتي المقدر مستقر، وهو ما يسمح لنا باستخدامه في تقدير دوال نموذج قناة سعر الفائدة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS).

الفرع الثاني: تقدير دوال نموذج قناة سعر الفائدة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS)

يستهدف هذا البند تقدير ثلاث دوال أساسية مستخرجة من النموذج المقدر وهي: دالة الناتج المحلي الاجمالي، دالة مؤشر أسعار الاستهلاك، ودالة معدل الفائدة طويل الأجل، كما يستهدف أيضا تشخيص هاته الدوال احصائيا واقتصاديا، وهذا من أجل التعرف على العلاقة الميكانيكية السببية بين متغيرات النموذج.

أولا. تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة

تظهر نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك وفق طريقة المربعات الصغرى جليا في الجدول (11.4) الآتي:

جدول رقم (11.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

dlnipc = -0.0696812594962*dlnipc(-1) + 0.017005117015*dlnipc(-2) + (-0.581537) (0.159155)
0.00529540745437*dlngdp(-1) + 0.0736974030172*dlngdp(-2) + (0.094300) (1.315936)
0.106980165523*dlndr(-1) + 0.0363779696698*dlndr(-2) +0.0577866070436*dlndisr(-1) – (3.195208) (1.075130) (1.119198)
0.138513398538*dlndisr(-2) + 0.0123962387844 (-2.498013) (3.299361)
R^2= 0.236653 F-statistic=2.945188 Prob (F) = 0.006376 ():t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.5) بملاحق الدراسة.

على ضوء النتائج المبينة في الجدول رقم (11.4) أعلاه يمكننا تشخيص النموذج من الناحية الاحصائية للتأكد من مدى صلاحيته في تقدير الدالة، وذلك من خلال العديد من الاختبارات، ثم بعد ذلك سنقوم بتشخيصه من الناحية الاقتصادية.

1.1. التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك: سنقوم بالتأكد من مدى صلاحية النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين متغيرات الدالة، وذلك عن طريق العديد من الاختبارات أهمها: اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية للنموذج، اختبار استقرار مربعات البواقي، اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي دالة تقدير النموذج، اختبار مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء.

- **اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية:**

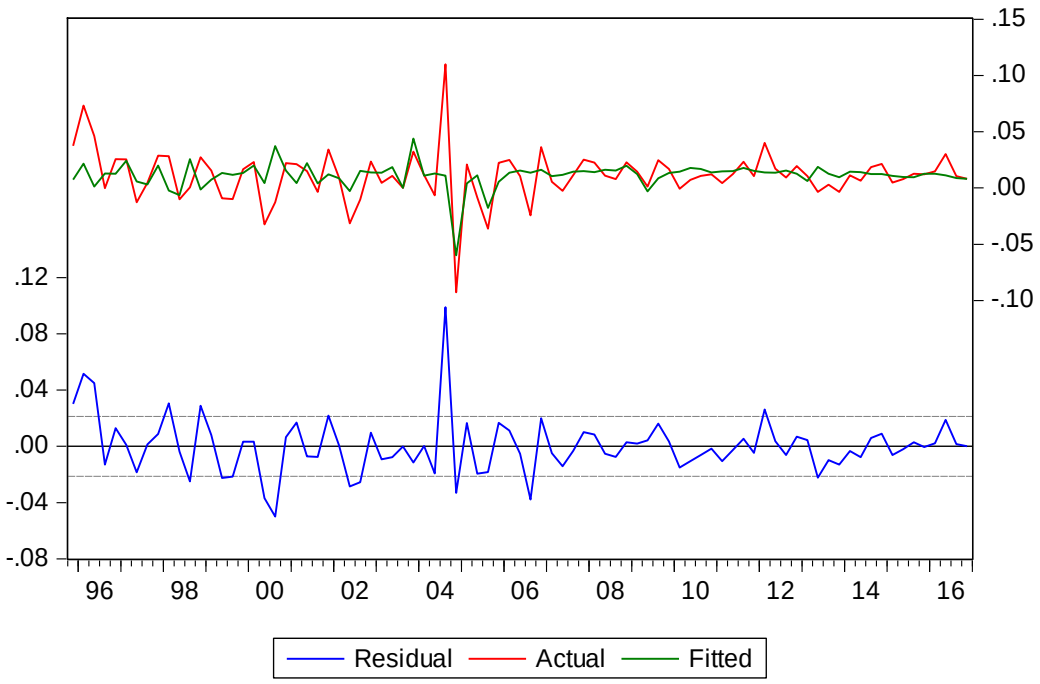
من خلال استقراء النتائج السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- **توزيع ستودنت (Studnet):** نلاحظ معنوية معلمة متغير معدلات الفائدة على الودائع عند فترة الابطاء الأولى ومعنوية معلمة قيمة معدل إعادة الخصم عند فترة الابطاء الثانية، في حين تبقى معلمة القيم الأخرى في الدالة غير معنوية حسب اختبار ستيودنت، وبالتالي فهذه الأخيرة لا يمكن أن تؤثر على المعنوية الكلية للدالة.

- **توزيع Fisher:** تشير نتائج اختبار فيشر أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية، حيث أنّ احصائية فيشر المحسوبة f_c والتي تساوي (2.945188) تفوق قيمة فيشر المجدولة f_t عند مستوى معنوية 5% (2,68) وهذا ما ترجمته القيمة الاحتمالية لفيشر 0,006376% والتي تقل عن 5%، وبالتالي يمكن القول أنّ دالة مؤشر أسعار الاستهلاك تتميز بالمعنوية الكلية.

- **استقرارية مربعات بواقي تقدير الدالة:** يظهر لنا اختبار استقرارية بواقي تقدير الدالة من خلال الشكل (7.4):

شكل رقم (7.4): نتائج بواقي تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة مربعات بواقي تقدير دالة مؤشر الأسعار مستقرة لأنّ كل معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر أي تقع كلها داخل مجال الثقة.

- **اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي النموذج**

إنّ نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (12.4) نتائج اختبار (LM) لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.893427	Prob. F(2,74)	0.4136
Obs*R-squared	2.004076	Prob. Chi-Square(2)	0.3671

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من (**EVIEWS 8**).

تشير نتائج الاختبار في الجدول (12.4) إلى أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.3671) أكبر من القيم الحرجة عند معنوية (1%، 5%، 10%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية العدمية القائلة بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج.

- **اختبار مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء:** يوضح لنا الجدول رقم (13.4) نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (13.4) نتائج اختبار(ARCH) لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الفائدة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.794936	Prob. F(2,80)	0.4551
Obs*R-squared	1.617349	Prob. Chi-Square(2)	0.4454

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من (**EVIEWS 8**)

تشير نتائج الاختبار في الجدول (13.4) إلى أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.4454) أكبر من القيم الحرجة عند معنوية (1%، 5%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية العدمية القائلة بأن النموذج لا يملك مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء.

من خلال كل الاختبارات السابقة يمكننا قبول نموذج (VAR) إحصائيا في تقدير نتائج دالة مؤشر أسعار الاستهلاك.

2.1. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك:

- تميزت معلمة سعر الفائدة في السوق النقدية بمعنوية خلال فترة الابطاء (1)، وعليه من خلال الدالة السابقة نلاحظ وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة في السوق النقدية كمتغير مفسر ومؤشر أسعار الاستهلاك كمتغير تابع، حيث يلاحظ أنّ ارتفاع سعر الفائدة في السوق النقدية ب 1% مع افتراض ثبات

المتغيرات الأخرى يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة على القروض، الذي يؤدي بدوره انخفاض مؤشر أسعار الاستهلاك بـ 10,70.

– أما فيما يخص معلمة سعر إعادة الخصم نلاحظ معنويتها عند فترة الابطاء الثانية، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين كل من متغير سعر إعادة الخصم ومؤشر أسعار الاستهلاك كمتغير تابع حيث أنّ ارتفاع سعر إعادة الخصم بـ 1% من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى انخفاض معدل التضخم ب 13,85% %، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية بالنسبة لنموذج الطلب الكلي العرض الكلي حيث أنّ ارتفاع سعر إعادة الخصم يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل في السوق النقدية على رأسها سعر الفائدة في السوق النقدية، مما يؤدي إلى انخفاض الفائدة على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع الاستهلاكية، وبالتالي انخفاض معدل التضخم.

3.1. دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNIPC) وفق (Wald Test)

يهدف هذا البند لدراسة الأثر الذي قد تسببه احدى المتغيرات المفسرة على المتغير التابع.

- **دراسة أثر سعر الفائدة على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (14.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDR على LNIPC في نموذج قناة سعر الفائدة

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	7.369212	(2, 76)	0.0012
Chi-square	14.73842	2	0.0006

Null Hypothesis: C(5)=C(6)=0
Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

تشير نتائج الاختبار في الجدول (14.4) أعلاه إلى أنّ القيمة الاحتمالية Chi-Square(2)= (0,0006) أقل من القيم الحرجة عند معنوية (1%، 5%) وهذا ما يقودنا لرفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي فإنّ LNDR يسبب (يؤثر) في LNIPC في الأجل القصير.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على مؤشر أسعار الاستهلاك**

نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (15.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDISR على LNIPC في نموذج سعر الفائدة

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.938740	(2, 76)	0.0236
Chi-square	7.877480	2	0.0195

Null Hypothesis: C(7)=C(8)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(7)	0.057787	0.051632
C(8)	-0.138513	0.055449

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من **(EVIEWS 8).**

يظهر من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0,0195) أقل من القيم الحرجة عند معنوية (5%، 10%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر، أي أنّ المستوى العام للأسعار يستجيب للصدمة التي تطرأ على السياسة النقدية في الأجل القصير.

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على مؤشر أسعار الاستهلاك**

نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (16.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNGDP على LNIPC (نموذج قناة سعر الفائدة

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	0.959688	(2, 76)	0.3876
Chi-square	1.919377	2	0.3830

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(3)	0.005295	0.056155
C(4)	0.073697	0.056004

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 3830) أكبر من القيم الحرجة عند معنوية (5%، 10%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية العدمية القائلة بأنّ كل معلمات متغير الناتج المحلي الاجمالي تساوي الصفر، أي أنّ الناتج الاجمالي لا يؤثر على معدل التضخم في الأجل القصير.

ثانيا. تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي في نموذج قناة سعر الفائدة

يستهدف هذا البند تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي من أجل دراسة العلاقة السببية بين كل متغير من المتغيرات المفسرة للدالة والمتغير التابع لها، ومن أجل ذلك قمنا بتقدير الدالة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS)، وكانت النتائج كما هو ملخص في الجدول رقم (17.4):

جدول رقم (17.4): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

dlngdp = -0.283502643091*dlnipc(-1) + 0.237646731203*dlnipc(-2) +
(-1.183916) (1.112947)
0.263487056261*dlngdp(-1) - 0.0332897337097*dlngdp(-2) - 0.0156989691935*dlndr(-1)
(2.347873) (-0.297437) (-0.234623)
- 0.0107408814943*dlndr(-2) + 0.041692676539*dlndisr(-1) - 0.129204156136*dlndisr(-2)
(-0.158842) (0.404056) (-1.165956)
+ 0.0181232077472
(2.413668)
R^2= 00.125284 **R.adj**= 0.033208 **F**-statistic=1.360662 **Prob (F)** = 1.360662 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.5) بملاحق الدراسة.

على ضوء النتائج المستخرجة من الجدول رقم (17.4) يمكننا تشخيص النموذج من الناحية الاحصائية للتأكد من مدى صلاحيته.

1.2. التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي

سنقوم بتشخيص الدالة احصائيا من خلال الاختبارات الآتية:

- **اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية:**

من خلال استقراء النتائج السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- **توزيع ستودنت (Studnet):** نلاحظ عدم معنوية معلمة قيم المتغيرات المفسرة السابقة عند فترة الابطاء الأولى والثانية، وذلك حسب اختبار ستيودنت).
- **توزيع Fisher:** تشير نتائج اختبار فيشر أنّ النموذج لا يتمتع بمعنوية كلية، حيث أنّ احصائية فيشر المحسوبة f_c والتي تساوي (1.360662) تقل عن قيمة فيشر المجدولةf_t عند مستوى معنوية 5% (2,46).
- **اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي النموذج**

إنّ نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (18.4) نتائج إختبار (LM) لدالة الناتج المحلي الاجمالي في نموذج قناة سعر الفائدة

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.110543	Prob. F(2,74)	0.8955
Obs*R-squared	0.253193	Prob. Chi-Square(2)	0.8811

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

تشير نتائج الاختبار في الجدول (18.4) إلى أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0,8811) تظهر أكبر من القيم (1%، 5%، 10%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية العدمية القائلة بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج.

- **اختبار مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء**

يوضح لنا الجدول رقم (19.4) نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (19.4) نتائج اختبار (ARCH) لدالة الناتج المحلي الاجمالي في نموذج قناة سعر الفائدة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.208744	Prob. F(2,80)	0.8120
Obs*R-squared	0.430896	Prob. Chi-Square(2)	0.8062

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

تشير نتائج الاختبار في الجدول (19.4) إلى أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0,8062) تظهر أكبر من القيم (1%، 5%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية العدمية القائلة بأنّ النموذج لا يملك مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء.

بناءَ على الاختبارات السابقة تبين أنّ الدالة المقدرة لا تملك مشكل الارتباط التسلسلي للبواقي ولا مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء، كما نلاحظ من الاختبارات عدم المعنوية الكلية للنموذج إضافة إلى عدم معنوية المعالم المقدرة في الدالة، وعليه يمكن إرجاع السبب في ذلك بالرغم من عدم وجود مشاكل قياسية أخرى إلى عدم وجود علاقة سببية قصيرة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع وهذا ما اثبتته نتائج الاختبارات التجريبية لـ (WT).

ثالثا. تقدير دالة سعر الفائدة الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

يهدف تقدير هذه الدالة إلى دراسة أثر كل من سعر إعادة الخصم، الناتج المحلي الاجمالي ، مؤشر اسعار الاستهلاك على سعر الفائدة في السوق النقدية، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى تظهر نتائج تقدير الدالة في الجدول (20.4):

جدول رقم (20.4): نتائج تقدير دالة سعر الفائدة في السوق النقدية (نموذج قناة سعر الفائدة)

dlndr = 0.253982015321*dlnipc(-1) + 0.941890183997*dlnipc(-2) - (0.588694) (2.448306)
0.0473422880072*dlngdp(-1) - 0.0798776721188*dlngdp(-2) + (-0.234146) (-0.396126)
0.102816149386*dlndr(-1) + 0.00172429893046*dlndr(-2) + 0.389629271379*dlndisr(-1) + (0.852870) (0.014153) (2.095833)
0.405094894418*dlndisr(-2) - 0.0213291763722 (2.029015) (-1.576665)
R^2= 0.182183 **F**-statistic=2.116285 **Prob (F)** = 0.044254 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م5.5) بملاحق الدراسة.

على ضوء النتائج المستخرجة من الجدول رقم (20.4) يمكننا تشخيص النموذج من الناحية الاحصائية للتأكد من مدى صلاحيته في تقدير الدالة، وذلك بواسطة العديد من الاختبارات أهمها:

1.3. التشخيص الإحصائي لنتائج تقدير دالة سعر الفائدة على الودائع: يتمثل التشخيص الاحصائي في اختبار مدى صلاحية النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع للدالة، وذلك عن طريق العديد من الاختبارات التي سيتم التطرق إليها.

- **اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية:**

من خلال استقراء النتائج السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- **توزيع ستودنت (Studnet):** نلاحظ معنوية معلمة مؤشر أسعار الاستهلاك عند فترة الابطاء الثانية، وكذا معنوية معلمة معدل إعادة الخصم عند فترة الإبطاء الأولى والثانية، في حين تبقى معلمة القيم الأخرى في الدالة غير معنوية حسب اختبار ستيودنت، وبالتالي فهذه الأخيرة لا يمكنها أن تؤثر على المعنوية الكلية لتقدير الدالة.
- **توزيع Fisher:** تشير نتائج اختبار فيشر أنّ الدالة المقدرة تتمتع بمعنوية كلية، حيث أنّ احصائية فيشر المحسوبة f_c والتي تساوي (2.116285) تفوق قيمة فيشر المجدولة f_t عند مستوى معنوية 10% (2,00) وهذا ما ترجمته القيمة الاحتمالية لفيشر 0.044254% والتي تقل عن 5%.
- **اختبار مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء**
- يوضح لنا الجدول رقم (21.4) نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (21.4) نتائج الاختبار (ARCH) لدالة معدل الفائدة الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.287011	Prob. F(2,80)	0.7513
Obs*R-squared	0.591306	Prob. Chi-Square(2)	0.7440

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**)

تشير نتائج الاختبار في الجدول (21.4) إلى أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.7440) أكبر من القيم الحرجة عند معنوية (1%، 5%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية العدمية القائلة بأنّ النموذج لا يملك مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء.

بناء على الاختبارات السابقة يمكننا قبول نموذج (VAR) من الناحية الإحصائية في تقدير نتائج دالة معدل الفائدة على الودائع.

2.3. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة سعر الفائدة في السوق النقدية:

- تميزت معلمة مؤشر أسعار الاستهلاك بمعنوية خلال فترة الابطاء (2)، كما تميزت معلمة سعر إعادة الخصم بمعنوية خلال فترة الابطاء الأولى (1) والثانية (2)، فمن خلال الدالة السابقة نلاحظ وجود علاقة طردية بين معدل التضخم وسعر الفائدة في السوق النقدية خلال الفترة الثانية، وبالتالي فارتفاع معدل التضخم بـ 1% مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة في السوق النقدية بـ 94% وهو ما يتطابق مع النظرية الاقتصادية حيث أنّ ارتفاع معدل التضخم يؤدي ارتفاع معدل الفائدة الاسمي في ظل ثبات معدل الفائدة الحقيقي؛

- أما فيما يخص سعر إعادة الخصم نلاحظ أنه كلما ارتفع هذا الأخير بـ 1% خلال فترة الابطاء الأولى أدى ذلك إلى ارتفاع سعر الفائدة طويل الأجل في السوق النقدية بـ 38% خلال الفترة الأولى و 40% خلال الفترة الثانية، وهذا ما تمليه النظرية الاقتصادية كما تطرقنا إليه سابقا.

3.3 دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNDR) وفق (Wald Test)

يهدف هذا البند لدراسة الأثر الذي قد تسببه احدى المتغيرات المفسرة على المتغير التابع في دالة سعر الفائدة في السوق النقدية.

- **دراسة أثر مؤشر أسعار الاستهلاك على سعر الفائدة في السوق النقدية:**

نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (22.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNIPC على LNDR (نموذج قناة سعر الفائدة)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.134225	(2, 76)	0.0492
Chi-square	6.268450	2	0.0435

Null Hypothesis: C(19)=C(20)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(19)	0.253982	0.431433
C(20)	0.941890	0.384711

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

تشير نتائج الاختبار في الجدول(22.4) أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0435) أقل من النسبة (5%)، وهذا ما يقودنا لرفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي فإنّ LNIPC يسبب (يؤثر) LNDR في الأجل القصير.

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على سعر الفائدة في السوق النقدية:**

نلاحظ من خلال الدالة عدم معنوية قيم الناتج الاجمالي وبالتالي لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين الناتج كمتغير مفسر وسعر الفائدة كمتغير تابع.

- **دراسة أثر إعادة الخصم على سعر الفائدة في السوق النقدية:**

يلخص لنا الجدول أدناه نتائج اختبار (WT) لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرين.

جدول رقم (23.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNDISR على LNDR (نموذج سعر الفائدة)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4.001960	(2, 76)	0.0223
Chi-square	8.003921	2	0.0183

Null Hypothesis: C(25)=C(26)=0

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0183) تظهر أقل من (5%، 10%)، الأمر الذي يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر، أي أنّ السياسة النقدية تسبب سعر الفائدة في السوق النقدي في الأجل القصير.

تبين من خلال تقدير دوال نموذج قناة سعر الفائدة واختبارات (Wald Test) لدراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل بين المتغيرات، أنّه توجد هنالك علاقات سببية أحادية الاتجاه وثنائية الاتجاه، كما أنّ هنالك متغيرات لا تؤثر في بعضها البعض، وكانت النتائج كالآتي:

<u>بالنسبة لدالة سعر الفائدة طويل الأجل</u>: كل من سعر إعادة الخصم ومؤشر أسعار الاستهلاك يؤثران في سعر الفائدة في الأجل القصير، بينما الناتج المحلي الاجمالي لا يؤثر في هذا الأخيرة.

بالنسبة لدالة الناتج المحلي الاجمالي: كل من مؤشر أسعار الاستهلاك، سعر إعادة الخصم، سعر الفائدة طويل الأجل لا يؤثرون في الناتج المحلي الاجمالي.

بالنسبة لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك: سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة في السوق النقدية يؤثران في المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، بينما الناتج المحلي الاجمالي لا يؤثر على هذا الأخير.

وعليه فقناة سعر الفائدة في الاقتصاد الجزائري تعمل وفق العلاقة الميكانيكية الآتية:

$$LNDISR \rightarrow LNDR \rightarrow LNIPC$$

يتضح من العلاقة أعلاه أنّ السياسة النقدية تؤثر على المستوى العام للأسعار فقط من خلال قناة سعر الفائدة، كما أنّ هذه لا تلعب أي دور في التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي خاصة في الأجل القصير والمتوسط.

المطلب الثالث: قياس أثر وأهمية قناة سعر الفائدة في تفسير التقلبات في الناتج والأسعار في الجزائر

يهدف هذا المطلب إلى قياس أثر وأهمية قناة سعر الفائدة في تحويل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار، وذلك من خلال استخدام أداة تحليل صدمات الاستجابة التراكمية التي تقيس لنا الصدمات المفاجئة التي تتعرض لها متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة، كما تظهر لنا أيضا فيما إذا كانت الصدمة قوية أو ضعيفة، سالبة أو موجبة؛ كما سنعتمد أيضا على أداة تحليل مكونات التباين والتي تحدد لنا نسبة مساهمة كل متغير في تفسير التقلبات في متغير آخر.

ونظرا لاختبارات العلاقة السببية قصيرة الأجل وفق اختبار (WALD Test)، والتي أظهرت نتائجها أنّ قناة سعر الفائدة طويل الأجل لا يمكنها تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي، الأمر الذي يدفعنا إلى تحليل صدمات الاستجابة لمتغير مؤشر أسعار الاستهلاك ومتغير سعر الفائدة طويل الأجل فقط.

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة بالنسبة لمتغيرات نموذج قناة سعر الفائدة

أولا. اثر صدمة السياسة النقدية على سعر الفائدة طويل الأجل في الجزائر

تشير تقديرات دالة الاستجابة للصدمات المتراكمة خلال أربع فصول (سنة) كما هو مبين في الجدول رقم (24.4) إلى النقاط الآتية:

- وجود أثر موجب وضعيف جدا يقدر بـ 0.041468 لصدمة موجبة في سعر إعادة الخصم (سياسة نقدية تقييدية) بمقدار 1 انحراف معياري على سعر الفائدة في الأجل القصير (**انظر الشكل رقم**

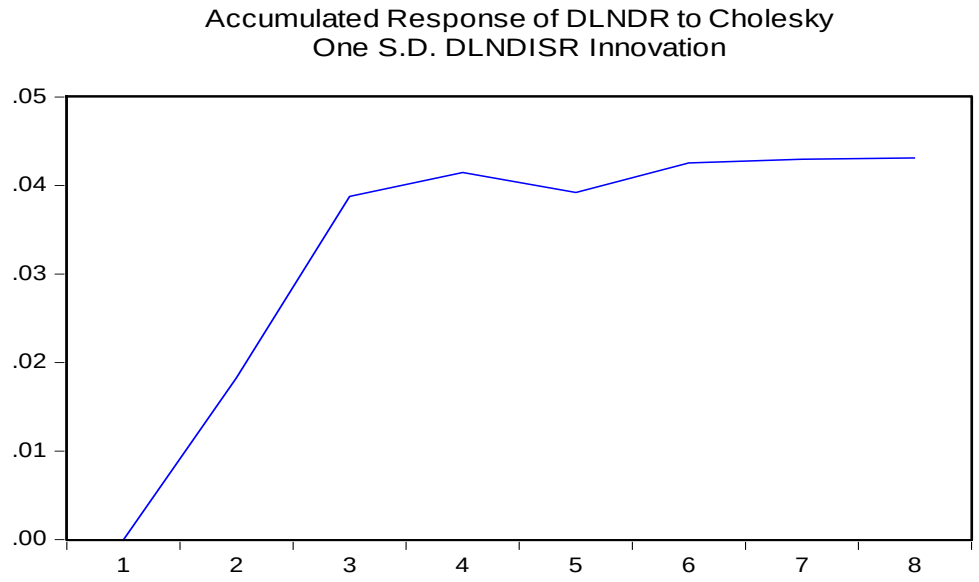
(8.4)؛ ويعني ذلك أنّ تطبيق سياسة نقدية تقييدية يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة طويل الأجل، الأمر الذي يتطابق مع ما املته توقعات النظرية الاقتصادية.

جدول رقم (24.4): استجابة التغير في سعر الفائدة لصدمة موجبة في السياسة النقدية بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة

المتغيرات التابعة	صدمة التغير في سعر إعادة الخصم ($\Delta\ LNDISR$)
	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير
التغير في لوغاريتم سعر الفائدة طويل الأجل $\Delta\ LNDR$	0.041468

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (8.4): أثر صدمة السياسة النقدية على سعر الفائدة طويل الأجل (لنموذج قناة الفائدة)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

ثانيا. أثر صدمة سعر الفائدة طويل الأجل على المستوى العام للأسعار في الجزائر

تشير تقديرات دالة الاستجابة للصدمات المتراكمة خلال أربع فصول (سنة) كما هو مبين في الجدول رقم (25.4) إلى النقاط الآتية:

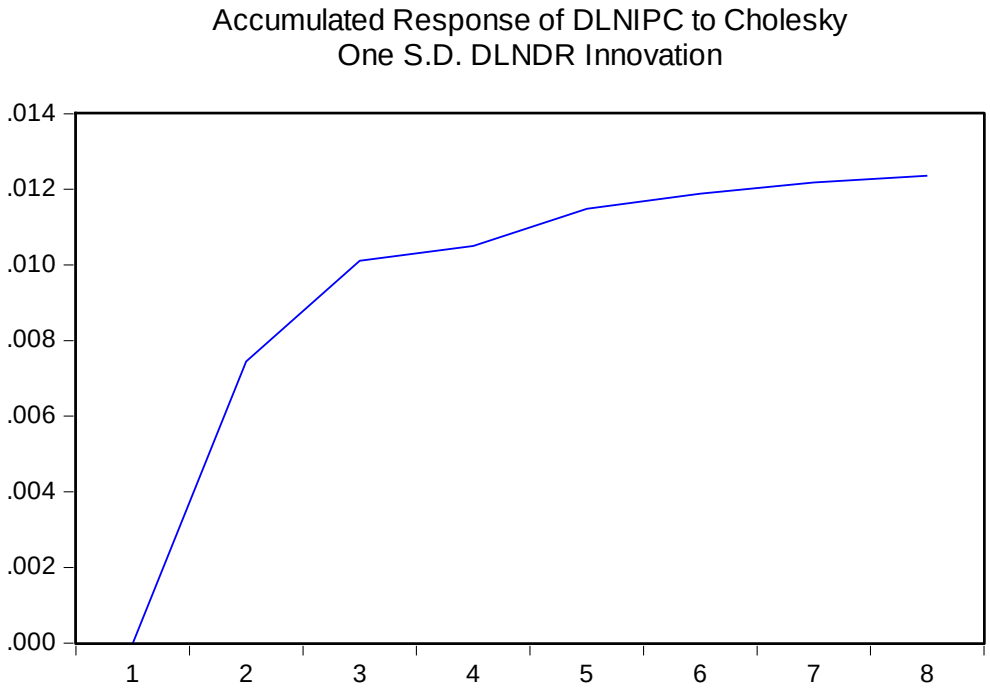
- نلاحظ أثر موجب واستجابة ضعيفة جدا مقدرة بحوالي 0.010500 للمستوى العام للأسعار في الأجل القصير لصدمة موجبة في معدل الفائدة طويل الأجل بمقدار 1 انحراف معياري (**انظر الشكل رقم (9.4)**؛ ويعني ذلك أنّ تطبيق سياسة نقدية تقييدية لا يؤثر على معدل التضخم من خلال سعر الفائدة.

جدول رقم (25.4): استجابة التغير في المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الفائدة بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة

المتغير التابع	صدمة التغير في سعر الفائدة طويل الأجل $(\Delta\ LNDR)$
	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير
التغير في لوغاريتم المستوى العام للأسعار $\Delta\ LNIPC$	0.010500

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (9.4): أثر صدمة سعر الفائدة على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير (لنموذج قناة سعر الفائدة)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة

نسعى من خلال أداة التحليل هذه إلى قياس أهمية سعر إعادة الخصم في تفسير التقلبات في سعر الفائدة طويل الأجل من جهة، ومن جهة أخرى قياس أهمية قناة سعر الفائدة في ترجمة هذه التقلبات إلى تقلبات أخرى في الاقتصاد الجزائري.

أولا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الفائدة

يوضح الجدول رقم (26.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الفائدة طويل الأجل في الأجل القصير، ويتضح من هذا الجدول ما يلي:

الجدول رقم (26.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الفائدة (نموذج قناة سعر الفائدة)

الفترة	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
2	0.079144	17.11765	0.072191	77.47539	5.334769
3	0.084150	20.13952	0.565856	68.64615	10.64847
4	0.084631	19.92729	0.831379	68.61197	10.62935
5	0.084741	19.88250	0.852792	68.59175	10.67296
6	0.084831	19.85361	0.865307	68.47621	10.80487
7	0.084839	19.85206	0.865983	68.47680	10.80515
8	0.084842	19.85445	0.865931	68.47497	10.80465

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من الجدول (26.4) أعلاه أنه في الأجل القصير ساهمت صدمة سعر إعادة الخصم في تفسير حوالي 10,69% من التقلبات في سعر الفائدة بعدما كان 5% خلال الربع الثاني من الفترة ليبقى في نفس المستوى عند 10 % خلال إلى غاية الفترة الثامنة، بينما عزا حوالي 68% من التغير في هذا الأخير للمتغير نفسه، أما فيما يخص باقي المتغيرات فقد ساهمت صدمتها في مجملها في تفسير التقلبات في سعر الفائدة بحوالي 20% عند الفترة الرابعة (سنة) لتحافظ على هذه النسبة خلال باقي الفترات.

وعليه فبالرغم من مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في سعر الفائدة في السوق النقدية إلى أنّ هذه النسبة تبقى ضعيفة نسبيا.

ثانيا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار

يوضح الجدول رقم (27.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الفائدة في السوق النقدية في الأجل القصير، ويتضح من هذا الجدول ما يلي:

الجدول رقم (27.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في مستوى الأسعار (نموذج قناة سعر الفائدة)

الفترة	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
2	0.023257	88.38463	0.006662	10.24974	1.358971
3	0.024010	82.94303	0.819440	10.85106	5.386473
4	0.024398	80.95188	0.975004	10.53316	7.539953
5	0.024425	80.77796	1.017979	10.67226	7.531800
6	0.024433	80.74391	1.018703	10.69191	7.545480
7	0.024438	80.70974	1.021834	10.70238	7.566050
8	0.024439	80.70547	1.021815	10.70703	7.565691

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من الجدول (27.4) أعلاه أنه في الأجل القصير ساهمت صدمة سعر إعادة الخصم في تفسير حوالي 10% من التقلبات في المستوى العام للأسعار، وهي مرتفعة قليلا مقارنة بتلك النسبة في النموذج الأساسي، ويرجع ذلك إلى مساهمة قناة سعر الفائدة في هذا الارتفاع بعد ادخالها في النموذج الأساسي. أما بالنسبة لسعر الفائدة في السوق النقدية فبلغت مساهمتها 10,5% خلال الربع الرابع (بعد سنة من حدوث الصدمة) لتبقى هذه النسبة محافظة على مستواها إلى غاية الفترة الثامنة.

ثالثا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي

يوضح الجدول رقم (28.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي:

الجدول رقم (28.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج الاجمالي (نموذج قناة سعر الفائدة)

الفترة	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
2	0.044441	1.676286	98.07283	0.057150	0.193735
3	0.045398	3.011776	94.01959	0.599694	2.368941
4	0.045401	3.020075	94.01167	0.599668	2.368592
5	0.045492	3.122671	93.64872	0.627402	2.601210
6	0.045498	3.125346	93.64316	0.630801	2.600693
7	0.045500	3.125473	93.63472	0.630881	2.608925
8	0.045501	3.125386	93.63225	0.630878	2.611486

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م2.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من الجدول (28.4) أعلاه أنه في الأجل القصير ساهمت صدمة سعر إعادة الخصم في تفسير حوالي 2% من التقلبات في المستوى العام للأسعار، في حين لم تساهم قناة سعر الفائدة إلاّ ب 0,5%، وهو ما يدل على أنّ هذه القناة غير فعالة على الاطلاق في التأثير على النشاط الاقتصادي.

" بناء على نتائج تحليل الصدمات التراكمية لمتغيرات نموذج قناة سعر الفائدة، واختبارات تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات النموذج نخلص إلى أنّ ميكانيكية التحويل النقدي عن طريق هذه القناة تكون على الشكل الآتي:

$$LNDISR \uparrow \rightarrow LNDR \uparrow \rightarrow LNIPC \uparrow$$

نلاحظ من المعادلة أعلاه أنّ السياسة النقدية التقييدية عن طريق رفع سعر إعادة الخصم تؤدي إلى انخفاض الكتلة النقدية في السوق النقدية مما يؤدي إلى رفع معدلات الفائدة في السوق النقدية، كما أنّ ارتفاع هذا الأخير يؤدي بدوره إلى ارتفاع في معدل التضخم، وعليه فسعر الفائدة طويل الأجل في السوق النقدية حسب حالة الجزائر تربطه علاقة طردية مع معدل التضخم، مما جعل السياسة النقدية التقييدية لبنك الجزائر غير فعالة في خفض المستوى العام للأسعار، بل العكس نتج عن ذلك ارتفاعا في هذا الأخير، وهو ما لا يتناسب مع توقعات النظرية الاقتصادية، **ويمكن ارجاع عقم هذه القناة في التأثير على النشاط الاقتصادي والأسعار إلى نقطتين أساسيتين؛ الأولى تتمثل في عدم وجود علاقة مستقرة بين معدلات الفائدة في السوق النقدي وحجم القروض الممنوحة في الاقتصاد الجزائري، ويرجع ذلك إلى تبني السلطة النقدية سياسة استراتيجية استهداف التضخم من خلال استهداف كمي لمجال معين يكون فيه تحديد معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد مسبقا، الأمر الذي جعل قناة سعر الفائدة في السوق النقدية لا يلعب أي دور في تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية لبنك الجزائر؛ أما النقطة الثانية فهي أنّ معدل التضخم في الجزائر عادة ما تتحكم فيه عوامل خارجية غير نقدية.**"

المبحث الرابع: قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري بواسطة قناة الاقراض البنكي

نظرا لما تمليه النظرية النقدية من خلال نموذج CC-LM فإنّ قناة الاقراض البنكي تلعب دورا هاما ومحوريا في تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تأثير معدلات الفائدة قصيرة الأجل الخاصة بأدوات السياسة النقدية على أدوات الفائدة طويلة الأجل في السوق النقدية، والذي يؤدي بدوره إلى التأثير في حجم القروض الممنوحة للاقتصاد، وفي الأخير تأثير هذه الأخيرة على النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار.

وعليه يستهدف هذا المبحث قياس مدى فاعلية هذه القناة في تحويل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الجزائري ممثلا بالناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار، ومن أجل ذلك قمنا بتقدير نموذج VECM والمكون من أربع متغيرات داخلية تتمثل في كل من اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الاجمالي (LNGDP)، اللوغاريتم لمؤشر أسعار الاستهلاك (LNIPC)، اللوغاريتم الطبيعي لحجم القروض الممنوحة في الاقتصاد (LNCR)، واللوغاريتم الطبيعي لسعر إعادة الخصم (LNDISR).

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي

تظهر نتائج اختبار الاستقرارية التي قمنا بها سابقا أنّ كل متغيرات النموذج محل الدراسة مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى I(1)، وقبل الشروع في اختبار التكامل المشترك بين متغيرات هذا النموذج وجب تحديد فترة الابطاء المثلى والتي يتم استخدامها في الاختبار.

أولا. تحديد فترات الإبطاء المثلى

بناء على نتائج اختبار فترة الإبطاء **(انظر الملحق رقم (م3.2))**، فإنّ فترة الابطاء المثلى تساوي (3) طبقا لمعايير LR, FPE, AIC، وفترة ابطاء واحدة (1) مثلى بالنسبة لاختبار HQ, SC، وعليه سنعتمد على (3) فترات ابطاء.

ثانيا. اختبار علاقة التكامل المشترك لنموذج قناة الاقراض البنكي وفق (Johannsen- Juselius Test)

نتائج هذا الاختبار نلخصها في الجدول التالي:

جدول رقم (29.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) لمتغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي

اختبار الأثر λ_{trace} - Test de Trace			
عدد متجهات التكامل	احصائية الأثر λ_{trace}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	55.13133	47.85613	0.0089
At most 1	23.92065	29.79707	0.2038
At most 2	7.664322	15.49471	0.5020
At most 3	1.785787	3.841466	0.1814
اختبار القيمة الكامنة العظمى λ_{max} -Maximal Eigen value			
عدد متجهات التكامل	احصائية λ_{max}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	31.21068	27.58434	0.0163
At most 1	16.25632	21.13162	0.2102
At most 2	5.878534	14.26460	0.6289
At most 3	1.785787	3.841466	0.1814

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.3) بملاحق الدراسة.

يتضح لنا من خلال اختبار علاقة التكامل المشترك لـ **(JJ)** ما يلي:

- **بالنسبة لاختبار الأثر** λ_{trace}: نلاحظ أنّ الاحصائية λ_{trace} عند عدد متجهات تكامل (None) أكبر من القيمة الحرجة عند 5%، في حين تبقى القيم الأخرى لإحصائية الأثر أقل من القيم الحرجة المقابلة لها عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على وجود علاقة تكاملية وحيدة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات.
- **بالنسبة لاختبار القيمة الكامنة العظمى** λ_{max}: نلاحظ أنّ الاحصائية λ_{max} عند عدد متجهات تكامل (None) أكبر من القيمة الحرجة عند 5%، في حين تبقى القيم الأخرى لإحصائية القيمة الكامنة العظمى أقل من القيم الحرجة المقابلة لها عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على وجود علاقة تكاملية وحيدة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات.

نتيجة لاختبار (JJ) سنعتمد في هذا المبحث على نموذج (VECM) مستخدما مستوى المتغيرات عند التقدير، واختيار الفترة (3) لتكون فترة الابطاء المثلى في النموذج مع الأخذ بعين الاعتبار علاقة تكاملية واحدة.

المطلب الثاني: تقدير نموذج قناة الاقراض البنكي وفق نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)

بناء على نتائج الاختبارات السابقة تم اختيار نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM) في تقدير نموذج قناة الاقراض البنكي مستخدما مستوى المتغيرات عند التقدير، واختيار الفترة (3) لتكون فترة الابطاء المثلى في النموذج مع الأخذ بعين الاعتبار علاقة تكاملية واحدة.

وبعد تقدير نموذج (VECM) (**أنظر الجدول رقم (م3.4) بملاحق الدراسة**) يمكن دراسة بعض الخصائص الاحصائية التي تعطي لنا نظرة شاملة حول امكانية قبول النموذج المقدر إحصائيا أم لا.

الفرع الأول: التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير نموذج (VECM)

سنقوم بالتأكد من مدى صلاحية النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين متغيرات النموذج، وذلك عن طريق العديد من الاختبارات أهمها: اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية للنموذج، اختبار استقرارية النموذج، اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي تقدير النموذج.

- **اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية**

من خلال استقراء النتائج السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- **توزيع ستيودنت (Studnet):** نلاحظ معنوية كل معلمات دالة تصحيح الخطأ عند مستوى معنوية 1% (2,57) حسب اختبار ستيودنت وهو جيد جدا للنموذج، كما نلاحظ ايضا أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند درجة حرية (1%) وهو ما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

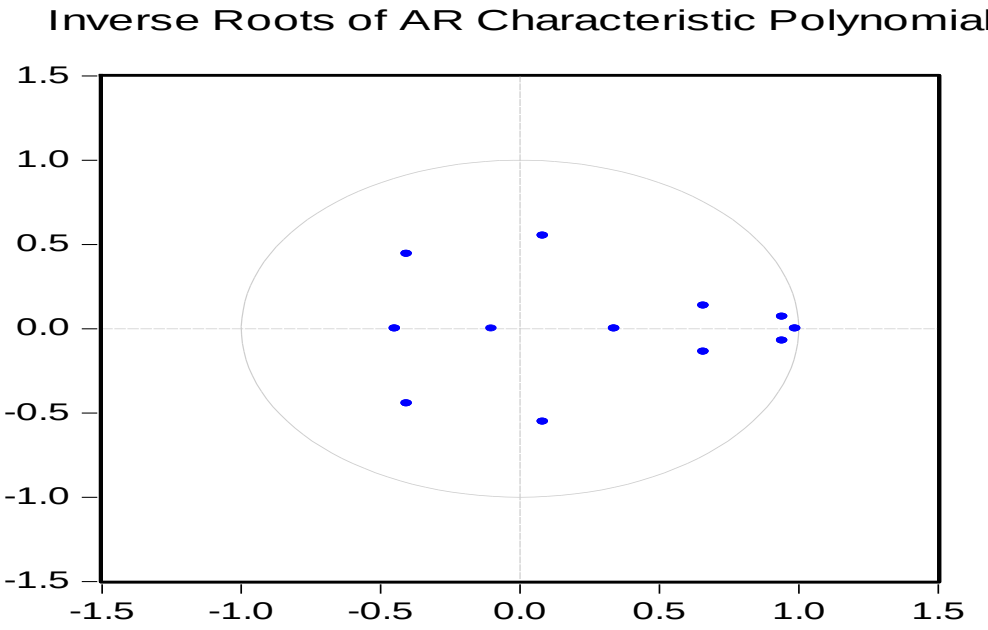
أما فيما يخص معادلات المدى القريب نلاحظ معنوية 15 معلمة عند درجة حرية 5% و10% أما باقي المعلمات في غير معنوية، وبالتالي لا يمكنها أن تؤثر على المعنوية الكلية للنموذج.

- **توزيع Fisher:** تشير نتائج اختبار فيشر أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية، حيث أنّ احصائية فيشر المحسوبة f_c والتي تساوي (3.695139) تفوق قيمة فيشر المجدولة f_t عند مستوى معنوية 1% (3,48) ، وبالتالي يمكن القول أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية عالية جدا.

- **اختبار استقرارية النموذج المستخدم**

بناء على اختبار استقرارية النموذج المستخدم تظهر لنا النتائج في الشكل رقم (10.4):

شكل رقم (10.4) نتائج اختبار استقرارية نموذج (VECM) المستخدم في نموذج قناة الاقراض البنكي



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من (**EVIEWS 8**).

يتضح من الشكل (10.4) أعلاه أنّ كل النقاط الزرقاء داخل حدود الدائرة، وهو ما يقودنا للتأكد من توافر شرط الاستقرار في نموذج (VECM) المستخدم في تقدير نموذج قناة الإقراض البنكي.

- **اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي النموذج**

تبرز نتائج هذا الاختبار في الجدول الآتي:

جدول رقم (30.4) نتائج اختبار (LM) لنموذج قناة الاقراض البنكي وفق نموذج (VECM)

VEC Residual Serial Correlation LM Tests		
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Sample: 1995Q1 2016Q4		
Included observations: 84		
Lags	LM-Stat	Prob
1	21.76171	0.1511
2	12.69321	0.6950
3	18.62259	0.2887
Probs from chi-square with 16 df.		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

يوضح الجدول رقم (30.4) نتائج اختبار الارتباط التسلسلي المشترك بين البواقي، حيث تشير النتائج أنّ قيم احصاء LM تشير إلى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط التسلسلي عند فترة الابطاء المثلى المختارة (3).

بناء على كل الاختبارات السابقة يمكننا قبول نموذج (VECM) إحصائيا في تقدير نتائج دوال النموذج الخاص بقناة الاقراض البنكي، وبعد تقديره وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS) تحصلنا من خلال برنامج **(EVIEWS 8)** على أربع دوال أساسية سنقوم بتقدير كل دالة بشكل مستقل.

الفرع الثاني: تقدير دوال نموذج قناة سعر الاقراض البنكي وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS)

يستهدف هذا الفرع تقدير كل دالة من دوال نموذج الإقراض البنكي وتشخيصها إحصائيا واقتصاديا، وذلك من أجل التعرف على طبيعة العلاقة السببية بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع لكل دالة، وسيتم التركيز على أهم معادلتين هما: دالة مؤشر أسعار الاستهلاك ودالة القروض الممنوحة للاقتصاد، ذلك لأنّ المعلمات الخاصة بهما تتمتع بمعنوية إحصائية، أما باقي الدوال الخاصة بنموذج الإقراض البنكي سوف لا نقوم بتقديرها لعدم معنوية معلماتها وعدم وجود علاقة بين المتغيرات فيها، وهذا ما أكدته بعض الاختبارات التجريبية التي قمنا بها على الدوال من خلال اختبار والد تست.

أولا. تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج الإقراض البنكي

تظهر نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك جليا في الجدول (31.4):

جدول رقم (31.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة الاقراض البنكي

d(lnipc) = -0.261851188048*(lnipc(-1) - 0.179118145983*lngdp(-1) –
(-4.458950)

0.236633064517*lncr(-1) - 0.153742117331*lndisr(-1) - 1.07569346809) –
0.267126127127*d(lnipc(-1)) - 0.0503646341913*d(lnipc(-2)) + 0.153308600239*d(lnipc(-
(-2.538158) (-0.480632) (1.546589)

3)) - 0.0288559799638*d(lngdp(-1)) + 0.0348851855816*d(lngdp(-2)) –
(-0.540132) (0.637188)

0.0250923883572*d(lngdp(-3)) + 0.104685985686*d(lncr(-1)) + 0.0392740420824*d(lncr(-
(-0.478907) (2.722907) (1.065816)

2)) - 0.0633616847005*d(lncr(-3)) - 0.0621193599172*d(lndisr(-1)) –
(-1.720043) (-1.166851)

0.20878236766*d(lndisr(-2)) - 0.121083260231*d(lndisr(-3)) + 0.00440803702667		
(-3.777564)	(-1.969478)	(1.050593)
R^2= 0.406965	F-statistic=3.695139	():t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م6.5) بملاحق الدراسة.

تشير النتائج الملخصة في الجدول أعلاه أنّ الدالة تتمتع بمعنوية كلية، ذلك لأنّ قيمة فيشر المحسوبة أكبر من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية (5%)، كما تشير أيضا إلى وجود 5 معلمات تتمتع بمعنوية احصائية عند مستوى 5% حسب اختبار ستيودنت، إضافة إلى ذلك تشير الدالة أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي.

كما بينت نتائج تقدير الدالة أيضا خلوها من مشكل عدم تجانس تباينات الأخطاء كما هو موضح في الجدول رقم (32.4):

جدول رقم (32.4): نتائج اختبار (ARCH) لدالة مؤشر الأسعار (نموذج قناة الاقراض البنكي)

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.392372	Prob. F(3,77)	0.2515
Obs*R-squared	4.168002	Prob. Chi-Square(3)	0.2439

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

وبناء على ذلك يمكن القول أنّ نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك مقبولة احصائيا.

1.2. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك:

يمكننا تشخيص النموذج من الناحية الاقتصادية في النقاط الآتية:

- تميزت معلمات قيم القروض الممنوحة للاقتصاد بمعنوية احصائية خلال فترة الابطاء (1) و(3)، وعليه من خلال الدالة السابقة نلاحظ وجود علاقة طردية خلال الفترة (1) بين القروض الممنوحة للاقتصاد ومعدل التضخم، حيث يلاحظ أنّ ارتفاع القروض بـ 1% مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم بـ 10,46%. أما خلال فترة التأخير (3) فتصبح العلاقة بين المتغيرين عكسية، حيث كلما ارتفع حجم القروض الممنوحة للاقتصاد بـ1% أدى ذلك إلى انخفاض معدل التضخم بـ 6,33%.

أما فيما يخص معلمات سعر إعادة الخصم نلاحظ معنويتها عند فترة الابطاء الثانية والثالثة، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين كل من السياسة النقدية والمستوى العام للأسعار، حيث أن ارتفاع سعر إعادة الخصم بـ 1% من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار ب 21 % خلال فترة الابطاء الثانية، و12% خلال فترة الابطاء الثالثة.

2.2. دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNIPC) وفق (Wald Test)

نلاحظ من الدالة أن المعامل (C1) سالب ومعنوي عند درجة حرية 1% حسب اختبار ستيودنت، وهو ما يدل على أن المعامل (C1) يختلف عن الصفر، وعليه يمكن القول أنّ العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع قد تؤدي إلى توجد سببية مستقرة في الأجل الطويل.

أما فيما يخص العلاقة السببية قصيرة الأجل سيتم اختبارها وفق (Wald Test) كالآتي:

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

تبين من الدالة أنّ جميع معلمات LNGDP غير معنوية عند درجة حرية (5%، 10%) وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين الناتج والأسعار.

- **دراسة أثر القروض الممنوحة للاقتصاد على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

يلخص لنا الجدول (33.4) أدناه نتائج اختبار (WT) لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرين.

جدول رقم (33.4): نتائج اختبار (WT) لدراسة أثر LNCR على LNIPC في نموذج الاقراض البنكي

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.341218	(3, 70)	0.0240
Chi-square	10.02365	3	0.0184

Null Hypothesis: C(8)=C(9)=C(10)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(8)	0.104686	0.038446
C(9)	0.039274	0.036849
C(10)	-0.063362	0.036837

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0184) تظهر أقل من (5%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير القروض الممنوحة تختلف عن الصفر، أي أنّ معدل التضخم يستجيب للصدمة التي تطرأ على القروض البنكية في الأجل القصير.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

جدول رقم(34.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNIPC (نموذج الاقراض البنكي)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.095171	(3, 70)	0.0030
Chi-square	15.28551	3	0.0016

Null Hypothesis: C(11)=C(12)=C(13)=0

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من (**EVIEWS 8**).

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (0.0016) تظهر أقل من (1%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر، أي أنّ المستوى العام للأسعار يستجيب للصدمة التي تطرأ على السياسة النقدية في الأجل القصير.

ثانيا. تقدير دالة القروض الممنوحة في الاقتصاد الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي

يهدف هذا البند إلى دراسة العلاقة بين المتغيرات المفسرة (الناتج المحلي الاجمالي، مؤشر أسعار الاستهلاك، سعر إعادة الخصم) والمتغير التابع (القروض البنكية الممنوحة للاقتصاد)، وعليه قمنا بتقدير الدالة بطريقة المربعات الصغرى (OLS).

وكانت النتائج كما هو ملخص في الجدول (35.4) الآتي:

جدول رقم (35.4): نتائج تقدير دالة القروض البنكية الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي

d(lncr) = 0.215252023869*(lnipc(-1) - 0.179118145983*lngdp(-1) – (1.225209)
0.236633064517*lncr(-1) - 0.153742117331*lndisr(-1) - 1.07569346809) –
0.300482822116*d(lnipc(-1)) + 0.101431974102*d(lnipc(-2)) + 0.476480112996*d(lnipc(- (-0.954348) (0.323554) (1.606713)
3)) - 0.116893849012*d(lngdp(-1)) + 0.148893015802*d(lngdp(-2)) – (-0.731375) (0.909046)
0.171063784356*d(lngdp(-3)) - 0.0995648974392*d(lncr(-1)) + 0.171576521078*d(lncr(- (-1.091319) (-0.865636) (1.556393)
2)) + 0.00343435367707*d(lncr(-3)) + 0.357146185667*d(lndisr(-1)) + (0.031163) (2.242432)
0.438585903635*d(lndisr(-2)) - 0.172638511564*d(lndisr(-3)) + 0.0389722603681 (2.652513) (-0.938620) (3.104773)
R^2= 0,241 Prob(F-statistic)= 0.077188 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م7.5) بملاحق الدراسة.

تشير نتائج الجدول (35.4) أعلاه إلى معنوية نموذج الدالة ككل حسب قيمة فيشر الاحتمالية عند درجة حرية (10%)، كما يشير اختبار ستيودنت إلى معنوية معلمات سعر إعادة الخصم، وعليه فالخطوة التالية هي تشخيص الدالة اقتصاديا.

1.2. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة القروض البنكية:

يمكن تشخيص نتائج تقدير الدالة من الناحية الاقتصادية في النقاط الآتية:

- نلاحظ أنّ معلمة (معامل) سعر إعادة الخصم يتميز بمعنوية احصائية عند مستوى (1%) خلال فترة الابطاء (1) و(2) حسب اختبار ستيودنت، وعليه نلاحظ وجود علاقة عكسية بين مؤشر السياسة النقدية (سعر إعادة الخصم) والقروض الممنوحة للاقتصاد خلال فترة الابطاء المثلى (3)، حيث أنّ السياسة النقدية الانكماشية عن طريق رفع معدل الخصم بـ 1% مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى يؤدي إلى انخفاض حجم القروض الممنوحة للاقتصاد بـ 17,26 %.

– نلاحظ أنّ المعامل (C29) موجب وغير معنوي ما يؤكد لنا عدم وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع في الدالة، وعليه سنقوم باختبار العلاقة قصيرة الأجل وفق (Wald T).

2.2. دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNCR) وفق (Wald Test)

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على حجم القروض الممنوحة في الاقتصاد:**

يتبين من الدالة السابقة أنّ جميع معلمات الناتج الاجمالي غير معنوية عند درجة حرية (1%، 5%، 10%) وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر أي أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين الناتج الاجمالي تجاه حجم القروض الممنوحة.

- **دراسة أثر مؤشر أسعار الاستهلاك على حجم القروض الممنوحة للاقتصاد:**

بناء على نتائج تقدير الدالة الخاصة بحجم القروض الممنوحة يتضح أنّ جميع معلمات مؤشر أسعار الاستهلاك غير معنوية عند درجة حرية (1%، 5%، 10%)، وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر أي أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين مؤشر أسعار الاستهلاك تجاه حجم القروض.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على حجم القروض الممنوحة:**

تظهر نتائج اختبار والد تست لدراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل بين سعر إعادة الخصم كمتغير مفسر وحجم القروض البنكية كمتغير تابع في الجدول (36.4):

جدول رقم (36.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNCR (نموذج الاقراض البنكي)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4.631560	(3, 70)	0.0052
Chi-square	13.89468	3	0.0031

Null Hypothesis: C(39)=C(40)=C(41)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(39)	0.357146	0.159267
C(40)	0.438586	0.165347
C(41)	-0.172639	0.183928

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

يتبين لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0031) تظهر أقل من القيمة الحرجة (1%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر، أي أنّ حجم القروض البنكية المقدمة للاقتصاد تستجيب بقوة للصدمة التي تطرأ على السياسة النقدية في الأجل القصير.

يتضح من خلال تقدير دوال نموذج قناة الاقراض البنكي، وبعد اختبارات العلاقة قصيرة الأجل وفق (Wald Test) أنّ هنالك علاقات سببية أحادية الاتجاه، كما أنّ هنالك متغيرات لا تؤثر في بعضها البعض، وكانت النتائج كالآتي:

بالنسبة لدالة القروض: كل من مؤشر أسعار الاستهلاك والناتج المحلي الاجمالي لا يؤثران في حجم القروض الممنوحة في الاقتصاد، بينما سعر إعادة الخصم يؤثر في هذه الأخيرة.

بالنسبة لدالة الناتج المحلي الاجمالي: كل من مؤشر أسعار الاستهلاك، سعر إعادة الخصم، والقروض البنكية لا يؤثرون في الناتج المحلي الاجمالي.

بالنسبة لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك: سعر إعادة الخصم وحجم القروض البنكية الممنوحة إلى الاقتصاد يؤثران في المستوى العام للأسعار، بينما الناتج المحلي الاجمالي لا يؤثر على معدل التضخم.

وعليه فقناة الاقراض البنكي في الجزائر تعمل وفق العلاقة الآتية:

$$LNDISR \rightarrow LNCR \rightarrow LNIPC$$

يتضح من العلاقة أعلاه أنّ السياسة النقدية تؤثر على حجم القروض البنكية الممنوحة في الاقتصاد، كما أنّ هذه الأخيرة تؤثر على معدل التضخم فقط دون أي تأثير على النشاط الاقتصادي.

المطلب الثالث: قياس أثر وأهمية قناة الإقراض في تفسير التقلبات في الناتج والأسعار في الجزائر

يستهدف هذا المطلب استخدام كل من أداة تحليل صدمات الاستجابة التراكمية وأداة تحليل مكونات تباين حد الخطأ، وذلك من أجل التعرف على حجم ونوع الأثر الذي يتعرض له كل متغير من متغيرات النموذج بسبب حدوث صدمة مفاجئة في متغير آخر، والتعرف كذلك على مدى مساهمة قناة الاقراض البنكي في تفسير التقلبات في الاقتصاد الجزائري. وعليه بعدما أظهرت اختبارات العلاقة السببية لـ (WALD Test) عدم وجود علاقة سببية بين كل من مؤشر السياسة النقدية وقناة سعر الفائدة اتجاه الناتج المحلي الاجمالي، سوف يتم تحليل صدمات الاستجابة لمتغير مؤشر الأسعار ومتغير حجم القروض فقط، وهذا من أجل قياس اثر وأهمية هذه القناة تحويل الأثر النقدي لمعدل التضخم في الجزائر.

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة بالنسبة لمتغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي

أولا. اثر صدمة السياسة النقدية على حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد في الجزائر

تشير تقديرات دالة الاستجابة للصدمات المتراكمة خلال 20 فصل (5 سنوات) كما هو مبين في الجدول رقم (37.4) إلى النقاط الآتية:

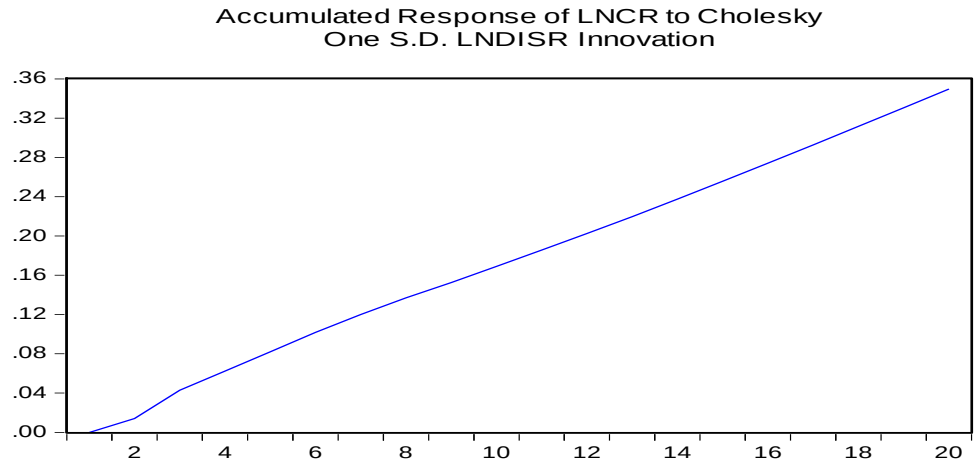
- وجود أثر موجب مقدر بحوالي 0.062281، 0.202432، 0.349631 على حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل على التوالي لصدمة موجبة في سعر إعادة الخصم مقدرة ب 1 انحراف معياري **(انظر الشكل رقم (11.4))** ؛ ويعني ذلك أنّ تطبيق سياسة نقدية تقييدية يؤدي في الجزائر إلى ارتفاع حجم القروض البنكية في الاقتصاد، وهو ما يعكس تماما ما املته توقعات النظرية الاقتصادية في هذا الجانب.

جدول رقم (37.4): استجابة التغير في حجم القروض البنكية لصدمة موجبة في سعر إعادة الخصم (نموذج قناة الاقراض البنكي)

صدمة التغير في سعر إعادة الخصم ($\Delta\ LNDISR$)			المتغير التابع
القيمة المقدرة للأثر في الأجل الطويل	القيمة المقدرة للأثر في الأجل المتوسط	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير	
0.349631	0.202432	0.062281	التغير في حجم القروض البنكية في الاقتصاد $\Delta\ LNCR$

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (11.4): أثر صدمة السياسة النقدية على حجم القروض البنكية في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة الاقراض البنكي)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

ثانيا. اثر صدمة حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد على المستوى العام للأسعار في الجزائر

تشير تقديرات دالة الاستجابة للصدمات المتراكمة خلال 20 فصل (5 سنوات) كما هو مبين في الجدول رقم (38.4) إلى النقاط الآتية:

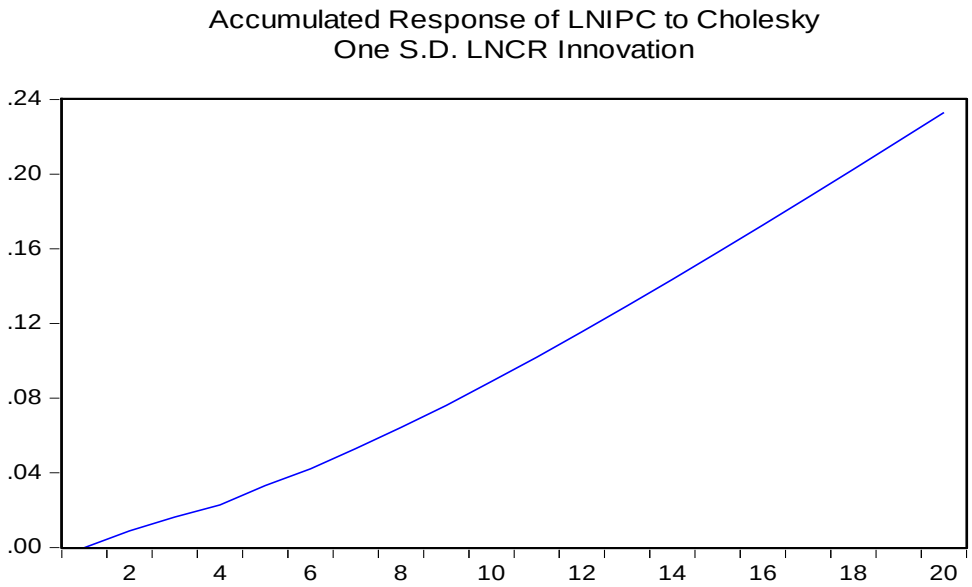
- وجود أثر موجب لصدمة موجبة في حجم القروض البنكية على المستوى العام للأسعار في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل (**انظر الشكل رقم (12.4)**)؛ ويعني ذلك أنّ صدمة موجبة في حجم القروض قدرها 1 وحدة تؤدي إلى حدوث أثر إيجابي غير آني في معدل التضخم في الاقتصاد بحوالي 2% في الأجل القصير، 11% في الأجل المتوسط و 23% في الأجل الطويل.

جدول رقم (38.4): استجابة التغير في المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في حجم القروض البنكية (نموذج قناة الاقراض البنكي)

المتغير التابع	صدمة التغير في حجم القروض البنكية ($\Delta\ LNCR$)		
	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير	القيمة المقدرة للأثر في الأجل المتوسط	القيمة المقدرة للأثر في الأجل الطويل
التغير في لوغاريتم المستوى العام للأسعار $\Delta\ LNIPC$	0.022772	0.115518	0.232989

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (12.4): أثر صدمة حجم القروض البنكية على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط والطويل (نموذج قناة الاقراض البنكي)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات نموذج قناة الاقراض البنكي

نسعى من خلال أداة التحليل هذه إلى قياس أهمية سعر إعادة الخصم في تفسير التقلبات في حجم القروض البنكية من جهة، ومن جهة أخرى قياس أهمية وفعالية قناة القروض البنكية في التأثير على الاقتصاد الجزائري.

أولا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد

يوضح الجدول رقم (39.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في حجم القروض في الأجلين القصير والطويل، ويتضح من هذا الجدول ما يلي:

الجدول رقم (39.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في حجم القروض (نموذج قناة الاقراض البنكي)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
2	0.079679	7.993253	4.556636	84.30968	3.140432
4	0.124995	12.14973	7.166299	71.70930	8.974673
6	0.164218	13.72773	10.02443	68.16136	8.086476
8	0.193616	14.64954	11.57011	66.30546	7.474891
10	0.218605	14.98023	12.41092	65.66430	6.944546
12	0.240570	15.11002	12.81459	65.38146	6.693932

16	0.280047	15.09511	13.21117	65.11891	6.574811
20	0.315308	15.01207	13.46498	64.89917	6.623777

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.7) بملاحق الدراسة.

يشير الجدول أعلاه إلى أنّ صدمة سعر إعادة الخصم في الأجل القصير ساهمت في تفسير حوالي 9 % من التقلبات في حجم القروض البنكية، لتنخفض هذه النسبة في الأجل المتوسط والأجل الطويل إلى ما يقارب 6%، وهذا إنّ دّل على شيء فهو يدل على عدم وجود علاقة مستقرة ومؤثرة بين أدوات السياسة النقدية وحجم القروض في الاقتصاد.

ثانيا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار

يوضح الجدول رقم (40.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار في الأجلين القصير والطويل، ويتضح من هذا الجدول ما يلي:

الجدول رقم (40.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار (نموذج قناة الاقراض البنكي)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
3	0.028576	79.61869	0.409717	16.36819	3.603400
4	0.032245	78.62568	1.302755	16.89968	3.171881
6	0.038572	71.30205	1.853894	24.46665	2.377403
8	0.044527	64.23578	2.462216	30.84714	2.454860
10	0.050342	57.59430	2.506904	36.05049	3.848310
12	0.056309	51.61085	2.229003	39.96559	6.194559
14	0.062328	46.54633	1.905825	42.77736	8.770487
16	0.068238	42.38088	1.624393	44.78525	11.20948
18	0.073988	38.96309	1.395177	46.23753	13.40421
20	0.079557	36.14912	1.212005	47.29937	15.33950

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من نتائج الجدول (40.4) أنه بعد إدخال قناة الاقراض البنكي في النموذج الأساسي ارتفعت نسبة مساهمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار بشكل مستمر، حيث بلغت 3% في الأجل القصير لترتفع في الأجل المتوسط إلى 6% و15% في الأجل الطويل، وهو ما

يدل على أنّ قناة الإقراض البنكي تلعب دورا محوريا في التأثير على معدل التضخم، حيث يلاحظ أنّ صدمة القروض البنكية تساهم في تفسير حوالي 17% من تفسير التقلبات في معدل التضخم في الأجل القصير، بينما يعزا حوالي 77% من التغير في هذا الأخير للمتغير نفسه؛ أما في الأجل المتوسط فيلاحظ أنّ الأهمية النسبية لصدمة القروض البنكية في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار زادت بشكل كبير لتصبح حوالي 40% في الأجل المتوسط و47% في الأجل الطويل (بعد 5 سنوات من الصدمة)، في حين انخفضت الأهمية النسبية لصدمة المستوى العام للأسعار نفسه في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار خلال الأجلين المتوسط والطويل لتصبح على التوالي 52% و36%.

ثالثا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي

يوضح الجدول رقم (41.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي في الأجلين القصير والطويل، ويتضح من هذا الجدول ما يلي:

الجدول رقم (41.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج (نموذج قناة الاقراض البنكي)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
2	0.068496	0.392461	99.24091	0.044215	0.322415
4	0.102167	0.632532	98.74310	0.334627	0.289738
6	0.126462	1.445001	97.66939	0.510819	0.374787
8	0.145718	2.899063	96.26439	0.518396	0.318156
10	0.163229	3.997781	95.02380	0.439981	0.538435
12	0.180020	4.749661	93.78327	0.362325	1.104740
18	0.227178	5.842073	90.76439	0.284916	3.108621
20	0.241608	6.052218	89.97276	0.287034	3.687986

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م3.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من نتائج الجدول (41.4) أنّ إدخال قناة الاقراض البنكي في النموذج الأساسي لم يؤدي إلى تحسن في نسبة مساهمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في الناتج المحلي الاجمالي، حيث بلغت 3% كأعلى نسبة وهذا في الأجل الطويل، ويرجع ذلك إلى عقم هذه القناة في التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي حيث لم تتجاوز نسبة مساهمتها في تفسير التقلبات في الناتج المحلي الإجمالي خلال كل الآجال 0,5%.

بناء على نتائج الاختبارات التي قمنا بها على متغيرات نموذج قناة الإقراض البنكي من (اختبارات العلاقة السببية لوالد تست، اختبارات تحليل الصدمات التراكمية، واختبارات تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات النموذج)، تبين أنّ ميكانيكية التحويل النقدي عن طريق قناة الإقراض البنكي في الجزائر تعمل كالآتي:

$$LNDISR \uparrow \rightarrow LNCR \uparrow \rightarrow LNIPC \uparrow$$

نلاحظ من المعادلة أعلاه أنّ السياسة النقدية التقييدية عن طريق رفع سعر إعادة الخصم تؤدي إلى ارتفاع حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد، وهذا ما يتعارض مع توقعات النظرية الاقتصادية القائلة بأنّ السياسة النقدية التقييدية تؤدي إلى خفض معدل نمو القروض البنكية، ويمكن تفسير تعارض النظرية الاقتصادية مع هذه النتائج إلى:

- عدم وجود علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية ومعدل نمو القروض البنكية؛
- اعتماد مجلس النقد والقرض لبنك الجزائر على استهدافات مباشرة لمعدلات نمو المجاميع القرضية ، الأمر الذي يضعف من فاعلية أداة سعر الخصم في التحكم في حجم القروض البنكية؛
- السياسة المتبعة من قبل الدولة فيما يخص القروض المقدمة في إطار (ANSEJ) و(ANGEM) أين يتم منح قروض سواء بمعدلات منخفضة جدا أو بدون فوائد، الأمر الذي يؤدي إلى عدم استجابة القروض البنكية لسعر إعادة الخصم مهما كانت هذه الأخيرة مرتفعة أو منخفضة.

أما بالنسبة للعلاقة بين حجم القروض والمستوى العام للأسعار فقد أثبتت الاختبارات وجود علاقة طردية قوية بين المتغيرين وهو مطابق لما جاءت به توقعات النظرية الاقتصادية، كما أنّ بنك الجزائر يعتبر هذه القناة فعالة في استهداف معدل التضخم[1]، **وعليه يمكن الحكم على هذه القناة بأنها فعالة جدا في استهداف معدل التضخم في الجزائر، وغير فعالة تماما في استهداف معدل النمو الاقتصادي.**

[1] انظر: بنك الجزائر، التقرير السنوي، سنة 2013، ص 172.

المبحث الخامس: قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال قناة سعر الصرف

بين الأدب الاقتصادي أنّ سعر الصرف يلعب دورا رئيسا في التأثير على النشاط الاقتصادي من جهة، والمستوى العام للأسعار من جهة أخرى، فهو بذلك أصبح أحد أهم محددات المستوى العام للأسعار الذي يشتد تأثيره بتزايد الاعتماد المباشر وغير المباشر للعرض السلعي المحلي على الاستيرادات. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن نفسّ الوظيفة تعطيه أيضا دورا محوريا في تحديد بنية الأسعار النسبية بين السلع المحلية والسلع الأجنبية، ومن خلال هذا الدور أصبح سعر الصرف يساهم في تحديد تنافسية الإنتاج الوطني في كل من الأسواق الأجنبية والأسواق المحلية، أو بتعبير آخر تنافسية المستوردات في الأسواق المحلية والصادرات في الأسواق الخارجية.

ونظرا إلى أنّ سعر الصرف يعتبر من بين أهم قنوات تحويل الأثر النقدي، فإن السلطة النقدية تعتمد عليها في التأثير على الاقتصاد، حيث تعمل من خلال تأثير أدوات السياسة النقدية على قيمة العملة المحلية مقارنة مع العملات الأجنبية (سواء تخفيض أو تحسين)، ومن ثم تأثير هذه القناة على المستوى العام للأسعار والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

وعليه يهدف هذا المبحث إلى قياس مدى فاعلية هذه قناة سعر الصرف في تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي ومستوى الأسعار المحلية في الجزائر، ومن أجل ذلك قمنا بتقدير نموذج VECM والمكون من أربع متغيرات داخلية تتمثل في كل من اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الاجمالي (LNGDP)، اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الاستهلاك (LNIPC)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف الحقيقي الفعال (LNREER)، اللوغاريتم الطبيعي لسعر إعادة الخصم (LNDISR).

وسيتم الاشارة النموذج الخاص بهذا المبحث بـ **نموذج قناة سعر الصرف**، حيث أنّ هذا الأخير يتضمن ثلاث (4) دوال أساسية.

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات نموذج قناة سعر الصرف

تظهر نتائج اختبار الاستقرارية التي قمنا بها سابقا أن كل متغيرات النموذج مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى I(1)، وقبل الشروع في اختبار التكامل المشترك بين متغيرات هذا النموذج وجب تحديد فترة الإبطاء المثلى التي سيتم استخدامها في التقدير.

أولا. تحديد فترات الإبطاء المثلى

بناء على نتائج اختبار فترة الإبطاء (**انظر الملحق رقم (م4.2)**)، فإنّ فترة الابطاء المثلى تساوي (2) طبقا لمعايير LR, FPE, AIC، وفترة إبطاء واحدة (1) مثلى بالنسبة لاختبار HQ, SC، وعليه سنعتمد على (2) فترات إبطاء.

ثانيا. اختبار علاقة التكامل المشترك لنموذج قناة سعر الصرف وفق (Johannsen- Juselius Test)

نتائج هذا الاختبار نلخصها في الجدول التالي:

جدول رقم (42.4): نتائج اختبار التكامل المشترك (JJ) لنموذج قناة سعر الصرف

اختبار الأثر λ_{trace} - Test de Trace			
عدد متجهات التكامل	احصائية الأثر λ_{trace}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	59.86716	47.85613	0.0025
At most 1	25.68375	29.79707	0.1384
At most 2	7.412135	15.49471	0.5302
At most 3	1.679684	3.841466	0.1950
اختبار القيمة الكامنة العظمى λ_{max} -**Maximal Eigen value**			
عدد متجهات التكامل	احصائية λ_{max}	القيمة الحرجة 5%	الاحتمالية
None	34.18341	27.58434	0.0061
At most 1	18.27161	21.13162	0.1200
At most 2	5.732451	14.26460	0.6478
At most 3	1.679684	3.841466	0.1950

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.3) بملاحق الدراسة.

يتضح لنا من خلال اختبار علاقة التكامل المشترك لـ **(JJ)** ما يلي:

- **بالنسبة لاختبار الأثر** λ_{trace}: نلاحظ أنّ الاحصائية λ_{trace} عند عدد متجهات تكامل (None) أكبر من القيمة الحرجة عند 5% المقابلة لها، في حين تبقى القيم الأخرى لإحصائية الأثر أقل من القيم

الحرجة المقابلة لها عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على وجود علاقة تكاملية وحيدة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات.

- **بالنسبة لاختبار القيمة الكامنة العظمى** λ_{max}: نلاحظ أنّ الاحصائية λ_{max} عند عدد متجهات تكامل (None) أكبر من القيمة الحرجة عند 5%، في حين تبقى القيم الأخرى لإحصائية القيمة الكامنة العظمى أقل من القيم الحرجة المقابلة لها عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا ما يدل على وجود علاقة تكاملية وحيدة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات.

بناء على اختبار التكامل المشترك لجوهانسون تبينّ أنه توجد علاقة تكاملية طويلة الأجل حسب اختبار الأثر، وعليه فالنموذج المستخدم سيكون VECM مع اختيار الفترة (2) لتكون فترة الابطاء المثلى مستخدما مستوى المتغيرات وعلاقة تكاملية وحيدة.

المطلب الثاني: تقدير نموذج قناة سعر الصرف وفق نموذج متجه تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)

بعد دراسة البدائل المختلفة والقيام بالاختبارات السابقة توصلنا إلى تقدير نموذج (VECM) مع الأخذ بعين الاعتبار دالة واحدة للتكامل المشترك والفترة (2) لتكون فترة الابطاء المثلى.

وعلى ضوء النتائج المتحصل عليها عند تقدير النموذج (**انظر الجدول رقم (م4.4) بملاحق الدراسة)** يمكن دراسة الخصائص الاحصائية التي تعطي لنا نظرة شاملة حول صلاحية النموذج المستخدم، وهذا قبل الخوض في قياس أثر وأهمية هذه القناة في تفسير التقلبات في الاقتصاد الجزائري.

الفرع الأول: التشخيص الاحصائي لنتائج تقدير نموذج (VECM)

إنّ تشخيص هذا النموذج واختبار مدى صلاحيته وقدرته على تفسير العلاقة بين المتغيرات سيكون من خلال العديد من الاختبارات أهمها:

- **اختبار معنوية المعالم المقدرة والمعنوية الكلية:**

من خلال استقراء النتائج السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- **توزيع ستيودنت (Studnet):** نلاحظ معنوية كل معلمات دالة تصحيح الخطأ عند مستوى معنوية 1% (2,57) حسب اختبار ستيودنت وهو جيد جدا للنموذج، كما نلاحظ ايضا أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند درجة حرية (1%) وهو ما يدل على وجود علاقة توازنيه طويلة الأجل بين المتغيرات.

أما فيما يخص معادلات المدى القريب نلاحظ معنوية حوالي 40% من المعلمات عند درجة حرية 5% و10% أما باقي المعلمات في غير معنوية، وبالتالي لا يمكنها أن تؤثر على المعنوية الكلية للنموذج.

- **توزيع Fisher:** تشير نتائج اختبار فيشر أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية، حيث أنّ احصائية فيشر المحسوبة f_c والتي تساوي (3.073198) تفوق قيمة فيشر المجدولةf_t عند مستوى معنوية 1% (3,48)، وبالتالي يمكن القول أنّ النموذج يتمتع بمعنوية كلية عالية جدا.
- **اختبار مشكل الارتباط التسلسلي لبواقي النموذج**

إنّ نتائج هذا الاختبار يوضحها الجدول الآتي:

جدول رقم (43.4) نتائج اختبار (LM) لنموذج قناة سعر الصرف وفق نموذج (VECM)

VEC Residual Serial Correlation LM Tests		
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Sample: 1995Q1 2016Q4		
Included observations: 85		
Lags	LM-Stat	Prob
1	9.805631	0.8766
2	12.12975	0.7350
Probs from chi-square with 16 df.		

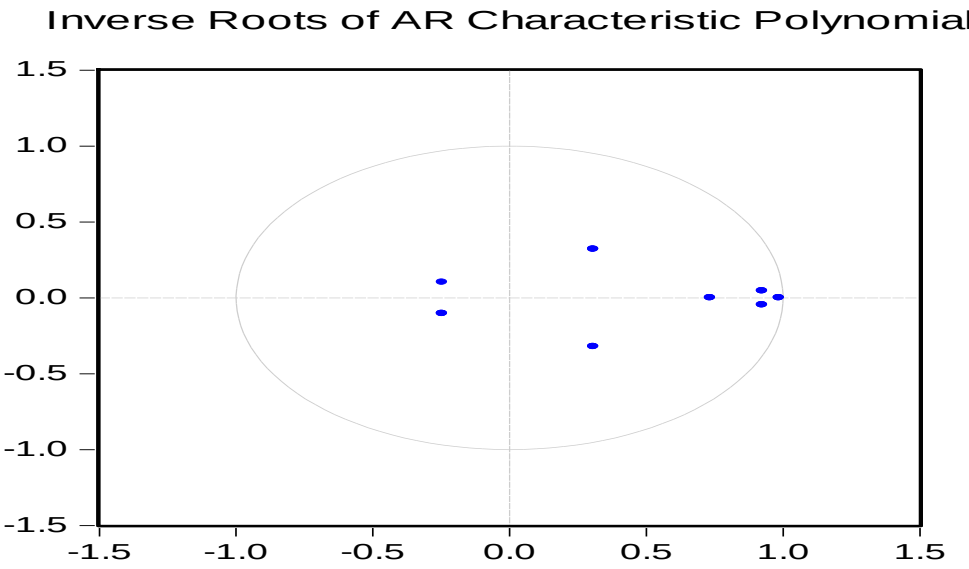
المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**.

يوضح الجدول رقم (43.4) نتائج اختبار الارتباط التسلسلي المشترك بين البواقي، حيث تشير النتائج أنّ قيم احصاء LM تشير إلى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط التسلسلي عند فترة الابطاء المثلى المختارة (2).

- **اختبار استقرارية نموذج (VECM):**

تشير نتائج الشكل رقم (13.4) أنّ نموذج (VECM) لا يتضمن على جذور وحدة أكبر من الواحد، وبالتالي فكل المتغيرات داخل حدود الدائرة، ما يعني أنّ النموذج لا يعاني من مشكلة عدم الاستقرار، وبناء على ذلك يمكن استخدام نموذج (VECM) في تقدير دوال نموذج قناة سعر الصرف.

شكل رقم (13.4): اختبار نتائج استقرارية نموذج VECM الخاص بنموذج قناة سعر الصرف



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**.

بناء على كل الاختبارات السابقة يمكننا قبول نموذج (VECM) إحصائيا في تقدير نتائج دوال النموذج الخاص بقناة سعر الصرف، وبعد تقديره وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS) تحصلنا من أربع دوال أساسية.

الفرع الثاني: تقدير دوال نموذج قناة سعر الصرف وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS)

يهدف هذا البند إلى تقدير أهم ثلاث دوال في نموذج قناة سعر الصرف وهي: دالة مؤشر أسعار الاستهلاك، دالة الناتج المحلي الاجمالي، ودالة سعر الصرف، ذلك لأنّ المعلمات الخاصة بهذه الأخيرة تتميز بمعنوية، أما دالة سعر اعادة الخصم حسب النتائج المستخرجة من جدول تقدير النتائج فكل معلماتها ليس لها معنوية احصائية.

أولا. تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

نسعى من خلال تقدير هذه الدالة إلى دراسة طبيعة العلاقة بين المتغيرات المفسرة (معدل سعر إعادة الخصم، سعر الصرف الحقيقي الفعال، والناتج المحلي الاجمالي) والمتغير التابع المتمثل في مستوى الأسعار المحلية، وبعد تقدير الدالة وفق طريقة المربعات الصغرى في إطار نموذج (VECM) تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول (44.4).

جدول رقم (44.4): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

d(lnipc) = -0.0505133264301*(lnipc(-1) - 0.648641752636*lngdp(-1) + (-3.322891) 2.13714318099*lnreer(-1) - 0.879633887349*lndisr(-1) - 8.12397940863) – 0.254074897995*d(lnipc(-1)) - 0.0709831631885*d(lnipc(-2)) - 0.081895007617*d(lngdp(- (-2.369830) (-0.653946) (-1.317028) 1)) - 0.0160274647008*d(lngdp(-2)) + 0.215837539628*d(lnreer(-1)) – (-0.271493) (2.239364) 0.126799715784*d(lnreer(-2)) - 0.00620638332458*d(lndisr(-1)) - (-1.233533) (-0.112060) 0.125752632537*d(lndisr(-2)) + 0.0155606166456 (-2.260140) (4.149321)
R^2= 0.269424 **F**-statistic=3.073198 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م8.5) بملاحق الدراسة.

تشير النتائج الملخصة في الجدول (44.4) إلى أنّ دالة مؤشر أسعار الاستهلاك تتمتع بمعنوية كلية، ذلك لأنّ قيمة فيشر المحسوبة أكبر من القيمة المجدولة (2,45) عند مستوى معنوية (5%)، كما تشير أيضا إلى وجود أربع (4) معلمات تتمتع بمعنوية احصائية عند مستوى 5% حسب اختبار ستيودنت، إضافة إلى ذلك تشير الدالة أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي، وهو ما يثبت وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل في الدالة، وعليه يمكن القول أنّ نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك مقبولة إحصائيا.

1.1. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك:

يمكننا تشخيص نتائج تقدير الدالة من الناحية الاقتصادية في النقاط الآتية:

- تميزت معلمة سعر الصرف الموجبة خلال فترة الإبطاء الأولى بمعنوية إحصائية، وعليه نلاحظ وجود علاقة طردية خلال الفترة (1) بين سعر الصرف والمستوى العام للأسعار، حيث يلاحظ أنّ ارتفاع سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) بـ 1% مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم بـ 21,58%، أما فيما يخص فترة الابطاء الثانية تصبح العلاقة عكسية، حيث

يلاحظ أنّ ارتفاع سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) بـ 1% مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى يؤدي إلى انخفاض معدل التضخم بـ 12,67%.

– أما فيما يخص معلمات سعر إعادة الخصم نلاحظ معنويتها عند فترة الابطاء الثانية، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين كل من السياسة النقدية والمستوى العام للأسعار، حيث أن ارتفاع سعر إعادة الخصم بـ 1% من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار ب 12,57 % خلال فترة الابطاء الثانية.

2.1. دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNIPC) وفق (Wald Test)

نلاحظ من الدالة أن معامل تصحيح الخطأ لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك (LNIPC) سالب ومعنوي عند درجة حرية 1% حسب اختبار ستيودنت، وهذا يدل على وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين بعض المتغيرات المفسرة للدالة والمتغير التابع، أما فيما يخص العلاقة السببية قصيرة الأجل سنقوم باختبارها وفق (Wald Test) كالآتي:

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

يتبين من الدالة السابقة أنّ جميع معلمات الناتج الاجمالي غير معنوية عند درجة حرية (1%، 5%، 10%) وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر أي أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين الناتج المحلي الاجمالي اتجاه الأسعار.

- **دراسة أثر سعر الصرف على مؤشر أسعار الاستهلاك:** نظرا لوجود معلمة لسعر الصرف تتمتع بمعنوية احصائية وجب اختبار وولد تست لدراسة فيما إذا كانت علاقة سببية قصيرة الأجل بين المتغيرين أم لا، والجدول (45.4) يلخص نتائج الاختبار:

جدول رقم (45.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNREER على LNIPC (نموذج قناة سعر الصرف)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	2.708328	(2, 75)	0.0732
Chi-square	5.416656	2	0.0666

Null Hypothesis: C(6)=C(7)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(6)	0.215838	0.096383
C(7)	-0.126800	0.102794

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

تبيّن من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0666) تظهر أقل من القيمة الاحتمالية عند مستوى دلالة (10%)، وهو ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ معلمات متغير سعر الصرف تختلف عن الصفر عند مستوى دلالة 10%، أي أنّ معدل سعر الصرف في الأجل القصير يؤثر على معدل التضخم.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على مؤشر أسعار الاستهلاك:**

يلخص لنا الجدول أدناه نتائج اختبار (WT) لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرين.

جدول رقم (46.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNIPC (نموذج قناة سعر الصرف)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	2.593577	(2, 75)	0.0814
Chi-square	5.187155	2	0.0748

Null Hypothesis: C(8)=C(9)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(8)	-0.006206	0.055385
C(9)	-0.125753	0.055639

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

يتضح من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0748) تظهر أقل من القيمة الحرجة عند مستوى (10%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر عند مستوى دلالة 10%، أي أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر على معدل التضخم في الأجل القصير.

ثانيا. تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي في نموذج قناة سعر الصرف

نسعى من وراء تقدير هذه الدالة إلى دراسة العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات المفسرة (أثر كل من سعر إعادة الخصم، مؤشر أسعار الاستهلاك، وسعر الصرف الحقيقي الفعال) على الناتج المحلي الاجمالي، وعليه قمنا بتقدير الدالة بطريقة المربعات الصغرى (OLS) وفق نموذج (VECM)، ونتائج تقدير الدالة تظهر جليا في الجدول (47.4):

جدول رقم (47.4): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

d(lngdp) = -0.0189749893651*(lnipc(-1) - 0.648641752636*lngdp(-1) + (-0.688526)
2.13714318099*lnreer(-1) - 0.879633887349*lndisr(-1) - 8.12397940863) – 0.00288241473713*d(lnipc(-1)) + 0.263869080317*d(lnipc(-2)) + (-0.014830) (1.340923)
0.134871173787*d(lngdp(-1)) + 0.0568058677515*d(lngdp(-2)) – (1.196425) (0.530781)
0.628372104232*d(lnreer(-1)) - 0.268245345629*d(lnreer(-2)) + (-3.596196) (-1.439440)
0.0520111792618*d(lndisr(-1)) - 0.194152772946*d(lndisr(-2)) + 0.0134464222289 (0.518007) (-1.924822) (1.977815)
R^2= 0.311097 (F-statistic)= 3.763190 ():t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م9.5) بملاحق الدراسة.

على ضوء النتائج الملخصة في الجدول أعلاه يتضح توفر معنوية كلية للنموذج ككل حسب قيمة فيشر المحسوبة (3.763190) التي تظهر أكبر من القيمة المجدولة (3,48) عند مستوى معنوية (1%)، إضافة إلى ذلك خلو نموذج الدالة من مشكلة عدم تجانس تباينات الاخطاء حسب اختبار ARCH كما هو موضح في الجدول (48.4)، وخلوه كذلك من مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي حسب

اختبار (LM) كما هو موضح في الجدول (49.4)، وعليه يمكننا قبول نموذج VECM احصائيا في تقدير نتائج دالة الناتج المحلي الاجمالي، وبالتالي يمكننا تشخيص الدالة اقتصاديا.

جدول رقم (48.4): اختبار (ARCH) لدالة الناتج المحلي الاجمالي (نموذج قناة سعر الصرف)

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.275230	Prob. F(2,80)	0.7601
Obs*R-squared	0.567200	Prob. Chi-Square(2)	0.7531

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

جدول رقم (49.4): اختبار (LM) لدالة الناتج المحلي الاجمالي (بنموذج قناة سعر الصرف)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.450890	Prob. F(2,73)	0.6388
Obs*R-squared	1.037205	Prob. Chi-Square(2)	0.5954

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

1.2. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي:

يمكن تشخيص النموذج من الناحية الاقتصادية في النقاط الآتية:

- نلاحظ من الدالة أنّ معلمة سعر الصرف عند فترة الابطاء (1) سالبة ومعنوية عند مستوى (1%) ، وبالتالي فالعلاقة بين سعر الصرف والناتج المحلي الاجمالي هي علاقة عكسية، حيث أنّ ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال بـ 1% يؤدي إلى GDP بـ 63% في الفترة (1) و27% في فترة الابطاء (2).
- أما فيما يخص متغير سعر إعادة الخصم نلاحظ معنوية معلمته عند فترة الابطاء (2)، وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية، حيث أنّ السياسة النقدية الانكماشية عن طريق رفع سعر إعادة الخصم بـ 1% مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى تؤدي إلى انخفاض حجم النشاط الاقتصادي الحقيقي ب 19%.

2.2. دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل لدالة (LNGDP) وفق اختبار (Wald Test)

توضح نتائج تقدير الدالة أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب وغير معنوي ما يؤكد عدم وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين متغيرات الدالة، وعليه سنقوم باختبار العلاقة قصيرة الأجل فقط.

- **دراسة أثر مؤشر أسعار الاستهلاك على الناتج المحلي الاجمالي:**

يتضح من الدالة السابقة أنّ جميع معلمات مؤشر أسعار الاستهلاك غير معنوية عند درجة حرية (1%، 5%، 10%) وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر أي أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين معدل التضخم تجاه النشاط الاقتصادي في هذا النموذج.

- **دراسة أثر سعر الصرف الحقيقي الفعال على الناتج المحلي الاجمالي:**

يلخص لنا الجدول أدناه نتائج اختبار (WT) لدراسة العلاقة السببية أحادية الاتجاه بين المتغيرين:

جدول رقم (50.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNREER على LNGDP (نموذج قناة سعر الصرف)

Wald Test:
Equation: Untitled
Null Hypothesis: C(16)=C(17)=0
Null Hypothesis Summary:

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	9.701553	(2, 75)	0.0002
Chi-square	19.40311	2	0.0001

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Sq (2)= 0.0001) تظهر أقل من القيمة الحرجة (1%)، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ كل معلمات متغير سعر الصرف تختلف عن الصفر، أي أنّ حجم الناتج المحلي الاجمالي يستجيب بقوة للصدمة التي تطرأ على سعر الصرف.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على الناتج المحلي الاجمالي:**

بناء على نتائج تقدير الدالة الخاصة بالناتج الاجمالي ونتائج اختبار وولد تست يتضح أنّ معلمة سعر إعادة الخصم غير معنوية عند درجة حرية (1%، 5%، 10%)، وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر أي أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين سعر إعادة الخصم والناتج الاجمالي.

ثالثا. تقدير دالة سعر الصرف كمتغير تابع في نموذج قناة سعر الصرف

يستهدف تقدير هذه الدالة إلى دراسة طبيعة العلاقة السببية بين المتغيرات المفسرة (معدل سعر إعادة الخصم، مستوى الأسعار المحلية، والناتج المحلي الاجمالي) والمتغير التابع المتمثل في سعر الصرف الحقيقي الفعال، وبعد تقدير الدالة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS) في إطار نموذج (VECM) تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول (51.4).

جدول رقم (51.4): نتائج تقدير دالة سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

d(lnreer) = -0.0812593964966*(lnipc(-1) - 0.648641752636*lngdp(-1) + (-5.068772) 2.13714318099*lnreer(-1) - 0.879633887349*lndisr(-1) - 8.12397940863) – 0.198375992263*d(lnipc(-1)) - 0.0563375137988*d(lnipc(-2)) + (-1.754542) (-0.492157) 0.0745870684134*d(lngdp(-1)) - 0.0370599251094*d(lngdp(-2)) + (1.137418) (-0.595274) 0.269416230326*d(lnreer(-1)) + 0.0243424050769*d(lnreer(-2)) – (2.650578) (0.224551) 0.167531772282*d(lndisr(-1)) - 0.166513099011*d(lndisr(-2)) - 0.00397661185628 (-2.868312) (-2.837826) (-1.005501)
R^2= 0.396284 (F-statistic)= 5.470072 **()**:t-Statistic

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول (م 10.5) بملاحق الدراسة.

يمكن تشخيص نتائج تقدير دالة سعر الصرف احصائيا في النقاط الآتية:

- نلاحظ من الجدول أعلاه أنّ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند مستوى معنوية 5% وهو جيد بالنسبة للنموذج؛
- نلاحظ معنوية النموذج ككل حسب احصائية فيشر المحسوبة (5,47)، والتي تظهر أكبر من احصائية فيشر المجدولة عند مستوى معنوية (1%)؛
- تتميز المعالم المقدرة للمدى القريب بمعنوية احصائية لحوالي 45% منها عند مستوى 5%؛
- خلو نموذج الدالة من مشكلة عدم تجانس تباينات الاخطاء حسب نتائج اختبار ARCH الموضحة في الجدول (52.4)، ومشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، وعليه يمكننا قبول نموذج VECM في تقدير نتائج دالة سعر الصرف، وعليه يمكننا القيام بالتشخيص الاقتصادي لها.

جدول رقم (52.4): اختبار (ARCH) لدالة سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.040026	Prob. F(2,80)	0.9608
Obs*R-squared	0.082972	Prob. Chi-Square(2)	0.9594

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

1.3. التشخيص الاقتصادي لنتائج تقدير دالة سعر الصرف:

يمكن تشخيص نتائج تقدير دالة سعر الصرف اقتصاديا في النقاط الآتية:

- نلاحظ من الجدول (51.4) أنّ معلمات سعر إعادة الخصم سالبة وتتميز بمعنوية إحصائية عند فترة الإبطاء الأولى (1) والثانية (2) عند مستوى القيمة الحرجة (5%)، وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بينها وبين سعر الصرف الحقيقي الفعال كمتغير تابع، حيث تشير إلى أنّ ارتفاع سعر إعادة الخصم بـ 1% يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الفعال الحقيقي بـ 16,75% خلال فترة الابطاء الأولى و16,65 % خلال فترة الإبطاء الثانية، أي أنّ السياسة النقدية الانكماشية عن طريق رفع سعر إعادة الخصم تؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة على الودائع، الأمر الذي يؤدي إلى جعل الايداعات بالعملة المحلية أكثر جذبا بالنسبة للإيداعات بالعملة الصعبة، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع في قيمة العملة المحلية.

2.3. دراسة العلاقة السببية وقصيرة الأجل لدالة (LNREER) وفق (Wald Test)

يلاحظ في المعادلة أنّ معامل تصحيح الخطأ (C21) سالب ومعنوي عند مستوى 1%، وهذا يقودنا إلى اتخاذ قرار بوجود علاقة سببية طويلة الأجل بين بعض المتغيرات المفسرة للدالة تجاه المتغير التابع، وعليه تكون الخطوة التالية في دراسة العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات بواسطة (Wald Test):

- **دراسة أثر مؤشر أسعار الاستهلاك على سعر الصرف الحقيقي الفعال:**

يلاحظ من الدالة السابقة أنّ جميع معلمات مؤشر أسعار الاستهلاك غير معنوية عند درجة حرية (5%، 10%)، وبالتالي فجميع المعلمات تساوي الصفر، أي أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين المستوى العام للأسعار و سعر الصرف الحقيقي الفعال.

- **دراسة أثر الناتج المحلي الاجمالي على سعر الصرف الفعال الحقيقي:**

كما هو الحال بالنسبة لمؤشر أسعار الاستهلاك تشير عدم معنوية جميع معلمات الناتج المحلي الاجمالي عند درجة حرية (5%، 10%) إلى أنّ هذه المعلمات تساوي الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين الناتج المحلي الاجمالي تجاه سعر الصرف الحقيقي الفعال.

- **دراسة أثر سعر إعادة الخصم على سعر الصرف الفعال الحقيقي:**

يبين لنا الجدول (53.4) نتائج اختبار وولد تست لاختبار العلاقة قصيرة الأجل:

جدول رقم (53.4): نتائج اختبار (WT) لأثر LNDISR على LNREER (نموذج قناة سعر الصرف)

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	6.945521	(2, 75)	0.0017
Chi-square	13.89104	2	0.0010

Null Hypothesis: C(28)=C(29)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(28)	-0.167532	0.058408
C(29)	-0.166513	0.058676

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

يتضح لنا من الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية (Chi-Square(2)= 0.0010) تظهر أقل من مستوى (1%، و5%)، وهو ما يقودنا لقبول الفرضية البديلة القائلة بأنّ معلمات متغير سعر إعادة الخصم تختلف عن الصفر، أي أنّ سعر الصرف الحقيقي الفعال يستجيب للصدمة التي تطرأ على السياسة النقدية من خلال أداة سعر الخصم.

تبين من خلال تقدير دوال نموذج قناة سعر الصرف واختبارات العلاقة قصيرة الأجل وفق (Wald Test) أنّ هنالك علاقات سببية أحادية وثنائية الاتجاه، وكانت النتائج كالآتي:

بالنسبة لدالة سعر الصرف: كل من مؤشر أسعار الاستهلاك والناتج المحلي الاجمالي لا يؤثران في سعر الصرف الحقيقي الفعال، بينما سعر إعادة الخصم يؤثر في هذه الأخيرة.

بالنسبة لدالة الناتج المحلي الاجمالي: سعر الصرف هو المتغير الوحيد في هذه الدالة الذي يؤثر النشاط الاقتصادي، بينما كان كل من معدل التضخم وسعر إعادة الخصم لا يؤثران في هذا الأخير.

بالنسبة لدالة مؤشر أسعار الاستهلاك: نلاحظ أنّ الناتج الاجمالي لا يؤثر في المستوى العام للأسعار، بينما كل من سعر إعادة الخصم وسعر الصرف الحقيقي الفعال يؤثران في هذا الأخير.

وعليه فقناة سعر الصرف في الجزائر تعمل وفق العلاقة الآتية:

$$LNDISR \rightarrow LNREER \rightarrow LNIPC$$

$$LNDISR \rightarrow LNREER \rightarrow LNGDP$$

يتضح من العلاقة أعلاه أنّ السياسة النقدية تؤثر على الصرف الحقيقي الفعال، كما أنّ هذا الأخيرة يؤثر في كل من المستوى العام للأسعار والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

المطلب الثالث: قياس أثر وأهمية قناة سعر الصرف في تفسير التقلبات في الناتج والأسعار في الجزائر

يهدف هذا المطلب إلى قياس أثر وأهمية قناة سعر الصرف في تحويل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار، وذلك من خلال أداة تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة ؛ وكذلك أداة تحليل مكونات تباين حد الخطأ.

الفرع الأول: تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة بالنسبة لمتغيرات نموذج قناة سعر الصرف

يستهدف هذا الفرع قياس أثر الصدمة التي تحدثها السياسة النقدية على سعر الصرف الحقيقي الفعال، ثم بعد ذلك قياس مدى استجابة معدل التضخم ومعدل النمو للصدمة التي تطرأ على سعر الصرف الحقيقي الفعال.

أولا. اثر صدمة السياسة النقدية على سعر الصرف الحقيقي الفعال في الجزائر في الأجل القصير، المتوسط، والطويل

تشير تقديرات دالة الاستجابة للصدمات المتراكمة خلال 20 فصل (5 سنوات) مقسمة على فترات كما هو مبين في الجدول رقم (54.4) إلى النقاط الآتية:

- وجود أثر سالب لصدمة موجبة في سعر إعادة الخصم على سعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجل القصير (**انظر الشكل رقم (14.4)**)؛ ويعني ذلك أنّ تطبيق سياسة نقدية تقييدية يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي الفعال (انخفاض عدد وحدات الدينار مقابل الدولار الواحد) في الأجل المذكور، الأمر الذي يتطابق مع ما جاءت به توقعات النظرية الاقتصادية؛

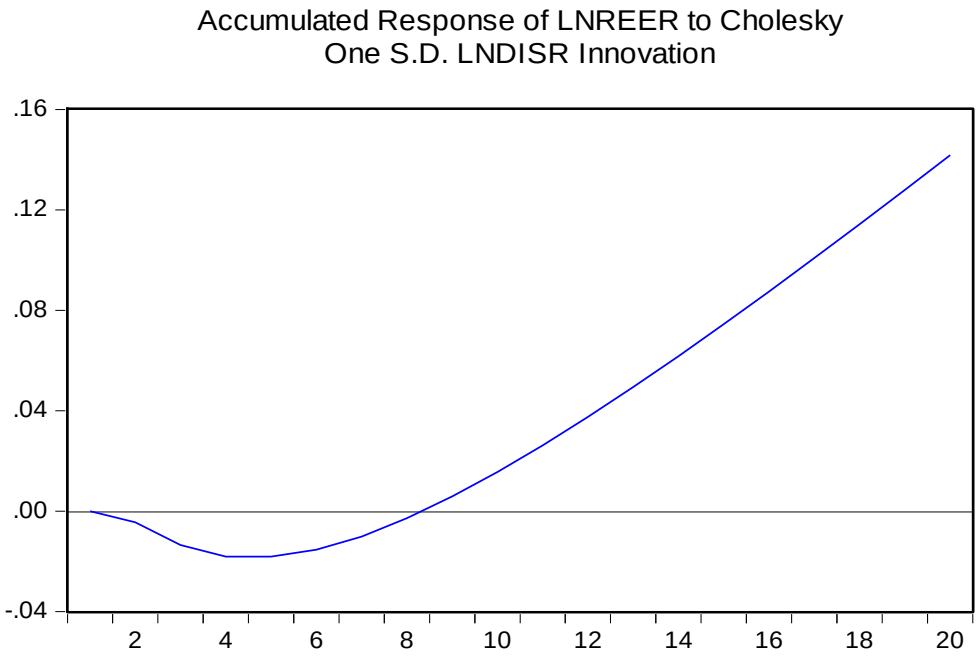
- وجود أثر موجب لصدمة موجبة في سعر إعادة الخصم على سعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجلين المتوسط والطويل (**انظر الشكل رقم (14.4)**)؛ ويعني ذلك أنّ تطبيق سياسة نقدية تقييدية يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال (ارتفاع عدد وحدات الدينار مقابل الدولار الواحد) في الأجلين المذكورين، وهو عكس ما جاءت توقعات النظرية الاقتصادية.

جدول رقم (54.4): استجابة التغير في سعر الصرف لصدمة موجبة في السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف)

المتغيرات التابعة	صدمة التغير في سعر إعادة الخصم ($\Delta\ LNDISR$)		
	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير	القيمة المقدرة للأثر في الأجل المتوسط	القيمة المقدرة للأثر في الأجل الطويل
التغير في لوغاريتم سعر الصرف الحقيقي الفعال $\Delta\ LNREER$	−0.020696	0.041554	0.154769

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (14.4): أثر صدمة السياسة النقدية على سعر الصرف الفعال الحقيقي في الأجل القصير ، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

ثانيا. أثر صدمة سعر الصرف والمستوى العام للأسعار في الجزائر في الأجل القصير، والطويل

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (55.4) إلى النقاط الآتية:

- **بالنسبة للأجل القصير**: نلاحظ أنّ حدوث صدمة موجبة في سياسة سعر الصرف بمقدار 1 انحراف معياري تؤدي في الأجل القصير إلى حدوث أثر موجب على المستوى العام للأسعار بمقدار0.001436 (**انظر الشكل رقم (15.4)**) وأثر سالب على الناتج المحلي الاجمالي بمقدار – 0.069569 (**انظر الشكل رقم (16.4)**)، ويعني ذلك أنّ عملية تخفيض قيمة العملة المحلية في الأجل القصير تؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار من جهة، ومن جهة أخرى انخفاض في مستوى الناتج المحلي الاجمالي؛

- **بالنسبة للأجلين المتوسط والطويل:** نلاحظ وجود أثر سالب لصدمة موجبة في سعر الصرف الحقيقي الفعال على كل من المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي في الأجلين المتوسط والطويل،؛ ويعني ذلك أنّ عملية تخفيض قيمة العملة المحلية تؤدي إلى انخفاض في كل من المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي في الأجلين المذكورين.

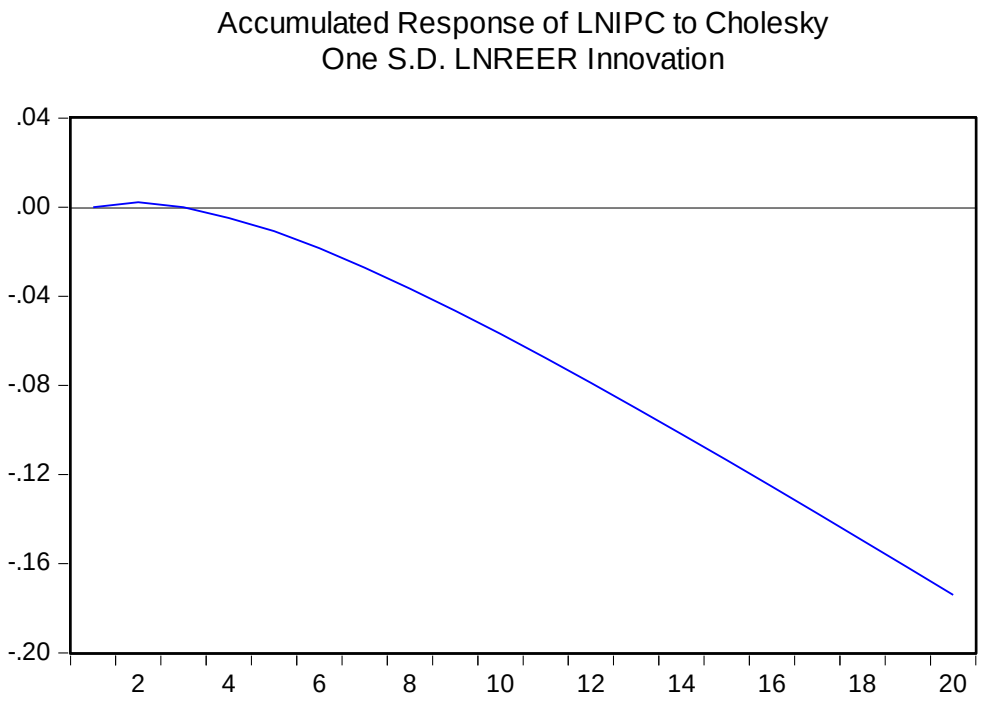
- إنّ الأثر السالب على كل من الناتج والأسعار المحلية كان أكبر في الأجل الطويل مقارنة بمثيله في الأجل المتوسط.

جدول رقم (55.4): استجابة التغير في المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي لصدمة موجبة في سعر الصرف (نموذج قناة سعر الصرف)

المتغيرات التابعة	صدمة التغير في سعر الصرف ($\Delta\ LNREER$)		
	القيمة المقدرة للأثر في الأجل القصير	القيمة المقدرة للأثر في الأجل المتوسط	القيمة المقدرة للأثر في الأجل الطويل
التغير في لوغاريتم المستوى العام للأسعار $\Delta\ LNIPC$	0.001436	−0.057330	−0.135410
التغير في لوغاريتم الناتج المحلي الاجمالي $\Delta\ LNGDP$	−0.069569	−0.199358	−0.287223

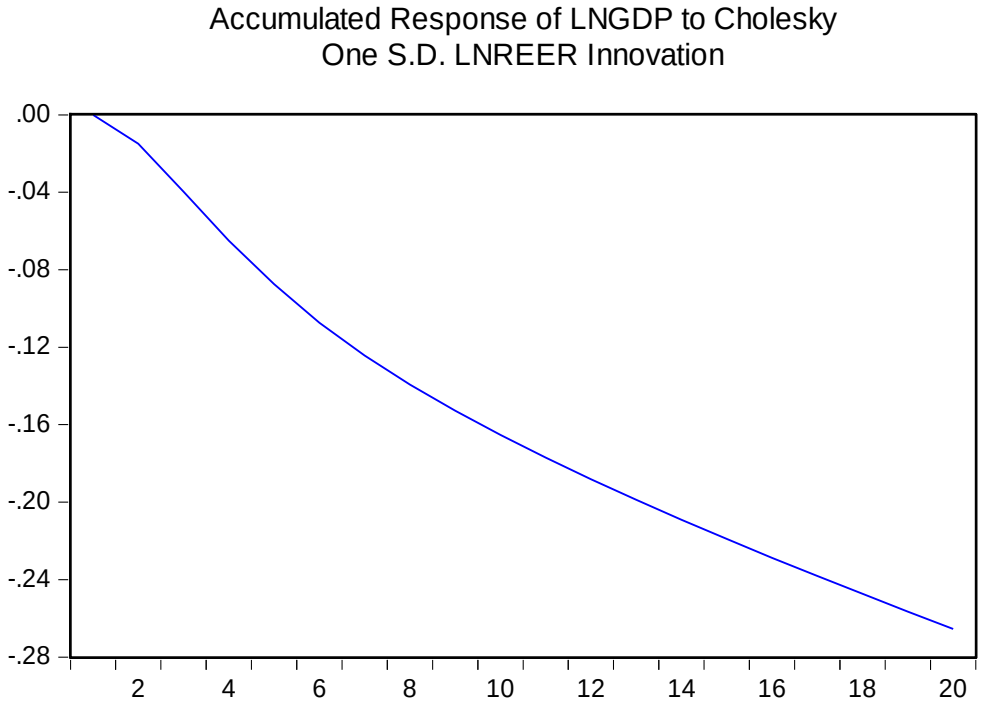
المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.6) بملاحق الدراسة.

شكل رقم (15.4): أثر صدمة سعر الصرف على المستوى العام للأسعار في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

شكل رقم (16.4): أثر صدمة سعر الصرف على الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

الفرع الثاني: تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في متغيرات نموذج قناة سعر الصرف

يتناول هذا الفرع بيان أهمية السياسة النقدية لبنك الجزائر في تفسير التقلبات في سعر الصرف الحقيقي الفعال من جهة، ومن جهة أخرى بيان أهمية قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال في ترجمة أثر السياسة النقدية إلى تقلبات في الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار في الجزائر.

أولا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الصرف

تظهر في الجدول رقم (56.4) أدناه نتائج اختبار مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الصرف الحقيقي الفعال في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل.

الجدول رقم (56.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في سعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
2	0.033461	1.169616	1.193496	95.88775	1.749141
4	0.044008	2.455268	7.882051	83.30030	6.362383
6	0.048364	3.900342	15.39951	75.12677	5.573378
8	0.051818	5.202135	20.23806	66.67294	7.886867

10	0.055567	6.407654	22.95951	58.25773	12.37510
12	0.059617	7.409782	24.44172	50.64907	17.49942
16	0.068100	8.781764	25.49900	38.84215	26.87709
18	0.072321	9.233624	25.57213	34.49100	30.70324
20	0.076444	9.584049	25.52467	30.93826	33.95303

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.7) بملاحق الدراسة.

يلاحظ من الجدول (56.4) أعلاه أنه في الأجل القصير (بعد سنة من الصدمة) ساهمت صدمة سعر إعادة الخصم في تفسير حوالي 6% من التقلبات في سعر الصرف، بينما عزا حوالي 83% من التغير في هذا الأخير للمتغير نفسه، أما فيما يخص الأجل المتوسط (بعد ثلاث سنوات من الصدمة)، ارتفعت الأهمية النسبية للسياسة النقدية في تفسير التقلبات في سعر الصرف لتصبح 17%، في حين انخفضت الأهمية النسبية لصدمة سعر الصرف نفسه إلى 51%، أما فيما يخص الأجل الطويل (بعد 5 سنوات من الصدمة) يلاحظ أنّ مساهمة السياسة النقدية حافظت على ارتفاعها في تفسير التقلبات في سعر الصرف الحقيقي الفعال اين بلغت كأقصى حد 34 %، في حين تبقى الأهمية النسبية لصدمة سعر الصرف نفسه في حالة انخفاض لتصل في الأجل الطويل إلى تفسير حوالي 31%؛ وهو ما يدل على ارتفاع الأهمية النسبية لصدمة السياسة النقدية على سعر الصرف في الأجلين المتوسط والطويل.

ثانيا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار:

يوضح الجدول رقم (57.4) مكونات تباين حد الخطأ للتغير في المستوى العام للأسعار في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل.

الجدول رقم (57.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في مستوى الأسعار المحلية في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
2	0.025781	98.23825	0.526967	0.768108	0.466676
4	0.032809	95.01872	0.435787	3.144331	1.401165
6	0.039465	87.74250	0.337925	8.178676	3.740898
8	0.046420	78.97557	0.249256	13.52748	7.247689
10	0.053205	71.42950	0.189892	17.63902	10.74159
12	0.059719	65.41956	0.150822	20.72491	13.70470
14	0.065927	60.70461	0.124048	23.06372	16.10763

16	0.071819	56.99872	0.104971	24.85795	18.03836
18	0.077404	54.06155	0.090905	26.25542	19.59213
20	0.082702	51.70597	0.080206	27.36229	20.85153

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.7) بملاحق الدراسة.

يظهر لنا من نتائج الجدول (57.4) أنه في الأجل القصير (بعد سنة من الصدمة) لا تساهم صدمة السياسة النقدية وسعر الصرف إلاّ بحوالي 1,4% و3% على التوالي في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار بينما يعزا حوالي 95% من التغير في هذا الأخير للمتغير نفسه، أما فيما يخص الأجل المتوسط والطويل، فيلاحظ أنّ بعد إدخال قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال في النموذج الأساسي أدى إلى زيادة أهمية السياسة النقدية في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار، حيث ارتفعت نسبة المساهمة إلى 13% و21% على التوالي في الأجلين المتوسط والطويل، بينما لم تتجاوز في النموذج الأساسي 1%، ويمكن إرجاع ذلك إلى قدرة قناة سعر الصرف في تفسير التقلبات في المستوى العام للأسعار في الأجلين المتوسط والطويل بحوالي 21% و27% على التوالي، في حين انخفضت الأهمية النسبية لصدمة المستوى العام للأسعار نفسه في الأجلين المذكورين 65% و52% على التوالي.

ثالثا. تحليل مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي:

يوضح الجدول رقم (58.4) أدناه مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي نتيجة التغير في متغيرات النموذج، وهذا في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل.

الجدول رقم (58.4): مكونات تباين حد الخطأ للتغير في الناتج المحلي الاجمالي في الأجل القصير، المتوسط، والطويل (نموذج قناة سعر الصرف)

الفترة	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
2	0.060437	0.151169	93.51374	6.060800	0.274291
4	0.093897	1.244221	81.68309	16.74750	0.325195
8	0.129272	2.550123	79.80917	17.28755	0.353153
10	0.142690	2.987621	80.40903	15.84872	0.754635
12	0.155110	3.336665	80.85153	14.50046	1.311345
16	0.177633	3.858071	81.31773	12.36202	2.462183
20	0.197796	4.215231	81.50537	10.83526	3.444143

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من الجدول رقم (م4.7) بملاحق الدراسة.

بناءً على نتائج الجدول (58.4) يلاحظ أنّه عند إدخال قناة سعر الصرف في النموذج الأساسي تنخفض مساهمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في الناتج من 3% إلى 1% في الأجل المتوسط ومن حوالي 8% إلى 3,44% في الأجل الطويل، ويمكن إرجاع ذلك إلى تراجع مساهمة سعر الصرف في تفسير التقلبات في الناتج إلى 14% و10% في الأجلين المتوسط والطويل على التوالي بعدما كانت 17% في الأجل القصير، وعليه نستنتج مما سبق أنّ قناة سعر الصرف لها فعالية ضعيفة في تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي في الأجل القصير، بينما تنخفض هذه الفعالية في الآجال الأخرى.

وبناءً على نتائج الاختبارات التي قمنا بها في هذا المبحث نخلص إلى أنّ ميكانيكية التحويل النقدي عن طريق قناة سعر الصرف تكون على الشكل الآتي:

$$LNDISR \uparrow \rightarrow LNREER \uparrow \rightarrow LNIPC \downarrow$$
$$LNDISR \uparrow \rightarrow LNREER \uparrow \rightarrow LNGDP \downarrow$$

نلاحظ من المعادلة أعلاه أنّ صدمة موجبة في السياسة النقدية عن طريق رفع سعر إعادة الخصم تؤدي إلى ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي الفعال، بينما ارتفاع هذا الأخير يؤدي إلى انخفاض في كل من المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي.

يلاحظ من للعلاقة الطردية بين السياسة النقدية وسعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجلين المتوسط والطويل أنّها لا تتطابق مع ما تمليه توقعات النظرية الاقتصادية القائلة بأنّ السياسة النقدية التقييدية قد تؤدي إلى انخفاض سعر الصرف أي (ارتفاع قيمة العملة المحلية)، ويمكن إرجاع ذلك إلى أنّ سعر الصرف في الجزائر مدار وموجه من طرف بنك الجزائر أي أنه غير خاضع لظروف العرض والطلب، الأمر الذي يجعل سعر إعادة الخصم من بين المتغيرات غير المحددة لسعر الصرف في الجزائر، كما يمكن إرجاع ذلك أيضا إلى هيمنة السوق غير الرسمية على سعر الصرف في الجزائر.

أما بالنسبة للعلاقة العكسية بين سعر الصرف الحقيقي الفعال وكل من الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار فهي علاقة منطقية جدا بالنسبة لبلد نامي كالجزائر، وهذا ما بينه الأدب الاقتصادي المعاصر من خلال ما تم التطرق إليه في الجانب النظري للدراسة، حيث أنّ سياسة تخفيض العملة تعتبر في الواقع سياسة انكماشية بالنسبة لدول الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة خاصة منها تلك التي يتوافر لدى اقتصادها قدر كبير من الديون المحلية مقومة بالعملة الأجنبية، حيث أنّ سياسة التخفيض هنا قد تسبب آثار سلبية على الميزانية العمومية للبنوك ما يؤدي إلى تدهور ثروتها، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض منح القروض، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض كل من حجم الاستثمار والنشاط الاقتصادي ككل. وهو ما تأكد فعلا من خلال الدراسة القياسية لهذا المبحث.

مناقشة نتائج التحليل القياسي:

تم في هذا الفصل دراسة ميكانيكية التحويل النقدي في الاقتصاد الجزائري، حيث تم دراسة مدى فاعلية كل من قناة: سعر الفائدة، قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف في تحويل أثر السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري للفترة (1995-2016)، وذلك ببناء ثلاثة نماذج أساسية مخصصة للقنوات الثلاث المدروسة إضافة إلى النموذج الأساسي، ووفقا للدراسات السابقة التي أجريت حول الموضوع ونتائج الاستقرارية والتكامل المشترك التي تحصلنا عليها تم الربط بين متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة بمنهجية (VAR)، أما بالنسبة للنموذج الأساسي ونماذج كل من قناة الاقراض البنكي وسعر الصرف فقد تم ربط المتغيرات الخاصة بهم بمنهجية (VECM)، وكانت نتائج التحليل القياسي كالآتي:

أولا. نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية:

أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع أنّ كل المتغيرات المستخدمة غير مستقرة بمستوياتها في حين كانت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول لها حيث كانت قيمة ديكي- فولر المحسوبة أكبر من قيمة ديكي-فولر المجدولة، وهي المنهجية التي تم الاعتماد عليها في تحديد استقرارية السلسلة الزمنية المستهدفة.

ثانيا. نتائج اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات وفق (Wald test):

تم الاعتماد على **(Wald test)** لاختبار العلاقة السببية بين متغيرات كل نموذج من نماذج الدراسة، حيث يتم من خلال هذا الاختبار تشخيص معلمات كل معادلة من معادلات النموذج على حدا، وكانت نتائج الاختبار كالآتي:

- **بالنسبة للنموذج الأساسي:** أظهرت نتائج اختبار (Wald test) أنّ السياسة النقدية تؤثر في معدل التضخم بشكل مباشر بينما لا تؤثر في النشاط الاقتصادي الحقيقي، كما أنّ كل من معدل التضخم والناتج المحلي الاجمالي لا يؤثران في سعر إعادة الخصم (مؤشر السياسة النقدية).
- **بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة:** أظهرت نتائج اختبار(Wald Test) أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر في كل من سعر الفائدة في السوق النقدية ومؤشر أسعار الاستهلاك، كما بينت النتائج أيضا أنّ سعر الفائدة في السوق النقدية يؤثر في مؤشر أسعار الاستهلاك، كما أنّ هذا الأخير يؤثر أيضا في سعر الفائدة، وعليه فقناة سعر الفائدة في الاقتصاد الجزائري تعمل وفق العلاقة الميكانيكية الآتية:

أي أنّ السياسة النقدية في الجزائر تؤثر على سعر الفائدة، وسعر الفائدة تحول أثر السياسة النقدية إلى معدل التضخم.

- **بالنسبة لنموذج قناة الإقراض البنكي:** أظهرت نتائج اختبار(Wald Test) أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر في كل من القروض البنكية ومؤشر أسعار الاستهلاك، كما أنّ حجم القروض البنكية يؤثر على مؤشر أسعار الاستهلاك فقط دون أي تأثير على الناتج المحلي الاجمالي، كما أنّ هذا الأخير يؤثر أيضا في سعر الفائدة، وعليه فقناة سعر الفائدة في الاقتصاد الجزائري تعمل وفق العلاقة الميكانيكية الآتية:

أي أنّ السياسة النقدية في الجزائر تؤثر في حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد، والذي يؤدي بدوره إلى التأثير في معدل التضخم فقط دون أي تأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي.

- **بالنسبة لنموذج قناة سعر الصرف:** أظهرت نتائج اختبار(Wald Test) أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر في كل من سعر الصرف الحقيقي الفعال ومؤشر أسعار الاستهلاك، كما أنّ سعر الصرف الفعال الحقيقي يؤثر بدوره على كل من الناتج المحلي الاجمالي ومعدل التضخم، وعليه فقناة سعر الصرف في الجزائر تعمل وفق العلاقة الآتية:

يتضح من العلاقة أعلاه أنّ السياسة النقدية تؤثر على الصرف الحقيقي الفعال، كما أنّ هذا الأخيرة يؤثر بدوره على كل من المستوى العام للأسعار والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

ثالثا. نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة:

يمكن تلخيص نتائج تحليل دوال الاستجابة في النقاط الآتية:

- **أثر السياسة النقدية على قنوات التحويل النقدي في الجزائر:**

- وجود أثر موجب لصدمة موجبة للسياسة النقدية على قناة سعر الفائدة؛

- وجود أثر موجب لصدمة موجبة للسياسة النقدية على قناة الإقراض البنكي في مختلف الآجال؛

- وجود أثر سالب لصدمة موجبة للسياسة النقدية على قناة سعر الصرف في الأجل القصير، في حين يصبح الأثر موجب في الأجلين المتوسط والطويل.

- **أثر قنوات التحويل النقدي على الاقتصاد الجزائري:**

- وجود أثر موجب لصدمة موجبة في قناة سعر الفائدة على معدل التضخم في الأجل القصير؛

- وجود أثر موجب لصدمة موجبة في قناة الإقراض البنكي على معدل التضخم في كل من الأجل القصير، المتوسط، والطويل؛

- وجود أثر سالب لصدمة موجبة في قناة سعر صرف الحقيقي الفعال على معدل التضخم في الأجل القصير، بينما يكون الأثر موجب في الأجلين المتوسط والطويل؛

- وجود أثر سالب لصدمة موجبة في سعر الصرف على الناتج في الأجلين مختلف الآجال.

رابعا. نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ:

يمكن تلخيص نتائج تحليل مكونات التباين في النقاط الآتية:

- **الأهمية النسبية لصدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في قنوات التحويل النقدي:**

- بلغت مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في قناة سعر الفائدة حوالي 10,69% في الأجل القصير؛

- بلغت مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في حجم القروض الموجهة للاقتصاد حوالي 9% في الأجل القصير، بينما انخفضت في الأجلين المتوسط والطويل إلى حوالي 6,5%.

- بلغت مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في سعر الصرف الحقيقي الفعال حوالي 6% في الأجل القصير، أما في الأجل المتوسط (بعد ثلاث سنوات من الصدمة)، فبلغت حوالي 17%، لتبقى محافظة على هذا الارتفاع في الأجل الطويل (بعد 5 سنوات من الصدمة) أين بلغت كأقصى حد 34 %.

- **الأهمية النسبية لصدمة قنوات التحويل النقدي في تفسير التقلبات في الاقتصاد الجزائري:**

- بلغت مساهمة صدمة قناة سعر الفائدة في تفسير التقلبات في معدل التضخم حوالي 10,5% في الأجل القصير، لتستقر عند هذه النسبة بقية الفترات الأخرى؛

- بلغت مساهمة صدمة قناة الإقراض البنكي في تفسير التقلبات في مؤشر أسعار الاستهلاك حوالي 17% في الأجل القصير، أما في الأجل المتوسط فيلاحظ أنّ الأهمية النسبية لصدمة القروض البنكية فارتفعت بشكل كبير لتبلغ حوالي 40%، و47% في الأجل الطويل؛

- بلغت مساهمة صدمة قناة سعر الصرف في تفسير التقلبات في معدل التضخم حوالي 3% في الأجل القصير، أما في الأجل المتوسط فقد بلغت حوالي 14%، لترتفع إلى 21 % في الأجل الطويل؛

- بلغت مساهمة صدمة قناة سعر الصرف في تفسير التقلبات في معدل النمو الاقتصادي حوالي 16% في الأجل القصير، أما في الأجل المتوسط فقد انخفضت إلى حوالي 15%، لتنخفض بعد ذلك إلى 11 % في الأجل الطويل.

- **الأهمية النسبية لصدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في الاقتصاد الجزائري:**

- **بالنسبة للنموذج الأساسي:** أظهرت نتائج تحليل التباين بالنسبة للنموذج الأساسي أنّ صدمة السياسة النقدية لا تساهم إلاّ في تفسير 1,8% من التقلبات في معدل التضخم في الأجل القصير، أما بالنسبة للناتج المحلي الاجمالي فبالرغم من عدم وجود علاقة قصيرة الأجل بين السياسة النقدية والنشاط الاقتصادي إلاّ أنّ صدمة السياسة النقدية ساهمت بحوالي 8% من التقلبات في الناتج في الأجل الطويل؛

- **بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة:** بعد إدخال قناة سعر الفائدة في النموذج الأساسي ارتفعت نسبة مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات بحوالي 7% بالنسبة لمعدل التضخم.

- **بالنسبة لنموذج قناة الإقراض البنكي:** بعد إدخال قناة الإقراض البنكي في النموذج الأساسي ارتفعت نسبة مساهمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في مؤشر أسعار الاستهلاك بشكل مستمر أين بلغت 3% في الأجل القصير، لترتفع في الأجل المتوسط إلى 6% و15% في الأجل الطويل.

- **بالنسبة لنموذج قناة سعر الصرف:** بعد إدخال قناة سعر الصرف إلى النموذج الأساسي لم تتجاوز نسبة مساهمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات معدل التضخم إلاّ ب 1% في الأجل القصير ، إلاّ أنّ هذه المساهمة ارتفعت في الأجلين المتوسط والطويل إلى حوالي 14% و21% على التوالي؛ أما بالنسبة لمساهمتها في تفسير التقلبات في معدل النمو الاقتصادي فقد بلغت كأقصى حد 4% في الأجل الطويل.

الخاتمـــة

الخاتمــة:

تستهدف الدراسة قياس أثر السياسة النقدية على الاقتصاد الجزائري من خلال عدة قنوات تمثلت في كل من: قناة سعر الفائدة، قناة الاقراض البنكي، وقناة سعر الصرف الحقيقي الفعال، كما تستهدف أيضا قياس أثر القنوات المدروسة والأهمية النسبية لها في تفسير التقلبات في كل من الناتج المحلي الاجمالي ومستوى الأسعار المحلية في مختلف الآجال (القصيرة، المتوسطة، والطويلة)، وهذا من أجل اختبار مدى فاعلية القنوات المذكورة في تحويل الأثر النقدي واستهداف كل من النمو الاقتصادي ومعدل التضخم في الجزائر؛ ومن أجل تحقيق ذلك تم استخدام بيانات ربع سنوية تغطي الفترة من مارس 1995 حتى ديسمبر 2016.

وتمثلت منهجية الدراسة بصفة عامة في اتباع أنواع مختلفة من التحليل: أولها المنهج الاستنباطي وأسلوب التحليل الرياضي واللذان يظهران عند عرض أهم النظريات النقدية الخاصة بتطور السياسة النقدية وقنواتها، وكذلك عند عرض أهم النماذج الماكرو اقتصادية التي تطرقت إلى تحليل أثر التغيرات في السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار، وذلك في سياق التحليل الرياضي والبياني؛ وبالنسبة للنوع الثاني من التحليل فقد تمثل في المنهج الوصفي التحليلي، ويظهر عند جمع وتحليل البيانات الخاصة بأهم التطورات النقدية الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر وكذلك عند تقييم تجربة استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر؛ أما بالنسبة للنوع الأخير من التحليل في هذه الدراسة تمثل في الأسلوب الكمي، ويظهر عند استخدام كل من اختبار (Wald test)، وتحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة، وتحليل مكونات تباين حد الخطأ.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم تقسيمها إلى أربعة فصول بالإضافة إلى الاطار العام للدراسة والخاتمة؛ تطرق الفصل الأول منها إلى **تطور ميكانيكية وقنوات التحويل النقدي في الفكر الاقتصادي** ، وتطرق الفصل الثاني إلى **توجهات السياسة النقدية الحديثة وتحدياتها في ظل التغيرات المعاصرة**، أما الفصل الثالث فقد تناول **تحليل تطورات السياسة النقدية لبنك الجزائر للفترة (1990-2016)**، في حين استهدف الفصل الرابع **التحليل القياسي لقنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري**.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نطرحها في الآتي:

الخاتمـــة:

أولا. نتائج الدراســة:

تشير نتائج الدراســة إلى الآتي:

❖ **نتائج الجانب النظري:**

بينت النظريات النقدية وكل من نماذج الاقتصاد الكلي (IS-LM, CC-LM, AD-AS) أنّ السياسة النقدية تؤثر على النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار لكن بشكل غير مباشر، حيث يكون تأثير السياسة النقدية من خلال علاقة ميكانيكية تبدأ بتأثير أدوات السياسة النقدية على الكتلة النقدية، ومن ثم تأثير هذه الأخيرة على قنوات السياسة النقدية، وفي الأخير تعمل هذه القنوات على تحويل الأثر النقدي إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي والمستوى العام للأسعار، حيث تبين من نموذج (IS-LM) أنّ التغيير في السياسة النقدية يؤدي إلى التغيير في سعر الفائدة في السوق النقدية، والذي يؤدي بدوره إلى إحداث تغيرات في الاستثمار والنشاط الاقتصادي الحقيقي، أما بالنسبة لنموذج (CC-LM) فقد تم من خلاله إدخال قناة الاقراض البنكي إلى النموذج الهيكسي، ويظهر لنا من خلال هذا النموذج أنّ أداة الاحتياطي الاجباري تعتبر فعالة جدا في التأثير على الناتج المحلي الاجمالي من خلال قناة الاقراض البنكي؛ أما بالنسبة لنموذج (AD-AS) فقد تبين أنّ الأثر قصير الأجل للسياسة النقدية التوسعية يؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار والناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، أما أثرها على المدى الطويل يؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار فقط دون أي تقلبات في الناتج المحلي الاجمالي.

كما خلص الجانب النظري للدراسة أيضا أنّ قنوات السياسة النقدية توسعت بشكل كبير لتشمل العديد من القنوات النيوكلاسيكية إلى جانب القنوات الكلاسيكية المعروفة، حيث تمثلت مجملها في كل من: قناة أسعار الأسهم، قناة آثار الثروة على الاستهلاك، قناة أسعار الأراضي والعقارات، قناة أسعار الصرف، القنوات القائمة على الائتمان مثل: قناة الإقراض البنكي، قناة رأس المال البنكي، قناة الميزانية العمومية للشركات: والتي تندرج تحتها كل من: قناة الميزانية العمومية للشركات، قناة التدفقات النقدية للشركات، وقناة مستوى السعر غير المتوقع.

ظهور استراتيجية حديثة تسمى باستراتيجية استهداف التضخم، تستخدمها البنوك المركزية لتحقيق هدف الاستقرار النقدي، حيث تقوم هذه الأخيرة من خلال استهداف رقم أو مجال محدد لمعدل التضخم من طرف السلطة النقدية التي تتمتع بالاستقلالية الإجرائية في إدارة أدوات السياسة النقدية بطريقة تكون شفافة، وتكون هذه السلطة مسؤولة عن تصرفاتها ونتائجها أمام الجمهور والسلطات السياسية بشكل يعزز

المساءلة، وكان أول من اعتمد هذه الاستراتيجية البنك المركزي النيوزيلاندي عام 1990 لتتبعها العديد من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية إلى أن وصل عدد البنوك المركزية التي اعتمدت هذه الاستراتيجية سنة 2015 حوالي 36 بنكا، وقد أظهرت نتائج استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية مكاسب كبيرة لبعض الدول في تحقيق هدف الاستقرار النقدي، إلاّ أنّ أغلبية هذه الدول فشلت في تحقيق هذا الأخير.

❖ **نتائج الجانب التحليلي:**

عرف الاقتصاد الجزائري سنوات التسعينيات من القرن الماضي حالة عدم استقرار غير عادية تمثلت في ارتفاع معدلات التضخم بشكل كبير وصل إلى ما يزيد على 29% صاحبه ركود اقتصادي وانخفاض معدل النمو إلى ما دون الصفر، وعليه فقد قامت السلطات المحلية بإدخال العديد من الاصلاحات على النظام المصرفي والسياسة النقدية لتحقيق هدف الاستقرار النقدي، وذلك في إطار الاتفاقيات المبرمة مع مؤسسات النقد الدولية، وكان أبرز هذه الاصلاحات ضبط التوسع في الكتلة النقدية، وتخفيض قيمة العملة المحلية بنسبة 40% قصد تقليص الفرق بين أسعار الصرف في السوق الرسمية وأسعار الصرف في السوق الموازية، وبالفعل تم تخفيض معدل التضخم إلى أدنى مستوياته أواخر التسعينيات، ويمكن إرجاع أهم الأسباب في ذلك إلى عملية تخفيض قيمة العملة المحلية خاصة وأنّ معدل التضخم في الجزائر تحكمه عواما غير نقدية، كما أنه لا توجد علاقة مستقرة بين الكتلة النقدية ومعدل التضخم كما بينته دراستنا للاستقرار النقدي في الجزائر؛

قام بنك الجزائر بالتخلي عن أدوات السياسة النقدية المباشرة وإدخال أدوات مستحدثة غير مباشرة بداية من سنة 2002 تمثلت في: **أدوات السوق المفتوحة** وتنقسم إلى ثلاث فئات: عمليات التنازل المؤقت، العمليات المسماة النهائية (شراء وبيع أوراق عمومية)، وأداة استرجاع السيولة على بياض ؛ **التسهيلات الدائمة** وتنقسم إلى فئتين: تسهيلة القرض الهامشي، وتسهيلة الودائع المغلة للفائدة. وقد ساهمت الأدوات المستحدثة إضافة إلى بعض الأدوات الهامة كسعر إعادة الخصم وأداة الاحتياطي الإجباري في امتصاص فائض السيولة المصرفية إلاّ أنّ ذلك لم يحقق هدف الاستقرار النقدي، وذلك بسبب عدم وجود علاقة مستقرة بين السياسة النقدية والكتلة النقدية من جهة ، وبين الكتلة النقدية ومعدل التضخم من جهة أخرى، إضافة إلى ذلك وجود عوامل غير نقدية تحكم معدل التضخم في الجزائر.

الخاتمـــة:

قام مجلس النقد والقرض بتعزيز الإطار التنظيمي المتضمن لوسائل إدارة السياسة، حيث أصدر النظام رقم 02/09 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية، ووسائلها وإجراءاتها، الأمر الذي مهد الطريق للتوجه نحو تبني استراتيجية استهداف التضخم، وبالفعل تم اصدار (الأمر رقم 10-04 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11) المتعلقة بالنقد والقرض، والذي أعطى إرساءً قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح وأولي للسياسة النقدية، إلاّ أنّ التحليل الذي قمنا به بين لنا أنّ هذا التوجه الحديث لا يمكن اعتباره استهدافا للتضخم بقدر ما يمكن اعتباره مدخلا تجريبيا للتنبؤ بمعدلات التضخم المستقبلية، وهذا راجع لعدم التزام السلطة النقدية بالمتطلبات الأولية المساعدة على تجسيد وانجاح هذه الاستراتيجية، فضلا عن ذلك غياب كل من عنصر الشفافية، المساءلة، والمصداقية للسلطة النقدية.

❖ **نتائج الجانب القياسي:**

من خلال ما تم عرضه في الجانب القياسي من الدراسة يمكن تقديم النتائج التي تم التوصل إليها في النقاط الآتية:

- **بالنسبة للنموذج الأساسي:**

➢ أظهرت نتائج اختبار (Wald test) أنّ السياسة النقدية تؤثر في مؤشر أسعار الاستهلاك بشكل مباشر، بينما لا تؤثر على النشاط الاقتصادي الحقيقي؛

➢ أظهرت نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ أنّ صدمة السياسة النقدية لا تساهم إلاّ في تفسير 1,8% من التقلبات في مؤشر أسعار الاستهلاك في الأجل القصير.

- **بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة:**

➢ أظهرت نتائج اختبار(Wald Test) أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر في سعر الفائدة على الودائع في ، كما بينت النتائج أيضا أنّ سعر الفائدة على الودائع يؤثر في مؤشر أسعار الاستهلاك دون أي تأثير يلاحظ على الناتج المحلي الاجمالي؛

➢ أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة وجود أثر موجب لصدمة موجبة للسياسة النقدية على قناة سعر الفائدة على الودائع، كما أظهرت النتائج أيضا وجود أثر موجب لصدمة موجبة لقناة سعر الفائدة على الودائع على مؤشر أسعار الاستهلاك في الأجل القصير؛

➢ تشير نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ أنّ مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في قناة سعر الفائدة على الودائع بلغت حوالي 10,69% في الأجل القصير؛ كما بلغت مساهمة

صدمة قناة سعر الفائدة على الودائع في تفسير التقلبات في مؤشر أسعار الاستهلاك بحوالي 10,5% في الأجل القصير، كما يلاحظ أيضا أنّه بعد إدخال سعر الفائدة في النموذج الأساسي ارتفعت نسبة مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في معدل التضخم بنسبة ضئيلة قدرت ب 7%.

بناءً على نتائج اختبارات التحليل القياسي بالنسبة لنموذج قناة سعر الفائدة تبين بوضوح عقم هذه القناة و عدم فاعليتها في استهداف كل من معدلي التضخم والنمو الاقتصادي، ويمكن ارجاع هذا العقم إلى عدم وجود علاقة مستقرة بين معدلات الفائدة في السوق النقدية وحجم القروض الممنوحة في الاقتصاد الجزائري، ويرجع ذلك إلى تبني السلطة النقدية سياسة استراتيجية استهداف التضخم من خلال استهداف كمي لمجال معين يكون فيه تحديد معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد مسبقا، الأمر الذي جعل قناة سعر الفائدة في السوق النقدية لا تلعب أي دور في تحقيق الأهداف النهائية لبنك الجزائر.

بالنسبة لنموذج قناة الإقراض البنكي:

- أظهرت نتائج اختبار (Wald Test) أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر في القروض البنكية، كما أنّ حجم القروض البنكية يؤثر في مؤشر أسعار الاستهلاك فقط دون أي تأثير يذكر على الناتج المحلي الاجمالي؛
- أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة وجود أثر موجب لصدمة موجبة للسياسة النقدية على القروض البنكية في مختلف الآجال، كما أظهرت أيضا وجود أثر موجب لصدمة موجبة في قناة الإقراض البنكي على مؤشر أسعار الاستهلاك في مختلف الآجال (القصيرة، المتوسطة، والطويلة)؛
- أظهرت نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ أنّ مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في حجم القروض البنكية الموجهة للاقتصاد الوطني بلغت حوالي 9% في الأجل القصير، بينما انخفضت في الأجلين المتوسط والطويل إلى حوالي 6,5%، كما أظهرت النتائج أيضا أنّ مساهمة صدمة القروض البنكية في تفسير التقلبات في مؤشر أسعار الاستهلاك بلغت 17% في الأجل القصير، لترتفع بشكل كبير في الأجلين المتوسط والطويل لتبلغ حوالي 40%، و47% على التوالي.

وبناءً على نتائج اختبارات التحليل القياسي بالنسبة لنموذج قناة الإقراض البنكي تبين أنّ السياسة النقدية التقييدية تساهم في ارتفاع حجم القروض البنكية بنسبة ضعيفة جدا، وهذا يعكس ما جاءت به النظرية الاقتصادية، ويمكن إرجاع ذلك لعدم وجود علاقة مستقرة بين سعر إعادة الخصم وحجم القروض البنكية في الجزائر، وأنّ التغيرات في معدل نمو هذا الأخير لا يخضع للصدمات التي تطرأ على أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر بقدر ما يخضع لتوجهات الدولة وسياساتها.

الخاتمـــة:

أما فيما يخص العلاقة بين القروض البنكية ومؤشر أسعار الاستهلاك فقد أثبتت النتائج وجود علاقة طردية قوية بين المتغيرين خاصة في الأجلين المتوسط والطويل، وهو مطابق لما جاءت به توقعات النظرية الاقتصادية، وعليه يمكن لهذه القناة أن تكون فعالة جدا في استهداف معدل التضخم في الجزائر خاصة إذا أعطيت للسلطة النقدية استقلالية إجرائية أكبر في تطبيق سياسته النقدية، كما أنّ هذه القناة أثبتت عدم فعاليتها تماما في استهداف معدل النمو الاقتصادي في الجزائر، ويمكن إرجاع ذلك إلى أنّ أغلب القروض الممنوحة في إطار (ANSEJ) و(ANGEM) كانت متعثرة و موجهة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة للاستهلاك بدل الاستثمار.

- **بالنسبة لنموذج قناة سعر الصرف:**

➢ أظهرت نتائج اختبار (Wald Test) أنّ سعر إعادة الخصم يؤثر في سعر الصرف الحقيقي الفعال ، كما أنّ سعر الصرف الحقيقي الفعال يؤثر بدوره في كل من الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر أسعار الاستهلاك.

➢ أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة وجود أثر سالب لصدمة موجبة للسياسة النقدية على قناة سعر الصرف في الأجل القصير، في حين يصبح الأثر موجب في الأجلين المتوسط والطويل؛ كما أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة أيضا أنّ حدوث صدمة موجبة في سعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجل القصير تؤدي إلى حدوث أثر موجب على مؤشر أسعار الاستهلاك وأثر سالب على الناتج المحلي الاجمالي، أما فيما يخص الأجلين المتوسط والطويل فحدوث صدمة موجبة في سعر الصرف يكون له أثر سالب على كل من مؤشر أسعار الاستهلاك والناتج المحلي الاجمالي؛

➢ أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين أنّ مساهمة صدمة السياسة النقدية في تفسير التقلبات في سعر الصرف الحقيقي الفعال بلغت حوالي 6% في الأجل القصير، أما في الأجل المتوسط (بعد ثلاث سنوات من الصدمة)، فقد بلغت حوالي 17%، لتبقى محافظة على هذا الارتفاع في الأجل الطويل (بعد 5 سنوات من الصدمة) أين بلغت كأقصى حد 34 %، كما أظهرت نتائج مكونات التباين أيضا أنّ مساهمة صدمة قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال في تفسير التقلبات في الناتج المحلي الاجمالي بلغت حوالي 16% في الأجل القصير، لتنخفض بعد ذلك في الأجلين المتوسط والطويل إلى حوالي 15%، و11% على التوالي. أما فيما يخص مساهمة صدمة سعر الصرف على مؤشر أسعار الاستهلاك فقد بلغت 3% في الأجل القصير، لترتفع بعد ذلك في الأجلين المتوسط والطويل إلى حوالي 21% و27% على التوالي.

الخاتمـــة:

نستنتج من اختبارات التحليل القياسي لنموذج قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال أنّ عملية تخفيض قيمة الدينار الجزائري أو انخفاضه في الأجل القصير قد تؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار من جهة، وانخفاض في الناتج المحلي الاجمالي من جهة أخرى والعكس بالعكس. أما فيما يخص الأجلين المتوسط والطويل، فإنّ عملية تخفيض قيمة الدينار تؤدي إلى انخفاض في كل من الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار.

وعليه يمكن القول أنّ قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال يمكن أن تكون فعالة في استهداف معدل التضخم لكن في الأجلين المتوسط والطويل، أما فيما يخص استهداف معدل النمو الاقتصادي فإنّ قناة سعر الصرف يمكن أن تكون لها فعالية ضعيفة في الأجل القصير، لتنخفض هذه الفعالية في الأجلين المتوسط والطويل، بينما تنخفض هذه الفعالية في الأجلين المتوسط والطويل، ويمكن ارجاع ذلك إلى جمود وعدم مرونة الجهاز الانتاجي في الجزائر.

ثانيا. توصيات الدراســة:

من خلال ما تم عرضه بالتحليل والنقاش في الجانب التحليلي والقياسي، وفي ضوء النتائج المتحصل عليها فإننا نقدم وبكل تواضع مجموعة من الاقتراحات والتوصيات يمكن حصرها في الآتي:

- تبين من التحليل الاقتصادي والقياسي أنّ عملية تخفيض قيمة العملة أو انخفاضها تساعد على استهداف معدل التضخم في الأجلين المتوسط والطويل لكن مع انخفاض في معدل النمو الاقتصادي والعكس بالعكس، وعليه فاقتراحنا بخصوص هذه القناة في هذه الحالة هو اعتماد استراتيجية شاملة لإنجاح السياحة في البلد والتي تعتبر المخرج في ظل عدم القدرة على التنافس وجمود الجهاز الانتاجي، ذلك لأن انخفاض قيمة العملة يعد العامل الأكثر جذبا للسائح الأجنبي، والذي بدوره يخفف على بنك الجزائر استنزاف الاحتياطات من العملة الصعبة التي تراجعت منذ انخفاض أسعار النفط؛
- اتضح من نتائج الجانب القياسي أنّ استهداف معدلات نمو اقتصادي موجبة من خلال قناة سعر الصرف الحقيقي الفعال، يتطلب العمل بجدية على تحسين قيمة الدينار الجزائري مع توفير المناخ المناسب لخلق جهاز انتاجي مرن مع القدرة على المنافسة، ذلك لأنّ تحسين قيمة الدينار على الأقل يكفل للسلطة النقدية تحقيق معدلات نمو موجبة مع انخفاض في معدلات التضخم في الأجل القصير، كما يكفل لها أيضا رفع في معدلات النمو الاقتصادي في الأجلين المتوسط والقصير؛

الخاتمـــة:

- إنّ عدم فاعلية قناة سعر الفائدة في استهداف كل من معدلي التضخم والنمو الاقتصادي، وكذلك عدم فاعلية قناة الاقراض البنكي في استهداف النمو الاقتصادي يضع متخذو القرار في الجزائر أمام الأمر الواقع، فالرّبا محرم شرعا والحكمة في تحريمه لما فيه من ضرر عظيم، وعليه يجب الابتعاد عن أدوات وقنوات السياسة النقدية الربوية واستبدالها بأدوات وصيغ الصناعة المالية الاسلامية؛
- إدراج البنوك الاسلامية بدل البنوك الربوية مع توفير كل الشروط المساعدة على تحسين أدائها وكفاءتها، كتطوير بنية تحتية تقنية متطورة، وتطوير السوق المالية، وكذلك تخصيص أنظمة وقوانين تضبط التعامل من خلالها؛
- إعطاء استقلالية إجرائية أكبر للسلطة النقدية في رسم وتنفيذ سياساتها دون الخضوع لأي اعتبارات سياسية كانت؛
- يجب توفر مستوى عال من المصداقية لدى السلطة النقدية، وذلك باتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السياسة النقدية دون أي تقصير؛
- تعزيز درجة الشفافية ومساءلة السلطة النقدية حول تحقيق هدف الاستقرار النقدي أمام الجهات التي تكون مسؤولة أمامها، والممثلة أساسا في: البرلمان بصفته مسؤولا عن الشعب، وسائل الاعلام، ووكلاء الأسواق المالية وفق ما ينص عليه القانون؛
- ضرورة الابتعاد عن التمويل غير التقليدي أو ما يسمى بالتمويل بالعجز حفاظا على الاستقرار النقدي داخل الدولة خاصة عندما لا يكون هناك مقابل لهذا التمويل؛

ثالثا. آفاق الدراســة:

من خلال دراسة قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري، والاطلاع الحثيث على أغلب القضايا المعاصرة بالنسبة لهذا الموضوع، نرى أنّ الدراسة تتطلب تكملة من أجل الإلمام والإفاضة الشاملة بموضوع الدراسة، وتتجلى هذه الآفاق حسب اعتقادنا في:

- ✓ قياس التفاعل بين السياسة المالية والسياسة النقدية وأثرهما على الناتج والأسعار في الجزائر – دراسة تحليلية قياسية–؛
- ✓ دراسة مقارنة بين قنوات السياسة النقدية والسياسة المالية في التأثير على الاقتصاد الجزائري؛
- ✓ السياسة النقدية في الاقتصاد الاسلامي ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية.

قائمة المصادر والمراجع

المصادر والمراجع العربية

أولا. الكتب العربية والمترجمة:

1. أحمد زهير شامية، وآخرون، **النقود والمصارف، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات** ، القاهرة، مصر، 2013.

2. أحمد عبد الفتوح علي الناقة، **نظرية النقود و الأسواق المالية**، مكتبة الاشعاع الفنية، الإسكندرية : مصر، 2001.

3. أمين صيد، **سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات**، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013.

4. أوجست سوانينبيرغ، ترجمة خالد العامري، **الاقتصاد الكلي بوضوح**، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الجيزة: مصر، 2008.

5. إياد عبد الفتاح النسور، **أساسيات الاقتصاد الكلي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن ، 2013.

6. ايمان عطية ناصف، **النظرية الاقتصادية الكلية**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية: مصر، 2008.
بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2008.

7. بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون: الجزائر، 2004.

8. جيمس جوارتيني، وريجارد استروب، **الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص**، ترجمة وتعريب: عبد الفتاح عبد الرحمن، وعبد العظيم محمد، د ط، دار المريخ للنشر، الرياض: المملكة العربية السعودية ، 1999.

9. حسين كامل فهمي، **أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي** ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 63، جدة: المملكة العربية السعودية، 2006.

10. حسين محمد سمحان، **اقتصاديات النقود والمصارف**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2011.

11. خالد أحمد فرحان المشهداني، ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مبادئ الاقتصاد**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2013.

12. دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان : الأردن ، 2011.

13.رحيم حسين، **النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي والوضعي**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2006.

14.رشاد العصار، الشريف عليان، **المالية الدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2000.

15.زكريا الدوري، ويسرى السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان: الأردن، 2006.

16.السعيد بريبش، **الاقتصاد الكلي : نظريات، نماذج وتمارين محلولة**، دار العلوم للنشر والتوزيع، د ط ، عنابة: الجزائر، د س.

17.سعيد سامي الحلاق، ومحمد محمود العجلواني، **النقود والبنوك والمصارف التقليدية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010.

18.ضياء مجيد، **اقتصاديات النقود والبنوك**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية: مصر، 2001.

19.الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ط 6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.

20.طاهر فاضل البياتي، وميرال روحي سمارة، **النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة**، دار وائل للنشر، عمان: الأردن، 2013.

21.عادل أحمد حشيش، ومجدي محمود شهاب، **أساسيات الاقتصاد الدولي**، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان، 2002.

22.عبد ا لرزاق بني هاني، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان: الأردن ، 2014.

23.عبد الحسين الجليل عبد الحسين الغالبي، **سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2011.

24.عبد الحميد عبد المطلب، **سلسلة الدراسات الاقتصادية، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كمي)**، مجموعة النيل العربية، القاهرة: مصر، 2003.

25.عبد الحميد عبد المطلب، **اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات**، الدار الجامعية ، الإسكندرية: مصر، 2007.

26. عبد الرحيم فؤاد الفارس، وليد اسماعيل السيفو، **الاقتصاد الكلي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن ، 2015.

27. عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية : دراسة تحليلية تقييمية**، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

28. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2004.

29. عدنان تايه النعيمي، **إدارة العملات الأجنبية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2012.

30. فليح حسن خلف، **الاقتصاد الكلي**، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، أربد: الأردن، 2007.

31.لحلو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية : دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي**، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2010.

32. مايكل ايدجمان، **الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة**، ترجمة وتعريب: محمد ابراهيم منصور، د ط ، دار المريخ للنشر، الرياض: المملكة العربية السعودية، 1999.

33. مجدي الشوربجي، **آثار السياسات الاقتصادية الكلية على الناتج والأسعار في مصر**، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة: مصر، 2013.

34. مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، **مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.

35. محمد ابراهيم عبد الرحيم، **اقتصاديات النقود والبنوك**، د ط، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية: مصر، 2013.

36. محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع ، عمان: الأردن، 2012.

37. محمد صالح القريشي، **اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية**، إثراء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2009.

38. محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية دراسة (نظرية ، تحليلية، قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010، ص 18.

39. محمد طاقة وآخرون، **أساسيات علم الاقتصاد الكلي والجزئي**، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2008.

40. محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، **النقود والمصارف**، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010.

41. محمود حسين الوادي، وأحمد العساف، **الاقتصاد الكلي**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن ، 2009.

42. هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

43. وليد العايب، ولحلو بوخاري، **اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية**، مكتبة حسن العصرية، بيروت: لبنان، 2013.

ثانيا. الرسائل والأطاريح:

44. بطاهر علي، ***اصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية*** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، السنة الجامعية 2005-2006.

45. بلعزوز بن علي، ***أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر***، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، السنة 2003-2004.

46. راضي محمد العضايلة، ***آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني***، رسالة دكتوراه غير منشورة ، الجامعة الأردنية، 2010.

47. زهية بركان، ***فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة (دراسة حالة الجزائر)*** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009-201.

48. صالح مفتاح، ***النقود والسياسة النقدية: مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (1990-2000)*** ، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2002-2003.

49. فاطمة الزهراء بن حمودة، ***أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية: حالة الجزائر*** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، د س.

50. فتحي بن لدغم ، ***ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري***، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، السنة الجامعية 2011/ 2012.

51. مالك علام عفات عودة الدليمي، ***قياس وتحليل محددات الطلب على النقود في الاقتصاد العراقي للمدة (1985-2015)***، رسالة ماجيستير غير منشورة، جامعة الفلوجة، العراق، 2018.

52. محمد أمين بربري، ***الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية "دراسة حالة الجزائر"***، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 03، الجزائر ، 2010-2011.

53. مسعود درواسي، ***السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: حالة الجزائر (1990-2004)***، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.

ثالثا. المجلات والدوريات:

54. أحمد إبراهيم ملاوي، ورشا عبد الله ديات، تحليل سلاسل زمنية لأثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الأردني، ***مجلة دراسات العلوم الادارية***، المجلد 31، العدد 2، 2004.

55. بلعزوز بن علي، وطيبة عبد العزيز، السياسة النقدية واستهداف التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2006)، ***مجلة بحوث اقتصادية عربية***، العدد 41، شتاء 2008.

56. بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية ضمن نموذج M-F، ***مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية***، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، جوان 2012.

57. جاب الله مصطفى، وعلي عبد الله، ***معالم السياسة النقدية في الجزائر***، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، الجزائر، العدد 19، د س.

58. رايس فضيل، تحديات السياسة النقدية ومحددات التضخم في الجزائر (2000-2011)، ***مجلة بحوث اقتصادية عربية***، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013.

59. سيدي أحمد كبداني، قاسم محمد فؤاد، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة دول ال "MENA"، ***مجلة أداء المؤسسات الجزائرية***، جامعة ورقلة: الجزائر، العدد 03، 2013.

60. شبيلة عائشة وآخرون، السياسة النقدية والمصرفية من منظور إسلامي، ***مجلة التسويق الدولي الإسلامي***، 2015.

61. شوقي جباري، حمزة العوادي، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وشيلي، وتركيا، ***مجلة رؤى استراتيجية***، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، الإمارات، 2014.

62. صلاح محمود حسين، معامل الاستقرار النقدي في الاقتصاد السعودي (1397-1403هـ)، ***مجلة الاقتصاد والإدارة***، جامعة الملك عبد العزيز (السعودية)، م 1، 1408 هـ .

63. الطيب لحيلح، فعالية السياسة النقدية في اقتصاد إسلامي، **مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية**، جامعة أم البواقي، العدد الأول، جوان 2014.

64. طيبة عبد العزيز، فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات سعر الصرف الأجنبي خلال الفترة (2000-2011)، ***مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية***، العدد 12، جوان 2014.

65. العبدلي ، عابد بن عامد، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، ***مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الاسلامي***، المجلد 11، العدد 32، مصر، 2007.

66. علي صاري، سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة 2000-2013، ***مجلة رؤى اقتصادية***، العدد السابع، ديسمبر 2014.

67. فضيل رايس، تحولات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2009، ***مجلة الباحث*** ، الجزائر، عدد 10، 2012.

68. ماجدة مدوخ، أدوات السياسة النقدية في الجزائر بعد صدور قانون النقد والقرض 10/90، **مجلة العلوم الانسانية**، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، العدد 23، نوفمبر 2011.

69. معهد الدراسات المصرفية، أسعار صرف العملات، ***نشرة إضاءات مالية ومصرفية***، الكويت، العدد 12، يوليو 2011.

70. نبيل مهدي الجنابي، نماذج السياسات النقدية والمالية: مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003-2011)، ***مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والتجارية***، جامعة الكوفة، المجلد 8، العدد (2)، العراق، 2012.

71. وفاء حمدوش، فعالية أدوات السياسة النقدية في التأثير على حجم المعروض النقدي حالة الجزائر (2000-2010)، ***مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون***، جامعة باجي مختار: عنابة، العدد 42، جوان 2015.

72. ياسين بودهان، تراجع احتياطي النقد الأجنبي يهدد الاقتصاد الجزائري، تاريخ التصفح: 2016/12/22، متوفر على الموقع:

http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/7/16/%D8%AA%D8%B1%D8%A7%D8%AC%D8%B9% 8%A7%D8%AD%D8%AA%D9%8A%D8%A7%D8%B7%D9%8A-

%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D8%AF-
%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%AC%D9%86%D8%A8%D9%8A-
%D9%8A%D9%87%D8%AF%D8%AF-
%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF-
%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%B2%D8%A7%D8%A6%D8%B1

رابعا. الملتقيات والمؤتمرات والبحوث المتخصصة:

73. أمية طوقان، **دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية**، مؤتمر حول: **مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية**، سورية، أيام: 02-03 تموز 2005.

74. بلعزوز بن علي، قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الاصلاحات المصرفية الحديثة، ***ورقة في إطار الملتقى الدولي الثاني حول "إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة***، ورقلة، أيام 11-12 مارس 2008.

75. بلعزوز بن علي، كتوش عاشور، دراسة لتقييم انعكاس الاصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية. متوفر:

https://elbassair.net/Centre%20de%20t%C3%A9l%C3%A9chargement/maktaba/%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D8%A6%D9%84%20%D9%85%D8%A7%D8%AC%D9%8A%D8%B3%D8%AA%D8%B1/s%C3%A9minaire/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%84%D8%AA%D9%82%D9%89%20%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D9%8A%20%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D8%A7%D8%AA%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9%20...%20telmsan/39.pdf

76. بن البار أمحمد، وبن السيلت أحمد، أثر السياسة النقدية على معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2014): دراسة قياسية، **مداخلة في إطار الملتقى الدولي العاشر الموسوم بـ فعالية السياسة النقدية في الدول النامية: تجارب الماضي وتحديات المستقبل**، جامعة حسيبة بن بوعلي: الشلف، أيام 17 و18 نوفمبر 2015.

77. حاتم جورج حاتم، الإطار النظري للسياسة النقدية: المفاهيم، والأدوات، وآليات الانتقال' **شبكة الاقتصاديين العراقيين**، 2015/08/11، متوفر على الموقع:

http://iraqieconomists.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2015/08/Hatem-G.-HatemTheoretical-framework-for-monatry-policy-final.pdf

78. رجاء عزيز بندر، استهداف التضخم: دراسة لتجارب بلدان نامية في السياسة النقدية، البنك المركزي العراقي، **ورقة بحثية مقدمة للمديرية للإحصاء والأبحاث**، العراق، د س.

79. صالح صالحي، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، **مداخلة تدخل ضمن فعاليات الندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الاسلامية**، جامعة فرحات عباس: سطيف، كلية العلوم الاقتصادية، يومي 19-20 أفريل 2010.

80. فارس فضيل، محمد ساحل، تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، *الملتقى الدوري الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية*، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 05-06 ماي 2009.

81. ناجي التوني، **استهداف التضخم والسياسة النقدية**، سلسلة جسر التنمية، متوفر على الموقع: http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/111/111_develop_bridge6.pdf

82. نادية النمر، فتحي علي السعد، **تخطيط الاستثمار: كود (175)، برنامج محاسبة بنوك وبورصات**، المستوى الرابع، فصل دراسي أول، مارس 2010.

خامسا. التقارير، والجرائد الرسمية:

83. الجريدة الرسمية الجزائرية، ***عمليات إعادة الخصم والقروض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية***، نظام رقم 2000-01، مؤرخ في 13 فبراير سنة 2000، المادة (03-09)، العدد 12، 12 مارس 2000.

84. الجريدة الرسمية الجزائرية، ***عمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها***، نظام رقم 09-02، مؤرخ في 26 مايو سنة 2009، المادة (05-09)، العدد 53، 13 سبتمبر 2009.

85. صندوق النقد العربي، ***التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2012)***، الفصل السابع.

المصادر والمراجع الأجنبية

First : - Books :

1. Didier marteaux, **monnaie, Banque et marchés financiers**, Economica, paris, France, 2008.
2. Frédéric Mishkin, **monnaie, banque, et marchés financières,** Pearson édition, France, 2004.
3. Jean-François Goux, **macroéconomie monétaire et financière: théories, institutions, politiques**, Economica, 6eme Ed, paris, 2011.
4. Marc Montoussé, **théories économiques**, édition Breal , paris, France , 1999.
5. Marie Delaplace, **monnaie et financement de l'économie**, 2eme édition, Dunod, Paris, 2006.
6. Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud, **L'Essentiel sur l'Économie**, 4ème Edition, copyright BERTI Éditions, Alger, 2007.
7. Olivier Blanchard, Daniel Cohen, **Macroéconomie**, 3e édition, Pearson éducation, France, 2004.
8. Peter N. Ireland, **the Monetary Transmission Mechanism,** The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition, October 2005.
9. Paulré, Bernard, ‘’**La causalité en économie: mise en perspective et approches opérationnelles”**, Leçons de Philosophie Economique, Tome 3, ‘’Science Economique et Philosophie des Sciences’’, Economica, 2007.
10. Sophi Brana et autres, **économie monétaire et financière,** 2eme édition, Dunod, paris, 2006.
11. Taladidia Thiombiano, **Économétrie des modèles dynamiques**, Edition le Harmattan, 2013, p 342- 343

Second: - University research (Memories and Theses):

12. Eser Tutar, **Inflation Targeting In Developing Countries And Its Applicability to the Turkish Economy,** Thesis submitted Of The Requirement For The Degree Of MA Of Arts In Economics, University Virgina, United States Of America, 2002.
13. Abdelali Attioui**, la politique monétaire dans les modéles econométriques: primat de la théorie sur l'empirie**, thèse de doctorat, université de Grenoble, France, 2014.
14. Maxym Kryshko, **Bank Lending Channel and Monetary Transmission Mechanism In Ukrane,** A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, the National University “Kyiv-Mohyla Academy, 2001.
15. Natalia Zaderey, **MONETARY TRANSMISSION IN UKRAINE: IS THERE A BROAD CREDIT CHANNEL?,** thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Ma of Arts in Economics, National University of “Kyiv-Mohyla Academy”, 2003, Available on: http://www.kse.org.ua/uploads/file/library/2003/Zaderey.pdf

16. Zehra Yesim Gurbuz Besek, **Crédibilité et efficacité de la politique de ciblage d'inflation en Turquie sur la période 2002-2006,** Thèse De Doctorat En Science Economique, Université Rennes 02, France, 2008.

Third: - Articles and Research papers:

17. Alina Carare, Mark R. Stone, **Inflation Tergeting Regimes,** IMF Working Paper, WP/03/09, January 2003.
Available on: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0309.pdf
18. Barry Eichengreen, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, **Transition Strategies And Nominal Anchors On The Road To Greater Exchange-Rate Flexibility,** Essays in international finance section, WP N: 213, April 1999.
19. Ben S. Bernanke, Mark Gertler, **Inside The Black Box: The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission,** NBER WORKING PAPER SERIES, Cambridge, WP N^0: 5146, June 1995.
20. Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?,** Journal of Economic Perspectives, Volume 1 1, Number 2, Spring 1997, Pages (97-116).
21. Emmanuel Carré, **Une Histoire De Ciblage de L'inflation: Science Des Théoriciens Ou Arts Des Banquiers Centraux ?,** Cahiers D'économie Politique, N : 66, 2014.
Available on: http://www.cairn.info.www.sndl1.arn.dz/revue-cahiers-d-economie-politique-2014-1-page-127.htm

22. Frederic S.Mishken, **The Channels Of Transmission Mechanism: Lessons for Monetary Policy,** NBER Working Paper Series, WP N^0 5464, Cambridge, February 1996.
23. Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting In Emerging Market Countries,** National Bureau of Economic Research, Working Paper N: 7618, 2000.
24. Frederic S. Mishken, **From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lesson From The Industrialized Countries,** National Bureau Of Economic Research, Working Paper, 2000.
25. Frederic S.Mishken, **Inflation Targeting,** NBER AN Columbia University, WP, 2001.
Available on: https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf
26. Frederic S.Mishken, **The Transmission Mechanism AND The Role Of Asset Price In Monetary Policy,** NBER WORKING PAPER SERIES, Cambridge, WP N^0 : 8617, December 2001.
27. Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?,** , The National Bureau of Economic Research, Working Paper, 2006.
28. Jean Boivin, Michael T. Kiley, Frederic S. Mishkin, **How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?,** Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C, 2010
29. Hallsten Kerstin, **Bank Loans and the Transmission Mechanism of Monetary Policy**, Econstor, Central Bank of Sweden, Stockholm, Working Paper Series No. 73, 1999.
30. Hanna Putkuri, **Cross-country asymmetries in euro area monetary transmission: the role of national financial systems,** Bank OF Finland Discussion Papers, Working Paper 15.2003.

31. Ilker Domac, The Distributional Consequences of Monetary Policy: Evidence from Malaysia, **The World Bank, Policy Research Dissemination Center,** Working Paper N^{0} 2170.

32. Kamal Louali, **Opportunité De Mise En Ouvre D'une Politique De Ciblage d'Inflation Au Maroc,** Ministère De Finance et de la Privatisation, Direction De La Politique Economique Général, Document de Travail N°102, Maroc, 2004. Available on: https://www.finances.gov.ma/depf/SitePages/publications/en_catalogue/doctravail/doc_texte_integral/dt102.pdf

33. Kirsten L. Ludi, Marc Ground**, Investigating the Bank-Lending Channel in South Africa: A VAR Approach,** Department of Economics Working Paper Series, University of Pretoria, WP: 2006-04, February 2006.

34. Klaus Schmidt-Hebbel, **The Past and Future of Inflation Targeting,** April 2016. Available on: http://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016_XVIIISemAnualMetasInfBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf

35. Lars E.O. Svensson, **Monetary Policy And Inflation Targeting,** National Bureau Of Economic Research, Working Paper, Winter 1997/98.

36. Lars E.O.Svensson, Inflation Targeting, NBER Working Paper, N^{o} 16654, Cambridge, England, December 2010.

37. Mark R. Stone, **Inflation Targeting Lite,** IMF Working Paper, WP/03/12, January 2003. Available on: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0312.pdf

38. Mervyn King, Governor of the Bank of England, **Monetary Policy: Practice Ahead of Theory,** Bank of England, London, 2005.

39. Shane Murphy, Sophister, **Inflation Targeting With Reference TO The Current Economic Downturn,** P: 01, Vu: le 27/11/2016 À 22:00, Available on: https://www.tcd.ie/Economics/assets/pdf/SER/2009/Shane_Murphy.pdf

40. Mohamed Achouche, Lynda Mizi Alloua, **Les Réserves Obligatoires A Taux Différencies et MODULATION De l'Offre De Monnaie en Algérie (2001-2008)**, Les Cahiers du CREAD, DT N^{o}97, 2011.

41. Mohammed Azali, **The Transmission Mechanism and the Channels of Monetary Policy,** Available on: http://econ.upm.edu.my/~azali/TM.pdf

42. Pany Karamanou, Lavan Mahadeva, Paul Robinson, George Syrichas, **Monetary Transmission Mechanism In Cyprus: A Fixed Exchange Rate Case,** Available on: **https://www.centralbank.cy/images/media/pdf/MPRPE_MONETARYTRANSMISSIONMECHANISMINCY.pdf**

43. Rania Al-Mashat and Andreas Billmeier, **The Monetary Transmission Mechanism in Egypt,** IMF Working Paper, WP/07/285, December 2007.

44. Serhan Cevik, Katerina Teksoz, Lost in Transmission? The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the GCC Countries, International Monetary Fund Working Paper SERIES, WP/12/191, July 2012.

45. Soumaila Doumbia, **Ciblage de Taux de Change Versus Ciblage de l'Inflation,** Revue Tiers Monde, Université Paris 01, Sarbonne, France, N° 215, 2013. Available on: http://www.cairn.info.www.sndl1.arn.dz/resume.php?ID_ARTICLE=RTM_215_0183

46. Tomasz Łyziak, **Monetary transmission mechanism in Poland Theoretical concepts vs. evidence,** the Centre for Central Banking Studies (CCBS), 2001, Available on: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.5671&rep=rep1&type=pdf

47. William Allen, **Implementing Monetary Policy**, Issued by the Centre for central banking studies, Bank of England, London, July 2004.
IMF, the Framework of monetary policy, **economic Institute**, Washington D.C, Nov 2006.
48. Wolassa L Kumo, **Inflation Targeting Monetary Policy, Inflation Volatility And Economic Growth In South Africa,** African Development Bank Group, Working Paper N: 216, Tunisia, January 2015.
49. Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Le Ciblage D'inflation: Un essai de comparaison international**, Groupe d'Analyse et de Théorie Économique, Working Paper N: 1107, Lyon-St Étienne, France, 2011.
Available on: https://hal.archives-ouvertes.fr/halshs-00573742/document

Fourthly: - Reports, Bulletins and Statistical Appendix:

50. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2002).
51. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2005).
52. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2006).
53. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2007).
54. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2008).
55. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2009).
56. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2010).
57. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2012).
58. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapport (2005).
59. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapports (2014).
60. Bank d'Algérie, **Evolution Economique et monétaire en Algérie**, Rapports (2016.
61. Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de La Banque d'Algérie***, N°. 05, Déc 2008.
62. Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de La Banque d'Algérie***, Juin 2012.
63. Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de La Banque d'Algérie***, N°. 23, Sep 2013.
64. Banque d'Algérie, ***Bulletin Statistique de La Banque d'Algérie***, N°. 33, Mars 2016.
65. Bank d'Algérie, Indicateurs Monétaire, Disponible sur : www.Bank-Of-Algeria.dz
66. International Monetary Fund, Algeria: ***Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report No. 04/31, Washington, D.C, February 2004.
67. International Monetary Fund, ***Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report N° 06/102, Washington, D.C, March 2006.
68. International Monetary Fund, ***Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report N° 09/111, Washington, D.C, April 2009.
69. International Monetary Fund, ***Algeria: Selected Issues and Statistical Appendix***, IMF Country Report N° 13/49, Washington, D.C, February 2013.

70. International Monetary Fund, Algeria: Statistical Appendix, IMF Country Report No. 06/102, Washington, D.C, March 2006.
71. International Monetary Fund, Algeria: Statistical Appendix, IMF Country Report No. 09/111, Washington, D.C, April 2009.
72. International Monetary Fund, Algeria: Statistical Appendix, IMF Country Report No. 13/49, Washington, D.C, February 2011.
73. International Monetary Fund, Statistical Appendix.
Available on : https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/mcd/eng/pdf/mreost0115.pdf

74. World Bank Group, World Data Bank, World Development Indicators, Vu: le 02/12/2006
http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.DEFL.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

Fifthly: - Encyclopedias and Web:

75. Macroeconomic Analysis**,** Theory, Policy, News, vu: le 27/11/2017, Available on:
http://macroeconomicanalysis.com/macroeconomics-wikipedia/ad-as-model/

76. Monetary Theory AD/AS, Available on:
http://userwww.sfsu.edu/pgking/690pdfs/adas.pdf

77. Boundless Economics, Impact of Federal Reserve Policies, 19/11/2017, Available on:
https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/impacts-of-federal-reserve-policies/

78. Boundless Economics, The agregate Demand-supply Model, 24/11/2017, Available on:
https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/the-aggregate-demand-supply-model/

79. Wyatt Brooks, **Lecture 15 : AD-AS,** 03 November 2016, Available on:
https://www3.nd.edu/~wbrooks/Lecture15.pdf
80. Boundless Economics, agregate supply, 21/11/2017, Available on:
https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/aggregate-supply/

81. Boundless Economics, Impact of Federal Reserve Policies, 19/11/2017, Available on:
https://courses.lumenlearning.com/boundless-economics/chapter/impacts-of-federal-reserve-policies/

ملاحق الدراسة

الملحق رقم (01): نتائج اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لتحديد مدى استقراريه المتغيرات

Null Hypothesis: LNREER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.398892	0.3775
Test critical values:	1% level	-4.068290	
	5% level	-3.462912	
	10% level	-3.157836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNREER has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.335187	0.5617
Test critical values:	1% level	-2.592129	
	5% level	-1.944619	
	10% level	-1.614288	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNREER) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.041384	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.508326	
	5% level	-2.895512	
	10% level	-2.584952	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNREER) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.996750	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.068290	
	5% level	-3.462912	
	10% level	-3.157836	

Null Hypothesis: D(LNREER) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.082112	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.592129	
	5% level	-1.944619	
	10% level	-1.614288	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNCR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.955319	0.7658
Test critical values:	1% level	-3.507394	
	5% level	-2.895109	
	10% level	-2.584738	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNCR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.253138	0.0812
Test critical values:	1% level	-4.066981	
	5% level	-3.462292	
	10% level	-3.157475	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNCR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		4.996840	1.0000
Test critical values:	1% level	-2.591813	
	5% level	-1.944574	
	10% level	-1.614315	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNCR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.218957	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.508326	
	5% level	-2.895512	
	10% level	-2.584952	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNCR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.170673	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.068290	
	5% level	-3.462912	
	10% level	-3.157836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNCR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.769832	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.592452	
	5% level	-1.944666	
	10% level	-1.614261	

Null Hypothesis: LNDR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.178942	0.2154
Test critical values:	1% level	-3.509281	
	5% level	-2.895924	
	10% level	-2.585172	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNDR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.517924	0.9809
Test critical values:	1% level	-4.066981	
	5% level	-3.462292	
	10% level	-3.157475	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNDR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.820543	0.0002
Test critical values:	1% level	-2.591813	
	5% level	-1.944574	
	10% level	-1.614315	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.668499	0.0063
Test critical values:	1% level	-3.510259	
	5% level	-2.896346	
	10% level	-2.585396	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.349614	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.068290	
	5% level	-3.462912	
	10% level	-3.157836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.220921	0.0016
Test critical values:	1% level	-2.592782	
	5% level	-1.944713	
	10% level	-1.614233	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNDISR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.838125	0.0572
Test critical values:	1% level	-3.507394	
	5% level	-2.895109	
	10% level	-2.584738	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNDISR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.353329	0.8676
Test critical values:	1% level	-4.066981	
	5% level	-3.462292	
	10% level	-3.157475	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LNDISR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.108537	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.591813	
	5% level	-1.944574	
	10% level	-1.614315	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDISR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.796424	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.508326	
	5% level	-2.895512	
	10% level	-2.584952	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDISR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.59069	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.068290	
	5% level	-3.462912	
	10% level	-3.157836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDISR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.867703	0.0592
Test critical values:	1% level	-2.593468	
	5% level	-1.944811	
	10% level	-1.614175	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNDISR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.915240	0.0040
Test critical values:	1% level	-2.593121	
	5% level	-1.944762	
	10% level	-1.614204	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم (2): نتائج اختبار فترات الابطاء المثلى

جدول رقم (م1.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بالنموذج الأساسي

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNGDP LNIPC LNDISR
Exogenous variables: C
Date: 11/13/18 Time: 21:41
Sample: 1995Q1 2016Q4
Included observations: 84

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	49.60530	NA	6.62e-05	-1.109650	-1.022835	-1.074751
1	494.5683	847.5485	2.05e-09	-11.48972	-11.14246*	-11.35013*
2	504.9706	19.07104*	1.99e-09*	-11.52311*	-10.91541	-11.27882
3	509.9848	8.834529	2.19e-09	-11.42821	-10.56006	-11.07922
4	517.0239	11.89944	2.31e-09	-11.38152	-10.25293	-10.92784

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**

جدول رقم (م2.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بنموذج قناة سعر الفائدة

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNIPC LNGDP LNDR LNDISR
Exogenous variables: C
Date: 11/18/18 Time: 05:20
Sample: 1995Q1 2016Q4
Included observations: 84

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	76.79730	NA	2.08e-06	-1.733269	-1.617516	-1.686737
1	609.0253	1001.096	9.54e-12	-14.02441	-13.44565*	-13.79175*
2	626.7843	31.71245*	9.18e-12*	-14.06629*	-13.02451	-13.64751
3	636.4628	16.36124	1.07e-11	-13.91578	-12.41099	-13.31087
4	651.1415	23.41610	1.12e-11	-13.88432	-11.91652	-13.09328

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**

جدول رقم (م3.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بنموذج قناة الاقراض البنكي

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNIPC LNGDP LNCR LNDISR
Exogenous variables: C
Date: 11/19/18 Time: 16:40
Sample: 1995Q1 2016Q4
Included observations: 84

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	112.6698	NA	8.84e-07	-2.587377	-2.471624	-2.540845
1	620.8719	955.9038	7.20e-12	-14.30647	-13.72771*	-14.07381*
2	635.2021	25.58973	7.51e-12	-14.26672	-13.22494	-13.84793
3	654.6076	32.80448*	6.97e-12*	-14.34780*	-12.84301	-13.74289
4	669.4267	23.63997	7.26e-12	-14.31968	-12.35188	-13.52864

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م4.2): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني الخاص بنموذج قناة الاقراض البنكي

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNIPC LNGDP LNREER LNDISR
Exogenous variables: C
Date: 11/20/18 Time: 17:26
Sample: 1995Q1 2016Q4
Included observations: 84

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	190.0116	NA	1.40e-07	-4.428847	-4.313094	-4.382315
1	701.4281	961.9500	1.06e-12	-16.22448	-15.64571*	-15.99182*
2	723.5474	39.49879*	9.16e-13*	-16.37018*	-15.32840	-15.95139
3	734.6214	18.72035	1.04e-12	-16.25289	-14.74810	-15.64798
4	743.0013	13.36801	1.26e-12	-16.07146	-14.10366	-15.28042

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

الملحق رقم (3): نتائج اختبار لنماذج الدراسة وفق (Johannsen- Juselius Test)

جدول رقم (م1.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J- J) لمتغيرات النموذج الأساسي

Date: 11/13/18 Time: 22:41
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: LNGDP LNIPC LNDISR
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.207966	32.16523	29.79707	0.0262
At most 1	0.125735	12.34738	15.49471	0.1410
At most 2	0.010833	0.925811	3.841466	0.3360

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.207966	19.81785	21.13162	0.0755
At most 1	0.125735	11.42156	14.26460	0.1343
At most 2	0.010833	0.925811	3.841466	0.3360

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج (**EVIEWS 8**).

جدول رقم (م2.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J- J) لمتغيرات نموذج قناة سعر الفائدة

Date: 11/18/18 Time: 05:26
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: LNIPC LNGDP LNDR LNDISR
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.262207	51.09427	47.85613	0.0240
At most 1	0.194730	25.24642	29.79707	0.1528
At most 2	0.056175	6.837287	15.49471	0.5966
At most 3	0.022370	1.923076	3.841466	0.1655

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.262207	25.84784	27.58434	0.0820
At most 1	0.194730	18.40913	21.13162	0.1153
At most 2	0.056175	4.914211	14.26460	0.7527
At most 3	0.022370	1.923076	3.841466	0.1655

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**

جدول رقم (م3.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J -J) لمتغيرات نموذج قناة الاقراض

Date: 11/19/18 Time: 17:46
Sample (adjusted): 1996Q1 2016Q4
Included observations: 84 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: LNIPC LNGDP LNCR LNDISR
Lags interval (in first differences): 1 to 3

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.310339	55.13133	47.85613	0.0089
At most 1	0.175953	23.92065	29.79707	0.2038
At most 2	0.067590	7.664322	15.49471	0.5020
At most 3	0.021035	1.785787	3.841466	0.1814

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.310339	31.21068	27.58434	0.0163
At most 1	0.175953	16.25632	21.13162	0.2102
At most 2	0.067590	5.878534	14.26460	0.6289
At most 3	0.021035	1.785787	3.841466	0.1814

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م4.3): نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (J- J) لمتغيرات نموذج قناة سعر الصرف

Date: 11/20/18 Time: 17:42
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: LNIPC LNGDP LNREER LNDISR
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.331125	59.86716	47.85613	0.0025
At most 1	0.193426	25.68375	29.79707	0.1384
At most 2	0.065217	7.412135	15.49471	0.5302
At most 3	0.019567	1.679684	3.841466	0.1950

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.331125	34.18341	27.58434	0.0061
At most 1	0.193426	18.27161	21.13162	0.1200
At most 2	0.065217	5.732451	14.26460	0.6478
At most 3	0.019567	1.679684	3.841466	0.1950

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

الملحق رقم (4): نتائج تقدير نماذج الدراسة وفق منهجية نموذج (VAR) و(VECM)

جدول رقم (م4.1): نتائج تقدير النموذج الأساسي وفق منهجية نموذج (VECM)

Vector Error Correction Estimates
Date: 11/22/18 Time: 16:08
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
LNIPC(-1)	1.000000
LNGDP(-1)	-0.542557 (0.05053) [-10.7371]
LNDISR(-1)	-0.256491 (0.07821) [-3.27962]
C	0.037194

Error Correction:	D(LNIPC)	D(LNGDP)	D(LNDISR)
CointEq1	-0.094474 (0.03552) [-2.65984]	0.124444 (0.06644) [1.87316]	-0.177550 (0.07232) [-2.45490]
D(LNIPC(-1))	-0.150838 (0.10577) [-1.42616]	-0.297592 (0.19783) [-1.50431]	-0.021940 (0.21536) [-0.10188]
D(LNIPC(-2))	-0.036086 (0.10583) [-0.34097]	0.251798 (0.19795) [1.27200]	0.140544 (0.21550) [0.65217]
D(LNGDP(-1))	-0.014009 (0.05828) [-0.24037]	0.278277 (0.10901) [2.55265]	-0.195598 (0.11868) [-1.64813]
D(LNGDP(-2))	0.024251 (0.06013) [0.40332]	0.022029 (0.11247) [0.19588]	-0.064954 (0.12244) [-0.53052]
D(LNDISR(-1))	-0.005583 (0.05909) [-0.09449]	0.128522 (0.11053) [1.16279]	-0.177988 (0.12033) [-1.47921]
D(LNDISR(-2))	-0.142680 (0.05896) [-2.41982]	-0.063238 (0.11029) [-0.57340]	-0.092844 (0.12006) [-0.77329]
C	0.010803 (0.00382) [2.83023]	0.019481 (0.00714) [2.72857]	-0.015407 (0.00777) [-1.98224]

R-squared	0.165310	0.162166	0.112044
Adj. R-squared	0.089430	0.085999	0.031321
Sum sq. resids	0.037633	0.131659	0.156037
S.E. equation	0.022107	0.041350	0.045016
F-statistic	2.178552	2.129086	1.388001
Log likelihood	207.5976	154.3733	147.1536
Akaike AIC	-4.696415	-3.444079	-3.274201
Schwarz SC	-4.466518	-3.214182	-3.044305
Mean dependent	0.011220	0.025643	-0.016309
S.D. dependent	0.023168	0.043252	0.045738

Determinant resid covariance (dof adj.)	1.64E-09
Determinant resid covariance	1.22E-09
Log likelihood	510.4117
Akaike information criterion	-11.37439
Schwarz criterion	-10.59849

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م2.4): نتائج تقدير نموذج قناة سعر الفائدة وفق منهجية نموذج (VAR)

Vector Autoregression Estimates
Date: 11/28/18 Time: 19:00
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
DLNIPC(-1)	-0.069681	-0.283503	0.253982	-0.037639
	(0.11982)	(0.23946)	(0.43143)	(0.26466)
	[-0.58154]	[-1.18392]	[0.58869]	[-0.14222]
DLNIPC(-2)	0.017005	0.237647	0.941890	0.116336
	(0.10685)	(0.21353)	(0.38471)	(0.23600)
	[0.15915]	[1.11295]	[2.44831]	[0.49295]
DLNGDP(-1)	0.005295	0.263487	-0.047342	-0.181171
	(0.05615)	(0.11222)	(0.20219)	(0.12403)
	[0.09430]	[2.34787]	[-0.23415]	[-1.46068]
DLNGDP(-2)	0.073697	-0.033290	-0.079878	0.011863
	(0.05600)	(0.11192)	(0.20165)	(0.12370)
	[1.31594]	[-0.29744]	[-0.39613]	[0.09590]
DLNDR(-1)	0.106980	-0.015699	0.102816	-0.007504
	(0.03348)	(0.06691)	(0.12055)	(0.07395)
	[3.19521]	[-0.23462]	[0.85287]	[-0.10147]
DLNDR(-2)	0.036378	-0.010741	0.001724	-0.025061
	(0.03384)	(0.06762)	(0.12183)	(0.07473)
	[1.07513]	[-0.15884]	[0.01415]	[-0.33533]
DLNDISR(-1)	0.057787	0.041693	0.389629	-0.054156
	(0.05163)	(0.10319)	(0.18591)	(0.11404)
	[1.11920]	[0.40406]	[2.09583]	[-0.47488]
DLNDISR(-2)	-0.138513	-0.129204	0.405095	0.015709
	(0.05545)	(0.11081)	(0.19965)	(0.12247)
	[-2.49801]	[-1.16596]	[2.02901]	[0.12827]

C	0.012396	0.018123	-0.021329	-0.014418
	(0.00376)	(0.00751)	(0.01353)	(0.00830)
	[3.29936]	[2.41367]	[-1.57667]	[-1.73742]
R-squared	0.236653	0.125284	0.182183	0.044522
Adj. R-squared	0.156300	0.033208	0.096097	-0.056054
Sum sq. resids	0.034416	0.137455	0.446184	0.167902
S.E. equation	0.021280	0.042528	0.076621	0.047003
F-statistic	2.945188	1.360662	2.116285	0.442671
Log likelihood	211.3949	152.5425	102.5014	144.0388
Akaike AIC	-4.762232	-3.377470	-2.200033	-3.177383
Schwarz SC	-4.503599	-3.118836	-1.941399	-2.918749
Mean dependent	0.011220	0.025643	-0.026275	-0.016309
S.D. dependent	0.023168	0.043252	0.080592	0.045738

Determinant resid covariance (dof adj.)	8.65E-12
Determinant resid covariance	5.53E-12
Log likelihood	619.2131
Akaike information criterion	-13.72266
Schwarz criterion	-12.68813

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م3.4): نتائج تقدير نموذج قناة الاقراض البنكي وفق منهجية نموذج (VECM)

Vector Error Correction Estimates
Date: 11/19/18 Time: 17:32
Sample (adjusted): 1996Q1 2016Q4
Included observations: 84 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
LNIPC(-1)	1.000000
LNGDP(-1)	-0.179118
	(0.06546)
	[-2.73641]
LNCR(-1)	-0.236633
	(0.04440)
	[-5.32986]
LNDISR(-1)	-0.153742
	(0.04063)
	[-3.78389]
C	-1.075693

Error Correction:	D(LNIPC)	D(LNGDP)	D(LNCR)	D(LNDISR)
CointEq1	-0.261851	0.168107	0.215252	-0.009417
	(0.05872)	(0.12988)	(0.17569)	(0.13470)
	[-4.45895]	[1.29434]	[1.22521]	[-0.06991]
D(LNIPC(-1))	-0.267126	-0.361405	-0.300483	0.090762
	(0.10524)	(0.23276)	(0.31486)	(0.24141)
	[-2.53816]	[-1.55267]	[-0.95435]	[0.37597]

D(LNIPC(-2))	-0.050365	0.100053	0.101432	-0.021290
	(0.10479)	(0.23175)	(0.31349)	(0.24036)
	[-0.48063]	[0.43172]	[0.32355]	[-0.08857]
D(LNIPC(-3))	0.153309	0.028690	0.476480	0.076450
	(0.09913)	(0.21923)	(0.29656)	(0.22738)
	[1.54659]	[0.13087]	[1.60671]	[0.33623]
D(LNGDP(-1))	-0.028856	0.258394	-0.116894	-0.198871
	(0.05342)	(0.11815)	(0.15983)	(0.12254)
	[-0.54013]	[2.18691]	[-0.73138]	[-1.62287]
D(LNGDP(-2))	0.034885	-0.010490	0.148893	0.017606
	(0.05475)	(0.12108)	(0.16379)	(0.12558)
	[0.63719]	[-0.08663]	[0.90905]	[0.14020]
D(LNGDP(-3))	-0.025092	0.062168	-0.171064	-0.091305
	(0.05240)	(0.11588)	(0.15675)	(0.12018)
	[-0.47891]	[0.53649]	[-1.09132]	[-0.75972]
D(LNCR(-1))	0.104686	-0.001208	-0.099565	-0.124360
	(0.03845)	(0.08503)	(0.11502)	(0.08819)
	[2.72291]	[-0.01421]	[-0.86564]	[-1.41017]
D(LNCR(-2))	0.039274	0.062867	0.171577	-0.062200
	(0.03685)	(0.08150)	(0.11024)	(0.08452)
	[1.06582]	[0.77141]	[1.55639]	[-0.73590]
D(LNCR(-3))	-0.063362	0.128862	0.003434	0.201298
	(0.03684)	(0.08147)	(0.11021)	(0.08450)
	[-1.72004]	[1.58169]	[0.03116]	[2.38232]
D(LNDISR(-1))	-0.062119	0.115103	0.357146	-0.031254
	(0.05324)	(0.11774)	(0.15927)	(0.12211)
	[-1.16685]	[0.97760]	[2.24243]	[-0.25594]
D(LNDISR(-2))	-0.208782	-0.065225	0.438586	0.031639
	(0.05527)	(0.12224)	(0.16535)	(0.12677)
	[-3.77756]	[-0.53360]	[2.65251]	[0.24957]
D(LNDISR(-3))	-0.121083	0.122566	-0.172639	0.302756
	(0.06148)	(0.13597)	(0.18393)	(0.14102)
	[-1.96948]	[0.90140]	[-0.93862]	[2.14688]
C	0.004408	0.015863	0.038972	-0.007370
	(0.00420)	(0.00928)	(0.01255)	(0.00962)
	[1.05059]	[1.70946]	[3.10477]	[-0.76579]
R-squared	0.406965	0.175279	0.241309	0.210600
Adj. R-squared	0.296829	0.022117	0.100409	0.063997
Sum sq. resids	0.026325	0.128765	0.235611	0.138506
S.E. equation	0.019392	0.042889	0.058016	0.044482
F-statistic	3.695139	1.144402	1.712626	1.436532
Log likelihood	219.6678	152.9938	127.6176	149.9309
Akaike AIC	-4.896852	-3.309376	-2.705181	-3.236450
Schwarz SC	-4.491715	-2.904240	-2.300045	-2.831314
Mean dependent	0.010908	0.025267	0.031510	-0.016504

S.D. dependent	0.023126	0.043372	0.061168	0.045978

Determinant resid covariance (dof adj.)	3.88E-12
Determinant resid covariance	1.87E-12
Log likelihood	657.4663
Akaike information criterion	-14.22539
Schwarz criterion	-12.48909

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م4.4): نتائج تقدير نموذج قناة سعر الصرف وفق منهجية نموذج (VECM)

Vector Error Correction Estimates
Date: 11/10/18 Time: 14:51
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
LNIPC(-1)	1.000000
LNGDP(-1)	-0.648642 (0.08532) [-7.60270]
LNREER(-1)	2.137143 (0.56014) [3.81537]
LNDISR(-1)	-0.879634 (0.16468) [-5.34149]
C	-8.123979

Error Correction:	D(LNIPC)	D(LNGDP)	D(LNREER)	D(LNDISR)
CointEq1	-0.050513 (0.01520) [-3.32289]	-0.018975 (0.02756) [-0.68853]	-0.081259 (0.01603) [-5.06877]	-0.034692 (0.03376) [-1.02746]
D(LNIPC(-1))	-0.254075 (0.10721) [-2.36983]	-0.002882 (0.19436) [-0.01483]	-0.198376 (0.11306) [-1.75454]	-0.080282 (0.23813) [-0.33713]
D(LNIPC(-2))	-0.070983 (0.10855) [-0.65395]	0.263869 (0.19678) [1.34092]	-0.056338 (0.11447) [-0.49216]	0.154209 (0.24109) [0.63962]
D(LNGDP(-1))	-0.081895 (0.06218) [-1.31703]	0.134871 (0.11273) [1.19642]	0.074587 (0.06558) [1.13742]	-0.267645 (0.13811) [-1.93786]
D(LNGDP(-2))	-0.016027 (0.05903) [-0.27149]	0.056806 (0.10702) [0.53078]	-0.037060 (0.06226) [-0.59527]	-0.038105 (0.13112) [-0.29061]
D(LNREER(-1))	0.215838 (0.09638) [2.23936]	-0.628372 (0.17473) [-3.59620]	0.269416 (0.10164) [2.65058]	0.142576 (0.21408) [0.66599]

D(LNREER(-2))	-0.126800	-0.268245	0.024342	-0.223075
	(0.10279)	(0.18635)	(0.10840)	(0.22832)
	[-1.23353]	[-1.43944]	[0.22455]	[-0.97704]
D(LNDISR(-1))	-0.006206	0.052011	-0.167532	-0.091434
	(0.05538)	(0.10041)	(0.05841)	(0.12302)
	[-0.11206]	[0.51801]	[-2.86831]	[-0.74327]
D(LNDISR(-2))	-0.125753	-0.194153	-0.166513	-0.012008
	(0.05564)	(0.10087)	(0.05868)	(0.12358)
	[-2.26014]	[-1.92482]	[-2.83783]	[-0.09717]
C	0.015561	0.013446	-0.003977	-0.011347
	(0.00375)	(0.00680)	(0.00395)	(0.00833)
	[4.14932]	[1.97781]	[-1.00550]	[-1.36222]
R-squared	0.269424	0.311097	0.396284	0.075262
Adj. R-squared	0.181755	0.228428	0.323838	-0.035707
Sum sq. resids	0.032939	0.108256	0.036633	0.162501
S.E. equation	0.020957	0.037992	0.022101	0.046548
F-statistic	3.073198	3.763190	5.470072	0.678224
Log likelihood	213.2598	162.6914	208.7424	145.4285
Akaike AIC	-4.782583	-3.592740	-4.676292	-3.186554
Schwarz SC	-4.495213	-3.305369	-4.388921	-2.899183
Mean dependent	0.011220	0.025643	-0.001113	-0.016309
S.D. dependent	0.023168	0.043252	0.026877	0.045738

Determinant resid covariance (dof adj.)	6.48E-13
Determinant resid covariance	3.93E-13
Log likelihood	731.5727
Akaike information criterion	-16.17818
Schwarz criterion	-14.91375

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

الملحق رقم (5): نتائج تقدير دوال نماذج الدراسة وفق طريقة المربعات الصغرى (OLS)

جدول رقم (م1.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بالنموذج الأساسي

Dependent Variable: D(LNIPC)
Method: Least Squares
Date: 11/22/18 Time: 18:47
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
D(LNIPC) = C(1)*(LNIPC(-1) - 0.542557299279*LNGDP(-1) - 0.256490932233*LNDISR(-1) + 0.0371935002948) + C(2) *D(LNIPC(-1)) + C(3)*D(LNIPC(-2)) + C(4)*D(LNGDP(-1)) + C(5) *D(LNGDP(-2)) + C(6)*D(LNDISR(-1)) + C(7)*D(LNDISR(-2)) + C(8)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.094474	0.035519	-2.659838	0.0095
C(2)	-0.150838	0.105765	-1.426164	0.1579
C(3)	-0.036086	0.105834	-0.340972	0.7341
C(4)	-0.014009	0.058283	-0.240366	0.8107
C(5)	0.024251	0.060128	0.403324	0.6878
C(6)	-0.005583	0.059093	-0.094487	0.9250
C(7)	-0.142680	0.058963	-2.419818	0.0179
C(8)	0.010803	0.003817	2.830228	0.0059

R-squared	0.165310	Mean dependent var	0.011220
Adjusted R-squared	0.089430	S.D. dependent var	0.023168
S.E. of regression	0.022107	Akaike info criterion	-4.696415
Sum squared resid	0.037633	Schwarz criterion	-4.466518
Log likelihood	207.5976	Hannan-Quinn criter.	-4.603944
F-statistic	2.178552	Durbin-Watson stat	1.987928
Prob(F-statistic)	0.045228		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8)**.

جدول رقم (م2.5): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بالنموذج الأساسي

Dependent Variable: D(LNGDP)
Method: Least Squares
Date: 11/22/18 Time: 19:37
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
D(LNGDP) = C(9)*(LNIPC(-1) - 0.542557299279*LNGDP(-1) - 0.256490932233*LNDISR(-1) + 0.0371935002948) + C(10) *D(LNIPC(-1)) + C(11)*D(LNIPC(-2)) + C(12)*D(LNGDP(-1)) + C(13)*D(LNGDP(-2)) + C(14)*D(LNDISR(-1)) + C(15)*D(LNDISR(-2)) + C(16)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(9)	0.124444	0.066435	1.873165	0.0648
C(10)	-0.297592	0.197826	-1.504312	0.1366
C(11)	0.251798	0.197955	1.272000	0.2072
C(12)	0.278277	0.109015	2.552649	0.0127
C(13)	0.022029	0.112465	0.195878	0.8452
C(14)	0.128522	0.110528	1.162793	0.2485
C(15)	-0.063238	0.110287	-0.573401	0.5680
C(16)	0.019481	0.007140	2.728574	0.0079

R-squared	0.162166	Mean dependent var	0.025643
Adjusted R-squared	0.085999	S.D. dependent var	0.043252

S.E. of regression	0.041350	Akaike info criterion	-3.444079
Sum squared resid	0.131659	Schwarz criterion	-3.214182
Log likelihood	154.3733	Hannan-Quinn criter.	-3.351608
F-statistic	2.129086	Durbin-Watson stat	2.011834
Prob(F-statistic)	0.050201		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م3.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

Dependent Variable: DLNIPC
Method: Least Squares
Date: 11/18/18 Time: 09:29
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
DLNIPC = C(1)*DLNIPC(-1) + C(2)*DLNIPC(-2) + C(3)*DLNGDP(-1) + C(4)*DLNGDP(-2) + C(5)*DLNDR(-1) + C(6)*DLNDR(-2) + C(7) *DLNDISR(-1) + C(8)*DLNDISR(-2) + C(9)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.069681	0.119823	-0.581537	0.5626
C(2)	0.017005	0.106846	0.159155	0.8740
C(3)	0.005295	0.056155	0.094300	0.9251
C(4)	0.073697	0.056004	1.315936	0.1922
C(5)	0.106980	0.033481	3.195208	0.0020
C(6)	0.036378	0.033836	1.075130	0.2857
C(7)	0.057787	0.051632	1.119198	0.2666
C(8)	-0.138513	0.055449	-2.498013	0.0147
C(9)	0.012396	0.003757	3.299361	0.0015

R-squared	0.236653	Mean dependent var	0.011220
Adjusted R-squared	0.156300	S.D. dependent var	0.023168
S.E. of regression	0.021280	Akaike info criterion	-4.762232
Sum squared resid	0.034416	Schwarz criterion	-4.503599
Log likelihood	211.3949	Hannan-Quinn criter.	-4.658203
F-statistic	2.945188	Durbin-Watson stat	2.029487
Prob(F-statistic)	0.006376		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8) .**

جدول رقم (م4.5): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

Dependent Variable: DLNGDP
Method: Least Squares
Date: 11/18/18 Time: 14:03
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
DLNGDP = C(10)*DLNIPC(-1) + C(11)*DLNIPC(-2) + C(12)*DLNGDP(-1) + C(13)*DLNGDP(-2) + C(14)*DLNDR(-1) + C(15)*DLNDR(-2) + C(16)*DLNDISR(-1) + C(17)*DLNDISR(-2) + C(18)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(10)	-0.283503	0.239462	-1.183916	0.2401
C(11)	0.237647	0.213529	1.112947	0.2692
C(12)	0.263487	0.112224	2.347873	0.0215
C(13)	-0.033290	0.111922	-0.297437	0.7669
C(14)	-0.015699	0.066912	-0.234623	0.8151

C(15)	-0.010741	0.067620	-0.158842	0.8742
C(16)	0.041693	0.103185	0.404056	0.6873
C(17)	-0.129204	0.110814	-1.165956	0.2473
C(18)	0.018123	0.007509	2.413668	0.0182

R-squared	0.125284	Mean dependent var	0.025643
Adjusted R-squared	0.033208	S.D. dependent var	0.043252
S.E. of regression	0.042528	Akaike info criterion	-3.377470
Sum squared resid	0.137455	Schwarz criterion	-3.118836
Log likelihood	152.5425	Hannan-Quinn criter.	-3.273440
F-statistic	1.360662	Durbin-Watson stat	2.002619
Prob(F-statistic)	0.227531		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م5.5): نتائج تقدير دالة سعر الفائدة الخاصة بنموذج قناة سعر الفائدة

Dependent Variable: DLNDR
Method: Least Squares
Date: 11/18/18 Time: 22:08
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
DLNDR = C(19)*DLNIPC(-1) + C(20)*DLNIPC(-2) + C(21)*DLNGDP(-1)
+ C(22)*DLNGDP(-2) + C(23)*DLNDR(-1) + C(24)*DLNDR(-2) +
C(25)*DLNDISR(-1) + C(26)*DLNDISR(-2) + C(27)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(19)	0.253982	0.431433	0.588694	0.5578
C(20)	0.941890	0.384711	2.448306	0.0167
C(21)	-0.047342	0.202191	-0.234146	0.8155
C(22)	-0.079878	0.201647	-0.396126	0.6931
C(23)	0.102816	0.120553	0.852870	0.3964
C(24)	0.001724	0.121829	0.014153	0.9887
C(25)	0.389629	0.185907	2.095833	0.0394
C(26)	0.405095	0.199651	2.029015	0.0460
C(27)	-0.021329	0.013528	-1.576665	0.1190

R-squared	0.182183	Mean dependent var	-0.026275
Adjusted R-squared	0.096097	S.D. dependent var	0.080592
S.E. of regression	0.076621	Akaike info criterion	-2.200033
Sum squared resid	0.446184	Schwarz criterion	-1.941399
Log likelihood	102.5014	Hannan-Quinn criter.	-2.096003
F-statistic	2.116285	Durbin-Watson stat	1.808149
Prob(F-statistic)	0.044254		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م6.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي

Dependent Variable: D(LNIPC)
Method: Least Squares
Date: 11/19/18 Time: 21:08
Sample (adjusted): 1996Q1 2016Q4
Included observations: 84 after adjustments
D(LNIPC) = C(1)*(LNIPC(-1) - 0.179118145983*LNGDP(-1) -
0.236633064517*LNCR(-1) - 0.153742117331*LNDISR(-1) -
1.07569346809) + C(2)*D(LNIPC(-1)) + C(3)*D(LNIPC(-2)) + C(4)
*D(LNIPC(-3)) + C(5)*D(LNGDP(-1)) + C(6)*D(LNGDP(-2)) + C(7)

*D(LNGDP(-3)) + C(8)*D(LNCR(-1)) + C(9)*D(LNCR(-2)) + C(10)
*D(LNCR(-3)) + C(11)*D(LNDISR(-1)) + C(12)*D(LNDISR(-2)) +
C(13)*D(LNDISR(-3)) + C(14)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.261851	0.058725	-4.458950	0.0000
C(2)	-0.267126	0.105244	-2.538158	0.0134
C(3)	-0.050365	0.104788	-0.480632	0.6323
C(4)	0.153309	0.099127	1.546589	0.1265
C(5)	-0.028856	0.053424	-0.540132	0.5908
C(6)	0.034885	0.054749	0.637188	0.5261
C(7)	-0.025092	0.052395	-0.478907	0.6335
C(8)	0.104686	0.038446	2.722907	0.0082
C(9)	0.039274	0.036849	1.065816	0.2902
C(10)	-0.063362	0.036837	-1.720043	0.0898
C(11)	-0.062119	0.053237	-1.166851	0.2472
C(12)	-0.208782	0.055269	-3.777564	0.0003
C(13)	-0.121083	0.061480	-1.969478	0.0529
C(14)	0.004408	0.004196	1.050593	0.2971

R-squared	0.406965	Mean dependent var	0.010908
Adjusted R-squared	0.296829	S.D. dependent var	0.023126
S.E. of regression	0.019392	Akaike info criterion	-4.896852
Sum squared resid	0.026325	Schwarz criterion	-4.491715
Log likelihood	219.6678	Hannan-Quinn criter.	-4.733990
F-statistic	3.695139	Durbin-Watson stat	2.180338
Prob(F-statistic)	0.000181		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م7.5): نتائج تقدير دالة القروض البنكية الخاصة بنموذج قناة الاقراض البنكي

Dependent Variable: D(LNCR)
Method: Least Squares
Date: 11/20/18 Time: 05:51
Sample (adjusted): 1996Q1 2016Q4
Included observations: 84 after adjustments
D(LNCR) = C(29)*(LNIPC(-1) - 0.179118145983*LNGDP(-1) -
0.236633064517*LNCR(-1) - 0.153742117331*LNDISR(-1) -
1.07569346809) + C(30)*D(LNIPC(-1)) + C(31)*D(LNIPC(-2)) +
C(32)*D(LNIPC(-3)) + C(33)*D(LNGDP(-1)) + C(34)*D(LNGDP(-2))
+ C(35)*D(LNGDP(-3)) + C(36)*D(LNCR(-1)) + C(37)*D(LNCR(-2))
+ C(38)*D(LNCR(-3)) + C(39)*D(LNDISR(-1)) + C(40)*D(LNDISR(
-2)) + C(41)*D(LNDISR(-3)) + C(42)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(29)	0.215252	0.175686	1.225209	0.2246
C(30)	-0.300483	0.314857	-0.954348	0.3432
C(31)	0.101432	0.313493	0.323554	0.7472
C(32)	0.476480	0.296556	1.606713	0.1126
C(33)	-0.116894	0.159827	-0.731375	0.4670
C(34)	0.148893	0.163790	0.909046	0.3664
C(35)	-0.171064	0.156750	-1.091319	0.2789
C(36)	-0.099565	0.115019	-0.865636	0.3896
C(37)	0.171577	0.110240	1.556393	0.1241
C(38)	0.003434	0.110205	0.031163	0.9752
C(39)	0.357146	0.159267	2.242432	0.0281
C(40)	0.438586	0.165347	2.652513	0.0099
C(41)	-0.172639	0.183928	-0.938620	0.3512
C(42)	0.038972	0.012552	3.104773	0.0027

R-squared	0.241309	Mean dependent var	0.031510
Adjusted R-squared	0.100409	S.D. dependent var	0.061168
S.E. of regression	0.058016	Akaike info criterion	-2.705181
Sum squared resid	0.235611	Schwarz criterion	-2.300045
Log likelihood	127.6176	Hannan-Quinn criter.	-2.542320
F-statistic	1.712626	Durbin-Watson stat	2.099099
Prob(F-statistic)	0.077188		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م8.5): نتائج تقدير دالة مؤشر أسعار الاستهلاك الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

Dependent Variable: D(LNIPC)
Method: Least Squares
Date: 11/20/18 Time: 22:16
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
D(LNIPC) = C(1)*(LNIPC(-1) - 0.648641752636*LNGDP(-1) + 2.13714318099*LNREER(-1) - 0.879633887349*LNDISR(-1) - 8.12397940863) + C(2)*D(LNIPC(-1)) + C(3)*D(LNIPC(-2)) + C(4) *D(LNGDP(-1)) + C(5)*D(LNGDP(-2)) + C(6)*D(LNREER(-1)) + C(7)*D(LNREER(-2)) + C(8)*D(LNDISR(-1)) + C(9)*D(LNDISR(-2)) + C(10)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.050513	0.015202	-3.322891	0.0014
C(2)	-0.254075	0.107212	-2.369830	0.0204
C(3)	-0.070983	0.108546	-0.653946	0.5151
C(4)	-0.081895	0.062182	-1.317028	0.1918
C(5)	-0.016027	0.059035	-0.271493	0.7868
C(6)	0.215838	0.096383	2.239364	0.0281
C(7)	-0.126800	0.102794	-1.233533	0.2212
C(8)	-0.006206	0.055385	-0.112060	0.9111
C(9)	-0.125753	0.055639	-2.260140	0.0267
C(10)	0.015561	0.003750	4.149321	0.0001

R-squared	0.269424	Mean dependent var	0.011220
Adjusted R-squared	0.181755	S.D. dependent var	0.023168
S.E. of regression	0.020957	Akaike info criterion	-4.782583
Sum squared resid	0.032939	Schwarz criterion	-4.495213
Log likelihood	213.2598	Hannan-Quinn criter.	-4.666995
F-statistic	3.073198	Durbin-Watson stat	1.961689
Prob(F-statistic)	0.003445		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م9.5): نتائج تقدير دالة الناتج المحلي الاجمالي الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

Dependent Variable: D(LNGDP)
Method: Least Squares
Date: 11/21/18 Time: 09:58
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
D(LNGDP) = C(11)*(LNIPC(-1) - 0.648641752636*LNGDP(-1) + 2.13714318099*LNREER(-1) - 0.879633887349*LNDISR(-1) - 8.12397940863) + C(12)*D(LNIPC(-1)) + C(13)*D(LNIPC(-2)) + C(14)*D(LNGDP(-1)) + C(15)*D(LNGDP(-2)) + C(16)*D(LNREER(-1)) + C(17)*D(LNREER(-2)) + C(18)*D(LNDISR(-1)) + C(19)

*D(LNDISR(-2)) + C(20)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(11)	-0.018975	0.027559	-0.688526	0.4932
C(12)	-0.002882	0.194364	-0.014830	0.9882
C(13)	0.263869	0.196782	1.340923	0.1840
C(14)	0.134871	0.112729	1.196425	0.2353
C(15)	0.056806	0.107023	0.530781	0.5971
C(16)	-0.628372	0.174732	-3.596196	0.0006
C(17)	-0.268245	0.186354	-1.439440	0.1542
C(18)	0.052011	0.100406	0.518007	0.6060
C(19)	-0.194153	0.100868	-1.924822	0.0580
C(20)	0.013446	0.006799	1.977815	0.0516

R-squared	0.311097	Mean dependent var	0.025643
Adjusted R-squared	0.228428	S.D. dependent var	0.043252
S.E. of regression	0.037992	Akaike info criterion	-3.592740
Sum squared resid	0.108256	Schwarz criterion	-3.305369
Log likelihood	162.6914	Hannan-Quinn criter.	-3.477151
F-statistic	3.763190	Durbin-Watson stat	2.054959
Prob(F-statistic)	0.000600		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م10.5): نتائج تقدير دالة سعر الصرف الخاصة بنموذج قناة سعر الصرف

Dependent Variable: D(LNREER)
Method: Least Squares
Date: 11/21/18 Time: 14:55
Sample (adjusted): 1995Q4 2016Q4
Included observations: 85 after adjustments
D(LNREER) = C(21)*(LNIPC(-1) - 0.648641752636*LNGDP(-1) + 2.13714318099*LNREER(-1) - 0.879633887349*LNDISR(-1) - 8.12397940863) + C(22)*D(LNIPC(-1)) + C(23)*D(LNIPC(-2)) + C(24)*D(LNGDP(-1)) + C(25)*D(LNGDP(-2)) + C(26)*D(LNREER(-1)) + C(27)*D(LNREER(-2)) + C(28)*D(LNDISR(-1)) + C(29)*D(LNDISR(-2)) + C(30)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(21)	-0.081259	0.016031	-5.068772	0.0000
C(22)	-0.198376	0.113064	-1.754542	0.0834
C(23)	-0.056338	0.114471	-0.492157	0.6240
C(24)	0.074587	0.065576	1.137418	0.2590
C(25)	-0.037060	0.062257	-0.595274	0.5535
C(26)	0.269416	0.101644	2.650578	0.0098
C(27)	0.024342	0.108405	0.224551	0.8229
C(28)	-0.167532	0.058408	-2.868312	0.0054
C(29)	-0.166513	0.058676	-2.837826	0.0058
C(30)	-0.003977	0.003955	-1.005501	0.3179

R-squared	0.396284	Mean dependent var	-0.001113
Adjusted R-squared	0.323838	S.D. dependent var	0.026877
S.E. of regression	0.022101	Akaike info criterion	-4.676292
Sum squared resid	0.036633	Schwarz criterion	-4.388921
Log likelihood	208.7424	Hannan-Quinn criter.	-4.560703
F-statistic	5.470072	Durbin-Watson stat	2.068741
Prob(F-statistic)	0.000009		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

الملحق رقم (6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة

جدول رقم (م1.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (النموذج الأساسي)

Accumulated Response of LNIPC:

Period	LNDISR	LNGDP	LNIPC
1	0.000000	0.000000	0.022107
2	0.000827	0.001646	0.038749
3	-0.003753	0.005588	0.054329
4	-0.005206	0.012245	0.069240
5	-0.005678	0.020223	0.083036
6	-0.006126	0.028935	0.096659
7	-0.006024	0.038481	0.109794
8	-0.005604	0.048792	0.122379
9	-0.004844	0.059791	0.134551
10	-0.003735	0.071406	0.146329
11	-0.002351	0.083566	0.157757
12	-0.000709	0.096221	0.168871
13	0.001168	0.109324	0.179696
14	0.003255	0.122834	0.190261
15	0.005533	0.136709	0.200591
16	0.007984	0.150916	0.210710
17	0.010591	0.165422	0.220636
18	0.013339	0.180198	0.230389
19	0.016215	0.195219	0.239985
20	0.019206	0.210462	0.249439

Accumulated Response of LNGDP:

Period	LNDISR	LNGDP	LNIPC
1	0.000000	0.041327	0.001388
2	0.004286	0.091914	-0.001250
3	0.004542	0.141277	0.004574
4	0.003961	0.187714	0.013822
5	-2.40E-05	0.231121	0.025074
6	-0.005724	0.271877	0.038469
7	-0.012601	0.310064	0.053562
8	-0.020897	0.345701	0.070348
9	-0.030408	0.379009	0.088681
10	-0.041022	0.410215	0.108354
11	-0.052642	0.439520	0.129249
12	-0.065156	0.467105	0.151250
13	-0.078481	0.493131	0.174250
14	-0.092543	0.517748	0.198154
15	-0.107269	0.541091	0.222874
16	-0.122595	0.563282	0.248333
17	-0.138465	0.584432	0.274460
18	-0.154825	0.604641	0.301189
19	-0.171629	0.623998	0.328464
20	-0.188834	0.642586	0.356233

Accumulated Response of LNDISR:

Period	LNDISR	LNGDP	LNIPC
1	0.044365	0.005694	-0.005081
2	0.082853	0.006532	-0.014036
3	0.119431	0.007793	-0.021523
4	0.160143	0.013360	-0.033596
5	0.201949	0.022582	-0.048649
6	0.245919	0.035074	-0.065481
7	0.291628	0.050478	-0.084317
8	0.338562	0.068504	-0.104852

9	0.386803	0.088983	-0.126949
10	0.436211	0.111683	-0.150493
11	0.486656	0.136384	-0.175314
12	0.538051	0.162894	-0.201294
13	0.590297	0.191039	-0.228324
14	0.643315	0.220664	-0.256302
15	0.697030	0.251627	-0.285137
16	0.751375	0.283800	-0.314748
17	0.806291	0.317065	-0.345059
18	0.861722	0.351319	-0.376004
19	0.917619	0.386467	-0.407522
20	0.973937	0.422422	-0.439557

Cholesky Ordering: LNIPC LNGDP LNDISR

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م2.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (نموذج قناة سعر الفائدة)

Accumulated Response of DLNIPC:

Period	DLNDISR	DLNDR	DLNGDP	DLNIPC
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.021280
2	0.002711	0.007446	0.000190	0.016260
3	-0.002157	0.010113	0.002355	0.015963
4	0.001562	0.010500	0.003394	0.017902
5	0.001783	0.011483	0.002876	0.017987
6	0.001448	0.011883	0.002967	0.018336
7	0.001826	0.012184	0.003114	0.018416
8	0.001843	0.012360	0.003128	0.018437

Accumulated Response of DLNGDP:

Period	DLNDISR	DLNDR	DLNGDP	DLNIPC
1	0.000000	0.000000	0.042523	-0.000650
2	0.001956	-0.001062	0.053868	-0.006367
3	-0.004752	-0.004414	0.054749	-0.000985
4	-0.004738	-0.004377	0.055109	-0.000560
5	-0.006977	-0.003587	0.055659	-0.002101
6	-0.006935	-0.003858	0.056237	-0.001836
7	-0.006516	-0.003912	0.056154	-0.001743
8	-0.006750	-0.003893	0.056062	-0.001756

Accumulated Response of DLNDR:

Period	DLNDISR	DLNDR	DLNGDP	DLNIPC
1	0.000000	0.069273	-0.001794	-0.032693
2	0.018280	0.076630	-0.002936	-0.030863
3	0.038771	0.079476	-0.008898	-0.012050
4	0.041468	0.086775	-0.013311	-0.013121
5	0.039206	0.090147	-0.012010	-0.012409
6	0.042539	0.091595	-0.010995	-0.011439
7	0.042960	0.092611	-0.011243	-0.011020
8	0.043106	0.093095	-0.011213	-0.010493

Accumulated Response of DLNDISR:

Period	DLNDISR	DLNDR	DLNGDP	DLNIPC
1	0.046916	0.000602	0.002709	-0.000625
2	0.044376	4.99E-05	-0.005128	-0.001029
3	0.044657	-0.001790	-0.006166	0.003482
4	0.045727	-0.000544	-0.006244	0.001428

5	0.044351	-0.000517	-0.005915	0.001026
6	0.045222	-0.000842	-0.005788	0.001544
7	0.045189	-0.000762	-0.005992	0.001415
8	0.044989	-0.000773	-0.005976	0.001426

Cholesky Ordering: DLNIPC DLNGDP DLNDR DLNDISR

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م3.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (نموذج قناة الاقراض البنكي)

Accumulated Response of LNIPC:

Period	LNDISR	LNCR	LNGDP	LNIPC
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.019392
2	-0.000953	0.008861	-0.000752	0.031599
3	-0.006293	0.016287	0.000916	0.042784
4	-0.008178	0.022772	0.004109	0.055721
5	-0.008849	0.033153	0.006324	0.067535
6	-0.010242	0.042127	0.009346	0.077720
7	-0.008269	0.053050	0.013098	0.088233
8	-0.005202	0.064375	0.015773	0.098342
9	-0.001131	0.076142	0.018706	0.107862
10	0.004551	0.088932	0.021179	0.117631
11	0.011144	0.101953	0.023150	0.127068
12	0.018588	0.115518	0.024954	0.136435

Accumulated Response of LNGDP:

Period	LNDISR	LNCR	LNGDP	LNIPC
1	0.000000	0.000000	0.042888	0.000284
2	0.003889	-0.001440	0.095961	-0.003998
3	0.004188	-0.004868	0.149090	-0.002041
4	0.008064	-0.000274	0.202270	0.004576
5	0.012807	0.005893	0.253888	0.012139
6	0.015491	0.008849	0.305352	0.022525
7	0.016233	0.012823	0.355048	0.036138
8	0.013575	0.016371	0.403534	0.050251
9	0.008586	0.018772	0.452792	0.064878
10	0.001443	0.019951	0.502301	0.080228
11	-0.008059	0.020168	0.552299	0.095582
12	-0.019206	0.019788	0.603040	0.111019

Accumulated Response of LNCR:

Period	LNDISR	LNCR	LNGDP	LNIPC
1	0.000000	0.054325	-0.009128	0.018202
2	0.014120	0.103330	-0.023480	0.031475
3	0.042840	0.160495	-0.037228	0.054350
4	0.062281	0.211319	-0.062553	0.083803
5	0.082071	0.270999	-0.089147	0.113033
6	0.101741	0.331133	-0.118752	0.143845
7	0.119957	0.387221	-0.147307	0.173278
8	0.136974	0.444916	-0.175918	0.203665
9	0.152648	0.501664	-0.204800	0.232892
10	0.169107	0.559141	-0.232358	0.261403
11	0.185607	0.615874	-0.259805	0.289765
12	0.202432	0.672796	-0.286860	0.317721

Accumulated Response of LNDISR:

Period	LNDISR	LNCR	LNGDP	LNIPC
1	0.043574	0.008810	0.000213	-0.001522
2	0.085849	0.010723	-0.006923	-0.003700

3	0.127035	0.011530	-0.013889	-0.006673
4	0.179292	0.025176	-0.026095	-0.007185
5	0.233211	0.034710	-0.040930	-0.011220
6	0.290627	0.045714	-0.054443	-0.014688
7	0.349879	0.058266	-0.071361	-0.017375
8	0.410740	0.071979	-0.088700	-0.021820
9	0.473778	0.086623	-0.106257	-0.026207
10	0.538289	0.101297	-0.124549	-0.031022
11	0.604025	0.117049	-0.143195	-0.036187
12	0.670928	0.133241	-0.162271	-0.041629

Cholesky Ordering: LNIPC LNGDP LNCR LNDISR

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م4.6): نتائج تحليل دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (نموذج قناة سعر الصرف)

Accumulated Response of LNIPC:

Period	LNDISR	LNREER	LNGDP	LNIPC
1	-0.002432	0.002077	0.000252	0.020710
2	-0.002628	0.005973	-0.001434	0.035111
3	-0.007317	0.004808	-0.002044	0.048225
4	-0.007440	0.001436	-0.001458	0.062520
5	-0.004389	-0.002866	-0.001140	0.076559
6	-0.000434	-0.008769	-0.001163	0.090897
7	0.004934	-0.015652	-0.001428	0.105437
8	0.011496	-0.023124	-0.001907	0.119947
9	0.018836	-0.031120	-0.002548	0.134472
10	0.026820	-0.039537	-0.003298	0.149019
11	0.035337	-0.048290	-0.004128	0.163566
12	0.044277	-0.057330	-0.005019	0.178117
13	0.053568	-0.066609	-0.005957	0.192677
14	0.063149	-0.076082	-0.006935	0.207243
15	0.072965	-0.085716	-0.007946	0.221815
16	0.082973	-0.095480	-0.008985	0.236392
17	0.093139	-0.105349	-0.010047	0.250973
18	0.103433	-0.115304	-0.011128	0.265558
19	0.113830	-0.125329	-0.012224	0.280145
20	0.124313	-0.135410	-0.013333	0.294733

Accumulated Response of LNGDP:

Period	LNDISR	LNREER	LNGDP	LNIPC
1	0.002118	-0.001502	0.037903	0.000000
2	0.008917	-0.018013	0.081380	-0.000453
3	0.010405	-0.043954	0.124580	0.007948
4	0.017267	-0.069569	0.166103	0.019114
5	0.022758	-0.092388	0.205221	0.029757
6	0.025102	-0.112797	0.243476	0.040738
7	0.025266	-0.130463	0.281539	0.051349
8	0.023031	-0.146184	0.319806	0.061556
9	0.018827	-0.160638	0.358424	0.071610
10	0.013210	-0.174167	0.397362	0.081576
11	0.006494	-0.187022	0.436536	0.091503
12	-0.001081	-0.199358	0.475872	0.101424
13	-0.009329	-0.211260	0.515318	0.111344
14	-0.018125	-0.222800	0.554844	0.121258
15	-0.027374	-0.234035	0.594430	0.131166
16	-0.036994	-0.245017	0.634067	0.141065

17	-0.046919	-0.255792	0.673746	0.150957
18	-0.057094	-0.266398	0.713460	0.160842
19	-0.067472	-0.276866	0.753204	0.170722
20	-0.078017	-0.287223	0.792972	0.180598

Accumulated Response of LNREER:

Period	LNDISR	LNREER	LNGDP	LNIPC
1	-0.001671	0.022037	0.000000	0.000000
2	-0.007022	0.045413	0.004754	-0.005791
3	-0.016256	0.062740	0.012669	-0.013051
4	-0.020696	0.075058	0.023135	-0.018990
5	-0.020141	0.084049	0.033769	-0.024693
6	-0.016800	0.090043	0.043917	-0.029747
7	-0.010744	0.094183	0.053498	-0.034395
8	-0.002605	0.097200	0.062575	-0.038982
9	0.006962	0.099353	0.071302	-0.043540
10	0.017653	0.100831	0.079805	-0.048090
11	0.029241	0.101748	0.088164	-0.052648
12	0.041554	0.102182	0.096423	-0.057204
13	0.054468	0.102206	0.104605	-0.061750
14	0.067881	0.101889	0.112722	-0.066285
15	0.081703	0.101292	0.120783	-0.070810
16	0.095862	0.100467	0.128796	-0.075325
17	0.110294	0.099457	0.136769	-0.079833
18	0.124949	0.098298	0.144709	-0.084335
19	0.139786	0.097018	0.152622	-0.088833
20	0.154769	0.095640	0.160514	-0.093327

Accumulated Response of LNDISR:

Period	LNDISR	LNREER	LNGDP	LNIPC
1	0.046548	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.089906	0.001638	-0.009321	-0.002381
3	0.132836	0.000459	-0.019453	-0.001702
4	0.180251	0.000276	-0.030435	-0.003120
5	0.228449	-0.001039	-0.041339	-0.005086
6	0.278224	-0.003716	-0.052124	-0.006885
7	0.329626	-0.007488	-0.062938	-0.008717
8	0.382293	-0.012314	-0.073847	-0.010496
9	0.436089	-0.017971	-0.084888	-0.012194
10	0.490829	-0.024254	-0.096068	-0.013850
11	0.546306	-0.031031	-0.107371	-0.015480
12	0.602373	-0.038197	-0.118773	-0.017091
13	0.658918	-0.045675	-0.130250	-0.018693
14	0.715847	-0.053407	-0.141786	-0.020288
15	0.773088	-0.061347	-0.153367	-0.021877
16	0.830583	-0.069458	-0.164985	-0.023460
17	0.888287	-0.077709	-0.176633	-0.025039
18	0.946160	-0.086075	-0.188305	-0.026613
19	1.004172	-0.094534	-0.199998	-0.028184
20	1.062297	-0.103068	-0.211706	-0.029753

Cholesky Ordering: LNDISR LNREER LNGDP LNIPC

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

الملحق رقم (7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ

جدول رقم (م1.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (النموذج الأساسي)

Variance Decomposition of LNIPC:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNDISR
1	0.022107	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.027732	99.55891	0.352095	0.089000
3	0.032378	96.19250	1.740835	2.066669
4	0.036292	93.44441	4.750364	1.805225
5	0.039640	90.44029	8.032357	1.527353
6	0.042813	87.65354	11.02621	1.320250
7	0.045789	84.85923	13.98605	1.154714
8	0.048596	82.04744	16.91989	1.032672
9	0.051296	79.26809	19.78309	0.948818
10	0.053908	76.54475	22.55392	0.901338
11	0.056449	73.90798	25.20981	0.882210
12	0.058931	71.37047	27.74246	0.887064
13	0.061362	68.93994	30.14835	0.911709
14	0.063747	66.62319	32.42488	0.951924
15	0.066092	64.42300	34.57259	1.004413
16	0.068399	62.33956	36.59422	1.066229
17	0.070669	60.37113	38.49396	1.134907
18	0.072905	58.51449	40.27706	1.208453
19	0.075107	56.76541	41.94938	1.285215
20	0.077277	55.11905	43.51709	1.363859

Variance Decomposition of LNGDP:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNDISR
1	0.041350	0.112701	99.88730	0.000000
2	0.065531	0.206920	99.36535	0.427727
3	0.082249	0.632696	99.09482	0.272485
4	0.094906	1.424639	98.36695	0.208409
5	0.105042	2.310586	97.37538	0.314034
6	0.113608	3.365309	96.11454	0.520153
7	0.120996	4.522872	94.69549	0.781641
8	0.127518	5.805042	93.06800	1.126961
9	0.133404	7.192504	91.26950	1.537996
10	0.138817	8.650958	89.34404	2.004998
11	0.143877	10.16234	87.31887	2.518789
12	0.148668	11.70797	85.22449	3.067539
13	0.153252	13.27038	83.08676	3.642860
14	0.157674	14.83472	80.92858	4.236705
15	0.161969	16.38786	78.77056	4.841582
16	0.166161	17.91897	76.62986	5.451170
17	0.170268	19.41938	74.52058	6.060035
18	0.174304	20.88225	72.45409	6.663656
19	0.178277	22.30243	70.43921	7.258365
20	0.182196	23.67622	68.48255	7.841231

Variance Decomposition of LNDISR:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNDISR
1	0.045016	1.273755	1.600058	97.12619
2	0.059906	2.954135	0.923057	96.12281
3	0.070600	3.251481	0.696497	96.05202
4	0.082574	4.514469	0.963791	94.52174
5	0.094223	6.019637	1.698161	92.28220
6	0.106069	7.268409	2.727020	90.00457
7	0.118034	8.416072	3.905220	87.67871
8	0.129928	9.443641	5.147823	85.40854

9	0.141832	10.35231	6.404702	83.24299
10	0.153711	11.16008	7.634067	81.20586
11	0.165523	11.87279	8.810214	79.31700
12	0.177249	12.50225	9.920062	77.57768
13	0.188864	13.06005	10.95828	75.98167
14	0.200352	13.55536	11.92407	74.52057
15	0.211699	13.99650	12.81927	73.18423
16	0.222894	14.39065	13.64727	71.96208
17	0.233929	14.74394	14.41226	70.84379
18	0.244798	15.06163	15.11878	69.81959
19	0.255498	15.34822	15.77138	68.88040
20	0.266027	15.60755	16.37447	68.01798

Cholesky Ordering: LNIPC LNGDP LNDISR

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م2.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (نموذج قناة سعر الفائدة)

Variance Decomposition of DLNIPC:

Period	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
1	0.021280	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.023257	88.38463	0.006662	10.24974	1.358971
3	0.024010	82.94303	0.819440	10.85106	5.386473
4	0.024398	80.95188	0.975004	10.53316	7.539953
5	0.024425	80.77796	1.017979	10.67226	7.531800
6	0.024433	80.74391	1.018703	10.69191	7.545480
7	0.024438	80.70974	1.021834	10.70238	7.566050
8	0.024439	80.70547	1.021815	10.70703	7.565691

Variance Decomposition of DLNGDP:

Period	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
1	0.042528	0.023344	99.97666	0.000000	0.000000
2	0.044441	1.676286	98.07283	0.057150	0.193735
3	0.045398	3.011776	94.01959	0.599694	2.368941
4	0.045401	3.020075	94.01167	0.599668	2.368592
5	0.045492	3.122671	93.64872	0.627402	2.601210
6	0.045498	3.125346	93.64316	0.630801	2.600693
7	0.045500	3.125473	93.63472	0.630881	2.608925
8	0.045501	3.125386	93.63225	0.630878	2.611486

Variance Decomposition of DLNDR:

Period	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
1	0.076621	18.20626	0.054809	81.73894	0.000000
2	0.079144	17.11765	0.072191	77.47539	5.334769
3	0.084150	20.13952	0.565856	68.64615	10.64847
4	0.084631	19.92729	0.831379	68.61197	10.62935
5	0.084741	19.88250	0.852792	68.59175	10.67296
6	0.084831	19.85361	0.865307	68.47621	10.80487
7	0.084839	19.85206	0.865983	68.47680	10.80515
8	0.084842	19.85445	0.865931	68.47497	10.80465

Variance Decomposition of DLNDISR:

Period	S.E.	DLNIPC	DLNGDP	DLNDR	DLNDISR
1	0.047003	0.017661	0.332208	0.016425	99.63371
2	0.047724	0.024300	3.019010	0.029333	96.92736
3	0.047984	0.907554	3.033146	0.175997	95.88330
4	0.048056	1.087404	3.024322	0.242649	95.64563

5	0.048079	1.093376	3.026155	0.242453	95.63802
6	0.048091	1.104413	3.025350	0.246892	95.62335
7	0.048091	1.105101	3.027061	0.247165	95.62067
8	0.048092	1.105087	3.027019	0.247166	95.62073

Cholesky Ordering: DLNIPC DLNGDP DLNDR DLNDISR

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م3.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (نموذج قناة الاقراض البنكي)

Variance Decomposition of LNIPC:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
1	0.019392	88.99580	0.347690	10.53946	0.117049
2	0.024598	67.58885	0.496642	31.81523	0.099281
3	0.028576	57.27803	1.922292	38.63233	2.167344
4	0.032245	54.49557	3.840729	39.86731	1.796392
5	0.035951	48.51710	4.601392	45.35818	1.523321
6	0.038572	45.08191	5.637118	47.95726	1.323713
7	0.041661	41.17145	6.807494	50.07396	1.947098
8	0.044527	37.99747	7.117309	51.96274	2.922483
9	0.047296	35.09323	7.445461	53.25765	4.203652
10	0.050342	32.25511	7.443796	54.20465	6.096440
11	0.053294	29.80756	7.260539	54.81245	8.119456
12	0.056309	27.56951	7.027341	55.18268	10.22047

Variance Decomposition of LNGDP:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
1	0.042889	0.000000	97.48702	2.510898	0.002077
2	0.068496	0.266540	95.39833	4.005951	0.329175
3	0.086776	0.257902	95.40755	4.128924	0.205624
4	0.102167	0.409505	96.17058	3.056752	0.363160
5	0.114979	0.537213	96.49555	2.421167	0.546068
6	0.126462	0.928232	96.51468	2.045386	0.511705
7	0.136616	1.484847	96.31518	1.752644	0.447331
8	0.145718	1.941833	96.10142	1.541737	0.415007
9	0.154611	2.352210	95.81814	1.369517	0.460132
10	0.163229	2.754844	95.41541	1.230317	0.599425
11	0.171667	3.080217	94.95100	1.117249	0.851532
12	0.180020	3.345615	94.46394	1.023461	1.166987

Variance Decomposition of LNCR:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
1	0.058016	0.000000	0.000000	96.97318	3.026817
2	0.079679	0.038295	0.702905	89.31088	9.947923
3	0.105611	0.380553	0.606495	79.98723	19.02572
4	0.124995	1.475256	2.167460	77.76309	18.59419
5	0.145391	1.635621	2.881589	77.45986	18.02293
6	0.164218	1.824296	3.633334	77.08129	17.46107
7	0.179240	1.973994	4.155108	76.80680	17.06409
8	0.193616	2.088834	4.480656	76.87312	16.55739
9	0.206498	2.134598	4.785645	77.00417	16.07558
10	0.218605	2.132760	4.922429	77.14221	15.80260
11	0.229863	2.139113	5.042520	77.21679	15.60158
12	0.240570	2.130045	5.119817	77.27731	15.47283

Variance Decomposition of LNDISR:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNCR	LNDISR
1	0.044482	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000
2	0.061848	0.057896	1.782431	0.686737	97.47294

3	0.074696	0.056996	2.445689	1.167651	96.32966
4	0.092982	0.038116	3.181111	1.072155	95.70862
5	0.108996	0.046735	4.267138	0.782140	94.90399
6	0.124469	0.043675	4.499301	0.608847	94.84818
7	0.139479	0.036993	5.057474	0.533858	94.37167
8	0.153840	0.057343	5.427445	0.486770	94.02844
9	0.167877	0.071264	5.642513	0.462707	93.82352
10	0.181432	0.085131	5.845835	0.436619	93.63241
11	0.194579	0.103972	5.989363	0.430007	93.47666
12	0.207347	0.122620	6.109255	0.426808	93.34132

Cholesky Ordering: LNDISR LNCR LNGDP LNIPC

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

جدول رقم (م4.7): نتائج تحليل مكونات تباين حد الخطأ بالنسبة لـ (نموذج قناة سعر الصرف)

Variance Decomposition of LNIPC:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
1	0.020957	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.025781	98.23825	0.526967	0.768108	0.466676
3	0.029331	96.70451	0.490140	1.207979	1.597371
4	0.032809	95.01872	0.435787	3.144331	1.401165
5	0.036075	91.77104	0.391502	5.313087	2.524367
6	0.039465	87.74250	0.337925	8.178676	3.740898
7	0.042955	83.30677	0.289669	11.02599	5.377566
8	0.046420	78.97557	0.249256	13.52748	7.247689
9	0.049840	75.00399	0.216396	15.72827	9.051348
10	0.053205	71.42950	0.189892	17.63902	10.74159
11	0.056500	68.24366	0.168415	19.29047	12.29746
12	0.059719	65.41956	0.150822	20.72491	13.70470
13	0.062863	62.91899	0.136245	21.97373	14.97104
14	0.065927	60.70461	0.124048	23.06372	16.10763
15	0.068912	58.74180	0.113747	24.01853	17.12592
16	0.071819	56.99872	0.104971	24.85795	18.03836
17	0.074649	55.44695	0.097433	25.59880	18.85682
18	0.077404	54.06155	0.090905	26.25542	19.59213
19	0.080087	52.82081	0.085210	26.83987	20.25411
20	0.082702	51.70597	0.080206	27.36229	20.85153

Variance Decomposition of LNGDP:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
1	0.037992	0.000266	99.99973	0.000000	0.000000
2	0.060437	0.151169	93.51374	6.060800	0.274291
3	0.079149	0.677820	85.70618	13.40343	0.212570
4	0.093897	1.244221	81.68309	16.74750	0.325195
5	0.104933	1.590583	80.09705	17.97879	0.333574
6	0.114092	1.970171	79.49135	18.25631	0.282169
7	0.122027	2.287477	79.53065	17.90850	0.273375
8	0.129272	2.550123	79.80917	17.28755	0.353153
9	0.136126	2.782301	80.11979	16.57416	0.523743
10	0.142690	2.987621	80.40903	15.84872	0.754635
11	0.149010	3.170938	80.65366	15.15213	1.023271
12	0.155110	3.336665	80.85153	14.50046	1.311345
13	0.161007	3.486752	81.01027	13.89735	1.605635
14	0.166716	3.622731	81.13691	13.34182	1.898539
15	0.172254	3.746076	81.23762	12.83114	2.185162
16	0.177633	3.858071	81.31773	12.36202	2.462183
17	0.182867	3.959921	81.38148	11.93108	2.727525
18	0.187966	4.052747	81.43227	11.53503	2.979953

19	0.192940	4.137554	81.47284	11.17074	3.218863
20	0.197796	4.215231	81.50537	10.83526	3.444143

Variance Decomposition of LNREER:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
1	0.022101	1.158004	0.192040	98.64996	0.000000
2	0.033461	1.169616	1.193496	95.88775	1.749141
3	0.040255	1.943933	3.597555	88.19855	6.259967
4	0.044008	2.455268	7.882051	83.30030	6.362383
5	0.046513	3.210697	11.95200	79.14171	5.695598
6	0.048364	3.900342	15.39951	75.12677	5.573378
7	0.050063	4.547822	18.15730	70.97453	6.320348
8	0.051818	5.202135	20.23806	66.67294	7.886867
9	0.053649	5.827746	21.79737	62.40162	9.973266
10	0.055567	6.407654	22.95951	58.25773	12.37510
11	0.057563	6.936904	23.81715	54.32109	14.92486
12	0.059617	7.409782	24.44172	50.64907	17.49942
13	0.061714	7.825926	24.88491	47.26623	20.02294
14	0.063836	8.189475	25.18750	44.17780	22.44522
15	0.065969	8.506048	25.38316	41.37563	24.73516
16	0.068100	8.781764	25.49900	38.84215	26.87709
17	0.070220	9.022539	25.55647	36.55519	28.86580
18	0.072321	9.233624	25.57213	34.49100	30.70324
19	0.074397	9.419525	25.55846	32.62607	32.39595
20	0.076444	9.584049	25.52467	30.93826	33.95303

Variance Decomposition of LNDISR:

Period	S.E.	LNIPC	LNGDP	LNREER	LNDISR
1	0.046548	1.346799	0.312932	0.372875	97.96739
2	0.064357	2.003451	1.324721	0.227941	96.44389
3	0.078034	1.702682	1.864855	0.458078	95.97438
4	0.091979	1.813775	2.155508	0.465851	95.56487
5	0.104440	1.964255	2.277305	0.547119	95.21132
6	0.116241	2.053382	2.296231	0.704716	94.94567
7	0.127627	2.124237	2.274551	0.897897	94.70331
8	0.138593	2.175758	2.240977	1.117984	94.46528
9	0.149194	2.210950	2.205608	1.343656	94.23979
10	0.159444	2.236735	2.172868	1.559810	94.03059
11	0.169341	2.256458	2.144035	1.761036	93.83847
12	0.178897	2.271976	2.118645	1.945318	93.66406
13	0.188126	2.284637	2.096130	2.112615	93.50662
14	0.197048	2.295167	2.076045	2.264103	93.36468
15	0.205679	2.304018	2.058038	2.401203	93.23674
16	0.214040	2.311535	2.041845	2.525310	93.12131
17	0.222146	2.317973	2.027257	2.637752	93.01702
18	0.230015	2.323533	2.014093	2.739746	92.92263
19	0.237662	2.328375	2.002192	2.832395	92.83704
20	0.245100	2.332625	1.991408	2.916699	92.75927

Cholesky Ordering: LNIPC LNGDP LNREER LNDISR

المصدر: من إعداد الباحث بناء على النتائج المستخرجة من برنامج **(EVIEWS 8).**

ملخصات الدراسة

- الملخص باللغة العربية
- الملخص باللغة الانجليزية
- الملخص باللغة الفرنسية

ملخص:

تستهدف هذه الدراسة قياس أثر السياسة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر أسعار الاستهلاك في الاقتصاد الجزائري من خلال عدة قنوات تتمثل في كل من: قناة سعر الفائدة، قناة الإقراض البنكي، وقناة سعر الصرف، وذلك من أجل اختبار مدى فاعلية هذه القنوات في استهداف كل من معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم في الجزائر للفترة الممتدة من الفصل الأول من سنة 1995 إلى الفصل الرابع من سنة 2016؛ حيث تم دراسة كل قناة من هذه القنوات على حدا باستخدام نماذج قياسية حديثة تحوي متغيرات تقيس مدى فاعلية القناة المراد دراستها، وقد تم ربط المتغيرات الخاصة بكل من النموذج الأساسي ونموذج قناة الاقراض البنكي ونموذج قناة سعر الصرف باستخدام منهجية نموذج تصحيح الخطأ المتعدد VECM (Vector Error correction Model)، أما فيما يخص متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة فقد تم ر بطها باستخدام منهجية نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR (Autoregressive Vector).

وقد اعتمدت الدراسة في تحقيق أهدافها على ثلاث أدوات مهمة في تحليل الاقتصاد القياسي تتمثل في كل من، (Wald Test)، و دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (Impulse Accumulated Responses Functions)، وتحليل مكونات تباين حد الخطأ (Variance Decomposition)، المستخرجة من تقدير (Estimate) نموذج (VAR) ونموذج (VECM).

وتشير نتائج الدراسة إلى عدم قدرة قناة سعر الفائدة على استهداف كل من معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم في الجزائر، كما تشير إلى فاعلية قناة الإقراض البنكي في استهداف معدل التضخم بشكل جيد، في حين كانت الفاعلية منعدمة في استهداف معدل النمو الاقتصادي، أما فيما يخص قناة سعر الصرف فنتائج الدراسة تشير إلى فاعليتها في استهداف معدل التضخم، في حين تكون الفاعلية ضعيفة نوعا ما في استهداف معدل النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، قناة سعر الفائدة، قناة الإقراض البنكي، قناة سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر أسعار الاستهلاك، نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR.

Abstract:

This study aims to measure the effect of the monetary policy on the Gross domestic product and the Consumer Price Index in the Algerian economy for several years through several channels: the interest rate channel, the leanding rate channel and the exchange rate channel to test the effectiveness of these channels to target the economic growth rate and inflation rate in Algeria for the period between the first quarter of 1995 and the fourth quarter of 2016. Each of these channels was studied separately using modern standard models containing variables to measure the effectiveness of the channel to be studied, the variables of the base model, the bank lending channel model and the exchange rate model.were linked with the help of VECM. (Victor Error Correction Model): Interest rate channel model variables were plotted using the VAR (vector Autoregressive Model) methodology.

To achieve its objectives, the study is based on three important tools of econometric analysis: the Wald test, the functions of cumulation of the pulses, the analysis of the decomposition of the variance, Extract of the estimation model (VAR) and the VECM model.

The results of the study indicate that the interest rate channel has not been able to target the economic growth rate and the inflation rate in Algeria. It also indicates the effectiveness of the bank credit channel in targeting the rate of inflation. Although efficiency has not been targeted at the rate of economic growth, the results of the study indicate their effectiveness in targeting the rate of inflation, the rate of economic growth for its part is lower.

Keywords: The monetary Policy, the interest rate channel, the lending rate channel, the exchange rate channel, Gross domestic product, the Consumer Price Index, ,VAR (vector Autoregressive Model).

Résumé

Cette étude a pour objectif de mesurer l'effet de l'économie monétaire sur le produit intérieur brut et l'Indice des Prix à la Consommation dans l'économie algérienne durant plusieurs années à travers plusieurs canaux: le canal des taux d'intérêt, le canal des prêts bancaires et le canal des taux de change afin de tester l'efficacité de ces canaux pour cibler le taux de croissance économique et le taux d'inflation en Algérie pour la période qui s'étend entre le premier trimestre 1995 et le quatrième trimestre 2016. Chacun de ces canaux a été étudié séparément à l'aide de modèles standard modernes contenant des variables permettant de mesurer l'efficacité du canal à étudier, les variables du modèle de base, du modèle du canal de prêt bancaire et du modèle de taux de change ont été reliées à l'aide du VECM. (Modèle de correction d'erreur): Quant aux variables du modèle de canal de taux d'intérêt, elles ont été tracées à l'aide de la méthodologie VAR (vector Autoregressive Model).

Pour atteindre ses objectifs, l'étude s'appuie sur trois outils importants de l'analyse économétrique: le test de Wald, les fonctions de cumul des impulsions, l'analyse de la décomposition de la variance, Extrait du modèle d'estimation (VAR) et du modèle VECM. Les résultats de l'étude indiquent que le canal des taux d'intérêt n'a pas été en mesure de cibler le taux de croissance économique et le taux d'inflation en Algérie. Elle indique également l'efficacité du canal de crédit bancaire à cibler le taux d'inflation. Bien que l'efficacité n'ait pas été ciblée sur le taux de croissance économique, Les résultats de l'étude indiquent leur efficacité à cibler le taux d'inflation, le taux de croissance économique quant à lui est plus faible.

Mots-clés: La politique monétaire, le canal des taux d'intérêt, le canal des prêts, le canal des taux de change, le produit intérieur brut, l'Indice des Prix à la Consommation, modèle VAR.