

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Université Abou Bekr Belkaid
Tlemcen Algérie



جامعة أبي بكر بلقايد

كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
مدرسة الدكتوراه: التسيير الدولي للمؤسسات
أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية دولية
بعنوان:

أثر السياسة النقدية على النشاط الإقتصادي :
قنوات إنتقال السياسة النقدية
- دراسة قياسية لحالة الجزائر، تونس و المغرب-

تحت إشراف:

أ.د. بن بوزيان محمد

من إعداد الطالب:

صحراوي سعيد

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة وهران	أستاذ التعليم العالي	دريال عبد القادر
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	بن بوزيان محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	بن لدغم فتحي
ممتحنا	جامعة عنابة	أستاذ التعليم العالي	عولمي بسمة
ممتحنا	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر (أ)	رمضاني محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر (أ)	بن خالد نوال

السنة الجامعية 2018-2019

التشكرات

أشكر الله و أحمده

أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور بن بوزيان محمد على توجيهاته و نصائحه القيمة التي ساهمت بشكل كبير في إخراج هذه الأطروحة ، كما أشكر كذلك كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاح هذا العمل المتواضع. و أتقدم بالشكر و التقدير للسادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة.

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله و رعاهما.

إلى كل الإخوة و الأخوات و الأقارب و الأحباب.

د. صحراوي سعيد

فهرس محتويات البحث

كلمة شكر و تقدير

إهداء

فهرس محتويات البحث

فهرس الأشكال والجداول

مقدمة عامة أ.

الفصل الأول: السياسة النقدية و مدارس الفكر الاقتصادي..... 1

1..... مقدمة الفصل

2..... I- السياسة النقدية و المدرسة التجارية

4..... II- السياسة النقدية و المدرسة الكلاسيكية

5..... II-1- إنتقاد آدم سميث للمدرسة التجارية

6..... II-2- أفكار المدرسة الكلاسيكية

7..... II-3- الأفكار النقدية الكلاسيكية

11..... II-4- السياسة النقدية الكلاسيكية

11..... III-السياسة النقدية و المدرسة النيوكلاسيكية

12..... III-1- أصول النظرية الكمية للنقود

15..... III-2- معادلة التبادل

17..... III-3- النظرية الكمية للنقود

20..... III-4- نظرية كمية النقود في إطار معادلة كامبرج

26..... IV-الفكر النقدي في التحليل الماركسي

26..... IV-1- التبادل النقدي و دورة السلع البسيطة

28..... IV-2- التبادل النقدي و الدورة الرأسمالية

28..... V- السياسة النقدية و المدرسة الكينزية: النظرية النقدية لكينز

30..... V-1- النقود كوحدة حساب مشتركة

30..... V-2- النقود و معدل الفائدة

30..... V-2-1- الاقتصاد النقدي و حالة عدم التأكد

31..... V-2-2- الاستثمار و التوازن الاقتصادي الكلي

33..... V-2-3- الفعالية الحدية لرأس المال

34.....	4-2-V- النظرية العامة لمعدل الفائدة: تحديد معدل الفائدة
43.....	3-V- النظرية العامة للعمالة
45.....	4-V- تفسير كينز للدورة الاقتصادية
46..	VI-مُفارقة <i>Patinkin</i> : عدم الإنسجام الذي يميز التحليل الإنفصامي عند الكلاسيك و النيوكلاسيك
52.....	VII- تطور المقاربة الكينزية في الطلب على النقود
52.....	VII-1- نظرية بامول-توبين في الطلب على النقود بدافع الصفقات
59.....	VII-2- الطلب على النقود بدافع المضاربة عند توبين <i>Tobin</i> : نظرية تنويع المحفظة
70.....	VIII- السياسة النقدية و نموذج <i>IS/LM</i>
70.....	VIII-1- الإطار العام للنموذج
75.....	VIII-2- السياسات النقدية و المالية في إطار نموذج <i>IS/LM</i>
75.....	VIII-1-2- السياسة المالية في إطار نموذج <i>IS/LM</i>
76.....	VIII-2-2- فعالية السياسة المالية
77.....	VIII-3-2- السياسة النقدية في إطار نموذج <i>IS/LM</i>
78.....	VIII-4-2- فعالية السياسة النقدية
3-VIII	الجدل القائم بين الكينزيين والنقديين حول مسألة فعالية السياسات النقدية و المالية في إطار نموذج
79.....	<i>IS/LM</i>
79.....	IX-السياسة النقدية و نموذج ماندل-فليمينج <i>Mundell-Fleming</i>
81.....	X- السياسة النقدية و المدرسة النقدية الحديثة : النظرية الكمية المعاصرة لفريدمان
81.....	X-1- نظرية فريدمان في الطلب على النقود
85.....	X-2- الفرق بين نظريتي فريدمان و كينز للطلب على النقود
87.....	X-3- النظرية الكمية المعاصرة و صورتها التقليدية
89.....	X-4- دور السياسة النقدية: عدم الفعالية في المدى الطويل
91.....	X-5- النقاش القائم حول مسألة إستقرار الطلب على النقود
92.....	X-6- النقاش القائم حول مسألة إنتقال إثر تغير كمية النقود إلى النشاط الإقتصادي
93.....	XI- السياسة النقدية و المدرسة الكلاسيكية الجديدة: الكلاسيك الجدد
95.....	XII- السياسة النقدية و المدرسة الكينزية الجديدة: الكينزيون الجدد
98.....	خلاصة

102	مقدمة الفصل
102	I- ماهية السياسة النقدية
104	II- أهداف السياسة النقدية
104	II-1- استقرار الأسعار
108	II-2- محاربة البطالة
109	II-3- النمو الإقتصادي
110	II-4- التوازن الخارجي
110	II-5- الاستقرار المالي
112	II-6- استقرار معدلات الفائدة
113	II-7- استقرار سوق الصرف
115	III- أدوات السياسة النقدية
115	III-1- تأطير القرض
117	III-2- مراقبة الصرف
117	III-3- معدل إعادة الخصم
119	III-4- عمليات السوق المفتوحة
121	III-4-1- عمليات السوق المفتوحة عند البنك المركزي الأوروبي
126	III-4-2- عمليات السوق المفتوحة عند الاحتياطي الفدرالي الأمريكي
129	III-5- التسهيلات الدائمة
129	III-5-1- تسهيلة التسليف <i>La facilité de prêt</i>
130	III-5-2- تسهيلة الودائع <i>La facilité de dépôt</i>
132	III-6- الاحتياطي الإجباري
136	III-7- الخطاب الأدبي
137	IV- إستراتيجيات السياسة النقدية المُتَّبَعَة من قبل البنوك المركزية
139	IV-1- إستراتيجية الأهداف المتوسطة
140	IV-1-1- الأهداف المتوسطة و المتغيرات المعلوماتية
142	IV-1-2- الأهداف العملية و المتغيرات المؤشرة
143	IV-1-3- إستراتيجية اعتماد معدل الفائدة كهدف متوسط
147	IV-1-4- إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي الكمي

153	IV-2- إستراتيجية استهداف التضخم
158	IV-3- إستراتيجية بعض البنوك المركزية لكبرى الدول الصناعية و منطقة الأورو
158	IV-3-1- إستراتيجية الاحتياط الفدرالي الأمريكي
161	IV-3-2- إستراتيجية السياسة النقدية لدى البنك المركزي الأوروبي BCE
163	IV-4- إستراتيجية استهداف سعر الصرف
165	V- البنك المركزي و وظائفه
166	VI- مصداقية البنك المركزي: عامل أساسي لنجاح السياسة النقدية
173	VII- مسألة استقلالية البنك المركزي
175	VII-1- الجهة المساندة لفكرة استقلالية البنك المركزي
177	VII-2- الجهة المعارضة لفكرة استقلالية البنك المركزي
179	خلاصة
<hr/>	
181	الفصل الثالث: قنوات (ميكانيزمات) إنتقال السياسة النقدية
<hr/>	
181	مقدمة الفصل
182	I- قنوات انتقال السياسة النقدية في إطار النظرية الكمية للنقود
190	II- قناة معدلات الفائدة: Interest Rate Channel
190	II-1- القناة التقليدية لمعدلات الفائدة. Traditional Interest Rate Channel
192	II-2- قناة تكلفة القرض Cost Channel
194	III- قناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية الأخرى
194	III-1- قناة سعر الصرف Exchange Rate Channel
196	III-2- قناة أسعار الأصول Asset Price Channel
196	III-2-1- قناة معامل Q لتووين
198	III-2-2- قناة أثر الثروة
199	III-2-3- قناة أثر السيولة
200	IV- قناة القرض Credit Channel
201	IV-1- قناة القرض البنكي: القناة الضيقة للقرض Bank Lending Channel
205	IV-2- قناة رأس المال البنكي Bank Capital Channel
209	IV-3- قناة أخذ المخاطرة Risk-Taking Channel
211	IV-4- قناة الميزانية : القناة الموسعة للقرض Balance Sheet Channel

- 217..... -V دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات : قنوات إنتقالها خلال الأزمة
- 219..... -V-1 الإجراءات النقدية الوقائية الممكنة لتجنب أزمة حادة
- 223..... -V-2 إجراءات السياسة النقدية الحديثة المستعملة لمعالجة الأزمات
- 225..... -V-2-1 تدابير السياسة النقدية غير التقليدية المبنية على الشراء المكثف للأصول
- 225..... -V-2-1-1 سياسة التيسير الكمي (*Quantitative easing (QE)*)
- 226..... -V-2-1-2 سياسة تيسير الائتمان (*Credit easing (CE)*)
- 227..... -3-V-2-1 مقارنة بين التيسير الكمي و تيسير الائتمان
- 228..... -V-2-1-4 قنوات تأثير سياسات التيسير الكمي و تيسير الائتمان في الإقتصاد
- 229..... -V-2-1-4-1 قناة إعادة توازن المحافظ المالية
- 229..... -V-2-1-4-2 القناة المالية (قناة الموازنة) *The Fiscal Channel*
- 230..... -V-2-1-4-3 قناة الإشارة *The Signaling Channel*
- 231..... -V-2-2 سياسة التوجيه المسبق للتوقعات *Forward Guidance*
- 233..... -3-V-2 قناة تأثير سياسة التوجيه المسبق للتوقعات في الإقتصاد
- 234..... خلاصة

الفصل الرابع: تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدول المغرب العربي: الجزائر ، المغرب و تونس

- 236..... مقدمة الفصل
- 236..... -I تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدولة الجزائر
- 236..... -I-1 تحليل الواقع الاقتصادي و المالي
- 243..... -I-2 تحليل السياسة النقدية
- 243..... -I-2-1 معالم السياسة النقدية في ظل الاقتصاد الإشتراكي
- 243..... -I-2-2 إنعكاسات الإصلاحات الاقتصادية لسنوات 1986 ، 1988 و 1990 على النظام المصرفي و السياسة النقدية
- 245.....
- 246..... -I-2-2-1 قانون القرض و البنك لسنة 1986
- 246..... -I-2-2-2 قانون استقلالية البنوك لسنة 1988
- 247..... -I-2-2-3 قانون القرض و النقد 1990-10
- 248..... -I-2-3 تطور أهداف و أدوات السياسة النقدية في الجزائر بعد صدور قانون النقد و القرض
- 249..... -I-2-3-1 أهداف السياسة النقدية و أدواتها خلال المرحلة 1990-1994

249.....	I-2-3-2- أهداف السياسة النقدية و أدواتها خلال المرحلة 1994-2000
251.....	I-2-3-3- أهداف السياسة النقدية و أدواتها خلال المرحلة 2001-2009
254.....	I-2-3-4- أهداف السياسة النقدية و أدواتها خلال المرحلة 2010-2014
256.....	I-2-3-5- أهداف السياسة النقدية و أدواتها إعتباراً من سنة 2015
259.....	II- تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدولة المغرب
259.....	II-1- تحليل الواقع الاقتصادي و المالي
270.....	II-2- تحليل السياسة النقدية
271.....	III- تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدولة تونس
271.....	III-1- تحليل الواقع الاقتصادي و المالي
279.....	III-2- تحليل السياسة النقدية
281.....	خلاصة
الفصل الخامس: الدراسة القياسية لقنوات إنتقال السياسة النقدية في دول المغرب العربي: الجزائر ،	
287.....	المغرب و تونس
287.....	مقدمة الفصل
288.....	I- الدراسات القياسية السابقة حول قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية
291.....	I-1- الدراسات التطبيقية السابقة الخاصة بالدول المتقدمة
299.....	I-2- الدراسات التطبيقية السابقة الخاصة بالدول النامية ، الناشئة و التي تمر بمرحلة انتقالية
312.....	II- الدراسة القياسية لأثر صدمة في السياسة النقدية على متغيرات الاقتصاد الكلي: إختبار فعالية قنوات إنتقال السياسة النقدية في ثلاث دول مغاربية
312.....	II-1- المنهجية المستعملة
315.....	II-2- متغيرات الدراسة ، بياناتها و ترتيبها
315.....	II-2-1- متغيرات الدراسة
316.....	II-2-2- بيانات الدراسة
317.....	II-2-3- ترتيب المتغيرات
317.....	II-3- تقدير نماذج VAR
318.....	II-3-1- حالة دولة الجزائر
318.....	II-3-1-1- إختبار إستقرار السلاسل الزمنية

320.....	II-3-1-2- إختبار التكامل المتزامن: <i>Johansen Cointegration Test</i>
322.....	II-3-1-3- نموذج <i>VAR</i> الأساسي
325.....	II-3-1-4- نموذج قناة معدلات الفائدة
329.....	II-3-1-5- نموذج قناة القرض البنكي
332.....	II-3-1-6- نموذج قناة سعر الصرف
336.....	II-3-2- حالة دولة المغرب
336.....	II-3-2-1- إختبار إستقرار السلاسل الزمنية
338.....	II-3-2-2- إختبار التكامل المتزامن: <i>Johansen Cointegration Test</i>
339.....	II-3-2-3- نموذج <i>VAR</i> الأساسي
342.....	II-3-2-4- نموذج قناة معدلات الفائدة
346.....	II-3-2-5- نموذج قناة القرض البنكي
350.....	II-3-2-6- نموذج قناة سعر الصرف
354.....	II-3-2-7- نموذج قناة أسعار الأصول
357.....	II-3-3- حالة دولة تونس
357.....	II-3-3-1- إختبار إستقرار السلاسل الزمنية
359.....	II-3-3-2- إختبار التكامل المتزامن: <i>Johansen Cointegration Test</i>
360.....	II-3-3-3- نموذج <i>VAR</i> الأساسي
362.....	II-3-3-4- نموذج قناة القرض البنكي
366.....	II-3-3-5- نموذج قناة سعر الصرف
370.....	II-3-3-6- نموذج قناة أسعار الأصول
374.....	خلاصة
378.....	الخاتمة العامة
390.....	الملاحق
396.....	قائمة المراجع

الصفحة	الشكل
73	نموذج <i>IS/LM</i>

77	حالي عدم فعالية السياسة النقدية
124	عرض النقد المركزي
126	عمليات الضبط الدقيق: الحالة التي يكون فيها معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك أكبر من معدل الفائدة الموجه.
237	هيكل الصادرات بالنسب المئوية
241	تطور القروض المقدمة للاقتصاد في الجزائر
241	تقسيم القروض إلى الاقتصاد حسب الآجال (نسب مئوية من إجمالي القروض)
253	تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر
261	تطور حصص القطاعات الرئيسية من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)
263	الناتج الداخلي الإجمالي حسب قطاعات الأنشطة (مليون درهم)
266	تطور القروض البنكية في المغرب (بمليون درهم)
267	تقسيم القروض البنكية حسب الآجال (نسب مئوية من إجمالي القروض)
269	تطور القيمة السوقية بدول المغرب العربي: الجزائر، المغرب و تونس
274	تطور حصص أهم القطاعات من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)
277	تطور القروض البنكية في تونس (بمليون دينار)
324	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> للنموذج الأساسي في حالة دولة الجزائر
326	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة معدلات الفائدة (الجزائر)
328	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة معدلات الفائدة -الجزائر-)
328	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة معدلات الفائدة -الجزائر-)
330	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة القرض البنكي (الجزائر)
332	استجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة القرض البنكي -الجزائر-)
332	استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة القرض البنكي -الجزائر-)
333	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة سعر الصرف (الجزائر)
335	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف -الجزائر-)
335	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف -الجزائر-)
341	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> للنموذج الأساسي في حالة دولة المغرب
344	نتائج دوال الإستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة معدلات الفائدة (المغرب)
346	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة معدلات الفائدة -المغرب-)
346	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة معدلات الفائدة -المغرب-)
348	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة القرض البنكي (المغرب)
350	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة القرض البنكي -المغرب-)

350	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة القرض البنكي -المغرب-)
352	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة سعر الصرف (المغرب)
353	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف -المغرب-)
353	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف -المغرب-)
355	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة أسعار الأصول (المغرب)
357	استجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة أسعار الأصول -المغرب)
357	استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة أسعار الأصول -المغرب-)
362	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> للنموذج الأساسي في حالة دولة تونس
364	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة القرض البنكي (تونس)
366	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة القرض البنكي -تونس-)
366	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة القرض البنكي -تونس-)
367	نتائج دوال الإستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة سعر الصرف (تونس)
369	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف -تونس-)
369	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة سعر الصرف -تونس-)
371	نتائج دوال الاستجابة <i>Impulse Response Functions</i> لنموذج قناة أسعار الأصول (تونس)
373	إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة أسعار الأصول -تونس-)
373	إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية (نموذج قناة أسعار الأصول -تونس-)

الصفحة	الجدول
237	هيكل الصادرات (القيم بملايين الدولارات الأمريكية)

238	توزيع الناتج الداخلي الخام حسب القطاعات بالنسب المئوية
239	نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي للجزائر
240	تطور القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة في البورصة بدولة الجزائر
242	تطور القروض المحلية المقدمة من طرف القطاع المالي في كل من تونس الجزائر و المغرب (% من PIB)
260	هيكل الصادرات حسب القطاعات الرئيسية (القيم بالمليون درهم)
261	تطور نسب القطاعات الرئيسية من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)
262	الناتج الداخلي الإجمالي حسب قطاعات الأنشطة (مليون درهم)
263	توزيع الناتج الداخلي الإجمالي حسب قطاعات الأنشطة بالنسب المئوية
264	تطور نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي للمغرب
264	تطور معدل التضخم في المغرب
266	القروض البنكية حسب الأجل (بمليون درهم)
267	القروض البنكية حسب الأجل (بالنسب المئوية)
269	تطور القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة في البورصة بدول المغرب العربي: الجزائر، المغرب و تونس
271	قرارات السياسة النقدية منذ سنة 2006
273	تطور الصادرات حسب أهم القطاعات (القيم بالمليون دينار)
273	تطور نسب أهم القطاعات من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)
275	تطور نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي لتونس
275	تطور معدل التضخم في تونس
278	تطور القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة في البورصة بدولة تونس
278	تطور نسبة القيمة السوقية من الناتج الداخلي الخام للدول الثلاث: تونس، المغرب و الجزائر (% من PIB)
319	إختبار ديكي فولر الموسَّع « <i>Augmented Dickey Fuller</i> » <i>ADF</i> في حالة دولة الجزائر
320	إختبار « <i>Phillips Perron</i> » <i>PP</i> في حالة دولة الجزائر
321	نتائج إختبار التكامل المتزامن <i>Johansen Cointegration Test</i> في حالة دولة الجزائر
324	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> للنموذج الأساسي في حالة دولة الجزائر
327	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة معدلات الفائدة (الجزائر)
331	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة القرض البنكي (الجزائر)
334	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة سعر الصرف (الجزائر)
337	إختبار ديكي فولر الموسَّع « <i>Augmented Dickey Fuller</i> » <i>ADF</i> في حالة دولة المغرب
338	إختبار « <i>Phillips Perron</i> » <i>PP</i> في حالة دولة المغرب
339	نتائج إختبار التكامل المتزامن <i>Johansen Cointegration Test</i> في حالة دولة المغرب
342	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> للنموذج الأساسي في حالة دولة المغرب

345	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة معدلات الفائدة (المغرب)
349	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة القرض البنكي (المغرب)
351	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة سعر الصرف (المغرب)
356	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة أسعار الأصول (المغرب)
358	إختبار ديكي فولر الموسَّع « <i>ADF</i> » في حالة دولة تونس
359	إختبار « <i>PP</i> » في حالة دولة تونس
360	نتائج إختبار التكامل المتزامن <i>Johansen Cointegration Test</i> في حالة دولة تونس
361	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> للنموذج الأساسي في حالة دولة تونس
365	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة القرض البنكي (تونس)
368	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة سعر الصرف (تونس)
372	نتائج تحليل التباين <i>Variance Decomposition</i> لنموذج قناة أسعار الأصول (تونس)
373	ملخص نتائج نماذج <i>VAR</i> المقدَّرة بالنسبة لدولة الجزائر
374	ملخص نتائج نماذج <i>VAR</i> المقدَّرة بالنسبة لدولة المغرب
374	ملخص نتائج نماذج <i>VAR</i> المقدَّرة بالنسبة لدولة تونس

مقدمة عامة

دار جدل كبير عبر التاريخ بين مختلف المدارس الفكرية في حقل الاقتصاد ، حول دور النقود في الاقتصاد. فمنها من إعتبرتها حيادية و بالتالي رأت فيها مجرد عامل مؤثر على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال إرتفاع أو إنخفاض الأسعار ليس أكثر من ذلك، بينما أصرت مدارس أخرى على التأكيد على أنها تمارس دور هام في تحديد متغيرات الاقتصاد الحقيقي و على رأسها الإنتاج، فهي بذلك في نظرهم ليست حيادية. فعلاً شهدت الساحة الاقتصادية لفترة طويلة من الزمن نقاش حاد بين أتباع هذه المدارس التي تَبَنَّى كل طرف منها وجهة نظر مختلفة ، تماماً أو نسبياً ، عن الطرف الآخر فيما يتعلق برؤيتهم للطريقة التي يعمل بها الاقتصاد و للمتغيرات الرئيسية التي تؤثر فيه ، و هو ما إنعكس على القناعات التي تولدت لدى كل طرف من هذه الأطراف حول مدى فعالية السياسة النقدية ، و بالتالي مدى جدوى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ، و حول الطريقة التي ينتقل بها أثرها إلى الإنتاج و الأسعار.

لقد أثبتت التجارب و الأحداث ، القديمة منها و الحديثة ، للإقتصاديين و لصُنَّاع القرار في مختلف دول العالم ، أنّ للنقود ، "التي يقصد بها أي شيء يَلْقَى قُبُولاً عَاماً بين أفراد المجتمع و يتم إستخدامه كأداة لِسداد أثمان السلع و الخدمات التي يقوم الأفراد بِشرائها ، و لِسداد الديون و الإلتزامات" ، دور هام في النشاط الاقتصادي. إذ أصبح هنالك شبه إجماع عند الاقتصاديين أن النقود ترتبط بِتَحَرُّكات أهم المتغيرات الماكرواقتصادية على غرار التضخم ، البطالة ، النمو و حتى الأزمات الاقتصادية و المالية.

أكّد بعض الخبراء و المختصون في دراسات تحليلية و تطبيقية ، مثلاً *Friedman* و *Schwartz* (1963) ، أن النقود تلعب دور هام في إحداث التقلبات الاقتصادية ، أي التحركات التصاعدية و الهبوطية للإنتاج و البطالة. فكثيراً ما حصل و أن سبق مرحلة الركود الاقتصادي إنخفاض هام في حجم الكتلة النقدية المتداولة و حدث العكس في حالة الرواج الاقتصادي. أمّا بخصوص التضخم ، الذي يُعرّف على أنه الارتفاع المستمر و المتواصل في المستوى العام للأسعار و الذي له آثار إقتصادية و إجتماعية وخيمة على الأفراد و المؤسسات و حتى الحكومات ، فقد تعددت أسبابه: من زيادة تكاليف الإنتاج إلى عدم مرونة جانب العرض في الاقتصاد (التضخم الهيكلية) و زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي... إلخ ، لكن في الحقيقة دائماً ما يرتبط التضخم في ذهن الكثير من الاقتصاديين، و حتى الأشخاص العاديين ، بزيادة مستوى عرض النقود نظراً لكثرة

حدوثه في فترات تلت مراحل التوسع النقدي للبنك المركزي ، وهذا ما أدى بأحد الاقتصاديين البارزين في العصر الحديث و هو *Milton Friedman* (1993) بأن يقول " أن التضخم دائماً و في كل مكان هو ظاهرة نقدية ". آثار هذا المعتقد المُتَرَسِّخ عند أصحاب الإتجاه النقدي عدة نقاشات ، دارت حول صحة وجود إرتباط بين تطور الأسعار و نمو الكتلة النقدية ، لكن و في كل الأحوال تبقى هذه الأخيرة هي أهم محدد للتضخم.

اليوم ، لم يعد هناك أدنى شك في أن للنقود دورا هاما في التأثير على النشاط الاقتصادي ، نظرا لإمكانية تأثيرها على متغيرات إقتصادية بالغة الأهمية كما أسلفنا الذكر ، و هو الشيء الذي جعل رجال السياسة و صنَّاع القرار في العالم أجمع يهتمون بإدارة السياسة النقدية لبلدانهم ، أي بتسيير كتلة النقود و معدلات الفائدة ، و لقد أُسْنِدَت هذه المهمة في أغلب الدول إلى البنك المركزي. رغم هذا الإدراك بأهمية السياسة النقدية ، يبقى موضوع ميكانيزمات تأثيرها على المتغيرات الماكروإقتصادية المستهدفة ، أو ما يطلق عليه بقنوات تأثير السياسة النقدية ، لا يزال محل نقاش و إختلاف من ناحية مدى فعاليتها و أهمية تطور القطاع المالي و توفر بيئة إقتصادية ملائمة حتى تعمل بنجاح على أداء دورها. الشيء الممكن أن يُتَّفَق عليه حاليا هو أنَّ قنوات إنتقال السياسة النقدية هي مُتعدِّدة لكن تختلف فعاليتها من دولة إلى أخرى تبعاً لدرجة تطور القطاع المالي و تنوع و قوة البنية الإقتصادية في كل واحدة منها. تقريبا كل البنوك المركزية في العالم تُسَلِّم بحقيقة هذا الأمر الواقع ، و تدرك جيدا أنَّ تحقق أهدافها ، إستقرار الأسعار في المدى المتوسط و الطويل و دعم النمو و العَمَالة في المدى القصير ، هو مرهون بفهمها الجيد لطريقة عمل سياستها النقدية و آلية إنتقال أثرها ، أي أنَّ نجاحها في إنجاز مهمتها هو مُتَوَقَّف على معرفة أيُّ القنوات تعمل فعليا على نقل أثر قراراتها في مجال معدل الفائدة الرئيسي إلى مُؤَشِّرِي الإنتاج و الأسعار و المدة اللّازمة ليطم ذلك ، و أي إغفال لقناة من القنوات ، خاصة إذا كانت ذات أهمية كُبرى ، سينجم عنه ضعف في تقدير حجم الأثر الذي من الممكن أن تتركه السياسة النقدية في الاقتصاد ، و سيحدث جرّاء ذلك إنحراف عن الأهداف المحددة لها.

تتضمن قنوات تأثير السياسة النقدية كل من قناة معدلات الفائدة ، قناة سعر الصرف ، قناة أسعار أصول أخرى (كقناة معامل ρ لتوبين ، قناة أثر الثروة و قناة أثر السيولة) و قناة القرض (ينضوي تحت هذا البند كل من قناة القرض البنكي ، قناة رأس المال البنكي ، قناة أخذ المخاطرة و قناة الميزانية) ، و يمكن كذلك إضافة قنوات

السياسة النقدية غير التقليدية : قناة إعادة توازن المحافظ المالية ، القناة المالية و قناة الإشارة. يبدو من خلال هذا العرض أن هناك العديد من القنوات التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، في حين أن كل إقتصاد وطني إلا و تشتغل فيه البعض منها أو كلها ، تبعا لدرجة تطور نظامه المالي و طبيعة بيئته الاقتصادية بشكل عام. فالقنوات الفعّالة في الدول المتطورة ليست هي نفسها تلك الموجودة في الدول النامية أو الناشئة، لأن هذه الدول تختلف عن بعضها البعض من حيث هيكلها المالي و الاقتصادي. و لذلك ، فإن أهمية معرفة القنوات الفعّالة و المؤثرة في الإقتصاد الوطني ، كما أسلفنا الذكر ، تجعل كل من البنوك المركزية و الباحثين الاقتصاديين يهتمون و ينشغلون بإعداد دراسات تطبيقية ، قياسية ، لإكتشاف أيّ ميكانيزمات السياسة النقدية هي أكثر فعالية عن غيرها. و إستطراداً في هذه النقطة ، قد أثبتت الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع أن هناك عدة أساليب قياسية تم إستخدامها ، لكن النهج الأكثر إستعمالاً هو نموذج شعاع الإنحدار الذاتي *VAR*.

شهد العالم مؤخرًا تحولات كبرى ، سواء من ناحية تشكيل مناطق إقتصادية حرة أو إقامة منطقة عملة موحدة ، إضافة إلى الأزمات الاقتصادية و المالية و البنكية التي عصفت بالكثير من الاقتصادات و التي أصبحت حديثاً عالمية بفعل ترابط الاقتصادات الوطنية و كذا الإندماج المالي و الاقتصادي العالمي. و لعلّ أهم حدث في الوقت الراهن هو الأزمة المالية لسنة 2008 التي لا زالت لحد الآن تُلقى بضلالها على الكثير من دول العالم. لقد تسببت هذه الأزمة في إنسداد الكثير من القنوات التقليدية لإنتقال السياسة النقدية مما أدى ذلك إلى إنتشار البطالة و إنخفاض معدلات النمو ، و قد تطلّب إعادة تفعيلها تطبيق تدابير غير تقليدية للسياسة النقدية. زادت هذه التحولات من أهمية دور السياسة النقدية في الإقتصاد ، بل و ساهمت في تغيير و تعقيد طريقة تسييرها.

إشكالية الدراسة:

أولت دول المغرب العربي المتمثلة في الجزائر ، المغرب و تونس ، كغيرها من بلدان العالم ، إهتمام كبير للسياسة النقدية باعتبارها ، إلى جانب السياسة المالية ، إحدى الأدوات المهمة لسياساتها الإقتصادية الكلية ، و

تَجَسَّدَ هذا الإهتمام اللأفت في وضع هذه السياسة تحت إشراف بنوكها المركزية و إسنادها مهمة تحقيق هدف محدد يتمثل في محاربة التضخم و إرساء إستقرار الأسعار في المدى المتوسط أو الطويل و دعم النمو في المدى القصير دون الإضرار بالهدف الأخير ، تقريبا هكذا كان التوجه العام لبنوكها المركزية في العشرين سنة السابقة. إنَّ العمل على بلوغ هذا الهدف بنجاح يستدعي البحث عن طبيعة القنوات التي تعمل حقيقةً على نقل أثر قرارات البنوك المركزية في مجال سياستها النقدية إلى النشاط الإقتصادي أو بالأحرى إلى مُؤشِّري الإنتاج و الأسعار. تناولت هذه الأطروحة موضوع أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي و قنوات إنتقالها ، كما إضطلعت على دراسة قياسية ، الهدف منها هو معرفة القنوات الفعّالة في إقتصادات دول المغرب العربي المذكورة سابقاً. و على ضوء ما تقدمنا به ، قمنا في هذه الأطروحة بمعالجة الإشكالية التالية:

ما هي القنوات الفعّالة التي تُؤثِّر من خلالها السياسة النقدية على مُتغيرتي النشاط الاقتصادي

المتمثّلة في الإنتاج و الأسعار بدول المغرب العربي الثلاث : الجزائر ، المغرب و تونس ؟

من خلال هذه الإشكالية ، نقوم الآن بطرح أسئلة فرعية ، تبرز الإجابة عنها في حثيات المحاور الكبرى المختلفة للدراسة ، كما ستشكل هذه الإجابة في نفس الوقت إجابة بحد ذاتها عن الإشكالية العامة. تتمثل هذه التساؤلات المشتقّة فيما يلي:

1. كيف تَطوَّر مفهوم السياسة النقدية عبر التاريخ في إطار مختلف المدارس الفكرية في حقل الاقتصاد ؟
2. كيف تعمل السياسة النقدية ؟
3. كيف تؤثر معدلات الفائدة على الاقتصاد و ما هي مختلف قنوات إنتقال السياسة النقدية ؟
4. ما هو واقع السياسة النقدية بدول المغرب العربي الثلاث: الجزائر ، المغرب و تونس ؟
5. ما هي القنوات الفعّالة في نقل أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الماكرواقتصادية بإقتصادات دول المغرب العربي المتمثّلة في الجزائر ، المغرب و تونس ؟

فرضيات الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على عدد من الفرضيات الأساسية ، نصوصها كما يلي :

1. يَنْتَقِلُ جزءٌ مُهمٌ من أثر السياسة النقدية على مُتغيّراتِ الإنتاجِ و الأسعارِ عبر قناتِي معدلات

الفائدة و القرض في دول المغرب العربي الثلاث : الجزائر ، المغرب و تونس.

2. تعتبر قناة سعر الصرف فعّالة نسبياً في دولتي الجزائر و تونس ، بحكم طبيعة نظام التعويم المُوجه

الذي تَتَبَنَّىاهُ ، و غير فعّالة في دولة المغرب ، بحكم تبني بنكها المركزي لنظام سعر الصرف الثابت

المُقيّد لسياسته النقدية.

3. تعتبر قناة أسعار الأصول غير فعّالة لِنقل أثر السياسة النقدية إلى مُتغيّراتِ الإنتاجِ و الأسعارِ بدول

المغرب العربي الثلاث : الجزائر ، المغرب و تونس ، و هذا في ظل محدودية دور أسواق رأس المال في

إقتصاداتها.

أسباب إختيار الموضوع:

وقع إختيارنا على موضوع الدراسة لسببين رئيسيين ، هما: أوّلاً، الميولات الشخصية للباحث لمثل هكذا

مواضيع متعلقة بالإقتصاد النقدي و كذا بحكم تخصصنا في المالية الدولية. ثانياً، الدافع الأساسي الآخر الموجود

وراء هذا الإختيار هو نُدرّة الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع رغم أهميته ، خاصة تلك التي تتجاوز الحدود الوطنية

في منطقتنا و تجمع بين عدة دول مغاربية.

أهمية الدراسة:

إنّ فهم طريقة عمل السياسة النقدية و معرفة أيّ القنوات ينتقل عبرها أثرها إلى النشاط الإقتصادي ، سواء

تعلق الأمر بالنمو أو بالأسعار ، هو أمر في بالغ الأهمية بالنسبة للبنوك المركزية و لبلدانها ، فأى إغفال لقناة من

القنوات ، خاصة إذا كانت ذات أهمية كُبرى ، سينجم عنه ضعف في تقدير حجم الأثر الذي من الممكن أن

تتركه السياسة النقدية في الاقتصاد ، و سيحدث جرّاء ذلك إنحراف عن الأهداف المحددة لها. من هنا تبرز أهمية

بحث و تحديد القنوات الفعّالة في إقتصادات الدول العربية الثلاث: الجزائر ، المغرب و تونس.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة ، من جهة و بشكلٍ عام ، إلى إعطاء نظرة شاملة عن طريقة عمل السياسة النقدية و عن قنوات إنتقال أثرها مع الحرص على أن تُلِمَ بأهم البحوث و المُستجَدَّات الراهنة في هذا المجال ، من جهة أخرى و بشكلٍ خاص ، هي تهدف إلى تحليل و شرح كيف تعمل السياسة النقدية في بلدان المغرب العربي الثلاث : الجزائر ، المغرب و تونس ، و إلى تحديد قنوات الإنتقال الفعَّالة بهذه الدول التي يحكمها واقع إقتصادي، مالي و نقدي خاص.

المنهج المتَّبَع في الدراسة:

للإجابة على الإشكالية و على الأسئلة الفرعية المطروحة، إَعتمدنا في دراستنا على مزيج من المناهج. إذ تم استخدام المنهج الوصفي من أجل وصف موضوع البحث ، أي حتى يتم الإلمام بجميع التفاصيل و المعلومات المساعدة على فهم طريقة عمل السياسة النقدية و ميكانيزمات إنتقالها ، إضافة إلى أنه قد أُستُعْمِل المنهج التحليلي الوصفي بغرض تحليل السياسة النقدية و الواقع الإقتصادي و المالي في دول المغرب العربي. زيادة على ذلك ، تطلبت منا الدراسة استخدام المنهج التاريخي حتى يتم تناول التطور التاريخي للسياسة النقدية في إطار تعاقب النظريات النقدية الاقتصادية عبر الزمن. كما إَعتمدنا على المنهج القياسي التجريبي الذي يظهر في الأساليب الإحصائية و القياسية المستعملة في الفصل الأخير ، أداتي دوال ردة الفعل *Impulse Response Functions* و تحليل التباين *Variance Decomposition* ، الذي غُولِجَت فيه بيانات إحصائية تخص متغيرات إقتصادية كلية لبلدان المغرب العربي في إطار نموذج شعاع الإنحدار الذاتي *VAR* ، و ذلك من أجل تحديد قنوات السياسة النقدية الفعَّالة في هذه البلدان.

محتويات الدراسة:

لمعالجة موضوع الدراسة ، إرتأينا أن نقسم البحث إلى خمسة فصول تتعلق كلها بالدور الذي تلعبه النقود في النشاط الاقتصادي. حيث نحاول في الفصل الأول توضيح التطور التاريخي للسياسة النقدية من خلال

إستعراض الإختلافات القائمة بين مختلف مدارس الفكر الاقتصادي حول أهمية الدور الذي تلعبه هذه السياسة في حل المشاكل الاقتصادية. إذ تم بشكل عام شرح الأفكار النقدية في إطار عدد من المدارس الفكرية في الاقتصاد :

المدرسة التجارية ، المدرسة الكلاسيكية ، المدرسة النيوكلاسيكية ، الفكر الماركسي ، المدرسة الكينزية ، المدرسة النيوكينزية ، المدرسة النقدية الحديثة ، المدرسة الكلاسيكية الجديدة و المدرسة الكينزية الجديدة.

و بخصوص الفصل الثاني ، فهدف من خلاله إلى مناقشة مفهوم السياسة النقدية و كيفية إدارتها. إذ يتناول هذا الفصل في البداية معنى السياسة النقدية ، ثم ينتقل إلى شرح أهدافها و أدواتها ، و يعرض بعد ذلك مختلف الاستراتيجيات التي إتبعها البنوك المركزية و يوضح في إطار ذلك طريقة عمل و إدارة السياسة النقدية. و في الختام يُعطي هذا الفصل فكرة عن البنك المركزي و وظائفه ، إضافة إلى تبيان أهمية مصداقيته و دورها في نجاح سياسته النقدية ، و يوضح أن إستقلاليته هي أهم شرط لإمتلاك هذه المصدقية.

أما الفصل الثالث ، فهو يناقش قنوات ، أو ميكانيزمات ، إنتقال السياسة النقدية حتى يتضح جيدا كيفية عمل هذه الأخيرة. حيث يبدأ أولاً بعرض قنوات السياسة النقدية في إطار النظرية الكمية للنقود ، ثم ينتقل بعد ذلك على نحو متسلسل إلى مناقشة كل من قناة معدلات الفائدة ، قناة أسعار الأصول الأخرى و قناة القرض ، مشيراً في كل محطة إلى القنوات الفرعية التي تنضوي تحت كل واحدة من هذه القنوات. و يختتم الفصل هذا الموضوع بالتطرق إلى دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات ، فيشرح الإجراءات النقدية الممكنة أن تُتّقى الإقتصاد من التعرض لأزمات و كذا تدابير السياسة النقدية الحديثة المستعملة للتصدي لهذه الأخيرة ، و هنا في هذه النقطة الثانية يتناول هذا الفصل بالشرح سياسات التيسير الكمي و تيسير الإئتمان و التوجيه المسبق للتوقعات و يختتم بالإشارة إلى قنوات تأثيرها.

يهدف الفصل الرابع من البحث إلى تحليل الواقع الاقتصادي و المالي و السياسة النقدية بثلاث دول مغاربية: الجزائر ، المغرب و تونس ، حتى يتضح جلياً درجة تطور القطاع المالي و خصائص هيكل إقتصادات هذه الدول ، و من ثمّ نأخذ فكرة أولية عن الظروف و القيود الموجودة التي من الممكن أن تُعيق عمل السياسة النقدية

و قنواتها بفعالية. يبدأ الفصل أولاً بتحليل الهيكل المالي و الإقتصادي لدولة الجزائر مع التركيز بشيء أكثر من التفصيل على موضوع سياستها النقدية. ثم ينتقل الفصل بعد ذلك ، بإيجاز ، إلى تحليل نفس النقاط بدولتي المغرب و تونس في جزئين مُنفصلين عن بعضهما البعض.

في الأخير، إن الإجابة على الإشكالية تطلبت منا إجراء دراسة قياسية ، و التي إحتواها الفصل الخامس. تمّ في الجزء الأول من هذا الفصل عرض بعض الدراسات القياسية السابقة التي تناولت موضوع قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية في عدة دول من العالم ، و بعد ذلك قُمنّا ببحث مدى فعالية قنوات إنتقال السياسة النقدية في ثلاث دول مغاربية هي الجزائر ، المغرب و تونس ، بإستخدام نموذج شعاع الإنحدار الذاتي *VAR* الذي شاع إستخدامه في مثل هكذا دراسات. كما إستلزم هذا البحث ، الذي يتميز بتعدد قنوات السياسة النقدية و تزامن عملها، إستعمال أداتين قياسيتين هما دوال ردة الفعل *Impulse Response Functions* و تحليل التباين *Variance Decomposition*.

الفصل الأول:

السياسة النقدية و مدارس الفكر
الإقتصادي

مقدمة الفصل:

شهدت الساحة الاقتصادية عبر عدة محطات من التاريخ و إلى غاية اليوم نقاش حاد و ثري في نفس الوقت بين أتباع مختلف مدارس الفكر الاقتصادي التي تَبَيَّنَتْ كل طرف منها وجهة نظر مختلفة ، تماما أو نسيبا ، عن الطرف الآخر فيما يتعلق برؤيتهم للطريقة التي يعمل بها الاقتصاد و للمتغيرات الرئيسية التي تؤثر فيه ، و هو ما إنعكس على القناعات التي تَوَلَّدت لدى كل طرف من هذه الأطراف حول مدى أهمية و فعالية السياسة النقدية ، و بالتالي مدى جدوى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ، و حول أيضا الطريقة التي ينتقل بها أنظمتها إلى الإنتاج و الأسعار.

إن اختلاف الرؤى الذي ساد في حقل الاقتصاد حول دور النقود قد تَتَرَجَم في تشكيل فريقين من المفكرين الاقتصاديين ، بغض النظر عن تباين إنتماءاتهم المذهبية ، أحدهما ، مقتنع تماما بحياديتها ، يراها تمارس أثرها الوحيد على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال إرتفاع أو إنخفاض الأسعار لا أكثر من ذلك و لا أقل ، في حين أن الفريق الآخر ، المقتنع بعدم حياديتها ، يؤمن بأنها تمارس دور هام في تحديد متغيرات الاقتصاد الحقيقي ، كالإنتاج ، حتى و إن كان ذلك يحدث فقط في المدى القصير.

سنحاول في الفصل الأول عرض التطور التاريخي لتحليل و لنظرة المفكرين الاقتصاديين لدور السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال استعراض الاختلافات القائمة بين مختلف مدارس الفكر الاقتصادي حول أهمية الدور الذي تلعبه هذه السياسة في حل المشاكل الاقتصادية. إذ سيتم بشكل عام شرح الأفكار النقدية في ظل عدد من المدارس الفكرية في الاقتصاد : المدرسة التجارية ، المدرسة الكلاسيكية ، المدرسة النيوكلاسيكية ، الفكر الماركسي ، المدرسة الكينزية ، المدرسة النيوكينزية ، المدرسة النقدية الحديثة ، المدرسة الكلاسيكية الجديدة و المدرسة الكينزية الجديدة.

I- السياسة النقدية و المدرسة التجارية:

ظهرت وسادة أفكار المدرسة التجارية (أو بما يسمى المدرسة الميركنتيلية) بداية من القرن السادس عشر و إلى غاية القرن الثامن عشر. إنصبت إهتمامات و توجهات هذا المذهب على تطوير التجارة و إقامة دولة قوية تنشغل بدعم العمل التجاري و بتسخير كل الأنشطة الأخرى لخدمة ذلك. حسب *Diatkine* (1995)¹ ، اعتقد التجاريون أن تحقيق التشغيل الكامل للموارد ، بما في ذلك اليد العاملة ، هو شيء مربوط بثناء الأمة (البلد) ، و أن هذا الثراء هو مُعتمد بشكل رئيسي على فائض الميزان التجاري الذي يتم قياسه ، حسب التجاريون ، نقدا ذلك لأنه سيجرم بدخول المعدن النفيس إلى البلد. و من ثمّ ، يُعتبر التجاريون ، حسب *Diatkine* (1995)²، أنهم هم أول من ربط المبادلات الخارجية بحركة النقد بين مختلف دول العالم ، إنّ هذا الاعتقاد جعلهم يحرصون على تأكيد العلاقة الموجودة بين الاقتصاد و السياسة و على الدفع نحو ضرورة إقامة سياسة اقتصادية تهدف إلى تنظيم المبادلات الخارجية بما يضمن دخول المعدن النفيس و بالتالي تحقيق ثراء البلد. و كون أننا هنا بصدد ذكر إسهامات التجاريين في مجال السياسة النقدية ، سنقوم بتلخيص أهم الإجراءات و الأفكار التي قامت عليها هذه الأخيرة في فترة رواج فكر المذهب التجاري:

1- اعتبر التجاريون ، خاصة الأوائل ، المعادن النفيسة (الذهب و الفضة) كمصدر للثروة و للقوة ، أي كلما ازدادت موجودات الدولة (أو الفرد) من هذه المعادن كلما ازدادت كذلك قوتها و ثروتها و سيطرتها على الآخرين. في الحقيقة ، يعتبر تحليل العلاقة بين الثراء و النقود مُعقد في الصورة التي قدمت عليها في إطار الفكر التجاري ، ناهيك على أنه قد وُصِف التجاريون من قبل اقتصاديين لاحقين (الكلاسيكيون) بأنهم يخضعون للوهم النقدي.

2- أشار التجاريون إلى أنّ النقود تلعب دور وحدة حساب و أداة تبادل ، إضافة إلى أنّها مصدر قوة. و تنبع هذه القوة من خلال التدخل في الحياة الاقتصادية عبر إقامة سياسة نقدية تضمن ، في نفس الوقت ، نمو ثروة الأمة و زيادة قوة البلد. فالنقد أُعْتُبر كقضية سياسة و أصبح خاضع لإرادة الفاعلين السياسيين *Diatkine* (1995)³.

3- لقد تم الربط بين وفرة النقود و معدل الفائدة ، حيث أن انخفاض مستوى هذا الأخير يقتضي وجود وفرة في النقد. يرى التجاريون في تخفيض معدل الفائدة على أنه عامل مهم لازدهار اقتصاد البلد ، فذلك يشجع على

¹ - Diatkine S., «Théories et politiques monétaires», Armand Colin Editeur, Paris, 1995, pp. 6-7.

² - Ibid., p.7

³ - Ibid., p. 9

زيادة حجم التبادلات و يدعم التصدير ، كما قد يكون سبب في توجه أصحاب رؤوس الأموال إلى الاستثمار و خلق مؤسسات جديدة و عدم الاكتفاء بمداخليل القروض المقدمة التي تكون قد انخفضت و أصبحت غير جذابة
Diatkine (1995)¹.

4- يؤكد التجاريون على وجوب تفادي حدوث ندرة في السيولة ، ذلك أن وفرة النقود هو أمر ضروري لتوفير منافذ للسلع و لضمان مستوى عالي من الصفقات ، و من ثمّ توفير مناصب العمل. و بالتالي ، لا يجب اعتبار توجه التجاريون نحو جمع و تكديس النقود كإجراء عقيم *Diatkine* (1995)².

5- يعتبر المؤلف *Hume D.* كأحد المفكرين الأواخر المحسوبين على الاتجاه التجاري. تمثلت أهم إسهاماته في تحليل التعديل الآلي لميزان الحسابات (التجاري) ، أو ما يسمى كذلك ميكانيزم التعديل عن طريق الأسعار و تدفقات المعدن النفيس (النقود). يعتبر هذا الميكانيزم كمرجع أساسي للنظرية الكلاسيكية للنقود ، و هو أيضا أحد صور النظرية الكمية للنقود *Diatkine* (1995)³. ملخص هذا الميكانيزم ، حسب *Diatkine* (1995)⁴، هو كالآتي: لو حدث انخفاض (ارتفاع) في كمية النقود المتداولة في البلد ، فسيؤدي ذلك إلى انخفاض (ارتفاع) مستوى أسعاره مقارنة مع أسعار منافسيه ، و من ثمّ ارتفاع (انخفاض) صادراته ، بما يسمح بدخول (خروج) النقود وتعويض ذلك الانخفاض (الزيادة) الابتدائي الذي طرأ عليها. إن النتيجة المستخلصة من هذا الميكانيزم هي أن كل ارتفاع في كمية النقود سيصبح آليا ملغى. إذ يتعلق الأمر بميكانيزم تعديل يتم عن طريق تغير مستويات الأسعار النسبية لمختلف الدول ، و هو يحكم طريقة حركة النقد المعدني بين مختلف دول العالم في ظل نظام صرف يقوم على قابلية تحويل العملات الوطنية. إن شروط عمل هذا الميكانيزم هي:

- يجب أن يتم دفع المبالغ المستحقة على المبادلات الدولية بواسطة المعدن النفيس الذي يعتبر العملة الوحيدة المقبولة دوليا.

- كمية النقود هي الوحيدة التي تؤثر على مستوى الأسعار و بطريقة تناسبية.

- اعتماد أو ارتباط حجم الصادرات و الواردات بالأسعار (مرونة سعرية كبيرة).

¹ - Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 7

² - Ibid.

³ - Ibid.

⁴ - Ibid., p. 7-8

استنادا إلى هذا التحليل ، نفهم أن التدخل في الحياة الاقتصادية من قبل الدولة و إعاقه خروج الذهب هو تصرف يخالف طريقة عمل الاقتصاد ، حيث أنّ في الأصل تتكيف كمية النقود آليا مع حاجات الاقتصاد. إن هذا يعتبر انتقاد صريح للتجارين ، بما أنّه ليس من الضروري إقامة سياسة نقدية و عرقلة تدفق المعدن (النقود) بين الدول.

6- يعتقد *Hume*، حسب *Diatkine* (1995)¹، أن للنقود دور مهم في النشاط الاقتصادي ، حيث أنّه زيادة عن كون وفرتها في الاقتصاد هو سبب ارتفاع الأسعار في المدى الطويل ، قد يكون لها تأثير على الإنتاج في المدى القصير في حالة ما إذا كان الاقتصاد موجود في وضع لا يتم فيه استخدام كافة موارده الإنتاجية (ما دون العمالة الكاملة) ، و بالتالي في هذه الحالة قد تعمل زيادة كمية النقود على الوصول بالاقتصاد لحالة التشغيل الكامل.

إنّ هذه الإجراءات و الأفكار تشكل مفردات السياسة النقدية للدولة القائمة آنذاك في فترة رواج الفكر التجاري. إن المذهب التجاري هو مذهب تدخلية يقوم على فكرة الدور المتميز الذي تلعبه الدولة في الاقتصاد و من ثمّ السياسة النقدية التي تخدم التجارة. نادى رواده بوجود السيطرة على الذهب و الفضة و منع تصديرها و شجعوا التجارة لجلب كميات أكبر من هذين المعدنين.

II- السياسة النقدية و المدرسة الكلاسيكية:

ابتداءً من نهاية القرن الثامن عشر ، بدأت تبرز و تتطور تيارات فكرية مُنظّرة حقيقية ، اختلفت مع بعضها البعض حول بعض الأسئلة الأساسية الخاصة بالتحليل الاقتصادي. أول هذه التيارات تجلّى في المدرسة الكلاسيكية التي ظهرت أفكارها على يد الاقتصادي الإنجليزي آدم سميث *Adam Smith* (1723-1790) في كتابه ثروة الأمم الذي نشره سنة 1776. آمن بآراء هذا الاقتصادي و طورها فيما بعد مجموعة من المفكرين (مشكلين بذلك أفكار المدرسة الكلاسيكية) ، نذكر منهم: *David Ricardo* (1772-1823) ، *Jean-Baptiste Say* (1767-1832) ، *T. Tooke* (1774-1858)...إلخ.

II-1- انتقاد آدم سميث للمدرسة التجارية:

¹ - Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 8-9

حسب *Diatkine* (1995)¹، جاء انتقاد سميث للتجاربيون في نظرية الثروة الحقيقية ، التي اعتبر فيها أنّ الأعدوان الاقتصاديون لا يبحثون عن الثراء النقدي و إنما عن الثراء الحقيقي ، و بهذا يكون سميث قد أنقص من أهمية اعتبار النقود كـمكون أو قضية سياسية و اجتماعية. كما اعتقد سميث في هذه النظرية أن الثروة لا يمكن قياسها نقدا و إنما باستعمال مفهوم قيمة التبادل.

اعتبر سميث الثروة أنّها تمثل الأشياء الضرورية و المسهلة للحياة و التي تُشبع حاجات معينة ، و ثراء الأمم يتجسد من خلال كثرة و تنوع المنتجات المربوط بتحسين إنتاجية العمل عن طريق تقسيم العمل. بهذا المعطى يكون سميث قد انتقد بشدة فكرة التجاربيون التي تقول أن النقود تصنع الثروة. بمعنى آخر ، يرى سميث أن الثروة لا تكمن في النقد أو في كمية المعادن النفيسة المجمعة و إنما في الأشياء التي يمكن شراؤها بها ، أي الثروة هي ما يساويه النقد من سلع و ليس النقد في حدّ ذاته.

من جهة أخرى ، أدخل سميث مفهوم جديد للقيمة غير القيمة النقدية ، ألا و هو مفهوم القيمة الحقيقية ، حيث اعتقد هذا الاقتصادي أن القياس النقدي للثروة (باستعمال النقود) يَشُوْبه الوَهْمَ أما القياس الحقيقي (على الرغم من عدم وضوحه) هو شيء أساسي. بكلمات أخرى ، حسب سميث ، لا يمكن قياس ثروة البلد بواسطة كميات من وحدات نقدية قد تمّ تعريفها و قبولها مسبقا من قبل المجتمع ، بل يتم قياس الثروة بواسطة قيمة التبادل التي تُعرّف على أنّها قدرة السلعة في أن تصبح محل تبادل مقابل سلعة أخرى. أي ينظر سميث للتبادل على أنّه أساسًا و قبل كل شيء تبادل بمفهوم المقايضة ، و التبادل النقدي يأتي في مرحلة لاحقة ، أخيرة ، من الصفقة. أما سعر السلع ، التي تمثل المعنى الفعلي للثروة عند سميث ، فهو أولاً و قبل كل شيء سعر نسبي حقيقي ، يعبر عن تلك النسبة من السلع المأخوذة مثنى مثنى. إن هذه المفاهيم تمثل مجتمعة مفردات نظرية القيمة عند سميث ، التي يُنصُّ فيها هذا الأخير على أن قيمة كل سلعة يتم التعبير عنها بواسطة كمية العمل المدرجة في إنتاجها. و بالتالي ، نفهم من هذا أن سميث قد وضع العمل في محل النقد و أصبحت الكمية المستخدمة منه لإنتاج سلعة معينة هي التي تحدد قيمة هذه الأخيرة ، أي أنّه قد أعطى طريقة جديدة لمقارنة كميتين من السلع و من ثمّ مبادلتها وفق نسبة كمية ، لها معنى و قبول لدى المبادلين ، ففي نظره ، في الأصل لا يتم شراء السلع مقابل النقود و إنما مقابل العمل. يبدو مما سبق أنّه قد تراجع دور النقود ، عند سميث ، كوحدة حساب و صار مجرد وسيلة مساعدة في نشاط التجارة.

¹ - Diatkine S. (1995), Op.cit, p.9-11

لقد واجهت نظرية القيمة مشكل يرتبط بالعمل و بإمكانية تصور أو إدراك هذا العمل الذي له قبول عام لدى المجتمع. فمع التحفظ على أنه من غير الممكن أن تتجانس أعمال الأفراد ، بسبب اختلاف قدراتهم البدنية و الفنية و استعداداتهم و كفاءاتهم ، نكون قد عدنا إلى نقطة البداية أين يوجد مشكل الاختلاف النوعي للسلع و صعوبة قياس الثروة ، و هذا يجعلنا نُقرّ بعدم قدرة نظرية القيمة على إرجاع السلع متجانسة. إذا يظل النقد هو السبيل الوحيد لإرجاع السلع متجانسة ، مع اعتبار أنه يتميز بالقبول لدى المجتمع و يسمح بقياس الثروة ، و من ثم يصبح النقد مُكون اجتماعي يُسهل عملية التبادل بين الأفراد.

II-2- أفكار المدرسة الكلاسيكية:

يمكننا إيجاز أهم أفكار هذه المدرسة في النقاط التالية:

1- مبدأ اليد الخفية: و يقصد بها سميث أنه عند تحقيق الفرد لمصلحته الشخصية (المبنية على الربح) يكون بذلك قد ساهم في بلوغ الرفاهية و الازدهار العام للمجتمع. بكلمات أخرى ، تدفع القوانين الطبيعية في الاقتصاد ، الذي تسود فيه المنافسة و تكون به الأسعار تلعب دور الضوابط و المُعدّل ، القرارات الفردية نحو حالة من المثالية تميز المجتمع ككل ، أي بإتجاه خدمة الصالح العام.

2- الحرية الاقتصادية (المنافسة الحرة): على عكس التجاربيون الذين يخيّنون تدخل الدولة لدعم التجارة و التصدير و من ثم العمل على زيادة رصيدها من المعادن النفيسة ، اعتقد الكلاسيكيون أن أحسن موقف يمكن ، بل يجب أن تتخذه الدولة هو عدم التدخل في الحياة الاقتصادية و الاكتفاء بدور الحامي و الضابط و المنظم لمختلف العلاقات الناشئة بين الأفراد و المؤسسات المُشكّلة للاقتصاد ، و هم يلخصون هذا الاعتقاد أو الرؤية في عبارة : دَعُهُ يَعْْمَلْ ، دَعُهُ يَمُرْ. كما دَعَى الاقتصادي ريكاردو إلى ضرورة تسهيل حركة السلع بين الدول عن طريق فتح الحدود ، فهو يرى أن التجارة الدولية تُخدم جميع الدول.

3- قانون المنافذ لـ Jean-Baptiste Say ، العرض يخلق الطلب الخاص به: معني هذا القانون أنه يَنجم عن كل إنتاج لسلع و خدمات جديدة توزيع لتكاليف عوامل الإنتاج المملوكة من قبل الأفراد ، و بالتالي سيتوفر لدى هؤلاء المداخيل اللازمة لاقتناء هذه السلع و الخدمات. بهذا المنطق ، يعطي الكلاسيكيون الأفضلية للعرض و ليس للطلب ، لذلك سُمّيت المدرسة الكلاسيكية باقتصاديات العرض. استنادًا على هذا القانون ، يعتقد الكلاسيكيون أن حدوث أزمات شاملة تحت مسمى إفراط أو فائض الإنتاج هو أمر مستحيل.

4- يعتقد الكلاسيكيون ، بناءً على قانون المنافذ لساى ، أن ميكانيزمات السوق تجعل التوازن عند مستوى التشغيل الكامل يتحقق بطريقة تلقائية (أوتوماتيكية) دون تدخل الدول. فالأفراد و المستثمرين الخواص دائماً ما يسعون بشكل مستمر لتحقيق مصالحهم الشخصية في تحقيق الأرباح ، و يتم ذلك عبر إنتاج سلع و خدمات متنوعة تلي حاجات مُعبّر عنها في المجتمع ، و طالما أن العرض هو من سيخلق الطلب الموازي له فإنّ المستثمرين سوف يتجهون إلى تشغيل العمال و الآلات بكامل طاقتهم الإنتاجية ، و هذا مآله أن ينتقل الاقتصاد إلى وضع توازني يتميز بالتشغيل الكامل.

5- العمل مصدر للقيمة: يعتقد سميث و ريكاردو و زملائهم أن القيمة لا تأتي من الذهب و الفضة ، بل تنتج عن كمية العمل اللازمة لصنع السلع. هم يعتقدون أن تجميع المعادن النفيسة في عهد المذهب التجاري قد أدى إلى ارتفاع الأسعار. و لذلك شجع الكلاسيكيون العمل و الإنتاج و نادوا بتحرير التجارة و فتح الحدود فيما بين الدول.

6- التخصص و تقسيم العمل ، هو مصطلح أساسي في الفكر الكلاسيكي ، فقد بيّن سميث كيف أن تقسيم العمل يرفع من إنتاجية العمل (أو عوامل الإنتاج بشكل عام) و يزيد ، كنتيجة لذلك ، ثروة الأمة (الإنتاج) و الرفاهية الاقتصادية .

إذن هكذا كانت أهم الأفكار الأساسية للمدرسة الكلاسيكية التي ستدفع المفكرين الجدد و المطورين في إطار المدرسة النيوكلاسيكية إلى البحث في التفاصيل الجزئية الخاصة بالفرد المستهلك و المؤسسة ، و انتهاج أسلوب التحليل الاقتصادي الجزئي الملائم لذلك الغرض.

II-3- الأفكار النقدية الكلاسيكية:

1- حسب *Diatkine* (1995)¹، لقد قدّم سميث ميكانيزم لضبط الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني مختلف عن ذلك المقترح من قبل *Hume*. حتى و إن كان يتفق مع هذا الأخير حول أنه ليس من الضروري منع تصدير المعادن النفيسة و أن حرية التجارة الدولية هو أمر ممكن (إذ ستكون الكتلة النقدية دائماً متلائمة مع احتياجات الاقتصاد) ، فسميث لم يرتكز في ميكانيزم التعديل الذي طرحه على كيفية تغير الأسعار المحلية مقارنة مع تغير الأسعار الدولية في حالة حدوث تغير مستقل لكمية النقود في البلد ، و هي الآلية التي اعتقد بها

¹ -Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 13-14

Hume. حسب سميث ، إنّ حدوث تغير في الأسعار (و هي حالة منسوبة إلى تصور *Hume*) يكون مؤقت و عابر ، لكن على المدى البعيد يعود مستوى الأسعار إلى الحد الذي كان عنده في البداية. فإنّ حصل فائض عرض في النقد ، فسوف لن يتم امتصاصه عن طريق تخفيض قيمة العملة (النقد) و إنّما بواسطة إلغاء هذا الفائض. لنوضح الصورة بشكل أفضل ، إذا افترضنا أنّه بخطأ من البنوك تم إصدار فائض في الأوراق النقدية (حسب سميث ، في الأصل يجب أن تكون قيمة النقد البنكي أو الأوراق النقدية تساوي تماما قيمة المعدن الذي حلّت مكانه) ، فإن قيمة هذه الأخيرة سوف لن تنخفض (من خلال ارتفاع الأسعار كما هو الحال في تصور *Hume*) و لكن هذه الكمية الفائضة سوف تُصدّر بعد أن يتم تحويلها لدى البنوك إلى معدن ، و بالتالي سيكون فائض النقود الورقية قد تم إلغاؤه. و مقابل هذا التصدير للمعدن تستورد الدولة سلع أجنبية ، بينما يبقى نفس مستوى الأسعار المحلية. و بالتالي سوف لن يكون من الضروري إقامة سياسة نقدية.

2- حسب *Diatkine* (1995)¹، حصلت في القرن 19 بإنجلترا عدة نقاشات أُعْتُبِرَت كلبنات أولى لتشكيل معنى السياسة النقدية. ينظر ريكاردو للنقود على أنّها قضية تتطلب إهتمام الدولة ككل ، أي يجب أن تكون تحت رقابة السلطة السياسية ، و لضمان ذلك جاء في تحليل ريكاردو موضوع ضرورة إنشاء بنك مركزي. بعد بداية الحرب بين بريطانيا العظمى و فرنسا ، و التي اندلعت سنة 1793 ، و إلى غاية نهايتها عرف الجنيه تدهورا ملحوظاً تزامنا مع ارتفاع سعر المعادن النفيسة. في بداية سنة 1810 ، عيّن البرلمان البريطاني لجنة مكلفة بإنشاء تقرير حول ارتفاع سعر المعادن النفيسة ، تدعى لجنة بوليون *Bullion committee* . كان رد هذه اللجنة يتمثل في التأكيد على أنّ سعر الصرف هو ظاهرة نقدية و أن سبب ارتفاع الذهب هو تدهور قيمة الأوراق النقدية نتيجة الإفراط في إصدارها و عدم قابلية تحويلها إلى ذهب. أي أن الأوراق النقدية هي التي فقدت قيمتها و ليس سعر الذهب هو الذي ارتفع بشكل مستقل. لقد كان ريكاردو من بين ابرز المساندين لتقرير هذه اللجنة التي نصحت بالعودة السريعة إلى خيار قابلية تحويل الأوراق النقدية على أساس قيمة التعادل المتبناة سابقا. كما نجد رأي مُساند آخر يُنسب إلى المفكر *H. Thornton* ، و الذي درس آثار السياسة النقدية في المدى القصير و خلص إلى أن ارتفاع كمية النقود من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة و من ثمّ زيادة حجم القروض ، و هو الشيء الذي سيؤدي في النهاية إلى ارتفاع الأسعار و الأرباح ، و حتى توفير فرص عمل.

¹ -Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 20-24

3- ارتباط قيمة النقود عكسيا بكميتها المتداولة. يرى الكلاسيكيون ، و على رأسهم ريكاردو ، أن قيمة النقد ترتبط بكميتها *Diatkine* (1995)¹ و العلاقة هي عكسية ، أي إذا ازداد عرض النقد تنخفض قيمة النقود و يرتفع المستوى العام للأسعار و يحدث العكس في حالة انخفاض هذا العرض. من هذه النتيجة نستخلص فكرة أخرى قد ميزت الكلاسيك و هي أنهم قد ربطوا الأسعار بتغير كمية النقود.

4- إذا كان الجدال القائم حول تقرير لجنة بوليون قد دار حول مشكل تدهور قيمة العملة ، فإنّ النقاشات اللاحقة عاجلت موضوع تنظيم النظام البنكي و أهمية مراقبة البنوك ، فلقد أثبت تعاقب الأزمات في 1825 ، 1831 ، 1835 ، 1836 و 1839 أن ضمان تحويل الأوراق النقدية هو أمر غير كافي لضمان استقرار النظام البنكي. فقد طالت هذا الأخير في تلك السنوات عدّة هزات جراء السحب المفاجئ للسيولة من قبل الأفراد بعد تفشي حالة عدم الثقة المرتبطة في الغالب بتراجع الشروط الاقتصادية. و قد تم التعامل مع هذه الأزمات و الصعوبات التي تعرضت لها البنوك من خلال تدخل بنك إنجلترا (بنك مركزي) و إقراض هذه الأخيرة حتى تتفادى الإفلاس ، و بالتالي أصبح لبنك إنجلترا مسؤولية اتجاه النظام البنكي بكامله ، حيث اتخذ مجموعة من الإجراءات تصب في اتجاه مراقبة نشاط البنوك : كإدراج السعر الرسمي للأوراق النقدية الصادرة عنه من اجل ضمان تداولها بصورة عادية من قبل الأفراد ، تعطيل النصوص التي تمنع البنك من رفع سعر الخصم الخاص به ، الحد من إمكانية البنوك لإصدار الأوراق النقدية بحيث أصبحت احتياطات الذهب لدى البنك تشكل $\frac{1}{3}$ من أصوله و تمثل القروض التي يمنحها نسبة $\frac{2}{3}$ الباقية ، و هكذا لن تكون هنالك زيادة في الأوراق النقدية المتداولة إلا بعد زيادة احتياطات الذهب *Diatkine* (1995)².

5- انطلاقا من سنوات 1840 ، أثّرت عدة نقاشات بين مدرستين مشهورتين ، هما مدرسة التداول *l'école de la circulation* و مدرسة البنك *l'école de la banque* ، حول موضوع تنظيم و ضبط إصدار الأوراق النقدية ، أي ضبط عرض النقود. يتجلى الاختلاف أو الجدال القائم بين هاتين المدرستين فيما يلي *Diatkine* (1995)³ : أولا ، تُعرّف مدرسة التداول النقد على أنه يتشكل من القطع النقدية المعدنية و الأوراق النقدية القابلة للتحويل ، بهذا التعريف لا تُدرج هذه المدرسة في الكتلة النقدية إلا ما نسميه حاليا القاعدة النقدية ، بينما ترى مدرسة البنك أن كل من الأوراق النقدية القابلة للتحويل و الودائع و الكمبيالة (*lettre de*

¹ - Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 28

² - Ibid., p. 31-32

³ - Ibid., p. 33-40

change أو بما يسمى كذلك (*Traite*) هي تمثل أدوات للقرض و تمارس وظيفة الدفع ، و أن هذه الأدوات لا يجب التمييز بينها بل يجب مراقبتها كلها ذلك أنّها تساهم في إبرام الصفقات ، و بهذا التصور تكون مدرسة البنك قد أعطت تعريف أوسع للنقد. ثانيا ، ترى مدرسة التداول في عرض النقود على أنّه متغير خارجي ، و ذلك لأنّها تعتقد أن النقد هو في الحقيقة معدني و ما الأوراق النقدية إلاّ بديل له بحيث يكون إصدارها مربوط باحتياطي المعدن وفق نسبة ثابتة ، و من ثمّ ترى هذه المدرسة أنّ ازدياد عرض النقد البنكي لا يمكن أن يحصل إلاّ بعد ارتفاع الاحتياطات لدى البنوك جراء ارتفاع القاعدة النقدية (دخول الذهب) ، و بهذا يكون عرض النقود متغير خارجي و مستقل عن طلب الأعوان الاقتصاديين ، أما فيما يتعلق بوجهة نظر مدرسة البنك ، فإنّ مؤيديها يرون في عرض النقود على أنّه متغير داخلي ، و ذلك لأنّهم يرون أنّ إصدار الأوراق النقدية القابلة للتحويل و الكمبيالات هو يعتبر كإستجابة لطلبات الأعوان الاقتصاديين (التجّار بالأخص) على القروض ، أي أنّ وجود طلب على القروض هو من يؤدي إلى إصدار النقد. ثالثا ، و استنادًا إلى ما ورد في الفقرة السابقة ، ترى مدرسة التداول أن إدارة عرض النقود ، أي ضبط و مراقبة إصدار الأوراق النقدية ، يتم بطريقة تلقائية من خلال إتباع قاعدة عمل محددة سلفًا تكون غير مُكيفة مع تطورات الظروف الاقتصادية للبلد ، أي قاعدة أنّ إصدار الأوراق النقدية يرتبط بإحتياطات الذهب وفق نسبة ثابتة (في هذه الحالة ستؤدي القاعدة بطبيعتها للإدارة التلقائية لعرض النقد) ، إن هذه الرؤية تعدّ تجسيدًا لمعنى السياسة النقدية الآلية ، الأوتوماتيكية أو التلقائية القائمة على أساس قاعدة. بينما ترى مدرسة البنك أن مراقبة إصدار الأوراق النقدية يتم من خلال التأثير على حجم القروض ، و تتبع هذه الرؤية من كون أن هذه المدرسة تعتقد أن عرض النقود هو متغير داخلي و مرتبط بحجم طلب الأعوان الاقتصاديين (التجار) على القروض المحدد بمستوى الإنفاق الكلي الذي هو مصدر تقلب النشاط الاقتصادي. حسب رواد مدرسة البنك ، و بالتحديد المفكر *T. Tooke* (1774-1858) ، يتم التأثير في الطلب على القروض عن طريق تغيير معدل الخصم (معدل الفائدة). و بهذا تكون مدرسة البنك قد أعطت الإجراءات التي تشكل مفردات السياسة النقدية الانتقائية (الموجهة) التي تُستعمل حسب الظرف الاقتصادي و التي تتعارض مع مفهوم السياسة النقدية التلقائية المنسوبة لمدرسة التداول.

6- حياد النقود. يرى الكلاسيك بأنّ النقد عنصر محايد في الاقتصاد ، بحيث أنّه لا يؤثر على الكميات الحقيقية و لكنّه يؤثر على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

7- يرى الكلاسيك في معدل الفائدة على أنه جزء تأجيل الاستهلاك لفترة لاحقة ، أي أنّ الأفراد يُضخّون بالاستهلاك الحاضر و يقومون بالادخار مقابل الحصول على فائدة فتزداد أموالهم و يزداد استهلاكهم المستقبلي. إن معدل الفائدة عند الكلاسيك يتحدد من خلال التوازن بين العرض و الطلب في سوق السلع و الخدمات. إن شرط توازن هذا السوق هو تعادل الادخار و الاستثمار المرتبطين بمعدل الفائدة ($S=I$) ، و بالتالي سيتم تعديل توازن هذا السوق بواسطة هذا الأخير ، أي معدل الفائدة ، الذي هو في نظر الكلاسيك ظاهرة حقيقية خالصة. في نفس سياق هذه الفكرة ، إنّ الكلاسيك يؤمنون بعدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ، و لذلك هم يعتقدون أنّ التوازن التلقائي بين الادخار و الاستثمار (الذي هو صورة مكافئة لحالة توازن العرض و الطلب في سوق السلع و الخدمات) يتحقق من خلال التحرك التلقائي لمعدل الفائدة.

II-4- السياسة النقدية الكلاسيكية:

استنادًا إلى الأفكار النقدية الكلاسيكية التي تحدثنا عنها في الفقرة السابقة ، يمكننا القول أنّ السياسة النقدية عند الكلاسيك تقوم على العناصر الأساسية التالية:

- أن عرض النقود هو المحدد لمستوى الأسعار ، و لذلك يرى الكلاسيك ضرورة استقراره حتى يتم تحقيق هدف استقرار الأسعار ، و أفضل وسيلة لحصول هذا يعتقد الكلاسيك أنّ احترام قاعدة الذهب ، التي تفرض أن تكون الأوراق النقدية المُصدرة مُغطاة بالذهب ، سيؤدي لإدارة عرض النقود بطريقة تلقائية من دون وجود داعي لتدخل الدولة الذي يرفضونه أصلاً.

- لا يؤثر النقد على الكميات الحقيقية و إنما يؤثر على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال ارتفاع أو انخفاض الأسعار ، بالمقابل يُعتبر العرض الكلي هو من يُحدد الإنتاج و مستوى استخدام اليد العاملة ، فهاذين الأخيرين يرتبطان بالاستثمار و لا يوجد أي تأثير لعرض النقود عليهما.

III- السياسة النقدية و المدرسة النيوكلاسيكية:

سنتناول مسألة السياسة النقدية عند المدرسة النيوكلاسيكية من خلال التطرق للنقاش القائم حول النظرية الكمية للنقود في إطار النظرية النيوكلاسيكية. يدور أساساً موضوع النظرية الكمية للنقود حول تأثير كمية النقود على مستوى الأسعار. إن لهذه النظرية أصول و جذور تعود إلى الحقبة التي سبقت الفكر الكلاسيكي، بينما تم

تشكيل الصيغة الأولى لها من طرف الاقتصادي *Irving Fisher* في سنة 1912، و أعيد النظر فيها بعد ذلك من قبل *Alfred Marshall* و *Arthur Cecil Pigou* و *John Maynard Keynes* (مدرسة كامبردج *Cambridge*).

III-1- أصول النظرية الكمية للنقود :

شهدت الأسعار خلال القرن 16 إرتفاعاً كبيراً، و حَصَّ هذا الارتفاع في بداية الأمر الدولة الأكثر تطوراً في ذلك العصر ألا و هي اسبانيا، ثم لِيَطَالَ بعد ذلك البلدان الأوروبية الأخرى. أعطى *M.de Malestroit* في 1566 تفسيراً لهذا الارتفاع مُعلِّلاً أن سبب زيادة الأسعار يكمن في تخفيض كمية المعدن المدرجة في النقد الذي هو وحدة حساب (الجنيه). أي أن غلاء كل الأشياء ما هو إلا وهم في ظل أن إمتلاك هذه الأشياء يستدعي دفع نفس كمية المعدن المدفوعة قبل حصول الارتفاع في الأسعار، *Jacoud* (1998).¹

لكن في سنة 1568 يرد *Jean Bodin* في كتاباته على ما جاء به *M.de Malestroit* رافضاً فكرة أن سبب ارتفاع الأسعار هو تدهور قيمة وحدة الحساب. فعلى الرغم من أن مُقترح *Malestroit* يحمل جانب من الصحة إلا أن سبب ارتفاع الأسعار يفسر في عمومته بما يعتقد *Bodin*. إذ يرى هذا الأخير أن سبب ذلك الارتفاع يعود إلى وفرة كمية الذهب و الفضة بأوروبا و التي كان مصدر مجيئها هو أمريكا (العالم الجديد). لقد فسّر *Bodin* كيف أن تدفق المعدن إلى إسبانيا أدى إلى زيادة الأسعار و كيف إنتشرت هذه الظاهرة إلى بلدان أوروبية مجاورة مثل فرنسا. فزيادة كمية المعدن باسبانيا و ما نتج عنه من ارتفاع الأسعار المحلية و كذا الأجور، أدى إلى زيادة الواردات من فرنسا و استقطاب اليد العاملة الفرنسية، مما جعل بدوره كمية المعدن تزيد في فرنسا و لينتهي الأمر بارتفاع الأسعار بدورها بهذا البلد، *Jacoud* (1998).²

إن التحليل الذي قدمه *Bodin*، لا يمكنه أن يُعتبر كصياغة كاملة للنظرية الكمية للنقود. فعمله قد إنحصر على تفسير ظاهرة إرتفاع الأسعار عبر الزمن بزيادة النقد المعدني، و لم يذهب إلى أبعد من ذلك، أي التعميم و القول أن كل ارتفاع في كمية النقد ستؤدي آلياً إلى زيادة الأسعار بنفس النسبة.

¹ - *Jacoud G.*, « La monnaie dans l'économie », Nathan, 3^{ème} édition actualisée, 1998, pp.162-163

² - *Ibid.*, p.165

لكن و إلى غاية القرن 18، لم يُلقَى إلى هذا التفسير أهمية. بِالْعَكْسِ، لقد أصر التجاريون على تأكيد وجود أثر مهم لزيادة كمية النقود في البلد. فهم يرون أن زيادة كمية النقود تنشط التجارة و الصناعة و تسمح برفع حجم الصفقات في الاقتصاد و ذلك كونها سَتُدِعِمُّ الطلب على السلع ، و بالتالي هي عامل لتحقيق الإزدهار. و سنرى في جزء لاحق أن التحليل الكينزي يتقاسم مع التجاريون هذا الرأي الذي يركز على دعم الطلب.

تطلب الأمر الإنتظار إلى غاية منتصف القرن الثامن عشر ليطم إعادة طرح و توضيح مسألة تأثير تطور كمية النقود على الأسعار من قبل *Richard Cantillon (1755)* و *David hume (1752)*. في كتاباته بعنوان: "بحث حول طبيعة التجارة في العموم" « *Essai sur la nature du commerce en général* » المحررة بين سنتي 1730 و 1734 و المنشورة سنة 1755 بعد مماته، حاول *Cantillon* شرح النسبة التي ترتفع بها أسعار السلع بعد زيادة كمية النقود و كذا الكيفية التي يتم بها ذلك. يرى *Cantillon* أن ارتفاع كمية النقد عند بعض الأشخاص، الذي يكون مصدره تطور إنتاج المناجم أو فائض في الميزان التجاري أو حركة دولية للمعدن غير مرتبطة بدفع ثمن سلع، يؤدي أولاً إلى ارتفاع أسعار السلع التي يستهلكونها ثم تزداد أسعار كل السلع بصفة مُتدرّجة تبعاً لتوالي عمليات الإنفاق. كما أنه يعتقد أن جزء من هذه الزيادة في كمية النقد قد يتم إدخارها مؤقتاً أو استخدامها لشراء سلع مستوردة، و هذا يؤدي إلى تأخر و تقلص تأثير الأسعار. و كخلاصة، إن نمو كمية النقود في البلد لا يرفع الأسعار بشكل تناسبي في المدى القصير، بل يكون ذلك في المدى البعيد. إضافة إلى هذا، قد أرجع *Cantillon* جزء من تعاضم حجم الصفقات إلى سرعة دوران النقود (و ليس فقط نمو كمية النقود). و بهذا تتجلى لنا بعض معالم النظرية الكمية للنقود، *Michel de Mourgues (2000)*.¹

حسب *Diatkine (1995)*²، يرى *Hume* في كتاباته التي نُشرت في سنة 1752 أن النقود هي أداة لتقدير قيمة السلع. و هو يعتقد أن زيادة كمية النقود (مثلة في الذهب و الفضة) في البلد تنتج زيادة في الثروة (مُقاسَة نقداً)، كما أن جزءاً من هذا النمو يعود إلى تحسن الإنتاج و الجزء الآخر إلى إرتفاع الأسعار. و النتيجة النهائية هي إرتفاع مستوى الأسعار بشكل متناسب مع نمو كمية النقود. يظهر من هذا أن هناك تناقض في تحليل *Hume*، إذ لا يمكن القول أنه يوجد ارتفاع تناسبي بين الأسعار و كمية النقود من جهة، و من جهة أخرى هناك

¹ - Michel de Mourgues, « Macroéconomie monétaire », ed. ECONOMICA, Paris, 2000, p.292

² - Diatkine S. (1995), « Théories et politiques monétaires », Op.cit, pp.6-9

تأثير لنمو كتلة النقود على الكمية المنتجة. لن يصح كلامه إلا إذا مَيَّزنا ما بين أثر زيادة النقود على الإنتاج في المدى القصير، و أثرها الموجب التناسبي على الأسعار في المدى الطويل.

يرى سميث *Smith* ، أن القدرة على شراء و بيع السلع هو أمر مرتبط بالسلع نفسها و ليس بالنقد الذي يعتبر فقط أداة تسهل التبادل، و هذا في إطار مفهوم قيمة التبادل الذي يطرحه و يُفسره بقدرة السلعة في أن تصبح محل تبادل مقابل سلعة أخرى، مُعَلِّلاً هذه القدرة في كون أن قيمة السلع يتم التعبير عنها بواسطة كمية العمل المتجانس المدرجة في إنتاجها، و بالتالي يمكن مقارنتها و تبادلها. أي أن التبادل هو أساسا و قبل كل شيء تبادل بمفهوم المقايضة، و هو الأمر الذي يجعل سعر سلعة ما سعر نسبي و حقيقي، أي نسبة من كميات مادية من السلع مأخوذة مثنى مثنى.

و يتوافق ساي *Say* إلى حد ما مع سميث في هذا الشأن. يرى ساي، حسب قانون المنافذ، أن العرض يخلق الطلب الخاص به. أو بمعنى آخر، يمتلك المشترون المحتملون (المرتقبون) للسلع النقود لأنهم حَصَلَوْها جَرَاء بيعهم لسلع خاصة بهم. أي يتم في حقيقة الأمر تبادل السلع مقابل السلع، و ما النقود إلا العربة التي تنقل قيمتها. أي تبقى النقود كوحدة حساب و وسيط للتبادل، كما أنها تقوم بتحديد المستوى العام للأسعار.

و يأخذ *Ricardo* بنفس هذا التصور (يمكن الرجوع إلى كتاباته: مبادئ الاقتصاد السياسي و الضريبة، المنشورة سنة 1817 *les principes de l'économie politique et de l'impôt*)، إذ يعتقد أن طبيعة التبادل هي تبادل سلعة مقابل سلعة و ليس النقد إلا وسيلة لتسهيل هذه العملية. "لقد كان *Ricardo* من المؤيدين لتقرير لجنة *Bullion* الذي يقضي بأن سبب إرتفاع أسعار المعادن النفيسة (الذهب) هو الكمية الكبيرة المتداولة من النقد الورقي، و بالتالي إنخفاض قيمة هذا الأخير، و هو الأمر الذي أدى به لأن يوصي بعدم الإفراط في إصدار الأوراق النقدية بشكل يفوق إحتياجات المعدن في إطار نسبة محدودة"، *Diatkine* (1995).¹ و هو الشيء الذي يصب في نفس سياق النظرية الكمية للنقود.

و بعد مرور أكثر من 30 سنة من ظهور كتابات *Ricardo*، جاء *John Stuart Mill* ليعطي الكثير من الإضافات لتحليل سابقه، مُعتمدا على أفكار *Cantillon*. يختلف *Mill* عن *Ricardo* في أنه يفترض وجود فترة زمنية ضرورية تفصل تغير كمية النقود عن آثارها الكلية على الأسعار، أي هو يرفض وجود إرتفاع آني

¹ - Diatkine S. (1995), « Théories et politiques monétaires», Op. cit, pp.22-23

و تناسبى للأسعار إثر زيادة النقود. و يُعَلَّل وجود هذه الفترة الزمنية الفاصلة بإمكانية حدوث إدار مؤقت لجزء من النقود المعروضة و كذا سرعة تداول النقود. إذا يهتم *Mill* بالآثار المترتبة عن زيادة كمية النقود على الأسعار في المدى البعيد، مُدَعِّمًا وجهة نظره بوجود سرعة تداول للنقود معرفة بعدد المرات التي يتم استعمال فيها وحدة من النقد للقيام بعملية الشراء خلال فترة زمنية محددة *Jacoud (1998)*.¹ و بالتالي تكون كمية النقود المتداولة داخل اقتصاد تساوي حجم الإنفاق خلال الفترة مقسوم على سرعة التداول. يظهر أنه لم يبقى لفيشر *Fisher* إلا أن يُعطي الصيغة النهائية للنظرية للكمية للنقود و المفهوم النهائي لها.

III-2- معادلة التبادل:

ظهرت العلاقة بين كمية النقود و القيمة الإجمالية للإنفاق على السلع و الخدمات المنتجة بالبلد في أول صورها على شكل معادلة أطلق عليها إسم معادلة التبادل *Equation of Exchange* ، و هي المعادلة التي قام بصياغتها الاقتصادي و الإحصائي و الرياضي الأمريكي الشهير أرفينج فيشر *Irving Fisher* ، و الذي عمل كأستاذ بجامعة *Yale* الأمريكية. كانت هذه المعادلة على الشكل التالي :

$$MV=PT$$

حيث:

M: كمية النقود المتداولة في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة ، و يتم معالجتها كمخزون.

V: سرعة دوران النقود، و التي يتم تعريفها على أنها متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها الوحدة الواحدة من النقد من يد إلى يد من أجل القيام بشراء السلع و الخدمات المنتجة بالبلد، خلال فترة زمنية معينة. (قَدِّمَ هذا التعريف

الاقتصادي *I. Fisher*، كما قدمه من قَبْلُ الاقتصادي *John Stuart Mill*)

P: متوسط المستوى العام للأسعار في سنة ما، و الذي يتم قياسه باستخدام الرقم القياسي للأسعار في تلك السنة
T: كمية السلع و الخدمات التي يتم مبادلتها خلال سنة ما، و التي تقاس بعدد الصفقات أو المبادلات التي تمت خلال السنة.

و يمثل الطرف الأيسر من المعادلة (MV)، إجمالي الإنفاق النقدي على السلع و الخدمات خلال فترة زمنية معينة، أما الجانب الأيمن (PT) فهو القيمة النقدية للسلع و الخدمات التي تم شراؤها خلال نفس الفترة الزمنية.

¹ - Gilles Jacoud, « la monnaie dans l'économie », Op. cit, pp.169.171

يمكن اعتبار هذه المعادلة كمتطابقة ، بما أنها تشير إلى أن ما تم إنفاقه من نقود في سنة ما (MV) يساوي تماما و بالضرورة القيمة النقدية للمبادلات السلعية التي تمت خلال نفس السنة (PT).

و في ظل وجود عدة أشكال للنقود التي يتم بواسطتها دفع أثمان السلع و الخدمات المشتراة، يطرح Fisher صورة هي أكثر دقة و وضوحا لمعادلة التبادل، و يدرج فيها النقد الكتابي (الودائع تحت الطلب الممكن تحويلها بشيك) *la monnaie scriptural* . أصبحت هذه المعادلة على الشكل الآتي : $MV+M'V'=PT$

حيث :

M: كمية النقد المعدني و الأوراق النقدية المتداولة خلال فترة معينة

V: سرعة دوران M

M': تمثل النقد الكتابي (الودائع تحت الطلب) خلال نفس الفترة

V': سرعة دوران الودائع تحت الطلب

P, T: كما تم تعريفها سابقا.

إن هذه الصيغة الأولية لمعادلة التبادل، بالشكل الذي وردت فيه في المعادلة أعلاه، قد عانت من مشكلتين واضحتين: ¹ ² المشكلة الأولى تمثلت في صعوبة قياس القيمة الإسمية للصفقات (T) إستنادا إلى السعر المتوسط للصفقة (P)، أي صعوبة إيجاد تقدير دقيق لحجم المبادلات أو الصفقات التي تتم خلال فترة زمنية معينة، و ذلك نظرا لعدم وجود إحصائيات دقيقة عن عدد الصفقات التي يجري إبرامها في الاقتصاد. أما المشكلة الثانية فتتمثل في أن هذه المبادلات، التي حتى و لو كان هناك حصرا لها بواسطة الناتج المحلي الإجمالي، تحتوي على مجموعة من السلع التي لا تدخل في حساب هذه المتغيرة الكلية (مثل الإنفاق على السلعة الوسيطة، أو القيام بشراء سلع تم إنتاجها في فترات سابقة). فإذا كان الهدف النهائي من استخدام معادلة التبادل هو محاولة قياس تأثير النقود على النشاط الاقتصادي (الأسعار و الإنتاج) ، فقد يكون من الأفضل الإهتمام بحجم الإنفاق على السلع و الخدمات النهائية التي يتم إنتاجها خلال سنة ما ، و هو ما يتم قياسه باستخدام الناتج المحلي الإجمالي (Y أو PIB). لهذه الأسباب فقد قام Fisher بإعادة صياغة معادلة التبادل لتصبح على النحو التالي:

$$MV+M'V'=PY \text{ أو } MV=PY$$

¹ - Mishkin F., « Monnaie, banque et marchés financiers », Pearson Education France, 8^e édition, 2007, pp.681-682

² - د. محمد سعيد السمهوري، "اقتصاديات النقود و البنوك"، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2011، ص 264-265

حيث المتغيرات P, V', M', V, M تحمل نفس المعاني السابقة التي وردت في المعادلات السابقة. بينما تشير المتغيرة الجديدة Y إلى الناتج الحقيقي، أو كمية السلع و الخدمات النهائية التي يتم إنتاجها خلال فترة زمنية معينة.

الآن، و بهذا الشكل الجديد لمعادلة التبادل، يظهر أن *Fisher* يفحص العلاقة بين مبلغ الإنفاق النقدي على السلع و الخدمات النهائية خلال فترة معينة (MV) و القيمة السوقية لمجموع نفس هذه السلع و الخدمات، أي الدخل الإسمي أو ما يعرف بالناتج المحلي الإجمالي الإسمي *PIB nominal*.

كما أشرنا سابقا، إن المعنى الذي تحمله المعادلة أعلاه ، يدل على أنها ما هي إلا متطابقة ، و بالتالي لا بد أن تكون صحيحة بالضرورة في كل الأوقات. كما أنها و يربطها لكمية النقود مع الدخل الإسمي (PY) بواسطة سرعة دوران النقود ، فهي لا تُبَيِّن طبيعة العلاقة الموجودة بين متغيراتها. فعلى سبيل المثال ، هذه المعادلة لا تقول أن تغير عرض النقود M يؤدي إلى تغير الدخل الإسمي (PY) في نفس الاتجاه ، حيث يمكن أن تُعَوِّض الزيادة في كمية النقود مثلا بواسطة إنخفاض قيمة سرعة دوران النقود ، و هو الأمر الذي يجعل الحد (MV) ثابت و بالتالي نفس الشيء بالنسبة لمستوى الأسعار و الإنتاج (PY).

III-3- النظرية الكمية للنقود:

من أجل تحويل صيغة معادلة التبادل من مجرد متطابقة إلى نظرية يمكن إثبات مدى صحتها أو خطأها، كان لا بد من وضع بعض الافتراضات فيما يتعلق ببعض الحدود التي تتضمنها المعادلة، و التي تسمح بإقامة علاقة سببية بين M و P . أي وجب تحديد المتغيرات المستقلة و المتغيرات التابعة و الثوابت. هذه الافتراضات هي كالآتي:

1- يرى *Fisher* أن سرعة دوران النقود تعتمد على عوامل مرتبطة أساسا بالطريقة التي تعمل بها المؤسسات الاقتصادية في البلد ، مثل العادات و التقاليد المرتبطة بالدفع ، تطور النظام المصرفي و المالي، طريقة إتمام المبادلات (إن استعمال الشيك أو بطاقة الدفع لإجراء الصفقات سيرفع سرعة الدوران و يستدعي كمية قليلة من النقود)، إضافة إلى كثافة السكان و سرعة المواصلات... و هي بمجملها عوامل تتمتع بالاستقرار و الثبات النسبي في المدى القصير. أي أن هذه العوامل تؤثر على سرعة دوران النقود فقط في المدى الطويل. و بالتالي سرعة دوران النقود هي ثابتة و لا تتغير في المدى القصير، كما أنها لا ترتبط لا بكمية النقود M (أو M') و لا بالأسعار (P).

2- يقوم الفكر الكلاسيكي أساساً على الاعتقاد بأن النظام الاقتصادي الحر ، و آلية العرض و الطلب في السوق، إذا ما تُركت تعمل دون أي تدخل من الدولة في الاقتصاد ، فإنها سوف تكفل تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة ، و تضمن التشغيل الكامل لجميع عناصر الإنتاج في الاقتصاد. يرجع هذا الاعتقاد إلى أن النظام الاقتصادي الحر، وفق مبادئ النظرية الكلاسيكية، تتوفر لديه آلية ذاتية تتمثل في مرونة الأسعار و الأجور و التي تكفل دائماً تصحيح الأخطاء و العودة مرة أخرى إلى مستوى الإنتاج عند التشغيل الكامل، في حالة حدوث أي إختلال و دون الحاجة إلى أي تدخل من الدولة في قوى السوق. بناءً على هذا، قد إفترض الكلاسيكيون (و نفس الشيء بالنسبة لفيشر) أن مستوى الإنتاج Y يكون ثابتاً في المدى القصير. كما يرى فيشر أن مستوى الإنتاج لا يتغير عندما تتغير كمية النقود M ، و ذلك نتيجة لحيادية هذه الأخيرة (النقود). و يرجع هذا الإعتقاد إلى طريقة التحليل الكلاسيكي و النيوكلاسيكي التي تكمن في فصل القطاع الحقيقي عن القطاع النقدي. إذ يتم تحليل الاقتصاد بمعزل عن النقود و بالتالي يُنظر إلى الإنتاج الكلي على أنه يعتمد على عوامل موجودة في الاقتصاد الحقيقي مثل تراكم رأس المال و العمل، و ما للنقود أي أثر أو دخل في حدوث التوازن في القطاع الحقيقي ، فهي مجرد وسيط للتبادل يُسهل إتمام المبادلات السلعية فقط ، أي هي غطاء لطبيعة التبادل الذي هو بمفهوم المقايضة: سلعة مقابل سلعة.

3- عرض النقود M هو متغيرة مستقلة. أي هو غير تابع للمتغيرات الأخرى : Y و P . ساد خلال فترة ظهور النظرية الكمية نوعين من النقود : النقود المعدنية و النقود الورقية. أما كمية النقد المعدني فهي مرتبطة بإكتشافات مناجم الذهب و رصيد الميزان التجاري. و تحليل كمية النقد الورقي (الأوراق النقدية) يخضع إلى الجدل القائم حول تقرير لجنة بوليون *Bullion*. حيث يرى المساندين لهذا التقرير أنه يجب تغطية كمية النقد الورقي 100% بالذهب المحتفظ به لدى البنك المركزي ، على عكس المعارضين للتقرير الذين يرون أن كمية النقد الورقي تتبع حجم الصفقات المتعلقة بعملية إنتاجية حقيقية ، و في كلتا الحالتين تعتبر M كمتغيرة مستقلة.

في الأخير، المتغيرة الوحيدة التابعة و المُفسَّرة بواسطة معادلة التبادل هي المتغيرة (P) .

بوجود هذه الافتراضات ، أصبحت معادلة التبادل عبارة عن نظرية تعرف بإسم "نظرية كمية النقود" و هي تنصُّ على الآتي: "في ظل ثبات سرعة دوران النقود و مستوى الإنتاج في الزمن القصير، توجد هناك علاقة مباشرة و تامة (أي تناسبية) بين كمية النقود و بين المستوى العام للأسعار." فزيادة (نقص) كمية النقود بمقدار 20% مثلاً ، سوف تؤدي إلى زيادة (نقص) في المستوى العام للأسعار في نفس الإتجاه و بنفس المقدار 20%.

من جانب آخر، لقد تناول "فيشر" شرح تقلبات الدورات الاقتصادية (بين الإزدهار و الركود)، و التي تمثل فترات إنتقالية ، من خلال تحليله للعلاقة بين النقود و الأسعار في ظل ظروف الأجل القصير. و يرى بعض الاقتصاديين أن العمل الأكثر أهمية المنسوب إلى "فيشر" هو دراسته للفترات الإنتقالية و ليس معادلة التبادل.

و قد إستخدم فيشر معدل الفائدة لتوضيح كيفية حدوث و تعاقب مختلف التقلبات الاقتصادية أو بمعنى آخر لتفسير فترات الإنتقال من وضع توازني إلى آخر. في هذا الإطار، يرى فيشر أن الأعوان الاقتصاديين المُقرضين للأموال يقومون بتحديد معدل فائدة إسمي يسمح لهم بتعويض التضخم المتوقع، و هو يعتبر في رأيه (معدل الفائدة) المسؤول الأول عن ظاهرة عدم الاستقرار التي تسود الاقتصاد في المدى القصير (فترة التحول حسب تعبيره)، إذ أوضح أن السبب في حدوث الدورات الاقتصادية يرجع إلى عدم قدرة معدل الفائدة الإسمي على الإستجابة السريعة لتغيرات الأسعار (التضخم) بفعل وجود تقدير أقل من المستوى لتغيرات الأسعار من قبل الأعوان المُقرضين.

فإذا ارتفعت كمية النقود المعروضة M تتجه الأسعار نحو الإرتفاع بصفة تدريجية ، أما معدل الفائدة الإسمي فلا يتبع هذا الارتفاع مباشرة ، و بالتالي يكون هناك إنخفاض في معدل الفائدة الحقيقي¹. ضمن هذه الشروط، تتجه أرباح رجال الأعمال إلى الزيادة ، الأمر الذي يحث هؤلاء على طلب المزيد من القروض التي تمنحها البنوك. فيتربط على ذلك زيادة المعروض النقدي و يحدث مزيد من الارتفاع في الأسعار و زيادة مماثلة في هوامش الربح و إستمرار التوسع في الافتراض، و في نفس الوقت فإن سرعة تداول النقود (الأوراق النقدية و الودائع تحت الطلب) ترتفع نظرا لعدم إمكانية تمويل كافة الإنفاق عن طريق الاقتراض من البنوك. و الشيء المهم هنا هو خضوع المقرضين (البنوك خاصة) للوهم النقدي و استمرارهم في منح القروض في حين أن معدل الفائدة الحقيقي هو مستمر في الإنخفاض. كما يتجه الإنتاج إلى الزيادة و تنخفض البطالة بصفة عامة، غير أن ارتباط هاتين المتغيرتين في المدى القصير بعوامل حقيقية محدودة (حجم السكان، كفاءة العمال، عدد الاختراعات...) سيؤيد إلى زيادة الأسعار، و مع إستمرار حالة الرواج و استمرار الاقتراض من البنوك تتجه الاحتياطات النقدية لدى هذه البنوك نحو الإنخفاض، مما يجعلها مجبرة على رفع معدلات الفائدة الإسمية، و بالتالي ترتفع معدلات

¹ - حسب أثر "فيشر": سعر الفائدة الإسمي = التضخم المتوقع + معدل الفائدة الحقيقي

الفائدة الحقيقية، و تتجه الأرباح المحققة إلى الإنخفاض و يقل الاقتراض تبعاً لذلك، و يشيع في الاقتصاد حالة الركود و تنخفض سرعة تداول النقود، و يقل الإنفاق و تتجه الأسعار نحو الإنخفاض *Diatkine (1995)*.¹

و يرى فيشر أنه للخروج من حالة الكساد هذه لا بد أن يتم تخفيض معدل الفائدة الإسمي إلى المستوى الذي يشجع المستثمرين على الاقتراض لأنه هناك ارتفاع في معدل الفائدة الحقيقي بسبب إنخفاض الأسعار. و عندما يحدث ذلك يزيد الطلب و يتوقف إنخفاض الأسعار و يتجه الاقتصاد إلى حالة الرواج على النحو السابق بيانه.

III-4- نظرية كمية النقود في إطار معادلة كامبردج:

في الوقت الذي قام فيه فيشر ببحث طبيعة الدور الذي تلعبه النقود في التأثير في مستوى النشاط الاقتصادي ، و في المستوى العام للأسعار ، من خلال صياغته لمعادلة التبادل ، ثم نظرية كمية النقود ، قام فريق آخر من الاقتصاديين في جامعة كامبردج في بريطانيا ببحث نفس الموضوع ولكن من زاوية مختلفة عُرفت باسم معادلة كامبردج *L'Equation de Cambridge* . فبدلاً من النظر إلى الأمر من زاوية عرض النقود أو سرعة دورانها كما فعل فيشر ، كان التركيز منصب على جانب الطلب على النقود ، و على العوامل التي تؤثر فيه. و سنتناول فيما يلي إسهامات هؤلاء الاقتصاديين في هذا المجال.

أولاً ، ينسب أغلب الاقتصاديين صياغة معادلة كامبردج إلى الاقتصاديين البريطانيين *Alfred Marshall* و *Arthur Cecil Pigou* . و في حقيقة الأمر ، إذا كان يجب أن نتناول صياغة هذه المعادلة في مقال له سنة 1917 ، فان مارشال قد عرض مقارنته للنظرية الكمية في مؤلفه " النقود ، القرض و التجارة " المنشور سنة 1922 ، وهذا بعد أن كان قد تناول هذا الموضوع في مؤلفه " مبادئ الاقتصاد السياسي " بسنة 1890 ، *Jacoud* ، (1998).² ولهذا، فالمعادلة الكمية لكامبردج الجاري تقديمها هي مزيج من إسهامات عمل كل من مارشال و بييجو. لقد قام هاذين الاقتصاديين بتحويل معادلة التبادل التي صاغها فيشر إلى دالة الطلب على النقود ، وهذا على النحو الآتي :

$$M^d = kPY \quad \text{أو} \quad M^d = kPT$$

¹ - Diatkine S., « Théories et politiques monétaires », Op. cit, pp.52-53

² - Jacoud G. (1998), « la monnaie dans l'économie », Op. cit, p.179.

حيث، M^d : تشير إلى الطلب على النقود.

P : مؤشر المستوى العام للأسعار.

Y (الذي استبدله بيجو في مكان T : عدد الصفقات): يشير إلى الدخل الوطني الحقيقي.

k : تشير إلى تلك النسبة من الدخل الاسمي (PY) التي يود الأفراد الاحتفاظ بها على شكل نقود سائلة

(أرصدة نقدية). يُنسب هذا التعريف إلى مارشال ، أما بيجو فيستعمل مفهوم الدخل الحقيقي . هذا المعامل هو

ثابت، ويعبر عكس سرعة دوران النقود ($k=1/V$).

تُنص هذه المعادلة على أن الطلب على الأرصدة النقدية (النقود) إنما يمثل نسبة معينة من مجموع الدخل

الاسمي. ويُرجع إقتصاديي مدرسة كامبردج ، وخاصة بيجو ، دوافع لجوء الأفراد إلى تشكيل (أي بمعنى طلب)

أرصدة نقدية سائلة إلى اعتبارات ، طوّرها و توسع فيها فيما بعد الاقتصادي كينز *Keynes* الذي هو مثل بيجو

تلميذ لمارشال ، تتمثل في : دافع إبرام الصفقات ، ودافع الاحتياط الذي يرجع إلى عدم تزامن عمليتي الإنفاق و

الحصول على الدخل والى عدم التأكد من حجم النفقات الطارئة المستقبلية وكذا مستوى الأسعار ، كما قد تم

تناول دافع آخر بطريقة ضمنية، حسب *Brana* و آخرون (1999) ¹ ، يتمثل في طلب النقود لداها كونها مخزن

للقوة الشرائية (وليس فقط لإنفاقها كما هو الحال عند فيشر) ، وهذه النقطة هي هامة لأنها تعتبر تطورا في نظرة

الفكر النيوكلاسيكي للنقود ، وفي بداية النظر إليها على أنها أصل من الأصول التي يرغب الأفراد في اقتنائها ،

بدلا من الفكرة القديمة التي اعتادت النظر إليها على أنها وسيط للتبادل فقط.

يتضح جيدا ارتباط الأرصدة النقدية المرغوب بها مباشرة بالدخل الاسمي عبر المعامل (k)، الذي يُفترض

بأنه محدد (معطى) من خلال سلوكيات أو عادات التسديد و هيكلية النظام المصرفي. لو أدخلنا في التحليل

جانب عرض النقود M^0 ، الذي هو دائما متغيرة خارجية، فإن توازن سوق النقد هو معطى بالعلاقة

$$M^0 = M^d = kPY \quad \text{التالية:}$$

¹ - Brana S., Cazals M., Kauffmann P., « économie monétaire et financière », Dunod, Paris, 1999, P.53

يظهر من خلال المساواة أعلاه التي تُجسد شرط التوازن ، أن المستوى العام للأسعار هو المتغيرة الوحيدة التي تضمن تعديل سوق النقد ، في حالة ما إذا كان هناك اختلال فيه، *Michelle de Mourgues* (2000).¹

ومن ذلك ، يجدر بنا أن نشير إلى أن مارشال قد حول معادلة فيشر من مجرد معادلة محاسبية أو متطابقة تربط بين أمرين إثنين متزامنين هما الإنفاق على السلع و الخدمات و النقود المحصّلة مُقابل هذه العملية ، إلى معادلة توازن.² و يبقى، في كلتا الصياغتين، المحدد الرئيسي للمستوى العام للأسعار هو كمية النقود ، بشرط ثبات كل من الدخل Y و المعامل K .

في حقيقة الأمر ، تنسب عادة دالة الطلب التي أشرنا إليها سابقا إلى الاقتصادي مارشال ، وهي تشير ، كما سبق وأن ذكرنا ، إلى أن طلب الأعوان على الأرصدة النقدية الاسمية هو متناسب مع دخلهم الاسمي (PY) . أما الصياغة التي قدمها بيجو للمعادلة الكمية فهي تشير إلى أن طلب الأعوان على الأرصدة النقدية الحقيقية هو متناسب مع دخلهم الحقيقي، *Michelle de Mourgues* (2000).³ وقد تم استخدام مفهوم الأرصدة النقدية الحقيقية من قبل بيجو ، اعتقادا منه أن الأعوان لا يرغبون في الاحتفاظ بمبالغ نقدية في شكل قيمة اسمية ، وإنما الاحتفاظ بمستوى معين من القدرة الشرائية⁴ والذي يشكل نسبة من دخلهم الحقيقي. وتكتب المعادلة التي يطرحها بيجو على الشكل الآتي :

$$M^d/P=kY$$

إن تَصَوُّر بيجو أن الأرصدة النقدية المرغوب بها من قبل الأعوان يتم التعبير عنها في شكل قيمة حقيقية ، كما تم بيانه في المعادلة السابقة ، هو طرح إضافي بالنسبة لما قدمه كل من فيشر و مارشال. إذ يعتبر بيجو أن

¹ - Michelle de Mourgues, Op.cit., p.296

² - Anne Lavigne, Jean-Paul Pollin, Op.cit, pp. 22-23.

³ - Michelle de Mourgues ,Op .cit, p.295

⁴ - تشير القدرة الشرائية إلى كمية السلع و الخدمات التي يسمح دخل معطى بشرائها. فإذا بقي الدخل الاسمي ثابت بينما زادت الأسعار، فإن القدرة الشرائية ستتناقص.

معادلته تسمح بشرح جيدا تأثير النقود على الأسعار. وسُنْبِيْن في الآتي كيف أن أثر الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية سيسمح بفهم آلية تصحيح المستوى العام للأسعار تبعًا لتغير حاصل في مستوى كمية النقود :

نفرض أنه قد حصل ارتفاع في كمية النقود (الأرصدة النقدية الاسمية) المتداولة M ، ولذا سينجم في بداية الأمر ارتفاع في الأرصدة النقدية الحقيقية M/P ، نظرا لان الكلاسيكيون و النيوكلاسيكيون يؤمنون بالفروض التالية :

- لا يقوم الاعوان الاقتصاديين باكتناز النقود *la thésaurisation*

- لا يخضع الاعوان للخداع أو الوهم النقدي ¹ *l'illusion monétaire*

- إرتفاع الأسعار لا يتبع مباشرة ارتفاع حجم الكتلة النقدية.

ب هذه الشروط ، تكون الأرصدة النقدية الحقيقية المحازة فعليا أكبر من الأرصدة النقدية الحقيقية المحازة المرغوب بها. و في ضل ثبات المعامل K (الذي هو مقلوب معامل سرعة دوران النقود) في المدى القصير، سيقوم الاعوان بزيادة إنفاقهم على السلع و الخدمات من أجل التخلص من النقود الغير مرغوب فيها ، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى رفع المستوى العام للأسعار (وهو الأمر الذي يؤدي كذلك إلى رفع الدخل الوطني الاسمي و ليس الحقيقي ، لأن مستوى الإنتاج هو محدد بعوامل غير نقدية وإنما حقيقية ، كما أنه ثابت في المدى القصير بفعل وجوده عند مستوى العمالة الكاملة). وتتوقف عملية تصحيح الأسعار عندما ترجع الأرصدة النقدية الحقيقية الفعلية إلى مستوى الأرصدة النقدية الحقيقية² المرغوب بها. تجدر الإشارة هنا إلى أن زيادة النقود قد أدت إلى حدوث تغير في مستوى الأسعار بنفس المقدار و بنفس الاتجاه.

ومن جهة أخرى ، يرى بيجو أن الصياغة السابقة للنظرية الكمية يشوبها بعض النقص ، وهذا في ظل الواقع الذي يقوم على أن وسائل الدفع المستخدمة فعليا هي ليست فقط النقود القانونية المتمثلة في الأوراق النقدية و القطع المعدنية النقدية و إنما يتم استعمال كذلك الودائع تحت الطلب ، الأمر الذي سيخفض الطلب

¹ - الخداع النقدي يشير إلى الحالة التي يكون فيها تصرف الأفراد ، أو الاعوان بصفة عامة ، مبني على حسابات تتم على أساس الأسعار الاسمية، من دون الأخذ بعين الاعتبار تغيرات محتملة للقوة الشرائية للنقد.

² - سيتم التوسع لاحقا في مفهوم أثر الأرصدة النقدية الحقيقية على يد الإقتصادي *Don Patinkin*

على النقود القانونية. ولذلك ، قد صاغ بيجو معادلة طلب على النقود أكثر شمولاً ، تضم كلا نوعي النقود ، على الشكل التالي، *Diatkine* (1995):¹

$$M^d/P = kY (c + (1-c)h)$$

حيث: M : تشير إلى كمية النقود المعدنية و الأوراق النقدية المتداولة

c : تشير إلى نسبة النقود التي يرغب الأعدان الاحتفاظ بها على شكل نقود معدنية وأوراق نقدية، وهي ترتبط بالعادات وشدة تطور النظام البنكي.²

$(1-c)$: تشير بطبيعة الحال إلى نسبة النقود المحتفظ بها من قبل الأعدان على شكل ودائع بنكية .

h : تشير إلى نسبة الودائع التي تحتفظ بها البنوك على شكل نقود معدنية و أوراق نقدية. ترتبط قيمة هذا

المعامل بتكلفة الفرصة البديلة لتشكيل الاحتياطات من قبل البنوك.³

يتبين من المعادلة السابقة أن النقود في شكلها المعدني و الورقي ، المحصلة من قبل الفرد، يتم الاحتفاظ

بها (أي الطلب عليها) من قبل هذا الفرد نفسه بنسبة c ومن قبل بنكه في حدود نسبة $(1-c)h$. أي أن إدراج الودائع تحت الطلب في المعادلة يؤدي مجملاً بالأعدان (الأفراد و البنوك) الى الاحتفاظ بالنقود المعدنية و الورقية فقط في حدود نسبة $(c+(1-c)h)$ من كمية النقود الابتدائية.

إن هذه المقاربة للنظرية الكمية لا تمثل الصياغة النهائية لها ، بل عرفت بعد ذلك الكثير من التعديلات ، وخاصة على يد الاقتصادي روبرتسون *Dennis H. Robertson*. وكذلك قد كان للاقتصادي الانجليزي جون ماينارد كينز *John Maynard Keynes* ، الذي ينتمي إلى مدرسة كامبردج وهو أحد تلامذة مارشال ، إسهامات و إضافات للنظرية الكمية. إذ إنظمّ وساند في أولى كتاباته أفكار رواد النظرية الكمية الذين سبقوه ، بل لم يتردد في أن يكتب في مؤلفه " الإصلاح النقدي " *la Réforme monétaire* المنشور سنة 1923، أن النظرية الكمية للنقود هي أساسية و مهمة، *Jacoud* (1998).⁴ وقد استخدم "كينز" المعادلة التالية لشرح

¹ - Diatkine S., Op.cit, p.56

² - Ibid.

³ - Ibid.

⁴ - Jacoud G. (1998), Op.cit, p.183

تصوره في الفكر النقدي ، مُتَّبَعاً في ذلك الخطوط العريضة لكل من الاقتصاديين بيجو و مارشال فيما يخص النظرية الكمية، *Jacoud* (1998):¹

$$n = p (k + r k')$$

حيث:

n : تمثل عرض النقود (أو كمية النقود المتداولة) ، وهي تضم النقد الورقي ، النقد المعدني و الودائع تحت الطلب.
 p : سعر وحدة الاستهلاك (أي سعر سلّة من السلع الاستهلاكية)
 k : تعبر عن عدد وحدات الاستهلاك التي يمكن للأفراد امتلاكها انطلاقاً من استخدامهم لما يحوزونه من ودائع تحت الطلب (متحركة بواسطة شيك). أي الطلب على الودائع البنكية.
 r : تمثل ذلك الجزء من الودائع تحت الطلب (k) الذي تحتفظ به البنوك كاحتياطات على شكل نقود ورقية أو معدنية.

و تُقَرَأُ هذه المعادلة على الشكل التالي: إن كمية النقود المتداولة في المجتمع تساوي عدد وحدات السلع الاستهلاكية التي يرغب الأفراد في امتلاكها مضروبة في سعرها الوحدوي، أي تساوي تلك النقود التي ينفقها الأفراد على السلع الاستهلاكية.

إعتقاداً منه أن تغيير عرض النقود n يؤثر في k ، k' و r ، يرى كينز أن زيادة كمية النقود المعروضة بمقدار معين سوف يؤدي إلى زيادة في مستوى الأسعار (p) في نفس الاتجاه و بمقدار أقل. وبالتالي نلاحظ أن معالجة كينز للنظرية الكمية بهذه المعادلة لا تختلف حقيقة عن معالجة بيجو لها ، كونها تشرح الطريقة التي تتحدد بها الأسعار. حيث يمكن أن نشير إلى أن k تتوافق مع kYc عند بيجو ، و k' تتوافق مع $kY(1-c)$ ، و r تمثل h عند بيجو كذلك .

ومن هذا المنطلق ، لقد نصح كينز بمراقبة عرض النقود حتى يتم الحفاظ على إستقرار الأسعار الداخلية، و هو الأمر الذي يستحيل في ظل نظام قاعدة الذهب ، مما أدى بكينز إلى رفض رجوع إنجلترا إلى إتباع هذا النظام بعد أن تخلت عنه بعد الحرب العالمية الأولى. نجد أن كينز في هذه النقاط هو يتعد عن النظرية النقدية

¹ - Jacoud G. (1998), Op.cit, p.183

لمدرسة كمبردج. و مع ذلك نجد أن كينز سيباعد لاحقا عن هذه المقاربة في مؤلفه : بحث حول النقود *Traité sur la monnaie*.

IV- الفكر النقدي في التحليل الماركسي¹:

سنحاول أن نتعرض إلى ملامح الفكر النقدي في كتابات ماركس *Marx* من خلال التطرق إلى بعض المفاهيم و المواضيع المتعلقة بالنقد و التي قد خاض فيها هذا الاقتصادي ، و هذا على الرغم من قلة أولئك الذين يُقرّون بإسهاماته في هذا الجانب نظرا لتوجهاته المذهبية.

قام ماركس بإدراج النقد في مقدمة تحليله للتبادل. و لفهم تصوره للنقد سنتطرق لدراسته لمبدأ التبادل النقدي في إطار دورة السلع البسيطة *la circulation simple* و الدورة الرأسمالية *circulation capitaliste*.

IV-1- التبادل النقدي و دورة السلع البسيطة:

يُبين ماركس *Marx* دورة السلع البسيطة في الصيغة التالية: M_1-A-M_2 حيث: M_1 و M_2 يُمثلان سلعتان مختلفتان و A تمثل النقود. يشير ماركس بهذه الصيغة إلى أنه حتى تكون للسلعة قيمة يجب بيعها و الحصول على النقود، أي أن قيمة السلعة تتجسد في كمية النقود المقبوضة. و يضيف *Marx*، أنه عندما يتم مبادلة السلعة مع النقود، يحدث نوع من العلاقات الاجتماعية أو التعارف الاجتماعي بين الأفراد. فالنقود هي شكل من أشكال الروابط الاجتماعية و هي تقترب من مماثلة اللغة لأنها تعبر عن إنتماء الأفراد للمجتمع. إذا النقود هي مكون اجتماعي *fait social*.

إن مبادلة السلعة مع النقد يعطيها قيمة نقدية لها مدلول و معنى مجتمعي واحد، أي أن للنقود دور وحدة حساب مشترك. و هنا يظهر إسهام ماركس بإدخاله على هذه الصفة للنقد مصطلح المكافئ العام *équivalent général*. فعلى عكس التبادل في إطار نظام المقايضة، يتم التعبير عن كل السلع بقيم نقدية تمثل قياس مشترك يكون فيه النقد هو المكافئ العام. بل إن وجود قياس مشترك هو الدليل على صبغة العلاقة الاجتماعية للتبادل.

¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

- Diatkine S. (1995), « Théories et politiques monétaire », Op.cit, p. 42-45

و من أجل فهم جيدا مصطلح المكافئ العام و بالتالي مفهوم النقود عند ماركس لا بد من التطرق لنظرية القيمة عند ماركس و دور العمل. يرى ماركس أن السلع التي يتم تبادلها هي في نفس الوقت قيمة استخدام و قيمة. قيمة استخدام لأنها في صورتها الطبيعية و خصائصها الفيزيائية هي تلبى حاجات الأفراد، و هو ما يجعلها متميزة فيما بينها نوعيا، و قيمة لأنها لا تتميز عن بعضها البعض إلا من حيث الكميات المختلفة للجوهر أو الشيء المشترك الذي يُعبر عن قيمتها و هو ما يجعلها قابلة للمقارنة. و من أجل تحويلها من كونها قيمة استخدام إلى قيمة متمثلة في جوهر مشترك، يرى ماركس أن يُستخدم مفهوم العمل المجتمعي المتجانس (العمل المتجانس المقبول إجتماعيا) أو ما أسماه "العمل المجرد" « *travail abstrait* » .

إن العمل المجرد يختلف عن مصطلح "العمل الملموس" *travail concret*. إن هذا الأخير يُنسب إلى القيمة الإستعمالية للسلعة و إلى المميزات الخاصة للعمل المبدول لإنتاجها، أما العمل المجرد فهو يُنسب إلى قيمة السلعة، أي هو يُعرّف كعمل قد أُنتِجَت منه مزايا الخاصة (المزايا المرتبطة باختلاف العمال و كفاءاتهم و مؤهلاتهم و إتقانهم).

في الحقيقة، إن في ظل تقسيم العمل ، يتم إنتاج السلع باستخدام أفراد يختلفون عن بعضهم البعض من ناحية نوعية العمل المبدول. يصبح هذا الأخير متجانس (مجرد من المزايا المختلفة) بفضل مبادلة السلع المنتجة بواسطة مقابل النقود و هكذا يصبح عمل كل فرد كعمل مجرد ليس له أي مزايا خاصة و بالتالي سَيَتَّسَم بالقبول المجتمعي و سيكون من السهل مبادلة عمل أي شخص داخل المجتمع.

مبادلة السلع مقابل النقود يجعل كل من قيمتها و العمل المبدول لإنتاجها، الذي يصبح مجرد، معروفين. أي أنه يتم حقيقة التعبير عن كمية العمل المجرد المبدول لإنتاج سلعة ما بواسطة كمية النقود المدفوعة لقاء الحصول على هذه السلعة. و بالتالي، و حسب ماركس، يرتبط إنشاء النقود بشكل ما بتقسيم العمل و بالعلاقات الاجتماعية و ليس فقط بمجرد كونها أداة تسهل التجارة نظرا لخصائصها الفيزيائية و هذا كما يرونها الكلاسيكيون و على رأسهم آدم سميث. و كخلاصة، يرى ماركس أن قياس قيمة السلع لا يتم مباشرة بواسطة العمل و لكن عن طريق النقد، لأن في حقيقة الأمر هنالك مجانسة للعمل بواسطة النقد، و بالتالي يتم التعامل إجتماعيا بالعمل

المجرد لأنه قد عُبر عنه نقدياً. و بهذه النظرة الخاصة، يتعد ماركس عما جاء به الكلاسيكيون من خلال تأسيسه لنظرية القيمة النقدية بدلا من نظرية القيمة-العمل.

IV-2- التبادل النقدي و الدورة الرأسمالية:

لقد تناول كذلك ماركس دراسة مبدأ التبادل النقدي في إطار الدورة الرأسمالية *circulation capitaliste*. إن ضرورة وجود النقود للقيام بتبادل السلع هو أمر يساهم في نمو رأس المال. بتمثيل ماركس لدورة رأس المال بالعبارة التالية: 'A-M-A' (حيث A: كمية النقود عند الشراء، M: السلعة، A': كمية النقود عند بيع نفس السلعة) فهو يرى أن الهدف من قيام المُبادل بشراء سلعة ما و إعادة بيعها هو الحصول على مبلغ إضافي من النقود، و الذي يعرفه بفائض القيمة *la plus-value*. و سيتم دائما تكرار هذه الدورة لأنها ستُفضي دائما إلى ربح المزيد من النقود. إذن رأس المال هو قيمة تتزايد باستمرار ، لأنه يتعلق الأمر بصيرورة ليس لها نهاية ، مبنية على منطق البحث عن فائض القيمة. إن صحَّ التعبير يمكن القول أنه حتى يُعترف برأس المال على أنه فعلا رأس المال يجب عليه أن يُباع مقابل النقود، أي عندما ينتج عن ذلك تحقيق أرباح.

إن الصيغة الكاملة لدورة رأس المال هي 'A-M-P-M'-A' ، حيث (P) يمثل رأس المال الإنتاجي المكون من وسائل الإنتاج و قوة العمل التي يشتريها الرأسمالي لإنتاج كمية أكبر من السلع. يتم فعليا خلق فائض القيمة في المرحلة الإنتاجية من دورة رأس المال عبر إستغلال قوة العمل. لا يرى ماركس أي تدخل لدور النقود على هذا المستوى.

V- السياسة النقدية و المدرسة الكينزية: النظرية النقدية لكينز

لقد حاول كينز ، فيما بين الحربين العالميتين ، أن يُنشأ وجهة نظر مغايرة لما هو سائد حول دور النقود. فقد عارض و إنتقد طريقة عمل النظام النقدي القائم على قاعدة الذهب،* بل وكان يرفض عودة الدول (خاصة

* - بعد زيادة إنتاج الذهب في أواسط القرن 19 ، تخلت معظم الدول عن نظام المعدنين و تبنت نظام قاعدة الذهب. و كانت أولى هذه الدول إنجلترا ، التي تبوّأت موقع المسيطر في هذا النظام. إنه لمن الضروري أن نشير إلى أن العمل الجيد لنظام قاعدة الذهب في هذه الفترة هو راجع إلى الظروف الاستثنائية التي سمحت باستقرار سعر الذهب (و بالتالي سعر الصرف) و سياسة إنجلترا. لكن بعد الحرب العالمية الأولى ، تغيرت جذريا الحالة الاقتصادية و المالية لانجلترا. إذ أدى انخفاض صادراتها و مصادرها الأخرى التي كانت منبع حصولها على الذهب إلى خلق صعوبة في الإفراض و تدهور مصداقيتها أمام الدول. وهو الأمر الذي جعل السياسة النقدية لانجلترا غير فعالة كالسابق على مستوى ميزان مدفوعاتا .

إنجلترا) إلى هذا النظام بعد كل ما عرفته من أزمات مالية و نقدية بعد الحرب العالمية الأولى ، وهذا بعد أن تخلت عنه قبيل الحرب لتغطية احتياجاتها المالية. فبعد تغير الظروف الاقتصادية والمالية للدول ، لم يعد بالإمكان إتباع قاعدة الذهب ، واقترح كينز تعميم قاعدة الصرف بالذهب ، ليصبح هذا الأخير كاحتياطات في البنوك المركزية ، مثله مثل عملات قوية أخرى ، يُستخدم فقط لتمويل عجز ميزان المدفوعات و ليس لتغطية الأوراق النقدية التي تدور داخل الاقتصاد.

إنقذ كينز عودة إنجلترا إلى قاعدة الذهب في سنة 1925 ، لأن ذلك يستدعي تطبيق سياسة نقدية إنكماشية ، وهو الشيء الذي يعني التضحية بالتوازن الداخلي من أجل التوازن الخارجي. فعودة الجنيه الإسترليني إلى قيمته التعادلية لسنة 1913 ستزيد من قيمته لأنه قد تدهور بعد الحرب، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع الإنجليزية المعبر عنها بالذهب وبالتالي تدهور تنافسية هذه السلع وهبوط الصادرات ، وينتهي الأمر بحدوث عجز في ميزان المدفوعات بسبب انخفاض الأسعار الأجنبية. فإذا قام بنك إنجلترا برفع معدل الخصم من أجل جذب رؤوس الأموال الأجنبية و بالتالي ضمان دخول الذهب ، فإن النتيجة هي تقييد القروض و تعميق الركود الاقتصادي. تعتبر قاعدة الذهب (في ظل الظروف الجديدة) كعامل للبطالة و عدم استقرار الأسعار. ولهذا يرى كينز أن دور السياسة النقدية الجديد هو ضمان الاستقرار الداخلي و الخارجي ، استقرار الأسعار والعمالة الكاملة ، وهو الشيء الذي لا تقدر على حقيقة قاعدة الذهب

إذا لا يجب ترك النقود خاضعة للميكانيزمات الآلية لسوق الذهب و للعشوائية (كإكتشافات الذهب مثلا) ، بل يجب أن تُدار بطريقة تختلف عن طريقة إدارتها في ظل نظام قاعدة الذهب ، بما يضمن موازنة الاستقرار الداخلي و الخارجي في إطار قواعد محددة.

النظرية النقدية الكينزية :

أهم الأشياء التي خصّها كينز باهتمام كبير في نظريته النقدية هي قضية جعل النقود كوحدة حساب مشتركة بين الدول و مسألة العلاقة بين النقود و معدل الفائدة ، وارتباط ذلك بالطلب الفعلي و الإنتاج و العمالة (التوظيف).

V-1- النقود كوحدة حساب مشتركة:¹

أعطى كينز دور مركزي للنقود في النظام الاقتصادي. إذ يُقَر في مؤلفه *le traité sur la monnaie* أن النقود هي وحدة حساب يتم بموجبها التعبير عن الديون و الأسعار وعن القدرة الشرائية ، ثم جعل من النقود في مؤلفه النظرية العامة (1936) *la théorie générale* كوحدة قياس لمتغيرات الاقتصاد الكلي. إذا الاقتصاد هو نقدي في مجمله. إستخدم كينز وحدة الحساب النقدية لقياس مبلغ الطلب الفعلي الذي يعتبر ، حسب رأيه ، العامل المحدد للتوظيف. وما يلفت الإلتباه هو إشارة كينز إلى أنه ينتج عن تغير كمية النقود تحرك مستوى معدل الفائدة وتغير مستوى تفضيل السيولة. و مقارنة معدل الفائدة الجديد مع الفعالية الحدية لرأس المال ، كما يشير كينز ، هي المحدد الأساسي للعنصر الرئيسي للطلب الفعلي ، ألا وهو الاستثمار. هذا الأمر يقودنا إلى الحديث عن إسهامات كينز في مجال العلاقة بين النقود و معدل الفائدة.

V-2- النقود ومعدل الفائدة :

في إطار تناوله لموضوع النقود ، سيحاول كينز أن يبين أن معدل الفائدة هو ظاهرة نقدية و ليس ظاهرة حقيقية تتحدد بتوازن السوق الحقيقي كما جاء في النظرية الكلاسيكية. و السبب في رأيه هو أن معدل الفائدة هو ليس سعر الإدخار ، بمعنى كمكافئة للعون الاقتصادي على تخليه عن الاستهلاك الحالي ، وإنما هو مكافئة لهذا العون على تنازله عن السيولة ، على عدم الاكتناز. و القاعدة التي بني عليها كينز هذه الرؤية هي حالة عدم التأكد و الشك التي تسود في الاقتصاد النقدي.

V-1-2- الاقتصاد النقدي وحالة عدم التأكد:²

يرى كينز أنه تسود في الاقتصاد النقدي حالة عدم التأكد و الشك و التي تؤدي بالأعوان الاقتصاديين إلى وضع توقعات تخص مستوى الطلب الفعلي المستقبلي. إذ في اقتصاد المقايضة أين تكون النقود عبارة عن سلعة ، يسود نوع من حالة التأكد في ظل تناسق مخططات الأعوان فيما يتعلق بقراراتهم المرتبطة بالإنتاج و الاستهلاك. زد على ذلك ، في نظام المقايضة لا يوجد مصطلح فائض الإنتاج لأن إنتاج سلعة هو في حد ذاته

¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

- Diatkine S. (1995), « Théories et politiques monétaire », Op.cit, p. 79-80

² - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

- Diatkine S. (1995), « Théories et politiques monétaire », Op.cit, p. 81-85

سبب وجود طلب على سلعة أخرى (قانون ساي *Say* هو محقق). لكن في عالم يسوده الشك ، أين النقود هي موجودة و ليست لها قيمة جوهرية و تستخدم كذلك كمخزن للقيمة ، فيعتبر وجود فائض في الإنتاج أمر وارد و يكون مرتبط بوجود فائض في الطلب على النقود لذاتها (كمخزن للقيمة). و تحقق قانون ساي في اقتصاد نقدي يقتضي عدم وجود فائض في عرض السلع ، أي يستلزم عدم وجود فائض طلب على النقود. بعبارة أخرى ، يقتضي وجود توازن دائم في سوق السلع و الخدمات أن يكون الطلب على النقود لذاتها معدوم ، أي أن تطلب النقود فقط لدافع المبادلات.

إذن يرى كينز أنه لما يسود شك كبير في الاقتصاد ، خاصة الغموض الذي يشوب مستقبل معدل الفائدة ، سٌطلب النقود لذاتها عوض إنفاقها أو استثمارها في أصول مالية، أملا في الاستفادة من فرص مستقبلية متاحة. بوجود توقعات متشائمة ، هذا السلوك الخاص بتفضيل السيولة هو المسؤول عن عدم إقبال المقاولين على الاستثمار ، الشيء الذي يُسبب بدوره زوال التوقعات الموجبة للطلب الكلي ، و بالتالي تدهور النشاط الإنتاجي و التوظيف. يعتقد كينز أن معدل الفائدة ، الذي يعتبر كأحد العناصر الأساسية التي يبنى عليها قرار الاستثمار ، لا يتحدد بتوازن الادخار مع الاستثمار عن طريق سوق رأس المال و لكنه يتحدد بفعل الإرادة الموجودة لدى الأعوان للاحتفاظ بثروتهم في شكل سيولة نقدية. قبل أن نتعرض بشيء من التفصيل لطريقة تحديد كينز لمستوى معدل الفائدة وأهمية إدراجه لمفهوم تفضيل السيولة في صلب هذه الطريقة ، سنتناول باختصار الدور الأساسي للاستثمار في تحديد التوازن الاقتصادي الكلي ، مما سَيَسِّنُ لنا إدراك الدور الفاعل للنقود و سلوكيات الأعوان الخاصة بتفضيل السيولة في تحديد مستويات الإنتاج و البطالة.

V-2-2- الاستثمار و التوازن الاقتصادي الكلي :

يرى كينز أن الطلب الفعلي هو الذي يحدد مستوى الإنتاج و التوظيف ، و هي فكرة تُعارض تماما قانون المنافذ لـ"ساي" الذي مُقتضاه أن العرض يخلق الطلب. يُترجم قانون ساي في إلزامية أن يتحول كل ادخار إلى استثمار و معدل الفائدة هو الكفيل لتعادلتهما. لكن وكما أشرنا سابقا ، في اقتصاد نقدي تسوده حالة الشك، سيكون من الصعب تحقق ذلك. يرتبط الأمر بالشكل الذي يأخذه الادخار، فان حدث وتم الاحتفاظ بالمدخرات في شكل سيولة نقدية، فان تحقق قانون ساي يَشْتَرِط وجود ميكانيزم يُساعد على أن تُسْتخدَم هذه

السيولة في الاستهلاك وتمويل الاستثمار. قد يُترجم هذا الميكانيزم في وظيفة السوق المالي أو حتى إمكانية تمويل الاستثمار عن طريق الاقتراض من البنوك حتى ولو لم يكن يوجد ادخار مُسبق.

يبتعد كينز في تحليله عن النظرية الكلاسيكية حول شرط التوازن الاقتصادي الكلي و المجدد في تعادل الادخار و الاستثمار ، مركزا انتباهه على دوافع التحفيز على الاستثمار و التي تختلف ، حسبه ، تماما عن تلك التي تحكم قرار الفرد في الإدخار من أجل دخل معطى. حيث يعتقد أن سلوكيات الأعوان التي تحكم طريقة تحديدهم للشكل الذي يحتفظون فيه بثروتهم (أي ادخارهم) هي التي تؤثر في مستوى الاستثمار (عن طريق تأثير تلك السلوكيات على معدل الفائدة) بفترة معينة ، ويبقى الادخار لنفس الفترة مرتبط ، في حقيقة الأمر ، بالدخل دون تعلقه بتلك السلوكيات. إذن يرى كينز أن الاستثمار هو الذي يحدد الادخار عن طريق تأثيره على الإنتاج و الدخل،¹ وتعادهما يتحقق مع الزمن عبر تحركات الدخل المُعرفة في إطار المضاعف و ليس عبر وساطة السوق المالي.

إذن في اقتصاد نقدي أين العرض لا يخلق الطلب وإنما العكس ، يجب على المنتجين توقع مستوى الطلب الكلي الذي هم بصدد مواجهته مستقبلا ، أي الطلب الفعلي ، من أجل وضع مخططات الإنتاج الحالية وتحديد مستوى العمالة . يتكون الطلب الفعلي من إنفاق الاستهلاك و إنفاق الاستثمار. يخضع مستوى الإنفاق الاستهلاكي لما يسميه كينز بالقانون السيكولوجي الذي مفاده أنه لما يزيد الدخل يزيد الاستهلاك كذلك ولكن بنسبة أقل. في حين يُوزَّع الدخل بين الاستهلاك و الادخار. يُفهم من وجود الادخار أنه لا يجب أن يكون كل الإنتاج عبارة عن سلع استهلاكية و إنما يجب إنتاج سلع استثمارية من أجل امتصاص الباقي من الدخل بعد الاستهلاك. وعلى عكس الكلاسيك ، يرى كينز أنه لا يوجد أي ميكانيزم يضمن تعادل قيمة الاستثمار مع قيمة الادخار ، لأن هذا الأخير لا يتحوّل آليا إلى استثمار في ظل إمكانية الاحتفاظ بالنقود لذاتها و ليس استثمارها في السوق المالي و تمويل المؤسسات. فتحقق شرط تعادل الاستثمار و الادخار يتطلب مرور فترة زمنية يتم خلالها تصحيح توقعات الأعوان بخصوص الطلب الفعلي و بالتالي مخططات إنتاجهم.

¹ - * حسب نظرية المُعجِّل *l'accélérateur*، الدخل هو عنصر محدد للاستثمار، وبالتالي هناك علاقة سببية في الاتجاهين.

يبقى الاستثمار عند كينز هو العامل الأساسي في الطلب الفعلي لأنه الأكثر عرضة للاضطرابات المفاجئة و العنيفة في نظام معقد. كما أن محدداته تختلف تماما عن تلك الخاصة بالادخار. وانطلاقا من المقارنة بين الفعالية الحدية لرأس المال و معدل الفائدة ، التي هي أساس اتخاذ قرار الاستثمار ، تبقى تعتبر السلوكيات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقود ، تفضيل السيولة ، كمحدد لحجم الاستثمار من خلال تحديدها لمعدل الفائدة ، و بالتالي هي عنصر مهم و مؤثر في مستوى الإنتاج و التوظيف.

يبقى في الأخير أن نُذكر أن كينز قد أشار إلى أن قرار الاستثمار يرتبط من جهة بالفعالية الحدية لرأس المال و من جهة أخرى بمعدل الفائدة. فقبل أن نمر إلى الحديث عن كيفية تحديد هذا الأخير ، سنعرج بسرعة على مفهوم الفعالية الحدية لرأس المال عند كينز.

V-2-3- الفعالية الحدية لرأس المال¹: عامل محدد لقرار الاستثمار

لما يشتري شخص ما سلعة رأسمالية بغرض الاستثمار ، يكون بذلك قد اشترى حق امتلاك سلسلة من المداخل. يُتَوَقَّع تحصيل هذه المداخل ، التي يحسم منها النفقات الجارية الضرورية خلال العملية الإنتاجية ، عن طريق بيع المنتج المصنوع بواسطة هذه السلعة الاستثمارية خلال فترة استغلالها. من جهة أخرى يُشير سعر عرض هذه السلعة الرأسمالية في السوق إلى السعر الكافي لأن يتَّخَذ مُصَنِّعُها قرار إنتاج وحدة إضافية منها وليس سعر شرائها .

العلاقة بين تدفق المداخل الخاصة بهذه السلعة الرأسمالية و سعر عرضها يُعطي ما يسمى بالفعالية الحدية لرأس المال *l'efficacité marginale du capital*. تُعرَّف هذه الأخيرة بمعدل التحيين (مثل معدل الفائدة) المطلق على سلسلة المداخل المتوقعة الناتجة عن هذا الاستثمار ، الذي يجعل من القيمة الحالية لتدفقات المداخل مساوية لسعر عرض السلعة الرأسمالية. و الملاحظ هنا هو أن الفعالية الحدية لرأس المال هي معرفة بدلالة توقعات المداخل المستقبلية للاستثمار و سعر عرضه.

¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

-Keynes J. M., « la théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », traduction de Jean Largentaye entièrement revue, Petite Bibliothèque Payot, Paris, 1977, p.149-157

إنّ الفعالية الحدية لرأس المال تنخفض بزيادة حجم الاستثمار في سلعة رأسمالية ما، و هذا لسببين : أولاً، لأن قيمة المداخيل المتدفقة جراء إستغلال هذه السلعة تنخفض بزيادة كمية الاستثمار فيها بفعل مثلاً انخفاض سعر المنتج المصنّع . ثانياً ، يؤدي التنافس حول الموارد اللازمة لصنع هذه السلعة إلى رفع سعر عرضها. يمكن أن نُتوه كذلك إلى أنه كلما انخفضت الفعالية الحدية لرأس المال كلما قلَّ حجم الاستثمار في السلع الرأسمالية مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها (معدل الفائدة) ، و العكس صحيح. إذ يمكن أن نقول أنه يزيد إقبال المؤسسات على الاستثمارات المنتجة لما تكون الفعالية الحدية لرأس المال أكبر من معدل الفائدة المطبق سواء على السندات أو على القروض التي تمنحها البنوك التجارية. في الحالة العكسية سيتوجّه الأعوان الاقتصاديين نحو الإستثمارات المالية. نجد وجهة النظر هذه عند الاقتصادي مارشال *Marchal* وعند الاقتصادي فيشر *Fisher* في نظريته لمعدل الفائدة (1930) ، على الرغم من اختلاف المصطلحات المستخدمة. يشير كينز إلى نقطة جد هامة تتمثل في تأثير تغير توقعات الأعوان الاقتصاديين على الفعالية الحدية لمخزون معطى من رأس المال ، و فهم ذلك هو ضروري و يساعد في شرح الدورة الاقتصادية .

V-2-4- النظرية العامة لمعدل الفائدة: تحديد معدل الفائدة.

كُنّا قد أشرنا إلى أن معدل الفائدة هو من أهم الأشياء التي يرتبط بها اتخاذ قرار الاستثمار ، ولذلك يجدر بنا الآن أن نتطرق إلى تحليل طريقة تحديد كينز له (الفصول 13 و 15 من كتاب النظرية العامة لكينز). و السؤال الممكن طرحه هنا هو كالأتي: ما هي العوامل التي تحدد معدل الفائدة ؟

حسب *Keynes* (1977)، ذهب الكلاسيكيون إلى طرح فكرة أن معدل الفائدة هو العامل الذي يحدد التوازن بين الطلب الاستثماري و الادخار. فالطلب الاستثماري هو في الحقيقة طلب على الموارد المالية اللازمة لتجسيد مشاريع إنتاجية ، و الادخار يمثل عرض هذه الموارد. يعتقد الكلاسيكيون أن المحفز الرئيسي على الادخار هو معدل الفائدة الذي هو في حد ذاته يعتبر مفتاح قرار الاستثمار. نجد هذه الأفكار عند كل من

الاقتصادي Cassel في مؤلفه *Nature and Necessity of Interest*، و عند Walras في مؤلفه *les éléments d'économie pure* ، وعند مفكرين كلاسيكيين آخرين.¹

وتفسير الكلاسيك لكيفية حدوث التوازن في القطاع الحقيقي هو كالأتي : عند زيادة الادخار ، لسبب ما ، سيكون هناك دافع لخفض معدل الفائدة ، و هو الأمر الذي سيحفز المقاولين على خلق وتنمية رأسمالهم عن طريق إقامة مشاريع إنتاجية جديدة مُمَوَّلة عن طريق الاقتراض. هذا الانخفاض في معدل الفائدة سيكون بالقدر الكافي لأن يتعادل الطلب على الأموال اللازمة للاستثمار مع الزيادة الحاصلة في البداية على مستوى الادخار. وفي حالة ما إذا ازداد الطلب على الأموال بمقدار يفوق حجم زيادة الإدخار ، سيرتفع معدل الفائدة ليحدث بذلك التوازن . إذن ، حسب الكلاسيك ، سيكون هناك تعديل آلي بدون وجود حاجة إلى تدخل من طرف سلطة نقدية.²

اعتقد الكلاسيك أن قرار الادخار يستجيب بالأساس إلى تغيرات معدل الفائدة ، و بنسبة أقل إلى تغيرات الدخل. و عيبيهم يكمن في أنهم لم يُدركوا أن الاستثمار يحدد الدخل ، بحيث أنه لَمَّا يتغير ، سيطراً بالضرورة تغير في الدخل و بقدر يجعل من التغير المترتب عند ذلك في مستوى الادخار (باعتباره تابع للدخل) مُساو للتغير الحاصل أولاً في الاستثمار ، و بالتالي التوازن. بالإضافة إلى ذلك ، الخطأ في التحليل الكلاسيكي قد يكمن في اعتقادهم أن معدل الفائدة هو مكافئة للأعوان على تخليهم عن الاستهلاك. لكن في الحقيقة، يرى كينز أن معدل الفائدة هو مكافئة للأعوان على تخليهم عن الإكتناز ، أو بشكل آخر هو مكافئة لهم عن المخاطرة التي يقدمون عليها بتخليهم عن أموالهم السائلة ، في شكلها الآمن ، واستبدالها بأصول مالية على أساس أنها صورة قد يأخذها مفهوم الادخار، Keynes (1977).³

سيجيب كينز في مؤلفه النظرية العامة عن السؤال المطروح في البداية ، ولكن بطريقة تختلف عن سابقه ، مُصححاً بذلك أخطاء التحليل الكلاسيكي. فهُم إسهامات كينز في هذا المجال ، يستدعي التكلم عن شيء مهم للغاية قد طرحه هذا الاقتصادي. يتمثل هذا الأمر في حتمية أخذ الفرد لقرارين اثنين من أجل إشباع تفضيلاته السيكولوجية ، وهما : يرتبط القرار الأول بالميل إلى استهلاك ، و الذي يُحدد بموجبه كل فرد ذلك الجزء من

¹ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp.186-187

² - Ibid., p. 188

³ - Ibid., p.192-194

الدخل الذي يخصص للاستهلاك و الجزء الذي يحتفظ به في شكل حق مستقبلي في الاستهلاك ، أي الادخار. بعد هذا ، يأخذ الفرد قرار آخر يتعلق باختيار الشكل الذي يُحتفظ فيه بالادخار ، هل أموال سائلة كالنقود أو باقي الأصول النقدية التي مردودها معدوم كذلك أو ضعيف جدا ، أم أصل مالي آخر يُدّر دخلا (i) و يستدعي استخدامه مستقبلا لغرض الإنفاق الاستهلاكي تحويله إلى نقود. يستدعي اتخاذ القرار الثاني معرفة درجة تفضيل الفرد للسيولة ، و التي ترتبط بتوقعاته المستقبلية لأسعار الأصول المالية (السندات)، أي توقعاته لمعدل الفائدة المطبق على هذه الأصول.¹

الخطأ الذي اقترفته النظريات السابقة هو يكمن في استنتاج معدل الفائدة انطلاقا من العنصر الأول للتفضيلات السيكولوجية للأفراد و إغفال العنصر الثاني. وهنا يظهر الجديد الذي قدمه كينز، إذ تم إصلاح هذا الخلل بإدخال مفهوم تفضيل السيولة في تحديد معدل الفائدة ، لم يُعد يُعتبر هذا الأخير كمكافئة للادخار بل كجزء للفرد على تخيله عن السيولة. و تنطلق نظرية تفضيل السيولة النقدية من فرضية أساسية مفادها أن هناك بديلين اثنين فقط أمام الأفراد للاحتفاظ بثرواتهم : النقود السائلة أو السندات ، ولا توجد أي بدائل أو خيارات أخرى للاحتفاظ بالثروة غير ذلك. و تُنص هذه النظرية كذلك على أن الاحتفاظ بالثروة على شكل نقود لا يُدّر أي عائد على الأفراد ، في حين أن الاحتفاظ بها على شكل سندات يعطي الأفراد فرصة للحصول على عائد يتمثل في معدل الفائدة على هذه السندات.

إذن ، حسب *Keynes (1977)* ، معدل الفائدة هو الذي يُعادل الرغبة في الاحتفاظ بالثروة على شكل نقود سائلة (تفضيل السيولة) مع كمية النقود المتوفرة. بمعنى أنه إذا تَمَّ تخفيض معدل الفائدة فانه ستكون كمية النقود التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها أكبر من الكمية المعروضة ، وإذا تم رفع معدل الفائدة سيكون هناك فائض في النقود غير المرغوب الاحتفاظ بها. يتجلى من هذا ، أن كمية النقود هي العامل الثاني الذي يحدد ، إلى جانب تفضيل السيولة ، معدل الفائدة في ظروف معطاة.²

قبل شرح الكيفية أو الميكانيزم الذي يتحدد من خلاله معدل الفائدة في إطار سيّر سوق النقود نحو نقطة التوازن ، بعد حدوث خلل يرفع حالة التعادل بين عرض النقود و الطلب عليها ، سنتعرض لدوافع الطلب على

¹ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp.177-178

² - Ibid., p.178-179

النقود ، ونصوغ في الأخير دالة الطلب على النقود بالشكل الذي وردت عليه في مؤلف كينز للنظرية العامة. بداية ، حسب *Keynes (1977)*، يوجد ثلاث دوافع الطلب على النقود:¹

دافع المبادلات: السبب الأول للاحتفاظ بالنقود هو وجوب سدّ الفاصل الزمني بين قبض وإنفاق الدخل. إذن وفق هذا الدافع ، يقوم الأعوان بطلب النقود بهدف استخدامها في شراء ما يحتاجونه من سلع وخدمات. فالنقود ، كما أشرنا سابقا ، تعتبر وسيط للتبادل ، و بالتالي فإن هناك حاجة لها لإتمام المبادلات التي يقوم بها الأعوان في السوق و لتمويل الإنفاق على احتياجاتهم المختلفة. و حيازة الأعوان للسيولة النقدية تكون سواء على شكل نقود ورقية أو معدنية أو على شكل حسابات بنكية جارية. يرى كينز أنه تتأثر أساسا كمية النقود المطلوبة بدافع المبادلات بمستوى الدخل، إذ أي زيادة تحدث في هذا الأخير سوف تؤدي إلى زيادة طلب الأفراد على النقود بدافع المبادلات. السبب في ذلك يعود للعلاقة الطردية الموجودة بين الدخل و بين الاستهلاك .

دافع الاحتياط: المقصود بهذا الدافع هو رغبة الأعوان في الاحتفاظ بقدر معين من النقود لمواجهة ظروف مستقبلية غير متوقعة و مفاجئة. يدخل في باب هذه الظروف غير المتوقعة، حالة المرض المفاجئ أو الوفاة، فرص مشتريات زهيدة الثمن، أو أي ظروف أخرى مشابهة تتطلب توافر سيولة نقدية لمواجهةتها. و قد افترض كينز أن هناك علاقة طردية بين مستوى الدخل الفردي و بين الطلب على النقود بدافع الاحتياط.

دافع المضاربة: إلى حد الآن يمكن القول أن كينز لم يأتي بالشيء الجديد زيادة عن ما قد جاءت به النظرية الكمية للنقود، فحسب هذه الأخيرة ، الطلب على النقود هو دالة في الدخل الإسمي. في الحقيقة، ما يميز التحليل الكنزي عن سابقه هو جعله للنقود كمخزن للقيمة. بناء على ممارسة النقود لهذه الوظيفة، إعتقد أيضا كينز أن الأفراد يقومون بالاحتفاظ بمقدار آخر من النقود لأغراض المضاربة. و المقصود بدافع المضاربة هنا هو قيام الأفراد بطلب النقود بهدف استخدامها في شراء و بيع السندات، ليس من أجل الحصول على العائد الدوري الذي تُدره هذه السندات خلال فترة حيازتها، و لكن من أجل الحصول على أرباح أو تفادي خسائر من خلال المضاربة على الاتجاهات المستقبلية لمعدلات الفائدة. لاحظ أيضا أن المضاربة على أسعار الفائدة هي في الحقيقة الأمر مضاربة على أسعار السندات في نفس الوقت، و ذلك بسبب العلاقة العكسية التي تربط بين معدلات

¹ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp. 203-210

الفائدة و أسعار السندات. فحسب كينز، إن الأفراد يقومون ببيع و شراء السندات إستنادا إلى توقعات مستقبلية لتحركات أسعارها في السوق المالي ، مستهدفين من وراء ذلك إما تحقيق أرباح رأسمالية أو تجنب خسائر رأسمالية. فإذا توقع فرد ارتفاع معدل الفائدة مستقبلا، أي إنخفاض أسعار السندات ، سيكون من العقلاني أن لا يشتري حاليا سندات حتى لا يتكبد خسارة رأسمالية مستقبلا، و بالتالي يوجد دافع للإحتفاظ حاليا بالنقود سائلة، و العكس صحيح. فكلما ارتفع معدل الفائدة الجاري، تزيد نسبة الأفراد الذين يتوقعوا إنخفاضه (أي المضاربون على إرتفاع أسعار السندات) بسبب إنضمام بعض الأفراد إلى هذا الإتجاه بعد إعتقادهم أن توقعاتهم السابقة بإرتفاع معدل الفائدة قد تحققت و أن لا إتجاه لهذا الأخير إلا الإنخفاض ، و بالتالي سوف يكون هناك إنخفاض للطلب على النقود. في هذه الحالة تُستخدم النقود في شراء السندات التي عرفت إنخفاض في أسعارها. و يحدث العكس عند إنخفاض معدل الفائدة الجاري. و من هنا، فإن معدل الفائدة على السندات عند كينز يلعب دورا رئيسيا في تحديد كمية النقود التي يود الأفراد الإحتفاظ بها بدافع المضاربة. و قد افترض كينز أن هناك علاقة عكسية بين مستوى معدل الفائدة، و بين الطلب على النقود بدافع المضاربة. أو بالأحرى، يرتبط هذا الأخير بالعلاقة بين معدل الفائدة الجاري و حالة التوقع.

و يرتبط بتحليل كينز للطلب على النقود بدافع المضاربة ظاهرة تعرف بإسم "مصيدة السيولة"، و هي تشير إلى ذلك إلى الجزء الأفقي من منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة. يعود السبب في هذه الظاهرة إلى أنه عند هذا الجزء من المنحنى فإن الأعوان يعتقدون أن معدلات الفائدة في السوق قد وصلت إلى أدنى نقطة لها، و أن لا مجال لإنخفاضها أكثر من ذلك. و بالتالي ، فإن الاتجاه الوحيد المتوقع لتغير معدلات الفائدة في المستقبل هو الإتجاه الصعودي. خوفاً منهم من أن يؤدي إرتفاع معدلات الفائدة إلى تكبدهم خسائر رأسمالية ، فإن عند هذا المستوى المتدني لمعدل الفائدة ، يقوم جميع الأعوان بين كل ما لديهم من سندات ، و يزداد طلبهم على السيولة النقدية بشكل كبيرا جدا.*

* حسب كينز ، هذه الظاهرة هي التي تُحد من فعالية السياسة النقدية. فكل ارتفاع في كمية النقود ، كما سنرى ، عن طريق سياسة السوق المفتوحة مثلا سَتحوّل إلى جيوب المضاربين الباحثين عن السيولة دون خفض معدل الفائدة ، بسبب الطلب الهائل على السيولة. و هذا ما حدث خلال أزمة الكساد الكبير (1929).

بعد التطرق إلى مختلف دوافع الطلب على النقود، سنقوم بتقسيم الطلب الكلي على النقود إلى جزئين، M_1 مبلغ النقود المحتفظ بها لإشباع دافعي المبادلات و الإحتياط ، بحيث أن هذا الجزء من الطلب على النقود هو دالة في الدخل، و M_2 المبلغ المحتفظ به لدافع المضاربة ، و هو دالة في معدل الفائدة. بناء على ما تقدم، يمكن صياغة نظرية كينز في الطلب على النقود على شكل دالة تسمى دالة تفضيل السيولة النقدية. في هذه الدالة ، قام كينز بتجميع كل الدوافع الثلاث في الطلب على النقود:

$$\frac{M^d}{p} = M_1 + M_2 = L(i, y)$$

تشير الإشارات الجبرية فوق المتغيرات في الطرف الأيمن من الدالة إلى طبيعة العلاقة بين كل من (i) و (y) من ناحية ، و بين الطلب على النقود من ناحية أخرى، حيث تشير العلامة السالبة (-) إلى العلاقة العكسية و العلامة الموجبة (+) إلى العلاقة الطردية. هذه الدالة تُنص على أن الطلب على النقود عند كينز هو دالة في كل من معدل الفائدة و مستوى الدخل. يشير الطرف الأيسر من الدالة $\left(\frac{M^d}{p}\right)$ إلى طلب الأفراد على النقود، حيث (M^d) هي وحدات النقد الاسمية التي يرغب الأعدوان الاحتفاظ بها، و (P) هي المستوى العام للأسعار. وجود هذا الأخير يعكس إهتمام كينز بالقوة الشرائية للنقود و ليس بالقيمة الإسمية لها. لذلك، فإن الطلب على النقود عند كينز هو طلب على القيمة الحقيقية لها و ليس على القيمة الإسمية. و بالتالي، فإن (y) في الحد الأيمن للمعادلة إنما تعني مستوى الدخل الحقيقي و ليس الدخل الإسمي.

" و إنطلاقاً من هذه الدالة، يمكن استنتاج عبارة سرعة دوران النقود $\left(\frac{py}{M}\right)$. أولاً، نعيد كتابة الدالة

$$\text{كالتالي: } \frac{p}{M^d} = \frac{1}{L(i, y)}$$

ثانياً، بضرب طرفي المعادلة في (y)، مع الأخذ في الحسبان أنه عندما يكون سوق النقود في وضع توازن، تكون الكمية المطلوبة من النقود (M^d) مساوية للكمية المعروضة منها (M)، سنحصل على عبارة سرعة دوران النقود:

$$v = \frac{py}{M} = \frac{y}{L(i, y)}$$

حسب النظرية الكنزوية للطلب على النقود ، تعتبر سرعة دوران النقود غير ثابتة ، فهي تتغير بدلالة معدل الفائدة. إذ بافتراض كينز لوجود علاقة عكسية بين الطلب على النقود و معدل الفائدة ، سيترتب عن زيادة هذا الأخير (i) إنخفاض $L(i, y)$ و بالتالي ارتفاع سرعة دوران النقود. بعبارات أخرى ، من أجل مستوى دخل معطى، سيدفع إرتفاع معدل الفائدة الاعوان إلى التخفيض من مستوى الأرصدة النقدية الحقيقية التي يجوزونها لأنهم سيقبلون على شراء السندات ، و هو الأمر الذي سيرفع من سرعة دوران النقود (و هو الشيء الذي يكفل توازن سوق النقود). إذن يرى كينز في إطار نظريته لتفضيل السيولة أن سرعة دوران النقود تتغير كثيرا، و ذلك راجع للتقلبات الهامة التي يسجلها معدل الفائدة "، *Mishkin (2007)*.¹

هناك نتيجة هامة يمكن أن نستخلصها مما سبق ألا و هي أن النظرية الكنزوية لتفضيل السيولة قد فنّدت، باعتبارها أن سرعة دوران النقود غير ثابتة ، النتيجة التي خلصت إليها النظرية الكمية الكلاسيكية و التي مفادها أن تغيرات كمية النقود التي تدور في الاقتصاد هي المحدد الرئيسي للدخل الإسمي.

بعد أن عرضنا نظرية السيولة ، نعود إلى النقطة التي إنطلقنا منها و هي أن معدل الفائدة يتحدد عند نقطة تعادل الطلب على النقود و عرضها في سوق النقود. يبقى هنا أن نشير إلى أن حسب كينز تتحدد كمية النقود المعروضة بالكامل بقرارات البنك المركزي الذي يقوم بإتخاذ قراراته المتعلقة بعرض النقود وفق اعتبارات السياسة النقدية و وفق رؤيته الخاصة بالأهداف الاقتصادية الكلية التي يحاول العمل على تحقيقها. و بناء على ذلك يكون منحني عرض النقود على شكل خط مستقيم عمودي.

من أجل فهم كيفية تحديد معدل الفائدة ، نفترض أن البنك المركزي قام بتغيير عرض النقود ، و لنفترض كذلك سيناريو هين: السيناريو الأول يتمثل في افتراض أن الطلب على النقود بدافع المبادلات و بدافع الاحتياط هو جد ضعيف بسبب الاستجابة القليلة للدخل لتغير معدل الفائدة، و بالتالي سيكون الجزء اللازم من تغير عرض النقود لإشباع هذين الدافعين هو صغير كذلك. و عليه، يجب أن يستقر معدل الفائدة، و بالتالي سعر السندات، عند المستوى الذي تتعادل عنده كمية النقود التي يرغب بعض الأعوان الإحتفاظ بها في شكلها السائل مع الجزء الكبير من عرض النقود المتاح لتلبية هذا الطلب ، و الذي أساسه دافع المضاربة. و لذلك سترفع كل

¹ - Mishkin F. S., « Monnaie, banque et marchés financiers », op.cit, pp. 686-688

زيادة في كمية النقود أسعار السندات بما يكفي ليطم تجاوز توقعات بعض المضاربين على الارتفاع و ليتجه هؤلاء فيما بعد إلى بيع سنداتهم و الإنضمام للمضاربين على الإنخفاض. السيناريو الثاني يتمثل في افتراض أن الطلب على النقود بدافع المضاربة هو مهمل ، باستثناء ذلك الجزء الصغير منه و الضروري في البداية لزيادة عرض النقود و ما ينتج عنه من رفع لأسعار السندات. في هذه الحالة، سيتربّب عن زيادة كمية النقود إنخفاض ضروري في معدل الفائدة بالقدر اللازم لتحفيز الاستثمار و إرتفاع الدخل بما يتناسب و زيادة الطلب على النقود بدافع المبادلات و بدافع الإحتياط الضرورية لحصول التوازن في سوق النقود، Keynes (1977).¹

بعبارة أخرى، تُفسّر العلاقة بين عرض النقود M و تغيرات كلا من الدخل y و معدل الفائدة i كالاتي، Keynes (1977):² تؤدي زيادة كمية النقود في الاقتصاد عن طريق مثلا شراء البنك المركزي للسندات، إلى ارتفاع أسعار هذه الأخيرة، و بالتالي إنخفاض معدلات الفائدة. و من هنا، تؤدي زيادة M إلى حدوث شيئين في آن واحد، فمن ناحية ، يؤدي ارتفاع الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية (بسبب بيعها للسندات للبنك المركزي أو وضع جمهور الأفراد البائعين للسندات لشيكات مسحوبة على البنك المركزي في حساباتهم الموجودة لديها) إلى تعزيز قدرتها على منح الإئتمان، و من ناحية ثانية ، فإن الإنخفاض الذي يحدث في معدلات الفائدة، المطبقة على السندات أو القروض أو غيرها من أدوات التمويل، سيُشجع قطاع الأعمال على طلب قروض من البنوك التجارية لتمويل مشروعاته الاستثمارية. و بالتالي سيتربّب عن إنتقال معدل الفائدة (i) إلى مستوى جديد ، تغير حجم الطلب على النقود بدافع المضاربة M_2 (لأنه كان ارتفاع أسعار السندات الناتج عن زيادة كمية النقود سبب تجاوز المضاربين على الارتفاع لتوقعاتهم و إتجاههم إلى بيع سنداتهم و الإنضمام للمضاربين على الإنخفاض ، أي زادت كمية النقود التي يحتفظون بها) و تغير الدخل (يرجع سبب ارتفاعه إلى تحسن الاستثمار) و بالتالي تغير حجم الطلب على النقود بدافع المبادلات و دافع الإحتياط M_1 . يرتبط تقسيم عرض النقود الإضافي بين M_1 و M_2 في وضعية التوازن الجديدة بمدى استجابة الاستثمار لإنخفاض معدل الفائدة (مع الأخذ في الحسبان مستوى الفعالية الحدية لرأس المال) و مدى استجابة الدخل لارتفاع الاستثمار (مع الأخذ في الحسبان قيمة الميل الحدي للإستهلاك). إن ارتباط الدخل بطريقة غير مباشرة بمعدل الفائدة، يجعلنا نقول كخلاصة أن تغير

¹ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp. 182-183

² - Ibid., p. 210

معطى في عرض النقود M يُحدث تغير في معدل الفائدة يكفي ليتعادل مجموع التغيرات الناتجة في كل من M_1 و M_2 ، مع التغير المعطى لـ M .

لكن ، في ظروف معينة ما ، أين يكون معدل الفائدة عند مستوى جد متدني ، لن يُحدث ارتفاع عرض النقود، حتى و لو كان كبيرا، أي إنخفاض لمعدل الفائدة. و يَقَعُ ذلك عندما يَتَّبِع هبوط صغير و مؤقت معدل الفائدة ، إثر زيادة كمية النقود ، ارتفاع كبير في الطلب على النقود (بيع كبير للسندات) بسبب وجود إجماع لدى الأفراد حول الإتجاه الصعودي لمعدل الفائدة في المستقبل.

وبهذا ، تكون النقود قد أدرجت لأول مرة في سلسلة العلاقات السببية من خلال طريقة تأثير تغيرات كمية النقود في النظام الاقتصادي. لكن لا يجب النظر ، حسب كينز ، إلى النقود على أنها العلاج السحري لبعث و تنمية النشاط الاقتصادي ، لأنه يَحُول بين ذلك الكثير من العقبات. إذ من المتوقع أن تؤدي زيادة كمية النقود، مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، إلى هبوط معدل الفائدة. هذه النتيجة لن يكون لها وجود إذا ارتفعت تفضيلات الجمهور للسيولة أكثر من كمية النقود المضافة. كما أنه من المتوقع أن يؤدي إنخفاض معدل الفائدة ، مع ثبات الأشياء الأخرى، إلى زيادة تدفق الاستثمارات، و كذلك هذا الأمر لن يحدث إذا ما إنخفض منحى الفعالية الحدية لرأس المال أكثر من معدل الفائدة. و في الأخير ، يُتَوَقَّع أن ينتج عن ارتفاع تدفق الاستثمارات ، مع ثبات الأشياء الأخرى، زيادة عدد مناصب العمل و الإنتاج، و هو الشيء الذي لن يحدث إذا ما تضاءل الميل الحدي للإستهلاك، *Keynes (1977)*.¹

في الأخير، إذا زاد عدد مناصب العمل فإنه ستزيد الأسعار بوتيرة ترتبط في جزء منها بشكل دوال العرض (قدرة استجابة الجهاز الإنتاجي على الاستجابة للطلب)، و في جزء آخر بإتجاه الأجور الإسمية نحو الارتفاع. و الأثر، الراجع إلى الارتفاع الحاصل في الإنتاج و الأسعار، على تفضيل السيولة سيتمثل في زيادة كمية النقود المحازة بالقدر الكافي لتثبيت معدل فائدة معطى.

يبقى، أن نشير إلى أنه قد وُجِّه إنتقاد هام لطريقة تحديد كينز لمعدل الفائدة. المعلوم أنه لما يتغير الدخل فإن الطلب الكلي على النقود يتغير كذلك، إضافة إلى هذا، يُعتبر عنصري هذا الطلب، M_1 و M_2 ، غير

¹ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, p. 184

مستقلين عن بعضهما البعض، و أهما مرتبطين. إذ من غير الممكن معرفة كمية النقود المتاحة للإجابة على دافع المضاربة إذا لم نعرف مسبقا الدخل و بالتالي كمية النقود المستخدمة لتغطية دافعي المبادلات و الإحتياط، *Hansen (1973)*.¹ إذن يرتبط كُلاً من الطلب الكلي على النقود و معدل الفائدة بالدخل. في حين، حسب كينز ، معدل الفائدة هو من يُحدد الدخل عن طريق الاستثمار. كنتيجة، من غير الممكن معرفة معدل الفائدة من دون معرفة الدخل، و العكس صحيح. هذا الانتقاد يُفسح المجال أمام صياغة نموذج *IS-LM* لـ *Hicks* ، و الذي يُحدّد فيه معدل الفائدة و الدخل آنيا ، و يسمح بشرح النظرية العامة في إطار التوازن العام للأسواق. يتبين من طريقة تحليل كينز لكيفية تحديد معدل الفائدة أن هذا الاقتصادي قد أعطى دورا هاما للنقود في حركية النشاط الاقتصادي. بل هو يعتقد أنّها تساهم بطريقة غير مباشرة في تحديد عدة متغيرات للإقتصاد الحقيقي عن طريق معدل الفائدة. و لعل هذه النقطة تتضح جيدا في طرحه الجديد للنظرية العامة للعَمالة *la théorie générale de l'emploi* .

V-3- النظرية العامة للعَمالة عند كينز :

يعتقد كينز أن المتغيرات المستقلة التي تحدد قيمة الدخل الوطني ، و بالتالي عدد مناصب العمل، هي تتمثل أساسا في، *Keynes (1977)*:²

1. العوامل السيكولوجية الثلاثة الأساسية: الميل السيكولوجي للإستهلاك ، الحالة السيكولوجية للأعوان المتعلقة بتفضيل السيولة (و التي تحدد ، إلى جانب عرض النقود ، معدل الفائدة) و التقدير السيكولوجي للمردود أو المداخليل المستقبلية لمختلف السلع الرأسمالية (و التي تحدد منحنى الفعالية الحدية لرأس المال ، إلى جانب محددات أخرى، خاصةً الحجم الحالي للسلع الرأسمالية، و حالة التوقع بصفة عامة لكثير من المتغيرات الاقتصادية في المدى البعيد).

2. كمية النقود المحددة من طرف البنك المركزي (كونه طرف محدد لمعدل الفائدة).

يريد كينز بهذا الطرح أن يجعل كل من الميل الاستهلاكي ، حالة تفضيل السيولة ، الفعالية الحدية لرأس المال و عرض النقود كمحددات رئيسية للإنتاج الوطني.

¹ - Hansen A. H., « Introduction à la pensée keynésienne », Dunod, 1973, p. 99

² - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp. 251-253

في مُحتوى عرض كينز لدالة العمل (أو العَمالة) *la fonction de l'emploi* ، يتم إعتبار أن تغيرات عدد مناصب العمل ترتبط أساسا بتغيرات الطلب الفعلي. ففي حالة عدم كفاية هذا الأخير، تكون اليد العاملة غير مستعملة بالكامل، بحيث يوجد أشخاص بدون مناصب عمل و يرغبون في العمل بأجر يقل عن الأجر الحقيقي الساري تطبيقه. إذ بزيادة الطلب الفعلي، يرتفع عدد مناصب العمل (على أساس أجر حقيقي يساوي أو يقل عن ذلك الموجود حاليا) إلى غاية أنه يصبح لا وجود لأفراد يرغبون في العمل بالأجر المطبق. يرى كينز ، كما أشرنا سابقا ، أن المكونين الأساسيين للطلب الفعلي هما: الاستهلاك و الاستثمار، *Keynes (1977)*.¹

بوجود فعالية حدية لرأس المال أكبر من معدل الفائدة سيكون هناك دفع لتدفق الاستثمارات الجديدة ، مما يدفع هو كذلك بسعر عرض كل نوع من السلع الرأسمالية نحو الارتفاع إلى مستوى يجعل من الفعالية الحدية لرأس المال، بصفة عامة، تنخفض إلى حدود معدل الفائدة، و هذا مع الأخذ بعين الاعتبار المدخيل المتوقع تحصيلها خلال فترة إستغلال هذه الأنواع من السلع الاستثمارية، عند حساب الفعالية الحدية الرأسمالية. هذا معناه أن الشروط الفيزيائية لإنتاج السلع الرأسمالية ، حالة الثقة في المدخيل المحتمل تحصيلها خلال فترة إستغلال هذه الأخيرة، الحالة السيكلوجية تُجاه تفضيل السيولة و كمية النقود، كلها، مع بعض، تحدد تدفق الاستثمارات الجديدة، *Keynes (1977)*.²

يشير كذلك كينز إلى أن زيادة تدفق الاستثمارات تكون مصحوبة بزيادة تدفق الاستهلاك، لأن هذا الأخير هو مرتبط بالدخل في إطار القانون السيكلوجي لكينز، و الاستثمار ، كما أشرنا ، هو أحد أهم محددَي الدخل الوطني. تُعطي العلاقة بين الزيادة في الاستثمار و الارتفاع في الدخل بواسطة مضاعف الاستثمار.

إذن يتم تفسير الظواهر الحقيقية المُميّزة للإقتصادات الوطنية إنطلاقا من حالة الميل للإستهلاك ، منحني الفعالية الحدية لرأس المال و معدل الفائدة. تغيرات هذه العناصر تُترجم في تقلبات، التي قد تكون حادة، مستويات الإنتاج و العمل و البطالة، و هو ما يسمح بتشكيل مراحل الدورة الاقتصادية. من أجل تحقيق نوع من الاستقرار للنظام الاقتصادي، يقترح كينز مجموعة من الشروط تتمثل في، *Keynes (1977)*:³

¹ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp. 282-288

² - Ibid., pp. 253-254

³ - Keynes J. M. (1977), Op.cit, pp. 256-259

1. أن يكون الميل الحدي للإستهلاك ، مجتمع ما، في حدود مستوى يَسْمَح لمضاعف الإستثمار أن يتجاوز، قليلا فقط، الواحد.

2. أن لا يتبع التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة أو المداخيل المتوقَّع تحصيلها من وراء إستغلال سلع رأسمالية، تغيرات ضخمة جدا في تدفق الاستثمار.

3. لما يتغير عدد مناصب العمل ، تتغير الأجور الإسمية في نفس الإتجاه. الشيء الغير مقبول هنا هو وجود تباين كبير بين هذين التغيرين. يعتبر هذا كشرط لإستقرار الأسعار أكثر مما هو شرط لإستقرار وظائف الأفراد.

V -4- تفسير كينز للدورة الاقتصادية:¹

يرى كينز أنه لو بحثنا في تفسير طيات أي نموذج للدورة الاقتصادية، لوجدنا أن تقلبات كل من الميل الحدي للإستهلاك، حالة تفضيل السيولة و الفعالية الحدية لرأس المال تلعب دور كبير في شرح تلك الدورة. بل يعتقد أن طبيعة التقلبات الحاصلة في الفعالية الحدية لرأس المال هي التي تشرح بشكل كبير الخصائص الأساسية للدورة الاقتصادية، و خاصة التعاقب المنتظم لمراحلها و كذا ثبات مدتها. فالدورة الاقتصادية، حسب كينز، هي نتاج لتغير دوري للفعالية الحدية لرأس المال، و لو أن حدثها تزيد بوجود تغيرات أخرى على مستوى عناصر أخرى تؤثر في المدى القصير على النظام الاقتصادي.

يقول كينز أنه تعودنا في تفسيرنا لظاهرة الأزمة ، المعرفة بإنخفاض الإنتاج و ارتفاع البطالة، أن نركز على إتجاه معدل الفائدة نحو الارتفاع تحت تأثير زيادة الطلب على النقود الراجعة إلى دوافع تجارية و دافع المضاربة. فعلى الرغم من إمكانية إرجاع سبب إندلاع الأزمة و زيادة حدتها إلى معدلات الفائدة المرتفعة، يبقى هذا العامل، حسب كينز ، لا يرتقي إلى الأهمية الكبيرة التي يأخذها الهبوط الفجائي للفعالية الحدية لرأس المال في تفسير الأزمة.

¹ - - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

-Keynes J. M., « la théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », Op. Cit, pp. 311-317

قُبيل بداية الأزمة، يكون بمقدور أثر التوقعات الإيجابية، المرتبطة بالمردود المستقبلي للسلع الرأسمالية، على الاستثمار أن يُعوض أثر انخفاض الفعالية الحدية لرأس المال الناجم عن الوفرة المتزايدة لهذه السلع و عن ارتفاع تكاليفها بالإنتاج، و أن يعوض كذلك عن أثر ارتفاع معدل الفائدة. لكن يؤدي تلاشي هذه التوقعات الإيجابية و إنتشار نظرة تشاؤمية تجاه المستقبل ، إلى تثبيط المبادرة للإستثمار عند المنتجين و إلى حدوث ارتفاع كبير في تفضيل السيولة. و ينجم عن هذه الظاهرة الأخيرة ارتفاع معدل الفائدة ، و تفاقم تدهور حجم الإستثمار. في ظل وجود مثل هكذا ظروف اقتصادية، يعتبر تخفيض معدل الفائدة كإجراء فَعَّال لإعادة بعث النشاط الاقتصادي. لكن التدهور الكبير لمستوى الفعالية الحدية لرأس المال ، سيجعل من الصعب إعادة إنعاش النشاط الاقتصادي بواسطة سياسة اقتصادية توسعية تهدف لتخفيض معدل الفائدة ، حتى و إن كانت هذه السياسة تستهدف مستوى جد متدني لهذا الأخير. إذا كان من السهل على السلطة النقدية أن تخفض معدل الفائدة عن طريق سياسة نقدية توسعية، فإنه من الصعب تحسين الفعالية الحدية لرأس المال (خاصة مع تراكم السلع الرأسمالية بسبب الأزمة) التي ترتبط أساسا بالحالة الذهنية الغير مستقرة لرجال الأعمال. إذا يجب إعادة الثقة للمستثمرين و السوق بصفة عامة، و هي مهمة صعبة في اقتصاد مبني على أُسُس الرأسمالية الفردية.

VI- مُفَارَقة Patinkin: عدم الإنسجام الذي يميز التحليل الإنفصامي عند الكلاسيك و النيوكلاسيك

يتميز النموذج الكلاسيكي بالإنفصام ، ويُعبَّر عن خاصية الإنفصام هذه بوضع نظامين جنبا إلى جنب، واحد حقيقي مُدار بقانون ساي *Say* و الآخر نقدي مُدار بالنظرية الكمية. لما نتكلم عن هذا النموذج، نتساءل عن إنسجام القوانين الكلاسيكية التي تُعرِّفُه : قانون ساي ، قانون والراس ، النظرية الكمية و فرضية التجانس. فهل من الممكن أن نُوفِّق بين هذه القوانين و نُحَقِّق خاصية الإنفصام في الوقت نفسه ؟ و لنعطي أولاً فكرة عن هذه القوانين :

قانون ساي Say : يظهر جَلِيًّا من خلال هذا القانون التحليل الانفصامي الذي يُميِّز النظريتين الكلاسيكية و النيوكلاسيكية. فحوى هذا القانون هو أن العرض يخلق الطلب الخاص به. إذ يترتب عن إنتاج السلع (العرض) توزيع مداخيل تُعدُّ بمثابة الأموال الضرورية لاقتنائها ، فوكانه يتم تبادل السلع مقابل السلع و ما النقود إلا مجرد

وسيط للتبادل في إقتصاد نقدي. يرى ساي أن التوازن الحقيقي في أسواق السلع يحدث بدون تدخل النقود. وتبقى فرضية ساي في إقتصاد يسوده نظام المقايضة كأمر حتمي لا مناص منه بما أن السلع تتبادل مقابل السلع. قانون والراس Walras: يقوم هذا القانون على وجود ترابط بين كل الأسواق في إقتصاد ما. هذا معناه أن توازن سوق سلعة ما لا يرتبط فقط بالعرض و الطلب على هذه السلعة و إنما كذلك بالعرض و الطلب الحاصلين في أسواق السلع الأخرى. فإذا كان عدد أسواق السلع في إقتصاد معطى هو n ، وإذا علمنا أن $(n-1)$ سوق هي في حالة توازن، فانه، وحسب قانون والراس، سيكون السوق رقم n في توازن كذلك، والعكس صحيح. يعتبر قانون والراس صحيح سواء كنا في حالة توازن، أو في حالة عدم توازن. إذا يكمن الاكتفاء بالتحقق من عدم توازن الأسواق التي عددها $(n-1)$ لنقول أن السوق رقم n هو غير متوازن. لهذا يجذف والراس السوق الأخير، أي سوق السلعة المستخدمة كنقد، و يكتفي بمعرفة الحالة التي هي عليها أسواق كل السلع الأخرى لإقرار حالة السوق النقدي (التوازن أو عدمه). يلاحظ أن والراس يطبق ضمناً قانون ساي.

النظرية الكمية: قد تطرقنا سابقاً بالتفصيل لهذه النظرية، و الفكرة العامة هي أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة الأسعار بطريقة متناسبة، تاركة عرض السلع ثابتاً.

فرضية التجانس: نعني بهذه الفرضية عدم حساسية دوال الطلب على السلع لتغيرات مستوى الأسعار النقدية. تطلق صفة التجانس في لغة الرياضيات على الدوال، إذ نقول أن دالة هي متجانسة من الدرجة α مقارنة بمتغيرة أو عدة متغيرات لَمَّا تُضْرَب، هي نفسها، بـ k^α عندما نضرب هذه المتغيرة أو المتغيرات بـ k . فرضية التجانس تُقَرُّ بأن دوال الطلب على السلع هي متجانسة من الدرجة صفر (0) مقارنة بالأسعار النقدية، وهذا معناه أن دوال الطلب على السلع (السوق الحقيقي) لا تتأثر بالتغيرات المتناسبة لمستوى الأسعار النقدية. وتبقى دوال الطلب على السلع ترتبط فقط بالأسعار النسبية. إن فرضية تجانس دوال الطلب على السلع من الدرجة صفر (0) مقارنة بالأسعار النقدية هي تنبع من كون أن الأعوان الإقتصاديين هم غير خاضعين للخداع النقدي، *Piteau* (2011).¹

¹ - Piteau M., « L'illusion monétaire : histoire et géographies », Idées économiques et sociales, 2011 /4 N°166, pp.48-58

يرى الكثير من الكلاسيكيون و النيوكلاسيكيون أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع أسعار كل السلع بنفس النسبة ، وهذا دون تغير الأسعار النسبية. إن عدم تغير الأسعار النسبية الراجع إلى تغير الأسعار النقدية بنفس النسبة قد لا يكون إلا حالة خاصة ، لكن فرضية عدم الخضوع للخداع النقدي ، تجعل من هذه الحالة الخاصة حالة عامة ، و تبقى بذلك النقود حيادية .

يشير الاقتصادي *Patinkin* (1972)، في كتابه المعنون : " النقد ، سعر الفائدة و الأسعار " ¹ ، إلى أن التحليل الانفصامي للنظرية النيوكلاسيكية يشوبه نوع من التناقض وعدم الارتباط ، " أو بالأحرى عدم الانسجام. وقد إعتمد في انتقاده هذا على حجتين اثنتين مرتبطتين بمشكلتين اثنتين تُميّزان التحليل النيوكلاسيكي. يتمثل المشكل الأول في أنه لم يتم تحديد المستوى المطلق للأسعار النقدية (المستوى العام للأسعار) بفعل عدم الانسجام الذي يُميّز نموذج والراس *Walras* للتوازن العام وعدم توافقه مع قوانين كلاسيكية أخرى. أما المشكل الثاني يكمن في أن هذه النظرية قد إقتصرت على تقديم تحليل مقارن ساكن لواقع أن مضاعفة كمية النقود تؤدي إلى تحريك نقطة التوازن في سوق النقود (وبالتالي الأسعار) و هذا دون التعرض بالتفصيل ، في إطار تحليل ديناميكي ، للطريقة التي يُحدث من خلالها تغير كمية النقود آثار في سوق السلع. أي لم تُعطى الآلية التي تشرح كيف يؤدي تغير كمية النقود إلى التأثير في المستوى العام للأسعار.

على العموم ، يعيب *Patinkin* في هذا الكتاب على النظرية النيوكلاسيكية كونها لم تحسن إدراج النقود في نموذج التوازن العام لتأييد طرح النظرية الكمية المتعلق بزيادة النقود.

لو نعود بشيء من التفصيل إلى المشكل الأول ، يرى *Patinkin* أن هناك تناقض بين فرضية تجانس دوال الطلب على السلع من الدرجة صفر (0) مقارنة بالأسعار النقدية و قانون والراس *Walras* للتوازن العام. لإيضاح ذلك نستعمل معادلة التبادل المشهورة المعبرة عن النظرية الكمية: $M=kPT$. ولينطلق التحليل من وضع توازن حقيقي (على مستوى أسواق السلع) و نقدي. بافتراض أن لسبب ما تضاعفت الأسعار النقدية (P)، مع ثبات كمية النقود M و المعلمة k ، فانه سينتج حالة عدم توازن في السوق النقدي لأن الطلب على النقود الاسمي (الأرصدة النقدية الاسمية) kPT و هو أكبر من عرض النقود الاسمي M. فبحكم الاحتفاظ بفرضية

¹ - Patinkin D , « La monnaie, l'intérêt et les prix », Paris, PUF, 1972 (1^{ère} éd. 1956)

التجانس كقانون كلاسيكي، التي تعني أن دوال الطلب على السلع ترتبط فقط بالأسعار النسبية، يمكننا القول أن هذا التغيير في الأسعار النقدية لا يغير من التوازن الحقيقي (في أسواق السلع). هذا معناه أنه لدينا حالة توازن في كل أسواق السلع وعدم التوازن في السوق النقدي ، وهو الأمر الذي يناقض قانون والراس. إذا مستوى الأسعار النقدية التي تفي بالتوازن العام هي غير محددة.

بعبارة أخرى، بتطبيق فرضية التجانس ، لن ينتج عن تغير الأسعار النقدية أي طلب (سواء أكان موجبا أو سالبا) في أسواق السلع . و بالتالي ، حسب قانون والراس وبحكم انعدام فائض الطلب في أسواق السلع ، سيكون فائض الطلب في السوق المتبقي ، أي السوق النقدي ، معدوم. لكن حسب النظرية الكمية ، يُولد ارتفاع الأسعار النقدية فائض طلب على النقود موجب ، هناك اختلال للتوازن في السوق النقدي وتوازن أسواق السلع . إذاً هناك تناقض وتعارض بين النظرية الكمية وقانون والراس وفرضية التجانس . إضافة إلى ذلك يلاحظ أنه بخلاف الرجوع إلى أسواق السلع ، لا توجد أي قوة في السوق تسمح بأن تعود الأسعار النقدية إلى مستواها التوازني الابتدائي .

أما الحجة الثانية التي يستند إليها *Patinkin* في إنتقاده للنيوكلاسيكيين هي أنه لا يرى وجودا لشرح حقيقي للميكانيزم الذي يتم من خلاله التأثير في المستوى العام للأسعار بعد تغير كمية النقود. هو يعتقد أن الطرح الأكثر إقناعا للنظرية الكمية هو يتمثل في التالي : أن زيادة كمية النقود من شأنه أن يُجَلِّ بالعلاقة المثلى بين مستوى الأرصدة النقدية الإسمية المحتفظ بها و إنفاق الأفراد ، هذا الاختلال يتجسد في ارتفاع حجم هذا الإنفاق (نسمي هذا لاحقا بأثر الأرصدة النقدية الحقيقية) و الذي يضغط بدوره على مستوى الأسعار ليتجه نحو الارتفاع إلى غاية أن تصبح زيادته متناسبة مع زيادة كمية النقود *Patinkin* (1972).¹ إن الاقتصاديين الذين صاغوا النظرية الكمية لم يتعرضوا بالتفصيل لهذا التسلسل ، فهم تكلموا عن وجود أثر ميكانيكي للنقود على الأسعار دون شرح الميكانيزم.

¹ - Patinkin D., « La monnaie, l'intérêt et les prix », Op.cit, p.190

بعبارة أخرى ، يرى *Patinkin* أن تغير الأسعار النقدية يمس بالضرورة القدرة الشرائية للأرصدة النقدية الاسمية التي يحتفظ بها الأفراد في بداية الفترة ، و بالتالي سيتأثر الطلب الحقيقي على السلع جراء التغيرات النقدية ، وهو الأمر الذي يناقض التحليل الانفصامي.

حل باتنكن *Patinkin* : دور أثر الأرصدة النقدية الحقيقية

يُحاول *Patinkin* أن يُعيد الاعتبار للنظرية الكمية مُستعينا بمفهوم أثر الأرصدة النقدية الحقيقية¹ الذي يرجع استخدامه لأول مرة إلى الاقتصادي *Arthur Cecil Pigou*.² يتخلص هذا المؤلف من فرضية التجانس تحت حجة أن تغير القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية (الراجع إلى تغير الأسعار النقدية) من شأنه أن يؤثر في الطلب على السلع ، كما أنه يحتفظ بقانون والراس و إطار التوازن العام. بهذه الطريقة ، تصبح الأسعار النقدية محددة و يتم إعطاء نوع من التكامل و الاندماج بين النظرية النقدية و نظرية القيمة (النظرية الحقيقية).
بداية، يحتفظ الأفراد بجزء من ممتلكاتهم على شكل أصول نقدية. يمكن أن نُعبر عن هذه الأخيرة في شكل قدرة شرائية ، وهنا نتكلم عن الأرصدة النقدية الحقيقية التي يمكن تعريفها بالعلاقة : M/P ، حيث تمثل M الكتلة النقدية و P المستوى العام للأسعار. باعتبار أن الأفراد يرغبون في الاحتفاظ بجزء ثابت من ثروتهم الحقيقية على شكل نقدي، فإن أي ارتفاع يحصل في أرصدهم النقدية الحقيقية سيدفعهم إلى زيادة طلبهم على السلع و العكس صحيح.

و لندرس الآن ، بهذه الرؤية الجديدة، أثر تغير كمية النقود على الأسعار. ليكن M_1/P_1 يمثل الأرصدة النقدية الحقيقية في الفترة t_1 . إذا زادت كمية النقود لتصبح M_2 فإن الأرصدة النقدية الحقيقية M_2/P_1 تُصبح

¹ - Herland M., Rizzo B., « L'effet d'encaisse réelle. Cinquante ans d'emprise sur la théorie monétaire » In : Revue économique. Volume 51, n°5, 2000, pp.1249-1280

² - مضمون هذا المفهوم يرمي إلى إن كمية ثابتة من النقود قد تعرف تغير في قيمتها بسبب تذبذبات الأسعار. ففي حالة عدم كفاية الطلب الكلي، تنجه الأسعار إلى الانخفاض ، الأمر الذي يرفع القيمة الحقيقية لمخزون النقود (أي القوة الشرائية). يرى *Pigou* أن هذا الارتفاع في الأرصدة الحقيقية يُولد زيادة في الطلب ، الأمر الذي يعش الإنتاج و التشغيل بطريقة تختلف عن السياسات التي تتدخل من خلالها الدولة في الاقتصاد ، و التي هي منسوبة إلى كينز. لكن *Patinkin* يرفض هذه النتيجة أو النظرة ، و يرى أن الرجوع إلى مستوى العمالة الكاملة بهذه الطريقة قد يأخذ وقت طويل. كما يرض أن انخفاض الأسعار و الأجور قد يُولد نوع من حالة عدم التأكد و الشك عند الأعوان الاقتصاديين و إفلاس العديد من الشركات ، مما ينتج آثار مخالفة لتلك التي يتوقعها *Pigou*. و لذلك، هو يعتقد أن لا شيء يعوض السياسات الاقتصادية للدولة.*

* - Postaler G. « Don Patinkin, conciliation du monétaire et du réel », Alternatives économiques, 10/2008 (n°273), p. 72

أكبر من الأرصدة النقدية الابتدائية ، وهو الأمر الذي يُحدث ارتفاع في الطلب على كل السلع ، مُحدثا ذلك بدوره إرتفاع لكل الأسعار النقدية للسلع و بالتالي المستوى العام للأسعار. هذه التغيرات ستُعِيد التوازن للسوق النقدي و لكن عند مستوى أسعار P_2 يسمح بعودة الأرصدة النقدية الحقيقية إلى مستواها السابق و يُصبح $M_2/P_2=M_1/P_1$ (يُعَوِّضُ ارتفاع الأسعار النقدية الارتفاع الذي حصل في عرض النقود)، وهو الشيء الذي يُلغِي فائض الطلب الحاصل في أسواق السلع. بمقارنة التوازن الجديد مع القديم ، نلاحظ أن المتغيرات الحقيقية بقيت ثابتة ، سواء الأرصدة النقدية الحقيقية أو الأسعار النسبية. إذا النقود حيادية و النظرية الكمية مُحَقَّقة ، لأنه لو إعتبرنا أن M_2 هي ضعف M_1 و P_2 هي ضعف P_1 فإن النتيجة التي توصلنا إليها تصبح معناها أن مضاعفة كمية النقود أدى إلى مضاعفة مستوى الأسعار النقدية. كما يجدر الإشارة هنا إلى أن الأسعار النقدية كمحدد للأرصدة النقدية الحقيقية أصبحت أحد محددات الطلب في أسواق السلع ، أي لم تُعد دوال الطلب على السلع متجانسة من الدرجة صفر (0) مقارنة بالأسعار النقدية.

لِنُتَمِر الآن لتحليل آثار تغير مستوى الأسعار النقدية. لنفترض أنه انطلاقا من وضع توازن يتضاعف مستوى الأسعار النقدية لسبب ما. هذا الحدث سَيُخَفِّض الأرصدة النقدية الحقيقية M/P (نحن بصدد التكلم عن أثر الأرصدة النقدية الحقيقية) وبالتالي الطلب على كل السلع. هذا معناه أنه يوجد فائض عرض في كل أسواق السلع يُوافقه فائض طلب على النقد في السوق النقدي حسب النظرية الكمية. إذن قانون والراس هو محقق دون إستفاء قانون ساي لأن حالة عدم توازن السوق النقدي قد أدى إلى اختلال التوازن في أسواق السلع.

إن ميكانيزم الأرصدة النقدية الحقيقية كفيلا بأن يُعيد، يُؤَسِّس من جديد التوازن في مستواه السابق. فهو سَيُحَدِّث قوة تعيد الأسعار النقدية لكل السلع وكذا الأرصدة النقدية الحقيقية إلى مستواها الابتدائية.

إن الأمر الأساسي في ميكانيزم أثر الأرصدة النقدية الحقيقية هو استجابة الأفراد ، أو الأعوان الاقتصاديين بصفة عامة ، لتغيرات أرصدهم النقدية الحقيقية. ويمكن تقسيم مفعول هذا الميكانيزم في الطلب على السلع إلى اثنتين إثنين : أولا ، أثر *Pigou* ، وهو يتعلق بميكانيزم قد رأيناه سابقا ، ثانيا ، أثر كينز *Keynes* ، وهو يرجع إلى ميكانيزمات تطرق إليها كينز في النظرية العامة ، وفحواه أنه يُؤدِي مثلا انخفاض الأسعار إلى تحسن قيمة الأرصدة النقدية و ينتج عنه كذلك انخفاض الطلب على النقود ، وهو الأمر الذي يُؤدِي

إلى تدني سعر النقود ، أي معدل الفائدة ، وتشجيع الاستثمار وما يعقب ذلك من ارتفاع الطلب الاستهلاكي .
أي يكمن للرباط بين تحسن قيمة الأرصدة النقدية و زيادة الطلب في أسواق السلع أن يتم عبر السوق النقدي،
Jacoud (1998).¹

في الأخير ، يمكن أن نقول أن *Patinkin* قد حاول أن يُوضح تناقضات النظرية النيوكلاسيكية وأن يعطي نوع من التكامل بين النظرية النقدية ونظرية القيمة ، فمشكل الفصل بينهما هو ما يعيب النظرية النيوكلاسيكية في إعتقاده. يعتبر هذا الاقتصادي الأمريكي كأحد أهم الذين ساهموا في وضع تركيب يمزج بين الفكر النيوكلاسيكي الموروث عن والراس *Walras* (وكذا مارشال *Marshall* و بيجو *Pigou*) وتحليل الاقتصاد الكلي الكينزي ، فقد رأى أن النقود بإمكانها التأثير في التوازن الحقيقي ، واثبات ذلك يقوم على إستعمال مفهوم أثر الأرصدة النقدية الحقيقية.

VII- تطور المقاربة الكينزية في الطلب على النقود:

لقد تم بعد الحرب العالمية الثانية، خلال الخمسينيات، إعادة صياغة الطلب على النقود الكينزي من قبل باحثين اقتصاديين. إذ تم إدراج بُعْدًا جديدًا في تحديد طلب الأعوان على النقود يتمثل في السلوك العقلاني الذي يقوم على السعي الدائم لتعظيم المنفعة و التقليل من التكلفة، و هو أحد الفروض الهامة التي يقوم عليها التحليل الاقتصادي الحدي. و ليكون التحليل أكثر عمقًا، تمَّ الأخذ بعين الاعتبار مفاهيم المخاطرة و المردود، الذي يُمَيِّز الأصول المالية، لفهم كيفية إختيار الأعوان بين سواء الاحتفاظ بالنقود أو الأصول المالية (سندات ذات المردود).
لقد ركزت أساساً البحوث الجديدة على الفهم الجيد لتأثير معدل الفائدة في الطلب على النقود.

VII-1- نظرية بامول - توبين في الطلب على النقود بدافع الصفقات:

تعتبر هذه النظرية إمتدادًا لنظرية كينز في الطلب على النقود بدافع الصفقات. فقد قدم كلاً من الاقتصاديين *William Baumol (1952)* و *James Tobin (1956)* بحثًا حول الطلب على النقود تُقَرِّ

¹ - Jacoud G., « La monnaie dans l'économie », Op.cit, p.189

بأن الأرصدة النقدية المُحازة (المطلوبة) لدافع الصفقات تتأثر بمستوى معدلات الفائدة.¹ إستوحى هذين الاقتصاديين أفكارهما من مقارنة تتعلق بمنطق تسيير المخزونات. فالمؤسسة تبحث عن تخفيض أقل ما يمكن التكاليف المرتبطة بحيازة المخزونات من البضائع آخذة بعين الإعتبار فترات البيع و تكاليف التخزين، بعبارة أخرى ، هي تبحث عن الحجم الأمثل من المخزون لتكبد أقل تكاليف. نفس الشيء بالنسبة للبعون الاقتصادي العقلاني، فهو يحتفظ بالأرصدة النقدية التي ينجر عنها أقل تكلفة ممكنة.

جَراء عدم تزامن تحصيل مداخيل المستهلكين و المؤسسات و إنفاقهم، قد يتبادر في أذهاننا التساؤل التالي: لما لا يستطيع الاعوان حيازة أصول مالية و بيعها فقط في اللحظة التي يكون فيها لديهم حاجة لشراء سلع أو أصول أخرى؟ فالأصول المالية تُدّر بفائدة على مالكيها تجعلها مفضلة على النقود في تكوين ثروتهم. بل يمكن الاحتفاظ بجزء من الدخل على شكل سندات في إنتظار إعادة بيعها و استخدام المقابل من النقود للإستهلاك خلال فترة معينة. لكن حيازة الأصول المالية ينجر عنها بعض التكاليف تتمثل في عمولة السمسرة أو مستحقات الوسطاء الماليين الذين يتولون بيعها، تكاليف متعلقة بالوقت الضائع، الخسارة الرأسمالية المحتملة، وغيرها من التكاليف التي تدل في مجملها على عدم كمال الأسواق *l'imperfection des marchés*. و لهذه الأسباب قد يُستحسن حيازة النقود للإقتصاد في تكاليف الصفقات المرتبطة بالأصول المالية. لكن حتى حيازة النقود ينجر عنها تكلفة أخرى يتحملها العون، و تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، أي مقدار العائد الضائع (أو قيمة الفائدة الضائعة) نتيجة قيام العون بتحويل سندات، مثلا، إلى نقود. إذا السؤال الرئيسي الذي يحاول النموذج الإجابة عنه يتعلق بتحديد المقدار الأمثل من النقود الذي يرغب الأعوان في طلبه بهدف استخدامه لأغراض المبادلات (الصفقات). و لبلوغ هذه الغاية، سنتعرض في البداية للفروض التي تقوم عليها النظرية، ثم نقوم بإشتقاق دالة الطلب على النقود بدافع الصفقات، و نناقش أخيرا النتائج المترتبة عليها.

فروضة النظرية:²

¹ - William Baumol (1952), « The transactions demand for cash : an inventory theoretic approach », Quarterly Journal of Economics, Vol. 66, pp.545-556 ;
- James Tobin (1956), « The interest clasticity of the transactions demand for cash », Review Economics and Statistics, Vol.38, pp. 241-247

² - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

- محمد سعيد السمهوري ، «اقتصاديات النقود و البنوك» ، مرجع سابق ، ص 288-290

1. نفترض أن العون الاقتصادي (الفرد مثلا) يستلم في بداية السنة دخلا قدره (Y) ، و يقوم مباشرة بتوظيفه كاملا في السوق المالي (كشراء سندات أو أذون الخزانة)، و هو الأمر الذي يعود عليه بمعدل فائدة معين (i). بعد ذلك يقوم هذا العون، و على فترات زمنية متتالية خلال السنة، بتحويل جزء من السندات التي قد استثمر فيها، بحيث يحصل على مبالغ نقدية مُتساوية (MI) ، و هذا بهدف تمويل مشترياته من السلع و الخدمات، يستمر ذلك إلى أن يتم تحويل السندات بالكامل إلى نقود في نهاية السنة.

2. يُفترض أن العون يدرك قيمة المبالغ النقدية التي يحتاج إليها في كل فترة زمنية خلال السنة لتمويل إنفاقه الاستهلاكي. و بالتالي يمكن معرفة عدد المرات (N) التي يذهب فيها العون إلى الوسطاء الماليين و يحول السندات إلى نقود، عن طريق قسمة الدخل الإجمالي الموظف في السوق المالي (البورصة) في بداية السنة (Y) ، على قيمة المبالغ المحوَّلة في كل مرة (M) . إذن N في هذه الحالة تساوي $\left(\frac{Y}{M}\right)$.

3. يفترض أيضا وجود تكلفة (b) يتحملها العون في كل مرة يذهب فيها إلى الوسطاء الماليين ليطلب منهم تحويل جزء من سنداتهِ إلى نقود لِيَسُدَّ بها مُستلزماته خلال الفترة. تتمثل هذه التكلفة في مستحقات خدمة الوسطاء الماليين (عمولة السمسرة)، تكاليف تعبر عن الوقت الضائع، عناء و مشقة بيع السندات ، خسارة رأسمالية محتملة و... إلخ. و بالتالي يمكن حساب تكلفة تحويل السندات إلى نقود عن طريق ضرب (b) في عدد المرات التي يذهب فيها العون للوسطاء الماليين للقيام بعملية التحويل خلال السنة. أي أن هذه التكلفة تساوي (bN) ، أي $\left(b \cdot \frac{Y}{M}\right)$.

4. افترضنا في البداية أن العون يحوِّزُ (يطلب) مبالغ نقدية متساوية (M) على فترات زمنية متتالية خلال السنة (و هو الطلب على الأرصدة النقدية المُراد حسابه) بغرض إبرام صفقات، و بالتالي $\left(\frac{M}{2}\right)$ تمثل متوسط حيازة العون من النقود خلال كل فترة يقوم فيها بعملية التحويل. فعلى سبيل المثال، نفترض أن الفرد يقبض في بداية السنة دخلا قدره 12000 دينار جزائري، و أنه قام بتوظيفه كاملا في عملية شراء سندات (التحليل لن يتغير إذا فرضنا أنه خصص في البداية جزء من دخله للإنفاق خلال الفترة الأولى)، فإنه، في هذا المثال، يتوجه مرة كل ثلاثة أشهر للوسطاء الماليين لبيع جزء من سنداتهِ و قبض مبلغ نقدي يساوي 3000 دينار جزائري، يقوم بإنفاقه بالكامل خلال هذه الأشهر الثلاثة، قبل أن يعود مرة أخرى لعملية بيع حصة أخرى من السندات و

تحصيل 3000 دينار جديدة لإنفاقها خلال الأشهر الثلاثة التالية، و هكذا حتى لا يصبح عنده أي دينار في نهاية السنة (و تتكرر العملية بقبضه لدخل جديد خلال السنة الموالية). في هذه الحالة، فإن متوسط حيازة العون (أو الفرد) من النقود خلال كل ثلاث أشهر يساوي 1500 دينار. في الحقيقة، يكون في حوزة الفرد في بداية الثلاث أشهر 3000 دينار ، ثم مع ذهاب الأيام و توالي عمليات الإنفاق التي يقوم بها بانتظام على مَرِّ الثلاث أشهر تبدأ تتلاشى نقوده إلى حد نفاذها، و لهذا نستخدم مفهوم متوسط حيازة الفرد من النقود خلال هذه الأشهر الثلاث.

5. و أخيرا، يُفترض وجود تكلفة أخرى يتحملها العون، و تتمثل في مقدار الفائدة الضائعة نتيجة قيام العون بتحويل جزء من سنداته إلى نقود. و يجدر الإشارة هنا إلى أنه حتى و لو لم يكن العون قد اشترى في بداية الفترة سندات و احتفظ بالنقود سائلة فإنه سيتكبد تكلفة مشابهة تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، أي العائد (الفائدة) الذي كان يمكن أن يحصل عليه لو وظّف دخله في عملية شراء سندات. هذه التكلفة يمكن حسابها عن طريق ضرب الفائدة (i) في متوسط حيازة الفرد من النقود خلال كل فترة يقوم فيها بعملية تحويل $\left(\frac{M}{2}\right)$ ، أي هذه التكلفة تساوي $\left[i \left(\frac{M}{2}\right)\right]$.

استخراج دالة الطلب على النقود بدافع الصفقات:¹

إنطلاقا من الفرضيتين 3 و 5 أعلاه، يتضح لنا أن التكلفة الإجمالية (CT) التي يتكبدها العون نتيجة ذهابه للوسطاء الماليين للقيام بتحويل جزء من أصوله المالية إلى نقود ، التي يحتاجها لإبرام صفقاته المتعلقة بشراء سلع و خدمات، هي مساوية لـ:

$$CT = \left[b \cdot \frac{y}{M}\right] + \left[i \cdot \frac{M}{2}\right]$$

و هنا تُدخِل نظرية "بامول-توبين" أسس التحليل الاقتصادي الحدي لتحديد الطلب على النقود. إذ نفترض النظرية أن العون الاقتصادي هو عقلائي و أن مشكلته تتمثل في إيجاد ذلك القدر الأمثل من النقود (M*) الذي يرغب العون في الحصول عليه، بحيث تكون التكلفة الكلية المترتبة على ذلك أقل ما يُمكن. الحل

¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

- Ottavj C., « Monnaie et financement de l'économie », Hachette Livre, 2^e édition, 1999, pp. 109-110

يتمثل في عدم المشتقة الأولى لدالة التكاليف بالنسبة إلى المقدار الأمثل من النقود (M)، و عليه سيكون الأمر كالاتي :

$$=0 \frac{\delta CT}{\delta M} = 0 \quad < = > \quad \frac{-by}{M^2} + \frac{i}{2}$$

$$M^* = \sqrt{\frac{2by}{i}} \quad \text{و} \quad \frac{\delta^2 CT}{\delta M^2} = \frac{2by}{M^3} > 0$$

تمثل الدالة أعلاه دالة الطلب على النقود بدافع المبادلات عند نظرية "بامول-توبين"، و هي تسمح بإيجاد القدر الأمثل من النقود الذي يطلبه الفرد في ظل وجود التكاليف التي أشرنا إليها. و يمكن كتابة الطلب على النقود بدافع المبادلات على الشكل التالي :

$$M'_i < 0, \quad M'_y > 0, \quad M'_b > 0 \quad \text{مع} \quad M = f(b, y, i)$$

النتائج المترتبة عن هذا النموذج هي كالاتي:¹

أولاً : بالإستعانة بالمشتقات الجزئية الأولى و الثانية لدالة الطلب على النقود، الموجودة أعلاه، مقارنة بتكلفة الصفقات b (عمولة السمسرة)، بالدخل (y) و بمعدل الفائدة (i):

$$\frac{\delta M}{\delta b} = M'_b = \sqrt{\frac{y}{2bi}} > 0, \quad M''_b = -\sqrt{\frac{y}{8ib^3}} < 0$$

$$\frac{\delta M}{\delta y} = M'_y = \sqrt{\frac{b}{2iy}} > 0, \quad M''_y = -\sqrt{\frac{b}{8iy^3}} < 0$$

$$\frac{\delta M}{\delta i} = M'_i = -\sqrt{\frac{by}{2i^3}} < 0, \quad M''_i = \sqrt{\frac{9by}{8i^5}} > 0$$

يمكن أن نستنتج أن الطلب على النقود بدافع المبادلات يرتبط طرديا بمستوى الدخل (y)، و بتكلفة الصفقات (b)، كما أنه يرتبط عكسيا بمعدل الفائدة (i). و بكلمات أخرى، سيؤدي إرتفاع مستوى دخل الفرد إلى ارتفاع

¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المراجع التالية:

- محمد سعيد السمهوري ، «اقتصاديات النقود و البنوك» ، مرجع سابق ، ص 291-293

- Ottavj C., « Monnaie et financement de l'économie », Op.cit, pp. 110-112

مقابل في الطلب على النقود، كما أن أي ارتفاع في تكلفة الصفقات (مستحقات خدمة الوطاء الماليين) الضرورية لتحويل السندات إلى نقود ستؤدي إلى زيادة طلب الفرد (أو العون الاقتصادي بصفة عامة) على النقود (لأن العون في هذه الحالة سيحاول التقليل من هذه التكلفة عن طريق تقليل عدد مرات ذهابه للوظطاء الماليين و التعويض عن ذلك بتحويل مقدار أكبر من السندات إلى نقود في كل مرة). من ناحية أخرى، فإن زيادة معدل الفائدة سيؤدي إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة، و بالتالي إلى إنخفاض مقدار المبلغ الذي يودُّ العون حيازته لتمويل إنفاقه ، الأمر الذي ينعكس في تعاضم الجزء الموظف من الدخل في السندات (في هذه الحالة سيؤدي إرتفاع معدل الفائدة إلى زيادة عدد مرات توجه العون إلى الوطاء الماليين لتحويل جزء من سنداتة إلى نقود ، مُحَقِّظاً بذلك كمية النقود التي يحوزها).

ثانياً: إستنادا إلى النتيجة السابقة، فإن نموذج بامول-توبين يؤكد ما كانت دوال الطلب الكينزية و النيوكلاسيكية (مدرسة كامبردج) قد توصلتا إليه بالنسبة للعلاقة الطردية بين الطلب على النقود بدافع المبادلات و بين الدخل. لكن الإشارة السالبة للمشتقة الجزئية الثانية لدالة الطلب على النقود مقارنة بالدخل y : $M''_y < 0$ ، تجعل هذا النموذج يعارض وجود تغير متناسب للطلب على النقود مع تغير الدخل. فعبارة دالة الطلب على النقود تستلزم أن زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة مقابلة في الطلب على النقود ، ولكن بنسبة أقل من نسبة الزيادة في الدخل ، و هذا يدل كذلك على وجود اقتصاديات السلم في حيازة السيولة. زيادة على ذلك، يُدرج هذا النموذج متغيرة أخرى ، زيادة على الدخل، في تحديد الطلب على النقود لأغراض المبادلات، ألا و هي معدل الفائدة، على خلاف التحليل الكينزي و النيوكلاسيكي.

ثالثاً: إن عدد المرات (N) التي يذهب فيها العون الاقتصادي إلى الوطاء الماليين و يُحول السندات إلى نقود ، و المتعلق بالمقدار الأمثل من النقود (M^*) الذي يرغب العون في الحصول عليه ، يُساوي:

$$\begin{aligned} N^* &= \frac{y}{M^*} = \frac{1}{M^*} \cdot y \\ &= \sqrt{\frac{i}{2by}} \cdot y \\ &= \sqrt{\frac{iy^2}{2by}} \end{aligned}$$

$$N^* = \sqrt{\frac{iy}{2b}}$$

إذن ، يرتبط N طرديا بمستوى الدخل (y) ، و بمعدل الفائدة i (يؤدي ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للمبالغ النقدية التي يجوزها الأعوان إلى إنخفاض طلب هؤلاء عليها، و زيادة ترُدُّهم على الوسطاء الماليين للقيام بتحويل السندات إلى نقود)، كما أنه يرتبط عكسيا بتكلفة الصفقات (b).

رابعاً: من الممكن التعبير عن متوسط حيازة الفرد من النقود الأمثل خلال الفترة $\left(\frac{M}{2}\right)^*$ بطريقة تجعله مشابهاً لصيغة معادلة كامبردج $M = k PY$

$$\left(\frac{M}{2}\right)^* = \frac{\sqrt{\frac{2by}{i}}}{2} = \sqrt{\frac{by}{2i}}$$

بضرب طرفي المعادلة بالمستوى العام للأسعار (P) ، للحصول على الطلب على النقود الإسمي ، نحصل على :

$$P \cdot \left(\frac{M}{2}\right)^* = M^d = P \cdot \sqrt{\frac{by}{2i}}$$

$$M^d = K(b, i) \cdot P \cdot y^{\frac{1}{2}} \quad \text{أي}$$

حيث y يمثل الدخل الحقيقي.

تُبيِّن لنا هذه الصياغة أن مرونة الطلب على النقود بالنسبة للدخل تساوي (0,5)، و هذا يعني أن زيادة الدخل (بـ 1% مثلاً) ستؤدي إلى زيادة مقابلة في الطلب على النقود (0,5%) و لكن بنسبة اقل من نسبة الزيادة في الدخل، الأمر الذي يُؤكِّد وجود اقتصاديات السُّلم في حيازة النقود. من ناحية أخرى، لو أعدنا كتابة العلاقة السابقة على شكل: $M^d = K(b) \cdot P \cdot i^{-\frac{1}{2}} \cdot y^{\frac{1}{2}}$ ، سيتضح أيضاً أن مرونة الطلب على النقود بالنسبة لمعدل الفائدة تساوي (-0,5) ، و هذا يعني أن زيادة معدل الفائدة (بـ 1% مثلاً) ستؤدي إلى نقص في الطلب على النقود (بـ 0,5%) ، و لكن بنسبة أقل من نسبة الزيادة في معدل الفائدة. إن قيم المرونات التي جاءت بها النظرية ، تعطي تقدير كمي لتأثير التغيرات في الدخل و معدل الفائدة على الطلب على النقود.

و أخيراً ، إن كثيراً من الدراسات التجريبية التي حاولت التحقق من صحة فروض و نتائج هذه النظرية ، قد توصلت إلى نتائج مختلفة و مخيِّبة. و على الرغم من ذلك ، تسمح هذه النظرية بتبيان أن مشكل عدم تزامن عملية تحصيل الدخل و عملية إنفاقه ، الذي هو مصدر وجود تلازمية إقراض-إقتراض للمئى الفراغ الزمني و التي تصطدم بعدم كمال أسواق القروض (توظيف الأموال في السندات و غيرها من الأصول المالية و القروض هي غير قابلة للتجزئة لقيم صغيرة جدا بما يُلبى مختلف إحتياجات الأعوان ، عدم التأكد من قدرة المدين على السداد ، توظيف أموال أو أخذ قروض يتطلب تكاليف...)، يُفسَّر تفضيل الاعوان الإحتفاظ بالنقود سائلة إلى جانب أصول مالية. بكلمات أخرى ، لو أن سوق القروض تام (أو كامل) و تكاليف الصفقات معدومة ، لما كان يوجد طلب على النقود بدافع المبادلات . ففي نموذج "بامول-توبين" ، من أجل $0=b$ يكون $M^* = \frac{M}{2} = 0$.

2-VII- الطلب على النقود بدافع المضاربة عند Tobin: نظرية تنويع المحفظة

لقد تعرض كذلك عنصر الطلب على النقود الكينزي بدافع المضاربة لإعادة النظر من قبل الاقتصادي *James Tobin (1958)*¹، الذي هو تلميذ المفكر "كينز". تمثلت إسهامات هذا الاقتصادي في مجال الطلب على النقود في التمييز بين تحليلين مبنيين على فرضيتين، و هذا في عالم غير أكيد. أما التحليل الأول للطلب على النقود فهو يقوم على فرضية أن حالة عدم التأكد حول تطور معدل الفائدة موجودة، لكن العون الاقتصادي يكون متأكد من توقعاته في خصوص معدل الفائدة المستقبلي. في هذه الحالة، الطلب على النقود هو بدافع المضاربة. أما التحليل الثاني فهو يقوم على فرضية أن حالة عدم التأكد حول مستقبل معدل الفائدة موجودة، لكن يكون العون غير متأكد من القيمة المستقبلية التي يتوقعها لمعدل الفائدة ، فهو مُدرك لخطر تكبد خسارة رأسمالية محتملة. و هنا يلجأ العون، من أجل الاحتياط، لتنويع محفظته ، أي بمعنى آخى ، تنويع الأشكال التي يحتفظ من خلالها بثروته ، سندات و نقود. في هذه الحالة ، يتعلق الأمر بالتعريف الذي يعطيه كينز للطلب على النقود بدافع الإحتياط.

1. إعادة صياغة Tobin للطلب على النقود بدافع المضاربة الكينزي:²

¹ - James Tobin (1958), « Liquidity Preference as Behavior Towards Risk », Review of Economic Studies, Vol. 25, No. 2, pp. 65-86 (<http://www.jstor.org/stable/2296205>)

² - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

Michel de Mourgues, « Macroéconomie monétaire », Economica, Paris, 2000, pp. 338-342

من أجل التعرض بالتدقيق و بشكل من التبسيط لهذا السلوك للأعوان الاقتصاديين فيما يخص الطلب على النقود ، و الذي تطرقنا إليه سابقا و لكن بأسلوب مختلف ، نفترض أن عون اقتصادي له الخيار بين الاحتفاظ بكامل ثروته في شكل نقود أو سندات (من النوع الذي يبقى دون سداد مدى الحياة) تدر فائدة (i)، و أن قرار كل فرد على حده ، فيما يخص هذا الاختيار ، يقوم على قناعة تامة بما سيكون عليه معدل الفائدة في المستقبل. من أجل معرفة طريقة إتخاذ العون قرار الإختيار ، سنقوم أولا بحساب المردود الإجمالي المتوقع للسندات، آخذين في الحسبان أن مردود النقود هو معروف بصفة مؤكدة ، و أنه مُساو إلى الصفر.

إذا كان معدل الفائدة الحالي هو (i)، فإن دخل مقداره 1 دج هو ناجم عن الاستثمار في سند، قيمته تساوي $\frac{1}{i}$. من جهة أخرى ، يتوقع الأعوان الإقتصاديين معدل فائدة i_e و يقومون بحساب الربح أو الخسارة الرأسمالية التي ستنتج عن تغير معدل الفائدة. فإذا إنتقل معدل الفائدة إلى i_e ، ففي هذه الحالة ، نفس الدخل 1 دج سَيُنَجَّر عن الاستثمار في سند بقيمة تساوي $\frac{1}{i_e}$. إذا كان $i < i_e$ ، فإن قيمة السند الأخير هي أقل من قيمة السند السابق. إذا كان السندين من نفس النوع نقول أن ارتفاع معدل الفائدة أدى إلى إنخفاض سعر اسند، و هنا يتكبد العون الاقتصادي خسارة رأسمالية. يمكن إيجاد هذا التغير المتوقع في سعر السند و التعبير عنه بنسبة :

$$g = \frac{\frac{1}{i_e} - \frac{1}{i}}{\frac{1}{i}} = \frac{1}{i_e} - 1$$

و المردود الإجمالي المتوقع للسند (r) يساوي إلى الفائدة المقبوضة (i) مضافا إليها التغير المتوقع في سعر السند، أي الخسارة أو الربح الرأسمالي .

$$r = i + g = i + \frac{i}{i_e} - 1$$

و الآن يكون إختيار العون الاقتصادي كالاتي:

- إذا كان $i + \frac{i}{i_e} - 1 > 0$ ، ففي هذه الحالة سيحتفظ العون الاقتصادي بكامل ثروته على شكل سندات. بكلمات أخرى ، يفضل العون حيازة سندات إذا كان مردودها الإجمالي المتوقع يفوق مردود النقود ، أي الصفر. كما يمكن أن نميز بين حالتين محتملتين: المردود الإجمالي المتوقع للسندات هو موجب

لأنه إما العون يحقق ربح رأسمالي يضاف إلى الفائدة (لأن $i_e < i$) أو أنه يتكبد خسارة رأسمالية (لأن $i_e > i$) لكنها تَقِلُّ عن قيمة الفوائد المحصلة على السندات.

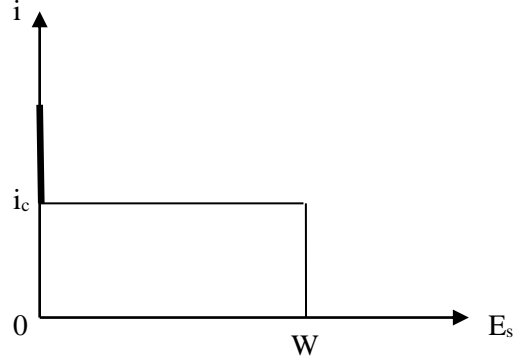
- إذا كان $i + \frac{i}{i_e} - 1 < 0$ ، فإن العون الاقتصادي سيختار حيازة كامل ثروته على شكل نقود. بعبارة أخرى، يفضل العون حيازة النقود، إذا كان المردود الإجمالي المتوقع للسندات أصغر من مردود النقود (صفر)، أي إذا كان المردود الإجمالي المتوقع سالب. هذا معناه أن ، في إطار توقعات العون حول مستقبل معدل الفائدة ، العون سيحقق مُستقبلاً خسارة رأسمالية تفوق قيمة الفوائد في حالة ما إذا إشتري الآن سندات.

- تبقى الحالة الثالثة ، النادرة ، التي يكون فيها العون غير مكترث لطبيعة شكل الأصل المالي الذي تأخذه ثروته ، لأن في كلتا الحالتين يكون المردود الإجمالي المتوقع يساوي إلى الصفر. أي يوجد معدل فائدة حرج i_c يكون من أجله $i + g = 0$. عند هذا المستوى ، يكون العون غير مُبَالٍ للشكل الذي يحتفظ فيه بثروته ، سندات أو نقود .

$$i + \frac{i}{i_e} - 1 = 0 \rightarrow i = i_c = \frac{i_e}{1 + i_e}$$

في هذه الحالة ، يتوقع للعون خسارة ، رأسمالية تعوّض بالتمام أرباح الفوائد .

يتضح من النتائج السابقة أن معدل الفائدة الحالي (i) يعتبر كضمان يُعَوِّض تدهور قيمة السندات المتوقع بصفة أكيدة من قبل العون الاقتصادي. أما معدل الفائدة الحرج (i_c) فهو يمثل العتبة التي من أجل كل مستوى معدل الفائدة يقل عنها ، يكون هذا الأخير (أي معدل الفائدة) غير قادر على تأدية هذه الوظيفة. و عليه ، و على ضوء وجود خيار لدى العون يتمثل في الاحتفاظ بكامل ثروته إما على شكل سندات أو نقود ، يمكن تمثيل الطلب الفردي على النقود بدافع المضاربة E_s في الشكل التالي :



قراءة هذا الشكل تكون كالآتي :

- من أجل $i < i_c$ ، يكون الطلب على النقود يساوي الصفر ، $E_s=0$

- من أجل $i > i_c$ ، يكون الطلب على النقود يساوي قيمة الثروة ، أي أن العون يجوز كل ثروته على

شكل نقود ، $E_s=w$

- من أجل $i = i_c$ ، يكون العون غير مكترث للشكل الذي تأخذه ثروته ، لأن كلاً من السندات و

النقود لهم نفس المردود المعدوم.

يأخذ هذا الشكل صورة درجة سُلم ، يمكن أن نقول أن الدالة الفردية للطلب على النقود بدافع المضاربة

هي غير مستمرة *discontinue*، أي أن العون يتبنى إستراتيجية "الكل أو لا شيء" ، فله نية وضع كل البيض

في نفس السلة. و يُفسَّر هذا السلوك بالافتراض الذي وضعناه ، ألا و هو أن العون يتوقع بصفة أكيدة معدل

الفائدة المستقبلي.

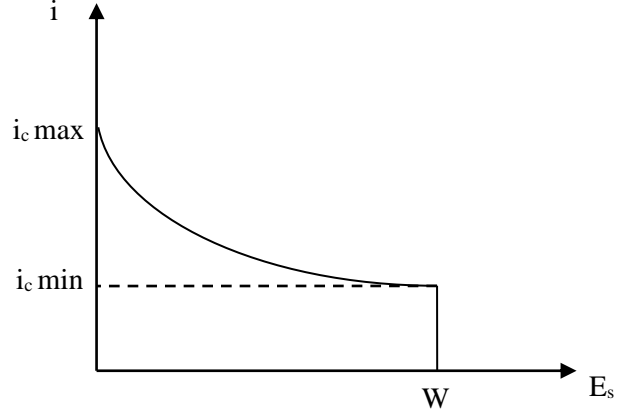
لكن على المستوى الكلي، الماكور، يُبَرِّز إختلاف آراء الأعوان الاقتصاديين فيما يخص توقع معدل

الفائدة (و بالتالي معدل الفائدة الحرج ، لأن $i_c = \frac{i_e}{1+i_e}$) إستمرارية دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة.

فمعدل الفائدة الحرج عند الأعوان المتشائمين يكون أعلى منه عند الأعوان المتفائلين. و بالتالي ، يمكن أن

نتحصّل بتجميع دوال الطلب الفردية على دالة طلب كلي متناقصة مع معدل الفائدة الحالي مطابقة لدالة الطلب

على النقود الكينزية:



قراءة الشكل البياني تكون كالآتي:

يمثل $i_c max$ معدل الفائدة الحرج الأعلى مستوى ، من أجل معدل فائدة حالي يفوق هذا المستوى يكون كل الأعوان يُضاربون على إنخفاض معدل الفائدة ، و بالتالي الطلب على النقود بدافع المضاربة يساوي الصفر. يمثل $i_c min$ معدل الفائدة الحرج الأدنى مستوى. عند هذا المستوى أو مستوى أقل، يصبح كل الأعوان مضاربين على الارتفاع ، و لا يجوزون إطلاقا السندات، بل فقط النقود. بين هذين المستويين لمعدل الفائدة الحرج، تزيد نسبة المضاربين على الارتفاع لما تنتقل من الأعلى إلى الأسفل على طول منحنى الطلب على النقود. و يبدو أن عدم إنسجام توقعات الأعوان حول معدل الفائدة هو أساس دالة الطلب على النقود.

في الأخير، يتميز هذا التحليل، رغم هذه النتائج المُفْهِمة، بشيء من النقائص، بل يتعرض لعدد من الانتقادات أهمها:

- يتجه معدل الفائدة الحرج في المدى الطويل لأن يصبح نَفْسَه بالنسبة لكل الاعوان الاقتصاديين ، و بالتالي تصبح دالة الطلب الكلي للنقود مشابِهة لدالة الطلب الفردية. هذا الأمر يجعل من غير الممكن القول بأن بعض الاعوان يستثمرون ثروتهم في شراء السندات أما البعض الآخر فيفضل الاحتفاظ بثروته في شكل نقود سائلة (أي هم بائعو السندات المشترية).
- من جهة أخرى، تم إفتراض أن الأعوان يتوقعون معدل الفائدة بصفة أكيدة، و لم يؤخذ بعين الإعتبار خطر تكبد خسائر رأسمالية الذي يُحدق بهم جراء إمتلاكهم سندات.

- في الأخير، و حسب هذا التحليل، بإمكان الأعوان الاقتصاديين حيازة إما سندات أو نقود ، و لم يتم التطرق لإمكانية حيازة الاعوان لمحفظه تتكون في نفس الوقت من سندات و نقود. أي لم يُعطى إهتمام لإستراتيجية تنويع الثروة التي هي في الغالب الأقرب للواقع.

2. الطلب على النقود و نظرية تنويع المحفظة:¹

بُغِيَّةٌ منه في معالجة النقائص المذكورة سابقا و التي ميزت التحليل الكنتري، قام توبين *Tobin* بتقديم تحليل جديد للطلب على النقود ، يقوم على فكرة أن العون الاقتصادي يجوز في نفس الوقت على سندات و نقود، و عند تشكيله للمحفظة يأخذ في الحسبان المردودات المتوقعة للأصول المالية و كذا الخطر المصاحب لكل مردود. و بشيء من التدقيق، يفترض *Tobin* أن أغلب الأعوان الاقتصاديين يُنَوِّعُونَ الأشكال التي يمكن أن تأخذها ثروتهم، من سندات و نقود، لأنهم لا يجذبون المخاطرة (خطر خسارة رأسمالية) لوعيهم بِجَهْلِهِمْ لِمَا يُخَيِّوُهُ المستقبل. فهم قد يفضلون حيازة أصل مالي به مخاطرة أقل حتى و إن كان مردوده المتوقع ضئيل. يرى *Tobin* أن مردود النقود هو أكيد و يساوي الصفر، بينما أسعار السندات تعرف تذبذب قوي، و بالتالي مردودها هو عشوائي، إذ قد يكون سالب. و من ثَمَّ ، قد يرغب الأعوان في الاحتفاظ بجزء من ثروتهم على شكل نقود على الرغم من أن مردودها المتوقع (0) أقل مقارنة بالسندات. تَواجِدُ النقود كَمَكُونٍ للثروة إلى جانب السندات يُخَفِّضُ مردود المحفظة، لكن يُقَلِّلُ كذلك عنصر المخاطرة المصاحب لها.

المقاربة التي تَبَنَّاها *Tobin* تفترض أن حيازة العون لمحفظه مُكوَّنة من سندات و نقود تُمدُّه بمنفعة *utilité* ، ترتبط إيجابياً بالمردود الكلي المتوسط للمحفظة (أي متوسط التوزيع الإحتمالي للمردودات المتوقعة) و سلبياً بعنصر المخاطرة لهذه المحفظة (تُقاس بالانحراف المعياري σ لهذا المردود: أي تَشَتَّتْ المردودات المتوقعة حول هذا المتوسط). و المشكل المطروح أمام هذا العون الاقتصادي هو تحديد الحصة المثالية لكل شكل من الأصول المالية المُكوَّنة لثروته (السندات و النقود) بما يسمح له بتعظيم مردود المحفظة (أي المنفعة) تحت قيد تدنيه أقل ما يمكن عنصر المخاطرة.

من أجل التوضيح أكثر، نأخذ مرة أخرى العلاقة التي تُظهِرُ المردود الإجمالي المتوقع للسند:

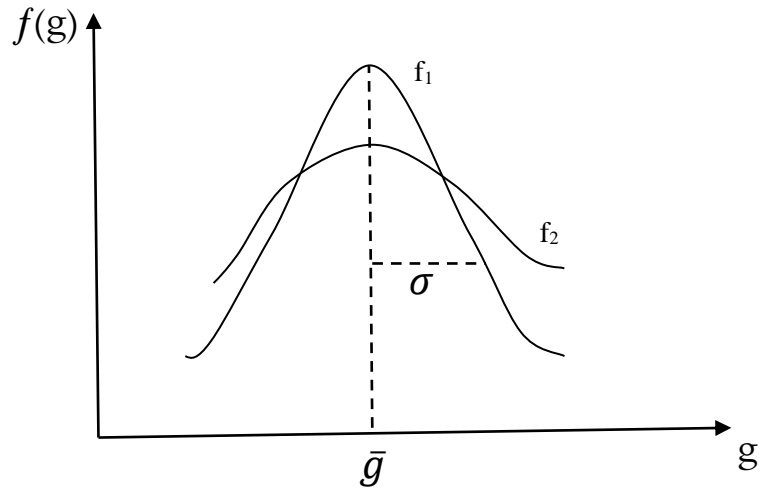
$$r = i + g = i + \frac{i}{ie} - 1$$

¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

سَيَقوم الأَعوان الأَقْتصاديين ، من جهة ، بتقدير التوزيع الأَحتمالي للمردود الإجمالي المتوقع لمختلف الأصول المالية [السندات] . إن التوزيع الأَحتمالي الخاص بكل سند له مردود إجمالي متوسط متوقع ، نرمز إليه بـ:

$$= i + \bar{g}\bar{r}$$

بعبارة أخرى، العون الأَقْتصادي لا يتوقع الربح أو الخسارة الرأسمالية (g) بصفة أكيدة ، ولكن نفترض أنه يقدر التوزيع الأَحتمالي لـ (g) ، و الذي له قيمة متوسطة هي \bar{g} . إذا إفترضنا أن التوزيع الأَحتمالي للربح الرأسمالي المتوقع يتبع القانون الطبيعي، فان قياس الخطر المرتبط بهذا التوزيع الأَحتمالي [أي الخطر المرتبط بميزة سند واحد] هو معطى بالانحراف المعياري σ ، و يمكن أن تمثل التوزيع الأَحتمالي لـ g في عدة أشكال كالتالي :



في الشكل أعلاه، تُلحق بكل قيمة لـ g احتمالية تحققها $f(g)$ ، كما تم افتراض أن التوزيع الأَحتمالي يتبع القانون الطبيعي بقيمة متوسطة موجبة \bar{g} و انحراف معياري σ . يلاحظ كذلك أن سندات لها نفس المردود الإجمالي المتوسط [نفس القيمة المتوسطة \bar{g}] تمتلك انحرافات معيارية مختلفة ، و بالتالي يمكنها أن تكون أكثر أو أقل خطورة عن بعضها البعض.

إذا كان T هو عدد السندات المحازة ، فان المردود الإجمالي المتوسط المتوقع \bar{R}_T هو

$$= \bar{r} \cdot T = (i + \bar{g}) \cdot T \bar{R}_T \dots\dots\dots(1)$$

أما الخطر الإجمالي الناتج عن شراء عدد T من السندات فهو يساوي :

$$\sigma T = \sigma . T$$

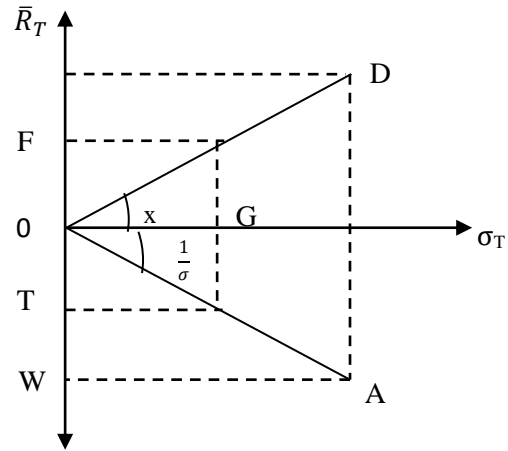
من أجل خطر وحدي معطى σ ، يمكن القول أن عون اقتصادي في استعداد لتحمل خطر إجمالي σT سيقبل حياة عدد من السندات يمكن حسابه انطلاقا من العلاقة السابقة :

$$T = \frac{\sigma T}{\sigma} \dots\dots\dots(2)$$

بالتوفيق بين العلاقتين (1) و (2) يمكن الحصول على علاقة تجمع بين المردود الإجمالي \bar{R}_T المتوقع لاستثمار مالي في عدد T من السندات و الخطر σT المرافق له ، أي:

$$X = \frac{i+\bar{g}}{\sigma} \text{ مع } \sigma T \cdot \left(\frac{i+\bar{g}}{\sigma}\right) = X \cdot \sigma T \dots\dots\dots(3) \bar{R}_T$$

التمثيل البياني لهذه العلاقة يُعبر عن خط ميزانية العون الاقتصادي. فالقطعة المستقيمة OD ، ذات الميل X ، تُعطي من أجل كل كمية من السندات العلاقة بين المردود المتوقع و الخطر المُحدد.



إن المحور العمودي أسفل محور الفواصل ($0\sigma_T$) يُجسد الثروة الإجمالية للعون الاقتصادي بالقطعة المستقيمة ($0W$). فمن أجل كل مستوى مخاطرة σT مقبول عند العون ، يُمكننا معرفة تَشَكِيلَة محفظته. فمثلا، إذا قَبِل العون تكبد خطر إجمالي OG ، فان محفظته ستكون مكونة من سندات بقيمة OT ، أما باقي الثروة فهو نقود (TW). في هذه الحالة المردود المتوقع يساوي (OF).

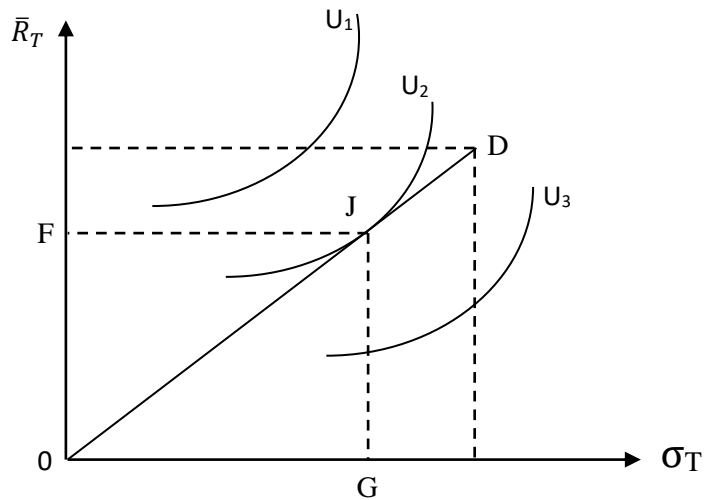
إن العلاقة (2) تربط بين عدد السندات T التي يمتلكها العون و الخطر الإجمالي σ_T ، و بالتالي فميل المستقيم (OA) يساوي $\frac{1}{\sigma}$

كل قيمة للخطر الإجمالي معطاة على محور الفواصل ($0 \sigma_T$) تُعطينا في نفس الوقت مكونات محفظة العون (تحت هذا المحور الأفقي) و مردود أصوله المالية (فوق المحور الأفقي).

من جهة أخرى ، تُمثّل تفضيلات الأعوان الاقتصاديين بواسطة منحنيات السواء¹ تربط بين المردود و عنصر الخطر. حيث أن نقطة التماس لأحد هذه المنحنيات مع خط الميزانية تمثل اختيارهم المثالي. يميز *Tobin* بين ثلاث حالات:

- 1- الأعوان الاقتصاديين الذين يحبون المخاطرة ، تكون منحنيات السواء لديهم ذات ميل سالب ، فهم يقبلون مردود متوقع ضئيل إذا كان مستوى المخاطر مرتفع ، فهم يأملون في تحصيل أرباح استثنائية.
- 2- الأعوان الاقتصاديين الذين يخافون من المخاطرة ، تكون منحنيات السواء لديهم ذات ميل موجب. فهم لا يقبلون مستوى مخاطرة عالٍ إلا إذا كان المردود عالٍ كذلك. وهنا تُميّز بين: أولاً، الأعوان الذين يفضلون تنويع محفظتهم و لديهم منحنيات مقعرة نحو الأعلى، ثانياً، الأعوان الذين يختارون حياة أحد الاثنين ، سندات أو نقود ، و لديهم منحنيات محدبة نحو الأعلى.

إذا افترضنا أن العون يخشى المخاطرة ، فإن تفضيلاته هي ممثلة بمنحنيات السواء التالية U_1 ، U_2 و U_3 ذات الميل الموجب (يتم في نفس الوقت إعادة رسم الجزء الأعلى من الرسم البياني السابق).



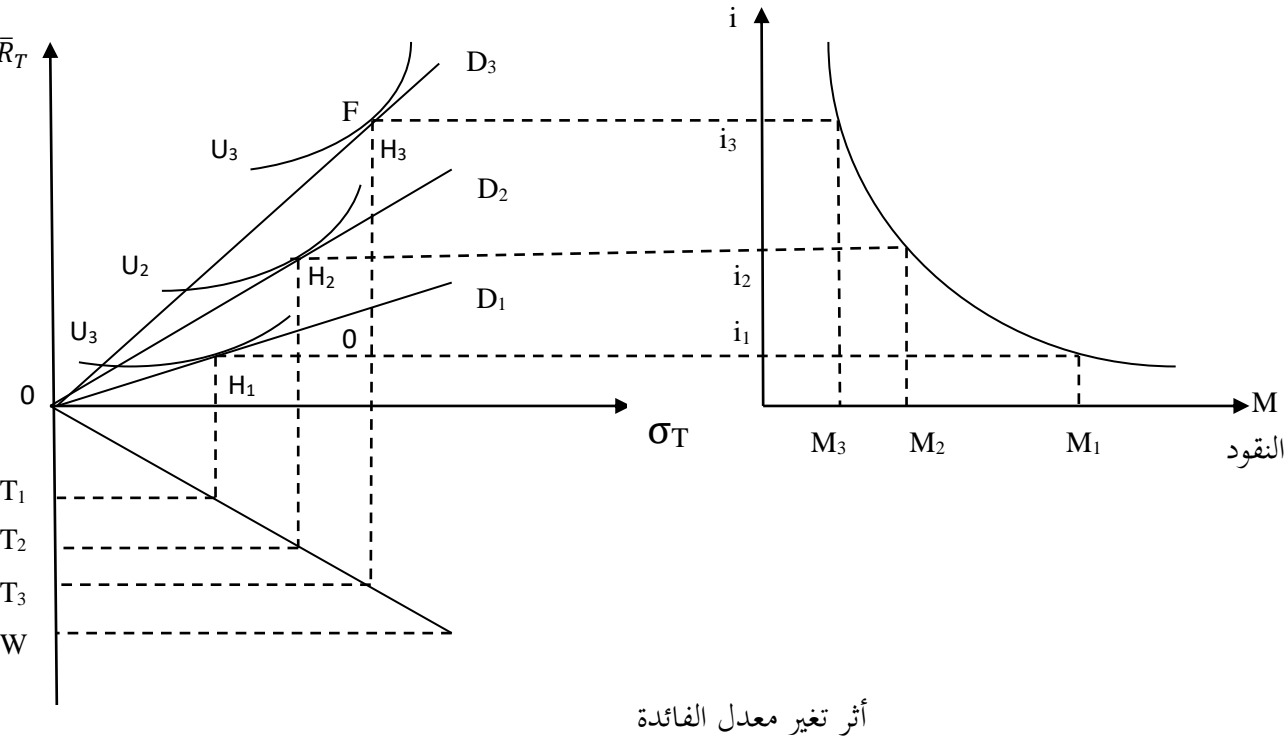
¹ - منحنيات السواء هي عبارة عن المجال الهندسي للنقاط التي تكون من أجلها المنفعة المنتظرة من الثروة ثابتة.

إن الاختيار الأمثل للعون الاقتصادي هو محدد بنقطة التماس بين خط ميزانية (OD) و أحد منحنيات السواء ،و الذي هو في هذه الحالة U_2 . في النقطة (J) ، و من أجل خطر إجمالي يساوي (OG) ، يمتلك العون حصة قدرها (OT) من محفظته على شكل سندات و الباقي (TW) على شكل نقود.

الآن يمكننا دراسة آثار تغير معدل الفائدة على طلب على النقود باللجوء إلى العلاقة (3):

$$= \sigma_T \bar{R}_T \cdot \frac{i+\bar{g}}{\sigma}$$

من أجل منحنيات سواء U_1 ، U_2 و U_3 تُعبّر عن تفضيلات مختلفة للعون الاقتصادي ، يؤدي ارتفاع معدل الفائدة (i) إلى زيادة ميل خط الميزانية (OD) ، مُغيّراً بذلك خيار العون الاقتصادي. و الشكل التالي يبين ذلك :¹



¹ - Michel de Mourgues, « La monnaie, système financier et théorie monétaire », Economica, deuxième ed, 1991, p.387

يُلاحظ من الشكل أن ارتفاع معدل الفائدة (i_1 ، i_2 و i_3) قد أدى إلى انتقال خط الميزانية (OD_1) ،
 OD_2 و OD_3) نحو اليسار ، و هو الأمر الذي نتج عنه تحرك نقطة التماس (H_1 ، H_2 و H_3) و تغير خيار
 العون كالاتي:

- حصة OT_1 من الثروة على شكل سندات و الباقي نقود من أجل معدل فائدة i_1

- حصة OT_2 من الثروة على شكل سندات و الباقي نقود من أجل معدل فائدة i_2

- حصة OT_3 من الثروة على شكل سندات و الباقي نقود من أجل معدل فائدة i_3

إذن ارتفاع معدل الفائدة يغير حصص مكونات محفظة العون الاقتصادي ، و ذلك لصالح السندات و
 على حساب النقود. بعبارة أخرى ، نلاحظ أن الطلب على النقود دالة متناقصة في معدل الفائدة. إن هذه
 العلاقة العكسية المطابقة لما توصل إليه كينز هي مرتبطة بشكل منحنيات السواء المعتمدة. فمن أجل فهم حقيقة
 هذه العلاقة التي هي في الواقع مُعقدة سنتطرق لدراسة أثرتين اثنتين يَنتجان عن ارتفاع معدل الفائدة هما أثر الدخل
 و أثر الإحلال.

يُفسر أثر الدخل كالاتي: ينتج عن ارتفاع معدل الفائدة زيادة في الدخل الحاصل عن كل سند. و بالتالي
 يمكن للعون أن يحافظ على نفس قيمة الدخل المُحصّل من ثروته عن طريق تخفيض كمية السندات التي يحوّزها ،
 مما يكون في صالح زيادة حصة النقود في محفظته ، و هذا كله من شأنه أن يقلل من الأخطار.

أما فيما يخص أثر الإحلال: ينتج عن ارتفاع معدل الفائدة انخفاض سعر السندات. و بالتالي قد يرغب
 العون في الاستفادة من هذه الانخفاض في الأسعار و إحلال السندات مكان النقود في محفظته. في هذه الحالة
 زيادة المخاطر تم تعويضها بأمل تحقيق مردود أعلى، و المهم هنا هو أن زيادة معدل الفائدة أدى إلى انخفاض
 الطلب على النقود.

و النتيجة هي أن وجود علاقة عكسية بين الطلب على النقود و معدل الفائدة هو مشروط بافتراض أن
 أثر الإحلال يفوق أثر الدخل.

تعرض مقارنة *Tobin* في الطلب على النقود بدافع المضاربة لعدد من الانتقادات تتمثل في الآتي :

- أولاً، إن العلاقة العكسية بين الطلب على النقود و معدل الفائدة هي مرهونة بتفوق أثر الإحلال على أثر الدخل ، و لكن قد يكون العكس فلا يتحقق ذلك.

- ثانياً، يجب ملاحظة أن نموذج *Tobin* لا يُعتبر امتداداً بمعنى الكلمة لمقاربة الطلب على النقود بغرض المضاربة المقدمة من طرف كينز. فهذا الأخير يفترض أن العون يتبع إستراتيجية " الكل أولاً لا شيء " ، أي إما شراء سندات أو الاحتفاظ بالثروة كاملة في شكل نقود، أمّا *Tobin* فهو يفترض أن العون يتبنى إستراتيجية التنويع لأنه يخشى المخاطرة لعلمه بجهله للمستقبل. بعبارة أخرى، نموذج *Tobin* لا يعالج الطلب على النقود بدافع المضاربة و إنما الطلب على النقود بدافع الاحتياط ، و ذلك بافتراض أن الأعوان يبحثون عن تعظيم مردود محفظتهم تحت قيد عنصر المخاطرة الممكن تقديرها.

- ثالثاً، إن نموذج *Tobin* لم يُفسر و لم يشرح بصورة واضحة لِمَا يوجد طلب على النقود بدافع المضاربة في ظل وجود أصول مالية بدون خطورة و لها مردود أكيد و أحسن من مردود النقود، كأذون الخزانة أو الودائع لأجل.

في الأخير ، انحصر نموذج *Tobin* في دراسة التحكيم القائم بين النقود و بعض الأصول المالية الأخرى، في حين كان من الممكن أن يشمل هذا التحكيم مُجْمَل مُكونات الثروة. و هذا هو الأمر الذي سَيَقِفُ عنده الاقتصادي فريدمان *M. Friedman*

VIII- السياسة النقدية و نموذج *IS/LM* :

VIII-1- الإطار العام للنموذج:

إن الإطار النظري الذي شكّل نقطة انطلاق بالنسبة لموضوع تحليل دور السياسة النقدية في التوازن الاقتصادي الكلي قد تمّ بناءه من خلال قيام الاقتصادي النيوكينزي *John Hicks* (1937)¹ بإعادة صياغة الأطروحات الكنزية ، مع إضافات ذات طابع كلاسيكي ، في صورة نموذج شهير يسمى نموذج *IS/LM*. في

¹ -Hicks J. R. (1937), « Mr. Keynes and the Classics ; A Suggested Interpretation » *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, pp. 147-159 (www.jstor.org/stable/1907242)

الحقيقة ، يجمع هذا النموذج بين التصور الكلاسيكي و التصور الكينزي للتوازن الاقتصادي الكلي في إطار توازن إقتصادي عام.

في الأساس ، يعتبر نموذج IS/LM امتدادا و تطورا للنموذج الكينزي البسيط في تحديد الدخل. و لكن هذا النموذج الأخير ، و لأنه بسيط وغير واقعي ، لم يشتمل على النقود ، بمعنى أنه لم يأخذ في الاعتبار تأثير التغير في الطلب على النقود أو التغير في عرضها (و من ثمّ تأثير معدل الفائدة) على مستوى الدخل ، و بالتالي تجاهل تأثير النقود على التوازن الاقتصادي العام. إن الإطار الموسع للتحليل الاقتصادي الكلي الكينزي ، أي نموذج IS/LM ، سوف يمكننا من توضيح الدور الذي تلعبه النقود و معدل الفائدة في تحقيق التوازن الاقتصادي العام، و بيان الآثار المختلفة التي تُحدثها التغيرات في عرض و طلب النقود على هذا التوازن ، كما يساعد هذا النموذج في تحليل مدى فعالية كل من السياسة النقدية و السياسة المالية في حل مشاكل اقتصادية مختلفة ، و في تحقيق أهداف اقتصادية عامة. يصف منحنى IS شروط توازن سوق السلع و الخدمات ، بمعنى آخر يمثل هذا المنحنى توليفات مختلفة من معدل الفائدة و من الدخل التي يكون عندها سوق السلع و الخدمات في حالة توازن ، في حين يصف منحنى LM شروط توازن سوق النقود ، أي هو يمثل توليفات مختلفة من معدل الفائدة و من الدخل التي يكون عندها سوق النقود في حالة توازن. يحدث التوازن الاقتصادي العام عند نقطة تقاطع هذين المنحنين ، أي عندما يكون سوق السلع و الخدمات و سوق النقود ، معًا و في نفس الوقت ، في حالة توازن. عندها فقط يتحدد معدل الفائدة التوازني و مستوى الدخل التوازني اللذان ينسجمان مع حالة التوازن العام في الاقتصاد. في الأخير ، يجدر بنا الإشارة إلى أنه في هذا النموذج ، كما في النموذج الكينزي البسيط ، يتم افتراض ثبات الأسعار ، و بالتالي تتساوى فيه القيم الاسمية للمتغيرات مع القيم الحقيقية لها.

لنوضح في البداية كيفية تحقيق التوازن في سوق السلع و الخدمات و نشرح المعنى الذي يمثله منحنى IS و نعطي مبررات تميّزه بميل سالب (منحنى متناقص). أولا ، يتحقق التوازن في سوق السلع و الخدمات عندما تتساوى الكميات المطلوبة من السلع و الخدمات مع الكميات المعروضة منها عند الأسعار السائدة. يتكون الطلب الكلي الوطني (نفرض هنا أننا موجودين في اقتصاد مغلق) من مجموع الاستهلاك C و الاستثمار I و الإنفاق العمومي G . يتساوى هذا الطلب مع الدخل الوطني الذي سيتم استعماله من قبل العائلات (المالكة لعوامل الإنتاج) للاستهلاك C و الادخار S (نفترض هنا أن العائلات لا تدفع ضرائب و لا تتلقى تحويلات حكومية). نفترض دالة الاستهلاك وجود علاقة خطية موجبة بين الاستهلاك الخاص C و بين الدخل المتاح

المساوي هنا للدخل الوطني Y ، أي: $C = C_0 + bY$. تفترض دالة الاستثمار (بناء على ما ورد في نظرية
 الفعالية الحدية لرأس المال الخاصة بكينز) وجود علاقة عكسية بين الاستثمار I و بين معدل الفائدة i ، أي :
 $I = I_0 - di$. تفترض دالة الإنفاق العمومي أن الإنفاق العمومي G هو مقدار ثابت و محدد و مستقل
 عن الدخل ، أي : $G = G_0$.

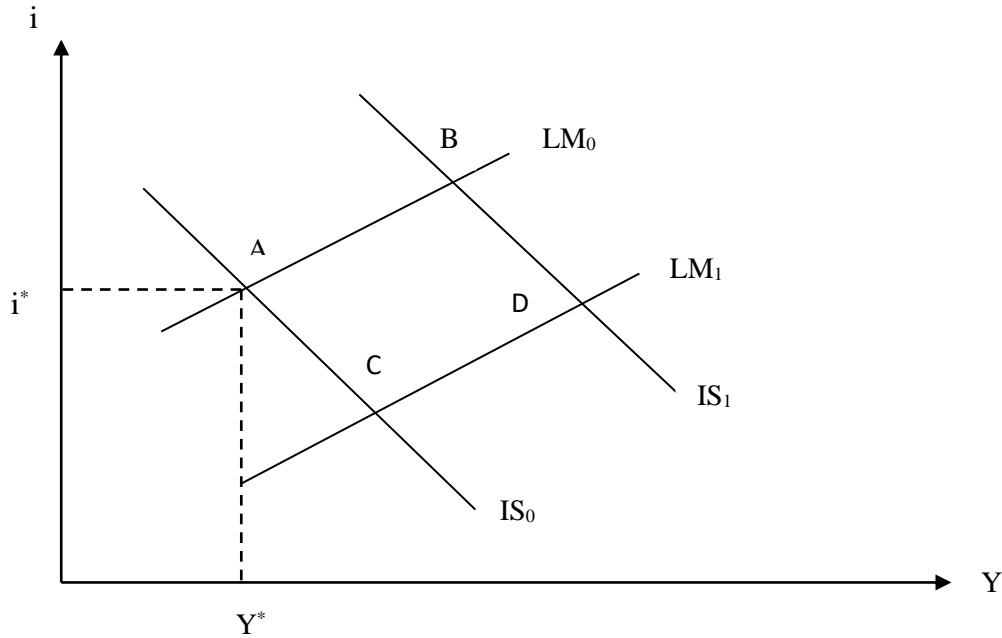
يتمثل شرط توازن سوق السلع و الخدمات في ضرورة مساواة حجم الإنتاج Y (الذي هو نفسه الدخل
 الوطني) مع الطلب الكلي الوطني : $Y = C + I + G$

و بالتعويض في كل حد من حدود الطرف الأيمن من شرط التوازن بدالة الطلب التي تقابلها (الطلب
 الاستهلاكي أو الاستثماري أو العمومي) ، يمكن الوصول إلى مستوى الدخل التوازني في الاقتصاد كما يلي:

$$Y = \frac{(C_0 + I_0 + G_0)}{1 - b} - \frac{d}{1 - b} i$$

تمثل هذه العبارة معادلة منحنى IS الذي يمثل بدوره توليفات مختلفة من معدل الفائدة و من الدخل التي
 يكون عندها سوق السلع و الخدمات في حالة توازن، و أي نقطة تقع خارج منحنى IS ، سواء إلى اليمين أو
 اليسار ، تمثل وضع اختلال في هذا السوق. التمثيل البياني لمعادلة IS موجود في الشكل(1). يبدو من خلال
 معادلة IS السابقة أو الشكل البياني (1) أن منحنى IS يمتلك ميل سالب و السبب وراء ذلك يعود بالأساس إلى
 التأثير السالب للتغير في مستوى معدل الفائدة على الاستثمار، و تأثير التغيرات في الاستثمار على مستوى
 الإنتاج و الدخل المطلوب تحقيقه للمحافظة على وضع التوازن في سوق السلع. و بتفصيل أكثر، فإن أي انخفاض
 في معدل الفائدة سيترتب عليه زيادة في الاستثمار، و هذه الزيادة الأخيرة تتطلب بدورها تحقيق زيادة في مستوى
 الدخل تكون كافية لإحداث زيادة في الادخار مساوية لمقدار الزيادة التي حدثت في الاستثمار، و ذلك لتحقيق
 شرط توازن سوق السلع و الخدمات المتمثل في تساوي مقدار التسرب (أي S في ظل غياب الضرائب) مع مقدار
 الحقن (I و G_0) ، أي: $S = I + G_0$ حيث أن هذا الشرط هو وجه آخر للتعبير عن الشرط الأول $Y = C + I + G$
 . إن تفسيرنا هنا للسبب الموجود وراء الميل السالب للمنحنى IS يرتكز على تتبع التأثير الذي
 يمر من الطلب عبر الاستثمار إلى الدخل ، لكن يمكننا أيضا أن نفسر ذلك من خلال الإنطلاق من متغيرة
 الدخل وُصُولًا إلى الطلب. و نقول في هذه الحالة أن ارتفاع الدخل بقدر معين سيُحدث ارتفاع في الاستهلاك

لكن بقدر أقل (لان $0 < b < 1$) ، و لتحقيق شرط توازن سوق السلع المتمثل في تساوي العرض و الطلب ، يجب أن يرتفع حجم الاستثمار، و هذا لن يحدث إلا إذا انخفض معدل الفائدة.



الشكل (1) : نموذج IS/LM

إن المنحنى ، أو المستقيم IS هو في الحقيقة التمثيل البياني للدالة $i=f(y)$ بناء على موضوع المتغيرتين i و y في الشكل (1) ، حيث الأولى هي موجودة على محور الترتيب و الثانية على محور الفواصل. و بالتالي يصبح ميل منحنى IS يساوي $(-\frac{1-b}{d})$. تتوقف أساساً درجة ميل المنحنى IS ، التي هي ذات أهمية بالغة سندركها عند قيامنا لاحقاً ببحث مدى فعالية السياسات المالية و النقدية في معالجة المشاكل الاقتصادية ، على مدى استجابة (مرونة) الاستثمار للتغيرات التي تحدث في معدلات الفائدة (أي قيمة d). فكلما كان الاستثمار أكثر استجابة للتغيرات في معدل الفائدة ، كلما كان منحنى IS أقل انحداراً و أقرب ميلاً من المحور الأفقي ، و العكس صحيح. في النهاية ، يمكن أن نشير إلى أن موقع منحنى IS يتأثر بالتغيرات التي تحدث في مكونات الطلب الكلي.

و الآن نمر إلى مناقشة كيفية تحقيق التوازن في سوق النقود و شرح معنى منحنى (LM) و تفسير ميل هذا المنحنى و العوامل التي تحدد مقداره. يتحقق التوازن في سوق النقود عندما تتساوى الكمية المطلوبة من النقود مع

الكمية المعروضة. إن عرض النقود هو مستقل و يحدده البنك المركزي M_0 . أما الطلب فيعتمد تحليله هنا على النظرية التي قدمها كينز للطلب على النقود ، و هي نظرية تفضيل السيولة. حسب هذه النظرية ، كما رأينا ذلك سابقا ، يوجد ثلاث دوافع أساسية لطلب الأفراد على النقود : دافع المبادلات ، دافع الاحتياط و دافع المضاربة. أما الطلب على النقود بدافع المبادلات و الاحتياط فيرتبط ايجابيا بمستوى الدخل، في حين أن الطلب على النقود بدافع المضاربة فيرتبط عكسيا بمستوى معدل الفائدة ، و بالتالي تكتب دالة الطلب على النقود كما يلي:

$$M_d = L_1 Y - L_2 i$$

يتمثل شرط توازن سوق النقود في ضرورة مساواة عرض النقود M_0 مع الطلب على النقود M_d :

$$M_0 = L_1 Y - L_2 i$$

$$Y = \frac{M_0}{L_1} + \frac{L_2}{L_1} i$$

بعد إعادة ترتيب حدود هذه المعادلة نتحصل على العبارة التالية :

هذه هي معادلة منحنى LM الذي يمثل توليفات مختلفة من معدل الفائدة و من الدخل التي يكون عندها سوق النقود في حالة توازن، و أي نقطة تقع خارج منحنى LM ، سواء إلى اليمين أو اليسار ، تمثل وضع اختلال في هذا السوق. التمثيل البياني لمعادلة LM هو موجود في الشكل (1). يبدو من خلال معادلة LM السابقة أو الشكل البياني (1) أن منحنى LM يمتلك ميل موجب و السبب وراء ذلك يعود إلى أن أي زيادة في مستوى الدخل ، سترتب عليها زيادة مقابلة في الطلب على النقود بدافع المبادلات و الإحتياط و في ظل ثبات كمية المعروض من النقود في الاقتصاد ، فإن ذلك سيفرض انخفاض الطلب على النقود بدافع المضاربة ، و بالتالي يستوجب على معدل الفائدة أن ينخفض.

إن المنحنى ، أو المستقيم LM هو في الحقيقة تمثيل بياني للدالة $i=f(y)$ بناء على موضوع المتغيرتين i و y في الشكل (1) ، حيث الأولى هي موجودة على محور الترتيب و الثانية على محور الفواصل. و بالتالي يصبح ميل منحنى LM يساوي $\left(\frac{L_1}{L_2}\right)$. إن درجة ميل منحنى LM تتوقف أساسا على درجة مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات التي تحدث في معدلات الفائدة (أي قيمة L_2) إضافة إلى قيمة L_1 . فكلما كان الطلب على النقود أكثر استجابة للتغيرات في معدل الفائدة ، كلما كان منحنى LM أقل انحدارا ، و العكس صحيح. في الأخير يبقى أن نشير إلى أن موقع منحنى LM يتأثر بالتغيرات التي تحدث في سوق النقود ، و بالذات تلك التي تحصل في عرض النقود.

لاستكمال موضوع درجة ميل منحنى LM يبقى أن نشير إلى حالتين من نوع خاص. الحالة الخاصة الأولى هي تلك التي تنعدم فيها مرونة الطلب على النقود للتغيرات في معدلات الفائدة ، و فيها يكون منحنى LM عموديا و موازيا تماما لمحور الترتيب. و الحالة الخاصة الثانية هي تلك التي تكون فيها مرونة الطلب على النقود للتغيرات في معدلات الفائدة مرونة لانتهائية ، و فيها يكون منحنى LM موازيا لمحور الفواصل. ترجع أهمية دراسة هاتين الحالتين الخاصتين إلى علاقتهما الوثيقة بمدى فعالية كل من السياسة النقدية و السياسة المالية في التأثير على النشاط الاقتصادي، كما سنرى لاحقا.

يحدث التوازن الاقتصادي العام عندما يكون سوق السلع و الخدمات و سوق النقود ، معا و في نفس الوقت ، في حالة توازن ، أي عند نقطة تقاطع منحنى IS مع منحنى LM (النقطة A في الشكل (1)). عند هذه النقطة يتحدد معدل الفائدة التوازني (i^*) و مستوى الدخل التوازني (Y^*) اللذان ينسجمان مع حالة التوازن العام في الاقتصاد. بإستخدام معادلة المستقيم IS و معادلة المستقيم LM ، يمكننا استخراج عبارة الدخل التوازني التالية:

$$Y = \frac{L_2(C_0 + i_0 + G_0) + dM_0}{(1 - b)L_2 + dL_1}$$

VIII-2- السياتات النقدية و المالية في إطار نموذج IS/LM :

إن التوازن الاقتصادي العام قد يتحقق في ظل وجود فجوات انكماشية ، حيث يكون مستوى الإنتاج التوازني أقل من مستوى التشغيل الكامل لعوامل الإنتاج ، أو في ظل وجود فجوات تضخمية ، حيث يكون مستوى الإنتاج التوازني أكبر من مستوى التشغيل الكامل. إن السياسة الاقتصادية العامة التي تستهدف تحقيق معدلات مرتفعة و متواصلة من نمو للناتج الحقيقي ، في ظل وجود إستقرار نسبي للأسعار ، سوف تسعى لإستخدام أدواتها المتمثلة في السياسة المالية و السياسة النقدية ، لمحاولة إخراج الاقتصاد من هذه المشاكل.

VIII-2-1- السياسة المالية في إطار نموذج IS/LM :

تعمل السياسة المالية من خلال قيام الحكومة بإحداث تغيرات في مستوى الضرائب ، التي إستثنيناها في تحليلنا هذا ، أو في مستوى الإنفاق العمومي أو في كليهما لتحقيق أهداف اقتصادية معينة. إن زيادة الإنفاق

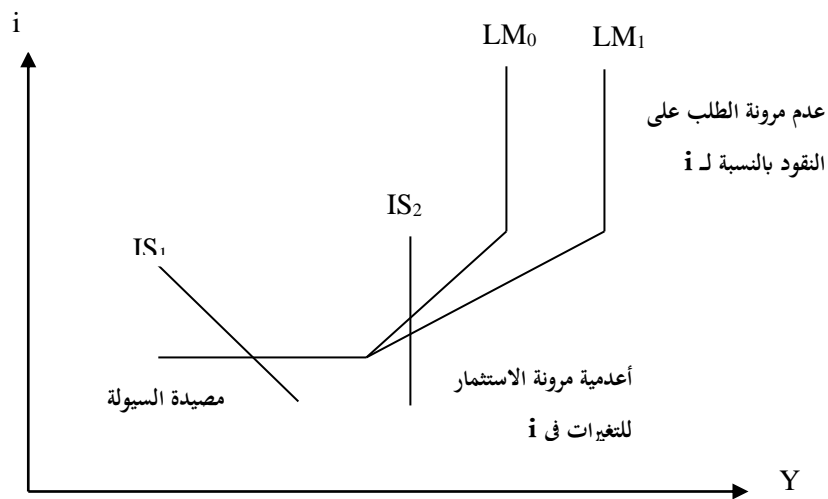
العمومي ، كمثل عن إحدى الأدوات التي تلجأ الحكومة إلى تغيير مستوياتها ، سيؤدي إلى انتقال منحنى IS إلى اليمين من IS_0 إلى IS_1 ، و من ثم انتقال الاقتصاد إلى وضع توازني جديد عند النقطة B ، عند مستوى أكبر للدخل و مستوى أعلى لمعدل الفائدة (الشكل (1)). إنّ الزيادة الحاصلة في الدخل هي أقل من تلك التي أوحى بها النموذج الكينزي البسيط ، ذلك لأنّ السياسة المالية التوسعية التي أدت إلى ارتفاع معدل الفائدة (بعد أن ازداد الطلب على النقود بدافع المبادلات و الاحتياط جراء زيادة الدخل) قد أزاحت جزءاً من الاستثمار الخاص أثناء عملية التوسع ، فتأثير هذه السياسة التوسعية على مستوى الدخل هو منقوص و غير كامل مقارنة مع ما يجري في حالة النموذج الكينزي البسيط. و يمكن أن نلمس هذه النتيجة و ندرك حقيقتها بعد أن نحسب قيمة مضاعف الإنفاق العمومي و التي ستكون أقل من قيمته المحسوبة انطلاقاً من النموذج الكينزي البسيط. من أجل تقليص هذا الأثر السلبي للسياسة المالية التوسعية على الاستثمار ، يجب تطبيق سياسة نقدية توسعية مرافقة لها تزيد من عرض النقود في الاقتصاد ، و تُخفّض من ارتفاع معدل الفائدة لتشجع القطاع الخاص على الاستثمار (النقطة D في الشكل (1)).

VIII-2-2- فعالية السياسة المالية:

المقصود بالفعالية هنا ، هو حجم التأثير الذي تتركه السياسة المالية على مستوى الدخل. إنّ فعالية السياسة المالية في التأثير على مستوى الدخل تتحدد بدرجة ميل كل من منحنى LM (أي $\frac{L_1}{L_2}$) و منحنى IS (أي $\frac{1-b}{d}$) ، و بالتالي بالدرجة التي يستجيب بها الطلب على النقود ، و كذلك الاستثمار ، للتغيرات في معدل الفائدة و بدرجة حساسية الطلب على النقود لتغيرات الدخل. تكون زيادة الدخل ، الناتجة عن سياسة مالية توسعية ، أكبر ما يمكن كلما كان ميل منحنى LM أقل ما يمكن : أي تزداد فعالية السياسة المالية عندما تكون مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة L_2 كبيرة و عندما تكون حساسية الطلب على النقود للتغير في الدخل L_1 ضعيفة (منحنى LM قليل الانحدار) ، حيث تؤدي زيادة الإنفاق العمومي إلى ارتفاع قليل في معدل الفائدة و زيادة كبيرة في الدخل ، و العكس صحيح. و لإستعمال المناقشة في هذه النقطة ، من المهم أن نشير إلى أنّه تنعدم فعالية السياسة المالية في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي عندما يكون الطلب على النقود لا يستجيب للتغيرات في معدل الفائدة ، أي يكون عديم المرونة. في هذه الحالة يكون منحنى LM عمودياً (الشكل (2))، و تكون السياسة النقدية وحدها هي الفعالة. بينما تكون السياسة المالية فعالة

بشكل كبير جدًا و السياسة النقدية منعومة الفعالية عندما تكون مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة لانتهائية ، في هذه الحالة يكون منحنى LM أفقي (مصيبة السيولة ، الشكل (2)).

من جهة أخرى ، تكون زيادة الدخل ، الناتجة عن سياسة مالية توسعية ، أكبر ما يمكن كلما كان ميل منحنى IS أكبر ما يمكن : أي تزداد فعالية السياسة المالية عندما تكون مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة (d) منخفضة (منحنى IS شديد الانحدار) ، حيث في هذه الحالة يؤدي إرتفاع معدل الفائدة ، نتيجة زيادة الإنفاق العمومي ، إلى نقص بسيط فقط في مستويات الاستثمار و الدخل ، و العكس صحيح. عندما يكون منحنى IS عمودي ، أي لما تنعدم مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة (d) ، تصبح السياسة المالية فعالة إلى حد كبير جدًا ، بينما تكون السياسة النقدية عديمة الفعالية.



الشكل (2) :حالي عدم فعالية السياسة النقدية

VIII-2-3- السياسة النقدية في إطار نموذج IS/LM :

تعمل السياسة النقدية من خلال قيام البنك المركزي بإحداث تغيرات في مستوى عرض النقود ، إما لتنفيذ سياسة نقدية توسعية ، أو لتنفيذ سياسة نقدية انكماشية (تقييدية) ، بغية تحقيق أهداف اقتصادية معينة. لكن حسب *Goodhart (2009)*¹ ، المشكل الرئيسي للطريقة التي تعمل بها السياسة النقدية في إطار نموذج IS/LM ، هو أنه لا يوجد و لا بنك مركزي يشتغل بهذا الأسلوب ، حيث عوض أن يتم تغيير أو تثبيت عرض

¹ - Goodhart C. A. E. (2009), «The Continuing Muddles of Monetary Policy : A Steadfast Refusal to Face Facts», *Economica*, Vol. 76, pp. 821-830.

النقود ، تقوم البنوك المركزية بتثبيت معدل الفائدة الرئيسي القصير المدى (و هو ما تقوم به البنوك المركزية لتونس و المغرب و الجزائر كما سنرى لاحقا) أو الإبقاء على سعر صرف العملة الوطنية ثابتًا مقابل عملة بلد آخر يكون بنكه المركزي يثبت معدل فائدة سياسته النقدية ، و هذا يعني أنه في كل لحظة يكون منحنى LM أفقي (لأن i مثبت). إن زيادة عرض النقود ، على سبيل المثال ، سيؤدي إلى انتقال منحنى LM إلى اليمين من LM_0 إلى LM_1 ، و من ثم انتقال الاقتصاد إلى وضع توازني جديد عند النقطة C ، عند مستوى أقل لمعدل الفائدة و مستوى أكبر للدخل (الشكل (1)).

VIII-2-4- فعالية السياسة النقدية:

المقصود بالفعالية هنا ، هو حجم التأثير الذي تتركه السياسة النقدية على مستوى الدخل. إن فعالية السياسة النقدية في التأثير على مستوى الدخل تتحدد بدرجة ميل كل من منحنى LM (أي $\frac{L_1}{L_2}$) و منحنى IS (أي $\frac{1-b}{d}$) ، و بالتالي بالدرجة التي يستجيب بها الطلب على النقود ، و كذلك الاستثمار ، للتغيرات في معدل الفائدة و بدرجة حساسية الطلب على النقود لتغيرات الدخل. تكون زيادة الدخل ، الناتجة عن سياسة نقدية توسعية ، أكبر ما يمكن كلما كان ميل منحنى LM أكبر ما يمكن : أي تزداد فعالية السياسة النقدية (أي يصبح التغير في عرض النقود يؤدي إلى تغيرات كبيرة نسبيًا في معدل الفائدة و في مستويات الاستثمار و الدخل) عندما تكون مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة L_2 منخفضة و عندما تكون حساسية الطلب على النقود للتغير في الدخل L_1 قوية (منحنى LM شديد الانحدار) ، و العكس صحيح. عندما تكون مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة لا نهائية (مرونة كبيرة جدًا) ، أي عندما لا يستطيع عرض النقود تخفيض معدل الفائدة ، في هذه الحالة تصبح السياسة النقدية غير فعالة و يكون منحنى LM أفقي ، إنها مصيدة السيولة (الشكل (2)).

من جهة أخرى ، تكون زيادة الدخل ، الناتجة عن سياسة نقدية توسعية ، أكبر ما يمكن ، كلما كان ميل منحنى IS أقل ما يمكن : أي تزداد فعالية السياسة النقدية عندما تكون مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة (d) كبيرة (منحنى IS قليل الانحدار) ، حيث تؤدي الزيادة في عرض النقود إلى انخفاض معدل الفائدة و إلى زيادة كبيرة في الاستثمار و الدخل ، و العكس صحيح. عندما تنعدم مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة (d) ، أي عندما يكون منحنى IS عمودي ، تصبح السياسة النقدية غير فعالة (الشكل (2)). في الأخير نستنتج مما سبق من تحليل ، أن جُل أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي ينتقل

عبر متغيرة معدل الفائدة. و يمكن القول بشكل عام أنه كلما كان منحنى LM أقرب إلى الخط العمودي كلما كانت السياسة النقدية أكثر فعالية من السياسة المالية ، و كلما كان منحنى IS أقرب إلى الخط العمودي كلما كانت السياسة المالية أكثر فعالية من السياسة النقدية.

VIII-3- الجدول القائم بين الكينزيين والنقديين حول مسألة فعالية السياسات النقدية و المالية في إطار نموذج IS/LM :

إنّ ملخص هذا الجدول ، كما أورده السمهوري (2012)¹ ، هو كالاتي:

- يقوم التحليل الكينزي على فرضيتين رئيسيتين : (1) ارتفاع مرونة الطلب على النقود بالنسبة لمعدلات الفائدة، و (2) انخفاض مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدلات الفائدة. هذه الافتراضات يمكن ترجمتها بيانياً، على التوالي ، بميل قليل الانحدار لمنحنى (LM) ، و ميل شديد الانحدار لمنحنى (IS). في مثل هذه الحالة تكون السياسة النقدية قليلة الفعالية في التأثير على مستوى الدخل ، بينما تكون السياسة المالية أكثر فعالية.

- يرى أصحاب الاتجاه النقدي: (1) أن مرونة الطلب على النقود منخفضة بالنسبة لمعدلات الفائدة ، (2) أن مرونة الطلب على الاستثمار مرتفعة بالنسبة لمعدل الفائدة (و خاصة معدلات الفائدة الحقيقية). هذه الافتراضات يمكن ترجمتها بيانياً، على التوالي ، بميل شديد الانحدار لمنحنى (LM) ، و ميل قليل الانحدار لمنحنى (IS). في مثل هذه الظروف تكون السياسة النقدية شديدة الفعالية بينما تكون السياسة المالية غير فعالة.

IX- السياسة النقدية و نموذج ماندل-فليمينج $Mundell-Fleming$:

إقتصر التحليل في إطار نموذج IS/LM على توضيح الآلية التي يتم بها الوصول إلى التوازن الاقتصادي العام و كذلك مناقشة مدى فعالية السياسات النقدية و المالية في المحافظة على هذا التوازن و التأثير على مستوى الدخل ، في ظل وجود اقتصاد مغلق لا تربطه بالعالم الخارجي أي معاملات اقتصادية أو مالية ، حيث تم تجاهل سعر الصرف و رصيد ميزان المدفوعات اللذان يعتبران كمتغيران يربطان الاقتصاد الوطني مع الخارج. لقد تم تغطية هذا النقص من خلال صياغة نموذج جديد في سنوات الستينات يسمى نموذج $Mundell-Fleming$.

¹ - محمد سعيد السمهوري ، «اقتصاديات النقود و البنوك» ، مرجع سابق ، ص 391-404.

في إطار نموذج *Mundell-Fleming* ، يتم دمج منحني آخر يوضح حالة التوازن الخارجي ، و يسمى منحني *BP* ، مع نموذج *IS/LM* الذي يتعامل مع حالة التوازن الداخلي. يمثل منحني *BP* توليفات مختلفة من معدل الفائدة و من الدخل التي يكون عندها القطاع الخارجي في حالة توازن. و نقصد بتوازن القطاع الخارجي هنا تلك الحالة التي يكون فيها رصيد ميزان المدفوعات ، أي مجموع رصيد الحساب الجاري و رصيد الحساب الرأسمالي الميزان المدفوعات ، مساويا للصفر. و يحدث التوازن الاقتصادي العام في ظل الاقتصاد المفتوح عندما يكون سوق السلع و الخدمات و سوق النقود و ميزان المدفوعات، جميعا ، و في نفس الوقت ، في حالة توازن. عندها فقط يتحدد معدل الفائدة التوازني و مستوى الدخل التوازني اللذان ينسجمان مع حالة التوازن العام في الاقتصاد. سنتجنب في هذا الجزء من الفصل الدخول في تفاصيل الكيفية التي يتم بها الوصول إلى وضع التوازن الاقتصادي العام و نكتفي بعرض ملخص نتائج نموذج *Mundell-Fleming* فيما يتعلق بفعالية السياسة النقدية و السياسة المالية في ظل نظامين: نظام أسعار الصرف الثابتة و نظام أسعار الصرف المرنة.¹

يُوضّح النموذج أن في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة ، تكون السياسة النقدية أداة غير فعالة في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ، أي مستوى الدخل ، بينما تكون السياسة المالية أداة فعالة: إن الزيادة في عرض النقود سوف لن يترتب عليها زيادة في مستوى الدخل و هبوط معدل الفائدة بشكل دائم. إذ فعلا أن الأثر الأولي لسياسة نقدية توسعية هو ارتفاع الدخل و انخفاض معدل الفائدة ، لكن الموضوع لن ينتهي عند هذا الحد ، لأن الزيادة في الدخل التي أحدثتها السياسة النقدية التوسعية سيترتب عليها زيادة في الواردات ، كما سيترتب على انخفاض معدل الفائدة المحلي عن مستويات الفائدة الدولية خروج رؤوس الأموال إلى الخارج ، و سيكون نتيجة ذلك أن يصبح ميزان المدفوعات (القطاع الخارجي) في وضع اختلال(عجز) و تنخفض قيمة العملة الوطنية (يرتفع سعر الصرف). في ظل افتراض ثبات أسعار الصرف ، هذا العجز و هذا التدهور لقيمة العملة الوطنية سيجبران البنك المركزي على بيع العملة الصعبة مقابل شراء عملته (هو بهذا التصرف يدافع عن سعر صرف عملته الثابت)، و سيترتب على هذا الإجراء نقص مقابل في عرض النقود ، و بالتالي حدوث آثار معاكسة لتلك المترتبة عن التوسع النقدي الابتدائي ، أي ارتفاع معدل الفائدة و انخفاض الإنتاج و عودة ميزان المدفوعات لوضعه التوازني ، و من ثم نقول أن الاقتصاد قد عاد مرة أخرى إلى الوضع الأصلي.

¹ - للاطلاع على تفاصيل أكثر في هذا الموضوع ، يمكن الرجوع إلى المصدرين التاليين:
- محمد سعيد السهموري، "اقتصاديات النقود و البنوك"، مرجع سابق، ص405-437.

على النقيض من ذلك ، في ظل نظام أسعار الصرف الحرة ، تكون السياسة المالية غير فعالة في التأثير على مستوى الدخل ، بينما تكون السياسة النقدية أداة فعالة لتحقيق ذلك: حيث أن السياسة النقدية التوسعية سترتب عليها ، من جهة ، انخفاض معدل الفائدة بما يشجع الاستثمار ، و من جهة أخرى ، تدهور قيمة العملة الوطنية (ارتفاع سعر الصرف) و زيادة الصادرات كنتيجة لذلك ، أي أن الإنتاج سيتم دعمه من جهتين بواسطة هذه السياسة.

X- السياسة النقدية و المدرسة النقدية الحديثة : النظرية الكمية المعاصرة لفريدمان

X-1- نظرية فريدمان في الطلب على النقود :

في سنة 1956، قَدَّم فريدمان نظرية جديدة للطلب على النقود في مقال شهير يتعلق بطرحه لإعادة صياغة النظرية الكمية للنقود.¹ رغم أنه يُشير و يُشيد مرارًا بـ "فيشر" و النظرية الكمية التقليدية لمدرسة كمبرج، إلا أن نظريته للطلب على النقود هي أقرب إلى تحليل كينز منه إلى تحليل فيشر و مدخل كمبرج. فإذا كان قد توصل فريدمان إلى استنتاجات توافق نسبيًا تلك التي خلصت إليها النظرية الكمية التقليدية فيما يخص استقرار الطلب على النقود و استقرار سرعة دوران النقود في معادلة فيشر و كذا مقلوبها في معادلة كمبرج ، فان نقطة انطلاق تحليله تكاد تُقرب كثيرا نقطة انطلاق تحليل الكينزيين فيما يخص اعتبار النقود كعنصر من الثروة يتم المفاضلة بينه و بين باقي عناصرها. و على العموم ، فان النظرية الكمية المعاصرة هي تحليل لجانب الطلب على النقود في إطار تسيير الثروة من قبل العون الاقتصادي و ليس الاقتصار فقط على تسيير المحفظة ، و يتم ذلك بطريقة أكثر اتساعاً من التحليل الكلاسيكي، و التحليل الكينزي.

و مثل من سبقوه من الاقتصاديين ، حاول فريدمان أن يجيب على السؤال التالي : لماذا يختار الأفراد حيازة النقود ؟ و على عكس كينز الذي حاول البحث عن دوافع الطلب على النقود، فان فريدمان لم يُولي اهتماما يذكر بدوافع الطلب على النقود ، و اعتبر أن الطلب عليها ، مثل الطلب على أي أصل آخر ، إنما يخضع إلى معاينة ثروة الفرد و العائد الذي ينتج عن حيازتها مقارنة بعوائد باقي الأصول الأخرى، إضافة إلى درجة سيولتها مقارنة بغيرها.

¹ - Friedman M., « The quantity theory of money : a restatement », in Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, 1956, traduit dans Thorn R.(éd.), Théorie monétaire, Dunod ,1971 ,p. 69-90

و بخلاف كينز ، كذلك ، الذي اعتبر أن السندات هي البديل الوحيد للنقود الذي يمكن للأفراد أن يستثمروا ثروتهم فيه، فان نظرية فريدمان في الطلب على النقود قد شملت في مكونات ثروة الأفراد ، بالإضافة إلى السندات ، على العديد من البدائل الأخرى مثل : الأسهم كأصول مالية ، السلع المادية المعمرة الاستهلاكية و الإنتاجية كأصول غير مالية ، و رأس المال البشري ، حيث كلها أُعتبرت كمحددات للطلب على النقود.

إن الطلب على النقود ، أي تحديد الكمية التي يود الفرد الاحتفاظ بها من النقود ، إنما يرتبط بالموارد المتاحة له (ثروته) و بمقاربة العائد المتوقع الذي يمكن أن يحصل عليه من وراء كل بديل من البدائل المتاحة. و قد لجأ فريدمان إلى استخدام نظرية سلوك المستهلك التي تندرج في التحليل الاقتصادي الحدي ، إذ بالمحاكاة مع هذه النظرية ، أُفترضَ أن عوائد الأصول [البدائل] تمثل أسعار السلع ، و أن الثروة تمثل قيد الميزانية. فالأعوان سيبحثون عن تعظيم المنفعة تحت قيد ثرواتهم و بدلالة عوائدهم النسبية للأصول. عند التوازن ، سيكون هناك تساوي لكل عائد حدي خاص بكل أصل. بكلمات أخرى ، عند التوازن ، سيتحدد طلب الأفراد على النقود في تلك النقطة التي يكون فيها الدخل [العائد] الذي يُدره آخر دينار تم استخدامه من ثروته هو نفسه سواء أكان أُستثمر في الأسهم ،السندات ،الأصول المادية أو أُحتفظَ به على شكل نقود. في طيات هذا التحليل ، سيقوم الفرد بتوزيع ثروته على الأصول المختلفة وفقا للمنفعة التي يحصل عليها منها ، و هذه المنفعة تتحدد بالدخل (العائد) الذي تدره هذه الأصول ، و يستمر ذلك إلى غاية وصوله إلى التوازن ، أين يكون العائد الكلي للثروة في مستواه الأعظمي. و النتيجة ، في الأخير ، هي وجود طلب على النقود مُنبثق عن تسيير مثالي للثروة. و كما كان الحال عند كينز ، فان فريدمان اعتبر أن الأفراد إنما يهتمون بالقوة الشرائية للنقود التي يحوزونها ، و بالتالي ذهب إلى صيانة معادلة دالة الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية كما يلي :

$$= f (Y_p, r_b, r_e, \pi_e \dots \dots \dots) \frac{M_d}{P}$$

حيث :

$$\frac{M_d}{P} : \text{الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية .}$$

$$Y_p : \text{يقيس الثروة بمفهوم فريدمان ، أي الدخل الدائم .}$$

$$r_b : \text{العائد المتوقع على السندات .}$$

r_e : العائد المتوقع على الأسهم.

π_e : معدل التضخم المتوقع في المستقبل .

و لنتناول الآن بشيء من التفصيل محددات الطلب على النقود كما وردت في دالة الطلب على النقود عند فريدمان :

الثروة الكلية : مفهوم الثروة من منظور هذه النظرية هي القيمة الإجمالية لمجموع الأصول التي يمكنها أن تحقق دخلاً أو عائداً معيناً ، حيث تشمل كافة الأصول المالية و النقدية و الأصول المادية ، فضلاً عن رأس المال البشري. أي أن الثروة عند فريدمان تشمل كل مصادر الدخل، فهي المخزون ، و الدخل هو التدفقات الناتجة عنه. وللدلالة على الثروة في معادلته ، يستخدم فريدمان مفهوم الدخل الدائم الذي يقصد به متوسط ما يتوقع الفرد الحصول عليه من دخل من وراء ثروته في المدى البعيد أي عبر سنوات حياته العملية، أو بصورة أدق ، هو عبارة عن القيمة الحالية لمجموع المداخيل التي يتوقع الفرد الحصول عليها في كل سنة من سنوات حياته. يرى فريدمان أن هناك علاقة طردية بين مستوى الدخل الدائم (أي الثروة) و بين الطلب على النقود. و تجدر الإشارة هنا إلى أن في إحدى دراساته التجريبية الإحصائية المتعلقة بالولايات المتحدة الأمريكية استنتج فريدمان أن مرونة الطلب على النقود بالنسبة للدخل تساوي 1,8.

النقود : إن للنقود ، حتى و لو أخذت التعريف الضيق لها ($M1$)، عائد غير مالي يتمثل في الخدمات التي تقدمها البنوك على الودائع كالسحب الأوتوماتيكي ، مجانية الشيكات في بعض الحالات ، إضافة إلى الراحة و اليسر و الأمان الذي توفره لحائزها في صورة السيولة ، كما يمكن أن تحقق لمالكها عائد مالي ، و ذلك في حالة الفوائد المدفوعة على الأرصدة النقدية ، ففي وقتنا الحالي تعتبر الحسابات الجارية و باقي الودائع التي تدخل في تعريف المجمعات النقدية [حتى المضمنة لـ $M1$] مدرة لدخل في غالبية الدول. و بالتالي فالمرودود المتوقع للنقود r_m يرتفع لَمَّا تزيد جودة و كمية الخدمات المقدمة من قبل البنوك و لما تزيد الفائدة المقررة على الودائع من قبل هذه البنوك كذلك. حتى يتم الأخذ في الحسبان المرودود المتوقع للنقود، سيتم الأخذ ضمناً، بالنسبة لباقي محددات الطلب على النقود اللائحة، بفوارق مردوداتها المتوقعة مع المرودود المتوقع للنقود.

إلى جانب هذا المردود ، و بفعل أن النقود هي أداة للتبادل و مخزن للقيمة ، النقود هي تمتلك قوة شرائية تتأثر بالتضخم. إذ ارتفاع المستوى العام للأسعار سيُخفض قيمة النقود. سيتم الرجوع إلى هذه النقطة لاحقاً عند التطرق للأصول المادية.

عوائد الاستثمار في الأصول المالية: يتعلق الأمر هنا بالسندات و الأسهم. يعتبر هذين الأخيرين كبداية

للقود يمكن للفرد أن يستثمر فيهما ثروته. تحقق السندات لحائزها عائداً مكون من عنصرين ، الأول هو معدل الفائدة على السند الذي يمثل نسبة من القيمة الاسمية له و يتم تسليمه سنوياً، أما العنصر الثاني فيتمثل في الربح الرأسمالي (و قد تكون خسارة رأسمالية تطرح من الفائدة) الناتج عن تغيرات سعر السند. فالعائد المتوقع على السند r_b يساوي محصلة مجموع هذين الدخلين. أمّا بالنسبة للأسهم فهي تدر لحائزها عائداً مكون من ثلاث عناصر ، الأول هو عائد اسمي ثابت يُسَلَّم سنوياً ، الثاني يتمثل في الدخل المحتمل المرتبط بتغير قيمة العائد الاسمي الثابت الناتج عن تغير المستوى العام للأسعار (الذي يؤثر في تطور الأرباح) و الثالث هو الربح الرأسمالي (أو الخسارة الرأسمالية) الراجع لتغير أسعار الأسهم. مجموع هذه العناصر الثلاثة يُعطي العائد المتوقع على الأسهم r_e و لأن ارتفاع العوائد المتوقعة على الاستثمار في هذه البدائل ، يُشكل في الوقت نفسه ارتفاعاً للتكلفة التي يتحملها الفرد نتيجة احتفاظه بثروته على شكل سيولة نقدية غير مستثمرة ، فان ذلك سيؤدي ، حسب نظرية فريدمان ، إلى انخفاض الطلب على النقود. التحليل يبقى نفسه لو افترضنا أن للنقود عائد ، كما سبق و أشرنا ، إذ تبقى هناك علاقة عكسية بين فوارق المردودات المتوقعة بين هذين الأصلين و النقود $(r_b - r_m)(r_e - r_m)$ ، و الطلب على النقود.

العائد المتوقع على الأصول غير المالية (الأصول المادية): نقصد بالأصول الغير مالية ، الأصول المادية

أو العينية المتمثلة في الآلات ، العقارات ، السلع المعمرة ، و التي من الممكن أن يحتفظ بها سواء الفرد أو المؤسسة كبداية للنقود، إذا كان عائدها المتوقع يفوق عائد هذه الأخيرة ، أي النقود. قد سبق و أشرنا إلى أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يقلل من القيمة الحقيقية للنقود (التي تقاس بكمية السلع التي يمكن شراؤها بهذه النقود) ، في حين أن الأصول المادية تحفظ قيمتها الحقيقية ، و لذلك تقل رغبة الأفراد في حيازة النقود إذا ما كانت هناك توقعات بارتفاع المستوى العام للأسعار، و توجه تلك الرغبة نحو الأصول العينية. إذا يمكن أيضاً النظر إلى معدلات التضخم المتوقعة على أنها تمثل معدل العائد المتوقع على الأصول المادية. فارتفاع المستوى العام للأسعار يزيد من القيمة الاسمية لهذه السلع مقارنة بالنقود. خلاصة القول ، يوجد هناك علاقة عكسية بين العائد

المتوقع على الأصول المادية (إذا اعتبرنا أن للنقد عائد نقول فارق المردودات المتوقعة بين الأصول المادية و النقود) ، أي معدل التضخم المتوقع ، و بين الطلب على النقود.

يجدر الإشارة في الأخير إلى أن فريدمان قد أضاف في دالة الطلب على النقود عائد رأس المال البشري ، كعنصر محدد ، في شكل نسبة بين رأس المال البشري و رأس المال غير البشري. فمع بقاء الأشياء الأخرى على حالها ، يُعَبَّر ارتفاع هذه النسبة عن انخفاض الحصة النسبية للموارد السائلة : فالمداحيل المُتَوَقَّع تحصيلها من القدرة على العمل مستقبلا ، رأس المال البشري ، هي أقل سيولة من المداحيل المالية المُتَوَقَّعة و المُتَأَيَّنة من الثروة المالية. في هذه الحالة ، سيرغب الأعوان في حياة المزيد من النقود لأنها أكثر سيولة. يرى فريدمان أن هذا العنصر لا يلعب دورا أساسيا ، أي لا يَنْتُج عنه أثر هام في نظريته النقدية ، لذا تم حذفه من دالة الطلب على النقود. كما تم الإشارة كذلك إلى أن توزيع الشخص لثروته بين مختلف الأصول المكونة لها تحكمه كذلك ، إضافة إلى عوائد هذه الأصول ، اعتبارات أخرى تتعلق بالأذواق و ترتيب الأفضليات ، لكن لم يتم الدلالة إلى ذلك في دالة الطلب على النقود نظرا لضعف تأثيرها.

2-X- الفرق بين نظريتي فريدمان و كينز للطلب على النقود:

يوجد أربع نقاط اختلاف مهمة بين نظرية الطلب على النقود لفريدمان و النظريات الكينزية *Mishkin* (2007)¹:

- أولا ، شملت دالة الطلب على النقود عند فريدمان على العديد من الأصول كبدايل للنقود ، و من ذلك يشير فريدمان إلى أن النشاط الاقتصادي لا يتأثر فقط بمعدل فائدة واحد بل بعدة معدلات. في حين أن كينز يجمع كل الأصول ، دون النقود ، في نوع واحد هو السندات ، مُعَلِّلاً ذلك في كون أن معدلات الفائدة على مختلف هذه الأصول تتطور في اتجاه واحد. و بالتالي ، باعتماد هذه الفكرة يُصبح المردود المتوقع على السندات مُؤَشِّر جيد للدلالة على المردودات المتوقعة لباقي الأصول المالية ، أي ليس من الضروري إظهار كل معدلات الفائدة في دالة الطلب على النقود. رَدُّ فريدمان على ذلك يتمثل في الإشارة إلى أن في الظروف الغير العادية كالأزمة ، تَتَبَّأَن اتجاهات تطور معدلات الفائدة المتعلقة بالأصول المالية المختلفة.

¹ - Mishkin F. S. (2007), « Monnaie, banque et marchés financiers », Op .cit, p. 695-697.

- ثانياً ، و على خلاف كينز ، اعتبر فريدمان الأصول المادية كبديل للنقود ، فالأفراد يختارون بين الاثنين عندما يُقررون كمية الأرصدة النقدية التي يرغبون في الاحتفاظ بها. و هو الشيء الذي يدل عليه تواجد عنصر معدل العائد المتوقع على الأصول المادية ، أو بالأحرى فارق المردودات المتوقعة بين الأصول المادية و النقود ، في دالة الطلب على النقود. إن افتراض أن النقود و الأصول المادية هي بدائل لبعضها البعض ، يَجْرُنَا إلى نتيجة أنه يمكن لتغيرات كمية النقود أن تؤثر مباشرة على الإنفاق الكلي ، و بالتالي على النشاط الاقتصادي.

- ثالثاً ، و على خلاف كينز كذلك ، لم يفترض فريدمان ثبات المردود المتوقع للنقود. فلما ترتفع معدلات الفائدة ، تقوم البنوك ، التي تشهد بالتالي ارتفاعاً في أرباحها على إثر القروض التي منحها ، بإغراء و تحفيز الأعوان الاقتصاديين على الإيداع أكثر لأموالهم ، و هذا في سبيل رفع حجم القروض التي هي مربحة في هذه الحالة. إذا كانت هناك حرية على مستوى مكافئة الودائع ، فان الإغراء يكون عن طريق رفع معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك للمودعين. و بالتالي ، أثناء ارتفاع معدلات الفائدة على الأصول المالية (سندات) و القروض ، تدفع المنافسة بين البنوك بالمردود المتوقع للنقود المُحَاذَرة في شكل ودائع بنكية نحو الارتفاع. و النتيجة من كل هذا هي أن فارق المردودات المتوقعة للسندات و النقود يبقى تقريباً ثابتاً عقب ارتفاع معدل الفائدة.¹

حتى و لو لم تكن هناك حرية لمكافئة الودائع ، أي وجود تقييد إداري في شأن الفوائد المدفوعة على الودائع ، قد تلجأ البنوك للعمل على تحسين جودة الخدمات التي تقدمها لربائنها (و هي بذلك عائد غير مالي) على الودائع كرفع عدد الشبايبك ، عدم فوترت بعض العمليات و زيادة نشر الموزعات الأوتوماتيكية في أماكن عدة. هذه الإجراءات من شأنها أن ترفع المردود المتوقع للنقود ، و بالتالي ، و في كِلَى الحالتين ، على خلاف الكينزيين الذين يؤكّدون على الدور المُحدّد الذي تلعبه معدلات الفائدة في دالة الطلب على النقود ، تُقَرَّرُ نظرية فريدمان بالأثر الضئيل لتغير معدل الفائدة على الطلب على النقود ، و قد بَرَّرَ ذلك فريدمان بدراسات تجريبية *Friedman (1959)*.²

يتبين لنا مما سبق أن دالة الطلب على النقود لفريدمان تُعطي دور كبير و مُحدّد لمتغيرة الدخل الدائم ، بل يأخذ فريدمان العبارة التقريبية التالية لدالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية :

¹ - يُنَوِّه فريدمان ، رغم ذلك ، إلى وجود احتمالية ارتفاع هذا الفارق لما يرتفع معدل الفائدة لأن جزء من عرض النقود [أوراق نقدية و نقود معدنية مساعدة تدور في الاقتصاد] هو غير مُكافئٍ لِمَالِيًا و لآ غَيْر مَالِيًا.

² - Friedman M. (1959), « The demand for money : some theoretical and empirical results », Journal of Political Economy, Vol. 67, pp. 327-351.

$$\frac{M_d}{P} = f(Y_p)$$

إن في هذه المقاربة الجديدة التي يتبناها فريدمان ، لا يرتبط الطلب على النقود بمعدلات الفائدة ، لكن لا يجب أن يُفهم من ذلك أن فريدمان ينفي وجود حساسية بين الطلب على النقود و تغيرات مردودات الأصول البديلة للنقود. و ذلك لأن فريدمان يرى أن هذه التغيرات هي في الغالب مَتَّبُوعَةٌ بتغيرات مُكافئة نسبياً في المردود المتوقع للنقود ، و لهذا فالأعوان غير مُحَمَّسِينَ لِتَبْدِيلِ كَمِيَةِ النُقُودِ الَّتِي يَحْزُونُهَا بَعْدَ أَيِّ تَغْيِيرٍ فِي مَعْدَلَاتِ الْفَائِدَةِ .

و في الأخير ، بالنسبة لرابع نقطة اختلاف بين النظريتين ، سيتم تناولها في العنصر الموالي.

3-X- النظرية الكمية المعاصرة و صورتها التقليدية:

يختلف فريدمان مع كينز في مسألة إستقرار (*La stabilité*) دالة الطلب على النقود. فهو يرى أن التقلبات العشوائية في الطلب على النقود هي صغيرة¹، و أنه يمكن التنبؤ بدقة كبيرة نسبياً بتطور هذا الطلب عن طريق دالة الطلب على النقود. و عندما نجمع بين هذه النقطة و الافتراض القائم على الحساسية الضئيلة للطلب على النقود لتغيرات معدل الفائدة ، نَصِلُ إِلَى نَتِيْجَةٍ أَنَّ سُرْعَةَ دَوْرَانِ النُقُودِ هُوَ شَيْءٌ يَسْهَلُ التَّنْبُؤُ بِهِ. و يمكن التأكد من ذلك عن طريق كتابة صيغة سرعة دوران النقود إنطلاقاً من دالة الطلب على النقود. فهذه الأخيرة يمكن إعادة كتابتها كالتالي:

$$\frac{1}{f(Y_p)} = \frac{M_d}{P}$$

¹ يرجع تَسَيُّ فريدمان لوجهة النظر هذه إلى واقع أن تقلبات الدخل الدائم ، الذي يقيس متوسط ما يتوقع الفرد الحصول عليه من دخل طوال حياته ، في المدى القصير هي أقل من تلك التقلبات التي يشهدها الدخل الجاري ، و السبب في ذلك هو أن هذا الأخير يُسَجَّلُ تَغْيِيرَاتٍ إِنْتِقَالِيَّةٍ (أي عابرة). ففي فترات الرواج الاقتصادي يرتفع الدخل بسرعة ، غير أن جزءاً من هذا الصعود هو مؤقت و مرتبط بالطرف الحالي ، بينما لا يتغير كثيراً متوسط ما يتوقع الفرد الحصول عليه من دخل في المدى البعيد. و نفس الشيء لَمَّا يَعْرِفُ الاقْتِصَادُ فِتْرَةَ رُكُودٍ و ما يتبعها من انخفاض في الدخل ، ففي هذه الحالة يكون تَدْنِي الدخْلِ الدَائِمِ ضَعِيفٌ و أقل من ذلك التَدْنِي الحاصل في الدخل الجاري. و بالتالي ، الطلب على النقود ، الذي يرتبط بالدخل الدائم و ليس بالدخل الجاري ، هو يتغير بشكل طفيف خلال مراحل الدورة الاقتصادية.

يُضرب طرفي المعادلة في Y (الدخل الجاري) مع الأخذ في الحسبان أنه عندما يكون سوق النقود في وضع التوازن ، تكون الكمية المطلوبة من النقود (M_d) مساوية للكمية المعروضة (M) ، سنتحصل على عبارة سرعة دوران النقود:

$$V = \frac{P.Y}{M} = \frac{Y}{f(Y_p)}$$

إن ارتباط الطلب على النقود بالدخل الدائم ، و الذي يعتبر متغيرة مستقرة لا تُسجل تقلبات كبيرة ، جعل فريدمان يؤكد على استقرار دالة الطلب على النقود (أي أنها لا تسجل تقلبات هامة و ملموسة و تسمح بالتنبؤ بالطلب على النقود) ، و هو ما يستلزم استقرار سرعة دوران النقود (و استقرارها لا يعني ثباتها).

إذن من أجل عرض نقدي معطى (M) ، يُكتب شرط توازن سوق النقود كالتالي :

$$MV(Y_p) = P.Y$$

هذه الكتابة هي عبارة عن صياغة للنظرية الكمية يكون بها قد تم التنازل عن فرضية ثبات سرعة دوران النقود. إذا كان بالإمكان التنبؤ بقيمة سرعة دوران النقود ، فسيكون بالمقدور التنبؤ بتغير الإنفاق الكلي المُصاحب لتغير معطى في كمية النقود. أي حتى ولو افترضنا عدم ثبات سرعة دوران النقود ، يبقى عرض النقود هو المحدد الأساسي للدخل الاسمي ، كما هو الحال في النظرية الكمية للنقود التقليدية. و بالتالي ، في حقيقة الأمر ، إن نظرية الطلب على النقود المقدمة من طرف فريدمان تعتبر مجرد إعادة صياغة للنظرية الكمية : فهي تُفضي إلى نفس النتيجة التي مفادها وجود رابط بين عرض النقود و الإنفاق للإجمالي.

و يبقى الإشارة هنا إلى أن معادلة النظرية الكمية هذه تُفيد بأن تغير كمية النقود تؤدي إلى حدوث تغير في الدخل النقدي ، دون الإشارة إلى ما إذا كان ذلك عبارة عن تغير في الدخل الحقيقي (الإنتاج) أو تغير في الأسعار أو كلاهما.

على الرغم من أننا أشرنا إلى أن النظرية الكمية المعاصرة هي وليدة النظرية الكمية التقليدية ، تبقى ثمة فروق مهمة بين النظريتين. فإذا كانت النظرية التقليدية تقوم على أساس مبدأ إفتراض وجود حالة التشغيل الكامل، فإن النظرية المعاصرة تقوم على عدم افتراض حالة التشغيل الكامل. و لذلك يرى التقليديون (الكلاسيكيون) أن كل زيادة في عرض النقود تؤدي إلى زيادة مباشرة في مستوى الأسعار دون التأثير على حجم

الإنتاج. أما فريدمان فهو يرى أنه طالما أن الاقتصاد لم يصل بعد إلى مستوى العمالة الكاملة ، فإن الزيادة في كمية النقود قد تؤدي إلى حدوث زيادة في الإنتاج و التشغيل في المدى القصير ، بينما لن يكون ذلك في المدى البعيد ، أي التأثير في النهاية ، بعد الإقتراب من مستوى العمالة الكاملة ، سيكون على الأسعار. فلن يحدث ارتفاع في التضخم إلا إذا كان معدل نمو عرض النقود يفوق معدل نمو استخدام الطاقات الإنتاجية ، و هو الأمر الذي يحصل في المدى الطويل ، و لهذا تلتقي النظرية الكمية المعاصرة مع نظيرتها التقليدية في المدى البعيد. و قد تم توضيح ذلك في إطار الانتقاد الذي توجه به كل من *Friedman* و *Phelps* لمنحنى "فيليبس" *Phillips* .

X-4- دور السياسة النقدية : عدم الفعالية في المدى الطويل¹

حسب النقديين ، يمكن للسياسة النقدية أن تكون فعالة في المدى القصير ، و تؤثر في حجم الإنتاج ، لكن ليس بإمكانها فعل ذلك في المدى البعيد ، و بالتالي يُقَرَّ هؤلاء بزيادة النقود. و تظهر وجهة نظرهم هذه لفعالية السياسة النقدية في تحليلهم الانتقادي لمنحنى "فيليبس". في سنة 1958 ، قام فيليبس *Phillips* بنشر دراسة إحصائية لتطور معدل البطالة و معدل تطور الأجور الاسمية في إنجلترا ما بين سنتي 1861 و 1957 ، وقد أظهرت هذه الدراسة وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. وهو ما يعني وُجوب استهداف القائمين على السياسة الإقتصادية لأحد الأمرين ، إما تخفيض معدل البطالة أو تقليص معدل التضخم الناجم عن ارتفاع الأجور (أو بالأحرى العمل على استقرار هذا المعدل). و ما زاد شهرةً لهذا المنحنى هو تأكيد *Richard Lipsey* في سنة 1960 على ارتباط معدل تغير الأجور بفائض الطلب على العمل في سوق العمل و بالتالي بمعدل البطالة.

إذا عَوَّضْنَا الأجور بالأسعار (باعتبار أن ارتفاع هذه الأخيرة هو نتيجة لزيادة الأجور) فإنه يمكن أن يُفسَّر هذا المنحنى بالعلاقة العكسية بين معدل التضخم و معدل البطالة. حسب فريدمان ، ليس لهذه العلاقة بين التضخم و البطالة معنى إلا في المدى القصير ، ولهذا سَيحاول إدخال مفهوم التوقعات التَّكْيِيفِيَّة *adaptatives* لانتقاد هذه العلاقة و قد أقام كذلك حجته هذه على كون أن العمال يُغيرون من سلوكهم تبعاً لتغير الأجور الحقيقية و ليس الأجور الاسمية.

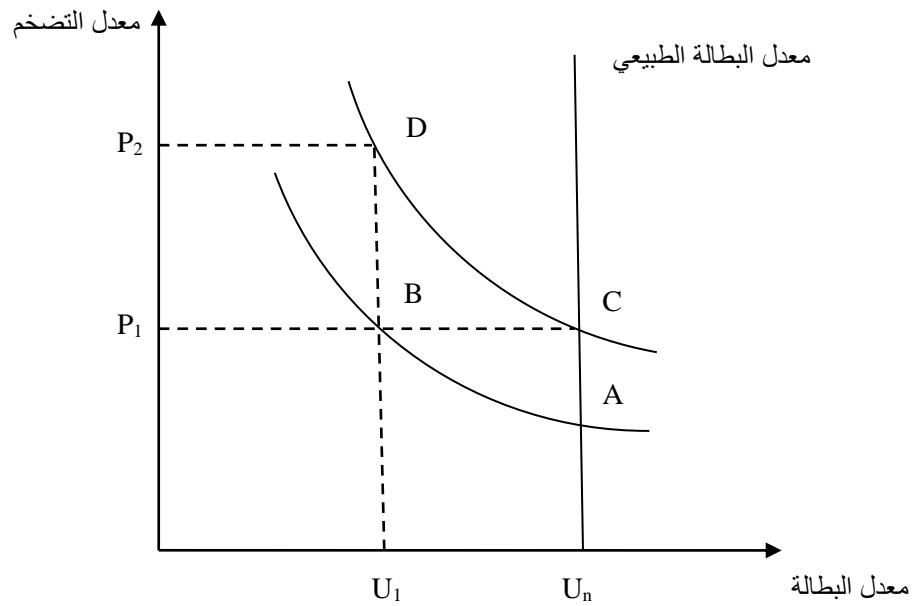
¹ - تم كتابة هذا الجزء بالاعتماد على المرجع التالي:

- Diatkine S. (1995), Op. Cit, pp. 135-137

يُعرف فريدمان *Friedman* و فلبس *Phelps* معدل بطالة طبيعي *un taux de chômage naturel*

، يتعلق بمستوى بطالة معين يرتبط بعوامل هيكلية لسوق العمل و بمستوى البطالة الإرادية (عندما لا يرغب الأفراد في العمل عند معدل أجور معين). عندما يكون معدل البطالة عند مستواه الطبيعي ، نقول أن سوق العمل هو في حالة توازن و أن معدل التضخم هو مساوٍ لمعدل التضخم المتوقع. وبالتالي من الواضح أنه عند مستوى البطالة الطبيعي ، يكون الاقتصاد في وضع توازني للمدى البعيد ، و يكون منحنى فيليبس للمدى الطويل عبارة عن خط مستقيم عمودي ، إضافة إلى منحنيات فيليبس المتعلقة بالمدى القصير.

يرى هذين الاقتصاديين ، أنه من الممكن تخفيض معدل البطالة إلى حد يقل عن مستواه الطبيعي ، و هذا عن طريق استخدام سياسة نقدية محفزة للنشاط الاقتصادي ، لكن يتم ذلك لحظيًا ثم يعود مستوى البطالة في المدى المتوسط إلى نقطة البداية عند المعدل الطبيعي الموافق للخط العمودي ، كما يظهر في الشكل التالي :



قراءة هذا الشكل تكون كالتالي: يرى هذين الاقتصاديين أنه يوجد فاصل زمني بين لحظة قيام الأعوان بتكييف توقعاتهم التضخمية و لحظة ارتفاع عرض النقود. فإن حصل زيادة في هذا الأخير ، سيتوقع أولاً الأعوان أجر إسمي أعلى من أجل معدل تضخم ثابت ، وبالتالي يكون الأجر الحقيقي أعلى و مُحفِّز لأن يعرض أكثر

الأعوان عملهم للمؤسسات. إذن النتيجة هي انخفاض معدل البطالة ، و الانتقال من النقطة A إلى B (قد يحصل هذا الانخفاض في مستوى البطالة الإرادية) . لكن مع مرور الوقت يُصحح الأعوان حساباتهم و أخطائهم فيما يخص التضخم المتوقع ، و يعود معدل البطالة إلى مستواه الطبيعي ، في حين يرتفع معدل التضخم (نعود من النقطة B إلى C). أي ينتقل منحنى فيليبس نحو الأعلى ، وسيحصل نفس الشيء إذا حاولت السلطات النقدية مرة أخرى تخفيض البطالة ، إذ سينتقل مرة أخرى منحنى فيليبس نحو الأعلى. إذن السياسة النقدية غير قادرة على تخفيض البطالة في المدى الطويل ، و آثارها ستعكس فقط على ارتفاع التضخم.

استنادا إلى هذا التحليل ، يرى فريدمان ، أو النقديين بصفة عامة ، أن أحسن طريقة تعمل بها السياسة النقدية تتمثل في ضبط معدل نمو عرض النقود عند نسبة ثابتة و مُعلنة (بما يسمح باستقرار التوقعات و تفاعلي التقلبات الممكن حصولها في المدى القصير) بما يتناسب مع معدل نمو حجم الإنتاج في المدى البعيد (أي مع معدل البطالة الطبيعي). بعبارة أخرى ، على السلطة النقدية أن تزيد مستوى عرض النقود بنسبة ثابتة تتناسب و حاجة الاقتصاد إليها. هذه هي القاعدة الذهبية لميلتون فريدمان. نتيجة إضافية توصل إليها فريدمان ، وهي أن ظاهرة التضخم هي دائما و في أي مكان ، ظاهرة نقدية بحتة.

لقد قَدَّم فريدمان هذا التحليل و هذه المقترحات كعلاج للأزمة الاقتصادية التي عرفتتها الدول الصناعية الكبرى بعد الحرب العالمية الثانية و خاصة خلال و بعد السبعينات. تمثلت هذه الأزمة في ظاهرة تلازم التضخم و الكساد ، بل كان طابعها العام تضخمياً ، وهي ظاهرة تُناقض العلاقة العكسية بين الأجور ، أو التضخم ، و بين مستويات معدلات البطالة المُوضَّحة في منحنى فيليبس.

X-5- النقاش القائم حول مسألة إستقرار الطلب على النقود :

إن نتائج تحليل فريدمان (ارتباط الطلب الكلي بكمية النقود) و توصياته فيما يخص طريقة توجيه السياسة النقدية بفعالية هي قائمة أساسا على فرضية ضعف حساسية (إن لم نقل عدم حساسية) الطلب على النقود لتغيرات معدلات الفائدة و فرضية استقرار دالة الطلب ، و بالتالي سرعة دوران النقود. إذ بالإمكان ضبط معدل نمو كمية النقود بما يتماشى و استقرار الأسعار في المدى المتوسط ، و هذا بشرط وجود استقرار في العلاقة بين طلب النقود و محدداته أو على الأقل إمكانية التنبؤ بها بدقة. بالمقابل ، كلما كان الطلب على النقود يتأثر أكثر بتغيرات معدل الفائدة ، كلما كان من الصعب أو من المستحيل التنبؤ بسرعة دوران النقود ، و بالتالي تكون

الوصلة التي تربط بين عرض النقود و الطلب الكلي أضعف أكثر فأكثر ، و تصبح في النهاية نتائج فريدمان لا معنى لها.

إن فرضية استقرار دالة الطلب على النقود كانت محققة في معظم إقتصادات العالم ، و هذا إلى غاية بداية السبعينيات ، و لكن فيما بعد ، استنادا إلى دراسات إحصائية و قياسية ، أُثبتَ غير ذلك خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ، و ليصبح عدم الاستقرار يُميّز دالة الطلب على النقود في الكثير من دول العالم في بحر العشرية الأولى من القرن الواحد و العشرين. فلقد تزايدت صعوبات تحديد مُجمع نقدي مرجعي ليتم فيما بعد ضبط معدل نموه كما أوصى فريدمان. و يرجع هذا إلى تعاضم الإبداع في المنتجات المالية و ما نتج عنه من تغيير لأشكال الأصول التي تدخّل في تعريف المجمعات النقدية. فالأصول المالية المدرة للفائدة و التي تتميز بكونها سائلة أصبحت عديدة و تعتبر كبدايات للنقود. أدى هذا الأمر إلى تغير سلوك الأعوان الإقتصاديين تجاه طلبهم للنقد بدلالة معدل الفائدة و هو الشيء الذي لم يأخذه فريدمان في الحسبان. و لهذا لم تعد نتائج السياسة النقدية واضحة ، بل أصبحت غير متوقعة. حسب *Mishkin (2007)*¹ ، من أجل تجنب هذا المشكل ، ذهبت بعض البنوك المركزية إلى تبني مجمعات نقدية أوسع (M3) ، يتم ضبط معدل نموها عند نسبة ثابتة ، لكن مؤخرا هذه كذلك لم تعد مستقرة ، مما أدى بهذه البنوك لمراجعة استراتيجياتها فيما يخص السياسة النقدية ، و الانتقاص من أهمية إستهداف المجمعات النقدية.

X-6- النقاش القائم حول مسألة إنتقال أثر تغير كمية النقود إلى النشاط الإقتصادي :

يرى الكينزيون أن مفعول النقود في الإقتصاد هو مُحصلة المفاضلة التي يقوم بها الأعوان الإقتصاديين بين الأصول المالية (السندات) و النقود ، بحيث يتم إنتقال ذلك الأثر بطريقة غير مباشرة عبر معدل الفائدة. أما النقديين ، فهم يرون أن المفاضلة تتم بين مختلف الأصول ، سواء كانت حقيقية ، نقدية ، أو مالية ، و بالتالي تأثير النقود يمس مباشرة كل الأسواق عن طريق إنفاق الأعوان الإقتصاديين (أثر الأرصدة النقدية الحقيقية أو أثر الثروة).

بيّن توبين *Tobin* ، المحسوب على التيار الكينزي ، القناة التي ينتقل عبرها أثر تغير كمية النقود (السياسة النقدية) إلى النشاط الإقتصادي ، مبرزاً شكل العلاقة بين النقود ، و بين الأصول المالية و الأصول الحقيقية ، وهذا على خلاف الطرح المختصر المقدم في نموذج *IS-LM* . أشار هذا الإقتصادي إلى أن ارتفاع

¹ - Mishkin F. S. (2007), « Monnaie, banque et marchés financiers », Op.cit, pp. 700-704

كمية النقود ينجر عنه شراء للسندات ، و بالتالي ارتفاع أسعارها و هبوط معدل الفائدة. يؤدي هذا بالأعوان إلى إحلال الأسهم محل السندات ، أي إرتفاع الطلب على الأسهم و كنتيجة تزيد أسعارها هي أيضا. و هنا كذلك سينخفض مردود رأس المال الذي هو في شكل مالي. بهذه المعطيات سيكون مردود الاستثمارات المالية أقل من مردودية رأس المال المادي ، و هو الأمر الذي سيشجع المقاولين و المؤسسات على إقامة استثمارات منتجة. هذا سينشط في البداية الطلب على السلع الإنتاجية ، ثم ينتشر أثر ذلك شيئاً فشيئاً إلى كل جوانب الاقتصاد. الأمر المهم هنا هو أن آلية انتقال أثر السياسة النقدية تركز أساسا على معدل الفائدة ، كما أن هذه الآلية هي غير مستقرة و تتميز بالبطء ، *Lacoue-Labarthe (1985)*¹.

أما حسب النقديين ، تؤدي زيادة كمية النقود في الإقتصاد مباشرة إلى زيادة الطلب على الأصول المالية (السندات و الأسهم) لينتج عن ذلك ارتفاع أسعارها و هبوط مردوداتها ، ثم يتوجه بعد ذلك الأعوان نحو الأصول المادية لتشهد هي كذلك ارتفاعات في أسعارها. هذا الارتفاع يشجع منتجي الأصول المادية على الرفع من إنتاجهم. يوجد هنا كذلك أثر غير مباشر يتم عبر هبوط معدل الفائدة ، إذ في هذه الحالة سيزيد المنتجين الآخرين من استثماراتهم و يزيد الاستهلاك. وكأننا هنا بصدد الحديث عن منظور كينزي. محصلة التفاعلات السابقة الذكر هو ارتفاع أجور الأعوان الإقتصاديين ، و هو الأمر الذي سيدفعهم للاستهلاك ، و تزيد في النهاية أسعار السلع الاستهلاكية (أثر الأرصدة النقدية الحقيقية لـ *Pigou* و أثر *Patinkin*).

الملاحظ أن آثار تغير عرض النقود في هذه الحالة الأخيرة هي متعددة و أكثر استقرارا من نظيرتها المسرودة في التحليل الكينزي. كما سبق و أن أشرنا ، في الحالة الأخيرة ، الأثر الإيجابي للسياسة النقدية على الإنتاج يكون في المدى القصير ، إذا كان بطبيعة الحال الاقتصاد في حالة عدم التشغيل الكامل ، و يبقى أثرها على الأسعار ليبرز في المدى الطويل.

XI- السياسة النقدية و المدرسة الكلاسيكية الجديدة:

تمثل المدرسة الكلاسيكية الجديدة ، أو الاقتصاد الكلاسيكي الجديد ² *New classical economics* كما يُطلق عليها أحيانا ، أحد تيارات الفكر الاقتصادي الذي بدأت أفكاره تبرز و تتطور

¹ - Lacoue- Labarthe D., « Analyse monétaire », Dunod, 1985, p. 109-110

² - En français : La nouvelle économie classique.

خلال سنوات السبعينات. ترفض هذه المدرسة ما جاء به التيار الكينزي ، بينما هي تقوم على مبادئ نيوكلاسيكية و خاصة أُسس التحليل الاقتصادي الجزئي. تتمثل أهم الفرضيات الرئيسية لهذه المدرسة فيما يلي:

- عقلانية الاعوان الاقتصاديين، أي أنّ سلوك هؤلاء يتحدد على أساس تعظيم منافعهم.

- تَمَسُّك و تَسْلِيم الكلاسيك الجدد بحقيقة وجود توقعات رشيدة ، أو عقلانية كما يطلق عليها البعض ، لدى الاعوان الاقتصاديين. أوّل من أدخل مصطلح التوقعات الرشيدة هو *Muth* (1961)¹، و المقصود بها هو أن الاعوان الاقتصاديون يُشكلون توقعاتهم و يتخذون قراراتهم بناءً على كل المعلومات المتوفرة (بما فيها تلك المعلومات التي تعتبر جد حديثة) و الخبرات السابقة ، أي أنهم سيحددون بشكل جيّد القيم المستقبلية للمتغيرات استناداً إلى المعلومات المتاحة. و بالتالي سيرتبط التطور المُسجَّل للمتغيرات بالتوقعات التي يقوم بها الأعوان.

- إن ترك الاقتصاد يعمل بحرية ، وفق آلية العرض و الطلب في السوق ، دون أي تدخل من الدولة سوف يكفّل دائماً تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة ، و يضمن التشغيل الكامل لجميع عناصر الإنتاج في الاقتصاد ، ذلك أنّ النظام الاقتصادي الحر تتوفر لديه آلية تعديل ذاتية تتمثل في مرونة الأسعار و الأجور ، و التي تكفل دائماً تعديل الأخطاء و العودة مرة أخرى إلى مستوى الإنتاج عند التشغيل الكامل ، في حالة حدوث أي اختلال اقتصادي ، و دون الحاجة إلى أي تدخل من الدولة في قوى السوق.

أهم رواد هذه المدرسة نذكر: *Edward C. ، Finn E. Kydland ، Robert Lucas*

.Thomas Sargent ، Neil Wallace ، Robert Barro ، Prescott

يعتقد أصحاب هذه المدرسة أن تغيرات الكتلة النقدية التي قد يقوم بها البنك المركزي لن تؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي الذي يكون مصدر انتعاش الإنتاج و خلق الوظائف ، و إنما مآل ذلك الإجراء المتوقع هو تغير المستوى العام للأسعار و فقط. إذ يرى *Lucas* (1973)² أنّ كل محاولة استعمال ممنهج للسياسة النقدية من أجل التأثير في الإنتاج ستنتهي بالفشل. و بهذا تتجسد فكرة حيادية النقود. في ظل وجود عالم تكون فيه التوقعات رشيدة ، سوف لن يستطيع البنك المركزي ، الذي هدفه الأولي هو تحقيق استقرار الأسعار على المدى

¹ - Muth J. F. (1961), «Rational expectations and the theory of price movements», *Econometrica*, Vol.29, No. 3, pp. 315-335.

² - Lucas R.E. (1973), «Some International Evidence on output-Inflation Tradeoffs», *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 3, pp.326-334.

البعيد دون إهمال جانب النمو و التشغيل على المدى القصير ، تغليب الاعوان الاقتصاديين الذين يتوقعون بشكل تام إجراءاته التي سوف يتخذها و نتائجها على الاقتصاد ، بمعنى أنهم يتوقعون من البداية أن تكون سياسته النقدية انتقائية تستعمل حسب الوضع الاقتصادي لكنها ستسعى في نهاية الأمر و بدون شك إلى السيطرة على التضخم في المدى البعيد.

إن الحالة الوحيدة التي لا تكون فيها النقود حيادية ، و بالتالي يكون للسياسة النقدية أثر على الإنتاج و النمو و التوظيف ، هي تلك التي يحدث فيها تغير غير متوقع للكتلة النقدية *Lucas* (1996)¹. لكن هذا الأثر هو مؤقت و نادر الحدوث ، ذلك أن الأعوان الاقتصاديون سيُدرجون بعقلانية هذه الوقائع أو العناصر في خيراتهم و من ثمَّ يُعَدِّلُون سلوكهم ، بحيث أنه سوف لن يتكرر تغليطهم. إذن بناءً على أفكار هذه المدرسة ، نستنتج أنّ السياسة النقدية الانتقائية غير مفيدة و أنه من الأفضل إتباع قاعدة محددة مثل تلك التي اقترحها فريدمان أي القيام بزيادة مستوى عرض النقود بنسبة ثابتة و معلنة تتناسب و حاجة الاقتصاد إليها ، و هذا حتى تتمكن من ضمان استقرار الأسعار و تفادي أي تغير عشوائي لكتلة النقود من شأنه أن يخلق اضطرابات في الاقتصاد ، حيث أنّ المغزى من تبني البنك المركزي لقاعدة نقدية محددة و معلنة و إلتزامه بها هو الرفع من حجم ثقة الأعوان به و تحسين مصداقيته عندهم و من ثمَّ حل مشكل عدم الاتساق الديناميكي الذي كانوا سابقا يتوقعون وقوعه فيه (يمكن الاطلاع أكثر على هذا المشكل و على نظرة رواد المدرسة الكلاسيكية الجديدة إليه و كذا الحلول المقترحة لتجنب حدوثه ، بالرجوع إلى الفصل الثاني في العنصر المخصص لمصداقية البنك المركزي ، صفحة..).

XII- السياسة النقدية و المدرسة الكينزية الجديدة:

المدرسة الكينزية الجديدة ، أو الاقتصاد الكينزي الجديد *New Keynesian economics*² كما يُطلق عليها أحيانا أو الكينزيون الجدد *New Keynesian*³ كما جاء في تعبير *Clarida* و آخرون (1999)⁴، هي أحد تيارات الفكر الاقتصادي الذي برز في سنوات الثمانينات و جاء تطوره كرد على انتقادات أتباع المدرسة الكلاسيكية الجديدة للكينزيين. و لا يجب الخلط بين هذا التيار الفكري و مدرسة النيوكينزيين *Le*

¹ - Lucas R.E. (1996), «Nobel Lecture : Monetary Neutrality», Journal of Political Economy, Vol. 104, No. 4, pp. 661-682.

² - En français : la nouvelle économie Keynésienne.

³ - En français : les nouveaux keynésiens.

⁴ - Clarida R., Gali J., Gertler M. (1999), «The Science of Monetary Policy : A New Keynesian Perspective», Journal of Economic Literature, Vol. XXXVII, pp. 1661-1707.

Néokeynésianisme ، التي سعت إلى الجمع بين أفكار النيوكلاسيكيون و أفكار كينز (أهم مفكريها: *John Hicks ، Paul Samuelson و Robert Mundell*) ، أو مدرسة البوستكينزيين *le Post-Keynésianisme* ، التي تطورت في سنوات الثلاثينات في إنجلترا و الولايات المتحدة الأمريكية و هي تعتبر التيار الأكثر قربا من أفكار كينز. تتمثل أهم الفرضيات الأساسية للمدرسة الكينزية الجديدة فيما يلي:

- تمتلك هذه المدرسة أُسس التحليل الاقتصادي الجزئي ، حيث تُعْتَبَر أن سلوك الأعوان الاقتصاديين ، العقلانيين بطبعهم ، يتحدد على أساس تعظيم المنافع.

- على غرار المدرسة الكلاسيكية الجديدة ، تفترض هذه المدرسة أن الأعوان الاقتصاديين لديهم توقعات رشيدة و أن هذه الأخيرة تلعب دور مهم في تحديد المتغيرات الاقتصادية.

- تعمل المؤسسات في إطار المنافسة غير التامة ، بالتالي هي تعتبر قادرة على تغيير الأسعار.

- يوجد كذلك فرضية رئيسية تُميز هذا التيار الفكري و هي تتمثل ، على خلاف المدرسة الكلاسيكية الجديدة ، في اعتبار أنه يوجد الكثير من الجمود على مستوى الأسعار و كذا بشكل أكبر على مستوى الأجور. إنّ اللزج أو الجمود الاسمي للأسعار و الأجور سوف لن يسمح لهاتين المتغيرتين بأن يتعدّلا (بتغيرا) وفق ما تتطلبه تحركات العرض و الطلب. يرتبط جمود الأسعار و الأجور بوجود عُقود تُسَبِّتُ مُسَبِّقًا مستوى الأسعار و مستوى الأجور الاسمية ، أو بحالة الإدراك غير التام عند كافة الأعوان لإرتفاع الأسعار. إذن يرتبط هذا الجمود ، حسب الكينزيون الجدد ، بسبب عدم توفر المعلومات بشكل تام عند جميع الاعوان الاقتصاديين العاملين في البلد.

من بين أهم رواد هذه المدرسة يمكن أن نذكر: *James George Akerlof ، Joseph Stiglitz* ،

Ben Bernanke و Lawrence Summers ، Olivier Blanchard ، Mirrlees.

إنّ جمود الأسعار و الأجور ، أو بالأحرى بُطء تعديلها في الأسواق الغير متوازنة ، يجعل النقود غير حيادية و السياسة النقدية فعالة ، إذ على عكس ما أُثْبِتَتْهُ المدرسة الكلاسيكية الجديدة ستصبح هذه الأخيرة ، أي السياسة النقدية ، أداة استقرار *Diatkine (1995)*¹. إن الأخذ بعين الاعتبار الجمود الاسمي للأسعار و

¹ -Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 152

الأجور يجعل من المحتمل أن تؤثر السياسة النقدية الانتقائية (الموجهة) على الإنتاج و التوظيف ، و يمكن تقديم ميكانيزمين قد يتم من خلالهما هذا الأثر:

أولاً ، عند افتراض جمود الأجور الاسمية ، تكون السياسة النقدية الانتقائية هي الوسيلة الوحيدة للتأثير على الأجر الحقيقي. حيث أنه إذا تُبِتَت الأجور عن طريق اكتتاب عقود بين المؤسسات و العمال ، و قام البنك المركزي برفع حجم الكتلة النقدية استجابة لظرف اقتصادي معين حَصَلَ بعد تاريخ إبرام العقود ، فإنه من الممكن أن يكون لهذا الإجراء أثر مفاجئ على الأسعار رغم أنه (الإجراء) كان متوقع من قبل الأعوان (فرضية التوقعات الرشيدة). بإفتراض مرونة الأسعار و جمود الأجور فإنه من المحتمل أن تنخفض الأجور الحقيقية ، و بالتالي يزيد إنتاج المؤسسات بسبب ارتفاع أرباحها جراء ارتفاع الأسعار من جهة و انخفاض التكلفة الحقيقية للعمل (الأجور الحقيقية) من جهة أخرى. في هذه الحالة تعتبر النقود غير حيادية *Diatkine* (1995).¹

ثانياً ، الأخذ في الحسبان الجمود الاسمي للأسعار يسمح للسياسة النقدية ، التي لا تراقب إلا معدل الفائدة الاسمي القصير المدى ، بالتأثير على معدل الفائدة الحقيقي القصير المدى و بالتالي على الإنتاج *Pfister و Drumetz* (2010).²

¹ - Diatkine S. (1995), Op.cit, p. 152

² - Drumetz F., Pfister C., «Politique monétaire », Groupe de Boeck, Bruxelles, 1^{ère} édition, 2010, p. 18

خلاصة:

دار جدل كبير عبر الزمن بين مختلف المدارس الفكرية في حقل الاقتصاد ،حول دور النقود في الاقتصاد. فمنها من إعتبرتها حيادية و بالتالي رأت فيها مجرد عامل مؤثر على القيم النقدية للمتغيرات الإقتصادية من خلال إرتفاع أو إنخفاض الأسعار ليس أكثر من ذلك، بينما أصرت مدارس أخرى على التأكيد على أنها تمارس دور هام في تحديد متغيرات الاقتصاد الحقيقي ، كالإنتاج ، حتى و إن كان يحدث ذلك فقط في المدى القصير، فهي بذلك في نظرهم ليست حيادية. فعلاً شهدت الساحة الاقتصادية لفترة طويلة من الزمن نقاش حاد بين أتباع هذه المدارس التي تَبَنَّى كل طرف منها وجهة نظر مختلفة ، تماما أو نسيبا ، عن الطرف الآخر فيما يتعلق برؤيتهم للطريقة التي يعمل بها الاقتصاد و للمتغيرات الرئيسية التي تؤثر فيه، و هو ما إنعكس على القنوات التي تَوَلَّدت لدى كل طرف من هذه الأطراف حول مدى فعالية السياسة النقدية ، و بالتالي مدى جدوى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ، و حول الطريقة التي ينتقل بها أثرها إلى الإنتاج و الأسعار.

آمن التجاريون بأن النقود ، المعادن النفيسة (الذهب) آنذاك ، هي مصدر الثراء و القوة ، و لذلك كانوا مُقتنعين بضرورة إقامة سياسات اقتصادية تهدف إلى تنظيم المبادلات الخارجية و تشجيع الصادرات بما يضمن دخول الذهب. فالمذهب التجاري هو مذهب تدخلي يركز على الدور المتميز الذي تلعبه الدولة في الاقتصاد و ينادي بإقامة سياسة نقدية تكون في خدمة التجارة. أجمع التجاريون على أن وفرة النقود تعتبر أمر ضروري لتسهيل تبادل السلع في البلد غير أنها هي السبب وراء ارتفاع الأسعار في المدى الطويل ، في حين رأى البعض منهم أنها (أي وفرة النقود) عامل مُهم لدعم الإنتاج و لخلق الوظائف في المدى القصير.

أمَّا الكلاسيك فهم ينظرون إلى النقود على أنها عنصر محايد في الاقتصاد ، بحيث أنّ التغيير من عرضها لا يؤثر على الكميات الحقيقية و إنّما على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال ارتفاع أو انخفاض الأسعار ، و لذلك هم يرون ضرورة استقرار هذا العرض حتى يتم تحقيق استقرار الأسعار. و أفضل وسيلة لبلوغ هذا الهدف الأخير ، يعتقد الكلاسيك أنه يجب احترام قاعدة الذهب التي تفرض أن تكون الأوراق النقدية المُصدرة مُغطاة تماما بالذهب ، فهكذا سيتم إدارة عرض النقود بطريقة تلقائية و بفعالية ، من دون وجود داعي لتدخل

الدولة الذي يرفضونه أصلاً. بالمقابل يُؤمن الكلاسيك بأن مستوى الإنتاج و مستوى التوظيف يتحدّدان أساساً بمستوى الاستثمار الذي تقوم به المؤسسات و لا يوجد أي تأثير لعرض النقود عليهما.

و قد تقاسم النيوكلاسيكيون مع الكلاسيك نفس الأفكار عند خوضهم في النقاش القائم حول النظرية الكمية للنقود التي يدور موضوعها أساساً حول تأثير كمية النقود على مستوى الأسعار. رغم أن محتوى النظرية الكمية للنقود قد تمّ التعرض إليه بصفة غير مباشرة ، أو بشكل غير صريح ، في الحقبة التي سبقت ظهور الفكر النيوكلاسيكي من قبل اقتصاديين كُثُر من أمثال *Malestroit* ، *Bodin* ، *Cantillon* ، *Hume* و *Ricardo* ، فإن العلاقة بين كمية النقود و القيمة الإجمالية للإنفاق على السلع و الخدمات المنتجة بالبلد ظهرت في أوّل صورها على شكل معادلة أطلق عليها إسم معادلة التبادل ، و هي المعادلة التي قام بصياغتها الاقتصادي الأمريكي أرفينج فيشر *Irving Fisher* . فيما بعد ، قام هذا الأخير بتحويل صيغة معادلة التبادل من مجرد مطابقة إلى نظرية قائمة بذاتها تحت مسمى النظرية الكمية للنقود ، وقد بين من خلالها الدور الذي تلعبه النقود في التأثير على المستوى العام للأسعار. تنصُّ هذه النظرية على ما يلي: "في ظل ثبات سرعة دوران النقود و مستوى الإنتاج ، توجد هناك علاقة مباشرة و تامة (أي تناسبية) بين كمية النقود و بين المستوى العام للأسعار". بالموازاة مع الأعمال التي أنجزها فيشر ، قام فريق من الاقتصاديين بجامعة كامبردج في بريطانيا ببحث نفس الموضوع ولكن من زاوية مختلفة عُرفت باسم معادلة كامبردج. فبدلاً من النظر إلى الأمر من زاوية عرض النقود أو سرعة دورانها كما فعل فيشر ، كان التركيز مُنصباً على جانب الطلب على النقود ، و على العوامل التي تؤثر فيه. رأى *Alfred Marshall* في الطلب على الأرصدة النقدية (النقود) على أنه يمثل نسبة معينة من مجموع الدخل الاسمي ، بينما اعتقد *Arthur Cecil Pigou* أن طلب الأعوان على الأرصدة النقدية الحقيقية هو متناسب مع دخلهم الحقيقي ، و في كلتا الحالتين يَبقى المحدد الرئيسي للمستوى العام للأسعار هو كمية النقود.

أُعتبر كينز *Keynes* في بداية مساره الفكري كأحد تلامذة الاقتصادي مارشال وكانت له إسهامات و إضافات للنظرية الكمية تحت سقف مدرسة كامبردج. بعد عجز النظرية الكلاسيكية و النيوكلاسيكية عن تفسير و حل أزمة 1929 ، إِسْتَقْلَ كينز بتصور (فكر) اقتصادي خاص به و مخالف لفكر سابقه تحت مسمى التحليل الاقتصادي الكلي. إهتم كينز في نظريته النقدية بمسألة العلاقة بين النقود و معدل الفائدة ، و إرتباط

ذلك بالطلب الفعلي و الإنتاج و العمالة. أعطى دورا هاما للنقود في حركية النشاط الاقتصادي و رأى أنها تساهم بطريقة غير مباشرة في تحديد عدة متغيرات للاقتصاد الحقيقي (خاصة الإنتاج و العمالة) عن طريق معدل الفائدة. هذه النظرة جعلته يعتقد أن إدارة النقود في إطار سياسة نقدية شاملة هي قضية مهمة تستدعي تدخل الدولة في الاقتصاد لدعم الاستثمار و الاستهلاك ، و من وراء ذلك يتم دعم الإنتاج و التوظيف.

ذهب بعض الاقتصاديون النيوكينزيون إلى محاولة الجمع بين التصور الكلاسيكي و التصور الكينزي للتوازن الاقتصادي الكلي في إطار توازن اقتصادي عام. فقد قام كل من *Hicks* و *Hansen* بشرح دور و فعالية السياسات النقدية و المالية في تحقيق التوازن الاقتصادي العام (التوازن الآني لسوقي السلع و النقود) في ظل وجود اقتصاد مغلق لا تربطه بالعالم الخارجي أي معاملات اقتصادية أو مالية ، و قد سُمي نموذجهما بنموذج *IS/LM* ، بينما أدرج نموذج *Mundell-Fleming* حالة التوازن الخارجي في التحليل لتصبح الدراسة أكثر شمولية و واقعية. أظهر كلا النموذجين أهمية و فعالية السياسة النقدية في ظل توفر شروط معينة مثل أن تكون مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة منخفضة و أن تكون حساسية الطلب على النقود للتغير في الدخل قوية ، و أن تكون كذلك مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة كبيرة ، إضافة إلى شرط وجود نظام أسعار صرف حرة في حالة نموذج *Mundell-Fleming* . أما الاقتصادي النيوكينزي *Patinkin* فقد عاب على النظرية النيوكلاسيكية كونها لم تحسن إدراج النقود في نموذج التوازن العام لتأييد طرح النظرية الكمية المتعلق بزيادة النقود. يعتبر هذا الاقتصادي الأمريكي كأحد أهم الذين ساهموا في وضع تركيب يمزج بين الفكر النيوكلاسيكي الموروث عن الـ *Walras* (وكذا مارشال *Marshall* و بيغو *Pigou*) وتحليل الاقتصاد الكلي الكينزي ، فقد رأى أن النقود بإمكانها التأثير في التوازن الحقيقي ، و إثبات ذلك يقوم على استعمال مفهوم أثر الأرصدة النقدية الحقيقية.

يرى أتباع المدرسة النقدية أنه من الممكن للسياسة النقدية أن تكون فعالة في المدى القصير ، و تؤثر في حجم الإنتاج ، لكن ليس بإمكانها فعل ذلك في المدى البعيد ، و بالتالي يُقَرَّ هؤولاء بزيادة النقود. استنادا إلى فريدمان و رفاقه ، إن أحسن طريقة تعمل بها السياسة النقدية تتمثل في ضبط معدل نمو عرض النقود عند نسبة ثابتة و مُعلنة (هذا سيسمح باستقرار التوقعات و بتفادي التقلبات الممكن حصولها في المدى القصير) بما

يتناسب مع معدل نمو حجم الإنتاج في المدى البعيد (أي مع معدل البطالة الطبيعي). بعبارة أخرى ، على السلطة النقدية أن تزيد مستوى عرض النقود بنسبة ثابتة تتناسب و حاجة الاقتصاد إليها. إنها القاعدة الذهبية لميلتون فريدمان.

خلال سنوات السبعينات ، بدأت تبرز أفكار جديدة في مجال السياسة النقدية لمفكرين اقتصاديين أطلق عليهم إسم الكلاسيك الجدد. إن المدرسة الكلاسيكية الجديدة التي تعتبر بمثابة الإطار الذي يجمع هذه الأفكار و هؤلاء الاقتصاديين ، قد رفضت ما جاء به التيار الكينزي ، بينما تبنت عدة مبادئ نيوكلاسيكية و خاصة أُسس التحليل الاقتصادي الجزئي. يعتقد رواد هذه المدرسة أنّ تغييرات الكتلة النقدية التي قد يقوم بها البنك المركزي لن تؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي و انتعاش الإنتاج بعد ذلك و زيادة عدد الوظائف ، و إنما مآل ذلك الإجراء المتوقع من قبل الأعوان هو تغير المستوى العام للأسعار و فقط. إن الحالة الوحيدة التي لا تكون فيها النقود حيادية ، و بالتالي يكون للسياسة النقدية أثر على الإنتاج و النمو و التوظيف ، هي تلك التي يحدث فيها تغير غير متوقع للكتلة النقدية *Lucas (1996)*. لكن هذا الأثر هو مؤقت و نادر الحدوث ، ذلك أن الأعوان الاقتصاديون سيُدرجون بعقلانية هذه الوقائع أو العناصر في خبراتهم و من ثمَّ يُعدّلون سلوكهم ، بحيث أنه سوف لن يتكرر تغليطهم.

في الثمانينات ظهر تيار فكري اقتصادي جديد ، يُسمى بالمدرسة الكينزية الجديدة ، للردّ على انتقادات أتباع المدرسة الكلاسيكية الجديدة للكينزيين. يُؤمن أتباع هذه المدرسة ، الكينزيون الجدد ، بعدم حيادية النقود و بفعالية السياسة النقدية الانتقائية (الموجهة) في التأثير على الإنتاج و التوظيف ، و السبب وراء هذا الاعتقاد هو افتراضهم لوجود جمود اسمي في الأسعار و الأجور ، أو بالأحرى ببطء تعديلها في الأسواق الغير متوازنة (خاصة الأجور).

الفصل الثاني:

ماهية السياسة النقدية، أهدافها، أدواتها و
إستراتيجياتها

مقدمة الفصل:

بعد أن إنتهينا من عرض و شرح الأفكار النقدية في ظل مختلف المدارس الفكرية في الاقتصاد، و المتمثلة في : المدرسة التجارية ، المدرسة الكلاسيكية ، المدرسة النيوكلاسيكية ، المدرسة الكنزوية ، المدرسة النيوكينزية، المدرسة النقدية الحديثة، المدرسة الكلاسيكية الجديدة و المدرسة الكنزوية الجديدة، حيث ترجع أهمية القيام باستعراض أفكار هذه المدارس إلى كونها تشكل الأساس الذي قام عليه الجدل بين مناصري المدارس الفكرية المختلفة حول أهمية الدور الذي تلعبه السياسة النقدية في حل المشاكل الاقتصادية، نأتي الآن إلى مناقشة مفهوم السياسة النقدية و كيفية إدارتها من خلال عرض أهدافها و أدواتها و مختلف استراتيجياتها الممكن أن تتبناها البنوك المركزية. في الأخير، سنوضح أهمية مصداقية هذه الأخيرة و إستقلاليتها في إنجاح السياسة النقدية.

I- تعريف السياسة النقدية:

تعد السياسة النقدية، إلى جانب السياسة المالية، من أهم أدوات السياسة الاقتصادية العامة التي تسعى من خلالها السلطات الحاكمة في البلد إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية الرئيسية على المستوى الكلي. بشكل عام، تتمثل الأهداف الكلية للسياسة الاقتصادية في تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة و متواصلة، في ظلّ معدلات منخفضة نسبيا للبطالة و التضخم، و في ظل وجود استقرار نسبي لميزات المدفوعات و لسعر صرف العملة الوطنية و للسوق المالي. في الحقيقة، هنالك تعارض قائم بين بعض هذه الأهداف، و هو ما يترجم في استحالة تحقيقها جميعها (أو بعضها) بواسطة سياسة اقتصادية واحدة. و من هنا قد نتساءل عن أي الأهداف يجدر إستهدافه بالسياسة النقدية و عن نوع الأدوات التي تستعملها هذه الأخيرة و بأي كيفية يتم ذلك، إضافة إلى التساؤل حول من هو المسؤول عن صياغة و إعداد و تنفيذ السياسة النقدية.

في الواقع، توجد في الأدبيات الاقتصادية تعاريف عديدة للسياسة النقدية، و هي تجيب في محتواها عن كل أو بعض هذه التساؤلات، و من ثم هي تعكس بشكل أو بآخر الرؤى التي يحملها مُصدرها للسياسة النقدية من حيث أهدافها النهائية و أدواتها و من المسؤول عن إدارتها و ربما حتى مضمون إطارها التشغيلي.

يعرف *Pariente* (1983)¹ السياسة النقدية على أنّها: "مجموع التدابير التي تتخذها السلطات

النقدية من أجل إحداث أثر على الاقتصاد و من اجل ضمان استقرار الأسعار و الصرف".

¹ - Pariente Georges. (1983), «Eléments d'économie monétaire», Economica, Paris

يلاحظ من خلال هذا التعريف أنه قد تم الإشارة إلى مصطلح التدابير التي تتخذ في إطار السياسة النقدية و إلى الهيئة المسؤولة عن إصدار هذه التدابير، أي السلطات النقدية، وكذلك تم الحديث عن المبتغى من وراء هذه السياسة أي التأثير في الاقتصاد و ضمان استقرار الأسعار و الصرف. يبدو أن هذا الاقتصادي قد فشل في الإفصاح صراحة عن أدوات السياسة النقدية و عن إطارها التشغيلي كما أنه لم يعلن عن هدفها الأولي.

أما *Patat* (1986)¹، فهو يعرفها بأنها: "ذلك الإجراء الذي يستعمل مراقبة عرض النقود من طرف البنك المركزي كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة".

لقد أوضح هذا التعريف الجهة التي تتولى إدارة السياسة النقدية، أي البنك المركزي، و الأداة التي تستخدمها لذلك، أي مراقبة عرض النقود، دون تحديد الهدف الأولي لهذه السياسة. و قد أشار ضمناً كذلك إلى أن السياسة النقدية تعتبر كإحدى أدوات السياسة الاقتصادية العامة، و هنا نفهم أن هذا الاقتصادي قد جعل قرارات البنك المركزي تحت سلطة هيئة أعلى منه تتكفل بإدارة و تنسيق السياسة الاقتصادية العامة للبلد.

يرى عبد المطلب عبد الحميد (2007)² في السياسة النقدية على أنها: "مجموعة من القواعد و الوسائل و الأساليب و الإجراءات و التدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة".

إن هذا التعريف يركز على الهيئة المكلفة بإتخاذ إجراءات السياسة النقدية و كذا الأداة التي تستعملها لكنه يُهمل جانب تقديم الهدف الرئيسي للسياسة النقدية.

يوجد اختلافات جوهرية بين هذه التعاريف من ناحية أهداف السياسة النقدية و أدواتها و مدى استقلالية السلطات المكلفة بإدارتها. نعتقد أن أي تعريف مُلم و دقيق للسياسة النقدية ينبغي أن يشير بوضوح إلى أربعة عناصر رئيسية تمثل إطارها المؤسسي و التشغيلي: يتعلق الأمر بالهدف الأولي للسياسة النقدية و أهدافها الثانوية إن وجدت، المؤسسة أو الهيئة المكلفة بإدارتها، الأدوات المستخدمة و الإجراءات و التدابير المتبعة.

نقلا عن:

الطاهر لطرش، «الاقتصاد النقدي و البنكي»، مرجع سابق، ص. 138

¹ - Patat J. P. (1986), «Monnaie, Institutions financières et politiques monétaires», 4^{ème} édition, Economica, Paris, P. 277.

² - عبد المطلب عبد الحميد، «اقتصاديات النقود و البنوك»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص. 272.

قام كل من *Drumetz* و *Pfister* (2010)¹ بشرح هذه العناصر بالتفصيل و أكدوا في تعريفهما للسياسة النقدية على أنّ الهدف الأولي لهذه الأخيرة هو استقرار الأسعار و أن تحقيق ذلك يجب أن يتم من طرف بنك مركزي مستقل، مسؤول و يعمل في إطار الشفافية حتى تكون له مصداقية. كما تطرق الاقتصاديين إلى الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي و الاستراتيجيات المتبعة من قبله و التي تتضمن مختلف التدابير المتخذة لتحقيق الهدف النهائي.

إذن يمكن القول في الأخير، أن السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بهدف التحكم في عرض النقود و التأثير في معدل الفائدة، عبر استخدام مختلف الأدوات المتاحة، بما يحقق استقرار الأسعار، بدرجة أولى، و أهداف اقتصادية عامة أخرى لا تكون متعارضة مع هذا الهدف الأخير.

II- أهداف السياسة النقدية :

يهدف البنك المركزي من وراء ممارسته للسياسة النقدية إلى تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية النهائية. إن نجاح السياسة الاقتصادية هو يعتمد على التنسيق الكامل بين السياسة النقدية و السياسة المالية للوصول إلى هذه الأهداف التي تصبو الحكومة إلى تحقيقها.

وبشكل عام، يمكن القول بأن الوضع الاقتصادي المثالي الذي تود أي حكومة أن ترى بلدها فيه يتمثل في تلك الحالة التي تتحقق فيها معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، في ظل معدلات منخفضة نسبياً للبطالة و التضخم، و في ظل توازن نسبي لميزان المدفوعات (تمثل هذه الأهداف الأربعة المربع السحري لكالدور *Kaldor*) ، مع استقرار نسبي لكل من سعر صرف العملة الوطنية، الأسواق المالية و معدلات الفائدة. هذا الوضع الاقتصادي الأمثل يمكن ترجمته إلى سبعة أهداف، تمثل مجملها و في الوقت نفسه أهداف عامة للسياسة الاقتصادية و أهدافاً للسياسة النقدية. هذه الأهداف هي :

II-1- إستقرار الأسعار :

¹ - Drumetz F., Pfister C. (2010), «Politique monétaire», Op.cit

يمكن تعريف التضخم على أنه الارتفاع المستمر و المتواصل في المستوى العام للأسعار، أو على أنه الإنخفاض المستمر و المتواصل في القوة الشرائية للنقود. و نظرا للوعي التام عند السلطات العمومية بالتكاليف الاقتصادية و الاجتماعية للتضخم، فقد أولي اهتمام كبير لإستقرار الأسعار. و لا يقصد هنا بطبيعة الحال أن يتم الوصول إلى حالة يكون فيها معدل التضخم يساوي صفر، فهذه الحالة، و إن كانت ممكنة إلا أنها غير مرغوبة، لأنها عادة ما تكون نتاج إتباع سياسة النقدية قاسية، ترتفع بسببها مستويات أسعار الفائدة في الإقتصاد، و تصل معها معدلات البطالة إلى مستويات غير مقبولة. و زد على ذلك، يعتبر معدل التضخم، المحسوب بواسطة بعض الأرقام القياسية للأسعار (مثل *IPC*)، مغالًى فيه بسبب وجود نقائص في مؤشرات الأسعار هذه. و بالتالي إن المقصود هنا باستقرار الأسعار هو أن تكون زيادة أسعار السلع و الخدمات متواضعة قدر الإمكان، في حدود حوالي 2% سنويا، و هو المعدل المستهدف تقريبا من قبل جل البنوك المركزية في العالم التي تعتبر محاربة التضخم كهدف رقم واحد لسياستها النقدية.

إن الكثير من استطلاعات الرأي التي أجريت عبر العالم تُظهر وجود نفور للجمهور من التضخم، و تفضيلهم أن تكون محاربة هذا الأخير كهدف أولي للسياسة النقدية قبل محاربة البطالة و دعم النمو الاقتصادي *Shiller (1997)*.¹ ليس هذا فقط، بل الكثير من الدراسات التجريبية أظهرت أن التضخم يُظَرّ بالنمو الاقتصادي.² في ظل وجود هذه الحقائق، زاد حاليا توجه الكثير من البنوك المركزية في العالم نحو تفضيل استهداف إستقرار الأسعار، من خلال جعل هذا الأخير الهدف رقم واحد لسياستها النقدية.

فعلا، للتضخم تكلفة باهظة على الصعيد الاقتصادي. فمن ناحية تأثيره على رفاهية الأعوان الاقتصادية، يوجد آثار مباشرة و أخرى غير مباشرة. أما الآثار المباشرة فهي تتجلى في كون أن التضخم يعتبر كضريبة (تكلفة) على الأرصدة النقدية الغير مدرة لدخل، بحيث ترتفع هذه التكلفة كلما زاد الفرق بين معدل الفائدة المنسجم مع

¹ - Shiller R.J. (1997), « Why Do People Dislike Inflation ? », in Reducing Inflation: motivation and strategy, C. Romer and D. Romer, Editors, NBER Book Series Studies in Business Cycles, Vol. 30, Chicago, University of Chicago Press, p. 13-70

² - أنظر إلى:

Fisher S. (1993), « The Role of Macroeconomic Factors in Growth », Journal of Monetary Economics, vol.32, p.485-512

إستقرار الأسعار و معدل الفائدة المعمول به في فترة التضخم *Bailly* (1956).¹ كما يوجد كذلك أثر للتضخم على مستويات الدخل و المعيشة، إذ يشكل خطرا على أصاب الأجور و ذوي الدخل الثابتة من المتقاعدين و أصحاب المعاشات، إذا لم يواكب الزيادة في مستويات الأسعار زيادة مماثلة في دخولهم النقدية. و بالتالي فإن هذه الفئة من المجتمع سوف تتضرر بالقدر الذي يؤثر فيه التضخم على القوة الشرائية لدخولهم. في هذه النقطة، يمكن اعتبار التضخم كأداة جيدة و فعالة لضرب و معاقبة الاقتصاد الموازي الذي يحتوي على كتلة هامة من الأرصد النقدية التي لا تدخل عبر قنوات النظام البنكي *Fisher* (1981).²

يمكن إضافة نوع آخر من التكاليف المباشرة التي تنجر عن التضخم و هو تكلفة استبدال ملصقات الأسعار (تكلفة طبعا، توزيعها و أجرة العامل الذي يقوم بإلصاقها) عند المحلات الكبيرة، إن قيمة هذه التكلفة ليست بالمستوى الهين كما أظهر ذلك بعض الاقتصاديين في كتاباتهم، مثل *Levy* و آخرون (1997).³

و للتضخم آثار غير مباشرة على الرفاهية، نخص بالذكر منها تلك التي تنتج عن التضخم غير المتوقع. إذ يعتبر هذا الأخير كعامل يساهم في حالة عدم التأكد التي قد تميز الإقتصاد و هو الشيء الذي يترجم في نشوء الظواهر التالية : إدراج زيادة معتبرة، تعكس التضخم غير المتوقع، في معدلات الفائدة المتوسطة و الطويلة المدى، تفضيل عقد صفقات في المدى القصير و الاستثمار في أصول حقيقية مثل العقارات و الأراضي التي عادة ما ترتفع أسعارها في الأوقات التي تشهد معدلات مرتفعة من التضخم و عدم إستقرار الأسعار (قد يحدث هذا على حساب الاستثمار في القطاع الحقيقي في الإقتصاد، أي على حساب زيادة قدرة الإقتصاد على إنتاج السلع و الخدمات، مما سيزيد ذلك أثر سلبي على معدل النمو الاقتصادي)، و تعقد عملية أخذ القرار فيما يخص المستقبل : إذ في مرحلة يسود بها ارتفاع معدل التضخم، يصبح من الصعب على الأفراد تحديد المبالغ الواجب الاحتفاظ بها لتمويل نفقات مستقبلية تخص الصحة مثلا و التعليم، و يصعب كذلك على المؤسسات تحديد شروط عقد الصفقات مع شركائها سواء فيما يخص الأسعار أو معدلات الفائدة. و بشكل عام، يمكن القول أنه

¹ Bailey M.J. (1956), « The Welfare Cost of Inflationary Finance », Journal of Political Economy, vol.64, N°2, P.93-110

² -Fisher .S (1981), « Towards and Understanding of the costs of inflation: II », Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, vol.15, p.5-41

³ -Levy D., Bergen M., Dutta S., Venable R. (1997) « The Magnitude of Menu Costs : Direct Evidence from Large U.S Supermarket Chains », Quarterly Journal of Economics, vol.112, issue 3, p.791-825

كلما كان معدل التضخم منخفض و معتدل نسبيا (استقرار الأسعار)، و بالتالي كانت هناك قدرة عالية على التنبؤ به بشكل دقيق، وتم إدخال هذه التوقعات في حسابات الأطراف المختلفة عند القيام بعقد الصفقات الاقتصادية، كلما كانت الآثار الغير مباشرة الناجمة عن التضخم قليلة نسبيا.

زيادة على آثار التضخم على الرفاهية، هناك آراء مختلفة حول مدى تأثير التضخم على النمو الاقتصادي. فبعض الاقتصاديين يرى أن هناك تأثير سلبي للتضخم على قدرة الاقتصاد على تحقيق معدلات مرتفعة من النمو، و هناك من يدعي عكس ذلك. و يجدر بنا الذكر هنا، بأن الدراسات الاقتصادية القياسية التي حاولت اختبار مدى تأثير التضخم على النمو الاقتصادي، و محاولة تحديد طبيعة العلاقة بينهما، موجبة أو سلبية، قد أظهرت في معظمها نتائج متضاربة، و لم تؤدي إلى أدلة قاطعة في هذا الصدد.

أثبتت دراسات بعض الاقتصاديين وجود علاقة سلبية بين التضخم و النمو الاقتصادي، فعلى سبيل المثال وجد الاقتصادي *Barro* (1996)، في الدول التي تناولتها دراسته (و يفوق عددها 80 دولة) خلال الفترة الممتدة من 1960 إلى 1990، أنه يتسبب ارتفاع معدل التضخم بنسبة 10% سنويا في خفض معدل النمو الاقتصادي بما قدره 0.2% إلى 0.3% في السنة.¹ بينما لا توجد دراسات كثيرة تدل على وجود أثر ايجابي للتضخم (عندما يكون معدل منخفض) على النمو الاقتصادي، و السبب في ذلك قد يرجع إلى كون أن في مراحل الدورة الاقتصادية تتواجد كلا الظاهرتين (يصاحب الطلب المرتفع في المدى القصير، الذي هو عامل مهم للنمو، وجود تسارع لمعدل التضخم) في نفس مرحلة الرواج الاقتصادي، أو إلى وجود قصور في الأساليب الإحصائية و الرياضية المستعملة لدراسة العلاقة بين الظاهرتين، كعدم الأخذ في الحسبان بعض المتغيرات المؤثرة أثناء القياس. فعندما يستخدم الاقتصاديين *Andres* و *Hernando* (1999)² اختبار سببية غرانجر *Granger* في دراسة هذه العلاقة على مستوى دول *OCDE* خلال الفترة 1961-1993، و يتوصلا إلى نتيجة أن اتجاه السببية هو من التضخم نحو النمو الاقتصادي بمستوى معنوية جيد و أن العلاقة ليست إطلاقا بالموجبة، تبقى هذه النتائج غير مجزوم فيها بصفة مطلقة. ويمكن أن نشير في هذا الصدد، إلى دراسة بين فيها

¹ -Barro R.J (1996), « Inflation and Growth », Fédéral Reserve Bank of saint- louis, Review, vol.78, N°3, p.153-169

² - Andres J., Hernando I. (1999), « Does Inflation Harn Economic Growth ? Evidence From the OECD », in Costs and Benefits of Achieving Price Stability, Editor, M. Feldstein, Chicago, University of Chicago Press.

الاقتصادي *Adam* (2009) أنه في نموذج (اقتصاد) أين تقوم المؤسسات بتحليل المعلومات و إدراجها في حساباتها و قراراتها، يسمح التركيز الجاد و الكبير للبنك المركزي المستقل على هدف إستقرار الأسعار برص توقعات المؤسسات إلى جانب قرارات السياسة النقدية في نفس الإتجاه، و أن هذا التنسيق هو عامل لتحسن مستوى النشاط الاقتصادي و من ثم إرتفاع معدل النمو الاقتصادي.¹

أما تكلفة التضخم على الصعيد الاجتماعي، فهي تظهر في كون أن تدهور القوة الشرائية للجمهور يخل بالسلم الاجتماعي، و قد ينتج عن ذلك نزاعات بين المجموعات المكونة للمجتمع المدني كالحلاف الممكن بين النقابات العمالية و أرباب العمل في خصوص العلاقة بين تطور الأسعار و تطور الأجور الإسمية.

II-2- محاربة البطالة :

يعتبر هذا الهدف أحد أهم الأهداف الرئيسية لأي سياسة اقتصادية، وهذا لعدة أسباب، نذكر من بينها : أولاً، وجود معدلات مرتفعة من البطالة تترك آثار و مشاكل اجتماعية ذات إنعكاسات خطيرة على الاستقرار و التوازن الاجتماعي و الاقتصادي. إذ من أهم مخلفات البطالة دخول الأفراد في ضائقة مالية، و قد يؤدي ذلك إذا إستمر الحال إلى حدوث إرتفاع في معدل الجريمة، ناهيك عن أمور أخرى خطيرة للغاية. ثانياً، وجود معدل بطالة مرتفع، معناه أن هناك هدر اقتصادي يتمثل في تعطيل جزء من موارد المجتمع، هي في الحقيقة لا تنحصر فقط على اليد العاملة الغير موظفة و إنما كذلك هي تشمل وحدات إنتاج و معدات غير مستغلة، و من ثم انخفاض حجم الإنتاج مقارنة بما يمكن الوصول إليه في حالة التوظيف الكامل لعنصر العمل.

عادة ما يتم التعبير عن نية تحقيق هذا الهدف من خلال محاولة السياسة الاقتصادية الوصول إلى التوظيف الكامل لجميع عناصر الإنتاج في الاقتصاد. و لا يقصد، بطبيعة الحال، من تحقيق هذا الهدف أن يتم الوصول إلى مستوى تشغيل لعنصر العمل بنسبة 100%، أي بلوغ مرحلة لا يمكن أن نجد فيها فرد يبحث عن عمل و لا يجد من يوظفه، و بالتالي إختفاء كامل لظاهرة البطالة في الاقتصاد، إذ أن ذلك يعتبر هدف مستحيل في كل الدول، حتى المتقدمة منها. فواقع الحال يشير إلى أن هناك دائماً نسبة معينة من قوة العمل يمكن أن تظل لفترات زمنية

¹ - Adam K. (2009), « Monetary policy and aggregate volatility », Journal of Monetary Economics, vol.56, p.1-18

مختلفة في حالة بطالة : أي نحن بصدد التحدث عن البطالة الموسمية، البطالة الاحتكاكية، البطالة الهيكلية... إلخ، و السياسة النقدية لا يمكنها فعل أي شيء لمواجهة هذه الأنواع من البطالة. و لكن المقصود هنا هو الوصول إلى معدل بطالة يكون مقبول اجتماعيا واقتصاديا. هذا المعدل يجب أن يكون قريبا من معدل البطالة الطبيعي، الذي يشمل أنواع البطالة المذكورة سالفًا، و يقصي وجود أي أثر للبطالة الدورية (التي يرتبط وجودها بتقلبات الدورة الاقتصادية بين فترات الرواج و فترات الركود). عند الوصول إلى هذا المعدل، يمكن القول أن جميع عناصر الإنتاج في الاقتصاد هي في حالة تشغيل شبه كامل. و بكلمات أخرى، تهدف أساسا السياسة النقدية إلى القضاء على البطالة الدورية، حتى يصبح مستوى التشغيل يضمن تعادل الطلب و العرض للعمل.

3-II- النمو الاقتصادي :

يعتبر تحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي من الأهداف الأساسية التي تسعى خلفها الحكومات من خلال سياساتها الاقتصادية، و على رأسها السياسة النقدية في بعض الدول. و ترجع أهمية هذا الهدف إلى كونه يمثل أحد الشروط الضرورية لتحسين المستوى المعيشي للمجتمعات، كما يعد مؤشرا من مؤشرات رخائها و إزدهارها. و يرتبط النمو الاقتصادي بشكل كبير بهدف التشغيل الكامل (محاربة البطالة)، و ذلك بسبب أن تحقيق معدلات مرتفعة من التشغيل و التوظيف، و خفض معدل البطالة، إنما يعتمد بشكل أساسي على التوسع المستمر في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، و على زيادة حجم الاستثمار و الإنتاج، لأن ذلك هو الذي يخلق المزيد من فرص العمل في المجتمع.

ويوجد إتفاق عام لدى الاقتصاديين حول تعريف النمو الاقتصادي على أنه يمثل تلك الزيادة المستمرة و ليس الظرفية، خلال فترة طويلة، لإنتاج بلد ما من السلع و الخدمات، و هو يقاس بمعدل النمو الاقتصادي باستخدام مؤشر الناتج المحلي الخام *PIB* الحقيقي، أو بعبارة أخرى، إجمالي الدخل الوطني. و يقاس مستوى معيشة المجتمع بمتوسط نصيب الفرد من الدخل الإجمالي، أي حاصل قسمة الدخل الإجمالي على عدد السكان. إن العمل على تحسين مستوى المعيشة و رفع معدل الدخل الفردي يتطلب ليس فقط تحقيق زيادة متواصلة في حجم الإنتاج الإجمالي الذي يولده الاقتصاد، بل أن تكون هذه الزيادة في الدخل أكبر من معدلات الزيادة في

عدد السكان. و يبقى في الأخير أن نشير إلى أن هناك نقاش واسع و مثير حول مدى مساهمة السياسة النقدية في النمو الاقتصادي.

II-4- التوازن الخارجي :

قد يسعى كذلك البنك المركزي، من خلال سياسته النقدية، الى تحقيق التوازن على مستوى ميزان المدفوعات. وهذا الأخير هو عبارة عن سجل لجميع المعاملات الاقتصادية المرتبطة بالسلع، الخدمات و رؤوس الأموال، التي يقوم بها المقيمون في الدولة مع العالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة (ثلاثة أشهر ، سنة). و المقصود بالتوازن هنا هو العمل على تجنب الوصول إلى وضع يكون فيه ميزان المدفوعات في حالة عجز دائم (و هو الأهم)، أو حالة فائض مستمر.

فحالة العجز الدائم في ميزان المدفوعات تعني أن الاقتصاد يقوم بشكل مستمر بتحويل جزء من موارده المالية، المتمثلة في العملة الصعبة، الى الخارج لسداد التزاماته المترتبة على وجود العجز. مما قد ينجر عنه استنفاد إحتياطي الصرف. من ناحية أخرى، و على عكس الإعتقاد الشائع بأن تحقيق الفائض في ميزان المدفوعات هو في مصلحة الاقتصاد، فإن إستمرار هذا الفائض قد يفقد الاقتصاد قدرته التنافسية مع باقي دول العالم بسبب تحسن قيمة العملة الوطنية (ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية) جراء زيادة الطلب على السلع المحلية.

و يستطيع البنك المركزي العمل على تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات من خلال متابعتة للتغيرات التي تحدث لسعر الصرف، و من خلال التدخل الذي يقوم به في سوق الصرف بمهدف المحافظة على استقرار أسعار الصرف، الذي هو في حد ذاته يعتبر هدف آخر لسياسته النقدية.

II-5- إستقرار الأسواق المالية: الاستقرار المالي

من المعلوم أنه ما أن يقوم البنك المركزي عبر سياسته النقدية بخفض أسعار الأسهم (الأصول المالية)، من خلال رفع معدلات الفائدة، إلا و أضعف ذلك الاقتصاد و ترك آثار سلبية على ثروة الأفراد و المؤسسات. زيادة على ذلك، إن تطلّب تدخل معتبر في السياسة النقدية لحدوث إنخفاض هام في أسعار الأصول المالية (و

حتى غير المالية)، وما يعقب ذلك من تدهور كبير للنشاط الاقتصادي، جعل من استقرار أسعار الأصول هدف غير مهم و غير مرتب ضمن الأهداف الأولى للبنوك المركزية، إلى غاية زمن قريب. و بالرجوع إلى واقع التاريخ، فقد ثبت أنه حصلت في بعض المرات نتائج سلبية بعد محاولة معالجة فقاعات ارتفاع أسعار الأصول بواسطة السياسة النقدية. و هذا ما حدث مع اليابان عندما حاول بنكها المركزي، في 1989 و مع بداية التسعينات، كبح إرتفاع أسعار الأصول (المالية و العقارات) عن طريق سياسة نقدية إنكماشية و رفع معدلات الفائدة، إذ حقيقة تراجعت أسعار الأسهم في بداية سنة 1990، لكن لم يحدث ذلك مع أسعار الأراضي إلا في صيف 1991، والمشكل هنا هو تزامن هذه الأحداث مع تراجع معدلات نمو الاقتصاد الياباني إلى مستويات منخفضة *Mishkin (2002)*.¹ و كذلك الاقتصاد الأمريكي قد تعرض للركود في سنة 1929 بعد أن أقدم الاحتياطي الفيدرالي، خلال سنة 1928، على إتباع سياسة نقدية انكماشية للحد من ارتفاع أسعار الأسهم الذي قد تم تشخيصه في السوق المالي *Bernanke (2002)*.²

إضافة إلى ما سبق، قد ترتفع أسعار الأصول لأسباب لا تتحكم فيها السياسة النقدية *Bernanke* و *Gertler (2001)*³ و *Gilchrist* و *Leahy (2002)*.⁴ لكن تبقى البنوك المركزية تأخذ بعين الإعتبار تطور أسعار الأصول عند توجيهها لسياستها النقدية، إذ يمكن، على سبيل المثال، أن يعتبر إنخفاض أسعار العديد من الأصول (المالية و غير المالية)، في الوقت الذي يقوم فيه البنك المركزي بتطبيق سياسة نقدية توسعية، كمؤشر على قيام العديد من الأعوان ببيع أصولهم من اجل الحصول على السيولة، و هذا يُفهم على أن الاقتصاد هو ما زال في حاجة إلى سيولة و أن السياسة النقدية ليست توسعية بالقدر الكافي.

¹ - Mishkin F.S (2002), « How Should We Respond to Asset Price Bubbles ? », A Speech At the wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute's Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, May 15 (www.federalreserve.gov).

² - Bernanke B.S. (2002), « Asset-Price « Bubbles » and Monetary Policy », Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, October 15. (www.federalreserve.gov)

³ - Bernanke B.S., Gertler M. (2001), « Should central Banks Respond to Movements in Asset Prices ? », American Economic Review, vol.91, N°2, p.253-257

⁴ - Gilchrist S., Leahy J.V (2002). « Monetary Policy and Asset Prices », Journal of Monetary Economics, vol.49, p.75-97

و رغم كل هذا، فإن العديد من الأبحاث توصلت إلى أن للأزمات المالية آثار سلبية على النشاط الاقتصادي، إذ ينتج عنها تكلفة كبيرة في مجال إنخفاض الإنتاج.¹ و أكبر دليل على ذلك العواقب الكارثية لازمة 2007-2008 على اقتصاديات الكثير من دول العالم. و بالتالي يصبح ضمان استقرار النظام المالي، من خلال تفادي الأزمات، يمثل هدف مهم للبنك المركزي، و لا يجب على هذا الأخير أن يركز فقط على هدف إستقرار الأسعار أو دعم النمو الاقتصادي.

6-II- إستقرار معدلات الفائدة:

هناك هدف آخر يسعى البنك المركزي إلى تحقيقه من خلال سياسته النقدية، هو استقرار معدلات الفائدة. و يمكن ذكر عدة أسباب قد تدفع البنك المركزي وراء السعي لبلوغ هذا الهدف: أولا ، يمكن أن ينتج عن تقلبات معدلات الفائدة حالة من عدم التأكد في الاقتصاد، من شأنها أن تصعب عملية إتخاذ القرار المتعلقة بالمستقبل. فعلى سبيل المثال، إذا كانت هذه التقلبات قوية إلى حد ما، فستخلق صعوبة لدى الأفراد في تحديد الوقت المناسب لشراء مسكن. فمن الممكن أن تتلو لحظة إقتناء مسكن بتمويل بنكي فترة تعرف إنخفاض كبير في معدلات الفائدة، و هو الأمر الذي يحمل المشتري تكلفة تساوي الفرق بين معدل الفائدة الآني و ذلك المطبق لحظة الاقتراض، و هذا هو أحد الهواجس التي تخلق صعوبة و تردد عند أخذ القرار، سواء بالنسبة للأفراد أو المرقين العقاريين الذين قد يختلط عليهم الأمر عند محاولة تحديدهم لعدد البنائيات التي ينطلقون في تجسيدها، و هذا بسبب تقلبات معدل الفائدة الذي يعتبر تكلفة تمويل مشاريعهم. ثانيا، يساهم إستقرار معدلات الفائدة في دعم استقرار الأسواق المالية. إذ تخلق تقلباتها حالة من عدم التأكد لدى المؤسسات المالية. فإن لم يتم التوقع بصفة صحيحة ارتفاع معدل الفائدة، أي إذا فاق هذا الارتفاع توقعات المؤسسات المالية، فقد ينجر عن ذلك خسارة كبيرة في محافظها المالية المكونة من سندات للمدى الطويل و أصول مالية أخرى (تقاس الخسارة هنا بالانخفاض الكبير في أسعار هذه الأصول الذي فاق توقعاتها)، و التي قد تؤدي في بعض المرات إلى إفلاسها. إن التقلبات

¹ - يمكن الرجوع إلى المقالات التالية للإطلاع على تقديرات و أرقام هامة في خصوص هذه التكلفة :

-Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), « The Aftermath of Financial Crises », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.99, N° 2, p.466-472

-Reinhart C. M., Rogoff K.S (2008), « It's the 2007 Sub-Prime Financial Crises So Different ? An International Comparison », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.98, N° 2, p.339-344

الكبيرة لمعدلات الفائدة خلال الثمانينات و بداية التسعينات، كانت هي السبب الرئيسي لدخول صناديق الإدخار الأمريكية في مشاكل خانقة أدت بالكثير منها إلى الإعلان عن إفلاسها.

7-II- إستقرار سوق الصرف :

نظرا للإنعكاسات السلبية أو الإيجابية لتغيرات قيمة العملة على الاقتصاد، يمكن أن تعتبر قيمة سعر الصرف إحدى أهم إنشغالات البنك المركزي. فارتفاع قيمة العملة الوطنية (أي انخفاض سعر صرف العملات الأجنبية ، أو ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية) يعني انخفاض أسعار السلع الأجنبية في السوق المحلي، و حدوث ارتفاع في أسعار السلع المحلية في السوق العالمي، و من تم انخفاض قدرة تنافسية المؤسسات المحلية. و بالتالي، فإن هذا التغير في سعر الصرف و في القوة الشرائية للعملة الوطنية سيؤدي بدوره إلى تغير مقابل في مستوى الصادرات و الواردات، فيقلل من حجم الأول، و يرفع من حجم الثاني. و هو ما يؤدي إلى تردي وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات. و رغم أن تدهور قيمة العملة الوطنية سيكون له آثار معاكسة، أي إيجابية على الميزان التجاري و الاقتصاد ككل، إلا أنه يعتبر عامل تضخمي في الاقتصاد بسبب زيادة تكاليف مدخلات المؤسسات المستوردة و كذا أسعار السلع الاستهلاكية المستوردة. إذن، يمكن القول أن الاستقرار النسبي لسعر الصرف سيسهل على المؤسسات و الأفراد بناء مخططاتهم المتعلقة بمشترياتهم و مبيعاتهم للسلع المستقبلية عبر مختلف دول العالم. و بالتالي، يمكن أن نعتبر إستقرار سعر الصرف، أي تجنب حدوث تقلبات هامة فيه، كهدف جد هام بالنسبة للسياسة النقدية، و تتزايد هذه الأهمية مع تزايد درجة إنفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي .

إن استعمال السياسة النقدية لتحقيق الأهداف النهائية التي أتينا على ذكرها و شرحها تواجه تحديات و

مشكلات كبيرة منهجية و عملية يمكن حصرها في النقاط التالية :

- تعدد الأهداف و تعارضها: يعتبر إستعمال السياسة النقدية لتحقيق عدة أهداف في آن واحد أمر

صعب جدا عمليا، و هو موضوع يدور حوله خلاف كبير بين البنوك المركزية، صانعة السياسة النقدية، و المفكرين الاقتصاديين. فعلى الرغم من أن عدة أهداف هي مكملة لبعضها البعض: تحقيق نمو مرتفع و مستديم في معدلات الناتج الإجمالي الحقيقي من شأنه أن يدعم هدف تحقيق التشغيل الكامل، و نفس الشيء بالنسبة لهدف استقرار

معدلات الفائدة و الاستقرار المالي، تبقى مسألة التعارض القائم بين بعض الأهداف النهائية دائما مطروحة، بمعنى أن العمل على تحقيق هدف معين قد يتعارض مع تحقيق هدف آخر، و من ثم تنشأ مشكلة كيفية حل هذا التعارض. و كمثال على ذلك، قد يصعب على البنك المركزي تحقيق هدف استقرار الأسعار من جهة، و هدف التشغيل الكامل و استقرار معدلات الفائدة من جهة أخرى (بدون شك في المدى القصير و ليس في المدى البعيد).

ففي وضع اقتصادي معين يسوده نوع من الرواج الاقتصادي و انخفاض معدل البطالة قد يبدأ كل من التضخم و معدلات الفائدة في الارتفاع. في هذه الحالة، يؤدي تصدي البنك المركزي لتزايد معدلات الفائدة و بالتالي استهدافه خفض معدل البطالة، من خلال سياسة نقدية توسعية، إلى رفع مستوى الأسعار (منحني فيليبس) ، بينما يؤدي رفعه لمعدلات الفائدة، من خلال سياسة نقدية إنكماشية، من أجل خفض التضخم، إلى زيادة معدلات البطالة (منحني فيليبس). إن مشكلة تعارض الأهداف تضع البنك المركزي أمام موقف حرج. إن أحد حلول هذه المشكلة يتمثل في مبدأ الإتساق للاقتصادي الفرنسي " تينبرجن " « *Jan Tinbergen* » و الذي مفاده أن تمتلك السياسة الإقتصادية عدد من الأدوات (و السياسة النقدية واحدة منها) بقدر ما تحدد لنفسها من أهداف نهائية. و هذا يصب في نفس التوجه الذي تتبناه حاليا أغلبية البنوك المركزية الكبرى في العالم و هو إستهداف التضخم.

- مسألة ترتيب الأولويات بين الأهداف: رغم أن هناك إتفاق عام على تعدد الأهداف و على التعارض القائم بين البعض منها، إلا أن هناك جدلا كبيرا بين الاقتصاديين و بين البنوك المركزية حول كيفية تحقيقها و كيفية ترتيبها حسب أولوية بعضها على غيرها. في حقيقة الأمر، نظرا لأهميته البالغة في تحديد وضع الاقتصاد في المدى الطويل، قد جعل من استقرار الأسعار الهدف الأولي، رقم واحد، للسياسة النقدية التي يمارسها البنك المركزي في العديد من الاقتصاديات: مثل منطقة الأورو ، بريطانيا ، كندا ، نيوزيلندا. حيث تقوم البنوك المركزية لهذه الدول و غيرها بترتيب الأهداف حسب أولوية بعضها على بعض، و هدف استقرار الأسعار يكون في المقام الأول، حيث بمجرد بلوغ هذا الأخير، تمر إلى تحقيق هدف آخر كالنمو الاقتصادي المستمر الغير تضخمي. لكن الوضع في

الولايات المتحدة الأمريكية هو مختلف تماما. إذ يُقدّم الاحتياطي الفيدرالي على استهداف هدفين في آن واحد. فهو يستهدف، في نفس الوقت، استقرار الأسعار و التشغيل الكامل.

في الواقع، ليس هناك إختلاف كبير بين هذين التوجهين إذا تمّ البحث عن تحقيق استقرار الأسعار في المدى الطويل و محاولة محاربة البطالة في المدى القصير بما يُقرب معدل البطالة من معدله الطبيعي، رغم الإنحراف المؤقت والمحتمل لمعدل التضخم عن المستوى المستهدف في المدى البعيد. بكلمات أخرى، يجب أن يُستهدف استقرار الأسعار فقط في المدى الطويل، لأنه لا يمكن تجاهل تقلبات النشاط الاقتصادي (الإنتاج و عدد الوظائف) في المدى القصير، و محاولة تحقيقه في المدى القصير بأي ثمن، سترتب عنها تغيرات كبيرة في الإنتاج. كخلاصة لما سبق، كلا الخيارين يعتبران مقبولان بشرط أن يكون استقرار الأسعار هو هدف أولي في المدى البعيد و ليس في المدى القريب، و هذا هو الواقع العملي لكثير من البنوك المركزية (كما سنرى لاحقا عند دراستنا لإستراتيجيات السياسة النقدية) التي أصبحت حاليا تعتمد إستراتيجية جديدة تسمى استهداف التضخم.

III- أدوات السياسة النقدية :

يستعمل البنك المركزي لإدارة السياسة النقدية مجموعة من الوسائل تسمى أدوات السياسة النقدية، و التي يمكن دراسة أهمها في العناصر التالية:

III-1- تأطير القرض:

إلى غاية بداية الثمانينيات، كانت تستعمل البنوك المركزية في أغلبية الدول الصناعية (وحتى في الدول النامية) أدوات مباشرة ذات طابع تنظيمي لإدارة سياستها النقدية. إذ كانت تكمن هذه الأخيرة أساسا في الحد من خلق النقود عن طريق المراقبة المباشرة للعناصر المقابلة للنقود. تسمى المراقبة المباشرة للعناصر المقابلة للنقود بمراقبة الصرف أو تأطير القرض. سنتطرق في هذه الفقرة للوسيلة الثانية و نُبعها بدراسة للأداة الأولى.

تسمح سياسة تأطير القرض للبنك المركزي بالتدخل مباشرة للتأثير في قدرة البنوك التجارية على منح القروض التي تعتبر المصدر الرئيسي لخلق النقود و إحدى العناصر المقابلة لها. أي بهذه الطريقة تسمح البنوك

المركزية لنفسها بمراقبة الكتلة النقدية. بالأخذ بعين الاعتبار الهدف المتوسط للسياسة النقدية و كذا التطور المتوقع للعوامل المستقلة للسيولة البنكية، تقوم سياسة تأطير القرض على فكرة تسقيف مباشر للقروض الممنوحة في الاقتصاد. و أي مؤسسة إقراض تتجاوز سقفها التمويلي تلتزم بأن تودع لدى البنك المركزي مبلغ مالي (لا يترتب عليه فوائد) يتناسب بشكل ما مع هذا التجاوز أو أن تفرض عليها غرامة مناسبة حسب تقدير البنك المركزي .

إضافة إلى ذلك، إن تأطير القرض قد يعطي الحرية للبنوك في إختيار التمويلات التي تراها مناسبة لها و القطاعات المستفيدة من ذلك، كما قد يكون تأطير إنتقائي يُنتج للبنوك التجارية حيزًا ضيقًا من المبادرة. إذ في الحالة الأخيرة، يمكن أن يأمر البنك المركزي بتشجيع القروض الإنتاجية دون القروض الاستهلاكية أو تشجيع القروض القصيرة الأجل و الحد من القروض الطويلة الأجل أو العكس، أو أن يقوم بتحديد نسب معينة لتمويل القطاعات ذات الأولوية، حسب الخطة التي ترسمها الدولة في إطار سياساتها الاقتصادية العامة، كتمويل القطاعات الصغيرة الزراعية أو الصناعية و مختلف مشاريع الشباب بالقروض اللازمة. فهذه القطاعات يمكنها أن تكون مقصية من قبل البنوك، كونها تتميز بدرجة مخاطرة عالية أو بأرباح قليلة.

في الاقتصاديات التي تعتمد التمويل عبر الوسطاء الماليين، خاصة البنوك التجارية، و التي يكون بها الطلب على القروض أقل حساسية لتغيرات معدلات الفائدة، تعتبر سياسة تأطير القرض فعالة، لأنها تسمح للبنك المركزي بالتحكم بشكل مباشر في تطور حجم القروض الممنوحة للاقتصاد. و تزداد أهميتها بشكل خاص في أوقات التضخم المرتفع المستعصي معالجته. إذ تكون المؤسسات، في هذه الأوقات، مستعدة لدفع معدلات فائدة مرتفعة نظرا لقدرتها على تحميل هذه التكاليف إلى أسعار المنتجات دون أن تخشى تراجع قدرتها التنافسية نظرا لأن التضخم حالة عامة تمس جميع المؤسسات. و في مثل هذه الحالة، قد تصبح الوسائل غير المباشرة محدودة الفعالية في كبح التضخم.

رغم هذه الايجابيات لسياسة تأطير القرض إلا أنها لا تخلو من السلبيات، حيث أن إعتقاد هذه السياسة يؤدي إلى تقييد البنوك المعنية بما مقارنة بباقي المؤسسات المانحة للقروض و التي ستعرف ارتفاع في حصصها السوقية. ضف إلى ذلك، إن تحديد سقف للقرض حسب كل بنك، بشكل إداري، يعيق البنوك جيدة الأداء و

يغطي عن البنوك سيئة الأداء. إن هذا المسلك يعتبر إخلال بالمنافسة بين مؤسسات الإقراض و سوف لن يؤدي إلى تخصيص أمثل للموارد المالية. زيادة على ذلك، مع تبني هذه الوسيلة، لا يمكن لمعدل الفائدة أن يلعب دوره كآلية لضبط التوازن بين العرض و الطلب على القروض.

الشيء الآخر الذي يمكن أن يعتبر نقطة سلبية لهذه السياسة هو أن فعاليتها قد عرفت تراجع كبير مع تطور أسواق رأس المال، الوطنية و الدولية، التي تقدم فرص تمويل أخرى منافسة للقروض.

III-2- مراقبة الصرف:

تهدف سياسة مراقبة الصرف إلى الحد من خروج رؤوس أموال الأعوان الاقتصاديين المقيمين بالداخل، بغية الحفاظ على قيمة العملة الوطنية و التحكم في تطور الكتلة النقدية عن طريق مراقبة إحتياطي الصرف الذي هو أحد العناصر المقابلة لها. تعطي هذه السياسة نوعا من الاستقلالية للسياسة النقدية، إذ يمكن هنا للبنك المركزي أن يثبت معدل الفائدة المحلي عند مستوى يخدم أهدافه بمعزل عن مستوى معدلات الفائدة الأجنبية. و يبقى أن نشير هنا إلى أن هذه السياسة قد سحبت مؤخرا في كثير من الدول من لائحة الأدوات التي تفاضل بينها البنوك المركزية لبلوغ أهدافها.

ويبقى أن نشير في الأخير، إلى أن استعمال أدوات السياسة النقدية المباشرة يعيق إلى حد كبير التخصيص الأمثل للموارد المالية و يحد من الفعالية الاقتصادية نظرا لإعتماد التوزيع الإداري أو شبه الإداري للقروض و عدم شفافية منحها في أحيان كثيرة.

III-3- معدل إعادة الخصم :

تعتبر هذه الأداة من الوسائل التقليدية الشائعة الإستعمال من طرف البنوك المركزية في تنفيذ سياستها النقدية. يمثل معدل إعادة الخصم معدل الفائدة الذي يتقاضاها البنك المركزي مقابل قيامه بإعادة خصم الأوراق التجارية (مثل الكمبيالات) و الأوراق المالية (مثل أذونات الخزنة)، التي تتوافر فيها شروط القبول، التي تقدمها

له البنوك التجارية عندما ترغب في بيعها (خصمها) و الحصول على قيمتها النقدية قبل موعد استحقاقها، أو لقاء ما يقدم إليها من قروض مضمونة يمثل بعض هذه الأوراق و غيرها (ستعرض لمثل هذه القروض لاحقاً لما ندرس التسهيلة الهامشية للتسليف المتبناة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي).

إذا تعتبر عملية إعادة الخصم كشكل من أشكال إعادة تمويل البنك المركزي للبنوك التجارية عند معدل ثابت يحدده البنك المركزي بصفة إنفرادية. و يوجد في الواقع العملي بعض القيود التي تقف أمام ولوج هذا النوع من إعادة التمويل، كتسقيف حجم المبالغ المخصصة لإعادة الخصم (سواء كانت إجمالية أو لكل بنك على حدى) و قبول فقط بعض الأصول المالية المحددة لإنجاز هذه العملية.

يمثل معدل إعادة الخصم تكلفة تتحملها البنوك التجارية عند لجوئها لشباك الخصم لدى البنك المركزي لسد حاجتها من السيولة النقدية. و بالتالي أي تغير يحدثه البنك المركزي فيه سينعكس بالسلب أو الإيجاب على حجم القروض التي تحصل عليها البنوك التجارية منه، و من ثم التأثير على حجم احتياطاتها النقدية، و على قدرتها على منح الإئتمان، و بالتالي التأثير على مستوى العرض الكلي للنقود في الاقتصاد و معدلات الفائدة.

تتميز سياسة إعادة الخصم بخاصية تضع البنك المركزي أمام مشكلة حقيقية عند استعماله لها. هذه الميزة هي أن عملية إعادة الخصم هي إجراء آلي يقوم به البنك المركزي بمجرد لجوء البنوك التجارية لشباك الخصم لديه لخصم ورقة تجارية أو مالية، بشرط أن تتوفر في هذه الأخيرة شروط القبول. إذن المبادرة في هذه العملية تأتي من البنوك التجارية التي تعبر عن رغبتها في هذا المجال لسد حاجتها من السيولة النقدية. و بالتالي هذا يعني أن هذا الإجراء لا يسمح للبنك المركزي بسحب السيولة من سوق ما بين البنوك. و هو ذا المشكل بحد ذاته، فإذا كان السوق خارج سيطرة البنك المركزي *hors banque* ستصبح السياسة النقدية غير فعالة.

كما يمكن كذلك أن تتضاءل فعالية سياسة إعادة الخصم عندما تكون مرونة طلب إعادة الخصم أو طلب القروض بالنسبة لمعدل الفائدة منخفضة، مثلاً عندما يكون للبنوك التجارية مصادر أخرى للتزود بالسيولة. بل قد تصبح غير فعالة لما لا تستجيب البنوك التجارية للتغيرات في معدل إعادة الخصم بالطريقة التي يتوقعها أو يرغب فيها البنك المركزي. فقد يرفع هذا الأخير من معدل إعادة الخصم بغية منه في الحد من لجوء البنوك التجارية

لديه لخصم الأوراق التجارية و المالية (سياسة نقدية انكماشية)، و مع ذلك تستمر هذه البنوك في الطلب منه القيام بهذه العملية، و بالتالي، و في منح القروض للأعوان الاقتصاديين بنفس معدلات الفائدة التي كانت تفرضها سابقا أو بمعدلات أعلى. يحدث هذا في تلك الحالات التي يعتقد فيها القطاع الخاص بأن الاستثمار في بعض المشاريع هو مربح رغم ارتفاع تكلفة الاقتراض و ذلك راجع للتنبؤات الإيجابية بالنسبة للنشاط الاقتصادي في المستقبل.

في ظل هذه المشاكل، و بالموازاة مع توجه البنوك المركزية نحو التخلي أكثر فأكثر عن استخدام هذه الأداة للوصول إلى المستوى المطلوب لمعدل الفائدة لسوق ما بين البنوك و الاكتفاء بإستعمال شبك الخصم للعب دور المقرض الأخير للبنوك أو لوضع حد أعلى لمعدل الفائدة للسوق ما بين البنوك، تطور و تزايد استخدام أداة أخرى لإعادة تمويل البنوك التجارية بالنقد المركزي، ألا و هي عمليات السوق المفتوحة.

4-III- عمليات السوق المفتوحة:

تعتبر سياسة السوق المفتوحة من أكثر أدوات السياسة النقدية إستعمالا، بل الأهم، و خاصة في الدول المتقدمة ذات الأسواق المتطورة. و المقصود بهذه الأداة هو قيام البنك المركزي ببيع و شراء الأوراق المالية (في الغالب هي قصيرة الأجل ذات طابع حكومي مثل أذونات الخزينة) في السوق النقدية (بالأخص في السوق ما بين البنوك) و ذلك بهدف التأثير على حجم الإحتياطيات النقدية للبنوك التجارية، و التأثير بالتالي على حجم القروض الممنوحة من قبلها، و من ثم إحداث التغيير في عرض النقود المركزية (العرض الكلي للنقود) و في مستوى معدل الفائدة للسوق النقدي في الاتجاه المطلوب من أجل تحقيق الهدف النهائي الذي يود بلوغه البنك المركزي.

تنطوي سياسة السوق المفتوحة على عدة عمليات لا تتم بنفس الطريقة بل تختلف (و النتيجة واحدة من حيث الأثر) حسب الوسط المالي الذي يعمل فيه البنك المركزي. إذ تركز عمليات السوق المفتوحة سواء على شراء و بيع، بشكل نهائي *ferme, permanent* أو مؤقتة *temporaire, temporary* ، أصول مالية للبنوك التجارية، و هذا يتطلب وجود سوق نقدية كبيرة و تتميز بالسيولة (و هو الشيء المعمول به في مثلا : بريطانيا ، الولايات المتحدة الأمريكية و كندا) ، أو على تقنية أخرى *une opération de pension* تتمثل

في الإحتفاظ أو التخلي عن أصول مالية، يحددها البنك المركزي، مقابل إعطاء أو سحب السيولة النقدية. أي هي عبارة عن التنازل مؤقتا عن أصول مالية لقاء الحصول على السيولة ل يتم فيما بعد عكس العملية، أي استرجاع الأصول و دفع المبلغ المقترض. سوف نرى هذا الإختلاف بعد قليل لما ندرس عمليات السوق المفتوحة عند كل من البنك المركزي الأوروبي و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي.

أما في خصوص واقع الإطار العملي *le cadre opérationnel* المعمول به في الاقتصاديات الوطنية، خاصة المتقدمة منها ، و الذي يشمل على الأدوات المستخدمة و الإجراءات الخاصة بها ، فقد نصح الاقتصادي " فريدمان " *Friedman (1960,1982)*¹ في كثير من المناسبات باستهداف مجموعة نقدية عبر استخدام عمليات السوق المفتوحة ، و فقط على شكل شراء و بيع الأصول المالية بالمعنى الضيق لهذه العملية (*achats et ventes ferme* , *Permanent Open Market Operations*) . و يفهم عن هذا الأخير أنه يُستبعد استخدام الاحتياطي الإجباري و عملية إعادة الخصم (بمعنى التسهيله الهامشية للتسليف) و عمليات السوق المفتوحة بالمعنى الواسع (*Temporary Open Market Operations , des pensions*). لكن بخلاف هذه التوصيات، تستهدف حاليا السياسة النقدية مستويات محددة لمعدل الفائدة و الإطار العملي للبنك المركزي هو يحتوي على الأقل على عملية التسهيله الدائمة و على عمليات السوق المفتوحة بالمعنى الواسع.

ينجز البنك المركزي، في غالب الأحيان، عمليات السوق المفتوحة عبر نداءات العرض *un appel d'offre* و ليس عبر إتفاق ثنائي بينه و بين مؤسسة إقراض. و تفضل البنوك المركزية في العموم التدخل في السوق النقدي كعارض للسيولة (و هذا يعتبر أحد المحفزات على إمتلاك نظام إحتياطي الصرف)، و تبقى إمكانية التدخل في الإتجاه الآخر، أي سحب السيولة من السوق، مطروحة بطبيعة الحال. في الحالة الأولى يكون البنك المركزي بصدد تطبيق سياسة نقدية توسعية، و في الحالة الثانية، سياسة نقدية انكماشية. فإذا كان الاقتصاد يعاني ، على سبيل المثال ، من مشكلة الركود ، أي إنخفاض في معدلات النمو الاقتصادي و ارتفاع معدلات البطالة ، فإن هدف البنك المركزي في هذه الحالة يكون إتباع سياسة نقدية توسعية من أجل تنشيط الحركة

¹ -Friedman M.(1960), « A Program for Monetary Stability », New York, Fordham University Press.

-Friedman M. (1982), « Monetary Policy : Theory and Practice », Journal of Money, Credit and Banking, vol.14, N° 1, p.98-118

الاقتصادية. و يقوم البنك المركزي بعملية شراء الأوراق المالية (فقط البعض منها هو يعتبر محل قبول لديه) من السوق النقدي.

و سواء كان بائعي هذه الأوراق المالية أفرادا أو مؤسسات مالية و غير مالية، فإن النتيجة في الحالتين ستكون واحدة. و السبب في ذلك يرجع إلى أن في كل الأحوال سيقوم البائع أيا كان بإيداع ثمن البيع في حسابه لدى البنوك التجارية ، التي سيزيد حجم الودائع لديها نتيجة لذلك و بالتالي سيرتفع حجم احتياطياتها النقدية لدى البنك المركزي ، و سيؤدي ذلك إلى زيادة قدرتها على منح القروض ، و من ثم زيادة عرض النقود و إنخفاض معدلات الفائدة في الاقتصاد (لا يحدث هذا دائما بالنسبة لمعدل الفائدة ، إذ قد يرتفع هذا الأخير في الحالات التي يكون فيها وجود لتوقعات تضخمية لدى البنوك التجارية بأثر يفوق الأثر التخفيضي لزيادة الكتلة النقدية). و في الحالة التي يكون فيها الاقتصاد يعاني من مشكل التضخم ، يطبق البنك المركزي سياسة نقدية إنكماشية.

نتعرض الآن بالتحليل لتفاصيل عمليات السوق المفتوحة عند البنك المركزي الأوروبي و الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

1-4-III- عمليات السوق المفتوحة عند البنك المركزي الأوروبي :

في منطقة الأورو ، تُستخدم عمليات السوق المفتوحة لغرض توجيه و قيادة معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك¹، بينما تبقى التسهيلات الدائمة داخل رواق و تسمح الإحتياطات الإجبارية لمؤسسات الإقراض بالحد من تقلباته.

يستخدم البنك المركزي الأوروبي نوعين من عمليات السوق المفتوحة : عمليات إعادة التمويل *les opérations de refinancement* وما نسميه بعمليات الضبط الدقيق *les opérations de réglage* ، حيث تختلف عن بعضها البعض من حيث الهدف و الإجراءات المستخدمة.

¹ - معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك هو معدل فائدة يومي *taux de l'argent au jour le jour* يتحدد عند نقطة توازن عرض النقد المركزي مع الطلب على النقد المركزي في السوق ما بين البنوك. يُقاس هذا المعدل في منطقة الأورو بما يدعى *l'Eonia* ، و هو يسمى في الولايات المتحدة الأمريكية بمعدل الأموال الفيدرالية *taux des fonds fédéraux*

1-1-4-III- عمليات إعادة التمويل: إنها تمثل أهم أداة للسياسة النقدية عند البنك المركزي الأوروبي ، و هي تتم على شكل أخذ أو تقديم أصول مالية ، على سبيل الضمان ، تتوفر فيها شروط القبول من طرف البنك المركزي ، مقابل السيولة النقدية. و عادة ما تأخذ هذه العمليات شكل أخذ أوراق مالية كضمان من الأخطار المالية ، أي شراء هذه الأصول المالية¹ ، مقابل تزويد البنوك التجارية بالسيولة، ليتم بعد مدة عكس العملية و تقوم البنوك التجارية بإعادة شراء الأوراق المالية مع الإحتساب في ثمن الشراء قيمة الفوائد التي تتحملها. و يمكن أن نميز هنا بين ثلاث عمليات:

- العمليات الأساسية لإعادة التمويل *les opérations principales de financement*: تتم حاليا هذه العمليات بمعدل مرة كل أسبوع، و الغاية منها هي إعطاء إشارة للسوق عن توجه السياسة النقدية.

- عمليات إعادة التمويل للمدى الطويل *les opérations de refinancement à plus long terme*: تتم هذه العمليات بمعدل مرة كل أسبوع مع وجود فترة استحقاق لثلاث أشهر. تهدف هذه العمليات إلى تزويد البنوك بتمويل إضافي ، و بالتالي تغطية حاجتها للسيولة على مدى فترة طويلة مقارنة بالعمليات السابقة ، و ليس إلى إعطاء إشارة عن السياسة النقدية.

- العمليات الهيكلية *les opérations structurelles*: تستخدم هذه العمليات لما يكون قطاع البنوك يعاني من عجز دائم في النقد المركزي، و بالتالي تدخّل البنك المركزي بمثل هكذا عمليات يهدف إلى التأثير بعمق و على نحو دائم في معروض النقد المركزي.

في الأخير، يلاحظ على البنك المركزي أنه يزود السوق بغالبية السيولة عبر القناة الأولى. تبعا للهدف النهائي الذي يود البنك المركزي تحقيقه ، يقوم بتحديد حجم النقود المركزية الذي يريد عرضه من خلال إتباع الخطوات التالية :

¹ - إن ثمن شراء البنك المركزي للأوراق المالية من البنوك التجارية يساوي قيمة القرض المقدم لهذه الأخيرة ، لكن الأوراق المالية المأخوذة كضمان لها قيمة تساوي قيمة القرض مضافا إليها الفوائد و مقدار الإنخفاض المتوقع لقيمتها في السوق.

أولاً، يحدد البنك المركزي مستوى معين لمعدل الفائدة ما بين البنوك، هو في هذه الحالة معدل العمليات الأساسية لإعادة التمويل، *Refi*، كهدف يجب تحقيقه لبلوغ الهدف النهائي. إنه يسمى المعدل الموجه (المدار) للبنك المركزي *le taux directeur* و هو يتحدد عند تلاقي منحى الطلب على النقد المركزي بمنحى عرض النقد المركزي.

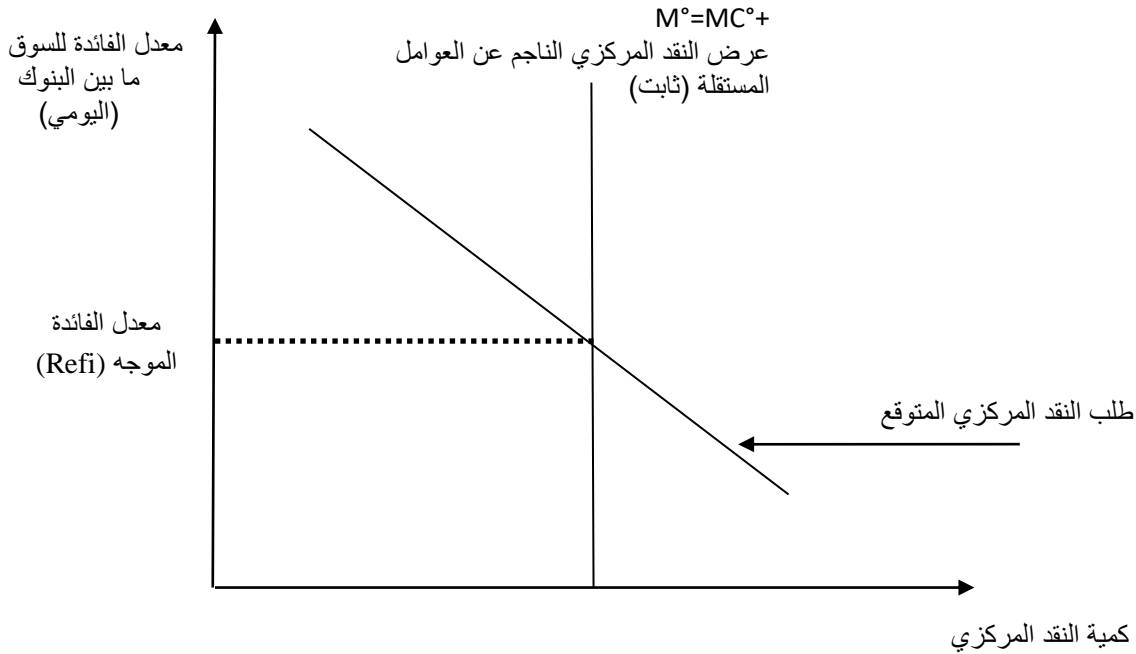
يتكون الطلب على النقد المركزي من عنصر الإحتياطات الإجبارية ، الممكن إعتبرها ثابتة، و عنصر الإحتياطات الإختيارية (الفائدة) التي ينجر عن تكوينها تكبد تكلفة الفرصة البديلة المُقاسة بمعدل الفائدة ما بين البنوك الذي يكون بإمكان البنوك تحصيله لو أقرضت هذه الإحتياطات. فكلما ارتفع هذا المعدل قل حجم الإحتياطات الفائدة المحتفظ بها و العكس صحيح. و بالتالي الطلب على النقد المركزي هو دالة عكسية في معدل الفائدة ما بين البنوك *L'Eonia*. أما عرض النقد المركزي فهو مكون من جزئين : جزء لا يتحكم فيه البنك المركزي هو خارجي، و جزء آخر ناتج عن تدخلات البنك المركزي في السوق ما بين البنوك (يمكن القول السوق النقدي). أما الجزء الأول فهو يمثل العوامل المستقلة لعرض النقد المركزي و التي تتكون من : الأوراق النقدية المتداولة التي يمكن أن تدخل إلى البنوك و تساهم بالتالي في زيادة منح القروض و من ثم في خلق النقود ، ودائع الإدارات العمومية الناجمة عن وجود مساعدات لها أو تمويل عجز الموازنة العامة ، و إثر تسيير هذه الإدارات لمهامها يحصل دفع أجور العمال التي تودع بدورها لدى البنوك و تساهم بذلك في خلق النقود، و أخيراً إحتياطي الصرف الذي قد يرتفع لوجود فائض في الميزان التجاري أو لدخول رؤوس الأموال للإقتصاد الوطني ، و في كلتا الحالتين النتيجة واحدة هي زيادة خلق النقود. و بخصوص الجزء الثاني من عرض النقد المركزي فهو يرتبط بإستعمالات أدوات السياسة النقدية ، أي هو يمثل النقد المركزي المعروض من قبل البنك المركزي MC^0 ، و الذي يساوي:

$$MC^0 = \text{عمليات السوق المفتوحة}^1 = \text{موجودات مؤسسات الإقراض في حساباتها الجارية لدى البنك}$$

المركزي (عرض النقد المركزي) - العوامل المستقلة

1 - يوجد عدة أدوات للسياسة النقدية يمكن أن تستخدم من قبل البنك المركزي لعرض النقد المركزي في السوق ، لكن أهم أداة تستخدم حالياً هي أدوات السوق (الأدوات الغير مباشرة) : نتكلم عن سياسة السوق المفتوحة.

بعد تثبيت معدل العمليات الأساسية لإعادة التمويل *Refi* عند مستوى معين ، يقوم البنك المركزي بتوقع و تقدير النقد المركزي الناتج عن العوامل المستقلة. ثم يقوم ، في خطوة موائية ، بالتنبؤ بالطلب على النقد المركزي (أي موجودات مؤسسات الإقراض في حساباتها الجارية ، لأن عند المستوى التوازني لمعدل الفائدة *Refi* يكون الطلب و عرض النقد المركزي متساويان) الموافق لمعدل الفائدة الذي حدده سابقا ، و يتم ذلك بإستخدام منحنى الطلب (أو دالة الطلب المقدرة) الذي هو في الواقع يربط بين مجموع النقاط الممثلة بيانيا لمجموع التوليفات المكونة من مبلغ النقد المركزي المطلوب و معدل الفائدة الموافق له. بعد الإنتهاء من هذه الخطوات ، يكون البنك المركزي قد عرف مبلغ النقد المركزي الواجب عليه عرضه باستخدام أداة عمليات السوق المفتوحة لتحديد معدل الفائدة الذي يرغب في الوصول إليه (الشكل -1-). فقط يبقى أن نشير إلى أنه ، مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها ، يؤدي إنخفاض المبلغ الفعلي للعوامل المستقلة لعرض النقد المركزي إلى إنتقال منحنى الطلب على النقد المركزي نحو اليمين ، ليتترجم نقص العرض بإرتفاع معدل الفائدة التوازني.



الشكل رقم-1- : عرض النقد المركزي

2-1-4-III- عملیات الضبط الدقیق: إستنادا إلى التحليل السابق الخاص بتحدید عرض البنك المركزي للنقد

المركزي ، يمكن أن نميز بين ثلاث حالات :

الحالة الأولى: يكون فيها معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك و معدل الفائدة الموجه متساويان، و يحدث

هذا لما تتحقق تنبؤات البنك المركزي المستخدمة لتحديد عرضه من النقد المركزي.

الحالة الثانية: يكون فيها معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك أكبر من معدل الفائدة الموجه. إذ يمكن أن

تكون قيمة العوامل المستقلة أقل مما توقعه البنك المركزي عندما قام بتحديد عرضه من النقد المركزي ، بسبب، على

سبيل المثال ، وجود طلب على تحويل الودائع إلى أوراق نقدية يفوق ما تم توقعه أو بسبب وجود رصيد لحساب

الإدارات العمومية لدى البنك المركزي يقل عن ما تم توقعه نظرا لضعف المداخيل الجبائية مقارنة بما كان منتظر.

فمهما كان السبب، سيتواجد منحى الطلب على النقد المركزي على يمين موضع الأول الذي استخدمه البنك

المركزي لتحديد عرضه من النقد المركزي. وبالتالي سيتحقق توازن السوق عند مستوى معدل فائدة أعلى من معدل

الفائدة الموجه الخاص بالبنك المركزي.

الحالة الثالثة: يكون فيها معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك أقل من معدل الفائدة الموجه. إنه عكس

الحالة السابقة. وسيكون البنك المركزي قد قلّل من تقديره لقيمة العوامل المستقلة.

يبدو في الحالتين الأخيرتين أن تنبؤات البنك المركزي بخصوص قيمة العوامل المستقلة هي غير صحيحة.

فمن أجل استدراك هذا الفرق بين معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك و المعدل الموجه ، و تفادي أن تؤدي هذه

الأخطاء إلى لجوء البنوك التجارية بشكل كبير إلى التسهيلات الدائمة (لما يكون معدل الفائدة للسوق ما بين

البنوك أكبر من المعدل الخاص بالتسهيل الهامشية للتسليف أو أقل من المعدل الخاص بالتسهيل الهامشية للودائع)،

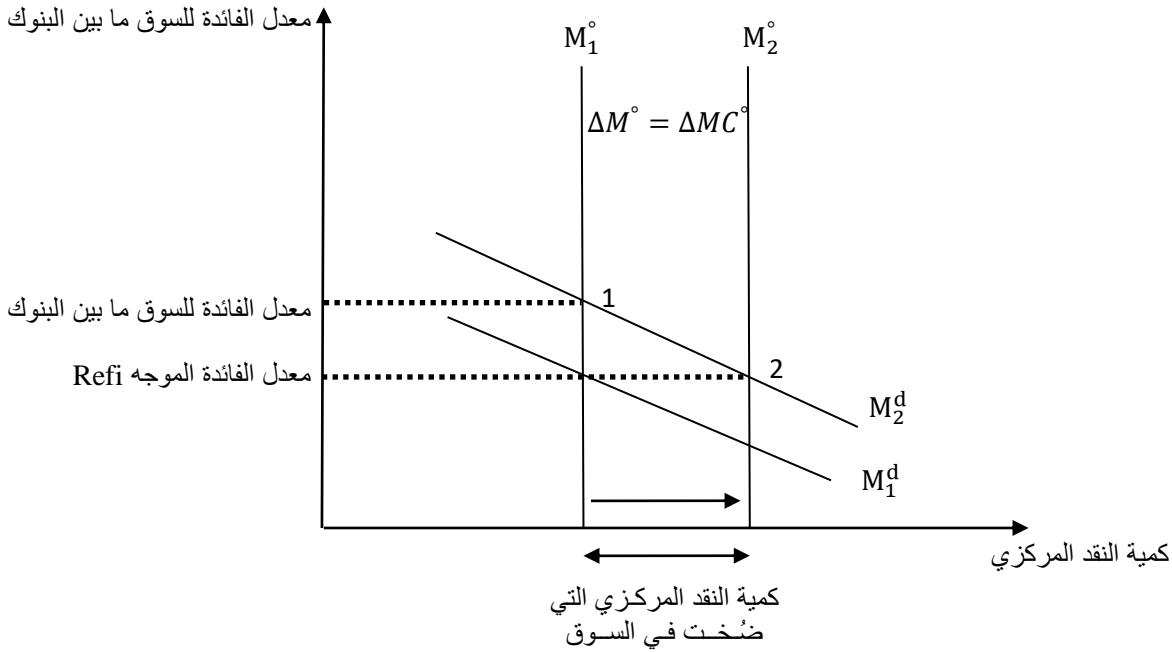
يقوم البنك المركزي بإجراء عمليات الضبط الدقيق.

كمثال على ذلك ، نفترض في الشكل التالي رقم -2- أن كمية النقد المركزي المعروضة في إطار عمليات

إعادة التمويل تم تحديدها على أساس قيمة مقدمة للعوامل المستقلة تفوق قيمتها الفعلية. و بالتالي سيكون معدل

الفائدة للسوق ما بين البنوك أكبر من معدل الفائدة الموجه *Refi* (في النقطة 1). من أجل القضاء على هذا

الفارق ، يمكن للبنك المركزي أن يضخ النقد المركزي في السوق عن طريق شراء أصول مالية (بشكل نهائي أو مؤقت). هذا التصرف ، يجعل منحى عرض النقد المركزي ينتقل إلى اليمين ، مخفضا بذلك معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك عند مستوى معدل الفائدة الموجه *Refi* (في النقطة 2).



الشكل رقم 2-: عمليات الضبط الدقيق: الحالة التي يكون فيها معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك أكبر من معدل الفائدة الموجه

2-III-4- عمليات السوق المفتوحة عند الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي:

يستخدم الاحتياطي الفيدرالي ثلاث أنواع من عمليات السوق المفتوحة:

- عمليات السوق المفتوحة الديناميكية *les opérations d'open market dynamiques*:

تستخدم هذه العمليات للتأثير في كمية النقد المركزي في السوق.

- عمليات دفاعية *les opérations défensives*: تستخدم لمعالجة المشاكل أو الإنحرافات الناجمة عن تغير العوامل المستقلة لعرض النقد المركزي.

- عمليات هيكلية *les opérations structurelles*: الهدف من هذه العمليات هو التأثير بعمق في معروض النقد المركزي. يقوم الإحتياطي الفيدرالي في إطار هذه العمليات بشراء أو بيع أوراق مالية في السوق ، و بشكل نهائي دون أن يتبع ذلك عملية معاكسة (كأن يلزم بنك ما بأن يعيد الشراء منه ورقة مالية كان هو قد إشتراها منه في الأول).

تتم أغلبية العمليات من النوعين الأولين في سوق أذونات الخزانة الذي يتميز بالسيولة الكبيرة ، و العدد الهائل للأصول المالية المتداولة و الصفقات المبرمة فيه. و هو ما ساعد و جعل عدد كبير من العمليات تتم على شكل بيع و شراء مؤقت للأصول المالية. فالإحتياطي الفيدرالي يتدخل في السوق بشكل يومي تقريبا عبر عمليات السوق المفتوحة ذات الطابع المؤقت « *opérations de repos* ». يقوم في هذه العمليات بشراء أوراق مالية و يتعهد بائعها بأن يعيد شرائها منه بعد مدة قصيرة تكون بين يوم واحد و خمسة عشر يوما، لكن أغلبية هذه العمليات تتم حاليا في يوم واحد. ونفس المنطق ينطبق على عمليات البيع المؤقتة. الملاحظ على هذه العمليات هو أن أثرها على النقد المركزي ينعكس في لحظة إنحائها و استرجاع الورقة المالية. إن هذه العمليات هي شبيهة بتلك المعمول بها في منطقة الأورو أي عمليات السوق المفتوحة بالمعنى الواسع *les pensions*.

سواء في منطقة الأورو أو في الولايات المتحدة الأمريكية أو في غيرها ، تعتبر عمليات السوق المفتوحة الأداة التي تستخدمها البنوك المركزية في تسيير السيولة البنكية (النقد المركزي) من اجل تحقيق استقرار معدل الفائدة في المدى القصير عند مستوى معين (يختلف عن معدل التسهيلات الدائمة). لكن قد تستخدمها كذلك لتعقيم تدخلاتها في سوق الصرف ، أي مرافقة تدخلها في سوق الصرف بعملية للسوق المفتوحة قصد تعطيل تأثير هذا التدخل على كمية النقد المركزي ، و التي سترجع إلى مستواها قبل سياسة الصرف (يمكن الرجوع في هذا الشأن إلى مقال الاقتصاديين *Aizenman* و *Glick* (2008)¹). حيث في التدخلات في سوق الصرف

¹ -Aizenman J., Glick R. (2008), « Stabilization, Monetary Policy, and Global Financial Intégration », NBER Working Paper, N°13902

المعقمة ، يقوم البنك المركزي بتزويد السوق بالسيولة عبر عمليات السوق المفتوحة مباشرة بعدما يبيع العملة الصعبة و بالتالي يشتري عملته ، و العكس صحيح لما يشتري العملة الصعبة. في هذه الحالة نقول أن السياسة النقدية لم تتغير (نظرا لثبات حجم السيولة البنكية) و أنه سوف لن يكون هناك اثر دائم على سعر الصرف. من جهة أخرى ، و بما أن احتياطي الصرف هو جزء من العوامل المستقلة لعرض النقد المركزي ، فإنه ليس أمام البنك المركزي خيار سوى تعقيم تدخلاته في سوق الصرف لإستدراك تنبؤاته الخاطئة فيما يخص قيمة هذه العوامل و تعديل عرض النقد المركزي لبلوغ مستوى معدل الفائدة القصير الأجل الذي اختاره كهدف عملي لسياسته النقدية (نتكلم عن هذا السيناريو فقط في الحالة التي لم يتوقع فيها البنك المركزي هذا التغير في العوامل المستقلة عند تحديده لعرضه من النقد المركزي).

في الأخير ، تمتلك أداة عمليات السوق المفتوحة عدة إيجابيات، مقارنة بالأدوات الأخرى ، مما يجعلها الوسيلة المفضلة لدى البنك المركزي:

- تُجرى عمليات السوق المفتوحة بمبادرة من البنك المركزي ، وهو الأمر الذي يسمح لهذا الأخير بالتحكم تماما في حجم هذه العمليات ، و التالي التحكم في حجم التغير المرغوب في عرض النقود.
- تسمح بالضبط الدقيق للسيولة. إذ يمكن للبنك المركزي بسهولة تصحيح أي أخطاء تمت أثناء تنفيذ هذه السياسة ، فلو إكتشف أن معدل الفائدة القصير المدى هو جد منخفض بسبب قيامه بشراء كمية من أدوات الخزانة أكبر من تلك التي تحتاجها متطلبات السياسة النقدية ، فإنه يمكنه مباشرة القيام بعملية معاكسة و بيع كمية من الأوراق المالية في السوق المفتوحة لإمتصاص ذلك القدر الزائد من النقود.
- يمكن تنفيذ عمليات السوق المفتوحة بسرعة، نظرا لقصر مدة الإجراءات الإدارية اللازمة للقيام بها، إذ لإحداث تغيير في عرض النقد المركزي عبر هذه العمليات يكفي إعطاء أمر لسمسار في السوق المالي و تكون الصفقات قد أبرمت فورا.
- يمكن عكس عمليات السوق المفتوحة. أي يمكن للبنك المركزي ضخ أو سحب السيولة من السوق.

- تتميز كذلك بكونها مرنة الإستخدام. أي البنك المركزي هو قادر تماما على التحكم بحجم التغيير المرغوب في عرض النقد المركزي مهما كان مقدار هذا التغيير صغيرا أو كبيرا.

III-5- التسهيلات الدائمة:

يجوز البنك المركزي على أداة أخرى للسياسة النقدية ، ألا و هي التسهيلات الدائمة، التي تتم في إطار علاقات ثنائية بين البنك المركزي ، الذي يحدد شروطها ، و مؤسسات الإقراض (البنوك التجارية) ، التي تكون هي المبادرة للقيام بها ، و هو الأمر الذي يجعلها مختلفة عن عمليات السوق المفتوحة التي تخضع لشروط السوق (أي التي تتم في إطار تفاعل بين العرض و الطلب على الأصول المالية أو ، نفس الشيء ، على النقد المركزي). و كونها متاحة للبنوك التجارية ، في كل وقت و على مدار الأربعة وعشرين ساعة من اليوم ، فهي تعطيها فرصة لتسيير خزينتها بشكل يومي ، من خلال إمكانية التزود بالسيولة من البنك المركزي في حالة عجز الخزينة أو تشكيل ودائع لديه مدرة للفوائد في حالة وجود فائض في الخزينة ، حيث تأتي المبادرة في كلتا الحالتين من البنوك. و يتبين مما سبق أنه يوجد نوعين من التسهيلات الدائمة ، بمدة إستحقاق محددة بـ 24 ساعة:

III-5-1- تسهيل التسليف: la facilité de prêt

تسمح تسهيلة التسليف للبنوك بالتزود بالسيولة (الحصول على قرض) من البنك المركزي مقابل قيامها بتقديم أوراق مالية ، على سبيل الضمان ، تتوافر فيها شروط القبول من طرف البنك المركزي ، و هذا في حدود فترة لا تزيد عن 24 ساعة و لقاء دفع معدل فائدة يكون محدد مسبقا. إن معدل الفائدة المطبق على تسهيلة التسليف هو ثاني معدل موجه للبنك المركزي و هو أكبر من معدل الفائدة الموجه السابق (أي معدل العمليات الرئيسية لإعادة التمويل بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي).

يلعب هذا النوع من التسهيلات دورين إثنين هما (Bindseil (2004)¹: أولاً، كونها أداة للسياسة النقدية ، هي تسمح بمراقبة معدل الفائدة القصير المدى جدا عن طريق فرض حد أعلى لهذا الأخير (معدل الفائدة الموجه الثاني الذي أشرنا إليه سابقا) ، حيث يكون بمقدور البنوك التوجه نحو البنك المركزي للإقتراض منه بمجرد أن يصبح معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك مساوٍ للمعدل المطبق على تسهيلة التسليف ، أو تفضيل الإقتراض منه عندما يصبح الأول أعلى من الثاني. ثانياً ، كأداة لتحقيق الاستقرار المالي ، وكما أشرنا آنفاً في الفقرة السابقة ، هي تسمح للبنوك بمعالجة مشكل مؤقت قد يصيب الخزينة (عجز الخزينة) ، إذ يمكنها اللجوء للبنك المركزي للإقتراض منه شرط توفرها على ضمانات تتمثل في أوراق مالية جيدة الخصائص تكون محل قبول من طرف المقرض ، و هذا يسمح بتفادي وقوع البنك في أزمة، التي قد تكون سبب إنتشار الهلع في السوق (إذا كان البنك كبير) بما يحدث إنحيار بنوك أخرى و الدخول في أزمة بنكية قد تصبح مالية فيما بعد.

تسمى هذه الأداة في منطقة الأورو بالتسهيلة الهامشية للتسليف *la facilité marginale de prêt* و هي تلعب كل الأدوار التي أشرنا إليها سابقاً. و هي متواجدة كذلك في الولايات المتحدة الأمريكية و متاحة على مستوى شبك الخضم لدى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. إذ ابتداءً من جانفي 2003 ، لم يعد شبك الخضم يستعمل لبلوغ مستوى مستهدف لمعدل الأموال الفيدرالية ، كما كان معمول به سابقاً ، و إنما أصبح يتيح تسهيلة دائمة للتسليف (*une facilité de prêt permanent (standing lending facility)*) تتمثل في تسهيلة القرض الابتدائي (*une facilité primaire de crédit (primary credit)*) و هي تلعب نفس الدور الذي تلعبه التسهيلة الهامشية للتسليف المتاحة لدى البنك المركزي الأوروبي ، غير أنه يسمح للجوء إليها من قبل البنوك ذات الصحة المالية الجيدة. أما معدل الفائدة المطبق على هذا النوع من القروض فهو معدل الخضم، و يمثل أعلى حد يمكن أن يبلغه معدل الأموال الفيدرالية.

III-5-2- تسهيلة الودائع: *une facilité de dépôt*

¹ -Bindseil U. (2004), « Monetary Policy Implementation –Theory-Past-Present », New York, Oxford University Press Inc.

تسمح تسهيلة الودائع للبنوك التي لديها فائض في الخزينة ، وبمبادرة منها ، بتشكيل ودائع لدى البنك المركزي و لفترة قصيرة جدا لا تزيد عن 24 ساعة، و ينجم عن هذا الاستثمار المالي معدل فائدة يحدده مسبقا البنك المركزي. إن معدل الفائدة المطبق على تسهيلة الودائع هو ثالث معدل موجه للبنك المركزي و هو مثبت عند مستوى أصغر من مستوى معدل الفائدة الموجه الأول (معدل العمليات الأساسية لإعادة التمويل بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي).

تلعب تسهيلة الودائع دور هام في ميدان السياسة النقدية. يتمثل هذا الدور في أن معدل الفائدة المطبق عليها يمثل حد ادني لمعدل الفائدة القصير المدى (معدل سوق ما بين البنوك). و يمكن إعتبار هذا الدور على انه أقل أهمية من الدور الذي تلعبه تسهيلة التسليف في نفس المجال ، و ذلك لأن في غيابها سوف لن ينخفض معدل الفائدة للمدى القصير إلا في حدود الصفر ، ليس أقل من ذلك (لا يوجد معدل فائدة إسمي سالب) ، بينما لما تغيب تسهيلة التسليف فإن معدل الفائدة للمدى القصير سيرتفع إلى مستويات عالية جدا و غير مبررة ، و يحدث هذا ،على سبيل المثال ، تحت تأثير وجود إنخفاض غير متوقع في قيمة العوامل المستقلة لعرض النقد المركزي (و بالتالي ارتفاع الطلب). يجدر الإشارة هنا إلى انه قبل تواجد أداة تسهيلة التسليف على لائحة وسائل البنك المركزي ، كان يستخدم هذا الأخير عمليات السوق المفتوحة في الاتجاه المعاكس لإرتفاع معدلات الفائدة القصيرة المدى ، و هو ما يفسر غياب هذه الأداة حاليا عند بعض البنوك المركزية.

وقد تمتلك هذه الأداة دورا في مجال تحقيق الاستقرار المالي أثناء الأزمات، لما يكون السوق يشوبه حالة عدم التأكد و فقدان الثقة فيما بين البنوك، حيث ستفضل هذه الأخيرة تشكيل ودائع لدى البنك المركزي عوض التوجه إلى السوق ما بين البنوك. و يبقى في هذه الحالة البنك المركزي هو المقرض الأخير.

رغم هذه الأدوار التي تلعبها هذه الأداة، يوجد نقطة سلبية محسوبة عليها و هي تشجيع البنوك على عدم إقراض بعضها البعض في السوق ما بين البنوك لما يكون معدل الفائدة لهذا السوق يفوق بقدر ضئيل المعدل المطبق عليها، و ذلك لأن الفرق بينهما لا يحفز على ترك ما يوفره الاستثمار في حسابات البنك المركزي من أمان.

إن أداة تسهيلة الودائع هي ليست مستعملة على نطاق واسع في كثير من الدول الصناعية و النامية، فالاحتياطي الفيدرالي على سبيل المثال لا يستخدمها في قيادة سياسته النقدية. لكن هي تتميز بنقطتين إيجابيتين قد يسمحان بإنتشار إستعمالها مستقبلا : أولا ، كما رأينا سابقا ، تسمح هذه الأداة بتخفيض تكلفة الإحتفاظ بالاحتياطيات عن طريق الفوائد التي تدّرُها. ثانيا ، تشكل هذه الأداة مع تسهيلة التسليف رواق ينحصر بداخله معدل الفائدة القصير المدى للسوق ما بين البنوك. حيث الحد الأعلى لهذا الرواق هو معدل الفائدة المطبق على تسهيلة التسليف ، وحده الأدنى هو معدل الفائدة المطبق على تسهيلة الودائع. هذا الأمر يسهل على البنك المركزي إدارة سياسته النقدية. يستخدم البنك المركزي الأوروبي هاتين التسهيلتين الدائمتين لهذا الغرض ، و ليس وحده من يقوم بهذا العمل بل توجد بنوك مركزية أخرى مثل بنوك كل من أستراليا ، كندا و نيوزلندا. و هناك من يرى أن حتى الاحتياطي الفيدرالي هو يسير نحو هذا التوجه بعد أن باشر ، إنطلاقا من أكتوبر 2008 ، دفع الفوائد على الاحتياطيات الإجبارية و الفائضة ، حيث أن الفوائد المدفوعة على الاحتياطيات الفائضة هي مماثلة من حيث تسيير السيولة البنكية لتلك المطبقة على تسهيلة الودائع. إذ يسمح كل من معدل الفائدة على الاحتياطيات الفائضة و معدل تسهيلة القرض الابتدائي بتعريف رواق لمعدل الفائدة القصير المدى.

و كخاتمة لهذا العنصر، يجب أن نشير إلى أنه صحيح أن التسهيلات الدائمة تساعد البنك المركزي في قيادة سياسته النقدية، لكن أهميتها ترجع إلى كونها تساعد في لعب دوره كمقرض أخير للبنوك.

III-6- الإحتياطي الإجباري:

تقضي سياسة الاحتياطي الإجباري بضرورة قيام مؤسسات الإقراض (البنوك التجارية) بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع لدى البنك المركزي ، لا تنتج في الغالب فوائد (هناك في السنوات الأخيرة توجه عام للبنوك المركزية نحو دفع فوائد على الاحتياطيات الإجبارية لأسباب عدة).¹ إن البنك المركزي هو من يحدد معدل (نسبة) الإحتياطي الإجباري و وعاء الاحتياطيات الإجبارية الذي يشمل على جميع أنواع الودائع التي تلتزم البنوك

¹ - لأن عدم دفع الفوائد يعتبر ، أولا ، كعقاب للنظام البنكي الوطني ويضعف من تنافسيته مقارنة بالبنوك الأجنبية ، وثانيا ، يدفع البنوك التجارية إلى تشجيع المودعين على حيازة أصول غير تلك الخاضعة لعملية الاحتياطي الاجباري عن طريق مثلا خفض الفوائد على الودائع تحت الطلب ، و هو الأمر الذي يجد من فعالية سياسة البنك المركزي (سياسة الإحتياطي الاجباري).

بالاحتفاظ بنسبة منها لدى البنك المركزي. عموماً، تتمثل الودائع المشككة لهذا الوعاء في ودائع تحت الطلب و ودائع لأجل مدرجة في المجمعلة النقدية التي يريد البنك المركزي مراقبتها.

تلعب أداة الاحتياطي الإلباري عدة أدوار ، تعتبر نقاط إيجابية لها :

أولاً: على خلاف عمليات السوق المفتوحة و التسهيلات الدائمة التي تسمح للبنك المركزي بضبط معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك عن طريق التأثير في شروط العرض لسوق النقد المركزي ، فإن سياسة الإلباري الإلباري هي تسمح له بالتأثير في شروط الطلب ، أي بإحداث تغيير مرغوب في حاجة النظام البنكي للنقد المركزي. فلو افترضنا أن البنوك التجارية لا تُجبر على الاحتفاظ بإحتياطات ، فسيكون مستوى طلب هذه البنوك على النقد المركزي جد ضعيف. و إذا حدث و أن أصبح أقل من قيمة العوامل المستقلة لعرض النقود، فسوف لن تحتاج البنوك للترود بالنقد المركزي من البنك المركزي، الذي يصبح بالتالي غير قادر على مراقبة السوق. نقول في هذه الحالة أن السوق هو خارج البنك *hors-banques*. لكن اعتماد ضرورة الاحتفاظ بالاحتياطات الإلبارية سيخضع البنوك التجارية للبنك المركزي من خلال خلق حاجة لإعادة التمويل. نقول أن السوق (البنوك التجارية) هو تحت سيطرة البنك المركزي *en banque*.

ثانياً: تساهم الاحتياطات الإلبارية في تحقيق إستقرار معدل الفائدة القصير المدى للسوق ما بين البنوك. يرجع لعب هذه الأداة لهذا الدور المهم إلى كون أن تشكيل البنوك التجارية للإحتياطات الإلبارية يتم على أساس إلتزام نسبة من الودائع يُحتفظ بها في المتوسط على نحو يومي خلال فترة تشكيل الإحتياطات (التي تقدر بشهر في منطقة الأورو و بأسبوعين في الولايات المتحدة الأمريكية)¹. و هذا معناه أن مؤسسة الإقراض هي ليست مجبرة على الاحتفاظ يوميا بنسبة الاحتياطي الإلباري ، و إنما يمكن لها تأخير أو تقديم عملية تشكيل الاحتياطات خلال الفترة اللازمة لذلك. و بالتالي يمكن للبنوك أن تستخدم ، من وقت إلى آخر ، الأموال الموضوعة لدى البنك المركزي كإحتياطات إلبارية في حالة حاجتها للسيولة و تأخير عملية تشكيل الإحتياطات لوقت لاحق في

¹ - على سبيل المثال ، إذا كانت فترة تشكيل الاحتياطات تقدر بشهر (30 يوم) و أن بنك ما أعلن عن وعاء شهري للودائع بقيمة مليون أورو ، فإن هذا البنك هو ملزم بتشكيل (عند معدل 2%) 20.000 أورو يوميا كإحتياطات إلبارية خلال الثلاثين يوم الموالية. لكن بمقدور البنك أن يحترم هذا العمل القانوني سواء من خلال إحتفاظه يوميا بـ 20.000 أورو على مدى 30 يوم أو بـ 40.000 أورو يوميا على مدى 15 يوم أو 600.000 أورو في يوم فقط. الملاحظ هوان في كل الحالات ، المعدل المتوسط الواجب إلتزامه من قبل البنك التجاري هو 20.000 أورو يوميا خلال 30 يوم.

إطار الفترة المسموح بها. أي أن الاحتياطات الإجبارية تسمح للبنوك بالتصدي لآثار التغيرات اليومية للعوامل المستقلة للسيولة البنكية و بالتقليل من لجوئها للسوق للطلب على هذه الأخيرة (النقد المركزي) ، و هو الأمر الذي يحد من التقلبات القصيرة المدى لمعدل الفائدة لسوق ما بين البنوك دون وجود ضرورة لإستعمال عمليات السياسة النقدية. هذا الدور هو موجود في منطقة الأورو.

ثالثا: تستعمل كذلك هذه الأداة لضبط عملية خلق النقود (استخدمت من فترة طويلة في الولايات المتحدة الأمريكية للعب هذا الدور). بالرجوع إلى عبارة المضاعف النقدي ، الذي تطرقنا إليه سابقا ، ندرك مباشرة مدى أهمية هذه الأداة. إذ يؤدي إرتفاع معدل الاحتياطات الإجبارية إلى إنخفاض المضاعف النقدي ، و بالتالي ، مع ثبات قيمة القاعدة النقدية ، تقلص حجم الكتلة النقدية ، و من ثم إرتفاع معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك. و يحدث العكس في حالة ما إذا خفض البنك المركزي معدل الاحتياطات الإجبارية .

و لقد أشار الاقتصادي (1930) ¹ Keynes إلى أن إجراء تغييرات على مستوى الاحتياطات الإجبارية يعتبر أداة جيدة جدا بالنسبة للبنك المركزي لمراقبة مجتمعات النقد و القرض عبر المضاعف النقدي. ويبدو أن التغيرات التي مسّت كثيرا معدل الاحتياطات الإجبارية ، في العديد من الدول كالولايات المتحدة الأمريكية و كندا ، خلال سنوات الستينات و السبعينات تدل على أنه قد تم العمل بتوصيات "كينز" ، (2004) Bindseil.² لكن نظرا للتأثير البالغ الأهمية لتغير الإحتياطات الإجبارية على عملية خلق النقود و معدلات الفائدة و ما ينتج عن ذلك من معاقبة للنظام البنكي ، بدأت الكثير من البنوك المركزية تعتبر هذه الأداة كوسيلة للتأثير بعمق على السيولة البنكية، و بالتالي عمدت إلى التقليل من استخدامها خلال سنوات الثمانينات (حتى وصل الأمر إلى التوقف من استعمالها من قبل بعض البنوك المركزية مثل بنك إنجلترا في سنة 1980 و الاحتياطي الفيدرالي) ، بل و إن حدث تغيير لمعدل الاحتياطات الإجبارية فيكون نحو الإنخفاض ، إضافة إلى دفع فوائد عليها.

¹ -Keynes J.M. (1930), « A Treatise on Money, ii : The Applied Theory of Money », The collected Works of John Maynard Keynes, 6, Londres, Macmillan, réimpression; 1971, Macmillan / Cambridge University Press.

² -Bindseil U.(2004), « Monetary Policy Implementation - Theory - Past - Present », op.cit

رغم سلبيات هذه الأداة، لا تزال السياسة النقدية في منطقة الأورو تعطي أهمية بالغة لها ، ليس إلا لأنها تعتبر عامل مهم لإستقرار معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك ، و يُقَل ، بوجودها ، تردد البنك المركزي على استعمال عمليات السوق المفتوحة.

يبقى في الأخير أن نشير إلى محدودية هذه الأداة في مجال تحقيق إستقرار معدل الفائدة للسوق ما بين البنوك من خلال نقطتين اثنتين:

أولاً: توقع تغير معدل الفائدة الموجه خلال فترة تشكيل الإحتياطات الإجبارية. إذا توقعت البنوك أنه سيتم رفع معدل الفائدة الموجه ، فإنها ستعجل عملية تشكيل الإحتياطات و سوف لن تبالي إن قامت بالإقتراض على بعضها البعض لمقابلة أي حاجة طارئة و غير متوقعة للسيولة النقدية (كطلب تحويل ودائع إلى أوراق نقدية) لأن معدل الإقتراض سيكون منخفض مقارنة بمستواه المستقبلي المتوقع. لكن زيادة الطلب على النقد المركزي من بعضها البعض في بداية فترة تشكيل الإحتياطات سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة القصيرة المدى قبل أن يتم تفعيل ذلك رسميا من قبل البنك المركزي. لكن بعد رفع معدل الفائدة ، سينخفض طلب البنوك على الإحتياطات خلال ما تبقى من فترة تشكيل الإحتياطات (لأنها قد إحتزمت أوامر البنك المركزي في خصوص الإحتياطات الإجبارية) و ينتج عن ذلك بخلاف ما توقعته البنوك التجارية إنخفاض معدل الفائدة في الوقت الذي يريد منه البنك المركزي أن يرتفع (يحدث هذا ما لم يقم البنك المركزي بمعاكسة سلوك البنوك بعمليات السوق المفتوحة بعد أن تظهر ضغوطات في السوق ما بين البنوك). و يلاحظ هنا انه يوجد تقلب على مستوى معدل الفائدة و غياب قراءة واضحة للسياسة النقدية. و لتفادي هذه الاضطرابات التي أحدثتها توقعات البنوك بخصوص تغير معدل الفائدة ، لجأ البنك المركزي الأوروبي منذ مارس 2004 إلى ضبط بداية فترة تشكيل الإحتياطات مع يوم تسوية أول عملية أساسية لإعادة التمويل ، و ضبط نهايتها مع اليوم الذي يسبق يوم تسوية العملية الأساسية لإعادة التمويل للشهر الموالي (2005) BCE¹. و هو ما يسمح بإخفاء تلك التوقعات.

¹ -Banque Centrale Européenne (2005) , « Premier bilan des modifications du cadre opérationnel de l'Eurosystème pour la mise en œuvre de la politique monétaire », Bulletin mensuel, février , 65-72

-European Central Bank (2005), « Initial experience with the changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation», Monthly Bulletin, ECB, February, p.65-71

ثانياً: حتى في غياب توقعات ارتفاع معدل الفائدة ، فإن جراء تحمل البنوك لتكلفة (تكلفة الفرصة البديلة) باحتفاظها بإحتياطات فائضة و نظرا لعدم إمكانية إرجاء هذه الأخيرة بمجرد ظهورها ، يؤدي كل هذا إلى توجه البنوك نحو تأخير عملية تشكيل الإحتياطات في بداية الفترة اللازمة لذلك ، و هو الأمر الذي يؤدي كذلك إلى ارتفاع طلب البنوك على الإحتياطات خلال الأيام الأخيرة لفترة تشكيل الإحتياطات ، و بالتالي إرتفاع معدل الفائدة للمدى القصير *Bartolini* و آخرون (2002)¹. يمكن التخفيف من هذه الظاهرة عن طريق تخفيض تكلفة الاحتفاظ بالودائع لدى البنك المركزي. و يتم هذا من خلال توفير تسهيلة للودائع (كما هو معمول به في البنك المركزي الأوروبي أو في البنك المركزي الإنجليزي) أو دفع فوائد على الإحتياطات الفائضة مثلما يفعل الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ أكتوبر 2008.

تعتبر سياسة الإحتياطي الإجباري من أهم الأدوات الفعالة للبنك المركزي في الدول النامية أين يستحيل في بعض الأحيان إستخدام عمليات السوق المفتوحة لضيق أو إنعدام السوق النقدي (و حتى بالنسبة للسوق المالي) ، كما أن تغير معدل إعادة الخصم محدود الأثر لضيق أسواق الخصم (محدودية التعامل بالأوراق التجارية و المالية) في هذه الدول.

7-III- الخطاب الأدبي :

" إلى جانب الوسائل و الأدوات المشار إليها أعلاه، يمكن للبنك المركزي أن يعتمد على وسائل أخرى لا تهدف إلى التأثير على حجم السيولة بشكل مباشر، و لكن تهدف بشكل أساسي إلى التأثير على التوقعات التضخمية للأعوان الاقتصاديين غير الماليين. و تتمثل هذه الوسائل في رسائل الخطاب الأدبي التي يقوم بها البنك المركزي سواءا بشكل مستمر في إطار إستراتيجية معينة أو من حين لآخر لتوجيه رسائل يعتقد بأهميتها بالنسبة لإدارة السياسة النقدية. و قد أصبحت لرسائل الخطاب الأدبي أهمية كبرى خاصة في إطار إستراتيجية استهداف التضخم من خلال التعليقات و الشروحات التي يقوم بها البنك المركزي حول الأهداف التي يود تحقيقها و الطرق التي يستعملها في سبيل ذلك. و بالإضافة إلى التدخلات المباشرة للبنك المركزي (تدخل المحافظ مثلا) ، فقد

¹ -Bartolini L., Bertola G., Prati A. (2002), « Day-To-Day Monetary Policy and the Volatility of the Federal Funds Interest Rate », Journal of Money, Credit and Banking, vol.34, n°1, p.137-159

ذهبت بعض البنوك المركزية إلى تأسيس دوريات و نشرها بشكل منتظم هدفها الأساسي شرح هدف السياسة النقدية و توجهاتها و التعليق عليهما و شرح طرق تحقيقها"، الطاهر لطرش (2013).¹

IV- إستراتيجية السياسة النقدية المتبعة من قبل البنك المركزي:

تعتبر السياسة النقدية إحدى أدوات السياسة الاقتصادية ، إلى جانب السياسة المالية و سياسة سعر الصرف. ترجع حاليا مهمة وضع و تنفيذ و متابعة هذه السياسة، في أغلبية دول العالم ، إلى البنك المركزي. السياسة الاقتصادية الناجحة هي التي تقوم على التنسيق الكامل بين السياسة النقدية و السياسة المالية و سياسة سعر الصرف للوصول إلى الأهداف الرئيسية الكلية التي تصبوا السلطات العمومية إلى تحقيقها. يهدف البنك المركزي من وراء استخدامه للسياسة النقدية إلى التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية ، و كمحصلة لذلك على الأهداف النهائية الكلية للاقتصاد المتمثلة خاصة في النمو الاقتصادي ، القضاء على البطالة ، تثبيت التضخم و التوازن الخارجي.

و لبلوغ هذه الأهداف النهائية ، تستعمل السلطات النقدية مجموعة من الأدوات ، هي في الحقيقية متغيرات اقتصادية تمتلك الرقابة عليها مثل معدلات الفائدة ، نسبة الإحتياطي القانوني وسعر الخصم ، إضافة إلى أساليب رقابية أخرى ، كيفية و كمية. لكن و على خلاف السياسة المالية التي تؤثر مباشرة على أهداف السياسة الاقتصادية العامة (الإنفاق العمومي يؤثر مباشرة على الدخل الوطني) ، تأثير هذه الأدوات على الأهداف النهائية لا يتم بصورة مباشرة ، و إنما يمر من خلال العديد من القنوات التي تُضعف من قوة تأثير السلطات النقدية على هذه الأهداف، و ذلك بسبب تعدد هذه القنوات من جهة، و بسبب عدم وجود رابط أكيد و واضح بين أدوات السياسة النقدية و الأهداف النهائية من جهة أخرى. كما أنه يطرح موضوع الوقت الذي يستغرقه ظهور أثر أدوات السياسة النقدية على الأهداف النهائية عدة إستفهامات لما يرغب البنك المركزي في التأكد من نتائج سياسته ، فشلها من عدمه ، أو في قياس مدى تأثير سياسته و مدى فعالية أدواتها أو لما يُناقش

¹ - الطاهر لطرش، " الاقتصاد النقدي و البنكي " ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 01-2013 ، ص 163-164

موضوع استطاعة البنك المركزي أن يقوم بمراجعة سياسته لاحقا ، فهل يمكنه استدراك أي خلل بها أو أي صدمة خارجية لها أثر عكسي على الأهداف النهائية؟

حقيقة، في العادة، يستغرق تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي وقتا للحصول على النتائج المرجوة. ضف إلى ذلك ، يحتاج صدور إحصائيات و بيانات جديدة عن المتغيرات الاقتصادية الكلية ، كالتأثير المحلي الخام ، مرور فترة زمنية لا بأس بها قد تحول دون تمكن البنك المركزي من تعديل إنحراف ما، يكون قد حصل بين أدواته التي يستخدمها و أهدافه النهائية ، ففي هذه الحالة تأتي دراسته لهذه البيانات في مرحلة متأخرة.

لكل هذه الأسباب، لا يستطيع البنك المركزي، عمليا، أن يَصُب تركيزه فقط على العلاقة المباشرة بين أدوات سياسته النقدية و الأهداف الاقتصادية الكلية. فهو يضع إستراتيجية لسياسته النقدية، تسمح، حسب البنك المركزي الأوروبي (2004) BCE ، ب: ¹ أولا، ضمان مقاربة (أساس نظري) ممنهجة و منسجمة، تلخص هدف البنك المركزي و طريقة إدارة و اتخاذ قرارات السياسة النقدية (من خلال الإشارة إلى المعطيات و التحاليل المستند إليها). ثانيا، التواصل بكل شفافية مع الجمهور، من خلال إفادته بمجموعة من التوضيحات حول قرارات و توجهات السياسة النقدية (المرتبطة مثلا بالمستوى الملائم لمعدل الفائدة القصير المدى). بهذه الطريقة سيضمن البنك المركزي مصداقية عالية لدى الجمهور تجعله يتحكم جيدا في توقعاته.

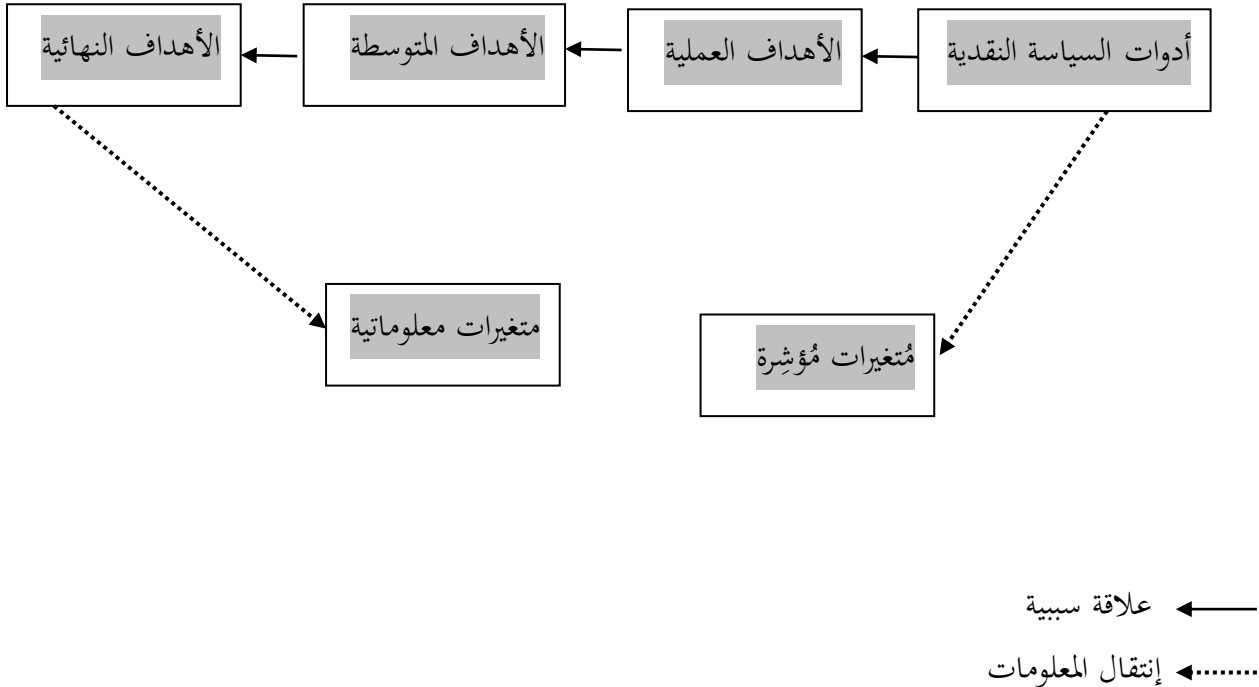
و تستند الاستراتيجيات المتبعة من طرف البنوك المركزية للدول المتطورة على متغيرة إسمية تُستخدم كموجه للسياسة النقدية و يسمح استهدافها بتوجيه توقعات الأعوان الاقتصاديين. ولقد تطورت طبيعة هذه المتغيرة مع مرور الوقت من كونها متغيرة خارجية، سعر الصرف، لأن تصبح متغيرة داخلية، مجمعة نقدية ثم معدل التضخم. بالتزامن مع ذلك ، تم تبني عدة إستراتيجيات للسياسة النقدية، مرورا من إستراتيجية استهداف سعر الصرف، ثم إستراتيجية الأهداف المتوسطة (أين تتمثل المتغيرة الإسمية في سعر الصرف ، أي الإستراتيجية السابقة ، أو الكتلة النقدية أو معدل الفائدة المُدار) ، و بعد ذلك إستراتيجية تستهدف مباشرة هدف نهائي هو التضخم. بالنسبة للإستراتيجية الأخيرة، تستند عملية إتخاذ القرار على فحص و معاينة مجموعة من المؤشرات ، و ترجمت ذلك في

¹- Banque Centrale Européenne (2004) , « La politique monétaire de la BCE », 2^{ème} édition, pp.50-51

تقديرات للتضخم يتم نشرها للجمهور ، لكن هذه المؤشرات ليس لها بالضرورة علاقة سببية مع الهدف النهائي كما هو الحال بالنسبة لإستراتيجية الأهداف المتوسطة. سنتناول فيما يلي، بالتفصيل، مختلف هذه الاستراتيجيات المتبناة من قبل البنوك المركزية لبلوغ الأهداف النهائية.

1-IV- إستراتيجية الأهداف المتوسطة:

بوجود العديد من المتغيرات المشككة لقنوات التأثير بين أدوات السياسة النقدية و الأهداف النهائية، يبحث البنك المركزي عن مراقبة متغيرات الربط هذه. و يمكن، في هذه الحالة ، أن تأخذ هذه المتغيرات صبغة الأهداف: إما أهداف متوسطة أو أهداف عملية ، أو أن تكون مؤشرات للسياسة النقدية تقوم بإعلام البنك المركزي بمدى فعالية الأدوات التي يستخدمها في تحقيق الأهداف النهائية: إما متغيرات مؤشرة أو متغيرات معلوماتية. يوضح الشكل البياني التالي مخطط علاقات التأثير بين مختلف هذه المتغيرات:



الأهداف المتوسطة و المتغيرات المعلوماتية هي ذات علاقة قوية بالأهداف النهائية، أما الأهداف العملية و المتغيرات المؤشرة فهي ذات علاقة مباشرة بأدوات السياسة النقدية.

إن إستراتيجية الأهداف المتوسطة المقترحة هنا تعني أن تنفيذ السياسة النقدية يمر بثلاث خطوات. في الخطوة الأولى يقوم البنك المركزي باختيار الهدف النهائي الذي يرغب في تحقيقه ، ثم يقوم بعد ذلك في خطوة أخرى بإختيار الهدف المتوسط الذي ينسجم مع هذا الهدف النهائي و يساعد في إحداث الأثر المطلوب فيه ، أما في الخطوة الأخيرة يختار الهدف العملي الذي سيسمح له ببلوغ الأثر المطلوب في الهدف المتوسط ، و هذا لسبب علاقته المباشرة بأدوات السياسة النقدية.

1-1-IV- الأهداف المتوسطة و المتغيرات المعلوماتية :

إن عدم وجود علاقة مباشرة ، دقيقة و واضحة بين أدوات السياسة النقدية و الأهداف النهائية ، إضافة إلى تطلب وقت للحصول على النتائج المرجوة من تأثير تلك الأدوات ، يدفع السلطات النقدية لأن تحدد لنفسها متغيرات متوسطة من اجل التقييم بسرعة مدى فعالية الأدوات التي استخدمتها. لا يمكن أن يكون لهذه المتغيرات قيمة إذا لم تمتلك صلة بالهدف النهائي و إذا لم تتميز بسرعة ملاحظتها مقارنة به. تسمى هذه المتغيرات هدف متوسط إذا رغبت السلطات النقدية في مراقبة تطورها، و متغيرة معلوماتية إذا اكتفت بملاحظتها.

تقوم المتغيرة المعلوماتية بإعلام السلطات بمدى فعالية سياستها بسرعة ، بدلا من الإنتظار حتى تظهر البيانات المتعلقة بالأهداف النهائية و ملاحظتها. تزود كذلك السلطات بمعلومات عن الصدمات الخارجية و حالة الاقتصاد كالضغوطات التضخمية التي لها علاقة بالهدف النهائي ، و هو ما يسمح لها بمراجعة حساباتها بشأن أدوات سياستها النقدية.

أما فيما يخص الأهداف المتوسطة ، التي قد تكون عند دول معينة هي نفسها المتغيرات المعلوماتية لدول أخرى ، فتقوم السلطات النقدية بالتركيز عليها و مراقبتها كما لو أنها هي الأهداف النهائية في حد ذاتها. و في عملية إختيار الهدف المتوسط للسياسة النقدية ، تسترشد هذه السلطات بمعايير معينة تتمثل في: أولا ، إمكانية

قياس الهدف المتوسط و سرعة ملاحظته، ثانياً، التأكد من وجود علاقة سببية بينه و بين الهدف النهائي، و ثالثاً إمكانية مراقبته من قبل السلطات النقدية باستخدام أدوات السياسة النقدية. إذن هذه العناصر الثلاثة الأخيرة هي شروط يجب أن تستوفيها المتغيرات المتوسطة حتى تكون أهداف متوسطة ، قبل أن تكون معايير إختيار لهذه الأخيرة.

إن الهدف المتوسط هو عبارة عن متغيرة اقتصادية نقدية و مالية، قد تكون مجمعة نقدية مثل M_2 أو M_3 ، أو مجمعة القروض الممنوحة للأعوان الاقتصاديين ، أو معدل الفائدة أو سعر الصرف. تتميز هذه المتغيرات بسهولة مراقبتها من قبل البنك المركزي بواسطة أدواته مقارنة بمؤشرات أخرى. كما أن البيانات عنها متوفرة خلال فترات قصيرة من الزمن، فالمجمعات النقدية تقاس شهريا أو مرتين في الشهر أما بيانات معدل الفائدة، فهي متاحة بصفة شبه آنية، و هو ما يجعل هذه المتغيرات ذات أفضلية على مجمعات الإنتاج و الدخل. و إختيار أحد هذه المتغيرات كهدف متوسط ، بعد استيفائها للشروط المذكورة سابقا ، هو يعتمد أساسا على عاملين إثنين هما :

أولاً : الهيكل الاقتصادي و المالي للبلد. إذا كانت الوساطة المالية أو البنكية هي المعتمدة أساسا في تمويل الاقتصاد ، فإنه ستصبح مجمعة القروض البنكية أو المجمعات النقدية هي أحسن هدف متوسط للسياسة النقدية ، في حين تلعب هذا الدور متغيرة معدل الفائدة إذا كان التمويل المباشر عبر السوق المالي هو المعتمد. و لما يختار بلد ما نظام الصرف الثابت (مثلا خلال فترة نظام بريتن وودز أو النظام النقدي الأوروبي) ، قد تصبح متغيرة سعر الصرف هي الهدف المتوسط.

ثانياً: الفكر الاقتصادي السائد. بعد انتهاء أزمة الكساد العالمي لسنوات الثلاثينات ، و إنتشار أفكار المدرسة الكنتزية ، نموذج IS/LM ، أصبحت السلطات النقدية لكثير من الدول تأخذ معدل الفائدة كهدف متوسط لسياستها النقدية. لكن بعد فرض أصحاب الإتجاه النقدي (النقديين) لأفكارهم بداية من أواسط السبعينات ، أصبحت الكتلة النقدية هي الهدف المتوسط للسياسة النقدية عند أغلبية الدول الصناعية. ثم ليتم الرجوع عن هذا الهدف ، لأسباب ستتطرق إليها فيما بعد، مع بداية التسعينات من قبل عدد متزايد من الدول (البنك المركزي الأوروبي هو استثناء لهذا التوجه).

قد يكون من المفيد إعطاء مثال لإستصاغة هذه المفاهيم. فعلى سبيل المثال، قد ترغب السلطات النقدية لبلد ما في تحقيق إستقرار الأسعار. لهذا الغرض ، من مصلحة السلطات متابعة و ملاحظة متغيرات تؤشر على وجود ضغوطات تضخمية ، مثل حالة عملية خلق النقود في الاقتصاد التي تغذي قوة الطلب لدى المؤسسات و الأفراد ، فإذا كانت هذه الأخيرة أكبر من الإنتاج المُسَائِر لها ، سيحصل تضخم . في نفس السياق ، يمكن اخذ مثال آخر يتمثل في ارتفاع الأجور ، أي تكاليف إنتاج المؤسسات التي في غالب الأحيان تعكس هذا الإرتفاع على أسعار منتجاتها ، و بالتالي حصول التضخم. بالنسبة لكلا الحالتين ، يمكن للبنك المركزي أن يكتفي بملاحظة التغير في الإتجاه التضخمي لكل من المتغيرتين حتى يجعل من سياسته التضخمية أكثر إنكماشاً ، دون أن ينتظر الحصول الفعلي لإرتفاع الأسعار. من جهة أخرى ، يمكن أن يُؤخذ تزايد الأجور كمتغيرة معلوماتية تُؤشر على وجود تضخم في المستقبل ، دون إعتبارها بالمرة كهدف متوسط لأنه لا يمتلك البنك المركزي القدرة على مراقبتها بواسطة أدواته. لكن نمو الكتلة النقدية يُمكنه أن يُعتبر متغيرة معلوماتية ، كما يمكن جعله هدف متوسط نظراً لقدرة البنك المركزي على مراقبته.

2-1-IV- الأهداف العملية و المتغيرات المؤشرة:

إنهما يمثلان متغيرات عملية تتميز بكونها ترتبط مباشرة بأدوات السياسة النقدية. فالأولى، أي الأهداف العملية، تسمح بمراقبتها ببلوغ التغير اللازم في الأهداف المتوسطة لتحقيق الأهداف النهائية، أما الثانية فهي متغيرات تتميز بسرعة رد فعلها و تأثيرها بمعالجة البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية، و بالتالي هي مؤشرة لمدى فعالية هذه الأخيرة.

تعتبر الأهداف العملية جد مهمة في إستراتيجية السياسة النقدية للبنك المركزي لأنها تُترجم في متغيرات يستطيع هذا الأخير التأثير عليها مباشرة بإستعماله أدواته ، و تتمثل هذه المتغيرات أساساً في : القاعدة النقدية *la base monétaire* و معدل الفائدة لإعادة تمويل البنوك بالسيولة *le taux de refinancement* . لكن لا يمكن للبنك المركزي التحكم في هذين الأخيرين في آن واحد ، و ينتج عن التمسك بأحدهما ضرورة

التضحية بالهدف الآخر. قد يكون معدل الفائدة لإعادة تمويل البنوك هدف عملي و قد تتخذ السلطات النقدية كأداة لها ، و في هذه الحالة الأخيرة يصبح معدل الفائدة للقروض البنكية هو الهدف العملي.

و لنأخذ مثال لفهم ما سبق. قد يرغب البنك المركزي في تثبيط النشاط الذي تعرفه الحركة الاقتصادية لتفادي التضخم. لهذا الغرض ، يقرر البنك المركزي استخدام أداة معدل الفائدة المطبق على السيولة الممنوحة للبنوك. لكن الملاحظ أن العلاقة بين هذه الأداة و الهدف النهائي هي غير واضحة و دقيقة. لذا، يقرر البنك المركزي أن يحدد لنفسه هدف متوسط يتمثل في مجمعة القروض الموزعة على سبيل المثال. و لبلوغ هذا الهدف الأخير ، يختار كذلك هدف عملي مثل معدل الفائدة للقروض البنكية . و الميكانيزم الذي تعمل عبره سياسة البنك المركزي على بلوغ هدفه النهائي هو كالتالي : سيقوم البنك المركزي برفع معدل إعادة التمويل (أدواته) لتحقيق هدفه العملي (معدل الفائدة للقروض البنكية)، و من هنا سيؤدي هذا الإجراء إلى حدوث شيئين. فمن ناحية ، سيتم تخفيض حجم الإحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية ، و هو الأمر الذي سيققل من قدرتها على منح القروض. و من ناحية ثانية، سترفع البنوك التجارية معدل الفائدة على القروض، و هو الأمر الذي سيحبط من رغبة الأعوان الاقتصاديين في الطلب على القروض من هذه البنوك. و بالتالي ، فإن المحصلة النهائية لتفاعل هذين العاملين هي حدوث نقص في مقدار القروض الممنوحة في الاقتصاد ، يترتب عليه نقص مقابل في حجم الاستثمار ، مما يؤدي إلى نقص في مستوى الطلب الكلي ، و من ثم إنخفاض في معدل التضخم.

و الآن سنتعرض لنوعين من إستراتيجية الأهداف المتوسطة ، الأولى سيُستهدف فيها معدل الفائدة و الثانية مجمعة نقدية.

3-1-1-IV- إستراتيجية إعتتماد معدل الفائدة كهدف متوسط :

لقد جرى إعتتماد معدل الفائدة كهدف متوسط للسياسة النقدية في الكثير من الدول العظمى خلال سنوات الخمسينات و الستينات من القرن العشرين. وقد إقترن هذا التوجه مع سيطرة النظرية الكنزوية على الفكر الاقتصادي العالمي آنذاك. إذ إعتقد بعض الاقتصاديين من أتباع المذهب الكنزي ، أو الكينزيون ، بأن تأثير معدل

الفائدة هو الأقوى على مستوى الطلب الكلي و على الأهداف الاقتصادية الكلية ، مقارنة بالمتغيرات الأخرى. و بالتالي فإن معدل الفائدة من وجهة نظرهم هو المتغير الأنسب للإستخدام كهدف متوسط للسياسة النقدية.

قد يكون من المفيد في هذا السياق الإشارة إلى حقيقة وجود عدة أنواع من معدلات الفائدة، لا يتدخل البنك المركزي غالبا إلا في واحد منها هو معدل الفائدة لإعادة تمويل البنوك *le taux de refinancement*. إضافة لهذا الأخير ، هذه الأنواع هي : معدل الفائدة لسوق ما بين البنوك *le marché interbancaire* حيث يطبق على القروض الممنوحة و المأخوذة فيما بين البنوك المشكلة لهذا السوق ، معدل الفائدة المطبق على الأصول المالية القصيرة و المتوسطة الأجل التي يتم تداولها في السوق النقدي (معدل الفائدة القصيرة الأجل)، معدل الفائدة المطبق على الأصول المالية الطويلة الأجل مثل السندات الحكومية و التي تُتداول في سوق رأس المال (معدل الفائدة الطويل الأجل) ، معدل الفائدة الذي تطبقه البنوك على الودائع الزبائن *le taux créditeur* ، معدل الفائدة الذي تطبقه البنوك على القروض التي تقدمها للأعوان الاقتصاديين *le taux débiteur* ، و في الأخير معدلات الفائدة التي تثبتها السلطات من اجل ضمان معدلات منخفضة لبعض القروض الموجهة لبعض القطاعات المدعمة ، مع دفعها للفرق بين المعدل الفعلي الذي يعمل به البنك و المعدل المُحدَد ، أو لأجل وضع سقف لمغالاة بعض البنوك في وضع معدلات فائدة مرتفعة سواءا لجلب المودعين أو لتحقيق أرباح عالية (غير أكيدة) من وراء تقديم قروض ، و هذا التدخل الأخير للبنك المركزي من شأنه أن يمنع حدوث أزمات بنكية قد تكون السبب في دخول البلد في أزمة مالية. و يمكن أن نشير بالمناسبة إلى معدل الفائدة الحقيقي و معدل الفائدة الإسمي الذي يأخذ في تركيبه البعد التضخمي.

يتدخل البنك المركزي في سوق ما بين البنوك كمانحا للسيولة للبنوك أو ساحبا لها ، مُغيرا بذلك معدل إعادة التمويل . يعتبر هذا الفعل كمنيع لكل نشاط نقدي في الاقتصاد ، و ينتقل أثره إلى كل مفاصل الأسواق المالية عبر عملية إحلال مختلف الأصول ببعضها البعض و تعديل تركيبة محفظة الأوراق المالية للأعوان الاقتصاديين تبعا لإرتفاع أو إنخفاض أسعار هذه الأصول و معدلات الفائدة المطبقة عليها. إذ يوجد ميكانيزم ينتقل عبره أثر يتركه تغير معدل إعادة التمويل إلى كل الأسواق المالية : سوق رأس المال ، السوق النقدي و حتى سوق الصرف و الأسواق الدولية.

فعلى سبيل المثال ، إذا تدخل البنك المركزي كبائعاً للأوراق المالية في السوق ما بين البنوك سيترتب على ذلك تتابع سلسلة من الأحداث تترك آثار على معدلات الفائدة في كل الأسواق المالية. ففي البداية ، سيضغط هذا الفعل على أسعار الأصول ليجعلها تنخفض ، بينما ترتفع معدلات فائدتها. إن سحب البنك المركزي للسيولة سيجعل الاحتياطات النقدية لدى البنوك تنقلص ، الأمر الذي يدفع هذه الأخيرة لأن تقلل من حجم الإئتمان الذي تقدمه و ترفع معدل الفائدة على القروض و معدل الفائدة على الودائع لجلب المدعين ، و قد تفكر في طرح أنواع أخرى من الأصول القصيرة ، المتوسطة أو الطويلة الأجل في السوق المالي ، و لن ينجح ذلك إلا بتخفيض أسعار هذه الأصول و رفع معدلات فائدتها. و سينعكس التوجه الجديد للبنوك على سلوك الأفراد والمؤسسات. فقد يقوم الأفراد ببيع بعض أوراقهم المالية القديمة (فتتخفيض أسعارها و ترتفع معدلاتها) و استثمار المبالغ المحصل عليها في البنوك و في أصول قد عرضتها هذه الأخيرة أين الفائدة مرتفعة. أما المؤسسات ، سيدفعها إرتفاع تكلفة الاقتراض من البنوك إلى طرح أوراق مالية في السوق النقدي أو سوق رأس المال (مثل أوراق الخزينة أو سندات خاصة) بأسعار منخفضة و معدلات فائدة مشجعة ، أي مرتفعة. و يجدر الإشارة ، إلى أن أثر إنخفاض السيولة في السوق النقدي (الذي يحوي السوق ما بين البنوك) ينعكس بسرعة على معدلات الفائدة القصيرة المدى ، ثم فيما بعد يصل المفعول إلى معدلات الفائدة الطويلة المدى ، و ذلك بفعل إحلال الأفراد و المؤسسات للأصول قصيرة الأجل ، التي عرفت إرتفاع في معدلاتها ، محل الأصول الطويلة الأجل و التي ستعرف بعد ذلك انخفاض في أسعارها (بفعل ارتفاع عرضها) وارتفاع معدلات فائدتها. إن ارتفاع معدلات الفائدة المحلية سينعكس بشكل إيجابي على قيمة العملة الوطنية و التي ستتحسن بسبب زيادة الطلب عليها. و ردة فعل البلدان الأجنبية ستكون بزيادة فائدتها لتجنب خروج رؤوس الأموال و الدخول في أزمة صرف لها ما لها من عواقب وخيمة على إقتصاداتها.

نستنتج من هذا المثال الذي يوضح كيفية إنتشار أثر تغير معدل إعادة التمويل في الإقتصاد ككل ، أنه لو استهدف البنك المركزي هذا المتغير أو الهدف العملي السالف الذكر لتمكن من تحقيق مجمل أهدافه المتوسطة المتمثلة في معدلات الفائدة القصيرة المدى المحلية ، معدلات الفائدة الطويلة المدى المحلية و سعر الصرف. يبقى أن

نشير إلى أن هذا الميكانيزم الذي قد تعرضنا له بالشرح المفصل هو حبيس مجموعة من الشروط التي تجعلنا مجبرين على أن نتكلم على محدودية إستعمال السياسة النقدية لمعدل الفائدة كهدف متوسط.

فلقد تعرضت سياسة معدل الفائدة خلال سنوات السبعينات لانتقادات حادة ، و هذا لعدة أسباب، نذكر من بين أهمها ما يلي :

إمكانية إنسداد آلية إنتشار أثر تغير معدل الفائدة في الاقتصاد. فقد يُشَل ميكانيزم إنتشار هذا الأثر إذا كان هناك حساسية ضعيفة للأعوان الاقتصاديين تجاه ارتفاع معدل الفائدة بسبب توقعاتهم التضخمية التي تخفض معدل الفائدة الحقيقي. فقد يصبح هذا الأخير هو المحدد لمستوى الطلب على القروض ، إذا كانت توجد توقعات تضخمية قوية لدى الأعوان ، و ليس معدل الفائدة الإسمي. و شيء آخر قد يكون سبب هذا الإنسداد هو الحالة التي يتوقع فيها الأعوان إنخفاض معدلات الفائدة بعد مرور فترة وجيزة ، فهذا سيجعلهم يستمرون في الاستدانة للمدى القصير دون أن ينعكس ارتفاع المعدلات القصيرة المدى على المعدلات الطويلة المدى .

السبب الثاني هو أن هذه السياسة تجعل معدلات الفائدة متذبذبة بفعل إقدام البنك المركزي في بعض المرات على المغالاة في رفع أو خفض مستواها حتى تستطيع التأثير على سلوك الأعوان (خاصة إذا أظهر هؤلاء الأعوان في البداية مقاومة و عدم الإكتراث لسياسة البنك المركزي) وبلوغ تغير المعدلات القصيرة أو الطويلة المدى في الإتجاه المرغوب فيه . إن تذبذب معدلات الفائدة يصعب من عملية إتخاذ القرارات الاقتصادية عند المؤسسات و حتى الأفراد.

و السبب الثالث الممكن ذكره هو تعارض الأهداف الداخلية و الخارجية لسياسة معدل الفائدة. إذ يستحيل تخفيض معدل الفائدة لدعم الطلب الكلي و تنشيط الإنتاج ، و في نفس الوقت المحافظة على قيمة العملة التي ستعرف تدهور مهم بسبب خروج رؤوس الأموال للبحث عن معدلات فائدة أجنبية أعلى. و يحضُر هذا المشكل بشدة في الدول التي تنتهج نظام الصرف العائم أو التي لا تنتهج نظام رقابة على الصرف.

لكل هذه الأسباب، ذهبت أغلبية الدول العظمى خلال السبعينات إلى التخلي عن سياسة استهداف معدل الفائدة و تبني إستراتيجية جديدة تعتمد الجمعية النقدية كهدف متوسط للسياسة النقدية. لكن حتى هذه

الإستراتيجية خرجت فيما بعد من مخططات عمل الكثير من البنوك المركزية ، إلا بعض الاستثناءات ، بسبب صعوبة تحقيقها على أرض الواقع ، و تم رجوع الكثير من الدول بعد ذلك إلى سياسة معدل الفائدة ، خاصة و أن العالم عرف تطور كبير في النظام المالي .

و لعل من أهم الأسباب التي أدت إلى الرجوع لسياسة معدل الفائدة ، الإبداع المالي و المنتجات المالية الجديدة التي صعبت على البنوك المركزية مهمة مراقبة تطور المجمعات النقدية. إذ أصبحت البنوك تستوحي طرق جديدة لجمع السيولة، هي في الحقيقة منتجات مالية تتميز بالسيولة لا تدخل في تكوين المجمعات النقدية. صار البنك المركزي عاجزا عن مراقبة الكتلة النقدية بواسطة سياسة نقدية بسيطة تستهدف هذه الأخيرة. لكن بالمقابل، تضاعف المنتجات المالية زاد من سرعة آلية إنتشار أي أثر يطبقه البنك المركزي على معدل الفائدة لسوق ما بين البنوك ، و هو الأمر الذي زاد من فعالية سياسة معدل الفائدة. زد على ذلك ، هناك سبب آخر يصب في صالح هذا الأخير هو تطور الأسواق المالية و عولمتها ، إذ شيئا فشيئا أصبح تمويل الاقتصاديات يتم عبر الأسواق المالية التي يعتبر فيها معدل الفائدة هو المتغيرة المعدلة لتوازنها ، لتوازن العرض و الطلب على الأصول المالية بمختلف أنواعها و فترات إستحقاقها. هذه الحقيقة جعلت البنوك المركزية تهتم كثيرا بمعدل الفائدة عند بناء سياستها النقدية ، خاصة و أن المعدلات العالمية لها أثر بالغ الأهمية على وجهة توظيف رؤوس الأموال عبر أسواق المال لمختلف الدول.

يتضح جليا مما سبق أن طبيعة المتغيرة المستهدفة من قبل سياسة البنك المركزي ترتبط ارتباطا وثيقا بالإطار المؤسسي و التوجه الاقتصادي العالمي.

4-1-1-IV- إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي الكمي :

في إطار إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي ، يعلن البنك المركزي على نيته في بلوغ مستوى نمو معطى لمجموعة نقدية قد تكون M_1 ، M_2 أو M_3 ، و يكون بذلك مسؤول عن تحقيق هذا الهدف.

و لقد تم تبني مجموعة نقدية كهدف متوسط للسياسة النقدية من قبل الكثير من الدول خلال سنوات السبعينيات من القرن العشرين : ألمانيا ، سويسرا ، كندا ، بريطانيا ، اليابان ، الولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا.

وقد إقترن هذا الأمر مع بروز الإتجاه النقدي كمذهب مسيطر على الفكر الاقتصادي العالمي. إذ نادى بعض الاقتصاديين من أصحاب هذا الإتجاه ، أو النقديين كما يطلق عليهم ، بأن التغيرات التي تحدث في مستوى عرض النقود تترك تأثير قوي على الاقتصاد و بالتالي فهم يرشحون هذا المتغير ليكون هدفا متوسطا للسياسة النقدية. في الحقيقة ، يرتكز هذا الخيار ، الذي هو مخالف للكينزيين الذين يفضلون استخدام معدل الفائدة ، أساسا على النتائج التي توصل إليها النقديون (أو الأخرى بنا أن نقول فريدمان) في شأن تحليلهم التجريبي لسرعة دوران النقود.

فقد توصل فريدمان ، كما أشرنا سابقا ، إلى نتيجة أن دالة الطلب على النقود هي مستقرة (مستقرة في المدى الطويل و غير مستقرة في المدى القصير بفعل حالة الدورة الاقتصادية) و كذا إستنتاج أن سرعة دوران النقود هي مستقرة. فهو بذلك يرى إمكانية التنبؤ بقيمة سرعة دوران النقود، و بالتالي القدرة على التنبؤ بتغير الإنفاق الكلي المصاحب لتغير معطى في كمية النقود. أي يمكن لتغير كمية النقود أن يؤثر في الاقتصاد .

لكن تتمثل كيفية التعامل مع سياسة استهداف مجمعة نقدية في ضبط معدل نمو هذه الأخيرة عند نسبة ثابتة و معلنة (مما يسمح بإستقرار التوقعات) بما يتناسب مع معدل نمو حجم الإنتاج في المدى البعيد. أي على السلطة النقدية أن تزيد مستوى عرض النقود بنسبة ثابتة تتناسب و حاجة الاقتصاد إليها.

و السؤال الذي يُطرح الآن هو: أي مجمعة نقدية يتم استهدافها و مراقبتها من قبل البنك المركزي ؟

إهتمت البنوك المركزية في البداية بمراقبة المجمعة النقدية M_1 التي تعطي تعريف ضيق للنقود. ثم ذهبت بعد ذلك لمراقبة مجمعة نقدية أخرى M_3 تعطي تعريف أوسع للنقود ، بغية منها في توسيع حقل مراقبتها للسيولة النقدية للإقتصاد. و يمكن تبرير تغيير البنوك المركزية لخياراتها للمجمعة النقدية المستهدفة بالأمرين التاليين :

- أولا ، وجود بدائل المجمعة النقدية M_1 . فحتى و إن قامت البنوك المركزية بمراقبة هذه الأخيرة ، يمكن في أي لحظة أن يُجول الأعوان الاقتصاديين أصولهم المالية السائلة (و التي هي تعتبر أقل سيولة من سابقتها المكونة ل M_1) إلى أداة لسداد أثمان السلع و الخدمات و أداة لتسديد الديون و الالتزامات. و بهذا قد يصبح غير مُجدٍ و غير فعال تماما مراقبة مجمعة نقدية تعطي تعريف ضيق للنقود.

- ثانياً، الرغبة في توسيع مجال مراقبة خلق النقود أو في امتلاك القدرة على مراقبة النظام المالي ككل.

بعد تحديد نوع المجموعة النقدية المراد إستهدافها ، قد نتساءل عن ماهية طرق مراقبتها. نذكر هنا طريقتين لمراقبتها :

- أولاً ، استخدام هدف عملي يتمثل في القاعدة النقدية. يستطيع البنك المركزي التأثير على مستوى عرض النقود في الاقتصاد من خلال تأثيره على مكونات القاعدة النقدية بإستعمال أدوات السياسة النقدية. أي يراقب البنك المركزي المجموعة النقدية M_1 بإستهداف القاعدة النقدية. فقد رأينا في فصل سابق أنه ترتبط هذه الأخيرة و عرض النقود بعلاقة وثيقة من خلال المضاعف النقدي ، و بحيث يمكن إرجاع أي تغير يحدث في عرض النقود إما إلى حدوث تغير في القاعدة النقدية أو حدوث تغير في حجم المضاعف النقدي ، أو في كليهما.

حتى تكون هذه الأداة (مراقبة القاعدة النقدية) فعالة ، يجب تحقق شرطين إثنين هما : أولاً ، قدرة البنك المركزي على التحكم في مساهمتها في السيولة البنكية (ما يسمى بالنقد المركزي أو بالاحتياطات النقدية للبنوك التجارية في البنك المركزي). أي يجب أن يمتلك أدوات لمراقبة الدولة و الحد من التمويل النقدي للدين العمومي ، وكذا أدوات للضغط على السيولة البنكية و تحييد أثر حركة الرساميل (رؤوس الأموال) الدولية. في حالة عدم كفاية هذه الأدوات ، قد يلجأ البنك المركزي إلى سياسة معدل الفائدة بالتوازي مع سياسة القاعدة النقدية. و ثانياً ، إذا تم مراقبة القاعدة النقدية ، يجب أن يكون المضاعف النقدي ثابت (أو على الأقل مستقر) ، و هو الشيء الذي يرتبط بمدى استقرار سلوكيات الأعوان الاقتصاديين الماليين و الغير ماليين. أي يمكن لتقلبات رغبات جمهور المودعين بالنسبة للسيولة النقدية التي يودون الاحتفاظ بها و كذا رغبات البنوك التجارية فيما يتعلق بالفائض من الاحتياطات النقدية التي تود الاحتفاظ بها، أن تغير المضاعف النقدي و يتم بذلك تحييد أثر تغيير البنوك المركزية للقاعدة النقدية.

ثانياً: استخدام سلطة البنوك المركزية للتأثير في لب عملية خلق النقود: القروض. إن عملية تقنين القروض التي تمنحها البنوك التجارية، و حتى المؤسسات المالية الأخرى، لا تعطي لهذه الأخيرة أي فرصة للتكيف و إيجاد

حلول لتوسيع نشاطها الائتماني. إضافة إلى ذلك ، تسمح المراقبة المباشرة للقروض بتجنب الآثار الثانوية لسياسة التحكم في القاعدة النقدية و المتمثلة في ارتفاع معدلات الفائدة.

أما فيما يخص الصياغة التي تم استعمالها من قبل البنوك المركزية (مثل البنك المركزي الألماني ، ثم فيما بعد البنك المركزي الأوروبي) لتثبيت معدل نمو المجموعة النقدية ، فقد اشتقت مباشرة من المعادلة الأساسية للنظرية الكمية للنقود لفريدمان :

$$\Delta\%M + \Delta\%V = \Delta\%P + \Delta\%Y$$

حيث تمثل M النقود، V سرعة دورانها، P المستوى العام للأسعار و Y الناتج الملي الخام الحقيقي. وبالتالي تصبح الصياغة المستعملة كالآتي :

$$\Delta\%M = \Delta\%P + \Delta\%Y - \Delta\%V$$

حيث :

$\Delta\%M$ هو معدل نمو المجموعة النقدية المستهدف.

$\Delta\%P$ هو معدل نمو مؤشر المستوى العام للأسعار، المستهدف و الغير ممكن تفاديه أو تقليصه.

$\Delta\%Y$ هو معدل نمو الإنتاج ، المتوقع بالإستناد إلى إمكانيات و طاقات البلد.

$\Delta\%V$ هو التغير المنتظر لتوجه سرعة دوران النقود.

في الحقيقة ، إن ممارسات البنوك المركزية، للدول التي تبنت إستراتيجية استهداف مجموعة نقدية ، لم تتطابق مع توصيات فريدمان بشأن ضبط نمو الكتلة النقدية عند معدل ثابت يتماشى مع نمو الإنتاج في المدى البعيد، أي إتباع سياسة نقدية معلنة و ثابتة من أجل حالة الاستقرار العام في الاقتصاد. إذ في كل الدول التي أشرنا إليها سابقا على أنها قد إتبعت هذه الإستراتيجية ، لم تلتزم إطلاقا سلطاتها النقدية بالوقوف على التثبيت التام لمعدل نمو مجموعاتها النقدية.

و مع بداية سنوات الثمانينات ، عرف العالم إنفتاحًا كبيرًا على مستوى الأسواق المالية الدولية و توجهها كبيرًا كذلك نحو التمويل عبر الأسواق على حساب التمويل الغير مباشر عبر الوسطاء الماليين ، إضافة إلى توسع مجال الإبداع المالي و ظهور عدة منتجات مالية. أدى كل هذا إلى خلق صعوبة لدى البنوك المركزية في التمييز بين الأصول النقدية و الغير نقدية ، و في إعطاء تعريف دقيق للنقود. بل و عقد هذا الواقع مهمة البنوك المركزية في مراقبة تطور المجمعات النقدية ، إذ أصبحت البنوك ، خاصة التجارية منها ، تستوحي طرق جديدة لجمع السيولة، هي تتمثل في طرح منتجات مالية (متوسطة المدى و لها قابلية التداول في السوق الثانوية) تتميز بالسيولة و لا تدخل في تكوين المجمعات النقدية المستهدفة (استمر هذا المشكل حتى بعد تبني سياسة استهداف المجموعة M₃). صارت البنوك المركزية عاجزة عن مراقبة الكتلة النقدية بطريقة تامة بالاستناد إلى سياسة نقدية بسيطة، و هو الشيء الذي دفعها إلى التخلي عن هذه المتغيرة كهدف متوسط لسياساتها النقدية خاصة مع بداية التسعينات. فقد تحولت هذه المتغيرة من كونها هدف متوسط إلى متغيرة معلوماتية في عدة دول كالولايات المتحدة الأمريكية ، كندا ، اليابان و بريطانيا ، يتم استعمالها في إطار إستراتيجية استهداف التضخم كمتغيرة ، إلى جانب عدة متغيرات أخرى ، يُستدلُّ بها للتنبؤ بمعدل تقديري للتضخم. إضافة إلى هذا ، قد أشار الاقتصادي *woodford* (2007)¹ إلى أن أهم شيء جعل البنوك المركزية لأغلبية الدول تتراجع عن إتباع سياسة استهداف مجموعة نقدية هو حالة عدم استقرار دالة الطلب على النقود بهذه الدول ، و التي كانت نتيجة الإبداع المالي الذي أدى إلى عدم إستقرار توجه سرعة دوران النقود.

رغم تخلي أغلبية الدول عن إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي مع بداية التسعينات بسبب فشلها في بلوغ الأهداف المرجوة ، إلا أنها كانت ناجحة في ألمانيا ، فقد أحدثت هذه الأخيرة الاستثناء. إتبع البنك المركزي الألماني هذه الإستراتيجية من سنة 1974 إلى غاية أن تم خلق منطقة الأورو سنة 1999. فقد استهدف في البداية المجموعة النقدية M1 ثم استبدالها بالمجموعة M3 ابتداءً من سنة 1988 بعد أن تم إنتشار تداول منتجات مالية سائلة جديدة. إن تجربة البنك المركزي الألماني في هذا المجال كانت بدون شك الأقرب من أطروحة فريدمان ، حيث كان هدف سياسته النقدية الأساسي هو الحفاظ على نمو المجموعة النقدية المرجعية عند معدل ثابت.

¹ - woodford M. (2007), « The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy », Journal of Economic Perspectives, vol.21, n°4, p.3-24

في الحقيقة، هذا الأمر لم يمنع البنك الألماني من الخروج عن القاعدة التي طرأها فريدمان. إذ ترك في كثير من المرات نمو الكتلة النقدية يخرج عن مجال المعدل المستهدف، قبل أن يصحح هذه الانحرافات بعد مدة من ذلك. لكن يجب الإشارة هنا إلى أن سياسة استهداف البنك المركزي الألماني لمجموعة نقدية كانت مبنية على التزام هذا الأخير بإبلاغ الجمهور بتفاصيل إستراتيجيته و دواعي قراراته التي كانت تتركز على اعتبارات للمدى الطويل تخص مراقبة التضخم. فقد أشار الاقتصادي و المحافظ السابق للبنك المركزي الألماني *Otmar Issing* (1996) إلى أن: " أحد أسرار نجاح السياسة الألمانية لإستهداف هدف متوسط نقدي كمي هو يرجع إلى كون أن الأساليب التقنية التي استخدمتها لم تخضع بشكل دقيق و صارم لتوصيات فريدمان. "¹

و يرى الاقتصادي *Svensson* (2008) ² أن البنك المركزي الألماني ، البنك المركزي الوحيد الذي نجح في مراقبة التضخم خلال السنوات السبعينات و الثمانينات ، قد مارس بطريقة خفية أو ضمنية إستراتيجية استهداف التضخم. و حجته في ذلك هي أن البنك المركزي الألماني كثيرا ما تخلف عن إحترام معدل نمو الكتلة النقدية المستهدف ، بغية منه في إعطاء الأولوية لتحقيق هدف إستقرار الأسعار في المدى المتوسط و الطويل. و قد دعم هذا الرأي الاقتصاديين *Beyer* و آخرون (2009) ، موضحين أن من 1975 إلى غاية 1998 ، تخلف البنك المركزي الألماني عن تحقيق هدفه النقدي الكمي بمعدل مرة لكل مناسبتين ، و لنفس السبب المذكور سابقا.

إعتمدت هذه الإستراتيجية على: أولا ، الإعلان عن استهداف تضخم معطى. ثانيا ، إستهداف مرن لمجموعة نقدية ، أي يمكن للبنك المركزي أن ينحرف عن هذا الهدف بسبب أخذه بعين الإعتبار أهداف أخرى كإستقرار الأسعار في المدى المتوسط ، نمو الإنتاج أو سعر الصرف. ثالثا ، مرونة البنك المركزي ، و التي تتجلى في مراجعة معدل التضخم المستهدف مع مرور الوقت بما يتماشى و الظروف الاقتصادية الطارئة كصدمات العرض السالبة (صدمة بترولية أو صدمة على مستوى أسعار المواد الأولية التي من شأنها أن ترفع المستوى العام للأسعار)

¹ -Otmar Issing (1996) , « Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate ? », Monetary Policy in an Integrated World Economy : Symposium 1995, Horst Siebert ed., Mohr, Tübingen, p.120

² -Svensson L.E.O (2008), « What have economists learned about monetary policy over the past 50 years ? », this paper was presented at the conference "Monetary Policy over Fifty Years" in Frankfurt am Main, 21 September 2007, on the occasion of the 50 anniversary of the Deutsche Bundesbank, January.

، ثم الدفع به بعد ذلك تدريجياً نحو المستوى المستهدف في المدى الطويل. إتسمت هذه الإستراتيجية بالشفافية، أي واضحة و بسيطة و مفهومة ، و بكونها تُعرض بصفة دورية أمام الجمهور ليُبلغ بأهم تفاصيلها. في الحقيقة، هي هكذا تميل كثيراً لكونها إستراتيجية إستهداف التضخم كما وصفها Svensson. إلا أن في هذه الإستراتيجية الأخيرة ، التي شاع تبينها منذ مطلع التسعينات ، لا تلعب المجمعات النقدية إلا دور هامشي ، مثلها مثل متغيرات أخرى ، تُستخدم لإعداد تقديرات تنبؤية للبنوك المركزية بخصوص معدل التضخم ، كما أشار إلى ذلك الاقتصادي woodford (2007)¹، و الاقتصاديين Hauser و Bridgen (2002)².

في الأخير ، يبقى أن نشير إلى أن نجاح هذه الإستراتيجية في ألمانيا و نسبياً في دولة أو دولتين أخريين كان هو الدافع الأساسي لأن يجعل البنك المركزي الأوروبي من تطور الجمعة النقدية M₃ أحد العمودين الذين يبنى عليهما إستراتيجيته. والغاية من تبني هذه الركيزة القائمة على مراقبة متغيرة نقدية هي بلا شك أن يتم إرث مصداقية البنك المركزي الألماني.

2-IV- إستراتيجية إستهداف التضخم: Inflation Targeting IT

بعد تلاشي العلاقة بين المجمعات النقدية و الهدف النهائي لإستقرار في العديد من اقتصاديات العالم ، تم إعداد إستراتيجية جديدة للسياسة النقدية : إستهداف التضخم. مع بداية التسعينات ، تبنت العديد من البنوك المركزية هذه الإستراتيجية على غرار بنك نيوزيلندا في سنة 1990 ، بنك كندا في 1991 ، بنك إنجلترا في 1992 ، بنك السويد و بنك فنلند في 1993 ، بنك النرويج في 2001 ، إضافة إلى بنوك مركزية لدول أخرى. حسب الاقتصادي Roger (2009)³ ، في منتصف سنة 2009 مارست رسمياً 26 دولة هذه الإستراتيجية ، خمسة عشر دولة منها هي دول ناشئة. و تُبنى هذه الإستراتيجية على العناصر التالية :

- إعلان و نشر معدل التضخم المستهدف في المدى المتوسط: إعطاء رقم محدد لهذا المعدل

¹- Woodford M. (2007), op.cit

² - Hauser A, Bridgen A. (2002), « Money and Credit in a Inflation- Targeting Regime . », Banq of England Quarterly Bulletin , Autumn , p. 299-307

³ - Roger S. (2009), « inflation targeting at 20 : Achievements and Challenges », IMF Working Paper, WP/09/236

- الالتزام بالسعي الحثيث في تحقيق هدف إستقرار الأسعار في المدى الطويل مع التعهد بالوصول لهذا الهدف

- استعمال معلومات تخص عدة متغيرات ، و ليس فقط المجمعات النقدية ، لصنع قرارات السياسة النقدية و لتبرير سبب إتخاذها.

-إعطاء أهمية كبيرة لعنصر الشفافية عن طريق الإتصال و تبليغ الجمهور و الأسواق بنوايا و أهداف السلطات النقدية . في هذا الإطار ، تقوم البنوك المركزية ، التي تعتمد هذه الإستراتيجية، بنشر، بصفة دورية ، تقديرات متوقعة للتضخم (و حتى للنشاط الاقتصادي) ، تكون هي الأساس الذي تبنى عليه قرارات سياستها النقدية. يتمثل هذا المنشور في تقرير عن التضخم *inflation report*

يرى الاقتصادي *Svensson* (1997)¹ أن في استراتيجيات استهداف التضخم يتم استهداف تقديرات متوقعة للتضخم. فبفعل طول الفترة التي يجب أن تنقضي حتى يظهر أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي و التضخم ، يجب على البنك الذي يتبع سياسة استهداف التضخم أن يستند على تقديرات *prévisions* : إذ يلتزم بإستخدام أدواته في سبيل أن تقترب تقديراته الاقتصادية من هدف معين و معطى. و يرى الاقتصادي *King* (1994)² ، أن في إستراتيجية إستهداف التضخم ، تلعب تقديرات التضخم ، التي يتوقعها و ينشرها بصفة دورية البنك المركزي ، نوعا ما دور الهدف المتوسط للسياسة النقدية. و هذا بدون وجود علاقة سببية بين التقديرات المخمنة و معدل التضخم المستهدف كما هو عليه الحال بالنسبة للرابط الموجود بين نمو الكتلة النقدية و تطور الأسعار في إستراتيجية الأهداف المتوسطة.

في إطار إستراتيجية استهداف التضخم، يتم تعريف هدف التضخم على شكل مجال *fourchette* يرسم الحدود التي يبقى داخلها معدل التضخم أو نقطة هدف *point-cible* أي معدل تضخم محدد و معطى. أما فيما يخص المدة الزمنية اللازمة لتحقيق معدل التضخم المستهدف فهي غير ثابتة و غير محددة في هذا النوع من

¹ - Svensson L.E.O. (1997), « Inflation Forecast Targeting : Implementing and Monitoring Inflation Targets », European Economic Review, vol.41, pp. 1111-1146

² King M. (1994), « Monetary Policy in the UK », Fiscal Studies, 15 (3), pp.109-128

الاستراتيجيات. فهي ترتبط بالوضعية الابتدائية للاقتصاد ، أي الفارق الموجود بين معدل التضخم الحالي و المعدل المستهدف و بين الفارق بين الإنتاج الحالي و الإنتاج المستطاع. فلو تقيد البنك المركزي بمدة زمنية لتحقيق هدفه ، مثلا سنتين ، فإن ذلك يؤدي إلى نتائج سلبية و غير مرغوبة تتمثل في اختلال الاقتصاد الحقيقي.

إن أغلبية البنوك المركزية التي تبنت إستراتيجية استهداف التضخم هي تمارس حسب *Svensson* (1997)¹، في الحقيقة ، استهداف مرن للتضخم *flexible inflation targeting* ، لأن هدفها ليس فقط إستقرار التضخم حول معدله المستهدف ، و إنما هي تولى كذلك إهتمام كبير لموضوع تدنيه تقلبات الاقتصاد الحقيقي ، أي استقرار الإنتاج عند مستوى عالي. و قد أكد الاقتصادي *woodford* (2007)² على ضرورة الإهتمام بحالة و مستوى الإنتاج عند قيادة السياسة النقدية.

هذا يقودنا إلى أن نشير إلى أنه ، حسب *Svensson* (2009)³ ، يتجه البنك المركزي في إطار إستراتيجية الاستهداف المرن للتضخم نحو أحد الخيارين :

- إتباع خيار التسلسل في تحقيق الأهداف الاقتصادية *un mondât hiérarchisé* : أي أولوية وجوب أن تصب قرارات البنك المركزي في إتجاه إستقرار الأسعار ، و بعد تحقق ذلك ، يمكن النظر في أهداف أخرى كالعمالة الكاملة أو النمو الاقتصادي الغير تضخمي.

- الاهتمام المتزامن و المزدوج بالتضخم وبالعمالة الكاملة (أو التضخم و نمو الإنتاج) *un mandat dual*: أي يعطي البنك المركزي أهمية لهدفين اثنين، من خلال استهدافهما في آن واحد. و هي الاستراتيجية التي يتبعها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. حسب *woodford* (2007) ، تبنى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لإستراتيجية إستهداف التضخم هو أمر لا يتناقض مع خياره الأخير ، الإهتمام بهدفين في آن واحد. إعطاء نفس الوزن لإستقرار الأسعار و العمالة الكاملة في إستراتيجيته لا يعني بالضرورة إعطاء إستهداف التضخم و استهداف العمالة الكاملة (التوظيف) نفس الأهمية. فمن الواضح أنه من غير الممكن إستهداف ، في صورة قيمة أو معدل ،

¹ -Svensson L.E.O (1997), Op.cit.

² -Woodford M.(2007), « The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy », Journal of Economic Perspectives, vol.21, n°4, p. 3-24

³ - Svensson L.E.O. (2009), « Transparency under Flexible Inflation Targeting : Experiences and Challenges », CEPR, Discussion Paper, n° 7213

متغيرة التوظيف أو متغيرة النمو الاقتصادي في المدى المتوسط أو الطويل في ظل حقيقة أنه يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر على هذه المتغيرات في المدى القصير و أنه ليس لها أي أثر عليها في المدى الطويل. و هذا لا يعني أن التنبؤات المتعلقة بالنشاط الاقتصادي و التوظيف لا تلعب أي دور في قرارات السياسة النقدية.

لو تساءل البعض عن ما هو أحسن الخيارين، فيمكن أن نجيب كالآتي: إن حقيقة ملائمة وجود تضخم ضئيل و مستقر لحصول نمو اقتصادي تفرض على البنوك المركزية وضع استقرار الأسعار كهدف أولي لسياستها النقدية. لكن يجب استهدافه في المدى الطويل ، لأنه لا يمكن تجاهل تقلبات النشاط الاقتصادي (الإنتاج) في المدى القصير، و البحث عن تحقيقه في المدى القصير بأي ثمن يؤدي إلى حدوث تغيرات كبيرة في الإنتاج. و بالتالي كلا الخيارين هما مقبولين بشرط أن يكون استقرار الأسعار هو الهدف الأولي في المدى الطويل و ليس المدى القصير.

أما فيما يخص مقارنة فعالية هذه الاستراتيجية مع الاستراتيجيات الأخرى ، إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي و إستراتيجية استهداف سعر الصرف ، فيمكن أن نقول أنه و بصفة عامة قد نتج عن تطبيق هذه الاستراتيجية انخفاض في مستوى التضخم و كذا تذبذبه مقارنة بالفترة التي سبقت أين تم إنتهاج استراتيجيات أخرى ، إضافة إلى وجود حالة من عدم التغير على مستوى تقلب النمو الاقتصادي *Roger Stone* و *Stone* (2005)*.¹

زيادة على ذلك ، لا توجد أمثلة عن دول تخلت عن إستراتيجية إستهداف التضخم (إلا بعض الحالات الخاصة التي تتعلق بدول تخلت عن هذه الاستراتيجية بعد دخولها في إتحادات اقتصادية و نقدية أوروبية ، مثل

¹ - Roger S., Stone M (2005) , « On Target ? The International Experience with Achieving Inflation Targets », IMF Working Paper, WP/05/163.

* من أجل الحصول على تفاصيل أكثر عن تجارب بعض الدول في إستراتيجية إستهداف التضخم ، يمكن الإطلاع على المقالات التالية :

- Benati L. (2008), « the « Great Moderation » in the United Kingdom », Journal of Money, Credit and Banking, vol.40, n°1, p.121-147

- Mishkin F.S, Posen A. (1997), « Inflation Targeting : Lessons from Four Countries », Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, p.9-110

- Leiderman L, Svensson L.E.O. (1995), « Inflation Targeting », Centre for Economic Policy Research, London.

فلندا و إسبانيا لما دخلتا في منطقة الأورو سنة 1999) في حين توجد أمثلة عديدة عن الدول التي تخلت عن إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي أو عن إستراتيجية إستهداف سعر الصرف.

أما فيما يخص إيجابيات و سلبيات إستهداف التضخم ، فنلخصها في الآتي :¹

الإيجابيات :

- تسمح للسياسة النقدية بأن تكون مُركزة على مشاكل اقتصادية وطنية: إذ يمكن للبنك المركزي أن يختار معدل تضخم محدد كهدف يختلف عن المعدل المستهدف من قبل دول أخرى.
- عدم ارتباط نجاحها بوجود علاقة مستقرة بين النقود و التضخم.
- سهولة فهمها من قبل الجمهور و كذا شفافتها.
- تزيد من مسؤولية البنك المركزي.
- في الظاهر ، تحسن مقاومة الاقتصاد للصدمات التضخمية.

السلبيات :

- يكون من الصعب على السلطات النقدية مراقبة التضخم عند تبنيها هذه الاستراتيجية مقارنة بالأخرى. إضافة إلى بطء بعث هذه الاستراتيجية للجمهور و الأسواق إشارات عن طابع السياسة النقدية.
- يمكن أن تفرض على السلطات النقدية تبني و إتباع قاعدة صارمة، و إن كان ذلك غير موجود في الواقع العملي، إذ في الحقيقة تحتفظ السياسة النقدية لنفسها بإمكانية تغيير الأهداف في المدى القصير بما يتماشى مع الظروف الاقتصادية.

¹ - Mishkin F., Bordes C., Hautcoeur P.C., Lacoue- Labarthe D., « Monnaie, banque et marchés financiers, op.cit, p.539-543

- يمكن أن تترجم الأهمية المعطاة لمحاربة التضخم في حدوث تقلبات هامة في الإنتاج ، و إن كان ، هنا كذلك ، هذه المخاوف لم تحدث في الواقع (بسبب إنتهاج استهداف مرن للتضخم).

3-IV- استراتيجيات بعض البنوك المركزية لكبرى الدول الصناعية و منطقة الأورو:

لا تصنف البنوك المركزية لكبرى الدول الصناعية ، كالولايات المتحدة الأمريكية و اليابان و منطقة الأورو، ضمن مجموعة البنوك المركزية التي تنتهج إستراتيجية استهداف التضخم ، بالرغم من أن استراتيجياتها تتشابه مع هذه الأخيرة من حيث احتوائها على خاصية التعبير الكمي عن هدف إستقرار الأسعار و / أو القيادة الفعلية للسياسة النقدية .

1-3-IV- إستراتيجية الإحتياطي الفدرالي الأمريكي :

عرف الاقتصاد الأمريكي ، خلال السنوات التي سبقت الأزمة المالية الأخيرة 2008 ، تحسن كبير جدا في مستوى أداءه ، سواء من جانب التضخم الذي تميز بانخفاض معدله و استقراره عند هذا المستوى أو من جانب النمو الاقتصادي. و قد حدث كل ذلك في ظل غياب إعتما د متغيرة إسمية كموجه للسياسة النقدية ، كما الحال في الاستراتيجيات السابقة ، أيًا كانت مجمعة نقدية أو معدل تضخم مستهدف.

إن البنك المركزي الأمريكي لم يعلن بصورة صريحة عن إستراتيجية يقدم فيها معدل للتضخم يمكن اعتباره كتعريف كمي لهدف إستقرار الأسعار أو لإستهداف التضخم كما انه لم يكشف عن الأساس النظري الذي تشرح آلية إتخاذ قراراته. إذ في هذه النقطة الأخيرة ، تشكل خطابات مسؤولي الإحتياطي الفدرالي المصدر الأول لفهم الإعتبارات، النظرية و التجريبية ، التي استطاعت أن تحكم القرارات المتخذة ، و إن كانت هذه الإعتبارات يمكنها أن تختلف من مسؤول إلى آخر، و تتغير مع تطور الظروف.

في الحقيقة ، حتى و إن لم يعلن صراحة الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن ارتباط سياسته النقدية بتحقيق مستوى معين لهدف اقتصادي نهائي معلوم أو بتطور متغيرة إسمية معينة ، تبقى قضية مراقبة التضخم في المدى الطويل هي هم الأول ، و المحرك الغير ظاهر لأغلبية قرارات سياسته النقدية. إضافة إلى ذلك ، تمتلك السلطات النقدية الأمريكية نظرة مستقبلية ، تجعلها تبني قراراتها على أساس معاينة مفصلة لمجموعة من المعلومات التي قد تعطي إشارة لإحتمال حصول تضخم في المستقبل، و تجعلها كذلك تتدخل بسرعة عند كل تهديد تضخمي. يعود وجود هذه النظرة إلى طول المدة التي يقتضيها تحلي أثر السياسة النقدية على الاقتصاد. إذ أثبتت بعض نماذج القياسة للإقتصاد الأمريكي أنه يستلزم أكثر من سنة لتظهر نتائج السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي (الإنتاج) و أكثر من سنتين ليظهر مفعولها بصورة واضحة على التضخم .

هذه الفترات قد تقصر أو تطول أكثر عند دول أخرى حسب مميزات إقتصاداتها. بسبب شدة هذا التأخر ، لا تستطيع السلطات النقدية الأمريكية أن تنتظر حتى تظهر تهديدات التضخم لتقوم بإجراءات علاجية، و إن حصل ذلك فلن يمكنها كبحة بسهولة لأنه يكون قد تم إدراج التوقعات التضخمية في مفاوضات المؤسسات مع العمال بخصوص الأجور و كذا في العقود المبرمة للمدى الطويل بين الأعوان الاقتصاديين. و لذلك ، من أجل منع أي إقلاع للتضخم ، يجب أن تكون السياسة النقدية إستباقية و أن تتطلع إلى ما يمكن أن يحصل في المستقبل. أي يجب أن يتدخل البنك المركزي قبل ظهور الضغوطات التضخمية في الاقتصاد ، آخذا في الحسبان طول المدة التي يقتضيها تجسد أثر سياسته على التضخم. هذه النظرة لم تتعارض مع إتجاه الإحتياطي الفدرالي إلى دعم الإنتاج و النمو في المدى القصير و المتوسط *Woodford (2007)*¹، و النتائج التي سجلها الاقتصاد الأمريكي خلال التسعينات و بداية الألفية الثالثة تؤكد ذلك.

و يظهر مما سبق أن إستراتيجية الإحتياطي الفدرالي تتشابه مع إستراتيجية استهداف التضخم من حيث حرص كليهما على بلوغ هدف استقرار الأسعار في المدى الطويل ، و استباق حدوث التضخم. أما الإختلاف بينهما هو أن في إستراتيجية استهداف التضخم يتم الإعلان صراحة عن معدل التضخم المستهدف أما في

¹ -Woodford M.(2007), op.cit

الاستراتيجية الثانية فلا يوجد ذلك و يكتفي الإحتياطي الفدرالي بالعمل على تحقيق هدفه دون تحميل نفسه عناء تبليغ الجمهور تفاصيل ما يقوم على إنجازه ، و هو الأمر الذي يجعل إستراتيجيته أقل شفافية من الأخرى.

ربما وجود هذا الشبه بين إستراتيجية الإحتياطي الفدرالي و إستراتيجية إستهداف التضخم هو الشيء الذي جعل بعض الاقتصاديين ، *Svensson (2009)*¹ و *Woodford (2007)*² ، يقولون أن إستراتيجية السلطات النقدية الأمريكية هي الاستهداف المرن للتضخم.

أما فيما يخص إيجابيات و سلبيات مقارنة الإحتياطي الفيدرالي ، فلنخصها في الآتي:

الإيجابيات:

- مثلها مثل سياسة استهداف التضخم، تسمح للسياسة النقدية بأن تكون مركزة على مشاكل اقتصادية وطنية.

- عدم ارتباط فعاليتها بوجود علاقة مستقرة بين النقود و التضخم.

- يستخدم البنك المركزي في هذه المقاربة عدد كبير من المعلومات لتحديد قرارات سياسته.

-و في الأخير، أهم نقطة إيجابية في صالح هذه المقاربة هي نجاحها.

السلبيات:

- افتقادها للشفافية : يرجع نقص شفافية البنك المركزي إلى ضعف إتصاله بالجمهور و قلة شرحه لإستراتيجيته و كذا عدم وضوح نواياه ، مما يخلق قلق لدى الأعوان الاقتصاديين من إحتمال إقدامه على إتباع سياسة توسعية في المدى القصير لخلق استقرار في الاقتصاد الحقيقي و بالتالي وجود شكوك تجاه التطور المستقبلي للتضخم و الإنتاج. ضف إلى ذلك تعتبر حالة عدم التأكد هذه كعامل لتسريع تقلبات أسواق رؤوس الأموال. في هذا الشأن أشار الاقتصادي *Mishkin (2009)*³ إلى أن البنوك المركزية تمتلك وسيلتين لتكون أكثر شفافية من

¹ -Svensson L.E.O. (2009), op.cit

² -Woodford M (2007), op.cit

³ Mishkin F.S (2004), « Can Central Bank Transparency Go Too Far ? », NBER Working Paper, N° 10829.

دون أن تعارض أو تخالف موقفها من الهدف الأول الذي حددته لسياستها : أولا ، تمديد الأفق الذي ينبغي أن يتحقق خلاله الهدف (استقرار الأسعار) من أجل تقليل تقلبات الإقتصاد الحقيقي في المدى القصير ، و هو ذات السبب الذي جعل أفق السياسة النقدية في الدول المتطورة هو المدى المتوسط. ثانيا ، الإعلان بأن حتى الحالة التي يكون فيها معدل التضخم أقل من الهدف المعلن هي وضعية مقلقة و غير جيدة ، مثلها مثل الحالة التي بها معدل التضخم يفوق المستوى المستهدف ، و هو الشيء الذي قام به البنك المركزي الأوروبي و بنك إنجلترا ، على سبيل المثال .

- ارتباط فعاليتها بشخصية المسؤولين القائمين على تطبيقها و بقوة ثقة الرأي العام فيهم.

يبقى في الأخير أن نُذكر بأن تعيين مُسيرين جدد في الاحتياطي الفدرالي ، بداية من النصف الثاني للقرن العشرين من الألفية الثالثة ، كان أولى الخطوات التي يمشيها هذا الأخير باتجاه تبني إستراتيجية إستهداف التضخم ، خاصة و أن بعض هؤلاء المسيرين هم اقتصاديين طالما أُعتبروا من المدافعين عن هذه الإستراتيجية ، و لهم عدة أعمال أدبية في هذا الشأن: *Ben.S.Bernanke* و *Frederic Mishkin*.

2-3-IV- إستراتيجية السياسة النقدية لدى البنك المركزي الأوروبي BCE :

لقد ألزمت معاهدة ماستريخت « *traité de Maastricht* » البنك المركزي الأوروبي بإتباع خيار التسلسل في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية مع أولوية هدف استقرار الأسعار. و يبقى إنجاز الأهداف الأخرى المرتقبة مشروط بعدم الإضرار بهذا الهدف الأخير. وكذلك، من بين مهام البنك المركزي الأوروبي دعم السياسات الاقتصادية العامة في الإتحاد الأوروبي تماشيا مع مبدأ اقتصاد السوق أين المنافسة هي حرة.

ترتكز إستراتيجية سياسته النقدية على النتيجة التي توصل إليها فريدمان و المتعلقة بطول المدة التي يتطلبها ظهور أثر السياسة النقدية على مستوى الأسعار. إذ يسعى إلى تحقيق هدف استقرار الأسعار في المدى المتوسط دون إعطاء تعريف دقيق لهذا الأفق. من جهة أخرى، يعيبُ الكثير من الاقتصاديين الكينزيون على البنك الأوروبي

تركيزه المشدد على استقرار الأسعار ، فهم يرون أنه تعود مشاكل النمو و التوظيف في الكثير من اقتصاديات الدول الأوروبية إلى هذه السياسة التي يتبعها. إذ يعتقدون أن في هذه الاقتصاديات، التي يوجد بها موارد كثيرة غير مستغلة، يكون للسياسة النقدية آثار على النشاط الاقتصادي، الاستثمار و الدخل و التوظيف، تفوق آثارها على الأسعار. لكن يُبرر BCE خياراته بحجة أن أولوية هدف استقرار الأسعار كانت وليدة معاهدة "ماستريخت" و أن تحقق هذا الهدف هو في صالح دعم النمو المستدام. و بالتالي ، ليس لمشاكل النمو و التوظيف التي تعاني منها بعض الاقتصاديات الأوروبية أي صلة بالسياسة النقدية ، فهي قد ترجع إلى مشاكل هيكلية كزيادة الضغوطات الضريبية وسوء سير سوق العمل.

لضمان استقرار الأسعار في المدى المتوسط، يبني البنك المركزي الأوروبي سياسته النقدية على ركيزتين اثنتين ، و يستخدم أداة معدل الفائدة للسوق النقدي الذي يمكن أن نقول عنه كذلك أنه يمثل هدفه العملي.

في الركيزة الأولى ، يعطي أهمية كبيرة للنقود. إذ يقوم بالإعلان عن قيمة مرجعية لنمو المجموعة النقدية M_3 في منطقة الأورو ، تم تثبيتها في البداية عند مستوى 4.5% و يتم حسابها بنفس الطريقة التي استخدمها سابقا البنك المركزي الألماني. بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي ، كل تجاوز لهذه القيمة المرجعية من جانب نمو المجموعة النقدية يوحي بوجود خطر التضخم.

الغاية من تبني هذه الركيزة القائمة على مراقبة متغيرة نقدية هي بلا شك أن يتم إرث مصداقية البنك المركزي الألماني. لكن القيمة المرجعية ، المشار إليها سابقا ، هي ليست عبارة عن هدف متوسط ، كما كان الحال في ألمانيا ، أي أن إستراتيجية البنك المركزي الأوروبي هي ليست صورة طبق الأصل لإستراتيجية البنك الألماني: فالإعلان عن قيمة مرجعية للنمو النقدي لا يعني بتاتا إلتزام البنك الأوروبي بتصحيح الفوارق الممكنة في المدى القصير بين نمو الكتلة النقدية الفعلي و هذه القيمة المرجعية.

أما في الركيزة الثانية ، يقوم بمتابعة عدد كبير من المؤشرات الاقتصادية و المالية التي يمكن أن تكشف معاينتها على وجود مضاعفات تضخمية. متغيرات مالية مثل : مستويات معدلات الفائدة ، مجموعات نقدية غير M_3 ، مجموعة القروض ، سعر الصرف و أسعار الأصول الأخرى و تطور الأسواق المالية... إلخ . متغيرات حقيقية

مثل : تطور الإنتاج (أو الفارق بين الإنتاج الحالي و الإنتاج المستطاع) ، تطور الطلب و مكوناته ، تكاليف الإنتاج...إلخ. إن هذا العدد الكبير من المؤشرات التي يتبعها البنك المركزي الأوروبي ، تصعب ، بالنسبة للجمهور، متابعة و توقع قرارات سياسته النقدية ، مما يجعل هذه الأخيرة تفتقد للوضوح.

يشخص البنك المركزي الأوروبي الوضعية الاقتصادية لمنطقة الأورو بناء على مزج و مقارنة المعلومات من هاتين الركيزتين اللتان تجعلان من إستراتيجيته ، إستراتيجية مختلطة. إذ تقرها الركيزة الأولى من إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي أما الركيزة الثانية من إستراتيجية إستهداف التضخم. وابتداء من ماي 2003 ، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن قلبه للترتيب التسلسلي لهاتين الركيزتين ، إذ أصبح التحليل الاقتصادي في مقام الركيزة الأولى ، و هذا إنما يدل على تراجع وزن و أهمية الجانب النقدي في قرارات السياسة النقدية المتخذة. وما يميز كذلك إستراتيجيته هو انه يقوم بإعلان و تقديم تعريف كمي لإستقرار الأسعار (أي الإعلان عن معدل التضخم المستهدف) و يستخدم جملة مؤشرات الركيزتين للتنبؤ بالتضخم.

حسب الكثير من الاقتصاديين، عرفت إستراتيجية البنك المركزي الأوروبي نجاحا في تحقيق استقرار الأسعار في المدى المتوسط، كما أنها لم تحمل جانب النشاط الاقتصادي في المدى القصير.

4-IV- إستراتيجية إستهداف الصرف:

تستخدم كذلك هذه الإستراتيجية متغيرة إسمية لتوجيه السياسة النقدية. تتمثل هذه المتغيرة في سعر الصرف. إن لهذه الإستراتيجية تاريخ طويل ، يجعلها تأخذ عدة أشكال : تثبيت سعر الصرف عند قيمة تعادلية تربط العملة المحلية بالذهب كما هو الحال في نظام قاعدة الذهب ، ربط العملة الوطنية، عند سعر صرف معطى ، بعملة دولة (دولة الربط *pays ancre*) تتميز بمستوى تضخم منخفض (كالولايات المتحدة الأمريكية أو ألمانيا) ، إتفاق مزدوج بين دولة في طريق النمو و دولة مصنعة بأن تكون عملة هذه الأخيرة عملة تُربط بها عملة الأولى، مثل الإتفاق الذي جرى بين فرنسا و منطقة الفرنك، المشاركة في ميكانيزم للصرف مثل النظام النقدي الأوروبي،

نظام بريتون وودز لسعر الصرف الثابت الذي يُضبط بالدولار ،... إلخ. سنحاول أن نسرد إيجابيات و سلبيات هذه الاستراتيجية في العناصر التالية :

الإيجابيات:

أولا : تسمح بمراقبة التضخم. إذ ، على سبيل المثال ، في نظام بريتون وودز، يضمن مراقبة التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية إستقرار الأسعار في الدول الأخرى لأن في الحقيقة هناك ربط لإرتفاع أسعار السلع المتبادلة دوليا في اقتصاديات هذه الدول بارتفاع أسعار نفس السلع في دولة الربط (الولايات المتحدة الأمريكية) عن طريق سعر صرف ثابت.

ثانيا: إتباع هذه الاستراتيجية يفرض إتباع قاعدة آلية و ثابتة لتوجيه و قيادة السياسة النقدية، مما يمنع لجوء البنك المركزي إلى تطبيق، في بعض الأحيان ، سياسة نقدية توسعية نزولا عند رغبة الحكومة لدعم النمو و التوظيف في المدى القصير في حين أن هدفه الأول هو استقرار الأسعار. تفرض هذه الاستراتيجية على السلطات النقدية تشديد سياستها النقدية لما تندهور قيمة العملة الوطنية ، و تليينها في الحالة العكسية.

ثالثا ، تعتبر هذه الإستراتيجية واضحة ، شفافة و مفهومة من قبل الجمهور.

السلبيات: لهذه الإستراتيجية سلبيات كذلك تتمثل في:

أولا : إتباع هذه الإستراتيجية يؤدي إلى فقدان إستقلالية السياسة النقدية و زيادة تعرض الاقتصاد الوطني للصدمات التي تمس دولة الربط. إذ في ظل نظام سعر الصرف الثابت و مع الحرية التامة لحركة رؤوس الأموال ، لا يمكن إستخدام السياسة النقدية لمواجهة الصدمات التي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني. ضف إلى ذلك ، مع هذا النظام النقدي ، تنتقل تقريبا كل صدمة تتعرض لها دولة الربط إلى الاقتصاد الوطني للدولة التي تربط عملتها بعملة هذه الأخيرة ، و ذلك لأنه و بغية المحافظة على ثبات سعر الصرف ، يتبع كل تغير في معدلات الفائدة في الأولى تغير مماثل و في نفس الإتجاه في معدلات الفائدة للثانية.

ثانياً ، إستهداف سعر الصرف يعرض عملة الدولة لهجمات المضاربة. إذ في نظام الصرف الثابت ، و بعد قيام المضاربين بتحويل أموالهم إلى الخارج (للإستفادة من فوائد أعلى في دول أخرى أو لإجبار الدولة على تخفيض قيمة عملتها بعد نفاذ إحتياطي الصرف و بالتالي زيادة قيمة ثروتهم بعملة هذه الدولة) ، لا تقوم الدولة بتخفيض قيمة عملتها ، بل تدافع عنها للحفاظ على القيمة التعادلية لسعر الصرف و لتأييس المضاربين.

V-البنك المركزي و وظائفه :

تمتلك حالياً كل دولة من دول العالم بنك مركزي خاص بها، يعتبر عصب جهازها المصرفي و فاعلاً رئيسياً في حركية نشاطها الاقتصادي بشكل عام. و يتجلى ذلك من خلال الوظائف التي يمارسها، و التي هي نفسها تقريبا في كل الدول. و الإختلاف بين هذه المؤسسات عبر العالم يبرز عن تباين التاريخ النقدي و السياسي لشتى دول العالم، و كذا درجة إستقلاليتها. يطلق على البنك المركزي إسم " بنك الإصدار" ، و " البنك الوطني" ، " بنك البنوك" أو تتبع كلمة بنك بإسم البلد الذي ينتمي إليه ، و يرجع سبب كثرة هذه التسميات إلى تعدد الأدوار التي يقوم بها ، سواء في خدمة الحكومة أو في خدمة البنوك العاملة في الجهاز المصرفي. و بشكل عام ، يمكن القول بأنه يعرف البنك المركزي من خلال الوظائف التي يؤديها ، و المتمثلة في الآتي:

1- إصدار النقد الوطني : و هي تعتبر من أهم وظائف البنك المركزي على الإطلاق ، حيث يقوم هذا الأخير ، و لوحده فقط بإعتباره بنك الإصدار ، بإصدار النقد الوطني بالكميات اللازمة لحاجة النشاط الاقتصادي ، و بدون إفراط في هذه العملية حتى لا يترتب على ذلك حدوث التضخم و تدهور قيمة العملة الوطنية.

2- وضع و تنفيذ و متابعة السياسة النقدية ، و ذلك من خلال إستعمال مجموعة من الأدوات للتأثير على مجموعة من المتغيرات تعتبر كأهداف متوسطة مثل عرض النقود ، معدل الفائدة و سعر الصرف ، و من ثم التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية ، بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف النهائية ، تضعها الحكومة لتحسين الرفاهية الإجتماعية ككل.

3- تقديم خدمات مصرفية متنوعة للبنوك التي تعمل تحت إشرافها ، و بالذات الإحتفاظ بإحتياطاتها ، إمدادها بالسيولة عن طريق إعادة التمويل ، الوقوف إلى جانبها عندما تلجأ إليه طالبة المساعدة لسد إحتياجاتها الطارئة من السيولة و بالتالي هو يلعب هنا دور الملجأ الأخير للإقراض ، الإشراف على إدارة نظام الدفع ، و خاصة تسهيل أعمال المقاصة التي تتم لتسوية فروق الحسابات النقدية بين البنوك التجارية نتيجة الشيكات المسحوبة على بعضها البعض من طرف عملاء هذه البنوك ، حيث يتم تسوية هذه الحسابات من خلال التغييرات التي تحدث في أرصدة البنوك المودعة لدى البنك المركزي.

4- السهر على ضمان سلامة النظام البنكي و المالي ، و تجنب الاقتصاد الوقوع بأزمات بنكية او مالية يمكن أن تعرضه للإفهار. و يتحقق هذا بالإشراف على عمل الجهاز المصرفي من خلال إلزام البنوك التجارية بالإحتفاظ لديه بالإحتياطي الإجباري قصد التحكم و مراقبة الإئتمان ، و إمكانية إعادة خصم الأوراق المالية و التجارية إن لجأت البنوك إليه ، إضافة إلى استخدام أدوات أخرى نوعية و كمية.

5- يتولى البنك المركزي إدارة الدين العام للدولة . فهو يتكفل بسداد إلتزاماتها لدى الدول و البنوك الأجنبية ، و يقوم بتحصيل حقوقها لديها ، هذا فضلا عن قيامه بالإحتفاظ بالأرصدة النقدية و إيداعات الوزارات المختلفة و المؤسسات العامة و كافة الأجهزة الحكومية للدولة ، و قيامه بتقديم قروض للحكومة لتغطية بعض الإلتزامات الطارئة أو عجز الموازنة العامة.

6- إدارة إحتياطات النقد الأجنبي و سعر الصرف. فهو يعتبر الجهة التي تحتفظ عندها الدولة بالإحتياطات النقدية من العملات الأجنبية ، و كذلك الإحتياطات غير النقدية ، و المنفذ لسياستها في مجال الرقابة على الصرف و سياسة سعر الصرف.

VI- مصداقية البنك المركزي : عامل أساسي لنجاح السياسة النقدية

يمكن تعريف مصداقية البنك المركزي على أنها تمثل درجة ثقة الأعوان الاقتصاديين الخواص في قدرة هذا البنك على أخذ القرارات التي تسمح له بتحقيق أهدافه. من جهة أخرى ، لقد وضعت المدرسة الكلاسيكية الجديدة عنصر التوقعات في لب تحليلهم للسياسة النقدية ، إذ يرى روادها أن أثر هذه الأخيرة يمر عبر قناة

التوقعات ، أي ترتبط فعاليتها بشكل أساسي بقدرتها على التأثير في توقعات الأعوان بخصوص التضخم في المدى الطويل. فمن خلال تحكمه في توجيه هذه التوقعات ، يمكن للبنك المركزي أن يؤثر في السلوك الحالي للأعوان الخواص و مخططاتهم المستقبلية ، و هذا فيما يخص سلوك تحديدهم للأسعار و الأجور و حتى معدلات الفائدة. فكلما كانت مصداقية البنك المركزي كبيرة لدى الأعوان الخواص، كلما زاد تأثيره على سلوك هؤلاء و كلما قلت شدة جرعات تدخل السياسة النقدية لبلوغ الأهداف المسطرة.

يرى منظري المدرسة الكلاسيكية الجديدة ، *Kydland و Prescott (1977)* ، *Gordon و Barro (1983)* ، أن مصداقية البنك المركزي تصطدم مع مشكل عويص ، ألا و هو مشكل عدم الإتساق الديناميكي (الزمي)¹. و المقصود بهذا المشكل هو وجود نزوع لدى البنك المركزي إلى الرجوع عن قراراته و وعوده المتعلقة بالأهداف المسطرة، خاصة إذا ارتبط الأمر بمعدل تضخم مستهدف لا يتوافق مع تحقيق معدل بطالة منخفض. بكلمات أخرى ، يتم الوقوع في مثل هكذا مشكل لما لا يكون بالإمكان إتباع برنامج مثالي و المداومة عليه و الإلتزام به مع مرور الوقت حتى بلوغ نتائج مرضية في خصوص الأهداف المسطرة. يحدث هذا للبنك المركزي عند إتباعه لسياسة نقدية انتقائية* (موجهة) *Discretionary monetary policy* . حيث يقوم الأساس النظري الذي يدعم هذه السياسة على منحني " فيليبس " ، *Phillips*، و يمكن للبنك المركزي وفق منطق هذا المنحني (وجود علاقة عكسية في المدى القصير بين معدل التضخم و معدل البطالة) أن يتدخل عن طريق سياسة نقدية نشطة ، توسعية ، في حالة الركود و إنكماشية في حالة ما رأى أن هناك توسع مفرط في الاقتصاد ينجم عنه ظهور ضغوط تضخمية. إذ يمكن للبنك المركزي أن يعلن عن قراره محاربة التضخم و إستهدافه معدل منخفض لهذا الأخير عن طريق استعمال سياسة نقدية تقييدية ، و بعد أن يكيف الأعوان الاقتصاديين غير الماليين سلوكهم و توقعاتهم مع هذا التوجه الجديد (و بالتالي تنخفض معدلات الفائدة للمدى الطويل ، و يتم إبرام عقود في مجال الأسعار و الأجور ، تكون مبنية على أساس توقع وجود ارتفاعات طفيفة مستقبلا في معدل

¹ -Barro R.J., Gordon D.B (1983), « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model », Journal of Political Economy, vol.91, N°4, p.589-610

- Kydland F.E., Prescott E.C. (1977), « Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans », Journal of Political Economy, vol.85, n°3, p.473-491

* السياسة النقدية الانتقائية هي تلك السياسة التي تُستعمل حسب الوضع الاقتصادي. ففي حالة وجود تباطؤ في الاقتصاد مثلا ، يتدخل البنك المركزي بإتباع سياسة نقدية توسعية لتنشيط الاقتصاد (دعم النمو) و تخفيض البطالة.

التضخم) ، قد يظهر له أن سياسته النقدية هي غير مثالية إذا لاحظ وجود تباطؤ في الاقتصاد و ارتفاع البطالة ، و من ثم يقدم على عكس سياسته من خلال التوسع في عرض النقود ، معتقدا أن توقعات الأعوان الاقتصاديين غير الماليين ثابتة و انه سيتم مواجهة ارتفاع الطلب في السوق بزيادة الإنتاج و بالتالي خلق مناصب عمل.

لكن يرى أصحاب المدرسة الكلاسيكية الجديدة أنه لن تنجح هذه السياسة ، أي خداع الأعوان غير الماليين و مباغتتهم بسياسة نشطة مفاجئة ، في تحقيق نتائج إيجابية على مستوى الإنتاج و خفض البطالة إلا مرة واحدة فقط ، لأن هؤلاء الأعوان هم عقلانيين (توقعاتهم رشيدة) وسوف يصبحون يعلمون جيدا آلية عمل الإقتصاد و أن البنك المركزي قد يتراجع في أي لحظة عن إلتزاماته إذا رأى مصلحة في ذلك. بالتالي ، و عند تحديدهم لبنود العقود في مجال الأجور و الأسعار و معدلات الفائدة ، سيتوقع مستقبلا الأعوان غير الماليين تضخم يفوق التضخم المعلن من قبل البنك المركزي ، و هو ما يخلق إنحراف تضخمي ، و يجعل أي سياسة نقدية نشطة فجائية أخرى غير فعالة و غير مجدية من حيث أثرها على الإنتاج و البطالة (لن تكون نتائجها بالمستوى المطلوب). إن معاناة البنك المركزي من مشكل عدم الإلتساق الديناميكي و دراية الأعوان الاقتصاديين غير الماليين بذلك سيجعل من أي سياسة نقدية تستهدف محاربة التضخم في المدى البعيد و دعم النمو و التشغيل في المدى القصير ، صعبة التحقق و مكلفة جدا.

لمواجهة الإنحراف التضخمي الناجم عن وجود مشكل عدم الإلتساق الديناميكي ، و لإقناع الأسواق بجدية إلتزامه بقراراته ، يجب على البنك المركزي أن يكون يتميز بمصداقية كبيرة في نظر الأعوان الاقتصاديين غير الماليين. يتحقق هذا من خلال إتباع أحد الحلول التالية :

أولا : إتباع البنك المركزي لسياسة نقدية تلقائية. تقوم هذه السياسة على فكرة إدارة السياسة النقدية وفقا لقاعدة محددة و معروفة مسبقا ، و هو الأمر الذي يجعلها مستقلة عن التطورات الظرفية التي تطرأ على الإقتصاد من حين إلى آخر. كما أشار الاقتصاديين *Gordon و Barro* (1983) ، إن إخضاع البنك المركزي (أو بالأحرى الهيئة القائمة على إدارة السياسة النقدية) لقاعدة ، تعمل وفقها سياسته النقدية ، يحد من لجوئه إلى

إتباع سياسة نقدية إنتقائية.¹ لكن في الحقيقة ، بعض القواعد المقترحة تسمح للبنك المركزي بتكليف سياسته مع حالة النشاط الاقتصادي ، و هذا في حدود هامش عمل معين. و المهم في هذه النقطة هو أن سياسة نقدية قائمة على أساس قاعدة هي أكثر مصداقية من السياسة النقدية الإنتقائية. تعتبر القواعد المختلفة الممكن إعتماؤها كأداة إتصال ملائمة بالنسبة للسلطات (فهي تُظهر نواياها و توجهاتها) و تساعد على تعزيز إستقرار التوقعات التضخمية للجمهور ، كما تسمح كذلك بتبرير قرارات السياسة النقدية. و حتى تكون مفهومة و سهل إتباعها ، يجب على القاعدة أن تكون بسيطة و بعيدة عن التعقيد ، و لهذا سنكتفي في هذا الجزء بذكر بعض أهم القواعد البسيطة (و تُحمل القواعد المثالية المعقدة) التي جاءت في الأدبيات الاقتصادية. و يمكن أن نميز هنا بين القواعد الغير مشروطة و القواعد المشروطة.

أ.القواعد الغير مشروطة: تسمى قاعدة بسيطة بالغير مشروطة إذا كانت إدارة السياسة النقدية وفقها تتم بطريقة آلية و بدون إعطاء إعتبار لحالة الظروف الاقتصادية. قد نشير هنا إلى قاعدة الذهب ، و تماشي خلق النقود مع إكتشاف معدن الذهب. و حديثا ، في سنوات الستينات ، قد إقترح فريدمان (Friedman 1960) أن يتم زيادة مستوى عرض النقود بنسبة ثابتة و معلنة ، تتناسب و حاجة الاقتصاد إليها.² في واقع الأمر ، لم يتم إطلاقا إتباع قاعدة فريدمان بشكل صارم ، و إنما كل البنوك المركزية التي إعتمدت هذا التوجه كانت تخرج في كثير من المرات عن هذه القاعدة ، لان هذه القواعد الغير مشروطة تتسبب في حدوث تقلبات غير مرغوبة في الإنتاج و حتى الأسعار.

ب.القواعد المشروطة: تسمى قاعدة بسيطة بالمشروطة إذا كان العمل بها يسمح بتغيير السياسة النقدية تماشيا و حالة الاقتصاد. و من بين أشهر القواعد المشروطة نجد:

* قاعدة ماك كالوم *McCallum* : إقترح الاقتصادي *McCallum* (1988) أن يقوم البنك المركزي

بتعديل القاعدة النقدية (كمية النقود) تماشيا مع فروقات معدل نمو الناتج المحلي الخام الإسمي *PIB* مقارنة مع معدل نموه المستهدف و المحدد مسبقا ، و مع كذلك تغيرات سرعة دوران القاعدة النقدية. هذه القاعدة لم تأخذ

¹ - Barro R.J, Gordon D.B (1983) op.cit

² - Friedman M. (1960), « A Program for Monetary Stability », New York, Fordhan University Press.

حيزا كبيرا من إهتمام البنوك المركزية في الفترة الحديثة السابقة ، خاصة و أنه يعتبر معدل الفائدة للمدى القصير ، و ليس القاعدة النقدية ، أداة السياسة النقدية في الوقت الحالي.

* قاعدة تايلور *Taylor*:

حاليا ، تتجه البنوك المركزية في العالم إلى استعمال معدل الفائدة القصير المدى كأداة لسياستها النقدية. و السؤال الممكن أن يطرح نفسه هنا هو: كيف يتم تحديد معدل الفائدة المناسب ؟ في سنة 1993 ، إقترح الاقتصادي تايلور *Taylor* (1993) قاعدة بسيطة ، عرفة نجاحا كبيرا خلال فترة معتبرة ، تشير إلى قيمة معدل الفائدة التي تتناسب مع الوضعية الاقتصادية للبلد.¹ حسب هذه القاعدة ، يجب أن يتغير معدل الفائدة المدار في المدى القصير مع تطور فروقات التضخم و الإنتاج ، كما تبينه صيغتها العامة التالية ، و التي وردت كذلك في مقال للإقتصاديين *Drumetz* و *Verdelhan* (1997):²

$$i_t = r^* + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5 (y_t - y^*)$$

حيث تمثل:

i_t : معدل الفائدة الإسمي القصير المدى (معدل الأموال الفيدرالية ، معدل الفائدة المدار)

r^* : معدل الفائدة الحقيقي التوازني

π_t : معدل التضخم الجاري في اللحظة t (أو: معدل التضخم الفعلي ، الملاحظ)

π^* : معدل التضخم المستهدف. افترض Taylor أنه يساوي 2% في الاقتصاد الأمريكي.

y_t : الناتج المحلي الخام الحقيقي الملاحظ

y^* : الناتج المحلي الخام الحقيقي عند التشغيل الكامل (دخل العمالة الكاملة ، الدخل المستطاع)

¹ -Taylor J.B. (1993), « Discretion Versus Policy Rules in Practice », Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy, vol.39, p.195-214

² -Drumetz F., Verdelhan A.(1997), « Règles de Taylor : présentation, applications, limites », Bulletin de la Banque de France, Septembre, p.81-87

$(\pi_t - \pi^*)$: فارق التضخم، معامل الترجيح لهذا الفارق هو 0,5

$(y_t - y^*)$: فارق الإنتاج، معامل الترجيح لهذا الفارق هو 0,5 . فارق الإنتاج يعبر عنه هنا بالنسبة

المؤوية

يدل وجود فارق التضخم و فارق الإنتاج في قاعدة تايلور على وجوب إهتمام البنك المركزي ، في نفس الوقت ، باستقرار الأسعار و بإستقرار النشاط الاقتصادي (مستوى الإنتاج). حسب هذه القاعدة ، يجب رفع معدل الفائدة القصير المدى لما يصبح معدل التضخم الملاحظ (الفعلي) أكبر من معدل التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي ، أو لما يصبح الناتج المحلي الخام الحقيقي (الإنتاج) الملاحظ حالياً أكبر من دخل العمالة الكاملة (الإنتاج المستطاع)، و العكس صحيح. بكلمات أخرى ، كلما ارتفع معدل الفائدة المحسوب بهذه القاعدة (i_t) ، كلما وجب على البنك المركزي التدخل في السوق النقدي لرفع معدل الفائدة القصير المدى ، الذي يتحكم فيه.

عموماً، يأخذ معامل فارق التضخم قيمة أكبر من الواحد (عوض 0.5). يعتبر هذا القيد كضمان لأن يتم التصدي للضغوطات التضخمية بواسطة سياسة نقدية تقييدية قاسية ، لدرجة أن ينتج عنها إرتفاع معدل الفائدة الحقيقي ، وهذا ما يسميه الاقتصادي *woodford* (2001) "بمبدأ تايلور"¹.

كمثال على ذلك ، إذا انطلقنا من وضع معين ، يكون فيه : $1 = r^* = \pi_t = \pi^* = 2\%$ ، $y_t = y^*$ ، و معامل فارق التضخم يساوي 1.5 (أكبر من واحد) ، بينما معامل فارق الإنتاج يساوي 0.5 . في هذه الحالة، يجب أن يكون معدل الفائدة القصير المدى ، المحدد من قبل البنك المركزي ، يساوي 3% [أي $1 + 2 + 1.5(0) + 0.5(0) = 3\%$] أما إذا إرتفع معدل التضخم الملاحظ π_t إلى 3% ، فيجب على البنك المركزي أن يرفع معدل الفائدة المدار (القصير المدى) إلى 5,5% [لأن $1 + 3 + 1.5(3 - 2) + 0.5(0) = 5.5\%$] فمع ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي ($i_t - \pi_t$) من 1% إلى 2.5% سينخفض الطلب الكلي و تتراجع الضغوطات التضخمية، و بالتالي ينخفض معدل التضخم الملاحظ إلى مستواه المستهدف.

¹ - Woodford M. (2001), « The Taylor rule and optimal monetary policy », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.91, n°2, p.232-237

حسب الاقتصاديين *Bullard* و *Mitra* (2002) ، يسمح تطبيق مبدأ تايلور للأعوان الاقتصاديين بتعلم القاعدة التي تعمل وفقها السياسة النقدية ، و هو الشيء الذي يسهل إستقرار الاقتصاد.¹ لكن يبقى أن نشير في الأخير أن هناك مشاكل تواجه البنك المركزي عند تطبيقه لقاعدة تايلور البسيطة ، مما يؤدي ذلك إلى إضعاف فائدتها في إدارة السياسة النقدية. أهم هذه المشاكل ، أنها تركز على تحديد إثنين من المتغيرات الغير ملاحظة : معدل الفائدة الحقيقي التوازني و الإنتاج المستطاع.

في الأخير، و دائما في إطار القواعد الممكن أن تلجأ إليها السلطات النقدية لمعالجة مشكل الإنحراف التضخمي ، الناجم عن مشكل عدم الإتساق الديناميكي ، و لإكتساب مصداقية لدى الجمهور ، ذهبت بعض الدول إلى إتباع إستراتيجية إستهداف التضخم ، أو اعتماد قاعدة في تسيير سعر صرف عملتها ، كتبنيها لنظام صندوق الإصدار (*Currency Board , Caisse d'émission*) ، أين لا يمكن للبنك المركزي أن يخلق النقد المركزي إلا إذا كان هناك مقابل من العملة الأجنبية ، أو تبنى عملة بلد آخر و استعمالها في إتمام المعاملات محليا ، مثل إستراتيجية الدولار *Dollarisation*.

ثانيا : نظرا لعدم إلتزام الكثير من البنوك المركزية (بل جلها) بإتباع القواعد التي ذكرناها سابقا ، و تخليهم عنها في أغلب الحالات ، يمكن تقديم حل آخر قام بإقتراحه الاقتصادي *Rogoff* (1985) ، وهو يتمثل في تنصيب على رأس البنك المركزي شخص محافظ معروف بموقفه الصارم المعادي للتضخم ، و بالتالي يكون إهتمامه بهدف تحقيق إستقرار الأسعار يفوق نسبيا إهتمام الرأي العام والحكومة.²

ثالثا : من أجل تخطي مشكل الإنحراف التضخمي ، و في نفس الوقت يتم ترك نوع من الحرية و المرونة في إدارة السياسة النقدية ، إقتراح بعض الاقتصاديين مثل *Walsh* (1995) ، *Persson* و *Tabellini* (1993) ، أن يتم معاينة محافظ البنك المركزي من خلال حسم مبلغ معين من أجره عندما ينحرف معدل التضخم عن

¹ -Bullard J., Mitra K. (2002), « learning about monetary policy rules », Journal of Monetary Economics, vol.49, n°6, p.1105-1129

² - Rogoff K.(1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », Quarterly Journal of Economics, vol.100, issue 4 , p.1169-1189

المعدل المستهدف.¹ لكن يبدو أنه ليس بالشيء المهم أن يتم معاقبة محافظ البنك المركزي مالياً ، في حين أنه هو أصلاً معاقب معنويًا بفعل أن سمعته ستكون ملطخة بالنتائج السلبية التي حققها في مجال محاربة التضخم ، و الأفضل أن تترك له فرصة أخرى ، مُقَيِّدة بعامل الزمن ، ليثبت كفاءته ، و إلا يُخلع من على رأس البنك المركزي في حالة تكرار النتائج المخيبة.

في الأخير ، هناك حل آخر يستطيع البنك المركزي من خلاله أن يكسب مصداقية كبيرة لدى الجمهور ، ألا و هو العمل على التشريع لنظام أساسي خاص بالبنك المركزي ، يُعفيه من كل الضغوطات السياسية و الحكومية. أي يصبح بنك مستقل. سَيُتناول هذا الجانب لوحده في العنصر الموالي.

VII - مسألة إستقلالية البنك المركزي:

يوجد نوعين متعارضين من البنوك المركزية : البنك المركزي الذي يعمل تحت وصاية هيئة عمومية كوزارة المالية أو الحكومة ، و البنك المركزي المستقل. المقصود باستقلالية البنك المركزي هو قدرة هذا الأخير على إدارة السياسة النقدية ، دون إعتبارات سياسة أو وجود تأثير حكومي على قراراته. أي نقصد بذلك ، حرية البنك المركزي في تحديد هدف السياسة النقدية ، و في إختيار أداة و حجم و توقيت تنفيذها. الملاحظ ، إبتداءً من سنوات التسعينات ، أن النموذج الثاني قد طغى على النموذج الأول من ناحية استقطابه للدول و تبنيه كنموذج مثالي لتحقيق الأهداف المرجوة من السياسة النقدية.

بشكل أدق ، يتم التمييز عادة بين وجهين لاستقلالية البنك المركزي : أولاً ، إستقلالية البنك المركزي في تحديد هدف سياسته النقدية، و كمثل على ذلك يمكن ذكر نموذج الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ، الذي يتحدد

¹ - Persson T, Tabellini G (1993) , « Designing Institutions for Monetary Stability », Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy , vol.39, p.53-84

- Walsh C.E (1995), « Optimal Contracts for Central Bankers », American Economic Review, vol .85, n°1, p.150-167

في نظامه الأساسي بصورة واضحة هدف سياسته النقدية المتمثل في استقرار الأسعار ، التشغيل الكامل و خفض مستوى معدل الفائدة الطويل المدى. ثانيا ، إستقلالية البنك المركزي في إختيار أداة سياسته النقدية ، و كمثال على ذلك نذكر البنك المركزي البريطاني الذي تضع له الحكومة إستهداف التضخم كهدف لسياسته النقدية ، و يبقى يمتلك هو حرية تحديد مستوى معدل الفائدة القصير المدى (معدل الفائدة المدار). و إستطرادا في هذه النقطة ، تُظهر الدراسات النظرية و التطبيقية أنه من الواجب أن تمتلك البنوك المركزية إستقلالية في إختيار أداة السياسة النقدية و ليس إستقلالية في تحديد هدفها ، لأنه من الواجب أن يكون هذا الأخير (الهدف) محدد في نظامها الأساسي على أنه إستقرار الأسعار بالدرجة الأولى *Fischer (1995)*.¹

أما من ناحية معايير قياس إستقلالية البنك المركزي ، فيوجد ثلاث شروط أساسية يجب توفرها حتى يُضمن إستقلالية البنك المركزي : أولا ، إستقلالية أداء مهمته. أي حرية البنك المركزي في وضع و تنفيذ السياسة النقدية. ثانيا ، إستقلالية المسؤولين على إدارته. أي أن يكون مسئوليه مَحْمِيين من الضغوطات السياسية. ثالثا ، إستقلاليته المالية. أي ليس بإستطاعة الحكومة أن تمول نفقاتها (عجز موازنتها) ، بصفة مباشرة أو غير مباشرة ، عن طريق الإقتراض من البنك المركزي ، أو أن يكون لجوءها لهذا الخيار إلا في الحالات النادرة جدا.

قام الاقتصاديين *Grilli* ، *Masciandaro* و *Tabellini* (1991)، بتصنيف هذه المعايير إلى فئتين: معايير تعطي للبنك المركزي إستقلالية عن الاعتبارات السياسية الممكن أن تربطه بالحكومة ، و معايير تعطيه إستقلالية اقتصادية تجعل قراراته محكومة أساسا بالإعتبارات الاقتصادية البحتة.²

أولا ، معايير الإستقلال السياسي للبنك المركزي :

- الإجراءات المتبعة في تعيين أعضاء هيئة المسؤولين المديرين للبنك المركزي، من المحافظ، نوابه و مدراءه :
يجب تعيينهم لشغل فترة طويلة ، مع عدم إمكانية إلغاء هذا التعيين. ويمكن طرح هنا كذلك مسألة إمكانية إعادة تعيين مسئول معين لعهدة جديدة ، و مسألة من هو الذي يعين مسؤولي البنك المركزي.

¹ -Fischer S. (1995), « Central Bank- Independence Revisited », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.85, n°2, p.201-206

² -Grilli V, Masciandaro D, Tabellini G (1991) , « Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries », Economic Policy, vol.6, issue 13, October, p.341-392

- علاقات البنك المركزي مع الحكومة : مشاركة عضو من الحكومة في اجتماعات الهيئة التي تتخذ قرارات السياسة النقدية على مستوى البنك المركزي و إمكانية معارضة الحكومة لتبني قرار معين.

- النظام الأساسي الذي تحكم قوانينه سير عمل البنك المركزي : أي مسألة تسجيل استقرار الأسعار في الدستور أو النظام الأساسي للبنك المركزي ، كهدف للسياسة النقدية.

ثانيا ، معايير الإستقلال الإقتصادي للبنك المركزي :

- درجة السهولة التي تجدها الحكومة للحصول على تمويل ، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ، من البنك المركزي.

- طبيعة أدوات السياسة النقدية الموجودة تحت رقابة البنك المركزي : و نذكر هنا مسألة تثبيت معدل الفائدة المدار ، و قضية الغياب التام ، من عدمه ، لأي مسؤولية للحكومة على مراقبة البنوك ، أو المسؤولية المشتركة بينه و بين الحكومة في هذا المجال. إذ في حالة المسؤولية المشتركة يمكن للحكومة أن تفرض ضغط على البنوك لكي تقوم بشراء سندات عمومية ، مثل سندات الخزينة.

إحتلت مسألة استقلالية البنك المركزي جزءا هاما في الكتابات و النقاشات الاقتصادية ، خاصة مع نهاية الثمانينات و بداية التسعينات ، و ظهرت آراء متعددة و متباينة بهذا الخصوص. فهناك من ساند فكرة استقلالية البنك المركزي ، و في الطرف الآخر من النقاش ، هناك من أيد فكرة أن يبقى البنك المركزي تحت الوصاية ، بحيث إستندت كل جهة من الجهتين إلى براهين و حجج اقتصادية و سياسية.

VII-1- الجهة المساندة لفكرة إستقلالية البنك المركزي:

أصحاب هذا الإتجاه ، المقتنعين بالفائدة الاقتصادية لاستقلالية البنك المركزي ، يبنون رأيهم على أساس أن ترك إدارة السياسة النقدية و مراقبة الكتلة النقدية تحت سيطرة الحكومة ، التي تحكم في العادة تصرفاتها إعتبرات سياسة ، سيؤدي بالاقتماد إلى نتائج سلبية وخيمة. فيمكن أن تفضل الحكومة ، عشية الإنتخابات، عدم رفع معدلات الفائدة ، حتى و إن كانت الوضعية الاقتصادية تستدعي ذلك ، من اجل تحقيق اعتبارات

سياسية ضيقة تتمثل في الحفاظ على شعبية أكبر لها عند جمهور الناخبين. المشكل هنا هو أن تدخلها بعد الانتخابات سيستلزم رفع معدلات الفائدة بقدر أكبر مما كان يستدعيه الأمر سابقا ، و هو ما قد ينجر عنه كذلك تحسن مُغالى فيه في قيمة العملة و تدهور كبير في النشاط الاقتصادي. كذلك يَبني أصحاب هذا الإتجاه رأيهم على أساس أن الحكومة قد تسيء استغلال وصايتها على البنك المركزي من خلال إجبار هذا الأخير على طبع النقود بشكل مبالغ فيه من اجل تمويل عجز موازنتها العامة. و إن كان هذا الحل يساعد على تخطي هذا النوع من المشاكل في الزمن القصير ، إلا انه يؤدي بعد ذلك إلى آثار تضخمية ضارة بالاقتصاد و إلى إرتفاع معدلات الفائدة في السوق. زيادة على ما سبق ، هناك حجة أخرى لأنصار هذا الإتجاه ، هي تتمثل في أن وصاية الحكومة على البنك المركزي ، تجعل هذا الأخير يعاني من مشاكل عدم الإتساق الديناميكي (الذي قد شرحناه سابقا).

في الأخير ، و فيما يتعلق بنتائج الكثير من الدراسات النظرية و التجريبية في مجال العلاقة بين إستقلالية البنك المركزي و مستوى الأداء الاقتصادي للبلد فيما يخص محاربة التضخم و النمو الاقتصادي و البطالة ، فقد أكدت هذه الدراسات على التأثير الإيجابي لاستقلالية البنك المركزي على عنصر التضخم ، بينما هناك إختلاف حول طبيعة تأثيرها ، إيجابيا أم سلبيا ، على النمو و سوق العمل. فكمثال على هذا الإخلاف ، فقد تكلم الاقتصاد *Adam* (2009) عن وجود دور إيجابي لاستقلالية البنك المركزي في تحسين الإنتاج و تخفيض درجة تقلباته،¹ و نفى الاقتصادي *Ball* (1993) أن يكون لمصادقية البنك المركزي الناجمة عن استقلاليته دور إيجابي في سوق العمل ، و أشار إلى كون أن تحقيق تراجع في معدلات التضخم من قبل بنك مركزي مستقل له ما يقابله من تكلفة على مستوى الإنتاج.² فلقد قدم أصحاب الإتجاه المساند لفكرة إستقلالية البنك المركزي نتائج هذه الدراسات (التي هي في صالحهم) كحجة لدعم رأيهم.

¹ -Ball L. (1993), « What Determines the Sacrifice Ratio ? », NBER Working Paper, N° 4306 (<http://www.nber.org/papers/w4306>), (<http://www.nber.org/chapters/c8332.pdf>)

² -Adam K., (2009), « Monetary policy and aggregate volatility », op.cit.

VII-2- الجهة المعارضة لفكرة إستقلالية البنك المركزي:

هناك من يعارض فكرة استقلالية البنك المركزي ، و يقدم مجموعة من الحجج ذات طابع إقتصادي أو سياسي. يرى أصحاب هذا الاتجاه أنه من الممكن أن يبالغ البنك المركزي المستقل في محاربة التضخم، على حساب تشجيع الإنتاج و خلق الوظائف. لكن تسقط هذه الحجة لما نعلم أن جل الخبراء الاقتصاديين يؤكدون على عدم وجود تحكيم في المدى الطويل بين التضخم و النمو، و تبقى مطروحة (هذه الحجة) في المدى القصير بفعل وجود هذا التحكيم. و هناك حجة أخرى للمعارضين تتمثل في أنه في ظل استقلال البنك المركزي عن الحكومة و إستهدافه لإستقرار الأسعار ، قد يؤدي الرفض المستمر للبنك المركزي لتمويل نفقات الحكومة ، إلى ظهور عجز هيكلي عميق ، في موازنتها العامة.

من جهة أخرى ، يرى المعارضون لمبدأ استقلالية البنك المركزي أن نجاح السياسة الاقتصادية يتطلب التنسيق الدائم بين السياسة النقدية و السياسة المالية ، و انه يكون من الصعب القيام بهذا التنسيق إذا كانت قرارات البنك المركزي غير خاضعة للإشراف الحكومي المباشر ، إذ يمكن أن يحصل تعارض مكلف بين السياستين لما ينشغل البنك بتحقيق أهداف لا تكون بالضرورة متلائمة مع أولويات الحكومة و المواطن.

و يضيف هؤلاء المعارضون ، أن إستقلال البنك المركزي قد يعتبر كرفض و ضرب لمبادئ الديمقراطية التمثيلية. إذ بإستقلال البنك المركزي ، قد لا يوجد عضو من الحكومة ، من يمثل الشعب ، في الهيئة التي تتخذ قرارات السياسة النقدية ، قد لا يخضع هذا البنك للمساءلة من قبل البرلمان أو الحكومة. و كرد على هذه الحجة ، هو أن في الدول الديمقراطية الكبرى ، لم تطرح مسألة إستقلال العدالة عن الحكومة (السلطة التنفيذية) أي مشكل ، و ضل القضاة ، بهذه الدول ، يتخذون قرارات بإسم الشعب و في استقلال تام عن الحكومة. و يبقى هذا الواقع مقبول على العموم طالما أن العدالة تحترم القانون و تنجز المهمة الموكلة إليها. نفس الشيء يقال عن البنك المركزي المستقل.

من أجل تفادي أن يكون البنك المركزي مستقل بصفة كبيرة ، مما يجعله يُهمل تماما مسألة إستقرار النشاط الاقتصادي و الإنتاج و يركز على استقرار الأسعار ، أو يدفعه ذلك إلى عدم الأخذ بعين الإعتبار قضية

التفاعل بين السياسة النقدية و السياسة المالية ، و قضية مبادئ الديمقراطية التمثيلية (ضرورة الخضوع لمراقبة من يمثل الشعب هي من أهم هذه المبادئ) ، فلا بد أن يُلزم بأن يتمتع بالمسؤولية. و المقصود بالمسؤولية هنا هو إجبارية تبرير و شرح البنك المركزي المستقل لقراراته للمواطنين و لممثليهم المُنتخبين *ECB* (2002).¹ و لهذا من المفروض أن يقوم البنك المركزي بتقديم تقارير ، على الأقل سنويا ، إلى السلطات السياسية و بنشر تقارير ، بصفة دورية ، حول حالة النشاط الاقتصادي ، إضافة إلى نشر نشرية رسمية خاصة به ، كل ثلاثة أشهر أو ستة ، يعرض فيها مختلف قراراته و مُبرراتها. و استطرادا في نفس النقطة ، يمكن أن يقدم رابط على الانترنت خاص بموقعه الافتراضي ليتم الولوج إلى خطابات مسيريه (أمام الصحافة أو المنتخبين في البرلمان) و منشوراته. و هذا هو الشيء الذي تقوم به البنوك المركزية المستقلة الكبرى في العالم.

إضافة إلى المسؤولية ، يجب على البنك المركزي المستقل أن يطور عنصر الشفافية لديه حتى تصبح سياسته النقدية فعالة بشكل جيد. تكمن الشفافية في إلغاء ، أو حذف ، كل ما يندرج في إطار عدم تماثل للمعلومات بين البنك المركزي و الجمهور (الأعدان الاقتصاديين الخواص) في خصوص تعريف و وضع و إدارة السياسة النقدية ، فهي تترجم في الإتصال المستمر بين الطرفين *Drumetz و Pfister* (2010).²

في الأخير ، و كخلاصة لما سبق ، يجب أن تسند مهمة تحقيق هدف السياسة النقدية، إستقرار الأسعار في المدى الطويل مع الأخذ بعين الاعتبار استقرار النشاط الاقتصادي في المدى القصير ، إلى بنك مركزي مستقل ، يسير وفق قاعدة (وليس وفق سياسة إنتقائية) ، مسؤول و يتميز بالشفافية ، وهذا حتى يكون ذا مصداقية.

¹ - European Central Bank (2002), « The accountability of the ECB », Monthly Bulletin, november, p.47-57

² - Françoise Drumetz , Christian Pfister, « Politique monétaire », Groupe De Boeck, Bruxelles, 1^{re} édition, 2010, p.220

خلاصة :

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم أدوات السياسة الاقتصادية العامة، و هي تعرف على أنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بهدف التحكم في عرض النقود و التأثير في معدل الفائدة، عبر استخدام مختلف الأدوات المتاحة، بما يُحقق إستقرار الأسعار، بدرجة أولى، و أهداف اقتصادية عامة أخرى لا تكون متعارضة مع هذا الهدف الأخير.

بشكل عام، يتمثل الوضع الاقتصادي المثالي الذي تود أي حكومة أن ترى بلدها فيه في تلك الحالة التي تتحقق فيها معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، في ظل معدلات منخفضة نسبيا للبطالة و التضخم، و في ظل وجود توازن نسبي لميزان المدفوعات، مع استقرار كل من سعر صرف العملة الوطنية، الأسواق المالية و معدلات الفائدة. هذا الوضع الاقتصادي المثالي يمكن ترجمته في سبعة أهداف: استقرار الأسعار، محاربة البطالة، النمو الاقتصادي، التوازن الخارجي، الاستقرار المالي، استقرار معدلات الفائدة و استقرار سوق الصرف. تحقيق هذه الأهداف يواجهه مشكل التعارض القائم بينها و استحالة تحقيقها (جميعها أو بعضها) بواسطة سياسة اقتصادية واحدة ، ومن ثم تطرح مسألة ترتيب الأولويات بينها. يوجد حاليا اتفاق شبه تام عند الاقتصاديين حول أن الهدف الأوّل للسياسة النقدية هو تحقيق إستقرار الأسعار في المدى المتوسط أو البعيد ، مع مراعاة دعم النمو و التشغيل في المدى القصير. و يتم بلوغ ذلك من خلال استخدام عدة أدوات هي: تأطير القرض، مراقبة الصرف، معدل إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة، التسهيلات الدائمة (بشقيها: تسهيلة التسليف و تسهيلة الودائع)، الاحتياطي الإجباري و الخطاب الأدبي.

تُسند حاليا مهمة وضع و تنفيذ و متابعة هذه السياسة، في أغلبية دول العالم ، إلى البنك المركزي. إذ يعمل هذا الأخير على إدارة سياسته النقدية في إطار إستراتيجية عامة، مرتكزة على أمرين اثنين: أولا، وضع أساس نظري يلخص هدف البنك المركزي و طريقة إدارة و اتخاذ قرارات السياسة النقدية، ثانيا، التواصل بكل شفافية مع الجمهور، من خلال إفادته بمجموعة من التوضيحات حول قرارات و توجّهات سياسته النقدية. بهذه الطريقة سيحسن البنك المركزي مستوى مصداقيته عند الجمهور، و يتحكم عند ذلك في توقعاته. تتمثل أهم

إستراتيجيات السياسة النقدية التي تبنتها البنوك المركزية فيما يلي: إستراتيجية اعتماد معدل الفائدة كهدف متوسط، إستراتيجية الهدف المتوسط النقدي الكمي، إستراتيجية استهداف سعر الصرف و في الأخير إستراتيجية استهداف التضخم التي تتبناها حاليا أغلبية البنوك المركزية في العالم من أجل تأطير و توجيه توقعات التضخم في المدى البعيد.

في الأخير، ينصح كبار المتخصصين في مجال السياسة النقدية بوجود إسناد مهمة تحقيق هدف هذه الأخير، أي إستقرار الأسعار في المدى الطويل مع الأخذ بعين الاعتبار إستقرار النشاط الاقتصادي في المدى القصير ، إلى بنك مركزي مستقل ، يسير وفق قاعدة (وليس وفق سياسة إنتقائية) ، مسؤول و يتميز بالشفافية ، وهذا حتى يكون ذا مصداقية.

الفصل الثالث:

قنوات (ميكانيزمات) إنتقال السياسة
النقدية

مقدمة الفصل:

إحتلت مسألة إمكانية تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي جزءاً هاماً في الأدبيات الاقتصادية، و ظهرت آراء متعددة و متباينة بهذا الخصوص، كما رأينا سابقاً عند تحليلنا للسياسة النقدية في إطار مختلف النظريات الاقتصادية (في حين أن هناك إتفاق تام عند الاقتصاديين حول تأثير النقود على الأسعار في المدى الطويل). لقد أشرنا في الفصل السابق إلى أن هدف البنك المركزي من استخدامه لأدوات السياسة النقدية هو التأثير على الأهداف الكلية العامة للإقتصاد (خاصة إستقرار الأسعار و نمو الإنتاج) ، و لكن تأثير هذه الأدوات على المتغيرات الكلية (التي تعبر عن الأهداف النهائية) لا يتم بصورة مباشرة، و إنما يمر من خلال العديد من القنوات. تسمى هذه الأخيرة بقنوات إنتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي. و المقصود هنا بالقناة هو تلك العلاقات الخاصة التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية و التي يمر من خلالها تأثير السياسة النقدية إلى الإقتصاد ، أي هو تلك العلاقات التي تصل بين متغيرة الهدف العملي (التي تؤثر فيها أدوات السياسة النقدية) و متغيرة الهدف المتوسط و متغيرة الهدف النهائي. أما مصطلح ميكانيزمات (أو آليات) إنتقال السياسة النقدية فهو يستخدم للدلالة على مجموعة القنوات المختلفة التي من خلالها، بعد فترات طويلة و متغيرة و غير متوقعة بالكامل، تؤثر قرارات السياسة النقدية على الإقتصاد بشكل عام و مستوى الأسعار بشكل خاص *ECB* (2000)¹. يعد الفهم الجيد لآلية النقل شرطاً أساسياً و مهماً لتنفيذ سياسة نقدية سليمة، ذلك لأنه يسمح بتكوين حكم مسبق عن المدة اللازمة لتحقيق نتائج قرارات السياسة النقدية و من ثم معرفة التوقيت المناسب لاتخاذ هذه القرارات للحفاظ على استقرار الأسعار في المدى البعيد و لدعم النمو في المدى القصير. و الحقيقة أن السياسة النقدية تعمل من خلال العديد من القنوات.

في الميدان الاقتصادي، كما في باقي المجالات العلمية، تسمى المقاربة التحليلية التجريبية التي تدرس تأثير متغيرة على متغيرة أخرى، من خلال بناء نموذج يضم كل القنوات التي يمر عبرها هذا التأثير، بالنمذجة الهيكلية *Ia* *modélisation structurelle*. إعتقاد هذه المقاربة لفحص العلاقة بين النقود و مستوى النشاط الاقتصادي، كما فعل الكينزيون²، سيسمح بفهم طريقة عمل الإقتصاد و بمعرفة إتجاه العلاقة السببية بين هاتين

¹ - European Central Bank, Monthly Bulletin, July 2000, p. 43

² - النموذج الذي إستخدمه الكينزيون هو عبارة عن وصف لطريقة عمل الإقتصاد من خلال نظام معدلات تصف سلوكيات الأفراد و المؤسسات في مختلف قطاعات الإقتصاد. حيث تُبين هذه المعادلات مختلف القنوات التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية و السياسة المالية على الطلب و الإنتاج الإجماليين.

المتغيرين. لكن إذا تم نسيان بعض القنوات المهمة لإنتقال أثر السياسة النقدية، و هذا سيعتبر دليل على عدم المعرفة الجيدة ببيكل الاقتصاد، فستكون هناك أخطاء في التنبؤ بأثر السياسة النقدية و في تحديد إتجاه العلاقة السببية بين النقود و الإنتاج و الطلب الإجماليين. أي سينتج عن سوء نمذجة الاقتصاد، ضعف تقدير أهمية السياسة النقدية و بالتالي ضعف تقدير أثر النقود على النشاط الاقتصادي، و هي النقطة التي أُنْتَقَد فيها الكينزيون من طرف النقديون. إذ يرى أصحاب الإتجاه النقدي أن هناك العديد من القنوات التي يمر من خلالها أثر السياسة النقدية إلى الأهداف الكلية، و هي في تغير مستمر كذلك. إذ في ظل وجود هذه الحقيقة، يبدو لهم أنه لمن الصعوبة تحديد هذه القنوات، و بالتالي يصبح من الأفضل أن يتم مباشرة ملاحظة و دراسة الارتباط الموجود بين النقود و النشاط الاقتصادي ممثلاً في الإنتاج. و لهذا تم التعامل مع ميكانيزمات إنتقال السياسة النقدية، و لوقت طويل، و كأنها علبة سوداء (*boite noire, black box*) لا يَنْضَح من خلالها طريقة عمل الاقتصاد. و إستطردا في هذه النقطة الجدلية، يرى الاقتصاديين *Bernanke* و *Gertler* (1995)¹ أنه إذا توافق عموماً الاقتصاديون حول إمكانية تأثير السياسة النقدية، بشكل محسوس، على الاقتصاد الحقيقي، فبالمقابل تبقى عدة تساؤلات مطروحة حول القنوات التي يتم من خلالها هذا التأثير. سنقوم في هذا الفصل بتحديد مختلف قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي.

I- قنوات إنتقال السياسة النقدية في إطار النظرية الكمية للنقود:

رغم أن الصياغة الفعلية للنظرية الكمية للنقود، التي تشير إلى وجود علاقة موجبة و تناسبية بين كمية النقود و مستوى الأسعار، ترجع إلى الاقتصادي " فيشر"، « *Fisher* »، إلا أن هناك العديد من الاقتصاديين الذين سبقوا هذا الأخير في تناول موضوع العلاقة بين النقود و الأسعار و الإنتاج، دون أن ترتقي كتاباتهم إلى مستوى النظرية (تطرقنا إلى هذه النقطة في الفصل الأول). سنقتصر في هذا العنصر على أعمال كل من " كنتلن" « *Cantillon* » و " هيم" « *Hume* » و التي نُشِرت خلال منتصف القرن الثامن عشر.

¹ - Bernanke B., Gertler M. (1995), « Inside the Black box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », Journal of Economic Perspectives, vol.9, p.27-48

تحدد هذه النظرية أثريين إثنين ، أحدهما متفق عليه من قبل الاقتصاديين و الآخر هو بين الاعتراف به و بين إستبعاد وقوعه ، تُحدِثُهُما تغييرات كمية للنقود. في المدى القصير، يمكن أن تؤثر تغييرات كمية النقود على الطلب الإجمالي على السلع و الخدمات، و بالتالي يمكن أن ينتج عن ذلك تغير في الإنتاج. هذا الأثر هو محل جدل و خلاف بين الاقتصاديين، سواء أولئك الذين تواجدوا قبل الحقبة التي ساد فيها الفكر الاقتصادي الكلاسيكي و بعد ذلك النيوكلاسيكي أو أولئك الذين عاصروا هذه الأخيرة. بالمقابل ، في المدى الطويل، لا وُجود لهذا الأثر إطلاقاً، و تبقى تغييرات الأسعار هي المستجيب الوحيد لتغير الكتلة النقدية في الاقتصاد ، و هو الأثر المؤكد الذي يؤمنون به أصحاب النظرية الكمية للنقود.

إحدى صور النظرية الكمية للنقود التي ترجع إلى منتصف القرن الثامن عشر هي تلك التي طبعت أفكار الاقتصادي *Cantillon*. يرى هذا الأخير أن نمو كمية النقود في البلد يؤدي إلى رفع المستوى العام للأسعار بشكل تناسبي في المدى البعيد، أما في المدى القصير فسيكون هناك زيادة في الطلب (أثر حقيقي) لدى الأفراد المستفيدين من ذلك التغير النقدي الناجم عن تطور إنتاج الذهب أو عن وجود فائض في الميزان التجاري، و هذا الطلب سيؤسس بعض القطاعات و بالتالي سيحصل ارتفاع أسعار بعض السلع فقط، و مع مرور الوقت تزداد أسعار السلع الأخرى بصفة متدرجة بالتوازي مع استمرار تطور الطلب من قطاع إلى آخر بفعل إنتقال النقود الإضافية الابتدائية من فرد إلى آخر في إطار معاملات البيع و الشراء. و القناة التي يمر عبرها أثر زيادة كمية النقود تكون على النحو التالي : يؤدي زيادة النقود (M_i) لدى بعض الأعوان الاقتصاديين (i) إلى ارتفاع طلبهم على السلع و الخدمات (D_i) ، و هو الأمر الذي يُحدث إرتفاع في بعض الأسعار (P_n) و بالتالي تطور إيرادات أعوان اقتصاديين آخرين (j) يكون بمقدورهم رفع طلبهم كذلك (D_j) ، و الذي سيكون سبب زيادة أسعار سلع أخرى (P_m). تستمر هذه العملية إلى غاية حصول إرتفاع متناسب في المستوى العام للأسعار (P) في المدى البعيد:

$$M^{\uparrow} \rightarrow M_i^{\uparrow} \rightarrow D_i^{\uparrow} \rightarrow P_n^{\uparrow} \rightarrow M_j^{\uparrow} \rightarrow D_j^{\uparrow} \rightarrow P_m^{\uparrow} \rightarrow P^{\uparrow}$$

أما الاقتصادي *Hume* ، الذي ينتمي إلى الإتجاه التجاري، فقد إعتقد أن للنقود دور مهم جدا في النشاط الاقتصادي. فهو يرى أنه حقيقة تُحدث زيادة كمية النقود في البلد ارتفاع في الأسعار، لكن يحصل ذلك بعد إنقضاء فترة من الزمن يتم من خلالها استخدام كل إمكانيات الإنتاج المتاحة. حسب هذا الاقتصادي، يمكن

توضيح القناة التي ينتقل من خلالها أثر تغير الكتلة النقدية عبر سلسلة العلاقات السببية التالية : تؤدي زيادة الكتلة النقدية في المدى القصير إلى ارتفاع الطلب على السلع (D) و بالتالي تنامي الطلب على عنصر العمل (N) حتى يتم رفع الإنتاج و تلبية هذا الطلب. سيكون الأفراد سعداء بوجود مناصب عمل جديد و يجعلهم ذلك لا يطالبون برفع الأجور، لكن مع مرور الوقت سيحصل ندرة في عنصر العمل بما يتسبب بزيادة الأجور (w) من جهة، و بمواجهة ارتفاع الطلب بزيادة الأسعار من جهة أخرى (بعد الوصول أو الاقتراب من حالة التشغيل الكامل لعوامل الإنتاج):

$$M^{\uparrow} \rightarrow D^{\uparrow} \rightarrow N^{\uparrow} \rightarrow w^{\uparrow} \rightarrow P^{\uparrow}$$

و بعد مرور فترة من الزمن، و مع مطلع القرن العشرين، ظهرت العلاقة بين كمية النقود و القيمة الإجمالية للإنفاق على السلع و الخدمات المنتجة بالبلد في صورة جديدة، على شكل معادلة أُطلق عليها إسم معادلة التبادل، و هي المعادلة التي قام بصياغتها الاقتصادي الأمريكي "أرفينج فيشر" *Irving Fisher*. هذه المعادلة كانت على الشكل التالي (راجع العنصر الخاص بالنظرية الكمية للنقود): $MV=PT$ ، ثم أصبحت فيما بعد $MV=PY$ ، بعد أن تم استبدال T ، التي تمثل كمية السلع و الخدمات التي يتم مبادلتها خلال سنة ما و المُقاسة بعدد الصفقات التي تمت خلال السنة ، ب Y، التي تشير إلى الناتج الحقيقي ، الدخل الحقيقي أو كمية السلع و الخدمات النهائية التي تم إنتاجها خلال فترة زمنية معينة (PIB الحقيقي).

يمكن اعتبار هذه المعادلة كمتطابقة ، بما أنها تشير إلى أن ما تم إنفاقه من نقود على السلع و الخدمات النهائية خلال فترة زمنية (M.V) يساوي تماما و بالضرورة القيمة النقدية لمجموع هذه السلع و الخدمات (PY) ، أي الدخل الإسمي أو ما يعرف بالناتج المحلي الإجمالي الإسمي (PIB الإسمي). لكن فيشر ، حاول تبين طبيعة العلاقة الموجودة بين متغيرات هذه المعادلة ، من خلال وضع بعض الافتراضات فيما يتعلق ببعض الحدود التي تتضمنها هذه الأخيرة. أي أنه لم يكتفي بربط كمية النقود مع الدخل الإسمي (PY) بواسطة سرعة دوران النقود (V) ، و إنما قام بإظهار إتجاه العلاقة السببية بين حدود الجانب الأيمن للمعادلة و حدود جانبها الأيسر. فلقد افترض ، كما رأينا سابقا، ثبات سرعة دوران النقود (V) في المدى القصير و عدم ارتباطها بكمية النقود

(M) أو بالأسعار (P)، و ثبات مستوى الإنتاج (Y) في المدى القصير (عند مستوى التشغيل الكامل)، و أن عرض النقود (M) هو متغيرة غير تابعة للحدود الأخرى (P و Y) ، و تبقى الأسعار (P) هي المتغيرة الوحيدة التابعة في معادلة التبادل. بوجود هذه الافتراضات أصبحت معادلة التبادل عبارة عن نظرية تعرف بإسم النظرية الكمية للنقود ، و هي تُنصّ على الآتي : مع ثبات سرعة دوران النقود و الإنتاج في المدى القصير ، فإن هناك علاقة مباشرة و تناسبية بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار. فزيادة (نقص) كمية النقود بمقدار 40% مثلا سوف تؤدي إلى زيادة (نقص) في المستوى العام للأسعار في نفس الاتجاه و بنفس المقدار 40% .

من جانب آخر ، لقد أشار "فيشر"، عند شرحه كيفية تعاقب مراحل الدورة الاقتصادية (الازدهار و الركود) في المدى القصير من خلال تحليله للعلاقة بين النقود و الأسعار في ظل نفس ظروف الأجل القصير ، إلى إمكانية استجابة الإنتاج و عدد مناصب العمل إلى تغيرات الكتلة النقدية ، مُعللاً سبب ذلك بوجود تأخر في تصحيح معدل الفائدة الإسمي مقارنة بباقي الأسعار. و بالمناسبة ، حسب فيشر، إن معدل الفائدة الإسمي يساوي معدل الفائدة الحقيقي زائد التضخم المتوقع.

فعندما ترتفع كمية النقود المعروضة (M) ، تتجه الأسعار نحو الإرتفاع بصفة تدريجية P_n ، أما معدل الفائدة الإسمي (i_{nom}) فلا يتبع هذا الإرتفاع مباشرة ، و بالتالي يكون هناك انخفاض في معدل الفائدة الحقيقي $(i_{réel})$. مع توفر هذه الشروط ، تتعاظم أرباح رجال الأعمال ، و من ثم تتزايد طلبات هؤلاء على القروض البنكية. و يترتب على هذا، زيادة كل من المعروض النقدي و كذا الأسعار و أرباح المستثمرين مرة أخرى، و هكذا يستمر التوسع في الاقتراض من البنوك. و المهم في هذه الأحداث هو خضوع المقرضين (خاصة البنوك) للوهم النقدي و استمرارهم في منح القروض في حين أن معدل الفائدة الحقيقي هو في إنخفاض مستمر ، سواء لأن معدل الفائدة الإسمي لم يتغير (كما قلنا سابقا) أو تغير بعد مدة معينة لتعويض التضخم المتوقع، بعد ملاحظة الإرتفاعات الأولية للأسعار ، و لكن بتقدير أقل من المستوى الفعلي للتضخم الحاصل بعد هذا التعديل. يجب الإشارة هنا أن المستثمرين سيقومون بعرض مناصب عمل (N) و بالتالي قد يرتفع الإنتاج إذا كان هناك من الأفراد من يريد العمل و إلا سترتفع البطالة الإرادية ، غير أن بارتباط مستوى الإنتاج في المدى القصير بعوامل حقيقية محدودة (حجم السكان ، كفاءة العمال ، عدد الاختراعات) سيكون هناك إنفراد للأسعار بالزيادة،

و مع إستمرار حالة الرواج و الاقتراض من البنوك ستتجه الإحتياطات النقدية لدى هذه الأخيرة نحو الإنخفاض، مجبرة إياها على رفع معدلات الفائدة الاسمية ، و سَيُدعَم هذا الاتجاه مطالبة المدخرين للبنوك برفع قيمة الفوائد التي يتقاضونها مقابل ودائعهم و هذا حرصا منهم على مواكبة الزيادة الحاصلة في الأسعار. بعد حصول هذا التعديل ، تتوقف معدلات الفائدة عن الإنخفاض و تصبح ثابتة أو تتجه نحو الارتفاع، و هو الشيء الذي يجعل المشاريع الاستثمارية غير مربحة و غير جذابة. و النتيجة النهائية هي الارتفاع المناسب للأسعار (P) مع زيادة كمية النقود (M)، إضافة إلى دخول الاقتصاد إلى مرحلة جديدة تتمثل في الركود الاقتصادي المصحوب بإنخفاض الطلب و الأسعار. و القنوات التي يمر عبرها أثر تغير كمية النقود، حسب "فيشر"، هي كالتالي:

$$M^{\uparrow} \rightarrow P_n^{\uparrow} \rightarrow i_{\text{réel}} \rightarrow I^{\uparrow} \rightarrow N^{\uparrow}$$

و

$$M^{\uparrow} \rightarrow i_{\text{nom}}^{\uparrow} \rightarrow P^{\uparrow}$$

في الوقت الذي قام فيه "فيشر" ببحث طبيعة الدور الذي تلعبه النقود في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي و على المستوى العام للأسعار ، من خلال صياغته لمعادلة التبادل ، ثم بعد ذلك نظرية كمية النقود، قام فريق آخر من الاقتصاديين في جامعة كامبردج ببريطانيا ، *Alfred Marshall* و *Arthur Cecil Pigou* ، ببحث نفس الموضوع و لكن من زاوية مختلفة عُرفت بإسم معادلة كامبردج. فبدلا من النظر إلى الأمر من زاوية عرض النقود أو سرعة دورانها كما فعل فيشر، كان تركيز هاذين الاقتصاديين منصبا على جانب الطلب على النقود و على العوامل التي تؤثر فيه. إن دالة الطلب على النقود التي قدمها "مارشال" هي كالتالي: $M^d = KPY$ (راجع الفصل الأوّل).

و تشير هذه العلاقة إلى أن طلب الأعوان الاقتصاديين على الأرصدة النقدية الإسمية هو متناسب مع دخلهم الإسمي (PY). و يرغب الأعوان في الاحتفاظ بالسيولة النقدية لأن هذه الأخيرة ستسمح لهم بإجراء مباشرة عمليات شراء دون اللجوء إلى الاقتراض أو تحويل أصول غير سائلة إلى نقود مع إحتمال تكبد خسائر عند القيام بعمليات بيع طارئة لهذه الأصول ، لكن يجب الأخذ بعين الإعتبار تكلفة الفرصة البديلة التي يتحملها

هؤلاء الأعوان مقابل إحتفاظهم بالسيولة و المتمثلة في الفوائد الممكن تحصيلها فيما لو تم توظيف هذه الأخيرة في السوق المالي.

أما الصياغة التي قدمها "بيجو" للمعادلة الكمية فهي تشير إلى أن طلب الأعوان على الأرصدة النقدية الحقيقية هو متناسب مع دخلهم الحقيقي. و قد تم استخدام مفهوم الأرصدة النقدية الحقيقية من قبل بيجو، إعتقاداً منه أن الأعوان لا يرغبون في الاحتفاظ بمبالغ نقدية في شكل قيمة إسمية ، وإنما الاحتفاظ بمستوى معين من القدرة الشرائية و الذي يشكل نسبة من دخلهم الحقيقي. و تكتب المعادلة التي قدمها بيجو على الشكل التالي:

$$\frac{M^d}{P} = k \cdot Y$$

و تسمح معادلة بيجو بشرح جيداً كيفية تأثير النقود على الأسعار. إذ سيترتب في بادئ الأمر عن ارتفاع حاصل في كمية النقود المتداولة (M) ، الأرصدة النقدية الإسمية ، زيادة في الأرصدة النقدية الحقيقي $\frac{M}{P}$. و بالتالي ستكون الأرصدة النقدية الحقيقية المحازة فعلياً أكبر من الأرصدة النقدية الحقيقية المحازة و المرغوب بها. و في ظل ثبات المعامل k (الذي هو يمثل مقلوب معامل سرعة دوران النقود) في المدى القصير، سيقوم الأعوان بزيادة إنفاقهم (D) على السلع و الخدمات من أجل التخلص من النقود الإضافية الغير مرغوب فيها، و زيادة الطلب سيُمارس ضغط على الأسعار جاعلاً إياها ترتفع. عندما يتم تعديل الأسعار تماماً، ترجع الأرصدة النقدية الحقيقية الفعلية إلى مستوى الأرصدة النقدية الحقيقية المرغوب بها، و ستُصبح كمية النقود الإضافية كافية لتعويض ارتفاع الأسعار و للإبقاء، كنتيجة لذلك، على القدرة الشرائية للأعوان ثابتة عند المستوى المحدد سالفاً. تجدر الإشارة هنا إلى أن زيادة النقود قد أدت إلى حدوث تغير في المستوى العام للأسعار بنفس المقدار و بنفس الاتجاه ، من خلال المرور عبر القناة التالية :

$$M^{\uparrow} \rightarrow \frac{M^{\uparrow}}{p} \rightarrow D^{\uparrow} \rightarrow p^{\uparrow} \rightarrow \frac{M}{p} \downarrow$$

و يبدو أن هذا التحليل قد أفضى إلى نفس النتيجة التي توصل إليها فيشر.

أما الاقتصادي الإنجليزي "جون ماينارد كينز"، *John Maynard Keynes* ، الذي يعتبر أحد تلامذة مارشال، فقد ساند في كتاباته الأولى أفكار رواد النظرية الكمية للنقود ، من خلال إعتقاده أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة مستوى الأسعار. لكنه سوف يطرح رؤية جديدة في مؤلفه "النظرية العامة"، المنشور سنة 1936، حول العلاقة بين كمية النقود و مستوى النشاط الاقتصادي. فالقناة التي يمر عبرها أثر تغير كمية النقود، كما قدمها كينز بصفة عامة في مؤلفه هذا ، هي كالتالي:

$$M^{\uparrow} \rightarrow i_{\downarrow} \rightarrow I^{\uparrow} \rightarrow Y^{\uparrow} \rightarrow N^{\uparrow}$$

حسب كينز، يترتب عن ارتفاع الكتلة النقدية سلسلة الأحداث التالية: إنخفاض معدلات الفائدة الإسمية ثم زيادة حجم الاستثمارات ، كاستجابة لهذا الأخير ، و ينتهي الأمر بارتفاع الدخل الإسمي و عدد مناصب العمل. لكنه يرى أن زيادة الدخل الإسمي قد تترجم في زيادة الدخل الحقيقي (أي كمية السلع و الخدمات) أو زيادة الأسعار أو كليهما، و فقط الحالة التي ينمو فيها الدخل الحقيقي تكون مصحوبة بزيادة مناصب العمل. حسب النظرية الكمية (في بعض صورها التي تطرقنا إليها سابقا)، قد يمكن قبول هذا الأثر الحقيقي في المدى القصير و فقط، أما في المدى البعيد فسيكون سبب زيادة الدخل الإسمي هو ارتفاع الأسعار.

الشيء الجديد في التحليل الكينزي هو عدم التمييز بين المدى القصير و المدى البعيد لتعليل إمكانية حدوث أثر حقيقي في الاقتصاد عقب سياسة نقدية نشطة. بل يميز "كينز" بين وضعيتين توازيتين للإقتصاد هي حالة العمالة الكاملة و حالة ما دون العمالة الكاملة (وجود البطالة)، فإذا كان الإقتصاد موجود في الوضع الثاني، فسيترب عن زيادة الكتلة النقدية إرتفاع في الإنتاج (الدخل الحقيقي). و مع تراجع معدلات البطالة، يصبح الأثر السعري (ارتفاع الأسعار) يتقوى أكثر فأكثر (بسبب إرتفاع الأجور الإسمية و عدم مرونة مختلفة أسواق المواد الأولية) حتى يُصبح الأثر الوحيد المفسر لنمو الدخل الإسمي، بعد وصول الإقتصاد إلى مستوى العمالة الكاملة. إضافة إلى ما ذكرناه أعلاه ، يطرح كينز أمرا في بالغ الأهمية و هو ضرورة فحص و إختبار مدى صحة العلاقات السببية بين مختلف المتغيرات المشكلة لقناة إنتقال السياسة النقدية (أثر تغير كمية النقود)، و بالأخص يجب إعادة النظر في مدى قوة الارتباط بين الحلقات الأولى لسلسلة العلاقات السببية هذه ، و بالتالي هي في موضع شك عند كينز.

بعد قيام الكينزيون الأوائل بفحص العلاقة بين الكتلة النقدية M و معدل الفائدة i ، و بين هذا الأخير و الطلب الاستثماري ، توصلوا إلى خلاصة أن ليس للسياسة النقدية أي أهمية في حركية النشاط الاقتصادي، أي ليس لتغيرات العرض النقدي أي أثر على الإنتاج الإجمالي. بُنيت هذه الرؤية على النتائج التالية ، التي توصل إليها الكينزيون الأوائل:

أولاً ، يعتقد هؤلاء الكينزيون أن أثر السياسة النقدية على الطلب الإجمالي لا يتم إلا عن طريق تأثيرها على معدلات الفائدة الإسمية ، التي بدورها تؤثر في الطلب الاستثماري. ولذا يرى هؤلاء أن تدي مستويات معدلات الفائدة المطبقة على السندات الحكومية خلال الأزمة الاقتصادية التي بدأت سنة 1929 هو مؤشر على وجود سياسة نقدية نشطة، ستكون في صالح دعم الاستثمار و بالتالي ستخفف من شدة الأزمة. و لكن تحول هذه الأخيرة إلى كساد خانق عصف بالاقتصاد الأمريكي، لم يكن بالإمكان تفسيره بواسطة السياسة النقدية (التي كانت توسعية في نظرهم)، جعل الكينزيون الأوائل ينظرون إلى النقود على أنها بدون فائدة في الاقتصاد. إستطرادا في هذه النقطة، يضع كينز حالة استثناء في طبيعة العلاقة العكسية بين عرض النقود و معدل الفائدة الإسمي، ألا و هي حالة وقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة. إذ في هذه الوضعية، سوف لن يكون بإمكان السياسة النقدية خفض معدل الفائدة أقل من مستوى معين ، لأن عند هذا الأخير، يكون كل الأعوان الاقتصاديون يتوقعون إرتفاعه، و بالتالي توقع إنخفاض أسعار الأصول المالية (السندات). و كل زيادة في العرض النقدي تتحول إلى جيوب هؤلاء الأعوان، الذين قد أصبح لديهم تفضيل كبير للسيولة (الطلب على النقود لغرض المضاربة)، من دون أن ينخفض معدل الفائدة.

ثانياً ، أظهرت الأبحاث التجريبية الأولى أنه لا يوجد علاقة بين تغيرات معدلات الفائدة الإسمية و الطلب الاستثماري. حسب الكينزيون الأوائل ، يعتبر هذا الرابط بين النقود و الاستثمار كأهم آلية لنقل أثر النقود على النشاط الإقتصادي ، و غيابها جعلهم يستنتجون أن عرض النقود لا يمارس أي تأثير على الإنتاج الإجمالي. يرى الكينزيون أن العلاقة بين معدل الفائدة و الاستثمار هي ترتبط بما يسميه كينز الفعالية الحدية لرأس المال، التي تحكم مردودية المشاريع الاستثمارية. حيث تعتمد هذه المردودية على توقعات المستثمرين، و بالتالي هي شديدة التأثر بحالة الثقة في الاقتصاد و مزاج المستثمرين، و هذه العناصر كلها تساهم في حساب معدل الفعالية الحدية

لرأس المال الخاص بالمشروع المُراد تجسيده. فإذا كان هذا المعدل هو أقل من معدل الفائدة، فسوف لن يقوم المستثمر بتجسيد مشروعه حتى وإن كان هذا الأخير (i) جد متدني.

في الأخير، تبقى فقط العلاقة بين الاستثمار (I) و الدخل (Y) هي الوحيدة المتأكد منها ، مع وجوب الأخذ بعين الاعتبار طبيعة الوضع التوازني الموجود فيه الاقتصاد : عند مستوى العمالة الكاملة أم عند مستوى ما دون العمالة الكاملة. هذه النتائج، جعلت كينز يفضل استخدام السياسة المالية لبلوغ دخل العمالة الكاملة ، من خلال قيام الدولة بتجسيد استثمارات متنوعة عوض المستثمرين الخواص.

II- قناة معدلات الفائدة: *Interest Rate Channel*

في حين أنه يتم عبر القناة الكلاسيكية (التقليدية) لمعدلات الفائدة التأثير أولاً على الطلب الإجمالي، ليستجيب فيما بعد، لهذا الأخير، الإنتاج و الأسعار، تقوم قناة تكلفة القرض *Cost Channel* بالتأثير أولاً على العرض الإجمالي.

II-1- القناة التقليدية لمعدلات الفائدة: *Traditional Interest Rate Channel*

تعتبر القناة التقليدية لمعدلات الفائدة الميكانيزم الأساسي لإنتقال أثر السياسة النقدية في النموذج الكينزي IS/LM. و يمكن تلخيص تصور الكينزيون لهذا الميكانيزم من خلال مخطط العلاقات السببية ، بين عدة متغيرات اقتصادية ، التالي:

$$M^{\uparrow} \rightarrow i_{\text{réel}} \downarrow \rightarrow I^{\uparrow} \rightarrow y^{\uparrow}$$

يؤدي تغير مقصود يحدثه البنك المركزي في مستوى عرض النقود M^{\uparrow} ، إلى إنخفاض معدلات الفائدة الحقيقية $i_{\text{réel}} \downarrow$ ، و بالتالي تدني تكلفة رأس المال ، و هذا من شأنه أن يرفع الطلب الاستثماري I^{\uparrow} ، و من ثم زيادة الطلب الإجمالي ، و هذه الزيادة ستنعكس على الإنتاج و التضخم Y^{\uparrow} .

إن الزيادة الحاصلة في الطلب الاستثماري هي تمس كل من حجم استثمار المؤسسات في رأس المال الثابت و قيمة استثمار العائلات في المساكن ، إضافة إلى مشتريات هؤلاء من السلع الاستهلاكية المعمرة.

الملاحظ على القناة التقليدية لمعدلات الفائدة هو أنه تم استخدام معدل الفائدة الحقيقي و ليس الإسمي كمتغير مؤثرة على قرارات المستهلكين (العائلات) و المؤسسات. إضافة إلى هذا، إن معدل الفائدة الحقيقي الطويل المدى، و ليس القصير المدى ، هو الذي يعتبر له الأثر الأهم على قرارات الاستهلاك و الاستثمار الخاصة بالعائلات و المؤسسات. و السؤال الممكن صراحة هنا، هو كيف لتغير يحدثه البنك المركزي في معدل الفائدة الإسمي القصير المدى، عن طريق سياسة نقدية توسعية أو إنكماشية ، أن يؤدي إلى تغير موافق له في معدل الفائدة الحقيقي القصير المدى و الطويل المدى؟ تفسير هذا الأمر يعود إلى ثبات الأسعار، إذ في ظل وجود هذا الشرط، ستؤدي سياسة نقدية نشطة إلى خفض معدل الفائدة الإسمي القصير المدى و تقليص كذلك معدل الفائدة الحقيقي القصير المدى. إضافة إلى هذا، و حسب نظرية التوقعات للبنية الزمنية لمعدلات الفائدة *The Expectation's Theory of the Term Structure of Interest Rates, la théorie des anticipations de la structure par terme des taux d'intérêt* ، فإن معدل الفائدة للمدى الطويل يساوي المتوسط المرجح لمعدل الفائدة القصير المدى الملاحظ (الحالي) و معدلات الفائدة القصيرة المدى المستقبلية المتوقعة في المدى الطويل المستقبلي.¹ و بالتالي سيؤدي إنخفاض معدل الفائدة الحقيقي القصير المدى إلى إنخفاض كذلك معدل الفائدة الحقيقي للمدى الطويل.

إن تغير معدلات الفائدة الحقيقية هو مصدر لحدوث ثلاث آثار متعاكسة فيما بينها:

- أثر الدخل: يؤدي مثلا إرتفاع معدلات الفائدة إلى زيادة الدخل المتاح للعائلات التي تمتلك أصول مالية مدرة لفوائد متغيرة. لكن هذا الارتفاع في معدلات الفائدة قد يكون سببا لإنخفاض دخل العائلات التي عليها ديون (اقتراض) مطبق عليها فوائد متغيرة، و بالتالي النتيجة النهائية لإرتفاع الفوائد على دخل كل العائلات هو مرتبط بمعرفة أي الأثرين السابقين هو الأكبر.

- أثر الإحلال: يُمَرُّ هذا الأثر عبر إجراء تحكيم بين الاستهلاك و الإدخار. ينجر عن حدوث ارتفاع في معدلات الفائدة الحقيقية وجود مصلحة في الإدخار (توظيف الأموال في السوق المالي) على حساب الاستهلاك و الاستثمار.

¹ -Dornbusch, Rudiger, Stanely Fischer and Richard Startz, « Macroeconomics », International Edition, Singapore, 2004, p.437

- أثر الثروة: نظرا لوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة و أسعار الأصول ، فإن إرتفاع معدلات الفائدة سيؤدي إلى إنخفاض قيمة الثروة المكونة في جزء كبير منها من هذه الأصول.

عموما ، تفوق آثار الإحلال و الثروة أثر الدخل ، و بالتالي سيؤدي ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية إلى تراجع و ربما إنخفاض الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري، و من تم الإنتاج.

من جهة أخرى ، حسب *Mishkin (1996)*¹، كون أن معدل الفائدة الحقيقي هو الذي يؤثر في الإنفاق الإجمالي و ليس معدل الفائدة الإسمي، فإن السياسة النقدية ستكون فعالة حتى في الظروف الاقتصادية التي تتميز بوجود معدلات فائدة إسمية تقترب من الصفر. فلو قام البنك المركزي بزيادة حجم الكتلة النقدية (M^{\uparrow}) و استطاع بذلك رفع مستوى الأسعار المنتظرة ($P^{a\uparrow}$) و بالتالي زيادة التضخم المتوقع في المدى المتوسط و الطويل ($\pi^{a\uparrow}$) ، فإنه سيحدث إنخفاض في معدلات الفائدة الحقيقية ($i_{réel} = [i - \pi a] \downarrow$) حتى و لو كان معدل الفائدة الإسمي مثبت عند الصفر، و هذا من شأنه أن ينشط الطلب و الإنتاج و التضخم ، عبر قناة معدل الفائدة المذكورة سابقا. وعليه سيكون لدينا سلسلة الأحداث التالية:

$$M^{\uparrow} \rightarrow P^{a\uparrow} \rightarrow \pi^{a\uparrow} \rightarrow i_{réel\downarrow} \rightarrow I^{\uparrow} \rightarrow y^{\uparrow}$$

إن هذا التحليل السابق الذي أدخلنا فيه معدل الفائدة الحقيقي عوض معدل الفائدة الإسمي يسمح بتجنب وقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة، و السياسة النقدية التوسعية ستستطيع تنشيط حركية الاقتصاد حتى و إن لم تقدر على خفض معدل الفائدة الاسمي الذي يكون جد ضعيف ، و يحدث هذا من خلال دفعها للتوقعات التضخمية في المدى المتوسط و الطويل، و التي تساهم بدورها في خفض معدلات الفائدة الحقيقية.

II-2- قناة تكلفة القرض: *Cost Channel*

تؤثر قناة تكلفة القرض على العرض الإجمالي بسبب وجود تكلفة يتحملها المنتجون عند افتراضهم الأموال من مؤسسات الإقراض لتمويل نشاطهم. فكما هو معلوم، تُحدث الزيادة التي يُقرها البنك المركزي في

¹ - Mishkin F.S (1996), « les canaux de transmission de la politique monétaire », Bulletin de la Banque de France, n°27, p.91-105

معدل الفائدة المدار، إرتفاع في تكلفة القروض التي تمنحها البنوك، و هو الشيء الذي بدوره سَيُثقل قيمة التكلفة الحدية للإنتاج عند المؤسسات التي تلجأ للقروض لتمويل عملياتها الإنتاجية، و بالتالي سيجر هذه المؤسسات إلى رفع أسعارها و خفض الإنتاج.

يرى *Ramey* و *Barthe* (2000)¹ أن في المدى القصير، سَيَتَسبَّبُ ارتفاع معدل الفائدة المدار ، بطريقة معاكسة لما هو معروف، في زيادة الأسعار، مُعَوِّضًا بذلك في جانب ما آثار القناة التقليدية لمعدلات الفائدة التي تظهر على الطلب الإجمالي: تعمل قناة تكلفة القرض إلى جانب قناة معدلات الفائدة على تعميق إنخفاض الإنتاج في حالة السياسة النقدية الإنكماشية، لكنها تخفف من شدة تراجع التضخم (لان هذه القناة تساهم في رفع الأسعار). بالمقابل، و في المدى الطويل ، يُهيمن الأثر المطبق على الطلب ، طبقاً لمبدأ حيادية النقود.

تسمح هذه القناة ، من خلال تأثيرها على العرض ، بإدراك الآثار الهامة للسياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي ، ناهيك عن إمكانية تقديمها تفسيراً لما يسمى بـ « *price puzzle* » في أدبيات الأعمال التطبيقية التي تخص ميكانيزمات إنتقال السياسة النقدية و التي تستعمل نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR* : تتمثل هذه الظاهرة في ملاحظة أن السياسة النقدية الإنكماشية تؤدي إلى إرتفاع التضخم و ليس إنخفاضه *Françoise* و *Christian* (2010)². لكن ، و استطراداً في هذه النقطة، هناك تفسيرات أخرى قد أعطيت لهذه الظاهرة « *price puzzle* » : فحسب الاقتصادي *Christophe Blot* و آخرون (2009)³ ، يمكن إفتراض أن السياسة النقدية الإنكماشية هي تعبر عن محاولة البنك المركزي الحلول دون حدوث ارتفاع متوقع للتضخم، و بالتالي رغم ارتفاع معدلات الفائدة ، لم تسمح الفترة الطويلة التي تستغرقها السياسة النقدية لإحداث آثارها على الاقتصاد بتخفيض التضخم آنياً، كما يرى الاقتصادي *Hanson* (2004) أن هذا الاضطراب أو الانحراف في إجتاه تطور الأسعار هو ناتج عن الأخذ بعين الاعتبار لفترات قد تغيرت خلالها قاعدة السياسة النقدية.⁴

¹ -Barthe M. J., Ramey V.A. (2000), « The Cost Channel of Monetary Transmission », NBER Working Paper, n°7675

² - Françoise Drumetz, Christian Pfister, « Politique monétaire », op.cit, p.101

³ - Christophe Blot et al, (2009), « De la crise financière à la crise économique. Une analyse comparative France-Etat unis », Revue de l'OFCE, N°110, p.225-281

⁴ -Hanson M. s. (2004), « The « Price Puzzle » Reconsidered », Journal of Monetary Economics, vol.51, n° 7, p.1385-1413

III- قناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية الأخرى:

إن إحدى أهم الانتقادات التي وجهها أصحاب الاتجاه النقدي لنموذج *IS/LM* هي تركيز هذا الأخير، في تحليله لآثار السياسة النقدية على الاقتصاد ، على سعر أصل واحد فقط ، هو معدل الفائدة ، و إهماله لأسعار أصول أخرى و الثروة الحقيقية Mishkin (1996).¹ و لذلك فقد أدرج فيما بعد الكينزيون ، مثل Franco Modigliani ، هذه العناصر الأخيرة ، بالأخص سعر الصرف و أسعار الأسهم، في نماذجهم ذات الطابع التحليلي الكلي، مُبرزين بذلك قنوات جديدة تُبيّن أهمية آثار أسعار هذه الأصول في ميكانيزم انتقال السياسة النقدية. و في حقيقة الأمر، إن قناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية هذه هي تتفاعل مع باقي قنوات انتقال السياسة النقدية: القناة التقليدية لمعدلات الفائدة و قناة القرض الموسعة ، و يحصل هذا في سبيل إيصال أثر الصدمة النقدية إلى الاقتصاد.

III-1- قناة سعر الصرف: Exchange Rate Channel

تلعب قناة سعر الصرف دور هام في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد ، سواء تعلق الأمر بالتضخم أو الإنتاج. و ترتبط أهمية هذا الدور بمدى إنفتاح الاقتصاد على العالم و بتوجه الدول نحو تبني نظام الصرف العائم (يسمح التعويم للسياسة النقدية بالتححرر من قيود سعر الصرف بحيث تصبح مستقلة، و يمكن بالتالي للبنك المركزي أن يستخدمها لبلوغ أهداف نهائية هامة). و كما أشرنا سابقا ، تعمل هذه القناة إلى جانب قناة معدلات الفائدة لأن السياسة النقدية هي قادرة على إحداث تغيير في سعر الصرف إنطلاقا من فرض تغيير على مستوى معدلات الفائدة، و قد شَرَحَتْ هذا الأمر نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة.² فحسب هذه الأخيرة،

¹ -Mishkin F.S. (1996), « les canaux de transmission de la politique monétaire », op.cit.

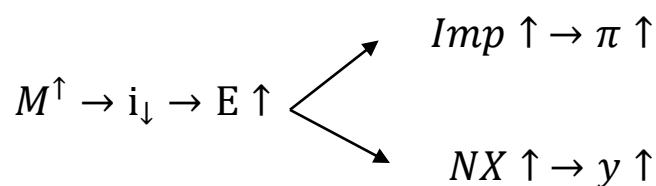
² - إن مضمون نظرية تعادل معدلات الفائدة التي إعتتمدها و طورها "كينز" Keynes سنة 1923 هو أنه يتحدد سعر الصرف على أساس تحكيم معدلات الفائدة الأجنبية و المحلية. تعتبر إذا هذه النظرية كعلاقة تحكيم في سوق الأصول و كشرط توازن سوق الصرف. إذ تُقيم نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة علاقة تساوي بين فرق معدلات الفائدة و التغير المتوقع لسعر الصرف، و بالتالي هي تسمح بشرح كيف يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر في سعر الصرف. لتفاصيل أكثر أنظر إلى المراجع التالية:

-Richard Baillie, Patrick McMahon, « le marchés des changes », Edition ESKA, Paris,1997,p. 145-146

-Allégret J.P., « Economie monétaire internationale », Hachette, 1^{ère} édition, 1997, p. 131-132

-Gilbert Hoenig, « Analyse monétaire et financière », centre national d'enseignement à distance, édition ECONOMICA, 2000, p. 209-212

يؤدي انخفاض معدلات الفائدة المحلية (1)، بعد تطبيق سياسة نقدية توسعية $M \uparrow$ إلى تراجع جاذبية المبالغ المالية المستثمرة أو الموظفة على شكل أصول مالية (سندات مثلاً) محلية مقومة بالعملة الوطنية مقارنة بالمبالغ الموظفة في الأصول المالية الأجنبية المقومة بالعملة الأجنبية، وهو الشيء الذي سيحدث خروج لرؤوس الأموال نحو الخارج و تدهور قيمة العملة الوطنية ، أي ارتفاع سعر الصرف (المقصود هنا هو ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية ، أي قيمة وحدة من العملة الأجنبية معبر عنها بعدد وحدات من العملة الوطنية)، و نشير إلى ذلك بـ $(E \uparrow)$. إن لتغيير سعر الصرف أثر على أسعار كل من الواردات والصادرات. و بالتالي، يمكن لتغيير سعر الصرف أن يمتد أثره، بعد أن يصيب سعر الواردات Imp ، إلى التضخم π . و حسب بعض الاقتصاديين، مثل Gagnon و Ihrig (2001)، ترتبط درجة إنتقال هذا الأثر إلى التضخم بمدى تحسن مصداقية السياسة النقدية الموجهة لمحاربة التضخم و بمستوى و شدة تقلب التضخم الملاحظ.¹ أما حسب الاقتصاديين Egert و MacDonald (2008) ، يسمح وجود معدل تضخم مرتفع و شديد التقلب، إضافة إلى ضعف مصداقية السياسة النقدية ، بحصول إنتقال كلي و تام لهذا الأثر.² من جانب آخر، يمكن لتغيير سعر الصرف أن يمتد أثره، بعد أن يمس سعر الصادرات، إلى الإنتاج. إذ يؤدي تدهور قيمة العملة الوطنية إلى إنخفاض سعر السلع الوطنية مقارنة بالسلع الأجنبية، وهو ما يترجم في ارتفاع قيمة الصادرات، أو بالأحرى الصادرات الصافية $(NX \uparrow)$ ، و من ثم الإنتاج الإجمالي $(Y \uparrow)$.³ و الشكل الذي يوضح ميكانيزم إنتقال أثر السياسة النقدية عبر قناة سعر الصرف هو كالتالي :



¹ -Gagnon J.E, Ihrig J. (2001), « Monetary policy and exchange rate pass-through », Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers, n°704

² -Egert B., MacDonald R. (2008), « Monetary Transmission Mechanism in central and Eastern Europe : Surveying the Surveyable », OCDE, Economics Department Working Papers, N°654

³ - لقد تم تناول و مناقشة هذا الدور الذي تلعبه قناة سعر الصرف في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد (الإنتاج) في عدة مقالات و دراسات تخص الولايات المتحدة الأمريكية ، و من بينها الكتاب التالي :

-John B. Taylor, « Macroeconomic Policy in a World Economy : From Econometric Design to Practical Operation », New York, Norton, 1993

2-III- قنائة أسعار أصول أخرى:

تستطيع السياسة النقدية أن تؤثر، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، على أسعار كل من الأسهم و العقارات، و تغير أسعار هذه الأصول يترك آثار هامة على حجم استثمارات المؤسسات و الأفراد (العائلات) و على قيمة الثروة لديهم، و بالتالي ستكون في النهاية إستجابة لكل من الإنتاج و التضخم للصدمة النقدية الحاصلة في البداية. تشمل هذه القنائة على قناتين فرعيتين هما قنائة معامل ϕ لتوبين و قنائة أثر الثروة.

1-2-III- قنائة معامل ϕ لتوبين

حسب نظرية ϕ لتوبين، تؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد إنطلاقا من الأثر الذي تتركه على أسعار الأسهم Tobin (1969).¹ لتفسير ذلك يستخدم توبين النسبة ϕ و يعرفها على أنها تمثل النسبة بين القيمة السوقية (القيمة البورصية) للمؤسسة و تكلفة إستبدال رأس المال.² فإذا زادت هذه النسبة عن الواحد الصحيح ، أي إذا أصبحت مرتفعة ، فإن القيمة السوقية للمؤسسات ستصبح كبيرة مقارنة مع تكلفة إستبدال رأس المال، و بالتالي سيكون من مصلحة المؤسسات أن تباشر استثمارات منتجة جديدة، فهذه الأخيرة هي غير مكلفة مقارنة مع قيمتها السوقية. إذن ، في هذه الحالة، يمكن للمؤسسات طرح أسهم في السوق بسعر مرتفع مقارنة بتكلفة الاستثمارات المنتجة التي تنوي إنجازها و تمويلها بواسطة هذا الإصدار الجديد. و بالتالي، سترتفع قيمة الإنفاق الاستثماري في الاقتصاد لأن المؤسسات بإمكانها إمتلاك عدد كبير من المعدات و التجهيزات مع إصدار عدد قليل من الأسهم الجديدة (فهي مرتفعة السعر). و يحدث العكس في حالة إذا كانت النسبة ϕ أقل من الواحد، ضعيفة ، حيث سوف لن تحاول المؤسسات إمتلاك معدات و تجهيزات جديدة لأن قيمتها السوقية ستكون ضعيفة مقارنة مع تكلفة رأس المال (أي تكلفة الاستثمار في هذه المعدات و...). أي سيكون الأصلح للمؤسسات ، التي تريد إمتلاك رأس مال جديد عندما تكون النسبة ϕ منخفضة ، هو أن تقوم بشراء مؤسسات أخرى قد عرفت إنخفاض في قيمتها السوقية و الاستحواذ على رأس مالها (التجهيزات و المعدات) المتواجد بها، عوض القيام بإستثمارات جديدة. في هذه الحالة سيكون الإنفاق الاستثماري ضعيف.

¹ - Tobin J. (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », Journal of Money, Credit, and Banking, vol.1, p.15-29

² - Ibid.

إنطلاقاً مما سبق، يظهر أن هذه النظرية هي تربط بين النسبة ϕ و الإنفاق الاستثماري، لكنها في الحقيقة تفرض وجود أسواق كفاءة، أين الأسعار في البورصة يجب أن تعكس القيمة الجوهرية (الأساسية) للمؤسسة (مقاسة بالقيمة الحالية لتدفقات عوائدها المستقبلية) و أن تأخذ في الحسبان كل المعلومات المتوفرة. لكن غالباً ما أثبتت الدراسات التجريبية عكس هذا الأمر (عدم كفاءة الأسواق) و بالتالي سوف لن تكفي النسبة ϕ لتفسير سلوك الاستثمار عند المؤسسات.

و السؤال الذي يبقى طرحه الآن هو كيف للسياسة النقدية أن تؤثر على أسعار الأسهم و من ثم النسبة ϕ و الاستثمار و الإنتاج. تتمثل الإجابة عن هذا السؤال في الميكانيزم التالي لإنتقال أثر السياسة النقدية: لما يرتفع عرض النقود ($M \uparrow$)، تحدث زيادة في السيولة النقدية لدى الأعوان الاقتصاديين، مما يشجعهم ذلك على زيادة إنفاقهم، و السوق المالي (البورصة) يعتبر أحد الأوجه لإستقطاب هذا الإنفاق، ليتبع ذلك ارتفاع في الطلب على الأسهم و بالتالي ارتفاع أسعار هذه الأخيرة. قد يرجع إرتفاع أسعار الأسهم إلى كون أن إنخفاض معدلات الفائدة الناجم عن تطبيق سياسة نقدية، يقلل من جاذبية السندات (بعد ارتفاع أسعارها) مقارنة مع الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذه الأخيرة و ارتفاع سعرها بعد ذلك. و كما أشرنا سابقاً، يؤدي ارتفاع أسعار الأسهم ($P_A \uparrow$) إلى زيادة المعامل ($\phi \uparrow$) و من ثم الإنفاق الاستثماري ($I \uparrow$) و الإنتاج ($Y \uparrow$) (أو التضخم أو كليهما).

$$M \uparrow \rightarrow P_A \uparrow \rightarrow Q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

من جهة أخرى، يمكن تطبيق نظرية ϕ لتبوين على سوق العقارات السكنية، حيث لما تصبح هذه النسبة أكبر من الواحد، تكون القيمة السوقية للعقارات أكبر من تكلفة الاستبدال (أي تكلفة إنجاز المساكن)، و هو الأمر الذي ينعش قطاع بناء المساكن الجديدة. في المدى البعيد، و بعد زيادة عرض السكنات، تنخفض أسعار هذه الأخيرة و تنجح بذلك النسبة ϕ نحو الواحد. و كما هو معلوم، يؤدي إنتعاش قطاع البناء إلى إزدهار قطاعات أخرى، و بالتالي ما على البنك المركزي إلا أن يعزز حجم السيولة لدى الأعوان (خاصة البنوك) ليدعم بذلك الطلب الكلي في الاقتصاد الذي يمثل فيه الطلب على العقارات أحد أهم أشكاله.

2-2-III- قناة أثر الثروة: Wealth channel

لقد أُشير في دراسة حديثة لـ *Cottarelli و Blanchard ، Symansky ، Spilimbergo* (2008) ، إلى أنه يتجه الأعوان الاقتصاديين ، و من بينهم العائلات (الأفراد) ، إلى إتخاذ قرارات تخص حجم استهلاكهم و استثماراتهم عقب كل تغيير يطرأ على شروط التمويل أو على ثروتهم أو حتى على درجة حالة عدم التأكد لديهم.¹ لكن في الحقيقة ، يعتبر الاقتصادي *Franco Modigliani* كأول من ذهب إلى دراسة كيف يمكن لقرارات المستهلكين أن تتأثر بوضعية أو حالة ثروتهم (حالة ميزانيتهم) في نظريته المعروفة بإسم نظرية دورة الحياة *The Life Cycle ، La Théorie du Cycle de Vie* . إذن يرتبط أثر الثروة على الاستهلاك بهذه النظرية التي تنطلق من فكرة أن إستهلاك العائلات (المقصود هنا هو الإنفاق الاستهلاكي على السلع غير المعمرة و الخدمات) هو يتحدد بمجمل الموارد التي حصّلوها طوال حياتهم و ليس فقط بمدخلهم الحالية.² بكلمات أخرى ، و حسب هذه النظرية، تحاول العائلات (المستهلكين) تخفيف آثار تغيرات دخلهم ، التي تطرأ خلال حياتهم ، على تطور استهلاكهم مع مرور الوقت ، و يتم ذلك من خلال القيام بالإدخار في مرحلة الحياة التي يكون فيها الدخل مرتفع (الفترة النشطة التي يساهم فيها الفرد بقوة بعمله في الإنتاج) و الاقتراض أو إستخدام المدخرات السابقة في الوقت الذي ينخفض أو ينعدم فيه هذا الدخل (فترات الشباب و الشيخوخة)،³ و بالتالي يمكن أن نقول أن استهلاكهم هو مرتبط بثروتهم.

في الكثير من الدول ، تشكل الأسهم ، إضافة إلى العقارات ، عنصر أساسي في تشكيلة الثروة عند الأفراد ، أو العائلات بصفة عامة ، و بالتالي هي تمثل أحد أجزاء مواردهم. و من ثم ، يؤدي إرتفاع أسعارها إلى زيادة قيمة الأصول المالية لدى العائلات ، التي هي في نفس الوقت زيادة في الموارد أو الثروة التي جمعوها طوال حياتهم ، و هذا كله من شأنه أن يرفع حجم استهلاكهم. إذن يمكن رسم آلية إنتقال أثر السياسة النقدية عبر قناة أسعار الأسهم ، كالاتي :

$$M \uparrow \rightarrow P_A \uparrow \rightarrow \text{الثروة} \uparrow \rightarrow \text{الاستهلاك} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

¹ -Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O., Cottarelli C. (2008), « Fiscal Policy for the Crisis », IMF Staff Position Note, vol.08/01

² -Modigliani F., Ando A. (1963), « The life cycle hypothesis of saving : aggregate implications and tests », American Economic Review.

³ -Hubert Kempf, « Macroéconomie », Dalloz, 2^{ème} édition, Paris, 2006, p.217-218

أي يؤدي تطبيق البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية ($M \uparrow$) إلى توالي الأحداث التالية : ارتفاع أسعار الأسهم $P_A \uparrow$ ، و بالتالي زيادة قيمة الثروة عند العائلات ، ثم حصول زيادة في الاستهلاك ليعقب ذلك ارتفاع الإنتاج ($Y \uparrow$).

من جهة أخرى، و مثلما فعلنا مع قناة معامل ρ لتوبين ، تمثل العقارات بنوعها : البنائات و الأراضي ، عنصر جد هام من تشكيلة الثروة عند العائلات ، التي ترتفع قيمتها (الثروة) بزيادة أسعارها (العقارات). و بالتالي يمكن لأثر السياسة النقدية أن يمر عبر قنوات أسعار البنائات و الأراضي. حيث ينجم عن التوسع النقدي، ارتفاع السيولة لدى الأعوان الاقتصاديين و من ثم زيادة طلبهم على هذه العقارات ، فتزيد أسعارها و تتحسن قيمة ثروة العائلات ، و سينعكس بالتالي هذا الأمر بالإيجاب على الاستهلاك و الطلب الإجمالي بصفة عامة ، و في النهاية على الإنتاج.

2-III-3- قناة أثر السيولة:

يمكن تفسير أثر الثروة بطريقة أخرى عن طريق تحليل أثر السيولة على إنفاق العائلات على السلع الاستهلاكية المعمرة و البنائات Mishkin (2001).¹ إن الأصول السالفة الذكر تتميز بضعف سيولتها ، و بالتالي ، إذا حدث و أن إنخفضت بشكل كبير مداخيل العائلات (المستهلكين) و توجب على هؤلاء بيع السلع المعمرة الخاصة بهم و بنائاتهم للحصول على السيولة ، فإنهم سيتعرضون لخسارة كبيرة بفعل أن بيعهم الاضطراري لممتلكاتهم سوف لن يسمح لهم بتحصيل قيمتها الكلية و إنما سيكونون مجبرين على قبول أسعار منخفضة. بالمقابل، لو كانت العائلات تمتلك أصول مالية (مثل الودائع البنكية، الأسهم و السندات) ، لسهل عليها بيعها بسرعة و بقيمتها السوقية ، مع استبعاد تكبُّد خسارة. و بالتالي ، يمكن القول أن العائلات ستفضِّل إمتلاك مبلغ كبير على شكل أصول مالية مقارنة مع قيمة ديونهم و هذا لتفادي أو لتقليل خطر مواجهة ضائقة مالية (كإنخفاض دخلهم مثلما أشرنا سابقا أو مطالبة دائن ما بإسترجاع أمواله)، و عند حصول ذلك (أي إمتلاك مبلغ هام من الأصول المالية)، سيكونون أكثر إستعدادا لشراء سلع استهلاكية معمرة و بنائات.

¹ -Mishkin F.S. (2001), « The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy », NBER Working Paper, n°8617

مما سبق، يتضح جليا أن هناك ميكانيزم آخر يبين كيف يمكن أن ينتقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي إنطلاقا من العلاقة الموجودة بين السيولة و أسعار الأسهم. فتطبيق سياسة نقدية نشطة سيسمح بارتفاع أسعار الأسهم (كما رأينا سابقا عند دراسة القنوات الأخرى)، و هذا معناه أن هناك زيادة في قيمة الأصول المالية لدى العائلات (أي هم متواجدون في موقع مالي مريح)، و هو الأمر الذي يخفض احتمال مواجهة ضائقة مالية، و بالتالي ستؤدي هذه التطورات في النهاية إلى زيادة ميول العائلات للإنفاق على السلع المعمرة و البنائيات، و هذا سينعكس طبعاً بالإيجاب على الإنفاق و الإنتاج الإجماليين.

$$M \uparrow \rightarrow P_A \uparrow \rightarrow \left(\text{ترتفع} \right) \uparrow \text{ قيمة الأصول المالية} \rightarrow \left(\text{يضعف} \right) \downarrow \text{ احتمال مواجهة ضائقة مالية} \\ \rightarrow \left(\text{يرتفع} \right) \uparrow \text{ الإنفاق على السلع الاستهلاكية المعمرة و البنائيات}$$

IV- قناة القرض:

إرتكزت المقاربات السابقة لقنوات إنتقال السياسة النقدية على فرضية الإحلال التام بين مختلف أشكال تمويل الاقتصاد (القروض ، السندات ، الأسهم،...) و أهملت جانب تميُّز الأسواق المالية بعدم الكمال بسبب عدم صحة الفرضية السابقة الذكر و كذا عدم توفر كل المعلومات الخاصة بالمقترضين في هذه الأسواق ، و هو الشيء الذي يفسّر وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات. بعد التركيز على هذه الانتقادات أو النقائص، أشار اقتصاديون ، ينتمون إلى الإتجاه الكينزي ، إلى وجود قنوات أخرى لإنتقال السياسة النقدية ، حيث يهتم البعض منها بعرض القروض البنكية و العوامل المؤثرة فيه كذلك، أما البعض الآخر فيتركز على جانب الطلب على هذه القروض و العوامل المؤثرة فيه كذلك. في الحالة الأولى ، ينتقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال التغير الذي يحصل في عرض القروض البنكية بعد تقلص أو زيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد ، أما في الحالة الثانية، فيحدث ذلك الأثر بعد تغير حجم الطلب على القروض البنكية من جانب الأعوان الاقتصاديين غير الماليين ، بعد حصول صدمة نقدية. إهتمام هذه القنوات بالقروض الموزعة في الاقتصاد ، سواء ارتبط حجمها

بحجم عرض البنوك للقروض أو بحجم طلب الأعوان الاقتصاديين غير الماليين للقروض ، جعل منها تسمى من قبل الاقتصاديين "بقنوات القرض". أهم ما يميز هذه الأخيرة هو التركيز فيها و بشكل كبير على ظاهرة عدم تناظر المعلومات الموجودة في الأسواق المالية.

يعتقد الاقتصاديين *Bernanke* و *Gertler* (1995) أنه قد أُسيئ إختيار تسمية أو عبارة قناة القرض ، و هذا حسبهم راجع لعدة أسباب ، أهمها هو أنها قناة تشير في الحقيقة إلى مجموعة عوامل ، تؤثر كما قلنا سابقا على عرض و طلب القروض ، تساهم في توسيع و نشر آثار قناة معدلات الفائدة ، بدل أن تكون قناة مستقلة عن هذه الأخيرة.¹

و سنتطرق فيما يلي إلى أهم القنوات الفرعية التي تندرج في إطار قناة القرض و التي تؤثر عبرها السياسة النقدية على العرض و الطلب على القروض.

1-IV- قناة القرض البنكي (القناة الضيقة للقرض): *Bank Lending Channel*

من خلال هذه القناة ، قناة القرض البنكي *le canal de crédit bancaire* ، تؤثر السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي بعد أن تحدث أثرا في حجم القروض المعروضة من قبل البنوك أمام الأعوان الإقتصاديين غير الماليين. و تركز هذه القناة على وجود الشروط التالية:

أولا : تواجد ظاهرة عدم تماثل (تناظر) المعلومات²، *Asymmetric information* ، في الأسواق المالية و أسواق الإقراض ، إضافة إلى الدور الخاص الذي تلعبه البنوك في حل مشاكل هذه الظاهرة و في تمويل المؤسسات، خصوصا الصغيرة و المتوسطة منها التي ليس لها مصدر تمويل خارجي آخر غير القروض البنكية. إذ بحكم الكميات الكبيرة من الأوراق المالية التي تقوم البنوك التجارية بشرائها من الأعوان الاقتصاديين المحتاجين للسيولة و

¹ - Bernanke B.S., Gertler M. (1995), « Inside the Black Box : The Crédit Channel of Monetary Policy Transmission », Journal of Economic Perspectives, vol.9, N°4, p.27-48

² - المقصود بظاهرة عدم تماثل المعلومات الموجودة في الأسواق المالية هو عدم إمتلاك المقرضون لكل المعلومات عن المقترضين و عن جودة مشاريعهم (درجة المخاطرة فيها) مما يجعلهم عرضة لمشكلة الاختيار السيئ *adverse selection* , *l'antisélection* (إختيار تمويل مقترضين يحملون مشاريع ذات درجة مخاطرة كبيرة ، و أهم سبب يزيد من إحتمال وقوع المقرض في هذا الاختيار السيئ هو استعداد المقترض لدفع معدلات فائدة مرتفعة حتى يكون الأكثر حظا للحصول على القرض) أو مشكلة الأخطار الأخلاقية *moral hazard* , *le risque moral* (المقصود بها هو إقبال المقترض ، بعد حصوله على التمويل ، على إنجاز مشاريع تتميز بدرجة مخاطرة عالية جدا ، تختلف عن تلك المشاريع المتفق عليها قبل حصوله على التمويل ، و سبب وجود هذا السلوك عند المقترض هو محاولته تعويض التكاليف المرتفعة للقرض التي قبل دفعها للمقرض حتى يقبل هذا الأخير تمويله).

كذا القروض الكثيرة المقدمة لهؤلاء ، تستطيع البنوك التجارية خفض تكلفة نقل الموارد المالية بين الوحدات الاقتصادية ، و من جانب آخر، إن الخبرة المهنية و مستوى المهارات التي تتوفر عند البنوك التجارية ، إضافة إلى حجم و نوعية المعلومات التي يمتلكونها عن المقترضين ، يجعلهم جديرين بحل مشاكل ظاهرة عدم تماثل المعلومات أو التخفيف من حدتها. إذ إمتلاكهم لهذه الوسائل يجعلهم قادرين على تحليل البيانات المتعلقة بالسوق المالي و بالمراكز المالية للأعوان الراغبين في الحصول على التمويل، و على الإطلاع على جودة مشاريع هؤلاء ، بل و تتوفر لديهم القدرة على متابعة مشاريع المقترضين بعد حصولهم على التمويل. في ظل هذا الواقع ، يفضل الكثير ممن يرغبون توظيف أموالهم أن يضعوا هذه الأخيرة عند البنوك بدل المجازفة بها في الأسواق المالية و لتجنب أخطار مشاكل عدم تناظر المعلومات.

ثانياً : الإحلال غير التام بين مختلف أشكال تمويل الاقتصاد، أي بين القروض البنكية و الأصول المالية الأخرى (الأسهم و السندات)، سواء تعلق الأمر بمحفظة الأوراق المالية للبنوك أو بمصدر تمويل المؤسسات و قطاع العائلات الذين يعتبرون مرتبطين بشكل كبير جدا بالقروض البنكية. أما من جانب البنوك، فلا يوجد إحلال تام بين الودائع و مصادر التمويل الأخرى، إذ لا يمكن للبنوك تعويض أثر إنخفاض سيولتها و احتياطاتها في حالة السياسة النقدية الإنكماشية عن طريق إصدار شهادات الإيداع ، لأن من جهة ، تُحْمَل هذه الأخيرة البنوك تكاليف أعلى في ظل المنافسة الشديدة ، و من جهة أخرى ، تفرض الضوابط القانونية في كثير من الدول على البنوك قيود تحد من قدرتها على جمع الأموال بمثل هذه الطريقة ، كإخضاع شهادات الإيداع لإلزامية تشكيل الإحتياطيات أو تسقيف معدل الفائدة المطبق عليها حتى تفقد جاذبيتها و تصبح غير مفيدة للبنوك لتعويض الودائع التي تخرج من النظام البنكي في حالة تقلص الكتلة النقدية. و أما من جانب المؤسسات و العائلات (المقترضين) ، فلا يوجد إحلال تام بين القروض البنكية و أدوات التمويل الأخرى ، و بالتالي يصبح المقترضين غير قادرين على إيجاد بدائل للتمويل بعد تقلص عرض القروض البنكية المتاحة الناجم عن حدوث إنكماش في السياسة النقدية. و السبب في ذلك هو وجود مشاكل عدم تناظر المعلومات المرتبطة بمردود مشاريع المقترضين، و بالتالي، و كما أشرنا سابقا ، سيفضل المقرضون (أصحاب الأموال) توكيل مهمة نقل الأموال إلى أصحاب المشاريع للبنوك التجارية التي تمتلك من المميزات ما يؤهلها لحل تلك المشاكل ، ناهيك كذلك عن أن بعض

المؤسسات الصغيرة و قطاع العائلات لا يمكنها دخول السوق المالي ، و تكون بذلك تابعة أساسا للبنوك في تمويلها.

مع الأخذ بعين الاعتبار لهذه الشروط ، يمكن سرد سلسلة الأحداث المتتالية (التي تشكل مجتمعة قناة القرض البنكي) الناجمة عن حصول توسع في السياسة النقدية ، و التي تنقل أثر هذه الأخيرة إلى النشاط الاقتصادي ، كما يلي : يؤدي تطبيق البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية إلى ارتفاع حجم الاحتياطات و الودائع البنكية ، و من ثم زيادة عرض القروض البنكية المتاحة. و نظرا للدور الخاص الذي تلعبه البنوك كونها المقرض الوحيد تقريبا لبعض أنواع الأعوان الاقتصاديين (المؤسسات الصغيرة و قطاع العائلات) ، فإنه سينجم عن زيادة حجم القروض إرتفاع في الإنفاق الاستثماري (و حتى الاستهلاكي) و من ثم زيادة الطلب الكلي في الاقتصاد و الإنتاج و الأسعار.

$$M \uparrow \rightarrow \text{(زيادة)} \rightarrow \text{الودائع البنكية} \rightarrow \text{(زيادة)} \rightarrow \text{القروض البنكية} \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

أما في حالة إتباع سياسة نقدية إنكماشية، سيحدث إنخفاض في الإحتياطات و الودائع البنكية ، و حسب الشرط الثاني الذي تناولناه سابقا ، في هذه الحالة لا يمكن للبنوك تعويض النقص الحاصل في سيولتها عن طريق إصدار شهادات إيداع مثلا (شرط عدم الإحلال التام بين الودائع و مصادر التمويل الأخرى) ، و بالتالي ستكون البنوك مجبرة على رفع معدل الفائدة على القروض (و هذا قد يعرضها لمشاكل عدم تناظر المعلومات) أو تخفيض حجم أو عرض القروض البنكية المتاحة عند معدل فائدة معطى. لقد تم تبيان آلية تقليص القروض الموزعة في الاقتصاد بعد تطبيق سياسية نقدية تقييدية في إطار نموذج *IS/LM* المُكَمَّل من طرف الاقتصاديين *Blinder و Bernanke (1988)*، و الذي أصبح يسمى نموذج *CC/LM* ، (حيث *CC: Commodities and Credit*) ، حيث لم يعد التوازن في سوق السلع و الخدمات ممثلا بواسطة المنحنى *IS* و إنما بواسطة منحنى *CC* الذي يرتبط بمعدل الفائدة الموجود في سوق الأصول المالية و معدل الفائدة الخاص بالقروض البنكية (بعد أن تم التمييز بين هاتين الأداتين التمويليتين)¹ و يؤدي تقلص عرض القروض بالمؤسسات ، و بالأخص تلك التي لا

¹ -Bernanke B., Blinder A. (1988), « Crédit, Money and Aggregate Demand », American Economic Review, vol.78, n°2, p.435-439

- للإطلاع على ملخص حول نموذج *Blinder و Bernanke*، راجع :

تستطيع تمويل نشاطها عبر السوق ، و بالعائلات إلى خفض استثماراتهم (و استهلاكهم) ، و من ثمّ يتأثر كل من الطلب و الإنتاج الإجماليين و الأسعار في نفس الاتجاه.

$$M \downarrow \rightarrow \text{الودائع البنكية} \downarrow \rightarrow \text{القروض البنكية} \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

نتيجة هامة يمكن استخلاصها من دراستنا لقناة القرض البنكي و هي أن للسياسة النقدية أثر أكبر على إنفاق المؤسسات الصغيرة ، التي تعتمد كثيرا على القروض البنكية، منه على إنفاق المؤسسات الكبيرة التي تستطيع الدخول مباشرة إلى سوق رأس المال و الحصول على السيولة النقدية اللازمة لتمويل نشاطها ، من دون إلتماس ذلك عند البنوك.

من جهة أخرى ، لَطالَمَا وُجِدَ جَدَلٌ قائمٌ حول وجود قناة القرض البنكي من خلال عدة إختبارات تجريبية أجريت في كثير من الدول ، حيث كانت النتائج متغيرة حسب إختلاف هذه الأخيرة. الملاحظ أنها كانت أكثر حضورا في الولايات المتحدة الأمريكية و ارتبط ذلك بطبيعة الضوابط المصرفية و القواعد التي حكمت الأسواق المالية بهذا البلد خلال الستينات و السبعينات و التي اختفت بعد ذلك في الثمانينات ، نذكر منها إلزامية خضوع شهادات الإيداع لإجبارية تشكيل الإحتياطات القانونية و تسقيف معدل الفائدة المطبقة عليها و على غيرها من الودائع. لكن بعد زوال هذه الضوابط و حدوث طفرة في مجال التعاملات المالية ، نتج عنها تطور في أشكال التمويل ، أصبح يُطرح تساؤل كبير حول بقاء قناة القرض البنكي (و بالتالي دور القرض البنكي) من عدمه كقناة للسياسة النقدية. يبدو أن البنوك ستستمر في ممارسة دورها الخاص في تقييم و مراقبة المقترضين، لكن بالمقابل ، إن هذه التطورات تساهم حقيقة في تقليل أهمية قناة القرض البنكي في كونها قناة لإنتقال السياسة النقدية. إذ أظهر الاقتصاديين *Romer* و *Romer* (1990) أنه إذا إستطاعت البنوك تمويل نفسها من خلال الأسواق ، فلن تستطيع السياسة النقدية التأثير فيها إلا عبر التغييرات التي تحدثها في معدلات الفائدة ، و هو الأمر الذي يشل عمل قناة القرض البنكي.¹ فالبنوك تستطيع تمويل نفسها بالسيولة من خلال الأسواق باستخدام

-Rosenwald F., « L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit », Bulletin de la Banque de France, supplément études, 1^{er} trim.1995, p.105-121

¹ -Romer C. D., Romer D. H. (1990), « New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism », Brookings Papers on Economic Activity, vol.21, p.149.214

أدوات جديدة (كإصدار شهادات إيداع ، الاقتراض من الخارج ، أو توريق الديون) و تصبح بذلك أقل تبعية للبنك المركزي. فكما يشير الاقتصاديين *Kashyap* ، *Stein* و *Wilcox* (1993) ، حتى و إن كان من الصعب على البنوك الصغيرة التزود بالسيولة عبر الأسواق المالية ، فإن ذلك يكون من السهل فعله على البنوك الكبيرة ، شأنهم شأن المؤسسات الصغيرة و الكبيرة و إمكانية حصولهم على التمويل من الأسواق.¹ و كما سنرى لاحقاً ستتوقف هذه القناة عن العمل بعد الأزمة الاقتصادية لسنة 2007.

2-IV- قناة رأس المال البنكي : *Bank Capital Channel*

طبقاً لنظرية قناة رأس المال البنكي ، تؤثر السياسة النقدية على عرض القروض من خلال تأثيرها على رأس مال البنوك (يمكن القول كذلك : القيمة الصافية للبنك ، الأموال الذاتية ، صافي الثروة ، و التي كلها نقصد بها الفرق بين مجموع الأصول المختلفة التي يملكها البنك ، و مجموع الخصوم التي تشكل إلتزامات عليه). أشار الاقتصاديين *Blum* و *Hellwig* (1995) إلى ثلاث شروط ضرورية لوجود قناة رأس المال البنكي ، و هي كالآتي:²

أولاً، أن تكون البنوك مُجَبَّرة أو مُقَيَّدة بإحترام بعض الشروط الإحترازية. أي وجوب وجود قيد تنظيمي يحدد حجم الأموال الذاتية (رأس المال) الواجب أن يمتلكها و يحترمها البنك ، حتى يتسنى وجود رابط بين رأس مال البنوك و نشاطهم في مجال عرض القروض. و حتى في غياب أي قانون تنظيمي، يعتبر شيء طبيعي أن يلجأ مُسَيَّرُو البنك التجاري إلى تكوين إحتياطات مالية متمثلة أساساً في رأس مال البنك ، حتى يمكنهم تجنب الوقوع في أزمات مالية مفاجئة تعرض الأصول المالية للبنك إلى خسارة أو تضع هذا الأخير على شفة الإفلاس. من جهة أخرى ، يعتبر صافي الثروة الخاص بالبنك، عامل مهم لتقليل أخطار ظاهرة عدم تماثل المعلومات الموجودة بين البنوك و من يزودهم بالأموال. و استطراداً في هذه النقطة، إن البنوك الضعيفة من ناحية رأسمالها (و بالتالي هي مصنفة عند درجات منخفضة من قبل وكالات التصنيف الائتماني) سَتُعاني من ضغوطات مالية و ستجد

¹ -Kashyap A. K., Stein J. C., Wilcox D. w. (1993), « Monetary Policy and Credit Conditions : Evidence from the Composition of External Finance », American Economic Review, vol.83, n°1, p.78-98

² -Blum J., Hellwig M. (1995), « The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks », European Economic Review, 39 (3-4), p.739-749

صعوبة في إعادة رفع رأسمالها عن طريق إصدار و بيع أسهم جديدة في السوق المالي ، لأن رأس مال البنك يعتبر مصدر ثقة كبيرة للمودعين و المساهمين، كما أنه يعزز من سمعة البنك التجاري و مكائته المالية ، في ظل وجود مشاكل ظاهرة عدم تماثل المعلومات. مما سبق يبدو من الواضح أن إنخفاض رأس مال البنوك يدفع هذه الأخيرة لأن تكون حذرة كثيرا من ناحية عرض القروض المتاح أمام المؤسسات و العائلات.

ثانياً، أن يكون من المكلف للبنوك أن تقوم بزيادة رأسمالها في فترة تتميز بضيق مالي. يعني أنه في ظل فرضية عدم كمال الأسواق و تفشي ظاهرة عدم تماثل المعلومات و الأخطار الناجمة عنها، من الاختيار السيئ و الخطر الأخلاقي، سيصبح مكلف جدا بالنسبة للبنوك إقدامها على زيادة رأسمالها لأن المقرضين سيطلبون بدفع مردود أعلى ، خاصة في فترات ندرة التمويل كالأزمات المالية.

ثالثاً، تمثل القروض البنكية مصدر تمويل خارجي رئيسي بالنسبة لكثير من المؤسسات و هذا يرجع لكون سوق الإقتراض هو كذلك يتميز بعدم الكمال ، مما يجعل المؤسسات المعرضة لظاهرة عدم تماثل المعلومات، مرتبطة أساسا بالتمويل البنكي.

بالرجوع إلى أعمال كل من *Blum* و *Hellwig* (1995)¹، *Van Den Heuvel* (2002)² و *Chami* و *Casimano* (2001)³، يمكن توضيح قناة رأس المال البنكي من خلال مخطط سلسلة العلاقات التالية :

$M \downarrow \rightarrow Y \downarrow$ النشاط الاقتصادي \rightarrow عرض القروض \rightarrow صافي الثروة (رأس مال البنك) \rightarrow أسعار الأصول \rightarrow $M \downarrow$

حيث لو افترضنا حدوث إنكماش على مستوى السياسة النقدية، سيؤدي ذلك إلى خفض صافي الثروة (أي القيمة الصافية لرأس مال البنوك) عند البنوك، بسبب الخسارة الناجمة عن إنخفاض أسعار الأصول (القيمة السوقية للأصول المالية للبنك). و هنا تكون البنوك أمام احتمالين هما : إما تخفيض عرض النقود و إما محاولة إصدار أسهم جديدة لرفع قيمة رأسمالها. لكن الإحتمال الثاني هو مكلف جدا (الشرط الثاني) ، خاصة إذا

¹ -Blum J., Hellwig M. (1995), op.cit.

² -Van Den Heuvel S.J. (2002), « The Bank Capital Channel of Monetary Policy », the Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.

³ -Chami R., Casimano T.F. (2001), « Monetary Policy with a touch of Basel », IMF Working Paper WP/01/151, International Monetary Fund.

حدث ذلك بإستعجال و في فترة تتميز بإنتشار التشاؤم في الأسواق المالية. إذن ستكون البنوك، التي عرفت تدهور في ميزانيتها ، مجبرة على تقليص عرضها للقروض. و هذا السلوك سيكون له أثر سلبي على القدرة الإنتاجية للمؤسسات، خاصة تلك المرتبطة كثيرا بالتمويل البنكي، و من ثمَّ على النشاط الاقتصادي ككل.

إن فترة أزمة الإئتمان (إنكماش حجم القروض) ، Credit Crunch¹، التي عرفت الولايات المتحدة الأمريكية في بداية التسعينات ، إستطاعت لوحدها أن تستقطب عدد كبير من الدراسات التي أشارت إلى أهمية صحة البنوك (أي مدى سلامة الأداء المالي للبنك و مركزه المالي ، حيث تعتبر نسبة رأسمال البنك إلى مجموع الأصول المالية كأحد المؤشرات على ذلك) في تحديد سلوك هذه الأخيرة تجاه عرض القروض.

لقد أظهرت الدراسات التجريبية وجود علاقة (إيجابية) بين رأسمال البنوك و تطور حجم القروض الموزعة من قبل هذه الأخيرة.² أشار الاقتصاديين *Bernanke* و *Lown* (1991) ، إلى أنه كان إنخفاض رأسمال البنوك هو السبب الرئيسي في تراجع عرض القروض خلال فترة الركود التي عرفها الاقتصاد الأمريكي في سنة 1990.³ و هي نفس النتيجة التي توصل إليها الاقتصاديين *Peek* و *Rosengren* (1995).⁴ إضافة إلى هذا ، فقد وجد هؤلاء الاقتصاديين أنه ، خلال أزمة الائتمان ، زادت البنوك من إمتلاكها للأصول المالية العمومية و قللت من حجم القروض مقارنة بالفترة السابقة ، و أن هذا التوجه ، أو هذه الظاهرة، كان في أوجّه عند البنوك التي تميزت من البداية (قبل الأزمة) بضعف رأسمالها.⁵ أما حسب الاقتصادي *Furfine* (2001) ، الذي درس معطيات فردية تخص البنوك الأمريكية الكبيرة ، تؤدي صدمة سلبية تطرأ على رأس مال هذه الأخيرة (أي إنخفاض القيمة

¹ - أزمة الإئتمان Credit Crunch: هي تُعبر عن ظاهرة ندرة القروض المعروضة أمام الأعوان الاقتصاديين و فرض البنوك لشروط قاسية على المقترضين لكي تتجنب تُعثر هؤلاء في دفعهم لديونهم ، أي ارتفاع تكاليف الاستدانة (ارتفاع معدل الإقراض ، إشتراط ضمان جيد للحصول على قرض). خلال هذه الأزمة ، حتى المقترضين الموجودين في مركز مالي جيد ، لا يستطيعون الحصول على القروض بسهولة ، و إنما يقتضي بهم الأمر قبول شروط غير معقولة تفرضها عليهم البنوك.

²-Jorge j. (2009), « Why Do Bank Loans React with a Delay to Shifts in Interest Rates ? A Bank Capital Explanation », Economic Modelling, vol.26, p.799-806

³-Bernanke B.S., Lown C.S. (1991), « The Credit Crunch », Brookings Papers on Economic Activity, n°2, p.204-239

⁴-Peek j. , Rosengren E. (1995), « Bank Regulation and the Credit Crunch », Journal of Banking and finance, vol.19, Issues 3-4, p.679-692

⁵ - هي نفسها النتيجة التي توصل إليها Hall (1995) :

Hall B. (1995), « How has the Basel accord affected Bank Portfolios ? », Journal of the Japanese and International Economies, vol.7, p.408-440

الصافية لرأسمالها) إلى تباطؤ نمو حجم القروض التي تمنحها.¹ و لقد أكد هذه النتائج الإقتصاديّين *Gambacorta* و *Mistrulli* (2004) بالإستناد على معطيات تخص البنوك الإيطالية.²

إذن لم تقتصر الدراسات على ملاحظة وجود العلاقة الموجبة بين قيمة رأسمال البنوك و عرض القروض في الولايات المتحدة الأمريكية ، بل أشارت كذلك إلى وجودها في دول أخرى مثل إيطاليا ، أو حتى اليابان. فلقد دلت بعض الدراسات على أن إختيار أسعار الأصول المالية في البورصة و أسعار العقارات في بداية التسعينيات، قد فرض على البنوك اليابانية إتخاذ تعديلات هامة في مجال سلوكها تجاه منح القروض. حيث بين الاقتصاديّين *Peek* و *Rosengren* ، في دراستين خصّصاّ بهما هذه النقطة، إحداهما نشرت سنة 1997 و الأخرى سنة 2000، أن إنخفاض قيمة أسهم البنوك اليابانية (و بالتالي إنخفاض قيمة رأسمالها) قد أدى بها إلى تقليص عرض القروض في فروعها الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية ، و خفض وتيرة منحها للإئتمان في اليابان.³

يتبيّن مما سبق أنه قد أجمع الكثير من الاقتصاديّين على وجود تأثير لرأسمال البنك على حجم القروض الموزعة. إضافة إلى هذا ، أثبت اقتصاديين آخريّن أن رأسمال البنوك هو كذلك يعتبر محدد هام لتكلفة الإقراض. فعلى سبيل المثال ، قد أوضح الاقتصاديّين *Lown* و *Peristiani* (1996) في دراسة لهما أن البنوك الأمريكية التي لها رأسمال ضعيف قد طبقت معدلات فائدة مدينة (معدلات الفائدة على القروض الممنوحة للزبائن) على القروض الاستهلاكية أعلى من تلك التي طبقتها مثيلاتها التي لها رأس مال أحسن (أي التي في مركز مالي أقوى) ، و هذا خلال أزمة الإئتمان *Credit Crunch* لسنة 1990.⁴ لقد عمّم هذه النتيجة الاقتصاديّين *Hubbard* و *Kuttner* ، و *Palia* في دراسة لهم سنة 1999 و لم تعد مقترنة فقط بأزمة الإئتمان 1990.⁵

¹-Furfine C. (2001), « Bank Portfolio Allocation : the Impact of Capital Requirements, Regulatory, Monitoring, and Economic conditions », Journal of Financial Services Research, vol.20, n⁰1, p.33-56

²-Gambacorta L. , Mistrulli P. (2004), « Does Bank Capital Affect Lending Behaviour ? », Journal of Financial Intermediation, vol.13, n⁰4, p.436-457.

³ -Peek J., Rosengren E. (1997), « The International Transmission of Financial Shocks : The Case of Japan », The American Economic Review, vol.87, n⁰4, p.495-505

-Peek J., Rosengren E. (2000), « Collateral Damage : Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States », American Economic Review, vol.90, n⁰1, p.30-45

⁴-Lown C., Perstiani S., (1996), « The Behaviour of Consumer Loan Rates During the 1990 Credit Slowdown », Journal of Banking and Finance, vol.20, n⁰10, p.1673-1694

⁵ -Hubbard G., Kuttner K., Palia D. (1999), « Are there bank effects in borrowers' costs of funds ?: Evidence from a matched sample of borrowers and banks », Journal of Business , University of Chicago Press, vol.75(4), p.559-581

يبقى في الأخير أن نشير إلى أنه قد بين الاقتصادي *Markovic* (2006) أنه يوجد عدم التماثل و عدم التناسق في تأثير السياسة النقدية عبر قناة رأسمال البنكي. حيث أن الأثر الناجم عن السياسة النقدية التوسعية ، التي ترفع من قيمة رأسمال البنوك بعيدا عن المستوى الأدنى الذي تفرضه الضوابط التنظيمية ، على عرض القروض و معدلات الفائدة المدينة هو ليس بالمستوى الكبير و الهام مقارنة مع الأثر النابع عن تطبيق سياسة نقدية إنكماشية. و قد أشار كذلك إلى أن هذا الأثر الأخير ، المرتبط بتقييد السياسة النقدية ، يكون أكبر ما يمكن إذا أصبح رأسمال البنك قريب من مستواه الأدنى الذي يفرضه القانون التنظيمي الخاص بقطاع البنوك ، لأن في هذه الحالة ستصبح عملية إعادة رفع قيمة رأسمال البنوك مكلفة جدا لهذه الأخيرة و هو ما سينعكس على معدلات الفائدة المدينة التي تطبقها (سترتفع).¹

على ضوء مختلف هذه الدراسات التجريبية ، يمكن التأكيد على وجود تأثير هام لصافي ثروة البنوك على حجم عرض القروض و/أو تكلفة القروض ، و على إحتلال قناة رأسمال البنكي مكان هام بين باقي القنوات ، حيث تعتبر وضعية النظام البنكي (المركز المالي للبنوك) عاملا حاسما في فعالية إنتقال أثر السياسة النقدية.

3-IV- قناة أخذ المخاطرة: Risk-Taking Channel

إن نظرية قناة أخذ المخاطرة هي حديثة الظهور في أدبيات ميكانيزمات إنتقال السياسة النقدية ، و هي تركز كذلك ، مثل القناتين السابقتين ، على جانب عرض القروض البنكية. تُعتبر هذه النظرية أن السياسة النقدية هي قادرة على دفع البنوك إلى أخذ المخاطرة في منح القروض *Borio و Zhu* (2008).² بكلمات أخرى ، إن السياسة النقدية التوسعية بشكل كبير ، أين تصبح هناك وفرة في السيولة و تنخفض معدلات الفائدة ، تؤثر على شدة تحسس البنوك من المجازفة و على درجة نفورها من عنصر المخاطرة.

إنه من المعلوم أن القروض تشكل أحد الأساليب التمويلية المهمة ، و أن القدرة على الاقتراض تلعب دورا مهما في تحديد الإنفاق الاستثماري الخاص و بالتالي في الإنتاج. و في ظل الممارسات و الإجراءات الراهنة

¹ -Markovic B. (2006), « Bank Capital Channel in the Monetary Transmission Mechanism », Bank of England Working Papers, n°313

² -Borio C., Zhu H. (2008), « Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy : a Missing Link in the Transmission Mechanism ? », BIS Working Papers, n°268

للنظام المصرفي ، التي فرضتها ظاهرة عدم تناظر المعلومات التي تميز الأسواق المالية و سوق الاقتراض و ما ينتج عنها من خسائر محتملة عند المقرضين ، فإن تقديم ضمانات *Collatéral* تتناسب مع قيمة القرض المطلوب يعتبر أحد المتطلبات الأساسية للحصول على قرض. و تشكل الأصول إحدى المفردات المهمة للضمانات. بناء على ذلك ، فإن القدرة على الحصول على قروض لغرض الاستثمار مرتبط بقيمة الأوراق المالية و العقارات و من خلال ذلك بمعدل الفائدة (كما رأينا سابقا ، فإن معدل الفائدة هو عامل محدد لأسعار هذه الأصول) التي تتحكم فيه السياسة النقدية. إن ارتفاع قيمة هذه الأصول ، الضمانات ، يقلل من احتمال تعرض البنوك لخسائر ناجمة عن مشاكل الإختيار السيئ و الأخطار الأخلاقية (إمكانية عدم سداد القرض). في ظل هذا الواقع ، و حسب نظرية قناة أخذ المخاطرة ، تؤدي السياسة النقدية التوسعية ، بعد أن تُحدث إنخفاض في معدلات الفائدة، إلى رفع قيمة الأصول الحقيقية و المالية ، و بالتالي قيمة الضمانات ، و هو الشيء الذي يُخفف أو يقلل من درجة حساسية البنوك تجاه المخاطرة ، بحيث تصبح هذه البنوك أكثر إستعدادا و ميولا إلى أخذ المجازفة في منح القروض. هذا التوجه الجديد في سلوك البنوك سيؤثر إيجابيا على الاستثمار و الإنتاج. الملاحظ كذلك ، أن هذه القناة تدعم قناة القرض ، و هنا قد يصبح نمو عرض القروض كبير بشكل مفرط.

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \uparrow$ قيمة الضمانات (قيمة الأصول الحقيقية و المالية)

$\rightarrow Y \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow \uparrow$ حجم القروض \rightarrow درجة حساسية البنوك تجاه تمويل مشاريع تصنفها على أنها خطيرة

لكن من جانب آخر، إن نَسَاهُل البنوك مع الأخطار التي قد تنجم عن القروض التي تمنحها لربائنها ، في ظل إنخفاض تكلفة التمويل و ارتفاع قيمة الضمانات ، قد يؤدي بها إلى الإفراط في توزيع القروض (و بالتالي تعاظم ديون المقرضين) ، و هو ما قد يجعلها ، و يجعل الأعوان الاقتصاديين بشكل عام ، معرضة لخطر تراجع سوق الأصول (إنخفاض أسعار الأصول) و حدوث أزمة يتبعها صدمة سالبة في عرض القروض ، و هذا الأمر يزيد من درجة تقلبات الدورات المالية.¹

IV-4 - قناة الميزانية : (القناة الموسعة للقرض) Balance Sheet Channel

¹ -Adrian T., Shin H.S. (2008), « Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles », Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, vol.14, n°1

تهتم قناة الميزانية ، القناة الموسعة للقرض¹، بجانب الطلب على القروض و تتخطى الدور الخاص للبنوك ، كما أنها تُركز على فرضية الإحلال غير التام بين أشكال التمويل الخارجي (القروض البنكية و غيرها) و التمويل الداخلي²، و يرجع ذلك إلى وجود فارق في التكلفة بين هذين المصدرين للتمويل ، يسمى علاوة التمويل الخارجي. إذ في ظل إتّسام سوق الإقراض ، و الأسواق المالية بصورة عامة ، بصفة عدم الكمال (بسبب وجود كل من مشاكل ظاهرة عدم تناظر المعلومات ، تكاليف الحصول على المعلومة ، تكاليف الإفلاس...) ، تكون عموماً تكلفة التمويل الخارجي أكبر من تكلفة التمويل الداخلي (تكلفة الفرصة البديلة لإستخدام الأموال الخاصة). و بالتالي يمكن القول أن تميز الأسواق المالية بعدم الكمال يضغط على الهيكل (المركز) المالي للمؤسسات، على قدرتها على الحصول على التمويل و على قراراتها المرتبطة بالاستثمار *Bernanke* و *Gertler* (1989)³.

في ظل عدم تماثل المعلومات الموجودة عند المقرض و المقترض ، و المتعلقة بالصحة المالية لهذا الأخير و بخصوص مشروعه الاستثماري ، إضافة إلى وجود تكلفة للحصول على هذه المعلومات ، يُحاول المقرض أن يتجنب أو على الأقل يقلل درجة المخاطرة المتمثلة في إمكانية عدم سداد القروض. و بالتالي تواجه مشاكل ظاهرة عدم تماثل المعلومات ، قد يدفع المقرضين إلى خفض حجم القروض التي يقدمونها و رفع معدلات الفائدة المطبقة عليها. لكن هناك حل لمعالجة هذه المشاكل يتمثل في أن يطلب المقرض ضمانات *Collatéral* على القروض التي يقدمها. و تشكل الأصول إحدى المفردات المهمة للضمانات (بحيث يمكن للمقرض أن يتصرف بحرية في هذه الأصول ، كأن يُصدرها أو يبيعها ، في حالة إفلاس المقترض). بناءً على ذلك ، فإن القدرة على الحصول على قروض ، أي تمويل ، لغرض الاستثمار هي مرتبطة بقيمة الأوراق المالية و العقارات. يظهر أن تقديم ضمانات تتناسب مع قيمة القرض المطلوب هو يعتبر كأحد المتطلبات الأساسية للحصول على التمويل و لتخفيض تكلفته. كما أنه يمكن أن يلعب صافي ثروة المؤسسة (الفرق بين مجموع الأصول المختلفة التي تمتلكها

¹ -Bernanke B.S ; Gertler M ; Gilchrist S. (1996), « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », Review of Economics and Statistics, vol.78, n^o1, pp.1-15

² - أي في هذه الحالة ، الإختلاف لا يوجد بين القروض البنكية و باقي أشكال التمويل من أسهم و سندات كما هو الحال بالنسبة للقناة الضيقة للقرض (يرجع التخلي عن هذه النظرة إلى تطور الأسواق و ظهور الإبداع المالي) و إنما هو موجود بين التمويل الخارجي (أيًا كان شكل هذا التمويل) و التمويل الداخلي.

³ -Bernanke B.S., Gertler M. (1989), « Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations », American Economic Review, vol.79, n^o1, pp.14-31

المؤسسة و مجموع ما عليها من التزامات) دور مشابه للضمانات. حيث أنه عندما تكون المؤسسة تمتلك قيمة صافية مرتفعة ، سوف يقبل المقرضون تمويلها و بمعدلات فائدة منخفضة ، لأنه حتى و إن تعثرت هذه المؤسسة عن سداد ديونها بسبب تحقيقها خسائر في استثماراتها ، فسيكون بإمكان المقرضون التصرف في صافي الثروة هذه عن طريق مصادرتها أو بيعها و استخدام الإيرادات لتعويض جزء من الخسائر الناجمة عن القرض. في الأخير، يمكن أن يقبل المقرضون منح المؤسسات قروض أو تخفيض معدلات الفائدة المطبقة عليها ، إذا تحسنت الوضعية المالية لهذه المؤسسات بسبب تحسن وضعية تدفقها النقدي *Cash Flow* الذي يمثل الفرق بين إيرادات و نفقات الخزينة. حيث أن ارتفاع التدفق النقدي يحسن من سيولة المؤسسات و يعطي ضمانات إضافية للمقرضين بخصوص مقدرة هذه المؤسسات على سداد مبالغ القروض.

هذه الممارسات و الإجراءات التي يقوم بها المقرضون ، و المرتبطة بظاهرة عدم تماثل المعلومات ، تجعل من التمويل الخارجي للمؤسسات مكلفا أكثر من التمويل الداخلي. و يبدو حسب التحليل السابق أن علاوة التمويل الخارجي تتغير عكسيا مع الوضعية أو المركز المالي للمقرض ، الذي يُقَيَّم بتدفقاته النقدية أو بصافي الثروة لديه ، التي يمكن أن تستخدم كضمان للقرض (أو للتمويل بصفة عامة) : فكلما تحسن المركز المالي ، إلّا و إنخفضت علاوة التمويل الخارجي و بالتالي زاد الطلب على القروض و إرتفع حجم الاستثمار و الإنتاج. إذن، كل تغير في صافي الثروة أو التدفق النقدي ، ناتج بطريقة مباشرة أو غير مباشرة عن السياسة النقدية عبر قنوات معدلات الفائدة و أسعار الأصول المشار إليها سابقا ، سوف ينعكس على هذه العلاوة و من ثم على الطلب على القروض و الاستثمار و الإنتاج .

يبدو مما سبق أنه يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر على ميزانية المؤسسات ، و من ثم على علاوة التمويل الخارجي و الطلب على القروض و النشاط الاقتصادي في النهاية ، بعدة طرق : فقد تعمل قناة الميزانية من خلال التأثير على صافي الثروة. إذ تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأصول (الأسهم P_A) ، كما رأينا سابقا ، و هذا يعزز الوضعية المالية للمؤسسات نتيجة تحسن صافي الثروة لديها. و هو الأمر الذي يقلل من أخطار مشاكل الإختيار السيئ و الأخطار الأخلاقية المصاحبة لظاهرة عدم تماثل المعلومات ، و بالتالي

ستنخفض علاوة التمويل الخارجي و يرتفع الطلب على القروض (أو التمويل بشكل عام) ، فيزيد حجم توزيع القروض و من ثم الاستثمار و الإنتاج. و يمكن تقديم مخطط العلاقات التالي :

$$\rightarrow \downarrow \text{الإختيار السيئ} ، \downarrow \text{الأخطار الأخلاقية} \rightarrow \uparrow \text{صافي الثروة} \rightarrow \uparrow P_A \rightarrow M \uparrow$$

$$Y \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow \uparrow \text{توزيع القروض} \rightarrow \uparrow \text{الطلب على القروض} \rightarrow \downarrow \text{علاوة التمويل الخارجي}$$

كما تعمل كذلك قناة الميزانية من خلال التأثير على التدفق النقدي. إذ تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى إنخفاض معدلات الفائدة القصيرة المدى، و هذا يُخفف تكلفة خدمة الدين من نفس فترة الاستحقاق (المدى القصير) ، كما يرفع بالتالي التدفق النقدي في خزانة المؤسسات و يحسن الوضعية المالية لها. و هو الأمر الذي يقلل من أخطار مشاكل الإختيار السيئ و الأخطار الأخلاقية ، و بالتالي ستنخفض علاوة التمويل الخارجي و تتوالى الأحداث المتبقية التي ذكرناها في الأعلى. و يمكن تلخيص تسلسل هذه العلاقات في الآتي :

$$\rightarrow \downarrow \text{الإختيار السيئ} و \downarrow \text{الأخطار الأخلاقية} \rightarrow \uparrow \text{التدفق النقدي} \rightarrow \downarrow i \rightarrow M \uparrow$$

$$Y \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow \uparrow \text{توزيع القروض} \rightarrow \uparrow \text{الطلب على القروض} \rightarrow \downarrow \text{علاوة التمويل الخارجي}$$

يوجد خاصية مهمة في قناة التدفق النقدي ، و هي أنه على خلاف القناة التقليدية لمعدلات الفائدة أين معدلات الفائدة الحقيقية هي التي تؤثر على الاستثمار ، فإن في هذه القناة ، معدلات الفائدة الإسمية القصيرة المدى هي التي تؤثر في التدفق النقدي للمؤسسات (بدرجة أكبر من المعدلات الطويلة المدى).

علاوة على ما سبق ، نستطيع أن نشير إلى نقطة أساسية أخرى هي أنه يمكن أن يكون لتغير معدلات الفائدة ، الناجم عن تطبيق سياسة نقدية معينة ، آثار هامة جدا على ميزانية المؤسسات (وضعتهم المالية) و على الاقتصاد ككل من خلال آلية المعجل المالي.

إن المبدأ الذي تركز عليه نظرية المعجل المالي هو أن الاقتصاد الذي يشهد إزدهار ستنعز و وضعيته و يتطور نموه إلى الأحسن ، و أن الاقتصاد الذي يعرف تدهور و ركود ستنفقم وضعيته و يتجه إلى الأسوأ. فالمعجل المالي يعمل على توسيع و إنتشار آثار صدمة ما تحصل في القطاع المالي. و ينشأ المعجل المالي في أغلب الحالات نتيجة عدم كمال الأسواق المالية ، و خاصة بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات بين المقرضين و المقترضين. و

كمثال على ذلك ، يمكن ذكر أزمة 2008 التي أظهرت أهمية المعجل المالي ، حين تَوَسَّعت و إنتقلت الأزمة التي أصابت البنوك و النظام المالي ككل إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال الإنخفاض الكبير لحجم التمويل.

أما في خصوص علاقة المعجل المالي بالقناة التي نحن بصدد دراستها ، فيمكن توضيحها من خلال مناقشة ، على سبيل المثال ، نتائج حدوث صدمة نقدية إنكماشية. في هذه الحالة سترتفع معدلات الفائدة و تتدهور الوضعية المالية للمؤسسات (بسبب تأثر التدفق النقدي و تراجع قيمة أصولها) ، و هو الأمر الذي سينعكس سلبا على قدرتها على الحصول على القروض من خلال إرتفاع علاوة التمويل الخارجي. و بالتالي ينخفض الاستثمار و يتفقم الإنكماش الاقتصادي (أثر المعجل المالي) الذي كان قد بدأ مع الإرتفاع الأوّلي لمعدلات الفائدة. و تعمل نفس الآلية في الإتجاه المعاكس إذا إنخفضت معدلات الفائدة.

و استطرادًا في هذه النقطة ، يشير الاقتصادي الأمريكي *Bernanke* (2007) ، الذي يعتبر أول من استعمل هذه النظرية ، إلى أن وجود المعجل المالي سيسمح بشرح كيف يمكن لصدمة ، نقدية أو ذات طابع آخر ، أن تؤدي إلى حدوث تقلبات مستمرة و عميقة في الاقتصاد ، بفعل العلاقة العكسية الموجودة بين الوضعية المالية للمقترضين و علاوة التمويل الخارجي.¹

في الأخير يبقى أن نشير إلى أن وجود و عمل آلية المعجل المالي لا يقتصر على قطاع المؤسسات ، و إنما يمكنه كذلك أن ينطبق على قطاع العائلات التي تمتلك عقارات ، من خلال التأثير على سلوكياتهم المرتبطة بالإقتراض و الإنفاق، *Almeida* و آخرون (2006) و *Aoki* و آخرون (2002).² إذ من بين أساليب التمويل الحالية ، يمكن للعائلات أن تحصل على قروض (تمويل) مقابل رهن عقار لديها : قرض الرهن العقاري. إذن هو قرض يتيح للمقترض فرصة الحصول على المال مقابل رهن عقار كضمان لمدة معينة إلى الجهة المقرضة ، حتى يتم دفع الأقساط المتفق عليها بالكامل، أما في حالة عجزه عن سداد القرض فإن من حق المقرض إتخاذ الإجراءات اللازمة للإستحواذ على العقار. و هنا يتضح جيدا أن ارتفاع أسعار العقارات ، بفعل تطبيق سياسة

¹ -Bernanke B.S. (2007), « Financial Accelerator and the Credit Channel », A speech at a conférence on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, 15 June

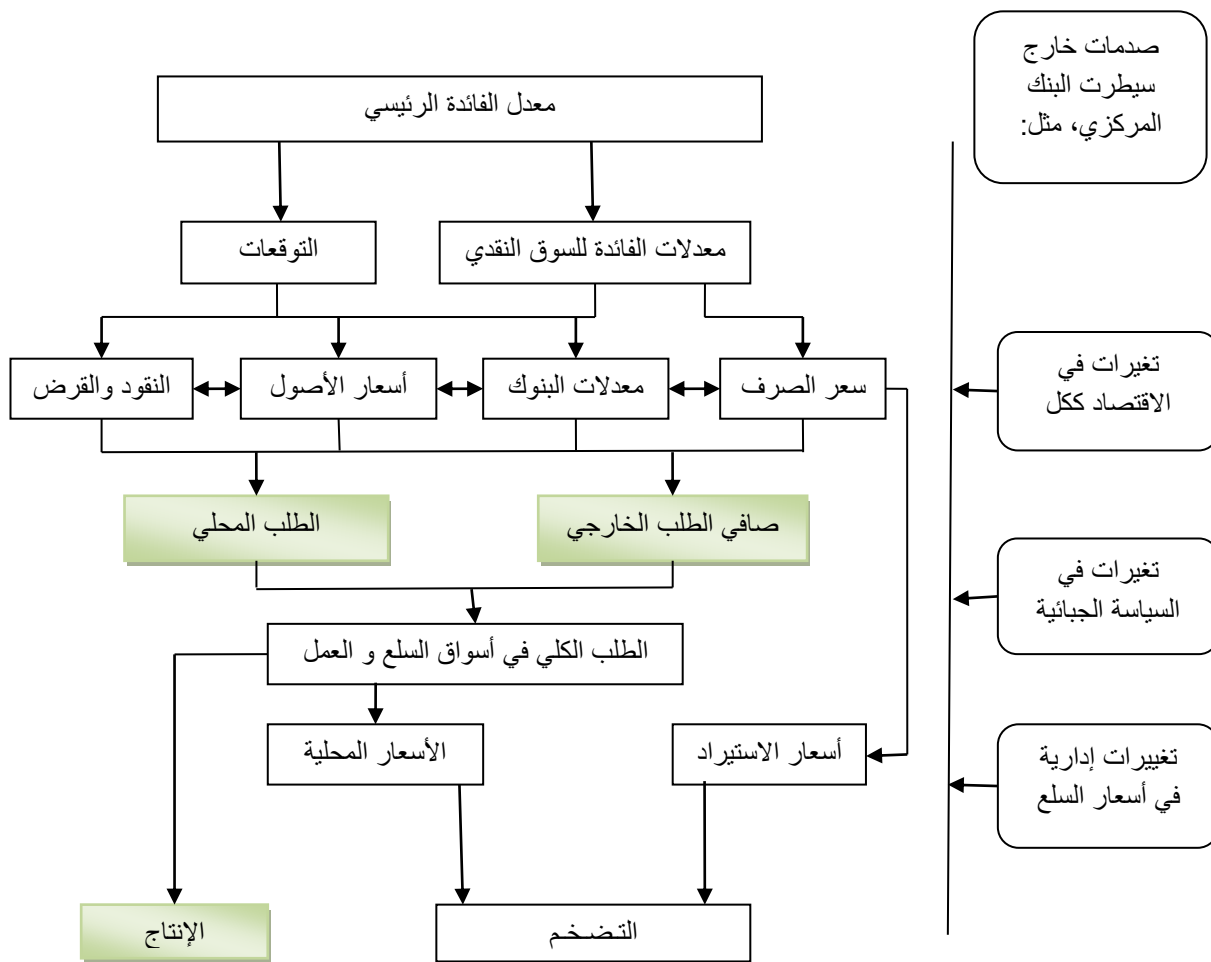
² -Almeida H., Campello M., Liu C.H. (2006), « The Financial Accelerator : Evidence from International Housing Markets », Review of Finance, vol.10, n°3, pp.321-352

- Aoki K., Proudman J., Vlieghe J. (2002), « House Prices, Consumption, and Monetary Policy : a Financial Accelerator Approach », Bank of England Working Paper, n°169

نقدية توسعية و انخفاض معدلات الفائدة ، و من ثم إرتفاع قيمة الضمانات التي تمتلكها العائلات ، يؤدي إلى إنخفاض علاوة التمويل الخارجي التي يفرضها عليهم المقرضون (بشرط عدم استدانتهم بشكل كبير لحظة طلبهم للقرض) ، أي إنخفاض تكلفة التمويل. ستساهم هذه الشروط في زيادة الطلب و في رفع مستوى النشاط الإقتصادي.

كخلاصة يمكن للسياسة النقدية ، عبر التغييرات التي تقوم بها في مستوى معدلات الفائدة ، أن تترك أثرا مهما في الاقتصاد من دون أن تمس مباشرة عرض القروض البنكية (كما هو الحال في القناة الضيقة للقرض) ، و ذلك من خلال تأثيرها على صافي الثروة عند الأعوان الاقتصاديين (المؤسسات و العائلات) أو تدفقهم النقدي أو قيمة أصولهم التي يقدمونها كضمانات. و بهذا الشكل ، تكون السياسة النقدية قد أثرت في جانب الطلب على التمويل (القروض).

في الأخير، و بعد كل هذا التحليل، نكون قد شرحنا العملية التي تؤثر من خلالها قرارات السياسة النقدية على الاقتصاد بشكل عام وعلى مستوى الأسعار بشكل خاص. يبقى أن نشير إلى أن آلية النقل تتميز بفارق زمني طويل و متغير و غير مؤكد، و بالتالي سيكون من الصعب التنبؤ بالتأثير الدقيق لإجراءات السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي. يقدم الرسم البياني التالي مخططا توضيحيا لقنوات النقل الرئيسية لقرارات السياسة النقدية.



المصدر: يستند هذا الرسم البياني على مخطط موجود في موقع البنك المركزي الأوروبي، مع إضافات الباحث (المربعات الرمادية).

V- دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات: قنوات إنتقالها في فترة الأزمة

إن مصطلح الأزمة هو متعدد المعاني، لكن المقصود به في هذا الجزء من الفصل هو إحدى، أو كلا، الحالتين التاليتين التي يمكن أن يكون عليهما اقتصاد بلد ما: أولاً، وضعية يكون فيها النظام المالي غير قادر على تأدية وظيفته (الوساطة المالية) بشكل صحيح ، بسبب أن البنوك لا تتوفر على السيولة أو لأنها انهارت (إنهيار المؤسسات المالية بشكل عام). أي يكون فيه أزمة مالية. ثانياً، وضعية يحدث فيها إنخفاض في المستوى العام للأسعار *déflation*، و سبب هذا الإنخفاض هو وجود ركود اقتصادي (إنخفاض واضح في الإنتاج) يرجع حدوثه إلى إنخفاض حجم الإنفاق الكلي عن مستوى العرض الكلي من السلع و الخدمات. إلا أن هذه الظاهرة تقترن في الغالب بحالة الكساد الذي يؤدي لآثار أكثر سوءاً على الاقتصاد الوطني من الركود.

يمكن لهاتين الحالتين، الأزمة المالية و إنخفاض المستوى العام للأسعار (الإنكماش)، أن تحدثان على نحو متتابع ، كما حصل في الكثير من بلدان العالم خلال بداية ثلاثينيات القرن العشرين أو في اليابان خلال سنوات التسعينات من نفس القرن. إذ تبع الهبوط الحاد في أسعار الأصول المالية، و حتى أسعار الأصول العينية، إنهيار النظام البنكي و باقي المؤسسات المالية الأخرى، إضافة إلى أنه شهدت الاقتصادات الوطنية إنخفاض في المستوى العام للأسعار، تزامن مع دخولها في مرحلة كساد كبير. فبعد إنخفاض قيمة أصول البنوك حاولت هذه الأخيرة تقليل درجة تعرضها للخطر من خلال تقليص حجم القروض الموزعة، و هو الأمر الذي أدى إلى وجود صعوبات في التمويل لدى المؤسسات، و بالتالي دفعها ذلك إلى تسريح العمال و تخفيض أسعار البيع ، و في بعض الحالات إلى الإغلاق ، و هو الشيء الذي دفع البنوك لأن تكون أكثر حيطة، مؤدياً ذلك إلى تكرار نفس السيناريو الأول و بالتالي الدخول في حلقة مفرغة (*cercle vicieux*) مآلها هو الدخول في كساد. لكن يبقى أنه ليس بالضرورة أن تؤدي الأزمة المالية إلى حالة إنخفاض المستوى العام للأسعار، و كمثال على ذلك، يمكن ذكر الأزمات المالية التي شهدتها البلدان الناشئة (المكسيك، الأرجنتين و دول جنوب شرق آسيا) خلال سنوات التسعينات، فرغم تعرض هذه البلدان بعد الأزمة إلى تقلص مستوى نشاطها الإقتصادي إلا أنها عرفت ارتفاع في التضخم الجاري و المتوقع بفعل إنهيار قيمة عملاتها. من جانب آخر ، و على الأقل على المستور النظري ، يمكن

أن يحدث إنخفاض في أسعار السلع و الخدمات في إقتصاد ما دون أن يكون هذا الأخير قد تعرض مسبقا لأزمة مالية، بفعل على سبيل المثال وجود صدمة في الطلب.

فضلا على أنه الكثير من الاقتصاديين يتفق على أن الأزمة المالية التي تحصل في الأسواق المالية و قطاع البنوك و شركات التأمين تترك آثار كبيرة في قطاع الإنتاج ، أو النشاط الاقتصادي بصفة عامة، فإنه لا أحد ينكر حاليا أن في ظل ترابط الدول مع بعضها البعض ، بفضل العولمة الاقتصادية و المالية، أصبحت الأزمة المحلية عالمية و تصل آثارها إلى بقية دول العالم، و خير مثال على ذلك الأزمة المالية الأخيرة لسنة 2008.

إن الأمر الذي لا يختلف عليه إثنان هو أن لهذه الأزمات آثار سلبية خطيرة، و يجب معالجتها أو تفادي حدوثها إن أمكن ذلك. إن هذه الآثار هي اقتصادية و إجتماعية و تتمثل في : إنخفاض حجم الإنتاج أو على الأقل تراجع معدلات النمو الاقتصادي ، زيادة أعداد العاطلين عن العمل ، أي ظهور البطالة التي تعتبر من أهم القضايا الاجتماعية التي تعكس صفا الحياة و تؤثر على الوضع الاجتماعي، إذ يتزامن مع وجودها زيادة أعداد الفقراء و ظهور المشاكل الاجتماعية و الجرائم و المخدرات...و غيرها، ضف إلى ذلك هبوط أسعار الأصول المالية و حجم المؤشرات المالية (و بالتالي تحقيق خسائر في الأسواق المالية) و تراجع أسعار العقارات، و هذا كله يساهم في إفلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية الأخرى كشركات التأمين مثلا.¹

أمام هذه الآثار و المؤشرات الغير صّارة، قد نتساءل عن الإجراءات الممكن أن تتخذها الدول لكي توقف الأزمة ، أو لتخفف من آثارها. بل قد نفكر في مدى إستطاعة الدول تجنب حدوث أزمة حادة.

في الواقع، إنه من دور السياسات الاحترازية أن يتم تجنب الاقتصاد الوطني الدخول في أزمة مالية جراء حصول صدمة مالية مثل إفلاس بنك كبير أو مؤسسة كبيرة ، أو هبوط حاد في أسعار الأصول. لكن يمكن للسياسات النقدية و المالية أن تقلل من خطر التعرض لمثل هكذا أزمة، من خلال توفير نوع من الاستقرار على المستوى الاقتصادي الكلي كالحالة التي يتحقق فيها استقرار في كل من الأسعار و سعر الصرف و معدلات الفائدة، إضافة إلى وجود عجز معقول في الموازنة العامة. بشكل عام يمكن القول أن هذا الوضع المثالي الذي تود

¹ - للإطلاع على تقييم حديث حول تكلفة و آثار الأزمات المالية، راجع المقالين التاليين :

- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), « The Aftermath of Financial Crises », op.cit.

- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2008), « Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different ? An International Historical Comparison », op.cit.

أي دولة أن ترى اقتصادها فيه هو صعب المنال، بل حتى و إن تم الاقتراب من بلوغه، فهذا لا يمنع في الحقيقة من احتمال الوقوع في أزمة مالية ، و خير مثال على ذلك الأزمة الأخيرة ، أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، التي تلت مرحلة تتميز بالاستقرار في التضخم في الدول المتطورة. أما في حالة إذا تم التعرض لأزمة مالية ، تباشر الدول مجموعة من الإجراءات المالية و النقدية من أجل المعالجة.

سنقتصر في هذا العنصر على الحديث عن إمكانية استباق السياسة النقدية للأزمة و على تحليل ما تستطيع السياسة النقدية فعله من خلال أدواتها لمعالجة الأزمة و ما مدى فعالية قنوات إنتقالها ، التي تطرقنا إليها سابقا ، إضافة إلى ذكر الإجراءات النقدية الجديدة (تدابير غير تقليدية) التي تم إتخاذها مؤخرا في الدول المتطورة للحد من تطور الأزمة المالية لسنة 2008.

1-V- الإجراءت النقدية الوقائية (الإستباقية) الممكنة لتجنب أزمة حادة و مفتوحة.

تحدثنا في عنصر سابق عن أهمية و دور إستقرار النظام المالي في دعم النشاط الاقتصادي و خلق الوظائف، و قلنا أن البنوك المركزية تتحمل مهمة ضمان الاستقرار المالي، إلى جانب دورها في تحقيق هدفها الأساسي المتمثل في استقرار الأسعار (في بعض الدول ، يضاف إلى هذا الأخير هدف النمو الاقتصادي). هذا يجعلنا نتساءل عن إمكانية السياسة النقدية استباق خطر حدوث أزمة مالية من خلال تدخلات وقائية للبنك المركزي، لا تكون مضرّة بأهدافه الأولية الأخرى. كإجابة على هذا التساؤل، تقدم الكثير من الاقتصاديين بطرح فكرة الإجراءات الاستباقية التي قد تتخذها السياسة النقدية لتجنب الوقوع في أزمة مالية محتملة، أصبحت بواردها كاملة الوضوح. و هنا بالذات، نجد أن هؤلاء الاقتصاديين قد إتفقوا على بعض المؤشرات الممكن الإعتقاد عليها لتشخيص الضغوطات المالية ، أو بكلمات أخرى بوارده الأزمة كما أسلفنا الذكر ، و هذا رغم تباين وجهات نظرهم حول طبيعة تلك الإجراءات الاستباقية، أو بمعنى آخر حول طريقة إدارة السياسة النقدية لتفادي الأزمة.

إذ بينما نجد أن الاقتصاديين *Borio* و *lowe* (2004،2002)¹، و كذلك *Christiano* و *Motto* و *Rostagno* (2008)¹، يتفقون على أن القروض الموزعة في الاقتصاد هي مؤشر جيد للدلالة على

¹ -Borio C., Lowe P. (2002), « Asset Prices, Financial and Monetary Stability : exploring the nexus », BIS Working Paper, N°114

-Borio C., Lowe P. (2004), « Securing sustainable price stability : should credit come back from the wilderness ? », BIS Working Paper, N°157

وجود ضغوطات مالية من عدمه، يرى الاقتصادي *Icard* (2007)²، أن حجم الإستدانة الداخلية الإجمالية (بجمل القروض و التمويل عبر الأسواق الذي يحصل عليه الأعوان الاقتصاديين غير الماليين سواء من داخل البلد أو خارجه) هو معيار كذلك للتأشير على نفس الشيء. بعد التشخيص بالاعتماد على هذه المؤشرات، و أخرى، تأتي مرحلة تطبيق إجراءات إستباقية متعلقة بالسياسة النقدية. في هذا المجال، يقترح الاقتصاديون *Borio* و *Lowe* و كذلك *Christiano* و رفاقه أن يتم تقييد السياسة النقدية في الفترة التي يتجاوز فيها حجم القروض المستوى الذي يبرره واقع الاقتصاد و حركيته الحالية، بينما يرى الاقتصادي *Shin* (2008)³ و الاقتصادي *Icard* أنه يجب التنسيق بين السياسة النقدية و باقي السياسات الاقتصادية الأخرى التي تستهدف تحقيق الاستقرار المالي.

لو رجعنا إلى الأزمة المالية لسنة 2008، فنلاحظ أن قبل إنفجار هذه الأخيرة إرتفع بشكل كبير حجم القروض الموزعة في البلدان المتطورة و خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ، لكن هذا الأمر لم يساهم بشكل واضح في زيادة التضخم "العادي" (المتعلق بأسعار السلع و الخدمات)، فأغلبية هذه البلدان قد حققت في بداية العشرية الأولى من القرن الواحد و العشرين استقرار نسبي في الأسعار ، و إنما كان يغذي ارتفاع أسعار الأصول المالية (إضافة إلى أسعار العقارات)، أي كانت توجه القروض للمضاربة في الأسواق المالية و سوق العقارات مما أحدث ذلك فقاعة سعرية. بالاستناد إلى الاقتراح الذي قدمه *Borio* و *Lowe* و كذلك *Christiano* و رفاقه، كان يجب على البنوك المركزية الخاصة بهذه البلدان أن تقوم بتفجير فقاعة المضاربة بواسطة تقييد السياسة النقدية حتى توفر على إقتصاداتها مواجهة أزمة مالية حادة، كانت حتمية في سنة 2008. أما تدخلها بعد حدوث الأزمة و تأثير النشاط الاقتصادي ، عن طريق تخفيض معدل الفائدة المدار أو تطبيق تدابير غير تقليدية ، فرغم أن ذلك سينعكس بالإيجاب على المؤشرات الاقتصادية الكلية إلا أنه سيغذي وجود فقاعة سعرية أخرى لاحقاً، كما حصل سابقاً في الولايات المتحدة الأمريكية. فبعض الاقتصاديين يحملون الإحتياطي الفيدرالي

¹ -Christiano L., Motto R., Rostagno M.(2008), « Two Reasons Why Money and Credit May be Useful in Monetary Policy », in The Role of Money-Money and Monetary Policy in the Twenty –First Century, Editors : Andreas Beyer and Lucrezia Reichlin, Proceedings of the Forth ECB central Banking Conference 9-10 november 2006, European central bank : Frankfurt, pp.28-55

² -Icard André « stabilité financière et banques centrales », Paris, Economica, 2007.

³ - Shin H.S. (2008), « Risk and Liquidity in a System Context », Journal of Financial Intermediation, vol.17, n°03, pp.315-329

الأمريكي مسؤولية وجود فقاعة سعرية في العقارات ، بعد تركه معدل الفائدة المدار و لمدة طويلة عند مستوى جد منخفض عقب إنفجار فقاعة الإنترنت في سنة 2000.

لكن الإقتصاديين *Bernanke* و *Gertler* (2001)¹ يرفضان فكرة إستهداف أسعار الأصول المالية. فهم يرون أنه إذا إستجابت البنوك المركزية إلى ارتفاعات أسعار البورصة من خلال تقييد سياستها النقدية فإن نتيجة هذا الإجراء ستختلف باختلاف أسباب ارتفاع أسعار الأصول المالية. فإذا كان السبب هو المضاربة فسيكون بإمكان رفع معدل الفائدة المدار أن يؤدي إلى تقليل حجم المضاربة. بالمقابل، إذا كان السبب هو وجود تحسن في إنتاجية المؤسسات ، الشيء الذي إنعكس بالإيجاب على مؤشرات البورصة، فإن تدخل البنوك المركزية في هذه الحالة عن طريق رفع الفائدة سيؤثر بالنشاط الاقتصادي. و بالتالي ، و جب على البنوك المركزية تحديد سبب ارتفاع أسعار البورصة ، و هي مهمة صعبة. إذن من الأفضل للبنوك المركزية أن تكتفي بأن يكون لها ردة فعل تجاه التضخم فقط (و تجاه النمو الاقتصادي في المدى القصير). فإذا كان سبب إرتفاع أسعار البورصة هو المضاربة، سينعكس ذلك على الطلب الإجمالي من خلال أثر الثروة و بالتالي سيحدث إرتفاع في التضخم، و يأتي هنا دور البنك المركزي بالتدخل للمحافظة على استقرار الأسعار و ستنقص في النهاية المضاربة جراء رفع معدل الفائدة. لكن في حالة ما إذا كان السبب هو تحسن الإنتاجية ، فلن يكون هناك أي داعي لتدخل البنك المركزي إزاء ارتفاع أسعار البورصة ، بل عندما ينجر عن هذا السبب إنخفاض أسعار السلع و الخدمات (بفعل زيادة العرض) قد يترتب على البنك المركزي تخفيض معدل الفائدة المدار من أجل دعم الطلب و منع حدوث إنخفاض كبير في المستوى العام للأسعار *Deflation*.

دائما في مجال التدابير الوقائية ، يقترح بعض الاقتصاديين ،مثل *Bernanke* ، أن يقوم البنك المركزي بتزويد المؤسسات المالية السليمة بالسيولة في المدى القصير. فمن شأن هذا الإجراء ، حسب *Bernanke* في أحد خطاباته التي ألقاها بعد أزمة 2008 ، أن يقلل إحتمال التعرض للخطر النظامي *Systemic Risk* (أي خطر الإنهيار المتتابع للمؤسسات المالية التي تمنح قروض لفائدة بعضها البعض) لأنه سيدعم ثقة المتعاملين الاقتصاديين (مؤسسات و أفراد) في سلامة و استقرار النظام المالي و البنكي من خلال ترك إنطباع لديهم أنه

¹ -Bernanke B., Gertler M. (2001), « Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices ? », the American Economic Review, vol.91, N°2, pp. 253-257

سوف لن تلجأ المؤسسات المالية إلى البيع المُتسرع لأصولها (مما يحدث إنهميار في أسعارها) بقصد مواجهة اندفاع المودعين لسحب أموالهم. أي سيلعب البنك المركزي دور الملجأ الأخير للإقراض بهدف منع حدوث إفلاس المؤسسات المالية (البنوك) التي لديها مركز مالي قوي و لكنها تواجه عجز مؤقت في السيولة ، و هو الشيء الذي سيدعمها في تأدية دورها الإئتماني على أحسن وجه. على سبيل المثال ، يندرج في هذا الإطار ، تزويد الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي للبنوك الأمريكية بالسيولة منذ إندلاع أزمة الرهن العقاري *Subprime* في جويلية 2007 إلى غاية إفلاس بنك الاستثمار ليمان براذرز *Lehman Brothers* في سبتمبر 2008، حيث كان إعلان إفلاس هذا البنك السبب المباشر للأزمة.

لكن إلتزام البنك المركزي بتقديم السيولة النقدية للبنوك في أوقات الحاجة بصفته الملجأ الأخير للإقراض سيكون مصدر وجود مشكلة الخطر الأخلاقي، لأن الحيلة لدى البنوك في تسيير القروض ستنتقص ، و سيزيد إقبال هذه البنوك على المجازفة في تمويل مشاريع ذات درجة مخاطرة عالية. و الاقتصاديين يعتبرون ظاهرة الخطر الأخلاقي (إلى جانب ظاهرة الإختيار السيئ) كأحد الأسباب الأساسية اللازمة.

في الأخيرة، إذا كنا نناقش في هذا العنصر إمكانية إستعمال السياسة النقدية لتجنيب الاقتصاد الوطني الدخول في أزمة مالية ، فإن هناك من الاقتصاديين من يُحمل هذه السياسة جزء من مسؤولية إنفجار أزمة الرهن العقاري لسنة 2008. فالإقتصادي *Taylor*¹ (2009) يرى أن ضعف معدل الفائدة المدار الذي دام لفترة معتبرة في الولايات المتحدة الأمريكية (بين 2002 و 2006) كان بخلاف ما تمليه القاعدة التي تحمل إسمه (قاعدة تايلور)، و بالتالي كان أحد أسباب وجود فقاعة سعرية في قطاع العقارات في هذا البلد. فلقد قام الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض معدل الفائدة المدار الخاص به ، خاصة في 2003 و 2004 ، في حين أنه كان يجب ، حسب قاعدة تايلور ، رفعه. أي أن أسلوب إدارة البنك المركزي الأمريكي لسياسته النقدية في الفترة التي سبقت الأزمة هو الذي ساهم في حدوث هذه الأخيرة.

¹-Taylor J.B. (2009), « The Financial Crisis and the Policy Responses Empirical Analysis of What Went Wrong », Rock Center For Corporate Governance Working Paper, N°30, NBER Working Paper, N°14631 Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1341170>

V-2- إجراءات السياسة النقدية الحديثة المستعملة لمعالجة الأزمات

في العادة ، تكون معدلات الفائدة خلال فترات الأزمات المالية و الركود الاقتصادي بدرجة من الارتفاع، بحيث أن تخفيضها من شأنه تحفيز الإنفاق و تنشيط الاقتصاد و بالتالي إنتشال هذا الأخير من حالة الركود. و بُغية تخفيض معدل الفائدة المدار (في الولايات المتحدة الأمريكية ، يعتبر معدل الفائدة الفيدرالية ، و في بريطانيا يعتبر معدل الفائدة البنكي الرسمي) و من ثم باقي معدلات الفائدة ، تقوم البنوك المركزية باستخدام إحدى أدوات سياستها النقدية المختلفة ، و في الغالب عمليات السوق المفتوحة التي تنطوي في هذه الحالة على شراء السندات الحكومية قصيرة الأجل من البنوك و المؤسسات المالية الأخرى (من شأن هذه العملية أن تؤدي في الوقت ذاته إلى رفع سعر هذا النوع من السندات و خفض معدل الفائدة المطبق عليها و من ثم تدنيه معدل الفائدة ما بين البنوك). و لكن عند استمرار حالة الركود الاقتصادي على الرغم من وجود معدل الفائدة الإسمي عند الصفر أو قريب منه للغاية ، سوف لن تستطيع البنوك المركزية أن تجعله أقل من ذلك أو سالب (مصيدة السيولة) ، أو بالأحرى لم يعد هنالك هامش مناورة كاف لتكرار سياسة نقدية توسعية تهدف لخفض معدل الفائدة و دعم الطلب (أي أصبح يوجد سوى هامش مناورة ضئيل في مجال تخفيض معدل الفائدة). تشير هذه الوضعية إلى فشل متغيرة معدل الفائدة ، و أدوات السياسة النقدية التقليدية ، في لعب أي دور إيجابي في إنتشال الاقتصاد المعني من الركود الذي يعاني منه و فقدان أي معنى لمحاولة إجراء أي تخفيضات أخرى فيه.

في هذه الحالة، و للخروج من الأزمة ، أصبحت البنوك المركزية مجبرة على اللجوء إلى تطبيق إجراءات جديدة جرى الإتفاق على تسميتها بالسياسات النقدية غير التقليدية أو بتدابير السياسة النقدية غير التقليدية *unconventional monetary policy measures , les mesures non conventionnelles de la politique monétaire*

حسب الاقتصادي *Emanuel Carré (2015)* ، تصبح السياسة النقدية غير تقليدية لما يتم المساس (إعادة النظر في) بأهدافها ،أدواتها و قنوات إنتقالها التقليدية.¹ تهدف هذه التدابير الغير تقليدية إلى تزويد الاقتصاد بالسيولة ، خفض معدلات الفائدة المتوسطة و الطويلة الأجل و العمل على إستعادة قنوات السياسة

¹- Carré E. (2015), « les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques » l'Economie politique, vol.66, n°2, pp.42-55

النقدية لفعاليتها و بعث قنوات جديدة. من خلال التجارب الحديثة ، يلاحظ أنه قد أخذت هذه التدابير شكلين إثنين هما:

أولاً : تطبيق إجراء لهُ أثر على حجم ميزانية البنك المركزي و على حجم الودائع (الاحتياطات) المحازة لديه من قبل البنوك. إنه يتمثل في القيام بشراء مكثف للأصول *Large Scale Asset Purchases-LSAP* ، سواء في إطار ما يسمى بالتيسير (أو التسهيل) الكمي *Quantitative Easing (QE)* أو في إطار ما يسمى كذلك بتيسير (أو تسهيل) الائتمان *Credit Easing (CE)*. هذا الإجراء هو مختلف عن إجراءات السياسة النقدية الأخرى التي تتم في الأوقات العادية ، بحيث أن تزويد السوق بالسيولة لا يهدف إلى السعي إلى أن يسود معدل فائدة محدد في السوق ما بين البنوك ، و إنما الهدف منه حسب الاقتصاديين *Borio* و *Disyatat (2009)*¹ هو إتاحة منفذ للحصول على التمويل أمام بعض الأعوان الاقتصاديين.

ثانياً: توجيه التوقعات *forward guidance* المرتبطة بمسار معدلات الفائدة المستقبلية ، و يتم ذلك من خلال قيام البنك المركزي بالإعلان صراحة عن التزامه بالمحافظة على معدلات الفائدة المدارة في حدود الصفر أو مستوى يقترب منه حتى تتحقق النتائج المرجوة من ارتفاع في النمو و بلوغ مستوى معين من التشغيل و التضخم ، و هو الأمر الذي لا يفعله في الأوقات العادية بحيث أن معدل الفائدة هذا يتم تعديله (هبوطاً أو صعوداً) في كل مرة يتعرض فيها الاقتصاد لصدمة ما. يساهم هذا الإجراء في خفض معدلات الفائدة الحقيقية المتوسطة و الطويلة الأجل ، و نجاح ذلك يستدعي وجود مصداقية كبيرة لدى البنك المركزي.

إن هذين النوعين من التدابير غير التقليدية يمكنهما أن يُطبَّقا في نفس الوقت ، كما يمكن لهما أن يَتِمَّا منفصلين زمنياً عن بعضهما البعض.

إن دوافع اللجوء إلى استخدام تدابير غير تقليدية للسياسة النقدية هي : أولاً ، تعطل أو إنسداد ميكانيزمات (بعضها أو كلها) إنتقال السياسة النقدية في مرحلة تتميز بوجود خلل في النظام البنكي يجعل البنوك تتجه نحو تقنين (أو ترشيد) الائتمان (لأنه فيه أزمة و فقدان للثقة في السوق). و قد يكون الدافع هو فقط وجود إنتقال بطيء لأثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي أو غير كافي بالنظر إلى الأهداف الاقتصادية المُستَطرَّة

¹ -Borio C., Disyatat P. (2009), « Unconventional monetary policies : on appraisal », BIS Working Paper, n°292.

و كذا إلى معدل الفائدة الملائم لإتخاذ القرار من قبل الأعوان الاقتصاديين غير الماليين. ثانيا : وصول معدلات الفائدة المدارة إلى الحد الأدنى الصفري ، بحيث لم يعد بإمكان البنك المركزي تخفيضها ، أو إلى مستوى يقترب منه للغاية بما يجعل هامش المناورة لدى هذا الأخير في مجال تخفيض معدل الفائدة ضئيل جدا.

1-2-V-2-1- السياسات النقدية غير التقليدية المبنية على الشراء المكثف للأصول:

لقد مَيَّزَ محافظ الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي *Ben Bernanke (2009)* في خطاب له بين سياسة التيسير الكمي و سياسة تيسير الإئتمان.¹

1-2-V-2-1-1- سياسة التيسير الكمي: Quantitative Easing QE

طُبِّقَ التيسير الكمي لأول مرة في اليابان عندما كان اقتصادها في حالة ركود في التسعينيات و بعد أن وصل معدل الفائدة المدار إلى الصفر و لم يعد من المجدي الاقتصار فقط على الأساليب المعتاد إستعمالها لبعث النشاط الاقتصادي. إذن التيسير الكمي هو أداة غير تقليدية للسياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح الأدوات التقليدية لهذه السياسة غير فعالة ، و هو يَكْمُنُ أساسًا في التركيز على كمية الاحتياطات النقدية التي تحوزها البنوك ، أي السيولة البنكية التي هي إلتزامات البنك المركزي. تسمح هذه الاحتياطات للبنوك بضمان عدم تعرضها لأزمة سيولة و الاستمرار في ممارسة دورها في تمويل الاقتصاد.

لقد باشر البنك المركزي الياباني تطبيق هذا الأسلوب عبر مشروعه في شراء الأصول المالية منذ 2001-2005 ، و قام كذلك البنك المركزي الأوروبي *BCE* بتبنيه منذ أكتوبر 2008 لِمَا عَيَّرَ نمط العمليات الأساسية لإعادة التمويل (التي طالما إرتكز عليها في تزويد السوق بغالبية السيولة) و عمليات إعادة التمويل للمدى الطويل: تمّ تلبية جميع طلبات النقود التي تقدمت بها البنوك ، و تمّ كذلك توسيع الأصول التي يمكن أن تستخدمها البنوك على أنها ضمان و يتم تقديمها إلى البنك المركزي ، كَمَا أَقْدَمَ على إطالة مدة عمليات إعادة التمويل (وجود فترات إستحقاق أطول: ثلاث ، ستة و إثنا عشر شهرا).

¹ -Bernanke B.S. (2009), « The Crisis and the Policy Response : A speech at the Stamp Lecture », London School of Economics, London, England, January 13. (www.federalreserve.gov)

1-2-V-2-2-سياسة تيسير الائتمان: *Crédit Easing , CE*

حسب *Bernanke* ، في الخطاب الذي ألقاه في جانفي 2009 ، تم تطبيق تيسير أو تسهيل الائتمان من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في خريف 2008 ، و هو يركز على توليفة القروض و الأوراق المالية التي مجوزة البنك المركزي و على الطريقة التي تؤثر من خلالها تشكيلة الأصول هذه على شروط الإقراض إلى الأفراد و المؤسسات. تَبني هذه السياسة يضع البنك المركزي أمام توجهين: إما أن يتجاوز البنوك و يقوم مباشرة بإقراض المؤسسات و الإدارات العمومية من خلال شراء أوراق مالية خاصة أو عمومية ، و إما يبقى مُعتمدا عليها في تأدية دور الوساطة المالية عبر تمويله لشركات التوريق التي تخلت لها البنوك عن القروض التي قدمتها للأسر و المؤسسات و قامت هي بتوريقها و إصدار صكوك تحمل قيمة تلك القروض (في هذه الحالة البنك المركزي هو من يقوم بشرائها حتى تستمر هذه الشركات في توريق القروض و الأوراق المالية التي تقدمها لها البنوك و بالتالي تستمر هذه الأخيرة في ممارسة دورها التمويلي للاقتصاد).

لقد نال استخدام تسهيل الائتمان رواجاً في 2008 عقب الأزمة المالية التي حصلت في الولايات المتحدة الأمريكية ، فبعد وصول معدل الفائدة المدار في كثير من الدول المتطورة إلى حدود الصفر و لم يعد من المستطاع خفضه إلى أقل من ذلك ، ذهب البنوك المركزية لهذه البلدان إلى إنتهاج هذا الأسلوب. إذ قام البنك المركزي الأوروبي بإطلاق برامج شراء أوراق مالية إبتداءً من خريف سنة 2009: برنامج شراء أوّل في ماي 2009 و يقتصر على السندات المؤمنة و المُصدّرة من قبل البنوك (*Covered Bonds Purchase Programme*) و هو يهدف إلى دعم الوساطة البنكية ، تبنى كذلك برنامج شراء آخر في ماي 2010 بخصوص سندات سيادية طويلة الأجل و سندات القطاع الخاص لبعض الدول الأوروبية (*Securities Markets Programme, SMP*) ، و يهدف هذا البرنامج إلى ضمان السيولة في السوق ، ثم ليتم بعد ذلك في سبتمبر 2012 بتعويض هذا البرنامج بآخر (*Outright Monetary Transactions, OMT*) يتعلق بشراء سندات سيادية أصدرتها بعض الدول تحت شروط معينة ، و في مارس 2015 أُطلق برنامج جديد ينطوي على الشراء المكثف لأوراق مالية عمومية (*Public Sector Purchase programme , PSPP*) حتى يتم تجاوز الحد الأدنى الصفري لمعدلات الفائدة و الاقتراب من معدل التضخم المستهدف 2% .

أما الاحتياطي الفيدرالي فقد قام هو كذلك بالتوسع في ميزانيته بإضافة (شراء) أصول جديدة و إلتزامات جديدة بدون تعقيهما (تطهيرها) من خلال إصدار أوراق مالية في السوق. تمت عملية شراء الأصول في ثلاث جولات *QE1* ، *QE2* و *QE3* ما بين نوفمبر 2008 و سنة 2013. و تمحورت سياسة تيسير الإئتمان التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي حول العمليات التالية: شراء أوراق تجارية بفترة إستحقاق تساوي ثلاث أشهر، و خاصة شراء أوراق مالية مدعومة برهن عقاري سكني (*Mortgage-backed Securities, MBS*) و مضمونة من قبل الوكالات الفيدرالية (مثل الشركة الفيدرالية لقروض الإسكان العقاري ، فريدي ماك *Freddie Mac* ، و مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية ، فيني مي *Fannie Mae*) ، و شراء سندات دين تصدرها الوكالات الفيدرالية. إن الهدف من هذه البرامج التي شملت على شراء أوراق مالية عمومية و خاصة هو خفض معدلات الفائدة و تخفيف شروط الإقراض في كل الأسواق ، في حين أن معدل الفائدة المدار (أي معدل الأموال الفيدرالية) كان يقارب الصفر.

1-2-V-3- مقارنة بين التيسير الكمي و تيسير الإئتمان:

إن التيسير الكمي يماثل تيسير الإئتمان في نقطة واحدة تتمثل في أنه في كلا الحالتين يتم توسيع ميزانية البنك المركزي عبر خلق إحتياطيات بنكية لديه. فمهما كان نوع الأصول التي يشتريها البنك المركزي أو نوع المؤسسة التي تتبع هذه الأخيرة (بنكية كانت أو غير بنكية) ، ستكون النتيجة في الأخير هي زيادة حجم الإحتياطيات البنكية في حسابات البنوك الموجودة لدى البنك المركزي.

لكن هذين الإجراءين يتميزان عن بعضهما البعض في نقاط أخرى بما يجعل تطبيقهما معلق بخيارات البنوك المركزية المرتبطة بالظروف الاقتصادية و المحيط العام الذي تعمل فيه هذه الأخيرة. فحسب التعريف الذي قدمناه سابقا للتيسير الكمي ، يمكن أن نقول أن هذا الأسلوب هو ملائم في الاقتصاديات التي يلعب فيها النظام البنكي الدور الأساسي في تمويل الأعوان الاقتصاديين. أما أسلوب تيسير الإئتمان ، فتطبيقه يطرح عدة تساؤلات، سواء حول مقدرة البنك المركزي على تقييم أخطار عمليات الإقراض التي سوف يقوم بها نظرا لأنه في الغالب لا يمتلك نفس كفاءة و خبرة البنوك و حتى المعلومات التي لديها بخصوص الزبائن ، أو حول طبيعة الأصول التي يشتريها ، عمومية ذات درجة مخاطرة منخفضة أو خاصة ذات مخاطرة عالية ، علما أنه إذا كان يريد تسهيل و

دعم تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مثلا ، فإنه سيقوم مباشرة بتمويل هذه الأخيرة (قروض و شراء أوراق مالية تكون قد أصدرتها) أو بشراء أوراق مالية مضمونة تصدرها شركات التوريد (مثلما فعل الإحتياطي الفيدرالي عندما إشتري أوراق مالية مدعومة برهن عقاري ، *MBS* ، من أجل دعم سوق الرهن العقاري الراكد) و هذه العمليات تنطوي على درجة مخاطرة عالية. يبدو من خلال هذه الملاحظات أن سياسة تيسير الإئتمان هي أكثر ملائمة في الاقتصاديات التي تتميز بضعف دور النظام البنكي في مجال الوساطة المالية و لكن بها أسواق مالية متطورة.

1-2-4- قنوات تأثير سياسات التيسير الكمي و تيسير الإئتمان في الاقتصاد

في الوقت الذي شاع فيه استخدام سياسات نقدية غير تقليدية ، إهتمت الكثير من الدراسات الأكاديمية و العلمية ببحث مختلف قنوات إنتقال أثر هذه السياسات إلى المتغيرات المالية و الحقيقية (التي تعبر عن النشاط الاقتصادي) ، خاصة و أن هذه السياسات قد جاءت بعد إنسداد بعض القنوات التقليدية.¹

إذ و بعد الأزمة المالية الأخيرة 2008 ، لم تعد تعمل قنوات إنتقال السياسة النقدية التي تقوم على مبدأ أن خفض معدل الفائدة القصير المدى يؤدي إلى إنخفاض معدل الفائدة الطويلة المدى و الذي ينعكس تغيره في النهاية على مستوى النشاط الاقتصادي ، و حتى قناة القرض لم تعد تشتغل كما يجب بعد أن أحجمت البنوك عن إقراض بعضها البعض (بسبب غياب الثقة في السوق و الخوف من إمتلاك البنك المقترض لأوراق مالية رديئة الجودة ، مسمومة ، خاصة التي جرى توريقها ، مثل المدعومة برهن عقاري) و عن إقراض المؤسسات و الأفراد بسبب إنخفاض قيمة الأصول التي يمكن أن يقدمها هؤلاء كضمان و تدهور قيمة أصول البنوك نفسها (أي تم ضرب ميزانيتها و خفض قيمة رأسمالها). لهذا ، حاولت البنوك المركزية إتخاذ تدابير غير تقليدية مثل التيسير الكمي و تيسير الإئتمان ، حتى تتمكن من إعادة بعث هذه القنوات. و حقيقة سببهم الشراء المكثف للأصول المالية في إرتفاع إحتياطات البنوك و خفض معدلات الفائدة المتوسطة و الطويلة الأجل ، مما يعني تخفيف تكلفة التمويل عند المؤسسات و الأفراد ، و حتى في إرتفاع أسعار الأصول المالية و العينية (أسهم ، سندات و عقارات) و من ثمَّ تحسن قيمة الثروة عند الأفراد (أثر الثروة) و زيادة عرض القروض من قبل البنوك (قناة القرض: قناة

¹ - للإطلاع على تفاصيل أكثر في هذا الموضوع يمكن الرجوع إلى المصدر التالي :

Laurent Daniel, Michel Ruimy, « Taux d'intérêt et marchés financiers », L'Harmattan, Paris, 04/2013, pp.145-211

القرض البنكي ، قناة رأس المال البنكي و قناة أخذ المخاطرة) ، و كل هذه الأمور ستدعم الطلب و تنعش الاقتصاد.

إضافة إلى هذا، يشير الاقتصادي *Bernanke* و رفاقه (2004) إلى ثلاث قنوات من الممكن أن تعمل و تؤثر من خلالها سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد:¹

1-4-1-2-V- قناة إعادة توازن المحافظ المالية:

ترتكز القناة الأولى على فرضية الإحلال غير التام بين النقود و باقي الأصول المالية. وفقا لهذه الرؤية ، ستؤدي زيادة عمليات شراء الأوراق المالية عبر السوق المفتوحة إلى إرتفاع كمية النقود في المحافظ المالية لدى الجمهور مقارنة بالأصول غير النقدية. و بالتالي ستؤدي محاولة القطاعات الخاصة مجتمعة إعادة التوازن لمحافظها المالية إلى ارتفاع أسعار الأصول غير النقدية و إنخفاض مردودها (نتيجة إرتفاع الطلب عليها) بشرط أن تكون النقود " بديلاً غير كامل " *imperfect substitute* للأصول غير النقدية. بالمقابل، و وفقا لهذه النظرة ، سيتم تخفيف الاقتصاد من خلال إرتفاع قيمة الأصول و إنخفاض العوائد.²

4-1-2-V-2- القناة المالية (أو قناة الموازنة) *The Fiscal Channel*

هي القناة الثانية المحتمل أن يمر عبرها أثر سياسة التيسير الكمي. تعتمد على فكرة أن ضخ السيولة بشكل كبير في الاقتصاد عبر شراء أوراق مالية حكومية في السوق المفتوحة سيخفف ماديا من قيود الحكومية ، مما يسمح بتخفيف الضرائب أو ارتفاع الإنفاق الحكومي. إذن ترتكز القناة المالية على إحلال الحكومة لسنداها محل

¹ -Bernanke B.S., Reinhart V.R., Sack B.P. (2004), « Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound : An Empirical Assessment », Brookings Papers Economic Activity, vol.35, n°2, pp.1-100. (ww.federalreserve.gov)

² - هنالك كذلك العديد من الاقتصاديين الذين تكلموا عن إمكانية إنتقال أثر السياسات النقدية غير التقليدية عبر هذه القناة إلى الاقتصادات الوطنية و الاقتصادات الناشئة. بحيث ، على سبيل المثال ، بعد إرتفاع أسعار الأوراق المالية الأمريكية إثر الزيادة الكبيرة لشراء الاحتياطي الفيدرالي لها، سَيَتَوَجَّه المستثمرون الأمريكيون إلى إحلالها بأصول الدول الناشئة مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الأخيرة و ارتفاع قيمة عملات هذه الدول ، و بالتالي ستأثر في النهاية اقتصادات هذه الدول. يمكن مراجعة المقالات التالية :

-Fratzcher M., Duca M.L., Straub R. (2013), « On the International Spillovers of US Quantitative Easing », Working Paper Series n°1557, European Central Bank, june.

-Bauer M.D., Neely C.J. (2013), « International Channels of the Fed's Unconventional Monetary Policy », Working Paper, 2012-028 B, Federal Reserve Bank of Saint-Louis, February.

-Neely C.J. (2014), « Unconventional Monetary Policy Had Large International Effects », Working Paper 2010-018 G, Federal Reserve Bank of Saint-Louis, November.

الضرائب المباشرة مثل الضرائب على الدخل ، و هذا سيكون له أثر إيجابي على الطلب (الاستهلاك و الاستثمار). غير أن ، حسب هؤلاء الاقتصاديين ، سيضعف أو يختفي الأثر المالي *fiscal effect* للتيسير الكمي إذا ما توقع الجمهور أنه سيتم مستقبلا سحب السيولة النقدية الحالية (عكس سياسة التيسير الكمي) من قبل البنك المركزي بمجرد ظهور أولى الإشارات الدالة على إنتهاء الإنكماش *déflation* ، فهذا يجعلهم في نفس الوقت يتوقعون أن يتم استبدال التخفيضات الضريبية التي عوضتها الأموال المصدرة حاليا بزيادات ضريبية في المستقبل مع سحب هذه الأموال.

و بالتالي، يعتبر لمن المهم أن يتعهد البنك المركزي للجمهور على أن يحافظ على مستوى معين من السيولة التي ضخها في الاقتصاد بعد تعافي هذا الأخير، حتى تنجح سياسة التيسير الكمي. و هذا يتطلب وجود مصداقية لديه تجعل الجمهور يثق في استعداده لتحمل نسبة صغيرة من التضخم.

4-1-2-V-3- قناة الإشارة *The Signaling Channel*

القناة الثالثة المحتملة لسياسة التيسير الكمي ، و التي يصعب الاعتراف بها مقارنة بالقناتين الأخيرتين ، هي قناة الإشارة. في الحقيقية ، يمكن أن يُطبَّق التيسير الكمي كسياسة مكتملة لسياسة توجيه التوقعات من خلال إعطاء إشارة واضحة للجمهور حول السياسات المستقبلية التي ينوي إنتهاجها البنك المركزي. إذن هدف قناة الإشارة ، أو أثر الإشارة ، هو التأثير في التوقعات. فتغيير البنك المركزي لبعض المتغيرات الموجودة تحت رقبته (كالانطلاق في نهج أسلوب التيسير الكمي) سيعطي إشارة واضحة للأعوان الإقتصاديين عن طبيعة سياساته المستقبلية. فعلى سبيل المثال ، لو أراد البنك المركزي أن يتوسع في سياسته النقدية حتى يخرج الاقتصاد من حالة الركود و يجنبه دخول مرحلة الإنكماش و الكساد الاقتصادي ، فإنه سيواجه سلوك غير موافق عند الجمهور الذي ، و بحكم تجاربه السابقة معه ، قد يدرج في قراراته فكرة أنه سيتم مستقبلا عكس السياسة النقدية بمجرد ظهور أولى إشارات التعافي و التضخم ، في هذه الحالة ستوفر سياسة التيسير الكمي طريقة للتأكيد على إلتزام البنك المركزي بالحفاظ لفترة طويلة على معدل الفائدة عند الصفر.

V-2-2 - سياسة التوجيه المُسبق للتوقعات *Forward guidance*

إن اعتماد التوجيه المسبق للتوقعات المرتبطة بمسار معدلات الفائدة المستقبلية هو ليس نتاج تطورات الأزمة المالية الأخيرة (2008)، بل قد سَعَت، و بدرجات متفاوتة، البنوك المركزية تقليدياً للتأثير على توقعات الأعوان بخصوص مسار معدلات السياسة النقدية في المستقبل. قبل الأزمة، كان يتم ذلك بشكل غير مباشر من خلال شرح إستراتيجية البنك المركزي و توضيح كيف سيستجيب هذا الأخير في حالة ما إذا إرتفع التضخم أو حدث ركود اقتصادي و ما إلى ذلك من ظواهر اقتصادية.

لكن تغيّرت الأمور عندما وصلت معدلات الفائدة إلى الحد الأدنى (الصفري) خلال الأزمة المالية لسنة 2008، حيث وقعت اقتصاديات البلدان المتطورة في مصيدة السيولة التي تجعل من السياسة النقدية غير فعّالة،¹ إذ حسب المقاربة الكنتزية التقليدية *IS/LM* لمصيدة السيولة، سوف لن تحدث زيادة عرض النقود من طرف البنك المركزي أي أثر على معدل الفائدة الإسمي و لا على الإنتاج و الأسعار كنتيجة لذلك. أي لم يعد يوجد هامش مناورة لمواجهة تدهور جديد للوضع الاقتصادية.

إن معدل الفائدة الجذ متدني، أو الصفري، سيؤدي إلى: تقليل ربحية المؤسسات المالية، إضعاف ميكانيزمات إنتقال السياسة النقدية و قد يتسبب في حدوث إضطراب في الأسواق المالية بعد أن يصبح المردود الذي يحصل عليه المستثمرين الماليين منخفض، مما يجعلهم يسحبون أموالهم من المؤسسات المالية.

في هذه الحالة، و للخروج من مصيدة السيولة، ليس من المفيد أن يستخدم البنك المركزي سياسة عادية، و إنما يمكنه أن يباشر سياسة غير تقليدية (على غرار تدابير التيسير الكمي و تيسير الإئتمان السابقة الذكر) تتمثل في القيام بتوجيه مُسبق للتوقعات. إذ في إطار التَصَوُّر الحديث لمصيدة السيولة، لما يكون معدل الفائدة الإسمي القصير المدى يساوي الصفري فالسياسة النقدية بإمكانها أن تؤثر على التوقعات المتعلقة بمسار معدلات الفائدة الحقيقية المستقبلية. حيث أن الطلب هو لا يرتبط فقط بمعدل الفائدة الحقيقي الجاري و إنما كذلك

¹ - حسب الاقتصادي الأمريكي Paul R. Krugman، في مقال نشره في جريدة *The New York Times* بتاريخ 17 مارس 2010 تحت عنوان « *How much of the world is in a liquidity trap ?* »، فإن أغلبية الاقتصاديات الغربية هي موجودة حالياً (التصريح هو مقيد بتاريخ نشر الجريدة) في مصيدة السيولة.

بمعدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة. يُفهم من هذا أنه حتى وإن كان معدل الفائدة صفري فللسياسة النقدية هامش مناورة.

كخلاصة لما وَرَدَ آنفاً ، إذا حصل و أن وقع اقتصاد ما في مصيدة السيولة ، فإن الأدبيات التي تناولت هذه الأخيرة توصي بأن يُعلنَ البنك المركزي صراحةً عن إلتزامه بالمحافظة على معدلات الفائدة المُدارة في حدود الصفر أو مستوى يقترب منه ، و على إمتداد فترة زمنية تكون نهايتها مَشْرُوطَة بتحقيق النتائج المرجوة في مجال النمو و التوظيف و حتى التضخم.¹ يرى بعض الاقتصاديين من أمثال *Eggertsson* و *woodford* (2003) و *woodford* (2012) أن فعالية سياسة التوجيه المسبق للتوقعات هي مرتبطة بوجود هذا الإلتزام و الذي يجب أن يكون ذا مصداقية كبيرة.²

إذا كان البنك المركزي يمتلك مصداقية كبيرة عند الجمهور ، فإن إلتزامه هذا سيتدرب عليه إنخفاض معدلات الفائدة الإسمية الطويلة الأجل ، وفقاً لنظرية التوقعات للبنية الزمنية لمعدلات الفائدة (التي مفادها أن معدل الفائدة الطويل الأجل يُساوي المتوسط المرجح لمعدل الفائدة القصير الأجل الحالي و معدلات الفائدة القصيرة الأجل المستقبلية المتوقعة في المدى الطويل). زيادة على ذلك ، إن من النتائج التي ستترب عن إعلان البنك المركزي عن إلتزامه بإبقاء معدل الفائدة عند الصفر حتى بعد تجاوز التضخم لمعدله المستهدف و بأنه سيقوم بعد ذلك برفع تدريجياً معدل الفائدة ، هو إرتفاع توقعات التضخم ، و بهذه الطريقة ستخفض معدلات الفائدة الحقيقية المتوسطة و الطويلة الأجل، و هو الشيء الذي يسمح بالخروج من مصيدة السيولة.

استطرادا في هذا الجانب ، يقترح بعض الاقتصاديين ، من أمثال *Laurence Ball* (2013)³ و *Olivier Blanchard* و رفاقه (2010)¹، أن تستهدف البنوك المركزية معدل تضخم يساوي 4% (بدلاً من

¹ -Krugman P.R. (1998), « It's Baaack : Japan's Slump and the return of the Liquidity Trap », Brookings Papers on Economic Activity, vol.29, n⁰², pp.137-206

-Eggertsson G.B., Woodford M. (2003), « The Zero Interest Rate Bound and Optimal Monetary Policy », Brookings Papers on Economic Activity, n⁰¹, pp.139-233

² -Woodford M. (2012), « Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound », Proceedings-Economic Policy Symposium- Jackson Hole, p.185-288

-Eggertsson G.B., Woodford M. (2003), op.cit

³ -Ball L. (2013), « The Case for 4% Inflation », Central Bank of the Republic of Turkey, Central Bank Review, vol.XIII

2%) . حسب هؤلاء الاقتصاديين ، يسمح إستهداف معدل تضخم أعلى بتقليل احتمال وقوع البنوك المركزية في مصيدة السيولة و يخفض كذلك تكاليف هذه الأخيرة إذا جرى حدوثها رغم ذلك الإجراء. إضافة إلى ذلك ، سيكون لدى البنك المركزي هامش مراوغة أكبر لمجابهة الصدمات الاقتصادية و يستطيع بسهولة أكبر تحقيق هدف آخر و هو التشغيل الكامل.

على الرغم من أن بعض محافظي البنوك المركزية يعترفون بأن معدل تضخم يساوي 4% لا يضر بشكل كبير بالاقتصاد ، إلا أنهم و مع ذلك يعارضون فكرة تبني هدف 4% بحجة أنهم يعتقدون أن هذا الإجراء قد يؤدي إلى ارتفاع التضخم إلى أكثر من 4% أو على الأقل سيخلق توقعات لهذه النتيجة. فعلى سبيل المثال ، يرى محافظ الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي *Bernanke (2010)*²، أنه لو تم رفع هدف التضخم إلى 4% ، فليس هناك من يضمن أن لا ترتفع الأسعار لاحقاً بنسبة أكبر ، كما أنه من المرجح أن تصبح توقعات التضخم أقل إستقراراً. بمعنى آخر ، يعتقد *Bernanke* أن رفع معدل التضخم المستهدف إلى 4% يجعل البنك المركزي يخاطر كثيراً بمصداقيته التي تمّأها طيلة الفترة التي حافظ فيها على معدل 2% ، بحيث يصبح من الممكن أن يتوقع الجمهور احتمال إستهداف مستقبلاً معدل أعلى قد يكون 6% ، و يكون في هذه الحالة من الصعب للغاية خفض التوقعات عند 4%. و حتى الاقتصادي *Mishkin (2011)*³ يساند هذه الحجة ، و يؤكد أنه عندما يرتفع معدل التضخم فوق مستوى 3% ، فإنه سيتجه إلى الإستمرار في الارتفاع.

2-V-3- قناة تأثير سياسة التوجيه المسبق للتوقعات في الاقتصاد:

يرى الاقتصاديين *Claudio Borio* و *Anna Zabai (2016)*⁴ أنه تعمل سياسة التوجيه المسبق للتوقعات من خلال إحدى القنوات التي تمت مناقشتها آنفاً في الجزء المتعلق بالسياسات النقدية غير التقليدية

¹ -Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », IMF Staff Position Note SPN/10/03, 12 February (www.imf.org)

² -Bernanke B.S. (2010), « the Economic Outlook and Monetary Policy », speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole Wyoming, August 27. (www.federalreserve.gov)

³ -Mishkin F.S (2011), « Monetary Policy Strategy : Lessons from the Crisis », NBER Working Paper N°16755 (www.nber.org/papers/w16755)

⁴ -Borio C., Zabai A. (2016), « Unconventional Monetary Policies : are –appraisal », BIS Working Papers, n°570.

المبنية على الشراء المكثف للأصول ، أي قناة الإشارة *The Signaling Channel* . يعتقد هؤلاء الاقتصاديين أنه عمليا (أي من ناحية التطبيق) قد يصعب فصل هذه القناة عن قناة إعادة توازن المحافظ المالية.

و تعمل القناة ، حسبهم ، من خلال التأثير على آراء الفاعلين في السوق حول قرارات السياسة النقدية المستقبلية و/أو حالة الاقتصاد (عبر إعطاء إشارة). إذن عبر هذه القناة سيسعى البنك المركزي للتأثير على توقعات السوق حول مسار معدل الفائدة في المستقبل. على سبيل المثال ، قد ينظر المستثمرين إلى الشراء المكثف للسندات الحكومية على أنه إشارة من البنك المركزي عن عزمه إبقاء معدل الفائدة منخفضا لفترة طويلة ، مما سيؤدي بطبيعة الحال إلى خفض العائد على السندات. قد يشجع هذا الأمر المستثمرين على تعديل محافظهم المالية ، من خلال التحول إلى الأصول ذات المخاطر الأعلى التي تتميز بأسعار أقل و عوائد أكبر ، و هذا يفسر جانب من قناة "أخذ المخاطرة".

خلاصة:

تَصَبُّو السياسة النقدية في أي اقتصاد في العالم إلى تحقيق هدف استقرار الأسعار في المدى المتوسط أو البعيد ، من دون إهمال قضية دعم النمو و التشغيل في المدى القصير. إنّ تأثيرها على متغيرتي الأسعار و الإنتاج، في الاتجاه الذي تفرضه الظروف الاقتصادية الراهنة ، لا يحدث بطريقة مباشرة و إنما يتم من خلال العديد من القنوات التي تشكل مُتجمعةً ميكانيزمات انتقالها. يُعَدُّ الفهم الجيد لميكانيزمات أو لآليات النقل هذه شرطاً أساسياً و مُهماً لتنفيذ سياسة نقدية سليمة ، ذلك لأنه يسمح بتكوين حكم مسبق عن المدة الزمنية اللازمة لتحقيق نتائج قرارات السياسة النقدية و من ثم معرفة التوقيت المناسب لاتخاذ هذه القرارات لبلوغ الأهداف المسطرة. لكن التجارب العملية قد أثبتت أن آلية النقل تتميز بفارق زمني طويل و متغير و غير مؤكد ، و بالتالي سيكون من الصعب التنبؤ بدقة بتأثير إجراءات السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي.

و تتضمن قنوات انتقال السياسة النقدية كل من: أولا ، قناة معدلات الفائدة التي يمكن تقسيمها إلى قناتين فرعيتين ، القناة التقليدية لمعدلات الفائدة و قناة تكلفة القرض ، حيث الأولى تؤثر من خلالها قرارات السياسة النقدية على الطلب الإجمالي في سوق السلع ، بينما الثانية تؤثر من خلالها على العرض الإجمالي. ثانيا ،

قناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية الأخرى ، هنا كذلك نجد عدة قنوات فرعية تندرج في إطار هذه القناة ، و هي قناة سعر الصرف التي تتوقف فعاليتها على مدى انفتاح الاقتصاد على العالم و على شرط تبني نظام الصرف العائم ، قناة معامل Q لتوبين ، قناة أثر الثروة و قناة أثر السيولة حيث أن فعالية هذه القنوات الثلاث الأخيرة تتوقف على مدى قدرة السياسة النقدية على التأثير في أسعار بعض الأصول المالية و الحقيقية (مثل الأسهم، البنائيات ، الأراضي...) و على مدى ارتباط الطلب في سوق السلع بتغيرات هذه الأسعار. ثالثا ، قناة القرض التي يرتبط تواجدها بظاهرة عدم تناظر المعلومات الموجودة في الأسواق المالية ، و هي الأخرى تضم عدة قنوات فرعية تتمثل في كل من قناة القرض البنكي ، قناة رأس المال البنكي ، قناة أخذ المخاطرة و قناة الميزانية ، حيث تهتم الثلاث قنوات الأولى بعرض القروض البنكية و العوامل المؤثرة فيه ، أما القناة الرابعة فتركز على جانب الطلب و العوامل المؤثرة فيه.

كثيرا ما تتعرض بلدان العالم لأزمات اقتصادية و مالية و بنكية حادة ، كان بالإمكان استباق حدوثها عبر سياسات نقدية محددة بمجرد بداية ظهور الضغوطات المالية ، أي بوادرها ، كارتفاع حجم القروض الموزعة في الاقتصاد و زيادة حجم الاستدانة الداخلية. تَتَسَبَّبُ أحيانا هذه الأزمات ، عند إستمرارها رغم السياسات الاقتصادية التوسعية و على رأسها السياسة النقدية ، في إنسداد عدد من القنوات التقليدية لانتقال السياسة النقدية.

عندما يَستعصى على البنوك المركزية (إلى جانب الحكومة و سياستها المالية) حل الأزمات الاقتصادية بواسطة أدوات تقليدية ، تلجأ إلى تطبيق تدابير غير تقليدية للسياسة النقدية ، يكون الهدف منها تزويد الاقتصاد بالسيولة اللازمة و خفض معدلات الفائدة المتوسطة و الطويلة الأجل و العمل كذلك على إستعادة فعالية قنوات السياسة النقدية المعروفة و بعث قنوات جديدة. تأخذ عادة هذه التدابير غير التقليدية شكلين اثنين: أولا ، القيام بشراء مكثف للأصول ، سواء في إطار ما يسمى بالتيسير الكمي أو في إطار ما يسمى بتيسير الإئتمان. ثانيا ، توجيه التوقعات المرتبطة بمسار معدلات الفائدة المستقبلية. هذه التدابير هي كذلك لها قنواتها الخاصة بها التي تنتقل عبرها زيادة عن القنوات التقليدية التي أُعِيدَ تَشغِيلُها: كقناة إعادة توازن المحافظ المالية ، القناة المالية و قناة الإشارة.

الفصل الرابع:

تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية
بدول المغرب العربي: الجزائر، المغرب و
تونس

مقدمة الفصل:

يرى كل من *Checetti* (1999)¹ و *Beyer* وآخرون (2017)² ، أن سبب تباين فاعلية قنوات إنتقال تأثير السياسة النقدية فيما بين الدول ، و خاصة ما بين الدول المتقدمة و الدول النامية ، هو ذلك الإختلاف الموجود بين هذه الدول على مستوى حجم و درجة تطور الوساطة المالية من جهة ، سواءً تعلق الأمر بحجم و صحة النظام البنكي أو بتطور أسواق رأس المال ، و كذا على مستوى شروط البيئة الإقتصادية من جهة أخرى. أي ، و ببساطة ، تعتمد فاعلية قنوات السياسة النقدية على هيكل القطاع المالي و على البيئة الاقتصادية للدولة ، فتنوع المؤسسات المالية العاملة بالبلد ، بما فيها البنوك ، و درجة المنافسة بينها و مستوى تطور الأسواق المالية (البورصة) و كذا حالة البيئة الاقتصادية من ناحية درجة الإنفتاح على الخارج و درجة المنافسة و حجم القطاع الخاص ، كُلهما ، سُنحدد ، من جهة ، مدى قُوّة تأثير أدوات السياسة النقدية في المتغيرات النقدية كمعدلات الفائدة ، باختلاف أنواعها ، و القروض و سعر الصرف و أسعار الأصول ، و مدى قُوّة تأثير هذه المتغيرات السابقة في الطلب الكلي و من ثمّ تأثيرها على الإنتاج و الأسعار ، من جهة أخرى. إن قصور البنية الهيكلية و المؤسساتية للقطاع المالي ، خاصة ، و باقي القطاعات الاقتصادية هو السبب الرئيسي في محدودية قنوات انتقال السياسة النقدية.

لهذه الأسباب ، سنحاول فيما يلي ، قبل أن نبحث قِياسيا فعالية قنوات السياسة النقدية ، أن نُحلّل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدول المغرب العربي المتمثلة في الجزائر ، المغرب و تونس ، كما أنه سنولي إهتمام أكبر لدولة الجزائر مقارنة مع باقي الدول ، من خلال التفصيل أكثر في واقع و تطور سياستها النقدية.

I- تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدولة الجزائر:

I-1- تحليل الواقع الاقتصادي و المالي:

يُعد الاقتصاد الجزائري من الإقتصادات النامية المنفتحة على العالم الخارجي ، و التي تتميز بضيق قاعدتها الإنتاجية (محدودية نسيجها الصناعي) و عدم تنوعها بالقدر الذي يعكس عِظَم حجم مقدراتها الطبيعية و البشرية و حتى إرثها التاريخي ، حيث تسيطر فيه مؤسسات كبرى (مثل سوناطراك و سونلغاز) على بعض القطاعات فيما تنشط مؤسسات متوسطة و صغيرة أخرى ، و عددها قليل مقارنة مع دول نامية أخرى ، في باقي القطاعات. و

¹ - Checetti S. G. (1999), «Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, Vol.5, July, pp. 9-28

² - Beyer A., Nicoletti G., Papadopoulou N., Papsdorf P., Rünstler G., Schwarz C., Sousa J., Vergote O. (2017), « The transmission channels of monetary, macro-and microprudential policies and their interrelations », European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 191

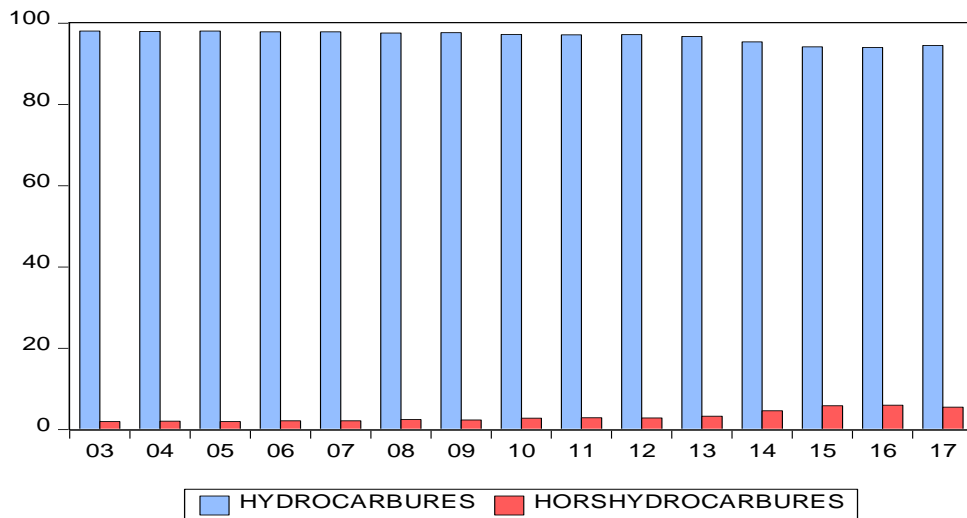
يعتمد الاقتصاد الجزائري على صادرات المحروقات كمصدر رئيسي للدخل ، حيث بقيت تمثل إيرادات بيع المحروقات ، كما هو موضح في الشكل (1) و الجدول (1) ، أكثر من 94% من قيمة الصادرات طوال الفترة 2003-2017 ، في حيث ظلت الصادرات خارج المحروقات ضعيفة هيكليا ، مما يعكس ذلك ضعف تنوع الاقتصاد الوطني.

الجدول (1): هيكل الصادرات (القيم بملايين الدولارات الأمريكية)

السنوات	الصادرات	النسبة المئوية للصادرات			
		الطاقة	الصادرات خارج المحروقات	الطاقة (%)	الصادرات خارج المحروقات (%)
2003	24465	23988	477	98,05	1,95
2004	32208	31548	660	97,95	2,05
2005	46495	45588	907	98,05	1,95
2006	54792	53608	1184	97,84	2,16
2007	60917	59605	1312	97,85	2,15
2008	79120	77192	1928	97,56	2,44
2009	45477	44411	1066	97,66	2,34
2010	57762	56143	1619	97,2	2,8
2011	73802	71662	2140	97,1	2,9
2012	72620	70571	2048	97,18	2,82
2013	65823	63662	2161	96,72	3,28
2014	61172	58362	2810	95,41	4,59
2015	35138	33081	2057	94,15	5,85
2016	29698	27917	1781	94	6
2017	35132	33203	1930	94,51	5,49

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك الجزائر

الشكل (1): هيكل الصادرات بالنسب المئوية



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك الجزائر

كما يمثل إنتاج النفط (المحروقات) ، كما هو مبين في الجدول (2) ، نسبة معتبرة من الناتج الداخلي الخام ، حيث لَامَسَتْ هذه النسبة مستوى 45.6 % في سنة 2006 ثم أخذت مَنحَى هُبوطِي إلى أن وصلت إلى حد 19.7 % في سنة 2017. أما فيما يتعلق بالقطاعات الاقتصادية غير النفطية فَيُهَيِّمَن عليها قطاع الخدمات خارج الإدارات العمومية الذي ساهم في ذروته بحوالي 27.8 % من قيمة PIB في سنة 2016 (استنادًا إلى معطيات الفترة 2003-2017) ، يليه قطاع خدمات الإدارات العمومية بمساهمة قصوى قدرها 17.4 % في 2015 ثم 16.5 % في 2017 ، ثم قطاع الفلاحة بمساهمة قصوى قدرها 12.3 % في 2017 ، و بعد ذلك قطاع البناء و الأشغال العمومية مَتَّبِع بقطاع الصناعة الذي لم يمثل في سنة 2017 سوى 5.7 % من PIB. و يبدو مما سبق أن الاقتصاد الجزائري يُهيِّمَن فيه القطاع العمومي على النشاط الاقتصادي.

الجدول (2): توزيع الناتج الداخلي الخام حسب القطاعات بالنسب المئوية

القطاعات السنوات	المحروقات %	الفلاحة %	الصناعة %	بناء و أشغال عمومية %	خدمات خارج الإدارات العمومية %	خدمات الإدارات العمومية %	حقوق و رسوم على الواردات %
2003	35.5	9.8	6.7	8.5	21.5	10.5	7.7
2004	37.9	9.4	6.2	8.3	21.1	9.9	7.3
2005	44.7	7.7	5.3	7.5	19.6	8.5	6.6
2006	45.6	7.5	5.2	7.9	20.1	8	5.8
2007	43.7	7.5	5.1	8.8	20.6	8.5	5.7
2008	45.1	6.4	4.7	8.6	19.4	9.8	5.9
2009	31.2	9.3	5.7	11	23.6	12	7.2
2010	34.9	8.5	5.1	10.5	21.6	13.2	6.2
2011	36.1	8.1	4.6	9.2	19.7	16.4	5.9
2012	34.4	8.8	4.5	9.3	19.9	16.5	6.7
2013	29.8	9.9	4.6	9.8	23.1	15.3	7.5
2014	27	10.3	4.9	10.4	24.3	15.9	7.2
2015	18.8	11.6	5.4	11.5	27.2	17.4	8.1
2016	17.4	12.3	5.6	11.9	27.8	17.3	7.7
2017	19.7	12.3	5.7	11.8	26.2	16.5	7.8

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك الجزائر

كما هو مُوضَّح في الجدول (3) ، ظلَّ النشاط الاقتصادي ينمو بوتيرة جيِّدة نسبيًّا خلال السنوات الأخيرة بعد الوتيرة المتواضعة المسجلة خلال سنتي 2008 و 2009 و هذا إلى غاية أن شهد تباطؤًا واضحًا في سنة 2017 ، بالمقابل كان النمو خارج المحروقات قويًا و مستقرًّا نسبيًّا بمتوسط سنوي يفوق 6 % خلال الفترة 2000-2015 إلى أن شهد تراجعًا واضحًا في 2016 و 2017 بوتيرة قدرها 2.3 % و 2.2 % على التوالي ،

و يعود أساسا هذا الأداء الجيد إلى نمو قطاع البناء و الأشغال العمومية بوتيرة قوية و مستقرة ، و إلى نمو قطاع الخدمات المُسَوِّقَة و غير المُسَوِّقَة.

الجدول (3): نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي للجزائر

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
النمو(%)	2.4	1.6	3.3	2.8	3.3	2.8	3.8	3.7	3.3	1.4

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك الجزائر

أما بخصوص سعر الصرف ، فمنذ إصدار العملة الوطنية سنة 1964 و هو يُسَيَّر إداريا ، حيث ارتبط بالفرنك الفرنسي إلى غاية 1973 ثم ارتبط بعد ذلك بسلة من العملات عددها 14 عملة صعبة من سنة 1974 إلى سنة 1994. و في هذه السنة الأخيرة تَمَّ اعتماد نظام جديد لتحديد سعر صرف الدينار يسمى نظام مداولات التسعير ، حيث وفق هذا النظام لم يعد سعر الصرف يحدده بنك الجزائر على أساس قاعدة ثابتة كما كان معمولا به سابقا ، و إنما يتحدد وفق نظام مناقصة لتخصيص العملات الصعبة لفائدة البنوك التجارية. في سنة 1997 ، قامت الجزائر بإنجاز واحد من أهم التحولات في مجال الإصلاح المالي و النقدي و المتمثل في إصلاح نظام الصرف و التوجه نحو تحريره ، حيث تبنت نظاما أكثر مرونة يُدعى نظام التعويم الموجه. أمام الأزمة المالية لسنة 2008 ، جعل بنك الجزائر من سعر صرف العملة الوطنية أداة تصحيح شبه وحيدة ، حيث أقدم على سلسلة طويلة من إجراءات تخفيض قيمة العملة إلى غاية سنة 2016 التي شهدت إستقرار نسبي في سعر الصرف.

أما عن النظام المالي الجزائري ، الذي يتشكل من عشرين 20 مصرفا و تسع 9 مؤسسات مالية ، فقد هيمنت فيه المصارف و لعبت دور كبير في تطوير الوساطة المالية. بلغ عدد وكالات شبكة المصارف و المؤسسات المالية ، حسب بنك الجزائر ، 1604 وكالة على مستوى كامل التراب الوطني في سنة 2017 ، و لا تزال شبكة المصارف العمومية مُهيمنة بواقع 1145 وكالة مقابل 364 وكالة للمصارف الخاصة و 95 وكالة للمؤسسات المالية. على الرغم من هذا العدد المعتبر من وكالات الشبكة المصرفية ، يبقى مستوى العمق المالي ضعيفا ، خاصة و أنّ هناك حصة معتبرة من إيداع الأعوان الاقتصاديين ، مُقدَّرة بحوالي 200 مليار دينار في 2017 حسب بنك الجزائر ، مُكْتَنَزَة خارج القنوات المصرفية ، هذا ما يستدعي ضرورة توجُّه استراتيجيات المصارف التجارية نحو جَمع هذه الموارد و بالتالي تحسين الوساطة المصرفية و المُضَيِّبِ قُدْمًا نحو شمولية مالية أوسع. أما من جهة سوق الأوراق

المالية (البورصة) فهو يتميز بضعف التداول فيه و قصور التشريعات المنظمة لنشاطه و كذا صغر عدد الشركات المدرجة فيه ، كما هو موضح في الجدول (4). إن ضعف بورصة الجزائر سيتضح جليا عند مقارنتها لاحقاً بِبُورصَتَيِ المغرب و تونس.

الجدول (4): تطور القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة في البورصة بدولة الجزائر

عدد الشركات المدرجة في البورصة	القيمة السوقية		المؤشر السنوات
	(بمليار دولار)	(بمليار دينار)	
3	0.189	14,72	2001
3	0.138	10,99	2002
3	0.143	10,36	2003
3	0.139	10,10	2004
3	0.142	10,40	2005
2	0.094	6,71	2006
2	0.097	6,46	2007
2	0.091	6,50	2008
2	0.090	6,55	2009
2	0.105	7,90	2010
3	0.197	14,97	2011
3	0.167	13,03	2012
4	0.177	13,82	2013
4	0.168	14,79	2014
4	0.144	15,43	2015
5	0.414	45,78	2016
5	0.353	40,59	2017

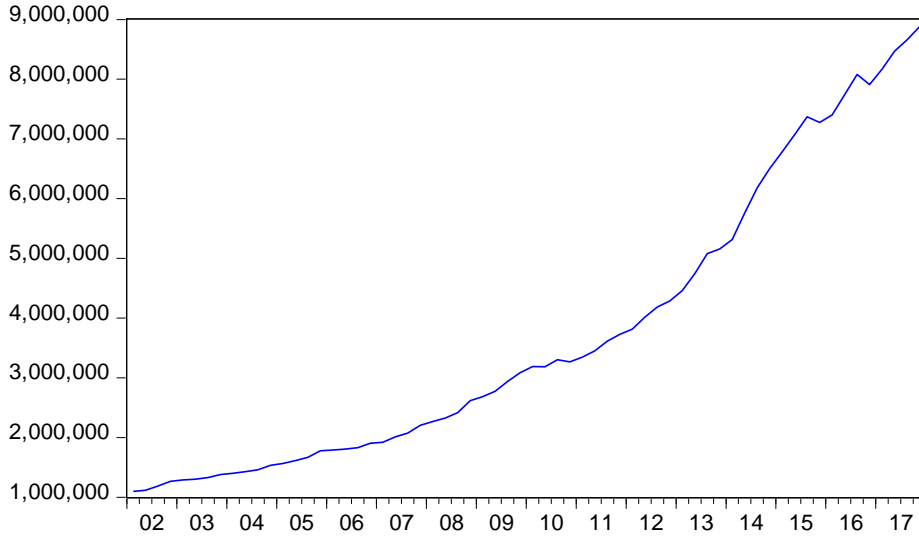
- تمّ تحويل القيمة السوقية لبورصة الجزائر، المستقاة من تقارير بورصة الجزائر بعملة الدينار، إلى عملة الدولار بواسطة سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

- المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بورصة الجزائر.

في إطار البحث المستمر للسلطات العمومية عن نموذج نمو خارج المحروقات و متنوع ، يبرز القرض البنكي كقناة هامة في دعم و تطوير الاستثمار المنتج ، كما يشهد على ذلك النمو المستمر و القوي في بعض السنوات للقروض الموجهة للاقتصاد خلال الفترة 2002-2017 ، كما هو مبين في الشكل (2). يلاحظ أن وتيرة تطور القروض للاقتصاد قد ازدادت بشكل لافت للانتباه إبتداءً من سنة 2012 و حتى بعد الصدمة الخارجية في سنة 2014. إنّ الاتجاه التصاعدي لتطور القروض يتضمن مخاطر كامنة قد تُهدد الاستقرار المالي ، و هو ما أدى بينك الجزائر للتدخل من خلال أدوات جديدة للإشراف المصرفي لتكفل بمخاطر القرض اعتباراً من سنة 2013.

الشكل (2): تطور القروض المقدمة للاقتصاد في الجزائر

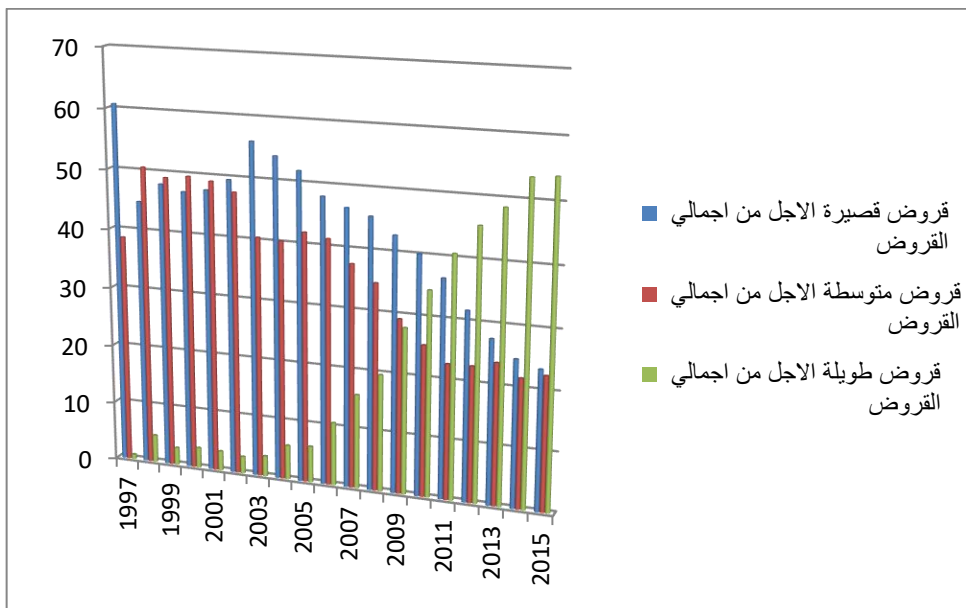
CREDITS



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك الجزائر

من جهة أخرى ، نلاحظ في الشكل (3) أنه ابتداءً من سنة 2010 أصبحت القروض متوسطة و طويلة الأجل تُهيمن بشكل واسع في إجمالي القروض الموجهة للاقتصاد ، و هذا يشير إلى وجود توجيه للموارد المالية نحو الاستثمار ، كما أنه اعتبارًا من سنة 2011 صارت القروض طويلة الأجل تمثل أهم محدد للتوسع النقدي.

الشكل (3): تقسيم القروض إلى الاقتصاد حسب الآجال (نسب مئوية من إجمالي القروض)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك الجزائر

رغم كل ما سبق من تحليل لأهمية البنوك و حجم القروض التي تقدمها ، إلا أنه تبقى الوساطة المصرفية ضعيفة نسبيا و دون المستوى المسجل في الدول المتوسطة المجاورة للجزائر ، و هذا باعتراف بنك الجزائر ، و بالتالي هي في حاجة إلى تحفيز أكبر. فلو قَارَنَّا القروض المحلية الممنوحة من طرف القطاع المالي (بالنسبة المؤوية من الناتج الداخلي الخام) لمختلف القطاعات في الجزائر مع القروض الممنوحة في تونس و المغرب ، كما هو موضح في الجدول (5) ، لأدركنا حجم تأخر الوساطة المصرفية للجزائر مُقارنة مع جيرانها.

الجدول (5): تطور القروض المحلية المقدمة من طرف القطاع المالي في كل من تونس، الجزائر و

المغرب (% من PIB)

القروض المحلية المقدمة من طرف القطاع المالي (% من PIB)			
المغرب	الجزائر	تونس	
66.943	36.267	66.967	2001
67.669	37.803	67.630	2002
65.232	31.235	65.396	2003
64.649	21.652	64.152	2004
69.286	7.338	63.536	2005
74.289	3.648	63.793	2006
86.052	- 3.636	64.376	2007
94.023	- 12.698	65.6.1	2008
97.792	- 8.953	68.422	2009
119.451	- 6.627	74.118	2010
127.012	- 4.514	83.168	2011
132.074	- 2.112	83.381	2012
130.234	3.004	84.784	2013
132.273	18.003	86.372	2014
127.811	39.970	89.927	2015
132.437	54.383	93.151	2016
134.417	67.922	97.657	2017

- تشمل القروض المحلية المقدمة من طرف القطاع المالي على جميع القروض الممنوحة لمختلف القطاعات، باستثناء القروض للحكومة المركزية. يشمل القطاع المالي السلطات النقدية و بنوك الودائع، بالإضافة إلى الشركات المالية الأخرى التي تتوفر فيها البيانات (ومن الأمثلة على الشركات المالية الأخرى: شركات التمويل و القرض التجاري، شركات التأمين وصناديق التقاعد).

- المصدر: البنك الدولي

بناءً على ما سبق ، نتوقع، قبل إجراء الدراسة القياسية، محدودية أو ضعف فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية في الجزائر و ذلك لسبب محدودية الصادرات خارج المحروقات و قصور البنية الهيكلية للنظام المالي و وجود اقتصاد موازي تُتداول فيه كتلة نقدية هامة لا تُسيطر عليها السلطات النقدية، إضافة إلى ضيق القاعدة الإنتاجية.

I-2- تحليل السياسة النقدية

1-2-1- معالم السياسة النقدية في ظل الاقتصاد الاشتراكي

إنّ النقود تؤثر في شتى الظواهر الاقتصادية و الاجتماعية من خلال تأثيرها البالغ الأهمية على القرارات الاقتصادية و المالية للأعوان الاقتصاديين. و نظراً لِعِظَمِ حجم المكاسب و المخاطر التي يمكن أن تُحدثها ، فإنّ بنفس حجم الاهتمام الذي يُعطى للنقود في إطار الاقتصاد الوطني ، تُولى أهمية كُبرى لدور النقود في إطار العلاقات الاقتصادية بين الدول ، إذ تُعتبر النقود على مستوى العلاقات الدولية كسلاح فعّال في أيدي الدول المتقدمة لضرب إقتصادات منافسيها و لتحقيق مكاسب تجارية و مالية ضخمة.

لكل هذه الاعتبارات ، تسهر الدول ، عن طريق بنوكها المركزية ، على ضبط نمو كتلة النقود في إقتصاداتها و على تغيير سعرها (معدل الفائدة) حتى تتفادى من جهة أي انحراف تضخمي قد ينجم عن الإنشاء المفرط لهذه النقود و تسمح من جهة أخرى بضمان حجم النقود الذي يتلاءم مع رغبة الأعوان الاقتصاديين ، أي مع الحاجة الفعلية للنشاط الاقتصادي.

بعد أن إفتكّت الجزائر حريتها من الاستعمار الفرنسي ، أي غداة الاستقلال ، سعت لأن تبني مُقَوِّمات و أركان الدولة الحديثة حتى تستطيع مساندة التحولات التي عرفها المحيط العالمي آنذاك. و بحكم حِقْدِها و بُغْضِها للبلد المستعمر المتبني للفكر الليبرالي ، اختارت الجزائر أن تبني اقتصادها على أسس الاقتصاد الاشتراكي المُسَيَّرِ مركزيا ، لكن الكثير من المحللين و الخبراء الاقتصاديين الجزائريين يعتقدون أن التنظيم العام للنظام المالي الذي تم تبنيه مباشرة بعد الاستقلال لم يكن يستجيب إلى معايير الكفاءة بما يخدم الاقتصاد الوطني ، و هذا جعلهم دائما يتساءلون عن ما إذا كان هناك فعلا سياسة نقدية مُعْتَمَدَة من قبل السلطات النقدية الجزائرية للتأثير على حجم الكتلة النقدية المتداولة و معدل الفائدة.

سَعَتِ الجزائر غَدَاة الاستقلال إلى إقامة تنمية اقتصادية شاملة و سريعة في كل القطاعات ، و خاصة في قطاعي الفلاحة و الصناعة ، الشيء الذي جعلها في كثير من الأحيان تعتمد في تمويل استثماراتها على الإصدار النقدي. قبل الإصلاح المالي و النقدي لسنة 1986 ، كانت الخزينة العامة هي المُصْدِرِ و المسير الرئيسي للعملة الوطنية و ليس البنك المركزي الذي كان يشبه جهاز تُنفذ به سياستها أكثر منه مؤسسة إصدار و ضبط للنقود.

فمهمة الإصدار النقدي في الجزائر قد تم إسنادها إلى وزارة المالية ، الأمر الذي جعل من هذه الأخيرة بمثابة الوصية على كل الأعوان الماليين الذين لديهم يد في إصدار النقود ، و بالتالي أصبح تحديد عرض النقود يرتبط أساسا بتقدير وزارة المالية لكمية النقود الواجب إصدارها حتى يتم تمويل و تسيير الاقتصاد وفقا للأهداف المخططة و المبرمجة في جميع القطاعات.

في ظل هذه المعطيات و الحقائق التي ميّزت الاقتصاد الجزائري أثناء تبني نمط الاقتصاد الاشتراكي المخطط ، يُصبح من السهل إدراك أنّه لم يكن للسلطات النقدية السلطة الحقيقية التي تُمكنها من أداء المراقبة الفعلية للمعروض النقدي ، و تظهر جلياً هذه الحقيقة في واقع التضخم الذي ميّز تلك الفترة.

أما فيما يتعلق بالنظام المصرفي الجزائري بعد الاستقلال ، فقد ذكر الاقتصادي بلعزوز بن علي (2006)¹ أنّ الجزائر عرفت ظهور ازدواجية نظامين مصرفيين ، واحد قائم على أساس ليبرالي تابع للمستعمر و الآخر قائم على أساس اشتراكي تابع للدولة. بغية إقامة جهاز مصرفي وطني ، قامت الجزائر في البداية بإنشاء البنك المركزي الجزائري في تاريخ 1962/12/13 ليمارس مهام تقليدية يقوم بها أي بنك مركزي في العالم ، ثم وُضع هذا البنك بعد ذلك وفقا لقانون المالية لسنة 1965 تحت خدمة الخزينة العامة ، يمنحها تَسْيِقات و قروض غير منتهية بدون قيد أو شرط ، و يكون بذلك مجرد جهاز تنفيذي لسياستها. و أمام تحفّظ و رفض البنوك الأجنبية المشاركة في تمويل الاقتصاد الوطني ، عمدت الجزائر إلى تعجيل إنشاء الصندوق الجزائري للتنمية في 1963/05/07 حتى تتمكن من تمويل المؤسسات الوطنية ، ثم ذهبت بعد ذلك بداية من 1966 إلى تأميم المصارف الأجنبية و إنشاء مجموعة من البنوك لتغطية الفراغ الناشئ عن استقالة هذه الأخيرة. حسب بلعزوز بن علي (2006)²، جاء التسلسل التاريخي لتأسيس هذه البنوك كما يلي:

- تأسيس البنك الوطني الجزائري BNA بالمرسوم رقم 178/66 المؤرخ في يوم 1966/06/13.
- تأسيس القرض الشعبي الجزائري CPA بالمرسوم رقم 336-66 الصادر في 1967/05/14.
- تأسيس البنك الخارجي الجزائري BEA ، بموجب مرسوم 67-204 ، بتاريخ 1967/10/19.

¹ - بلعزوز بن علي ، « محاضرات في النظريات و السياسات النقدية » ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر ، الطبعة الثانية ، 2006 ، ص. 172-173

² - بلعزوز بن علي ، مرجع سابق ، ص. 174

بُعية ضمان المساهمة الفعلية لكل موارد الدولة في تمويل الاستثمارات المبرمجة في إطار المخطط الرباعي الأول (1970-1973) و المخطط الرباعي الثاني (1974-1977) و من ثَمَّ تخفيف الضغط على الخزينة ، قامت الجزائر بإصلاحات مالية في سنة 1971 أُعطيت من خلالها للبنوك إمكانية تسيير و مراقبة حسابات المؤسسات العمومية التي تفتح لديها حساباتها حسب القطاع الذي تخصص فيه هذه البنوك ، كما شمل هذا الإصلاح للنظام المصرفي إلغاء الصندوق الجزائري للتنمية و تعويضه بالبنك الجزائري للتنمية BAD المُؤَسَّس في 1971/06/30.

و مع بداية الثمانينات ، باشرت الجزائر إصلاحات هيكلية للقطاع الاقتصادي ، و قد تمَّ في شِقِّ منها إعادة هيكلة مؤسسات مصرفية. إذا أُعيد هيكلة كل من BNA و CPA و انبثق عنهما مصرفان هما على التوالي: البنك الفلاحي للتنمية الريفية BADR (أسس في 1982/03/13) و بنك التنمية المحلي BDL (أسس في 1985/04/30).

رغم كل هذه الإصلاحات ، بقي النظام المصرفي و السلطة القائمة عليه (البنك المركزي) كجهاز تستعمله الخزينة العامة لتمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية ، أي المخططات الحكومية ، دون أن يكون له دور أو قرار في تحديد طبيعة و حجم الاستثمارات التي يُمَوَّلُها. لكن مع بداية مواجهة الجزائر لصعوبات مالية في منتصف الثمانينات ، بسبب تدهور أسعار المحروقات و انخفاض إيرادات الدولة من العملة الصعبة انطلقا من أزمة المحروقات سنة 1986 ، أصبحت الجزائر تفكر في التخلي عن النمط الاقتصادي المُتَّبَع لأكثر من عقدين من الزمن.

2-2-1- انعكاسات الإصلاحات الاقتصادية لسنوات 1986 ، 1988 و 1990 على النظام المصرفي و السياسة النقدية:

أدى تراكم الديون الخارجية الناجمة عن مختلف المخططات التنموية و تصاعد المشاكل الاقتصادية و المالية ، التي كان سببها الرئيسي هو أزمة البترول لسنة 1986 ، بالجزائر إلى العمل بجدية على الانتقال من نمط الاقتصاد الاشتراكي الموجه إلى نمط اقتصاد السوق. تطلبت عملية الانتقال من الحكومات الجزائرية المتعاقبة القيام بعدة

إصلاحات اقتصادية و مالية و نقدية ، أهمها الإصلاح النقدي لسنة 1986 ، إصلاح 1988 و إصلاح 1990 المتعلق بالقرض و النقد. تركت هذه الإصلاحات بصمات مُعتبرة على السياسة النقدية و على أهدافها و أدواتها.

1-2-2-1- قانون القرض و البنك لسنة 1986:

ذكر الاقتصادي بلعزوز بن علي (2006)¹ أن أول إجراء قامت به الحكومة الجزائرية ضمن سلسلة الإجراءات التي كانت تهدف إلى التحول نحو اقتصاد السوق هو إصدارها لقانون بنكي جديد في سنة 1986 ، هدفه الأساسي إصلاح جذري للمنظومة المصرفية. لقد حدد هذا القانون مهام البنك المركزي و البنوك التجارية ، و أعاد الاعتبار لدور و أهمية السياسة النقدية في تنظيم حجم الكتلة النقدية المتداولة و مراقبتها تماشيًا مع ما يقتضيه تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية للبلد ، و ذلك من خلال توفير آليات و أدوات تسمح بإحداث التوسع أو الانكماش المطلوب في النقود.

حسب بلعزوز بن علي (2006)² ، تمثلت أهم القواعد الأساسية التي تضمنها القانون فيما يلي:

- تقليص دور الخزينة المتعاضد في تمويل الاستثمارات و إشراك الجهاز المصرفي في توفير الموارد المالية الضرورية للتنمية الاقتصادية ، إلا أن القانون لم يضع آليات تنفيذ ذلك.
- أعاد القانون للبنك المركزي وظائفه التقليدية و دوره كبنك البنوك.
- بموجب هذا القانون تم الفصل بين البنك المركزي كمقرض أخير و بين نشاطات البنوك التجارية ، الأمر الذي سمح بإقامة نظام مصرفي على مستويين.
- أعاد القانون للمصارف و مؤسسات التمويل دورها في تعبئة الادخار و توزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض ، كما سمح لها بإمكانية تسلم الودائع مهما كان شكلها و مدتها ، و أصبح أيضًا بإمكانها أن تقوم بإحداث الائتمان دون تحديد مدته أو للأشكال التي يأخذها ، كما استعادت المصارف حق متابعة استخدام القرض و كيفية استرجاعه ، و الحد من مخاطر القروض.

2-2-2-1- قانون إستقلالية البنوك لسنة 1988:

¹ - بلعزوز بن علي ، مرجع سابق ، ص. 182-183

² - بلعزوز بن علي ، مرجع سابق ، ص. 183-184

عمل هذا القانون على تفعيل استقلالية البنوك بصفتها مؤسسات اقتصادية عمومية. يحدد بلعزوز بن

علي (2006)¹ المبادئ و القواعد التي قام عليها قانون 1988 في النقاط التالية:

- إعطاء الاستقلالية للبنوك في إطار التنظيم الجديد للاقتصاد و المؤسسات.
- دعم دور البنك المركزي في ضبط و تسيير السياسة النقدية لأجل إحداث التوازن الاقتصادي الكلي.
- إخضاع نشاط البنوك ابتداءً من هذا التاريخ إلى قواعد التجارة و يجب أن يأخذ أثناء نشاطه بمبدأ الربحية و المردودية. و هذا يعني أنه تم اعتبار البنك شخصية معنوية تجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية و التوازن المحاسبي.
- يمكن للمؤسسات المالية غير المصرفية أن تقوم بتوظيف نسبة من أصولها المالية في اقتناء أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه.
- يمكن لمؤسسات القرض أن تلجأ إلى الجمهور من أجل الاقتراض على المدى الطويل ، كما يمكنها أن تلجأ إلى طلب ديون خارجية.

3-2-2-I- قانون القرض و النقد 1990-10:

وضع القانون المتعلق بالقرض و النقد الإطار القانوني للسياسة النقدية و وَضَحَ دورها ، و أعاد للبنك المركزي كل صلاحياته في تسيير النقد و الائتمان في ظل استقلالية واسعة ، كما أعاد كذلك للبنوك التجارية وظائفها التقليدية بوصفها أعوان اقتصادية مستقلة. كما تمّ ، حسب بلعزوز بن علي (2006)²، فصل دائرة ميزانية الدولة عن الدائرة النقدية من خلال وضع سقف لتسليف البنك المركزي لتمويل عجز الميزانية ، مع تحديد مدتها ، و استرجاعها إجباريًا في كل سنة ، و كذا إرجاع ديون الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي المتراكمة لغاية 1990/04/14 وفق جدول يمتد على 15 سنة. و تم كذلك إلغاء الاكتتاب الاجباري من طرف البنوك التجارية لسندات الخزينة العامة. و قد خلق أيضًا سوقًا نقدية بين البنوك. و بالتالي نلاحظ أن هذا القانون وضع حد لكل تدخل إداري في القطاع المالي و المصرفي.

¹ - بلعزوز بن علي ، مرجع سابق ، ص. 184-185

² - بلعزوز بن علي ، مرجع سابق ، ص. 186

يتفق جل المحللين و الخبراء الاقتصاديين الجزائريين على أن قانون النقد و القرض قد حدد مختلف العلاقات و الآليات التي تحكم عمل النظام النقدي الوطني ، حيث تُكرّس هذه الآليات لإعطاء دور كبير و هام للأسواق في ضبط النشاط الاقتصادي ككل و تحديد سلوك الأعوان الاقتصاديين. لقد شكل تأسيس السوق النقدية في الجزائر ، التي كانت أساسا سوقا قائمة ما بين البنوك ، عقب إصدار هذا القانون و تأسيس سوق الصرف في سنة 1995 تحولا عميقا في النظام النقدي الجزائري. إن الإصلاح النقدي الذي جاء في إطار هذا القانون و سمح باستعادة الدور المحوري للأسواق في ضبط التداول النقدي الحر في الاقتصاد سيجعل الجزائر تتجاوز مرحلة كانت فيها بعيدة كل البعد عن مبادئ و أسس اقتصاد السوق في تسيير اقتصادها ، حيث لم تكن العوامل النقدية (معدل الفائدة و سعر للصرف خاصة) تمثل معيارا لاتخاذ القرارات و تخصيص الموارد في نظامها السابق الذي قام على التوجيه الإداري للموارد المتاحة.

3-2-1- تطور أهداف و أدوات السياسة النقدية في الجزائر بعد صدور قانون النقد و القرض

قبل صدور قانون النقد و القرض كان تحديد عرض النقود يرتبط أساسا بتقدير وزارة المالية لكمية النقود الواجب إصدارها حتى يتم تمويل الاقتصاد وفقاً للأهداف المخططة ، كما أن معدل الفائدة لم يكن يلعب أي دور فعلي في استقطاب الموارد (معدلات الفائدة الدائنة) أو في توزيع القروض (معدلات الفائدة المدينة) و بالتالي في تخصيص الموارد ، و كان ذلك انعكاساً مباشراً لغياب التداول النقدي الحر و تحييد آلية الأسعار في اتخاذ مختلف القرارات الاقتصادية و المالية. بعبارة أخرى ، إن عملية توزيع القروض ، التي تُعتبر أساس خلق النقود و معدل الفائدة هو المحرك الرئيسي لها في اقتصاد السوق ، قد كانت تخضع لقواعد إدارية. و بالتالي يمكن القول أن في الفترة التي سبقت الإصلاح النقدي و المالي في 1990 لم تكن هناك سياسة نقدية بالمعنى التقليدي نظرا لغياب التداول النقدي الحر ، أما بعد الشروع في هذا الإصلاح و إعادة الاعتبار لدور آليات السوق و تحرير الأسعار (خاصة معدلات الفائدة) يكون قد تمّ توفير الأدوات اللازمة كي تلعب السياسة النقدية دورها الفعلي في الاقتصاد. و يمكن تحليل تطور أهداف و أدوات السياسة النقدية في إطار خمسة 5 مراحل أساسية:

1-2-3-1- أهداف السياسة النقدية و أدواتها خلال المرحلة 1990-1994

يمكن تحليل و تبرير توجهات السياسة النقدية فيما يخص الأهداف المسطرة و الأدوات المستعملة خلال هذه المرحلة عبر التطرق للظروف التي كانت سائدة آنذاك. وَقَعَت الجزائر مع مؤسسات النقد الدولية على اتفاقيتين ، الأولى في 31 ماي 1989 و لثانية في 3 جوان 1991 ، كان الهدف منهما هو منح قروض و مساعدات من صندوق النقد الدولي و البنك العالمي ضمن شروط محددة ، من بينها تحرير الأسعار و تطبيق معدلات فائدة موجبة و الحد من التضخم و تحرير التجارة الخارجية. و في ظل عملية تحرير الاقتصاد الوطني هذه التي تميزت بإنفلات التضخم ، كانت محاربة التضخم تشكل هدفاً رئيسياً للسياسة النقدية ، و قد استمر استهدافه طيلة هذه المرحلة.

أهم ما ميّز إدارة السياسة النقدية في هذه المرحلة هو التركيز على استخدام أدوات مباشرة لتحقيق هدفها نظراً لعمق الاختلالات المالية للبنوك و المؤسسات العمومية. لقد شكّل تأطير القروض أهم هذه الأدوات المباشرة ، إضافة إلى تحديد سقف أعلى لإعادة الخصم. حسب الطاهر لطرش(2013)¹، قام بنك الجزائر في سنة 1992 بإلغاء تسقيف القروض التي تمنحها البنوك التجارية ، و قد تبع ذلك الشروع إبتداءً من سنة 1993 في إعادة توجيه جزء هام من إعادة تمويل البنوك التجارية عن طريق إعادة الخصم إلى السوق النقدية. و قد ترافق ذلك خلال سنتي 1992 و 1993 بإتخاذ تدابير هامة استهدفت تنشيط السوق النقدية القائمة ما بين البنوك ، حيث كانت أهم هذه التدابير تتمثل في فتح السوق النقدية أمام المؤسسات المالية غير البنكية (مثل شركات التأمين) التي تتدخل في السوق كمقرضة نظراً لتوافرها على فوائض مالية من جهة و العجز المالي الهيكلي للبنوك من جهة أخرى. و في خضم كل هذه التطورات ، تم المحافظة على عملية تسقيف إعادة التمويل باستعمال إعادة الخصم بالنسبة لكل بنك تجاري.

2-3-1-2- أهداف السياسة النقدية و أدواتها خلال المرحلة 1994-2000:

تحت ضغط الأزمة الاقتصادية و المالية و الأمنية و بعد فشل اتفاقيتي 1989 و 1991 مع صندوق النقد الدولي و البنك العالمي ، كانت الجزائر مرغمة على اللجوء مرة أخرى إلى هاتين المؤسستين الدوليتين لإبرام اتفاقية

¹ - الطاهر لطرش ، « الاقتصاد النقدي و البنكي » ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2013 ، ص. 405-406

في إطار برنامج التسهيل التمويلي الموسع و الذي يمتد على مرحلتين: مرحلة التثبيت الهيكلي من 22 ماي 1994-21 ماي 1995 و مرحلة برنامج التعديل الهيكلي من 22 ماي 1995-21 ماي 1998. كان الهدف الرئيسي من وراء هذا البرنامج هو تحرير الاقتصاد الوطني و القضاء بذلك على الاختلالات العميقة في توازنات الاقتصاد الكلي التي ظلت تعاني منها الجزائر منذ أزمة 1986 ، رغم كل الإصلاحات التي أُتخذت.

إن الإصلاحات العميقة التي جاء بها هذا البرنامج قد شملت جميع القطاعات و جميع المتغيرات الاقتصادية. أما السياسة النقدية فقد كانت تهدف في إطار برنامج التعديل الهيكلي إلى احتواء فائض الطلب بإتباع سياسة متشددة للسيطرة على التضخم المرتفع. و لبلوغ ذلك ، إستعان بنك الجزائر بالأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية ، لاسيما تلك الطرق التي تعمل عبر السوق النقدية. في إطار هذا الانتقال نحو استخدام الوسائل غير المباشرة لبلوغ هدف السياسة النقدية ، تم اتخاذ عدّة إجراءات تمثلت أهمها فيما يلي :

- البدء باستعمال نظام الاحتياطات الإجبارية كأداة غير مباشرة في إدارة السياسة النقدية اعتبارا من سنة 1994¹.

- اعتماد نظام الأخذ على سبيل الأمانة *Prise en pension* لمدة 24 ساعة و مدة سبعة أيام ، حيث تتم هذه العملية على سندات عامة أو خاصة أو أي أداة أخرى تلقى القبول ، حسب بنك الجزائر².

- قصد تأمين السيولة لفائدة البنوك التجارية و تعزيز قوى السوق و إعطاء أهمية لمعدل الفائدة ، شرع بنك الجزائر بداية من ماي 1995³ في استعمال نظام مناقصات القروض عن طريق نداءات العرض في السوق النقدية و هو نظام مفتوح لفائدة البنوك و المؤسسات المالية. تكون القروض و الفوائد المترتبة عن هذه المناقصات مضمونة بسندات عمومية أو خاصة. بعد اعتماد نظام المناقصات و اعتباره الأداة غير المباشرة الرئيسية للسياسة النقدية ، لم تعد أداة إعادة الخصم تمثل الوسيلة الرئيسية لإعادة تمويل البنوك رغم استمرار بنك الجزائر في استعمالها كآلية من آليات الضبط لديه.

¹ - تعليمة بنك الجزائر رقم 16/94 المؤرخة في 09-04-1994.

² - Banque d'Algérie, Chapitre VI : Situation monétaire et politique monétaire. (www.bank-of-algeria.dz)

³ - تعليمة بنك الجزائر رقم 28/95 المؤرخة في 22-04-1995.

- عمليات السوق المفتوحة ، كما أشار الطاهر لطرش (2013)¹ ، التي تتضمن قيام بنك الجزائر بشراء و بيع سندات عمومية تقل مدة استحقاقها المتبقية عن ستة أشهر أو أوراق خاصة مقبولة في إعادة الخصم أو في تقديم التسبيقات.

إن الانتقال التدريجي إلى استعمال الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية يتجسد من خلال التكييف المتواصل سواء لمعدلات بنك الجزائر (معدل إعادة الخصم و معدلات السوق النقدية: مناقصات القرض و الأخذ على سبيل الأمانة) أو معدلات الفائدة الدائنة و المدينة التي تم تحريرها في ماي 1990 و أبريل 1994 (كان التحرير نسبي في هذا التاريخ أما التحرير النهائي فقد تم في ديسمبر 1995) على التوالي.

حسب بنك الجزائر² ، خلال المرحلة 1994-1998 ، تم اعتماد مجموعة الإعتمادات الداخلية الصافية *Avoirs intérieure nets* كهدف متوسط للسياسة النقدية ، مع تثبيت سقف ربع سنوي لهذه المجموعة.

3-3-2-I- أهداف السياسة النقدية و أدائها خلال المرحلة 2001-2009:

لقد تم في هذه المرحلة إدخال تعديلين على قانون النقد و القرض الذي يرسم الإطار الذي تُدار فيه السياسة النقدية. جرى أول تعديل في سنة 2001 حيث عمِل على الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر و مجلس النقد و القرض و على إلغاء مدة عهدة المحافظ و نوابه بما يجعل هؤلاء جد متحررين من أي ضغط قد يمارس من الحكومة. تمّ ثاني تعديل في سنة 2003 حيث أعيد بموجبه صياغة قانون النقد و القرض بشكل شبه كلي مع تأكيد التعديلات التي حصلت في 2001.

تميزت هذه المرحلة بوجود فائض في السيولة لدى النظام البنكي ، على عكس الضائقة في السيولة التي كان يعاني منها في المرحلتين السابقتين ، نتيجة التدفق الكبير للعملة الصعبة إلى الجزائر المرتبط بتزايد إيرادات المحروقات. بعد مُضي السنوات الأولى من هذه المرحلة ، أصبح صافي الموجودات الخارجية يمثل المصدر (المستقل) شبه الوحيد للإصدار النقدي ، و تزايد بشكل كبير حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد و أصبح سيناريو انفلات التضخم من جديد يمثل هاجس عند بنك الجزائر ، و هو الشيء الذي دفعه لأن يكيف أدوات سياسته النقدية مع هذه المستجدات.

¹ - الطاهر لطرش (2013) ، مرجع سابق ، ص. 407

² - Banque d'Algérie, Chapitre VI : Situation monétaire et politique monétaire. (www.bank-of-algeria.dz)

أمام تحدد الحفاظ على استقرار الأسعار، كان بنك الجزائر مُلزماً بتكثيف استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية و بإدخال أدوات جديدة تتناسب مع ظرف فائض السيولة. ففي سنة 2001 ، و حتى خلال 2002 و 2003 ، قد تم إعادة تنشيط الاحتياطي الاجباري كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية ، إذ قام بنك الجزائر في هذه السنوات بتكرار تغيير معدلات تكوين هذه الاحتياطات تماشيًا مع تطور فائض السيولة لدى البنوك¹.

حسب تقرير لبنك الجزائر²، بداية من أبريل 2002 ، قام بنك الجزائر بإدخال أداة غير مباشرة جديدة هي استرجاع السيولة عن طريق نداءات العرض *Reprise de liquidités par appels d'offres* ، يهدف من خلالها إلى امتصاص جزء من فائض السيولة الموجود في السوق النقدية القائمة ما بين البنوك. و بعد تكثيف استعماله لهذه الوسيلة غير المباشرة ، تمكن بنك الجزائر من ضبط السيولة البنكية لاسيما في سنة 2003.

إن الهدف المتوسط الذي استهدفه بنك الجزائر لتحقيق استقرار الأسعار هو مجموعة القاعدة النقدية *La monnaie de base*. إن تراجع وتيرة نمو كتلة النقود في سنة 2003 قد سمح بتحقيق هذا الهدف المتوسط عبر استعمال الأدوات السابقتين ، في حين أن أداة عمليات السوق المفتوحة لم يتم استخدامها بسبب ضعف تطور سوق السندات العمومية. كما أن إدارة السياسة النقدية بهذا الأسلوب قد ساهم في التحكم في التضخم³. حسب الطاهر لطرش (2013)⁴، قد تم أيضا في أوت 2005 إدخال وسيلة غير مباشرة جديدة لامتناع السيولة البنكية تسمى تسهيله الودائع المغلة للفائدة (قد قمنا بشرحها في الفصل الثاني). إن هذه الأداة هي عبارة عن آلية لتسيير خزانة البنوك لفترات قصيرة جدًا (يوم واحد) في ظل فائض السيولة الموجود لدى البنوك.

¹ - Banque d'Algérie, Chapitre VI : Situation monétaire et politique monétaire. (www.bank-of-algeria.dz)

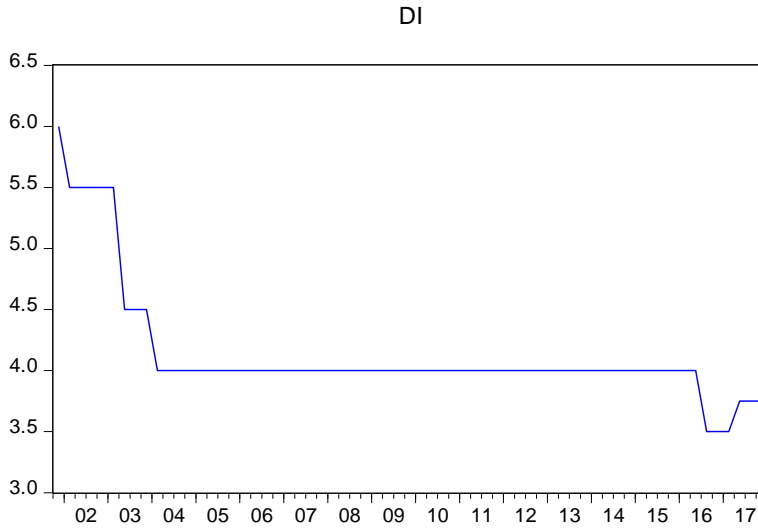
² - Ibid.

³ - Ibid.

⁴ - الطاهر لطرش ، مرجع سابق ، ص.411

يبدو أن بنك الجزائر قد حافظ في بداية هذه المرحلة على أداة إعادة الخصم كآلية ممكنة. و لكن بداية من 2002 لم يعد هذا المَنفَذ مُستعملا من طرف البنوك للحصول على التمويل ، نظراً لفائض السيولة الموجود لديها. جعلت هذه الظروف الجديدة من لجوء البنوك لبنك الجزائر للحصول على التمويل عبر إعادة الخصم بلا مَعْنَى، و هو ما جعل معدل إعادة الخصم يبقى بدون تغيير إبتداءً من سنة 2004 و إلى غاية الربع الثاني من سنة 2016 كما هو موضح في الشكل ().

الشكل (): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر



المصدر: من إعداد الباحث، بناءً على معطيات بنك الجزائر

إن إدارة السياسة النقدية كانت ناجحة إلى حد ما حتى سنة 2007 ، حيث انتقل معدل التضخم من 4.2% في 2001 إلى 1.4% في 2002 ، 4.2% في 2003 ، 3.9% في 2004 ، 1.4% في 2005 ، 2.3% في 2006 و 3.6% في 2007 ، و كل هذه المعدلات هي تقريباً متناغمة مع الهدف النهائي للسياسة النقدية حول معدل التضخم عند 3%. إن معدلات التضخم الكبيرة في سنتي 2003 و 2004 يمكن تفسيرها بواسطة الارتفاع الكبير في الإنفاق الحكومي في هاتين السنتين.

حسب محافظ بنك الجزائر (2008)¹، من أجل احتواء فائض السيولة الهيكلية و الحد من آثاره التضخمية في 2007 ، كَثَّفَ بنك الجزائر تدخلاته في السوق النقدية باستعمال وسيلة استرجاع السيولة لفترات

¹ - بنك الجزائر ، تطورات الوضعية المالية و النقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني ، أكتوبر 2008.

نُضج 7 أيام و 3 أشهر ، إلى جانب أداتين أخريين هما: تسهيله الودائع المغلة للفائدة و وسيلة الاحتياطي الاجباري ، مع تركيز الجهد على مجمعة القاعدة النقدية كههدف عملياتي.

استنادًا إلى أحد تقارير بنك الجزائر ، إذا كان هدف التضخم عند 3% في المدى المتوسط قد تم الاحتفاظ به كههدف نهائي ، فقد حدد مجلس النقد و القرض مجالاً مُستهدفًا يتراوح بين 3% و 4% بالنسبة لسنة 2008 و ذلك بسبب وجود خطر ارتفاع التضخم المستورد. قام بنك الجزائر في هذه السنة بإدارة السياسة النقدية أساسا بواسطة وسائل استرجاع السيولة و تسهيله الودائع المُغلة للفائدة ، مع تأكيد خاص على مجمعة القاعدة النقدية كههدف عملياتي. بلغ معدل التضخم في هذه السنة حوالي 4.8%.

استنادا إلى ما ورد في تدخل محافظ بنك الجزائر في (2013)¹ ، نظرًا للمستوى المرتفع لمعدل التضخم المسجل في سنة 2012 : 8.9% ، قام بنك الجزائر إبتداء من جانفي 2013 بإدخال أداة جديدة غير مباشرة للسياسة النقدية و هي استرجاع السيولة لسته أشهر بمعدل تسعيرة 1.5%. الهدف من هذا التعزيز لأدوات السياسة النقدية هو امتصاص أكثر لفائض السيولة في السوق النقدية. و لقد تم دعم السياسة النقدية بإدارة مرنة لسياسة سعر الصرف.

4-3-2-I- أهداف السياسة النقدية و أدائها خلال المرحلة 2010-2014:

حسب ما ورد في أحد تقارير بنك الجزائر (2010)² ، بعد التعديل في سنة 2009 الذي طأل الجهاز التنظيمي المتضمن أدوات السياسة النقدية (وسيلة استرجاع السيولة ، تسهيلة الودائع المغلة للفائدة و الاحتياطات الإلجبارية) ، تميّزت سنة 2010 بإصلاح الإطار القانوني لمُمارسة السياسة النقدية و المتمثل في قانون النقد و القرض ، حيث تم اعتبار هدف محاربة التضخم كههدف نهائي أساسي للسياسة النقدية مع الاحتفاظ بالأهداف الكمية النقدية حتى يُعطي دورًا فاعلا للمجمعات النقدية و القرضية في إدارة السياسة النقدية من طرف بنك الجزائر ، كما أصبح توقع التضخم على المدى القصير ذو أهمية خاصة بعد هذا التعديل. إذن يمكن القول أن بعد هذا الإصلاح صارت مهمة مكافحة التضخم بواسطة السياسة النقدية تقع على عاتق بنك الجزائر.

¹ - بنك الجزائر ، وضعية الاقتصاد العالمي و تطور الاقتصاد الكلي في الجزائر ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام لجنة المالية و الميزانية لدى المجلس الشعبي الوطني ، أكتوبر 2013.

² - بنك الجزائر ، التطورات الاقتصادية و النقدية لسنة 2010 و عناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2011.

زيادة على ذلك ، حسب محافظ بنك الجزائر(2015)¹ ، منذ سنة 2010 أصبحت مهمة الاستقرار المالي تكتسي نفس أهمية هدف استقرار الأسعار ، حيث تبنى بنك الجزائر ضرورة مراقبة الخطر النظامي كما هو الحال بالنسبة للبنوك المركزية الأخرى في العالم. و نظرا لهيمنة البنوك في النظام المالي الجزائري ، أصبحت مساهمة السياسة النقدية في الاستقرار المالي و النقدي تعتبر أمراً هاماً و حاسماً.

حسب محافظ بنك الجزائر (2010)²، قبل ترسيخ هدف التضخم و في إطار توقع التضخم و تتبُّعه، قام بنك الجزائر منذ سبتمبر 2009 بتطوير أداة ملائمة هي نموذج توقع التضخم على المدى القصير يستجيب لرؤيته المستقبلية تجاه هدفه النهائي. بلغ معدل التضخم في سنة 2010 حوالي 3.91 % بعدما كان 5.74 % في سنة 2009 ، و هو معدل لم تتجاوزه النسبة المتوقعة من قبل بنك الجزائر إلا ب 0.14 % حسب هذا الأخير. للإشارة ، إن المعدلان السابقان هما محسوبان على أساس مؤشر الجزائر العاصمة ، لكن عند استعمال المؤشر الوطني فسنجد أن معدل التضخم ينتقل من 6.1 % في سنة 2009 إلى 4.1 % في سنة 2010. زيادة على ذلك ، لم يتعد كثيرا هذا المعدل عن المعدل المحدد من قبل مجلس النقد و القرض (4 % ، + أو - نقطة واحدة) بموجب سنة 2010 كهدف ضمني للسياسة النقدية. في سنة 2011 لم يرتفع التضخم كثيرا و استقر في حدود 4.52 %.

لكن في سنة 2012 ، بلغت نسبة زيادة الأسعار حدًا لافت للانتباه حيث لامست مستوى 8.9 % ، و هو الأمر الذي استدعى وجود تدخل عاجل و خاص للسلطات العمومية. حسب محافظ بنك الجزائر (2013)³، نظرًا للمستوى المرتفع لمعدل التضخم المسجّل في هذه السنة، قام بنك الجزائر ابتداءً من جانفي 2013 بإدخال أداة جديدة غير مباشرة للسياسة النقدية و هي استرجاع السيولة لستة أشهر بمعدل تسعيرة 1.5 %. الهدف من هذا التعزيز لأدوات السياسة النقدية هو امتصاص أكثر لفائض السيولة في السوق النقدية. و فعلا نجح بنك الجزائر خلال سنة 2013 في امتصاص فائض السيولة لدى المصارف بواسطة أدوات استرجاع

¹ - بنك الجزائر، التطورات الاقتصادية و النقدية لسنة 2014 و آخر التوجهات لسنة 2015 ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني ، ديسمبر 2015.

² - بنك الجزائر، التطورات الاقتصادية و النقدية في 2010 ، عرض التقرير السنوي 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر ، 25 أوت 2010.

³ - بنك الجزائر، وضعية الاقتصاد العالمي و تطور الاقتصاد الكلي في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام لجنة المالية و الميزانية لدى المجلس الشعبي الوطني، أكتوبر 2013.

السيولة (1350 مليار دينار) في ظرف تميز بوجود لُجوء ضعيف للمصارف لتسهيله الودائع لمدة 24 ساعة (163.98 مليار دينار في نهاية جوان 2013 مقابل 838.08 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2012).

إذا كان معدل التضخم قد تجاوز المعدل المستهدف على المدى المتوسط في سنة 2012 ، فإنّ المنهج الإستراتيجي للسياسة النقدية المتبنى من قبل بنك الجزائر قد ساهم في عودة معدل التضخم نحو الهدف الذي حدده مجلس النقد و القرض للسياسة النقدية (4 %) إبتداءً من سنة 2013 ، حيث تراجع التضخم في هذه السنة و السنة الموالية ليسجل 3.3 % و 2.9 % على التوالي. إذن يلاحظ أن بنك الجزائر قد تحكم في التضخم من خلال إبقاء معدله عند حدود الهدف المسطر بعد إصلاح سنة 2010.

5-3-2-I- أهداف السياسة النقدية و أدائها إعتباراً من سنة 2015:

نظراً لتبعية القوة لإيرادات صادرات المحروقات ، عانى الاقتصاد الوطني الجزائري بشدة من أثر إنخفاض أسعار البترول إبتداءً من جوان 2014. في المجال النقدي ، و على نقيض فائض السيولة الذي ميّز المرحلتين السابقتين على طول الفترة 2001-2014 ، أدى الانخفاض الحاد في أسعار البترول إلى حدوث تقلص تدريجي لفائض سيولة المصارف على مدار سنتي 2015 و 2016 ، و هو الأمر الذي تُرجم بوجود نمو سنوي جد ضعيف للكتلة النقدية M_2 في هاتين السنتين (0.29 % في 2015 و 1.75 % في 2016).

أمام هذا الوضع ، المتميز بتقلص السيولة المصرفية ، توجّب على بنك الجزائر أن يُبادر بحلول من شأنها أن تُمكن المصارف من حيازة المزيد من الموارد القابلة للإقراض و أن تدعم نمو القروض الموجهة للإقتصاد. بالفعل ، حسب محافظ بنك الجزائر¹ ، إتخذ بنك الجزائر جملة من الإجراءات تمثلت في الآتي:

- القيام بالتقليص التدريجي لعمليات امتصاص السيولة ، ثم التوقف عنها كلياً في الثلاثي الثالث من سنة 2016.

- القيام بتخفيض معدل الاحتياطات الإجبارية الذي انتقل من 12 % إلى 8 %.

¹ - بنك الجزائر، التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 و التسعة أشهر الأولى من سن 2016 و سياسات التصدي و المرافقة في ظرف صدمة خارجية مُستمرة ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني.

- الترخيص لإعادة تمويل بعض أجزاء القروض الطويلة الأجل (نظراً لهيمنة هذه القروض في محافظ المصارف ، حيث تتعدى نسبتها 54 % من إجمالي القروض) ، و لإعادة تمويل جزئي لسندات القرض الوطني بعد أن انتقلت وضعية الدولة ، بين سبتمبر 2014 و سبتمبر 2016 ، من دائن صاف إلى مدين صاف تجاه النظام المصرفي إثر عدّة أسباب ، من بينها ارتفاع قروض المصارف للدولة في إطار عمليات الإكتتاب في القرض الوطني.¹

- تخفيض معدل إعادة الخصم من 4 % إلى 3.5 % ابتداء من 02 أكتوبر 2016.

- تحديد المعدل الأقصى الذي لا يمكن للمصارف و المؤسسات المالية أن تتجاوزه عند توزيع القروض لربائنها، من خلال إصدار بنك الجزائر لتعليمية بتاريخ 01 سبتمبر 2016. الغرض من هذه التعليمية هو الدفع نحو تواصل نمو القروض الموجهة للاقتصاد من خلال احتواء تكلفتها.

من جهة أخرى ، و توازياً مع الظرف الجديد المتميز بالحاجة إلى السيولة ، شهدت سنة 2016 تغيراً جذرياً في إدارة السياسة النقدية ، التي تحوّل اتجاهها نحو استعمال أدوات مبتكرة تهدف لضخ السيولة و ضمان إعادة تمويل النظام المصرفي. إذ حسب محافظ بنك الجزائر² ، أصدر بنك الجزائر في 01 سبتمبر 2016 تعليمتين، يحدد من خلالهما كيفية تطبيق أداتين إثنين: أداة عمليات السوق المفتوحة ، التي تسمح له بإدارة معدلات الفائدة التوجيهية و مستوى السيولة المصرفية بما يتماشى مع حاجة الاقتصاد للسيولة و هدف التضخم ، و أداة تسهيله القرض الهامشي ، و التي تسمح للمصارف باللجوء إليه لتغطية احتياجاتها الظرفية الخاصة بالخرينة.

رغم التطورات النقدية و المالية غير المواتية ، استطاع بنك الجزائر، من خلال هذه الإجراءات و الأدوات أو الآليات المتنوعة لإعادة التمويل ، أن يُحافظ على تواصل نمو القروض الموجه للاقتصاد. لكن من جانب التضخم ، لم يتمكن بنك الجزائر من إبقاء معدله عند مستويات منخفضة كما كان الحال في سنتي 2013 و

¹ - تمت هذه التراخيص بعد مصادقة مجلس النقد و القرض ، في شهر جويلية 2016 ، على أحكام مُتَمِّمة للنظام رقم 15-01 المؤرخ في 19 فيفري 2015 ، المتعلق بعمليات خصم السندات العمومية و إعادة خصم السندات الخاصة و التسيقات و القروض للبنوك و المؤسسات المالية.

² - بنك الجزائر، التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 و التسعة أشهر الأولى من سنة 2016 و سياسات التصدي و المرافقة في ظرف صدمة خارجية مُستمرة ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني.

2014 ، حيث عاد إلى الارتفاع ليبلغ في سنة 2015 ما يقارب 4.8 % و يقفز إلى مستوى 6.4 % في سنة 2016. و لولا تلك الإجراءات و الآليات المتخذة لكانت وتيرة التضخم أكبر.

حسب محافظ بنك الجزائر (2018)¹ ، أمام استمرار تقلص السيولة المصرفية خلال العشر أشهر الأولى من سنة 2017 ، واصل بنك الجزائر عمليات ضخ السيولة من خلال أداة إعادة الخصم (بقي معدل إعادة الخصم في حدود 3.5 % إلى غاية الثلاثي الأول من سنة 2017) و انطلاقاً من مارس 2017 تم استبدال هذه الوسيلة بعمليات السوق المفتوحة مع استهداف معد الفائدة التوجيهي للعمليات لسبعة أيام و جعله قناة أساسية لانتقال السياسة النقدية. لدعم هذه العمليات و توفير سيولة إضافية ، قام بنك الجزائر في أوت 2017 بتخفيض معدل احتياطي الاجباري من 8 % إلى 4 % . في سنة 2017 ، تباطؤ التضخم مقارنة مع السنة السابقة و بلغ معدله 5.6 % ، و هذا رغم حدوث ارتفاع نسبي للتوسع النقدي (8.4 %) مقارنة مع السنتين السابقتين.

بعد اعتماد التمويل غير التقليدي² للخرينة العمومية من طرف بنك الجزائر في الثلاثي الأخير من سنة 2017 ، لاسيما لتسديد جزء من الدين العام ، ارتفعت السيولة المصرفية بشكل واضح منذ بداية سنة 2018. و عليه ، تَوَخَّياً لظهور ضغوط تضخمية ، قام بنك الجزائر خلال السداسي الأول من سنة 2018 بإتخاذ إجراءات خاصة بإدارة سياسته النقدية. حسب محافظ بنك الجزائر (2018)³ ، تمثلت أدوات السياسة النقدية المستعملة لِتَعْقِيم أي فائض للسيولة فيما يلي:

- تَمَّ إعادة تفعيل عمليات امتصاص السيولة إبتداءً من جانفي 2018 ، حيث سمحت هذه العملية بتعقيم فوائض بلغ متوسطها 275 مليار دينار جزائري.

- تَمَّ تعقيم جزء من فائض السيولة الناجم عن موارد التمويل غير التقليدي الموجه لسونطراك.

¹ - بنك الجزائر ، حوصلة حول التطورات النقدية و المالية لسنة 2017 و توجهات سنة 2018 ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني ، ديسمبر 2018.

² - أدخل التمويل غير التقليدي تطبيقاً لأحكام المادة 45 مُكْرَز من الأمر 03-11 ، المتعلق بالنقد و القرض ، المعدل و المتَمَّم.

³ - بنك الجزائر ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني في ديسمبر 2018 ، مرجع سابق

- تمّ رفع معدل الاحتياطات الإجبارية من 4 % إلى 8 % في بداية سنة 2018 (بعد التخفيض من 8 % إلى 4 % المُجرى في أوت 2017) ، ثم من 8 % إلى 10% في جوان 2018 ، و قد بلغ إجمالي ما تمّ تعقيمه بواسطة هذه الأداة 659 مليار دينار جزائري.

ساهمت هذه الإجراءات في بقاء التضخم مُعتدلاً خلال التسعة أشهر الأولى من سنة 2018 ، إذ بعدما كان معدله 5.6 % في ديسمبر 2017 ، أصبح 4.33 % في أبريل 2018 ، لكن هذا التباطؤ المؤقت سرعان ما تَلَاهُ ارتفاع طفيف جاعلاً من معدل التضخم يبلغ مستوى 4.82 % في أوت 2018 ، و في أكتوبر 2018 تراجع مجدداً هذا المعدل ليستقر عند مستوى 4.53 %.

في الأخير ، إن المستويات التي سجّلها معدل التضخم منذ 2015 و إلى غاية نهاية سنة 2018 كان لها ، إلى جانب عوامل أخرى مثل تباطؤ وتيرة توسع النشاط الاقتصادي الناتج عن التراجع القوي في نشاط قطاع المحروقات ، تأثير بالغ الأهمية على الجبهة الاجتماعية ، حيث تدنت القوة الشرائية للأفراد و تراجع مستوى الدخل السنوي للفرد الجزائري ، و ما زاد حدّة و شدة معاناة الأفراد بشكل خاص و الأعوان الاقتصاديين بشكل عام هو سلسلة الانخفاضات التي سجلتها قيمة الدينار. إذن يتوقف على بنك الجزائر أن يبذل مستقبلاً مجهوداً أكبر، مع مراعاة أن يكون مُستقلاً و مسؤلاً (أي أن يلتزم بعرض و شرح قرارات سياسته أمام ممثلي الشعب في البرلمان) و شفافاً في تسييره لسياسته النقدية و تعامله مع الجمهور ، حتى يكون ذا مصداقية كبيرة و يتمكن من مكافحة التضخم من جهة ، و دعم النمو الاقتصادي عبر توفير التمويل و الاستقرار من جهة أخرى.

II- تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدولة المغرب:

II-1- تحليل الواقع الاقتصادي و المالي:

يعد الاقتصاد المغربي من الاقتصادات النامية المنفتحة على العالم الخارجي ، و التي تتميز بقاعدة إنتاجية (النسيج الصناعي أو الاقتصادي) متنوعة نسبياً ، كما يُعتبر كإقتصاد ذو طابع خاص على العموم ، إذ نجد فيه حصة القطاع الخاص من إجمالي الناتج المحلي تفوق حصة القطاع العام. فإضافة إلى أنّ قطاع المؤسسات و المقاولات العمومية يُشكل رافعة أساسية لتحفيز الديناميكية الاقتصادية ، يُمثل القطاع الخاص ، من جهته ، دعامة

رئيسية للاقتصاد الوطني المغربي ، إذ يسهم في خلق أغلبية مناصب الشغل بالمغرب. يعتمد الاقتصاد المغربي على مصادر متنوعة للدخل ، حيث تتمثل أهم القطاعات المُصدِّرة في قطاع الفوسفات و مشتقاته ، قطاع الزراعة و المنتجات الزراعية ، قطاع النسيج و الجلود و قطاع صناعة السيارات ، و تشكل إيرادات بيع منتجات هذه القطاعات ، كما هو موضح في الجدولين (6) و (7) ، أكثر من 75 % من قيمة الصادرات طوال الفترة 2008-2017 ، في حين ظلت صادرات كل من صناعة الطيران و الإلكترونيك و صناعة الأدوية و قطاعات أخرى ضعيفة و لكن مهمة بالنسبة للمغرب. يلاحظ من خلال الشكل (4) أن من 2010 إلى 2013 تَصَدَّر قطاع الفوسفات و مشتقاته مجموعة القطاعات المُصدِّرة من حيث الحصة التي يأخذها من قيمة الصادرات ، و لكن ابتداء من سنة 2014 ، أصبح قطاع صناعة السيارات في الصدارة و يليه قطاع الزراعة. في العقدين الأخيرين ، إنفتح النسيج الاقتصادي المغربي على مجموعة من المجالات ذات الإنتاجية المرتفعة ، كصناعة السيارات ، الإلكترونيك و صناعة الطيران ، حيث شكلت هذه القطاعات الثلاث في سنة 2017 حوالي ثلث (32.19%) الصادرات المغربية. رغم كل هذا ، لا يزال قطاع الصادرات ، و من وراءه اقتصاد المغرب ، يعاني من معوقات هيكلية ، أبرزها إرتهان بعض القطاعات الوازنة في هيكل الصادرات لتقلبات ظرفية ، مناخية أو خارجية ، كالزراعة و الفوسفات ، إضافة إلى تناقص إنتاجية و تنافسية بعض القطاعات الكلاسيكية كالنسيج و الجلود ، حيث يتعرض هذا القطاع لمنافسة آسيوية شديدة تجبره يوم بعد يوم على التخلي عن أعداد كبيرة من العمال و عن حصص مهمة من أسواق الدول الإفريقية.

الجدول (6): هيكل الصادرات حسب القطاعات الرئيسية (القيم بالمليون درهم)

القطاعات السنة	القيمة الإجمالية للصادرات	الفوسفات ومشتقاته	الزراعة والمنتجات الزراعية	النسيج والجلود	السيارات	الطيران	الإلكترونيك والأدوية	صناعة الأدوية	قطاعات أخرى
2008	155740	51461	28089	31115	13658	3613	6701	533	20570
2009	113020	18125	27092	29465	12025	4228	5467	530	16088
2010	149583	35888	29461	30349	18397	5307	6728	609	22844
2011	174994	48461	31348	32162	23361	5809	7145	569	26139
2012	184885	48397	32645	33018	25164	6743	7040	840	31038
2013	185387	37330	36243	32011	31660	7211	6938	1026	32968
2014	200808	38301	39036	33512	40262	6979	7966	986	33766
2015	218040	44401	45942	33048	48821	8223	7860	1048	28697
2016	225651	39598	50109	35300	54630	9200	8434	1100	27280
2017	248841	44210	54435	37048	58783	12216	9112	1162	31875

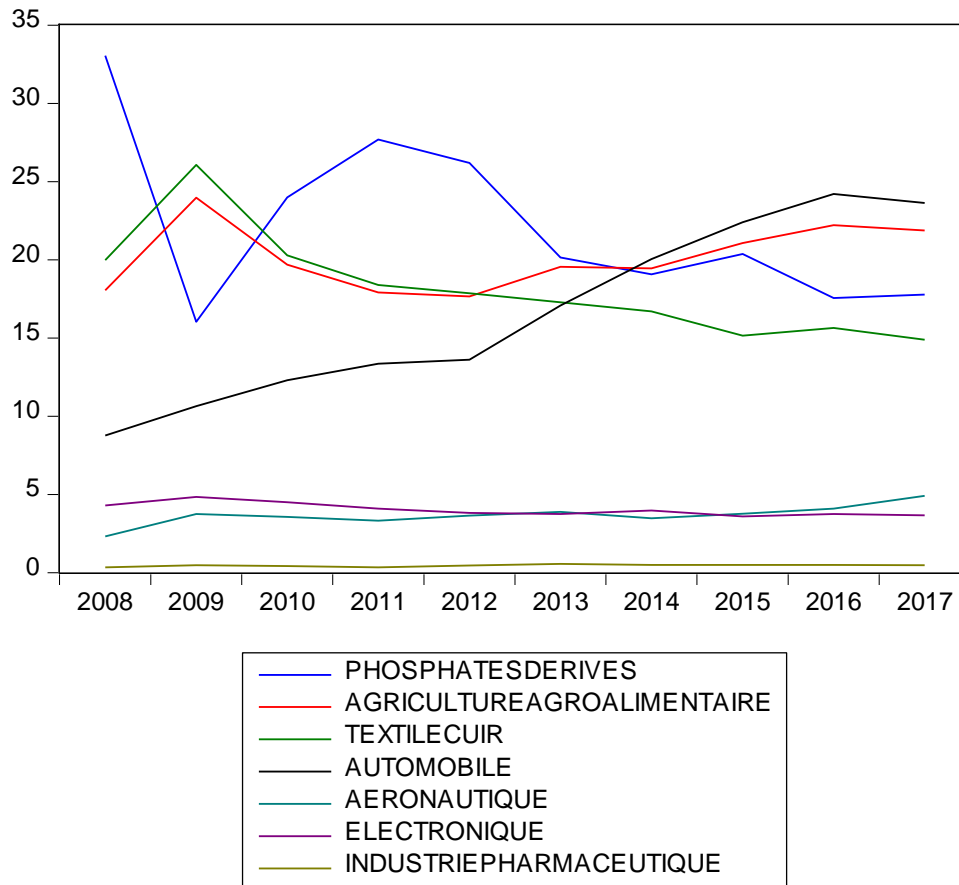
المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات مكتب الصرف Office des Changes المغربي www.oc.gov.ma

الجدول (7): تطور نسب القطاعات الرئيسية من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)

القطاعات السنة	القيمة الإجمالية للصادرات	الفوسفات ومشتقاته (%)	الزراعة والمنتجات الزراعية (%)	النسيج والجلود (%)	السيارات (%)	الطيران (%)	الإلكترونيك (%)	صناعة الأدوية (%)	قطاعات أخرى (%)
2008	100	33,04	18,04	19,98	8,77	2,32	4,30	0,34	13,21
2009	100	16,04	23,97	26,07	10,64	3,74	4,84	0,47	14,23
2010	100	23,99	19,69	20,29	12,30	3,55	4,50	0,41	15,27
2011	100	27,69	17,91	18,38	13,35	3,32	4,08	0,33	14,94
2012	100	26,18	17,66	17,86	13,61	3,65	3,81	0,45	16,79
2013	100	20,14	19,55	17,27	17,08	3,89	3,74	0,55	17,78
2014	100	19,07	19,44	16,69	20,05	3,48	3,97	0,49	16,82
2015	100	20,36	21,07	15,15	22,39	3,77	3,60	0,48	13,16
2016	100	17,55	22,21	15,64	24,21	4,08	3,74	0,49	12,09
2017	100	17,77	21,87	14,89	23,62	4,91	3,66	0,47	12,81

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات مكتب الصرف *Office des Changes* المغربي www.oc.gov.ma

الشكل (4): تطور حصص القطاعات الرئيسية من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات مكتب الصرف *Office des Changes* المغربي www.oc.gov.ma

الاقتصاد المغربي هو خدماتي بامتياز ، حيث خلال الفترة 2001-2017 قد ساهم القطاع الثالث ، المعني بإنتاج الخدمات ، بأكثر من 50% من الناتج الداخلي الإجمالي ، كما هو موضح في الجدولين (8) و (9) و الشكل (5). بينما يساهم القطاع الأولي ، المعني بالفلاحة و الصيد البحري و تربية الأسماك ، و القطاع الثاني ، المختص بالتجارة و الفنادق و النقل... إلخ ، مجتمعين معا ، بأقل من تلك النسبة حيث في سنة 2017 بلغت مساهمة القطاع الثاني في الناتج الداخلي الإجمالي حوالي 26.13% في حين لم يساهم القطاع الأولي إلا بـ 12.38% ، و بالتالي كانت المساهمة الإجمالية لهذين القطاعين تقدر بـ 38.51%. رغم المساهمة الضعيفة نسبيا للفلاحة ، التي تندرج في إطار القطاع الأولي ، في الناتج الداخلي الإجمالي ، إلا أنّها تبقى تمثل القطاع الأكثر توفيرا لمناصب الشغل للمواطنين المغاربة و تشكل أيضا أهم عامل محدد لنمو الاقتصاد المغربي.

الجدول (8): الناتج الداخلي الإجمالي حسب قطاعات الأنشطة (مليون درهم)

الناتج الداخلي الخام	الضريبة على المنتجات الصالفة من الإعانات	القطاع الثالث	القطاع الثاني	القطاع الأولي	القطاعات السنة
383184.5	-	204874.2	118653.3	59657	2001
397781.9	-	213019	120621.5	64141.4	2002
419485.2	-	224287.9	125219	69978.3	2003
500081	50737	250632	125040	73672	2004
527679	53723	270642	133749	69565	2005
577344	59396	289835	140631	87482	2006
616254	70561	321713	149052	74928	2007
688843	69211	341076	187866	90690	2008
732449	79292	359365	186742	107050	2009
764301	76309	378113	204075	105534	2010
802607	60188	402997	224556	114866	2011
847881	66068	453370	223903	104540	2012
897923	79510	463212	234973	120228	2013
925376	94668	477665	245138	107905	2014
987950	113971	491424	257596	124759	2015
1013559	118628	509991	263384	121556	2016
1063297	122692	531184	277798	131623	2017

يضم القطاع الأولي: الفلاحة و الصيد البحري.

يضم القطاع الثاني: الصناعة الإستخراجية، الصناعة التحويلية، الكهرباء و الماء، البناء و الأشغال العمومية.

يضم القطاع الثالث: التجارة، الفنادق و المطاعم، النقل، البريد و الاتصالات، الأنشطة المالية و التأمينات، الخدمات المقدمة للشركات و الخدمات الشخصية، الإدارة العمومية و الضمان الاجتماعي، التعليم و الصحة و الأعمال الاجتماعية، فرع وهمي.

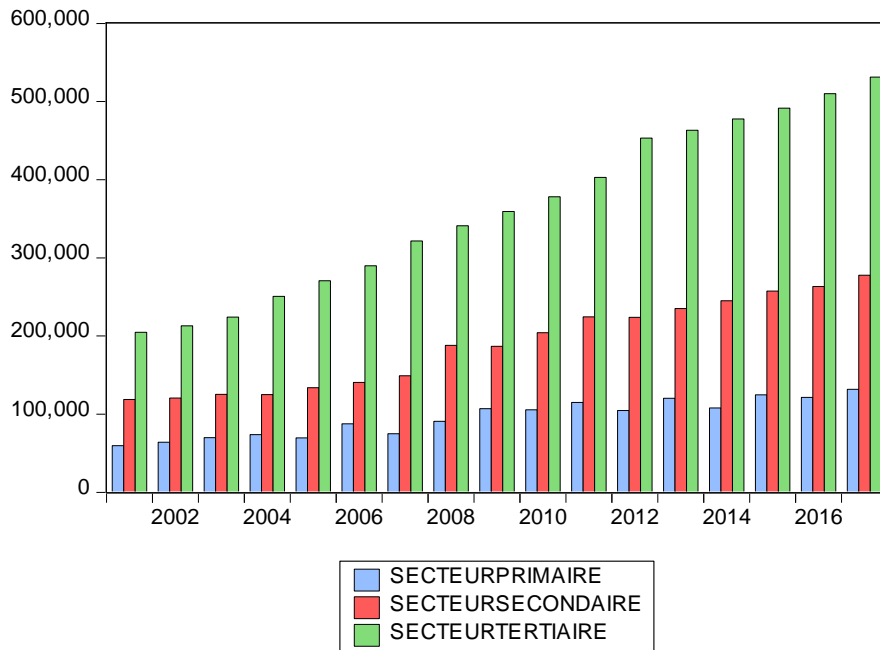
المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات المندوبية السامية للتخطيط www.hcp.ma

الجدول (9): توزيع الناتج الداخلي الإجمالي حسب قطاعات الأنشطة بالنسب المئوية

الناتج الداخلي الخام (%)	الضريبة على المنتجات الصافية من الإعانات (%)	القطاع الثالث (%)	القطاع الثاني (%)	القطاع الأولي (%)	القطاعات / السنة
100	-	53,47	30,96	15,57	2001
100	-	53,55	30,32	16,12	2002
100	-	53,47	29,85	16,68	2003
100	10,14	50,12	25,00	14,73	2004
100	10,18	51,29	25,35	13,18	2005
100	10,29	50,20	24,36	15,15	2006
100	11,45	52,20	24,19	12,16	2007
100	10,05	49,51	27,27	13,16	2008
100	10,82	49,06	25,49	14,62	2009
100	9,98	49,47	26,70	13,81	2010
100	7,50	50,21	27,98	14,31	2011
100	7,79	53,47	26,41	12,33	2012
100	8,85	51,59	26,17	13,39	2013
100	10,23	51,62	26,49	11,66	2014
100	11,54	49,74	26,07	12,63	2015
100	11,70	50,32	25,99	11,99	2016
100	11,54	49,96	26,13	12,38	2017

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات المندوبية السامية للتخطيط www.hcp.ma

الشكل (5): الناتج الداخلي الإجمالي حسب قطاعات الأنشطة (مليون درهم)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات المندوبية السامية للتخطيط www.hcp.ma

خلال العقدين الأخيرين ، و بالضبط من 2000 إلى 2017 ، اتسم الاقتصاد المغربي بالاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي ، حيث نَمى بوتيرة متوسطة في هذه الفترة. إذ و إلى غاية الأزمة المالية لسنة 2008 ،

تباينت معدلات النمو ، كما هو موضح في الجدول (10) ، بين معدل 1.9% و 7.6% ، في حين تباينت هذه المعدلات بعد الأزمة بين 1.1% و 5.2%. كما عرف أيضا المغرب معدلات تضخم منخفضة خلال نفس الفترة ، و هذا ما يُبَيِّنُهُ الجدول (11) ، إذ لم يتجاوز التضخم نسبة 2% منذ سنة 2009. إنّ المعدلات التي سجلتها المؤشرات الماكرواقتصادية هذه لَهِيَ معدلات جيدة مقارنة مع إكراهات الظرفية الاقتصادية العالمية بشكل عام و المغربية بشكل خاص.

الجدول (10): تطور نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي للمغرب

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
النمو الاقتصادي	1.9	7.3	3.1	5.9	4.8	3.3	7.6	3.5	5.9
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
النمو الاقتصادي	4.2	3.8	5.2	3	4.5	2.7	4.5	1.1	4.1

المصدر: البنك الدولي

الجدول (11): تطور معدل التضخم في المغرب

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
معدل التضخم	1.9	0.6	2.8	1.2	1.5	1	3.3	2	3.7
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل التضخم	0.97	0.99	0.9	1.3	1.9	0.4	1.5	1.6	0.8

المصدر: البنك الدولي

أما بخصوص سياسة سعر الصرف في المغرب ، فقد إعتد بنك المغرب ، منذ السبعينات ، نظام صرف ثابت يربط الدرهم بسلة عملات الشركاء الرئيسيين للبلد ، لكن و إلى غاية سنة 2015 ، تم إدخال عدة تعديلات على تشكيلة هذه السلة من أجل عكس التطورات التي شهدتها بنية المبادلات التجارية للمغرب. حسب بنك المغرب¹ ، إنّ التعديلات التي أجريت هي كالتالي:

- في سنة 1990 ، تم إعادة هيكلة سلة العملات لتعزيز حصة العملات الأوروبية مع خفض قيمة الدرهم بمعدل 9.25%.

- في سنة 1999 ، تم إعادة هيكلة سلة العملات باستبدال العملات الأوروبية بالأورو.

¹ - بنك المغرب www.bkam.ma

- في سنة 2001 ، تمّ إعادة هيكلة سلة العملات بحصر تركيبتها في الأورو و الدولار الأمريكي ، و بترجيحات 80% و 20% على التوالي ، و هو الأمر الذي أدى إلى خفض قيمة الدرهم بنسبة 5%.
- آخر تعديل جرى في سنة 2015 ، حيث تم مراجعة ترجيحات (أوزان) سلة العملات لتصبح 60% بالنسبة للأورو و 40% بالنسبة للدولار الأمريكي.

مكّن نظام الصرف الثابت المغرب ، خاصة خلال سنوات الألفية الثالثة التي ميّزتها الأزمة الاقتصادية العالمية ، من الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي الكلي ، لاسيّما من حيث التحكم في التضخم الذي لم يتجاوز 2% منذ سنة 2009 ، كما هو مبين في الجدول (11) ، و بالتالي قد وفّر هذا النظام للبنك المركزي ركيزة إسمية متمثلة في سعر الصرف ساعدته في تحقيق الهدف الرئيسي لسياسته النقدية.

في ظل إختيار المغرب لسبيل الانفتاح الاقتصادي و الاندماج في الاقتصاد العالمي ، لم يعد نظام الصرف الثابت يتلاءم مع توجهاته ، و بالتالي أصبح المغرب منذ 2010 يفكر في إصلاح نظام الصرف. في سنة 2016 تم فعليا إصلاح نظام الصرف من الثابت إلى المرن ، و أصبح يُعوّل على هذا النظام الجديد في المساهمة في تطوير تنافسية الاقتصاد على المدى المتوسط و البعيد و تعزيز متانتِهِ أمام الصدمات الخارجية.

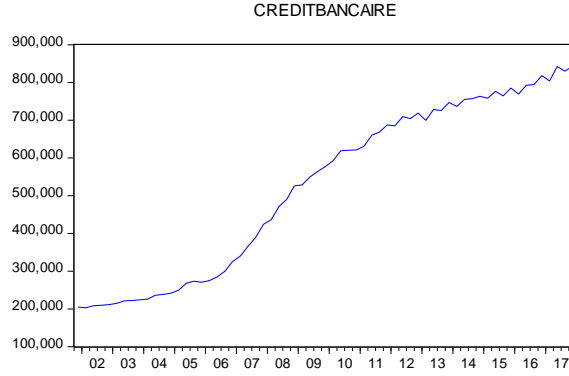
يتكون النظام المالي المغربي من نظام بنكي و سوق مالي (البورصة). حسب بنك المغرب¹ ، مع نهاية سنة 2017 ، بلغ عدد مؤسسات الائتمان و الهيئات المُعتبرة في حُكْمِهَا المرخص لها في المغرب 83 مؤسسة ، تشمل 19 بنكا (بما فيها البنوك المدرجة في البورصة و عددها 6) و 33 شركة تمويل و ستة بنوك حرة و 13 جمعية للقروض الصغرى و 10 شركات لتحويل الأموال و صندوق الإيداع و التدبير و صندوق الضمان المركزي. بلغ عدد الشبايبك البنكية في نفس السنة 6309 شباك ، و هو عدد يساوي تقريبا أربع أضعاف عدد الوكالات البنكية الموجودة في الجزائر. يتّسم النظام البنكي المغربي بانفتاحه على الخارج ، حيث تتواجد عدة مؤسسات أجنبية في المغرب كما تتواجد بالمقابل بنوك مغربية في الخارج ، إذ تتوزع ثلاث مجموعات بنكية في حوالي 30 دولة ، منها 22 في إفريقيا.

تلعب البنوك دور مهم في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية في المغرب ، إذ استمر تزايد حجم القروض البنكية الموزعة طوال الفترة 2001-2017 ، مثلما هو موضح في الشكل (6) ، كما ارتفعت وتيرة نموها بشكل لافت في الفترة 2007-2010. من جهة أخرى ، نلاحظ في الجدولين (12) و (13) و الشكل (7) أنّه قبل

¹ - بنك المغرب ، الإشراف البنكي ، بنية النظام البنكي . (www.bkam.ma)

سنة 2013 كانت القروض قصيرة الأجل تُهيمن بصورة واضحة على إجمالي القروض البنكية ، و لكن انطلاقا من سنة 2014 بدأت تَتَعَزَّز حصة القروض الطويلة الأجل من إجمالي القروض البنكية ، إلى أن أصبحت أكبر من القروض القصيرة الأجل في سنتي 2016 و 2017 ، و هذا يشير إلى وجود توجيه للموارد المالية نحو الاستثمار.

الشكل (6): تطور القروض البنكية في المغرب (بمليون درهم)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات بنك المغرب

الجدول (12): القروض البنكية حسب الأجل (بمليون درهم)

القروض البنكية	الديون المعلقة الأداء	قروض لأجل طويل (أكثر من 7 سنوات)	قروض لأجل متوسط (ما بين 2 و 7 سنوات)	مستحقات غير مؤداة	قروض لأجل قصير (أقل من 2 سنوات)	نوع القروض
						السنوات
325 582	34 440	81 322	67 514	796	142 307	2006
424 406	32 444	106 537	105 756	910	179 669	2007
526 190	30 330	132 416	143 487	1 667	219 956	2008
577 084	30 708	142 520	171 132	5 175	232 723	2009
621 486	29 681	179 751	182 600	6 432	229 453	2010
687 333	32 499	181 783	189 193	7 395	283 858	2011
719 201	35 310	199 623	184 475	7 515	299 792	2012
747 008	43 721	204 525	196 922	10 495	301 840	2013
763 401	52 532	243 512	183 677	10 528	283 680	2014
784 991	57 429	253 448	194 507	8 013	279 607	2015
818 098	61 356	286 300	187 727	6 866	282 715	2016
843 308	63 625	303 351	199 899	6 265	276 432	2017

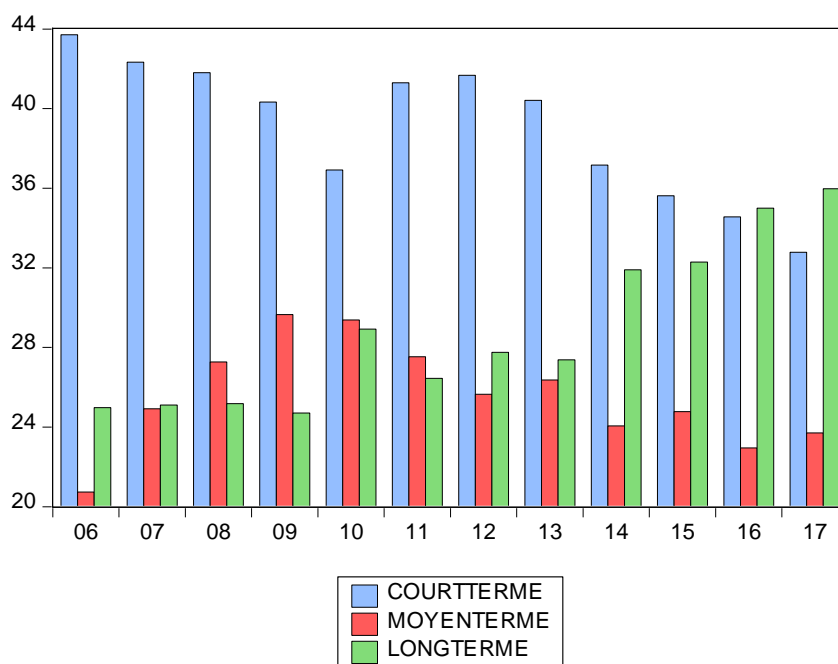
المصدر: بنك المغرب و المندوبية السامية للتخطيط

الجدول (13): القروض البنكية حسب الأجل (بالنسب المئوية)

القروض البنكية (%)	الديون المعلقة الأداء (%)	قروض لأجل طويل (أكثر من 7 سنوات) (%)	قروض لأجل متوسط (ما بين 2 و 7 سنوات) (%)	مستحقات غير مؤداة (%)	قروض لأجل قصير (أقل من 2 سنوات) (%)	نوع القروض / السنوات
100	10,58	24,98	20,74	0,24	43,71	2006
100	7,64	25,1	24,92	0,21	42,33	2007
100	5,76	25,17	27,27	0,32	41,8	2008
100	5,32	24,7	29,65	0,9	40,33	2009
100	4,78	28,92	29,38	1,03	36,92	2010
100	4,73	26,45	27,53	1,08	41,3	2011
100	4,91	27,76	25,65	1,04	41,68	2012
100	5,85	27,38	26,36	1,4	40,41	2013
100	6,88	31,9	24,06	1,38	37,16	2014
100	7,32	32,29	24,78	1,02	35,62	2015
100	7,5	35	22,95	0,84	34,56	2016
100	7,54	35,98	23,7	0,74	32,78	2017

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات الجدول السابق (12)

الشكل (7): تقسيم القروض البنكية حسب الآجال (نسب مئوية من إجمالي القروض)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات الجدول السابق (13)

أما على صعيد سوق البورصة ، فإنّ هذا الأخير يلعب دور لا بأس به في تمويل الاقتصاد المغربي ، و هذا الدور هو جدّ متميز مقارنة مع بورصات تونس و الجزائر. يمكننا قياس حجم بورصة المغرب بواسطة مؤشرين هما: مؤشر القيمة السوقية و (يُعرف أيضا بمؤشر رَسْمَلَة البورصة)¹ و مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة². استنادا إلى هذين المؤشرين ، كما هو موضح في الجدول (14) ، يبدو أنّه يوجد تطور معتبر و متميز لسوق الأوراق المالية بالمغرب مقارنة مع بورصتي تونس و الجزائر. يظهر من خلال أرقام هذا الجدول إضافة إلى الشكل (8) أنّه في الوقت الذي لم تتجاوز فيه القيمة السوقية بالجزائر مستوى 0.353 مليار دولار ، و حصل ذلك في سنة 2017 ، و لم تتجاوز القيمة السوقية بتونس حد 10.652 مليار دولار ، و كان ذلك في سنة 2010 ، بلغت القيمة السوقية بالمغرب حد أقصى يساوي 75.494 مليار دولار في سنة 2007 ، أي قبل سنة من انطلاق الأزمة المالية العالمية. و حتى في نهاية سنة 2017 ، حلت البورصة المغربية في المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية إذ بلغت حوالي 67.048 مليار دولار في حين بلغت القيمة السوقية ببورصتي تونس و الجزائر حوالي 8.923 و 0.353 مليار دولار على التوالي. أما من ناحية عدد الشركات المدرجة في البورصة فقد تصدرت المغرب المجموعة ، خلال فترة الاستقراء ، إلى غاية سنة 2013 ثمّ حلت محلها تونس إلى غاية 2017. و بالتالي ، تشير هذه الأرقام إلى تفوق بورصة المغرب على نظيرتيها بتونس و الجزائر من حيث مساهمتها في تمويل الاقتصاد ، و إلى الضعف و المحدودية الكبيرة لبورصة الجزائر في هذا الجانب.

¹ - إنّ القيمة السوقية (المسماة كذلك برَسْمَلَة البورصة) تساوي سعر السهم مضروب في عدد الأسهم المتداولة (بمختلف أصنافها) الخاصة بالشركات المحلية. البيانات المستعملة لقياسها هي قيم نهاية السنة التي يتم تحويلها إلى دولارات أمريكية باستخدام أسعار صرف العملات الأجنبية المُقَابَلَة في نهاية السنة.

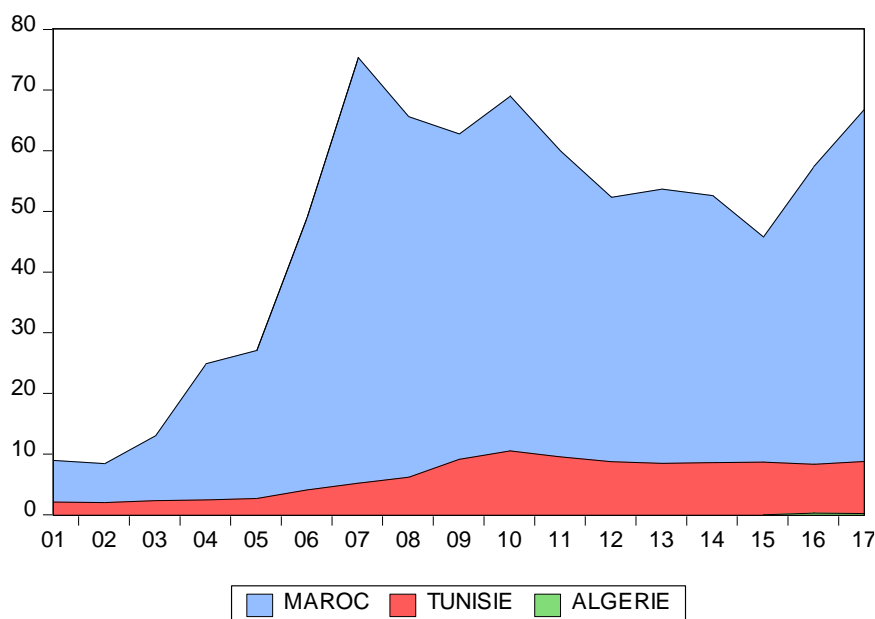
² - إنّ مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة يأخذ في الحسبان الشركات التي لديها أسهم مدرجة في البورصة في نهاية السنة.

الجدول (14): تطور القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة في البورصة بدول المغرب العربي: الجزائر، المغرب و تونس

المؤشر السنوات	عدد الشركات المدرجة في البورصة			القيمة السوقية (مليار دولار)		
	تونس	المغرب	الجزائر	تونس	المغرب	الجزائر
2001	45	55	3	2.230	9.087	0.189
2002	46	55	3	2.130	8.590	0.138
2003	45	52	3	2.463	13.152	0.143
2004	44	53	3	2.572	25.064	0.139
2005	45	54	3	2.816	27.219	0.142
2006	48	63	2	4.233	49.360	0.094
2007	51	73	2	5.347	75.494	0.097
2008	50	77	2	6.337	65.748	0.091
2009	52	76	2	9.282	62.910	0.090
2010	56	73	2	10.652	69.152	0.105
2011	57	75	3	9.662	60.088	0.197
2012	59	76	3	8.887	52.480	0.167
2013	71	75	4	8.601	53.831	0.177
2014	77	74	4	8.744	52.747	0.168
2015	78	74	4	8.819	45.928	0.144
2016	79	74	5	8.450	57.580	0.414
2017	81	73	5	8.923	67.048	0.353

- تم حساب القيمة السوقية لبورصة الجزائر من خلال تحويل بيانات بعملة الدينار، مستقاة من تقارير بورصة الجزائر، إلى بيانات بعملة الدولار بواسطة سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.
- المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات البنك الدولي (بالنسبة لبيانات المغرب و تونس) و بورصة الجزائر (بالنسبة لبيانات الجزائر).

الشكل (8): تطور القيمة السوقية بدول المغرب العربي: الجزائر، المغرب و تونس



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات الجدول السابق (14)

بناءً على ما سبق ، نتوقع ، قبل إجراء الدراسة القياسية ، محدودية أو عدم فعالية قناة سعر الصرف بسبب إتباع المغرب لنظام الصرف الثابت ، كما نتوقع كذلك إمكانية عمل باقي قنوات انتقال السياسة النقدية ، قنوات معدل الفائدة ، القرض و أسعار الأصول ، بفعالية (رُيما بشكل نسبي) و هذا لسبب النشاط الملاحظ على مستوى البنوك و توزيعهم للقروض و كذا النشاط المعتبر لبورصة المغرب.

II-2- تحليل السياسة النقدية:

إن تحليل السياسة النقدية يقودنا بالضرورة إلى مُعابنة مميزات الإطار المؤسّساتي و الإطار التنفيذي للسياسة النقدية. لقد شكّل دخول القانون الأساسي الجديد لبنك المغرب حيز التطبيق في نوفمبر 2005 مُنعطفًا هامًا بالنسبة للسياسة النقدية بالمغرب ، حيث أعطى لبنك المغرب الاستقلالية في مجال صياغة و إعداد و تنفيذ السياسة النقدية كما أُعتبر الحفاظ على استقرار الأسعار الهدف الأساسي للبنك (موقع بنك المغرب).

بالفعل ، كما تنص على ذلك المادة 6 من القانون الأساسي لبنك المغرب¹ ، يتمثل الهدف الرئيسي و الأولي للسياسة النقدية بالمغرب في إستقرار الأسعار ، كما يمكن لبنك المغرب أن يساهم في تحقيق أهداف اقتصادية أخرى (كدعم النمو) في إطار السياسة الاقتصادية و المالية الكلية للحكومة ، لكن من دون الإضرار بهدف استقرار الأسعار. إن تحقيق بنك المغرب لهذا الهدف الأخير من شأنه أن يحافظ على القدرة الشرائية للمواطنين و يتيح للمستثمرين فرصة التوفر على رؤية أفضل لما هو قادم في المستقبل من تطورات ، كما يساهم أيضا في دعم النمو و التشغيل.

أما بخصوص الإطار التنفيذي للسياسة النقدية بالمغرب ، فلتحقيق هدف استقرار الأسعار يحدد بنك المغرب كهدف تشغيلي له متوسط معدل الفائدة المرجح في السوق القائمة ما بين البنوك ، و الذي يسعى إلى الحفاظ عليه عند مستوى قريب من معدل الفائدة الرئيسي. كما يستخدم بنك المغرب أداتين رئيسيتين لبلوغ هدفه النهائي و هما معدل الفائدة الرئيسي *le taux directeur* و الاحتياطي الاجباري². يشكل معدل الفائدة الرئيسي معدل الفائدة المطبق على تَسْبِيقَات البنك لمدة 7 أيام في السوق النقدية. بينما تضم المنظومة التشغيلية للسياسة النقدية الأدوات التالية المتعلقة بعمليات السوق (بنك المغرب)³: العمليات الرئيسية (التي تهدف

¹ - Chapitre II, Section I, Article 6 du statut de Bank Al-Maghrib.

² - Bank Al-Maghrib, Politique monétaire, Cadre stratégique, Présentation. (www.bkam.ma)

³ - Bank Al-Maghrib, Politique monétaire, Cadre opérationnel, Dispositif d'intervention sur le marché monétaire. (www.bkam.ma)

إلى مُلائمة معدل الفائدة ما بين البنوك مع القيمة التي تستهدفها السياسة النقدية) ، عمليات الضبط الدقيق ،
التسهيلات الدائمة بمبادرة من البنوك ، العمليات الطويلة الأجل و العمليات الهيكلية. أمّا فيما يتعلق بقرارات
السياسة النقدية المرتبطة بماتين الأدوات منذ سنة 2006 فقد كانت كما يلي (الجدول (15)):

الجدول (15): قرارات السياسة النقدية منذ سنة 2006

التاريخ	معدل الفائدة الرئيسي (%)	نسبة الاحتياطي الاجباري (%)	المكافئة المقدمة على الاحتياطي (%)
2007/09/25-2006/12/19	3.25	16.5	0.75
2008/03/25-2007/12/25	3.25	15	0.75
2008/09/23-2008/06/17	3.5	15	0.75
2008/12/23	3.5	12	0.75
2009/03/24	3.25	12	0.75
2009/06/16	3.25	10	0.75
2009/12/22-2009/10/01	3.25	8	0.75
2011/12/20-2010/03/30	3.25	6	0.75
2012/06/19-2012/03/27	3	6	0.75
2013/09/24-2012/09/25	3	4	0.75
2013/12/17	3	4	0
2014/06/17-2014/03/25	3	2	0
2014/09/23	2.75	2	0
2015/12/22-2014/12/16	2.5	2	0
2016/03/22	2.25	2	0
2016/06/21 إلى الآن	2.25	4	0.75

المصدر: بنك المغرب

III- تحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدولة تونس:

III-1- تحليل الواقع الاقتصادي و المالي:

يُعد الاقتصاد التونسي من الإقتصادات النامية الصغيرة الحجم نسبيا و المنفتحة على العالم الخارجي ،
ذلك أنّ تونس عضو مؤسس للمنظمة العالمية للتجارة منذ سنة 1995 و لها اتفاقية شراكة مع الاتحاد الأوروبي
وُقعت في 17 جويلية 1995 و دخلت حيز التنفيذ في 1 مارس 1998 ، إذ منذ 2008 أصبحت المنتجات
الصناعية الأوروبية الداخلة إلى تونس مُعفاة تماما من الرسوم الجمركية. مثل هذه الاتفاقيات قد عزز اندماج
الاقتصاد التونسي في سياق عولمة الأسواق. يمتلك الاقتصاد التونسي قاعدة إنتاجية (نسيج اقتصادي) متنوعة

نسبيا ، و تشمل عدة قطاعات مثل الزراعة و الصناعة و السياحة و المناجم و الخدمات. كان للحكومة دور بارز في التحكم في مفاصل الاقتصاد التونسي طيلة ثلاث عقود تَلَتْ تاريخ الاستقلال عن الاستعمار الفرنسي ، إلا أنه بدأ هذا الدور يضعف بعد تبني تونس منهج الإصلاح الليبرالي منذ سنة 1986 و توجهها نحو خيار الخوصصة ، و بالتالي ترك المجال أمام القطاع الخاص لينمو و يصبح الآن يشكل دعامة رئيسية للاقتصاد الوطني التونسي.

يعتمد الاقتصاد التونسي على مصادر متنوعة الدخل ، حيث تتمثل أهم القطاعات المُصدِّرة في قطاعي النسيج و الكساء و الجلد و صناعة المنتجات الكهربائية و الميكانيكية ، و تُشكل إيرادات بيع منتجات هذه القطاعات ، كما هو موضح في الجدولين (16) و (17) ، أكثر من 51% من قيمة الصادرات طوال فترة الاستقرار 2001-2017 ، بل وفاقت 60% في كثير من السنوات ، في حين ظلت صادرات منتجات كل من الفلاحة ، المحروقات و الطاقة ، المناجم و الفوسفاط و مشتقاته و منتجات صناعية أخرى ، ضعيفة و لكن مهمة بالنسبة لتونس. يلاحظ من خلال الشكل (9) أنّ من سنة 2001 إلى سنة 2007 تصدَّرَ قطاع النسيج و الكساء و الجلد مجموعة القطاعات المُصدِّرة من حيث الحصة التي يأخذها من قيمة الصادرات ، و لكن ابتداءً من سنة 2008 أصبح قطاع الصناعات الكهربائية و الميكانيكية في الصدارة ، مع الإشارة إلى أنّ هذين القطاعين بقيّا في مقدمة القطاعات إلى غاية سنة 2017. رغم هذه النتائج التي سجلتها كل هذه القطاعات ، لا يزال قطاع الصادرات يُعاني من مُعيقات هيكلية ، أبرزها تناقص إنتاجية و تنافسية بعض القطاعات الكلاسيكية كالنسيج و الكساء و الجلود ، حيث يتعرض هذا القطاع لمنافسة آسيوية (الصين و تركيا) شديدة تُجبره يوم بعد يوم على التخلي عن أعداد معتبرة من العمال و عن حصص مهمة من أسواق الدول الإفريقية ، و هو ذا ما يتجلى في تدهور قيمة صادرات هذا القطاع حسب معطيات الجدولين (16) و (17).

الجدول (16): تطور الصادرات حسب أهم القطاعات (القيم بالمليون دينار)

القطاعات (المواد)	السنوات	القيمة الإجمالية للصادرات						
		المنتجات الفلاحية و الغذائية	المنتجات المحروقات و الطاقة	المنتجات المناجم، الفسفاط و مشتقاته	المنتجات النسيج و الكساء و الجلد	المنتجات الصناعات الكهربائية و الميكانيكية	منتجات صناعات أخرى	
	2001	9 536,2	785,1	877,7	765,0	4 615,2	1 777,2	715,7
	2002	9 748,6	694,9	911,9	724,9	4 734,7	1 897,1	795,1
	2003	10 342,6	749,9	1 032,6	685,9	4 880,6	2 149,7	843,8
	2004	12 403,8	1 430,9	1 151,0	864,9	5 275,6	2 701,8	979,6
	2005	13 793,6	1 471,1	1 757,3	953,5	5 178,6	3 249,6	1 183,6
	2006	15 558,1	1 886,2	2 017,6	1 033,7	5 191,0	4 024,6	1 405,0
	2007	19 409,6	1 888,0	3 137,8	1 447,8	6 076,3	5 266,8	1 592,9
	2008	23 637,0	2 155,6	4 079,9	3 322,8	6 098,3	6 232,8	1 747,6
	2009	19 469,2	1 849,5	2 637,7	1 660,2	5 558,1	6 001,0	1 762,7
	2010	23 519,0	1 879,4	3 313,9	2 158,3	6 036,4	8 070,9	2 060,1
	2011	25 091,9	2 592,4	3 649,5	1 300,6	6 378,1	9 277,5	1 893,8
	2012	26 547,7	2 577,2	4 450,4	1 649,6	5 927,8	9 714,8	2 227,9
	2013	27 701,2	2 740,6	4 209,7	1 657,9	6 227,2	10 364,6	2 501,2
	2014	28 406,7	2 297,1	3 741,7	1 618,0	6 460,9	11 574,1	2 714,9
	2015	27 607,2	4 008,9	1 986,3	1 110,4	6 002,5	11 450,7	3 048,4
	2016	29 145,6	3 082,7	1 643,0	1 434,0	6 502,1	13 251,0	3 232,8
	2017	34 426,6	3 726,0	2 047,4	1 411,8	7 564,7	15 954,2	3 722,5

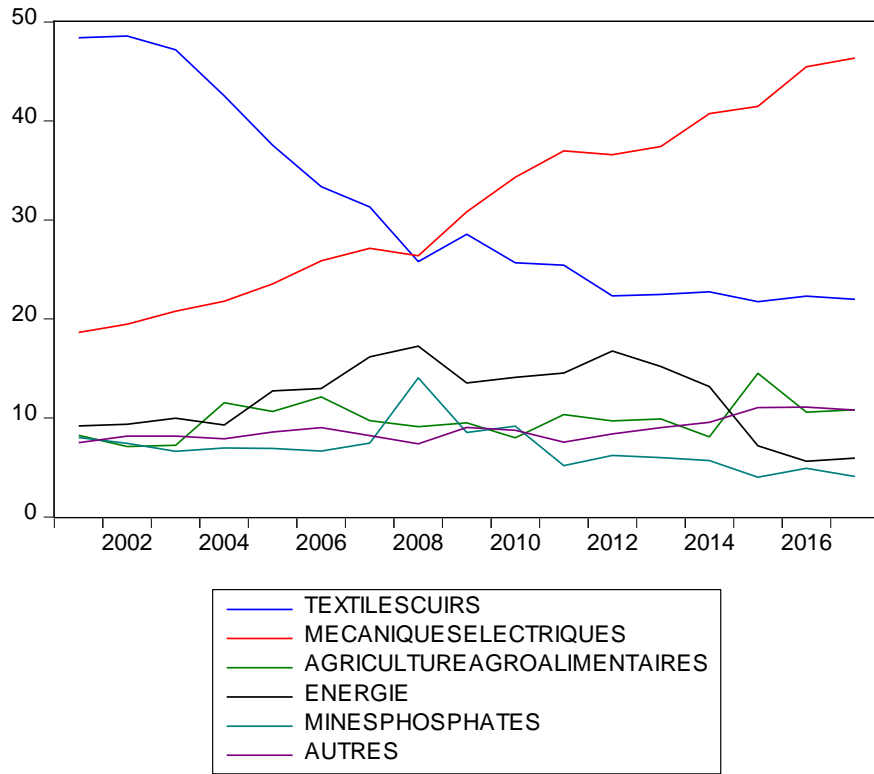
المصدر: المعهد الوطني للإحصاء (إحصائيات تونس)

الجدول (17): تطور نسب أهم القطاعات من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)

القطاعات (المواد)	السنوات	القيمة الإجمالية للصادرات						
		المنتجات الفلاحية و الغذائية	المنتجات المحروقات و الطاقة	المنتجات المناجم، الفسفاط و مشتقاته	المنتجات النسيج و الكساء و الجلد	المنتجات الصناعات الكهربائية و الميكانيكية	منتجات صناعات أخرى	
	2001	100	8,23	9,20	8,02	48,40	18,64	7,50
	2002	100	7,13	9,35	7,43	48,57	19,46	8,15
	2003	100	7,25	9,98	6,63	47,19	20,78	8,16
	2004	100	11,54	9,28	6,97	42,53	21,78	7,89
	2005	100	10,67	12,74	6,91	37,54	23,56	8,58
	2006	100	12,12	12,97	6,64	33,36	25,87	9,03
	2007	100	9,73	16,17	7,46	31,31	27,13	8,20
	2008	100	9,12	17,26	14,06	25,80	26,37	7,39
	2009	100	9,50	13,55	8,53	28,55	30,82	9,05
	2010	100	7,99	14,09	9,18	25,67	34,32	8,76
	2011	100	10,33	14,54	5,18	25,42	36,97	7,55
	2012	100	9,71	16,76	6,21	22,33	36,59	8,39
	2013	100	9,89	15,19	5,98	22,48	37,41	9,03
	2014	100	8,09	13,17	5,69	22,74	40,74	9,56
	2015	100	14,52	7,19	4,02	21,74	41,48	11,04
	2016	100	10,58	5,64	4,92	22,31	45,46	11,09
	2017	100	10,82	5,95	4,10	21,97	46,34	10,81

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات الجدول السابق (16)

الشكل (9): تطور حصص أهم القطاعات من إجمالي الصادرات (نسب مئوية من إجمالي الصادرات)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات الجدول السابق (17)

خلال العقدين الأخيرين ، و بالتحديد من سنة 2000 إلى سنة 2017 ، اُتسَم الاقتصاد التونسي بعدم الاستقرار (نسبيا) على مستوى الاقتصاد الكلي ، حيث شهد تقلبات ملحوظة على مستوى النمو و التضخم في هذه الفترة. تَعَرَّض الناتج الداخلي الخام الحقيقي لعدّة صدمات كبيرة خلال فترة الاستقرار 2000-2017 ، كما هو موضح في الجدول (18) ، ففي سنة 2002 تأثر الناتج سلبًا بالهجوم الإرهابي في مدينة جَرَبَة إذ لم يَنَمُ إلاّ بـ 1.3% بعدما نَمَى سابقًا بـ 4.7% و 3.8% في سنَّتي 2000 و 2001 على التوالي ، و كذلك في سنة 2009 في أعقاب الأزمة المالية العالمية سجّل معدل النمو إنخفاضًا ملحوظًا ليصبح 3% بعدما تَبَايَن سابقًا بين معدل 3.5% و 6.7% ، لكن الصدمة السلبية الأهم التي تعرض لها الناتج الداخلي الخام الحقيقي كانت في سنة 2011 في أعقاب الاضطرابات الاجتماعية في تونس ، حيث سجّل الاقتصاد التونسي معدل نمو سالب -1.9% ، بما يدل على حدوث إنخفاض في مستوى إنتاجه. بعد هذه الصدمة ، نَمَى الاقتصاد التونسي بوتيرة متوسطة خلال ثلاث سنوات متتالية 2012 ، 2013 و 2014 ، ثم تراجعت وتيرة نموه بعد ذلك و بقيت تتراوح بين معدل 1.1% و 2%.

الجدول (18): تطور نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي لتونس

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
النمو الاقتصادي	4.7	3.8	1.3	4.7	6.2	3.5	5.2	6.7	4.2
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
النمو الاقتصادي	3	3.5	-1.9	4	2.9	3	1.2	1.1	2

المصدر: البنك الدولي

أما فيما يتعلق بمعدلات التضخم التي عرفتها تونس خلال نفس الفترة ، فيمكننا إعطاء ملاحظتين بخصوصها ، استنادًا إلى معطيات الجدول (19): أولاً ، و باستثناء معدل التضخم المسجل في سنة 2008 (4.3%) ، بقيت معدلات التضخم معتدلة نوعاً ما خلال الفترة 2000-2011 ، إذ تباينت هذه المعدلات بين معدل 2% و 3.7%. ثانياً ، عرفت تونس خلال الفترة الأخيرة 2012-2017 معدلات تضخم مرتفعة تراوحت بين 3.7% و 5.8% ، و هذا يدل على عدم قدرة البنك المركزي التونسي على التحكم في التضخم.

الجدول (19): تطور معدل التضخم في تونس

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
معدل التضخم	3	2	2.7	2.7	3.6	2	3.2	3	4.3
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل التضخم	3.7	3.3	3.5	5.1	5.8	4.9	4.8	3.7	5.3

المصدر: البنك الدولي

أما بخصوص سياسة سعر الصرف في تونس ، فقد تبنت هذه الأخيرة ، منذ بداية العشرية الأولى للألفية الثالثة ، نظام التعويم الموجه. لكن حسب اتحاد المصارف العربية (2016)¹، إبتداءً من سنة 2012 أضحت تونس تعتمد نظام سعر صرف يتميز بمرونة أكبر و لكن تأثير سلطاتها النقدية على سعر الصرف يتم من دون وضع مسار محدد مسبقاً أو سعر صرف مستهدف ، حيث تؤدي متغيرات عديدة إلى تعديل سعر الصرف ، كوضعية ميزان المدفوعات و الاحتياطات الأجنبية و تطورات السوق الموازية. إن هذا النظام الجديد لسعر الصرف سيساعد البنك المركزي التونسي في الحفاظ على إحتياطات الصرف الأجنبي و سيسهل التعديل الخارجي و إمتصاص الصدمات الخارجية.

¹ - اتحاد المصارف العربية، « نظم أسعار الصرف في الدول العربية: التحديات و الفرص »، إدارة الدراسات و البحوث، 2016/03/28. مُتاح على الموقع (www.uabonline.org)

منذ سنة 2011 ، و العملة التونسية تشهد تراجع لافت و مستمر لقيمة سعر صرفها مقابل عُملتي الدولار الأمريكي و الأورو ، و سبب سماح السلطات النقدية التونسية بهذا الانخفاض هو تراجع الاحتياطات من العملة الأجنبية و عجز الميزان التجاري و انخفاض عائدات السياحة بعد الاضطرابات الاجتماعية (في سنة 2011) و تكرار الهجمات الإرهابية في المناطق السياحية بتونس. فبعدها كان سعر صرف الدينار التونسي مقابل الأورو يساوي 1.902 في مطلع سنة 2011 أصبح 2.418 في سنة 2017 ، ثم 2.940 في بداية سنة 2018. أما سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي فقد قفر من 1.424 في بداية 2011 إلى 2.439 عام 2018.

يتكون النظام المالي التونسي من نظام بنكي و سوق مالي (بورصة). حسب البنك المركزي التونسي (2018)¹، تتكون الخارطة البنكية التونسية في سنة 2016 من 43 مؤسسة تتوزع حسب طبيعة نشاطها بين 30 بنكاً و 13 مؤسسة مالية. و تتوزع البنوك الثلاثين بين 23 بنكاً مُقيماً و 7 بنوك غير مُقيمة بينما تتكون المؤسسات المالية من 8 مؤسسات للإيجار المالي و 3 شركات إدارة ديون و بنكي (2) أعمال. حسب البنك المركزي التونسي (2018)²، ظلّ نشاط البنوك و المؤسسات المالية خلال سنة 2016 ، كما هو الحال بالنسبة لسنة 2015 ، متركزاً أساساً حول البنوك المُقيمة التي تَسْتَأْثِرُ بـ 92% من الأصول و 93% من القروض و 97% من الودائع. كما جاء كذلك في التقرير السنوي للرقابة المصرفية للبنك المركزي التونسي (2018)³ أنّ مساهمة البنوك العمومية في النشاط البنكي ظلّت هي الأهم كما في السابق ، حيث تحوّل على حصة سوق تُعادل 40.1% بالنسبة للأصول و 39.1% للقروض و 34.7% للودائع. بلغ عدد فروع الشبكة البنكية في سنة 2016 حوالي 1774 فرعاً بمعدل صيرفة يُساوي فرع لكل 6372 ساكن ، حيث تُهيمن شبكة البنوك الخاصة بواقع 1172 فرع مقابل 540 فرع للبنوك العمومية و 62 فرع للبنوك ذات رأس مال مُختلط⁴. أمّا بالنسبة إلى شبكة مؤسسات الإيجار المالي فيبلغ عدد فروعها 58 فرعاً⁵.

تساهم البنوك في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية بتونس ، فحجم القروض التي توزعها للاقتصاد لم يتوقف عن التزايد منذ سنة 2000 إلى غاية سنة 2017 ، كما هو موضح في الشكل (10). كما يظل القطاع المالي التونسي أحسن من نظيره الجزائري من ناحية نسبة القروض المحلية التي يمنحها لمختلف القطاعات إلى الناتج

1 - البنك المركزي التونسي (2018)، « التقرير السنوي للرقابة المصرفية »، فيفري، ص.31

2 - مرجع سابق، ص. 36

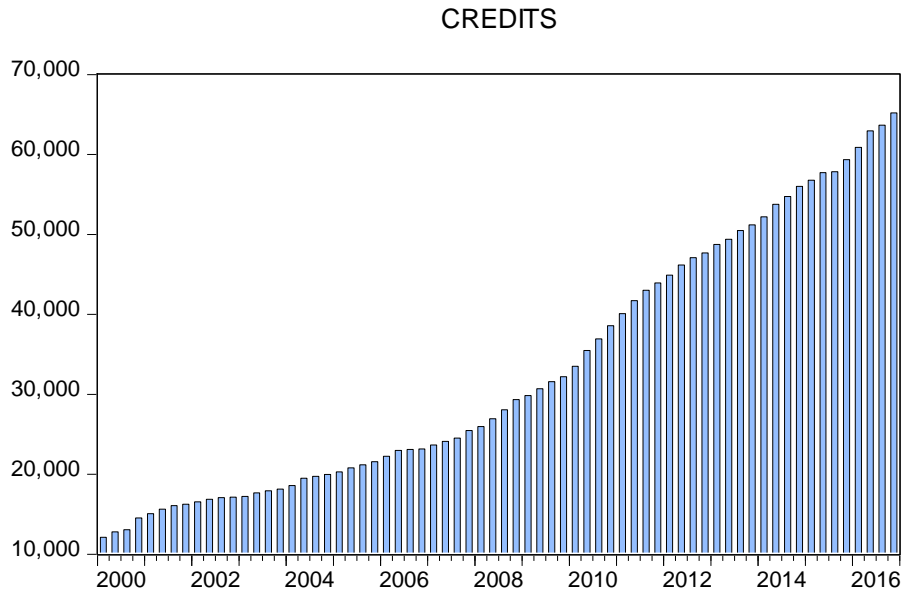
3 - مرجع سابق، ص. 38

4 - مرجع سابق، ص 40 ، 114

5 - مرجع سابق، ص. 41

الداخلي الخام ، كما هو مبين في الجدول السابق (5) ، لكن أدائه أضعف من أداء نظيره المغربي استنادًا إلى نفس المؤشر ، حيث بدأ يتجلى هذا الاختلاف على مستوى حجم القروض المقدمة للاقتصاد انطلاقًا من سنة 2005 و استمر إلى غاية 2017. رغم هذا ، يبقى أداء البنوك حسب الكثير من المختصين الاقتصاديين التونسيين ، دون المستوى الضروري لرفع ديناميكية الاقتصاد بالقدر الذي يسمح بامتصاص البطالة الجِدُّ مُتَفَشِيَّة في المجتمع التونسي.

الشكل (10): تطور القروض البنكية في تونس (بمليون دينار)



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على معطيات البنك المركزي التونسي

أما على صعيد سوق البورصة ، فإنّ هذا الأخير ، كما هو مبين في الجدول (20) ، يلعب دور ضعيف في تمويل الاقتصاد التونسي رغم العدد المعتبر للشركات المدرجة فيه مقارنة مع دول نامية شبيهة لدولة تونس (مثل المغرب). في حين أنّ أداء البورصة التونسية هو أفضل بكثير من أداء بورصة الجزائر ، يبقى هذا الأداء ضعيف مقارنة مع البورصة المغربية ، ذلك أنّ رَسْمَلَة السوق لَمْ تتجاوز 24% من الناتج الداخلي الخام (سُجِّلَت هذه النسبة في سنة 2010 بينما بلغت 22% في سنة 2017) مقابل حوالي 74% في المغرب (سُجِّلَت هذه النسبة في سنة 2010 بينما بلغت 61% في سنة 2017) و 0.35% في الجزائر (سُجِّلَت هذه النسبة في سنة 2001) ، كما هو موضح في الجدول (21). إنّ تمويل المشاريع الكبرى في تونس يحتاج إلى تمويل متوسط و طويل الأمد ، و هو الشيء الذي يتطلب وجود سوق لِرؤوس الأموال ، بما في ذلك سوق للسندات. إنّ هذا الأخير هو أحد الأسواق التي يجب أن تعمل تونس على تطويرها مستقبلا.

الجدول (20): تطور القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة في البورصة بدولة تونس

عدد الشركات المدرجة في البورصة	القيمة السوقية (مليار دولار)	المؤشر	السنوات
45	2.230		2001
46	2.130		2002
45	2.463		2003
44	2.572		2004
45	2.816		2005
48	4.233		2006
51	5.347		2007
50	6.337		2008
52	9.282		2009
56	10.652		2010
57	9.662		2011
59	8.887		2012
71	8.601		2013
77	8.744		2014
78	8.819		2015
79	8.450		2016
81	8.923		2017

المصدر: البنك الدولي

الجدول (21): تطور نسبة القيمة السوقية من الناتج الداخلي الخام للدول الثلاث: تونس، المغرب و الجزائر

(% من PIB)

نسبة القيمة السوقية من الناتج الداخلي الخام (% من PIB)			
الجزائر	المغرب	تونس	
0.346	-	10.108	2001
0.243	-	9.205	2002
0.210	-	8.972	2003
0.163	-	8.248	2004
0.137	-	8.727	2005
0.081	-	12.314	2006
0.072	-	13.742	2007
0.053	-	14.128	2008
0.066	-	21.360	2009
0.065	74.184	24.180	2010
0.098	59.276	21.091	2011
0.080	53.406	19.729	2012
0.084	50.392	18.595	2013
0.079	47.916	18.357	2014
0.087	45.392	20.437	2015
0.259	55.716	20.212	2016
0.211	61.115	22.333	2017

المصدر: البنك الدولي

بناءً على ما سبق من تحليل ، نتوقع ، قبل إجراء الدراسة القياسية ، محدودية أو عدم فعالية قناة أسعار الأصول بسبب ضعف أداء البورصة التونسية ، كما نتوقع كذلك إمكانية فعالية (و لو بشكل نسبي) باقي قنوات انتقال السياسة النقدية ، قنوات معدلات الفائدة ، القرض و سعر الصرف.

III-2- تحليل السياسة النقدية:

تحليلنا للسياسة النقدية بدولة تونس يتم من خلال الحديث عن مميزات الإطار المؤسساتي و الإطار التنفيذي للسياسة النقدية. حسب البنك المركزي التونسي (2014)¹ ، كان يوجد في السابق غموض كبير حول مهمته الرئيسية ، التي تمثلت ، حسب القانون القديم الذي يحتوي إنشاء و تنظيم البنك المركزي ، في الحفاظ على القيمة الداخلية و الخارجية للعملة الوطنية ، كما أنه لم يتم اعتماد إطار تحليلي موثوق لتوجيه السياسة النقدية. في ظل هذا الواقع ، سعى بنك تونس المركزي منذ التسعينيات إلى تحقيق عدة أهداف في نفس الوقت ، و التي يمكن حصرها في استقرار النظام المالي ، التحكم في التضخم ، دعم النشاط الاقتصادي و الحفاظ على وضع خارجي مُريح ، من خلال إتباع سياسة نقدية انتقائية و استخدام أدوات مختلفة. حسب البنك المركزي التونسي (2014)² ، كان يتم تنفيذ السياسة النقدية في تونس عبر استعمال ثلاث أدوات:

- معدل الفائدة الرئيسي *le taux directeur*: يتدخل البنك المركزي التونسي في السوق النقدي عبر عدّة عمليات لضبط السيولة البنكية و التأثير على تكلفة تمويل النشاط الاقتصادي ، و هذا من خلال التحكم أساساً في معدل الفائدة الرئيسي (تكلفة إعادة التمويل). الملاحظ أنه قد تمّ تغيير هذا المعدل لمرات قليلة من قبل البنك المركزي ، كما أنه و منذ سنة 2000 بقي معدل الفائدة للسوق النقدية قليل التقلب جراء استعمال البنك المركزي لعدة أدوات مثل عمليات الضبط الدقيق ، لكن ابتداءً من سنة 2009 (مع إدخال استعمال التسهيلات الدائمة للودائع و للتسليف) بدأ يتميز بمرونة أكبر ، و بالتالي زاد دوره في إدارة السياسة النقدية.

- الاحتياطي الاجباري: هو كذلك يعتبر أداة مفضلة لدى البنك المركزي التونسي نظراً لأثره المباشر على السيولة و على خلق النقود عبر البنوك. لم يتم اللجوء إلى هذه الأداة بشكل ملحوظ من قبل البنك المركزي التونسي إلا ابتداءً من سنة 2006.

¹ - Banque Centrale de Tunisie (2014), «Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Tunisie», Rapport Final, Décembre, p. 6

² - Ibid., pp. 4-8

- سعر الصرف.

إبتداءً من سنة 2016 ، أصبح الهدف الرئيسي للبنك المركزي التونسي ، و من ثمّ السياسة النقدية التي صار هو المكلف بإعدادها و تنفيذها حسب المادة 8 من قانونه الأساسي ، هو ضمان استقرار الأسعار إضافة إلى المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي بما يدعم السياسة الاقتصادية الكلية للبلد في مجال النمو و التشغيل ، كما تنص على ذلك المادة 7 من القانون رقم 35-2016 الصادر في 25 أفريل 2016 و المتضمن القانون الأساسي للبنك المركزي التونسي. إنّ مساهمة السياسة النقدية في تحقيق نمو اقتصادي مستدام و غير تضخمي ، سيَجْعَلُهَا في نفس الوقت تُعزز مستوى التشغيل و تدعم تنافسية الاقتصاد الوطني التونسي.

حسب البنك المركزي التونسي¹، فإنّه لتحقيق هدفه الأولى (استقرار الأسعار) يستخدم أدواته المفضلة ، المتمثلة في معدل الفائدة الرئيسي ، لإدارة السياسة النقدية. إذ بناءً على توقعاته الخاصة بالتضخم و النمو الاقتصادي ، يقوم البنك المركزي التونسي بتعديل مستوى معدل الفائدة الرئيسي الخاص به ، و الذي هو بدوره يؤثر مباشرة في الهدف التشغيلي لسياسته النقدية ، أي معدل الفائدة يوم بيوم للسوق القائمة بين البنوك. و يؤثر هذا الأخير ، هو الآخر ، على باقي معدلات الفائدة بمختلف آجالها و في النهاية على شروط تمويل مختلف الفاعلين الاقتصاديين.

حسب دائما البنك المركزي التونسي²، يرتكز الإطار التنفيذي للسياسة النقدية بتونس التي تسعى لتحقيق هدف استقرار الأسعار ، بعد سن القانون رقم 35-2016 المتضمن تثبيت القانون الأساسي للبنك المركزي التونسي ، على عدّة عمليات تخضع لانتقائية البنك المركزي إضافة إلى تَسْهِيلَتَيْن دَائِمَتَيْن بمبادرة من البنوك و آلية الاحتياطي الاجباري.

تتمثل العمليات التي تأتي بمبادرة البنك المركزي التونسي في الآتي: العمليات الرئيسية لإعادة التمويل ، عمليات إعادة التمويل في المدى الطويل ، عمليات الضبط الدقيق و العمليات الهيكلية. أما فيما يتعلق بالعمليات التي تأتي بمبادرة من البنوك ، فهي تتمثل في التسهيل الهامشية للتسليف و التسهيل الهامشية للودائع.

في إطار مُحاولته تحقيق هدفه الأولى بواسطة مختلف هذه الأدوات ، يسعى البنك المركزي التونسي إلى الحفاظ على معدل الفائدة يوم بيوم للسوق القائمة بين البنوك في مستوى قريب من معدل الفائدة الرئيسي. بينما

¹ - Banque centrale de Tunisie, Missions, Politique Monétaire, Mise en œuvre de la politique monétaire. (www.bct.gov.tn)

² - Ibid.

يؤثر معدل الفائدة يوم بيوم مباشرة على معدل الفائدة المتوسط الشهري للسوق النقدية ، الذي يمثل معدل فائدة مرجعي واسع الاستعمال من قبل النظام البنك التونسي. سَنَسْتَعْمِلُ هذا الأخير ، أي معدل الفائدة للسوق النقدي ، في الدراسة القياسية لتمثيل أداة السياسة النقدية.

خلاصة:

تَعتمد فاعلية قنوات السياسة النقدية على هيكل القطاع المالي و على البيئة الاقتصادية للدولة ، فَتَنوع المؤسسات المالية العاملة بالبلد ، بما فيها البنوك ، و درجة المنافسة بينها و مستوى تطور الأسواق المالية (البورصة) و كذا حالة البيئة الاقتصادية من ناحية درجة الإنفتاح على الخارج و درجة المنافسة و حجم القطاع الخاص ، كُلُّهَا ، سَتُحدّد ، من جهة ، مدى قُوّة تأثير أدوات السياسة النقدية في المتغيرات النقدية كمعدلات الفائدة ، باختلاف أنواعها ، و القروض و سعر الصرف و أسعار الأصول ، و مدى قُوّة تأثير هذه المتغيرات السابقة في الطلب الكلي و من ثَمَّ تأثيرها على الإنتاج و الأسعار ، من جهة أخرى. إن قصور البنية الهيكلية و المؤسّساتية للقطاع المالي ، خاصة ، و باقي القطاعات الاقتصادية هو السبب الرئيسي في محدودية قنوات انتقال السياسة النقدية.

لهذا السبب قُدمنا في هذا الفصل بتحليل الواقع الاقتصادي و السياسة النقدية بدول المغرب العربي المتمثلة في الجزائر ، المغرب و تونس ، كما أنه أُولَيْنا إهتمام أكبر لدولة الجزائر مقارنة مع باقي الدول من خلال التفصيل أكثر في واقع سياستها النقدية. أفضت دراستنا التحليلية لخصوصية إقتصادات دول المغرب العربي النامية إلى إستخلاص النتائج التالية:

أولاً ، بخصوص الإقتصاد الجزائري فهو يُعد من الإقتصادات النامية المنفتحة على العالم الخارجي ، و التي تتميز بضيق قاعدتها الإنتاجية (محدودية نسيجها الصناعي) وعدم تنوعها ، إضافة إلى سيطرت المؤسسات العمومية الكبرى فيه و ضعف القطاع الخاص. كما أنه يعتمد على صادرات المحروقات كمصدر رئيسي للدخل و يُمثل فيه إنتاج النفط (المحروقات) نسبة معتبرة جدا من الناتج الداخلي الخام. ظلّ نشاطه الاقتصادي ينمو بوتيرة جيّدة نسبياً خلال سنوات القرن الواحد و العشرين ، بالمقابل كان النمو خارج المحروقات قوياً و مستقرّاً نسبياً

بمتوسط سنوي يفوق 6% خلال نفس الفترة. بخصوص سعر الصرف ، منذ سنة 1997 و الدولة الجزائرية تَتَبَنى نظام التعويم الموجه. أمّا عن النظام المالي الجزائري ، الذي يتشكل من عشرين 20 مصرفاً و تسع 9 مؤسسات مالية و بورصة ، فقد هيمنت فيه المصارف العمومية بتسييرها التقليدي و تَمَيَّزَ سوق الأوراق المالية (البورصة) بضعف التداول فيه و قصور التشريعات المنظمة لنشاطه و كذا قلة عدد الشركات المدرجة فيه. إستناداً إلى الأرقام و الإحصائيات التي قمنا بعرضها ، لا يسعنا إلا أن نقول أن الإقتصاد الجزائري يَتَمَيَّزُ بِمُستوى عمق مالي ضعيف و أن الوساطة المالية فيه هي ضعيفة نسبياً و دون المستوى المسجّل في الدول المتوسطة المجاورة للجزائر ، و هذا باعتراف بنك الجزائر.

من ناحية السياسة النقدية ، قَبْلَ مُباشرة الإصلاح النقدي و المالي في سنة 1990 لم تكن هناك سياسة نقدية بالمعنى التقليدي نظراً لغياب التداول النقدي الحر. قبل صدور قانون النقد و القرض ، كان تحديد عرض النقود يرتبط أساساً بتقدير وزارة المالية لكمية النقود الواجب إصدارها حتى يتم تمويل و تسيير الاقتصاد وفقاً للأهداف المخططة و المرجحة في جميع القطاعات ، كما أن معدل الفائدة لم يكن يلعب أي دور فعلي في استقطاب الموارد (معدلات الفائدة الدائنة) أو في توزيع القروض (معدلات الفائدة المدينة) و بالتالي في تخصيص الموارد ، و كان ذلك انعكاساً مباشراً لغياب التداول النقدي الحر و تحييد آلية الأسعار في اتخاذ مختلف القرارات الاقتصادية و المالية. أي أنّ طيلة الفترة التي سبقت هذا الإصلاح ، ظلّ النظام المصرفي و السلطة القائمة عليه (البنك المركزي) يُعتبران كجهاز تستعمله الخزينة العامة لئنفذ سياستها في إطار المخططات الحكومية دون أن يكون له دور أو قرار في تحديد طبيعة و حجم الاستثمارات التي يُمَوَّلُها. لكن مع بداية مواجهة صعوبات مالية في منتصف الثمانينات ، بسبب تدهور أسعار المحروقات و انخفاض إيرادات الدولة من العملة الصعبة إنطلاقاً من أزمة البترول سنة 1986 ، أصبحت الجزائر تفكر في التخلي عن النمط الاقتصادي المُتَّبَع لأكثر من عقدين من الزمن.

فعلاً ، وضع قانون النقد و القرض الإطار القانوني للسياسة النقدية و وَضَحَ دورها ، و أعاد للبنك المركزي كل صلاحياته في تسيير النقد و الائتمان في ظل استقلالية واسعة ، كما أعاد كذلك للبنوك التجارية وظائفها التقليدية بوصفها أعوان إقتصادية مستقلة. إن الإصلاح النقدي الذي جاء في إطار هذا القانون و سمح باستعادة الدور المحوري للأسواق في ضبط التداول النقدي الحر في الاقتصاد سيجعل الجزائر تتجاوز مرحلة كانت فيها بعيدة كل البعد عن مبادئ و أسس اقتصاد السوق في تسيير اقتصادها ، حيث لم تكن العوامل النقدية

(معدل الفائدة و سعر الصرف خاصة) تمثل معيارا لاتخاذ القرارات و تخصيص الموارد في نظامها السابق الذي قام على التوجيه الإداري للموارد المتاحة.

بعد الشروع في هذا الإصلاح النقدي و المالي و إعادة الاعتبار لدور آليات السوق و تحرير الأسعار (خاصة معدلات الفائدة) يكون قد تمّ توفير الأدوات اللازمة كي تلعب السياسة النقدية دورها الفعلي في الاقتصاد. فُمنّا بتحليل تطور أهداف و أدوات السياسة النقدية في إطار خمسة 5 مراحل أساسية:

خلال المرحلة 1990-1994 ، تمثّل هدف السياسة النقدية الرئيسي في محاربة التضخم بإستخدام أدوات مباشرة : تأطير القروض و تحديد سقف أعلى لإعادة الخصم. **خلال المرحلة 1994-2000** كذلك إستهدفت سياسة بنك الجزائر التضخم مع الإستعانة بأدوات غير مباشرة : نظام الاحتياطات الإجبارية ، نظام الأخذ على سبيل الأمانة *Prise en pension* لمدة 24 ساعة و مدة سبعة أيام ، استعمال نظام مناقصات القروض عن طريق نداءات العرض في السوق النقدية ، عمليات السوق المفتوحة . **خلال المرحلة 2001-2009** التي تميزت بوجود فائض في السيولة لدى النظام البنكي ، و أمام تحدّ الحِفاظ على إستقرار الأسعار ، كان بنك الجزائر مُلزماً بتكثيف إستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية و بإدخال أدوات جديدة تتناسب مع ظرف فائض السيولة : في سنة 2001 ، و حتى خلال سنتيّ 2002 و 2003 ، قد تم إعادة تنشيط الاحتياطي الإجباري كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية ، في أفريل 2002 قام بنك الجزائر بإدخال أداة غير مباشرة جديدة هي إسترجاع السيولة عن طريق نداءات العرض ، في أوت 2005 إدخال وسيلة غير مباشرة جديدة لإمتصاص السيولة البنكية تسمى تسهيله الودائع المغلة للفائدة ، وسيلة استرجاع السيولة لفترات تُضخّج 7 أيام و 3 أشهر. **خلال المرحلة 2010-2014** ، تمّ في بدايتها في سنة 2010 إصلاح الإطار القانوني لمُمارسة السياسة النقدية و المتمثل في قانون النقد و القرض ، حيث تم إعتبار هدف محاربة التضخم كهدف نهائي أساسي للسياسة النقدية مع الاحتفاظ بالأهداف الكمية النقدية حتى يُعطى دوراً فاعلاً للمجمعات النقدية و القرضية في إدارة السياسة النقدية من طرف بنك الجزائر ، كما أصبح توقع التضخم على المدى القصير ذو أهمية خاصة بعد هذا التعديل. كما أنّه منذ سنة 2010 أصبحت مهمة الإستقرار المالي تُكتسب نفس أهمية هدف إستقرار الأسعار ، حيث تبنّى بنك الجزائر ضرورة مراقبة الخطر النظامي كما هو الحال بالنسبة للبنوك المركزية الأخرى في العالم. و نظرا لهيمنة البنوك في النظام المالي الجزائري ، أصبحت مساهمة السياسة النقدية في الإستقرار المالي و النقدي تعتبر أمراً هاماً و حاسماً. ابتداءً من جانفي 2013 قام بنك الجزائر بتعزيز أدوات السياسة النقدية بأداة غير مباشرة

جديدة هي إسترجاع السيولة لستة أشهر بمعدل تسعيرة 1.5%. أمّا هدف السياسة النقدية و أدواتها إعتباراً من سنة 2015 فكانت كالتالي : إستمرت السياسة النقدية في إستهداف إستقرار الأسعار بينما الأدوات المستعملة عرفت تنوعاً كبيراً في هذه المرحلة ، إذ أمام هاجس تقلص السيولة المصرفية الذي ميّز بداية هذه المرحلة إتخذ بنك الجزائر جملة من الإجراءات تمثلت في تقليص عمليات إمتصاص السيولة ثم التوقف عنها كلياً في الثلاثي الثالث من سنة 2016 ، تخفيض معدل الاحتياطات الإجبارية لعدة مرات في سنتي 2016 و 2017 ، تخفيض معدل إعادة الخصم من 4% إلى 3.5% إبتداءً من أكتوبر 2016 و إبقائه عند هذا الحد إلى غاية الثلاثي الأول من سنة 2017 أين تم إستبداله بعمليات السوق المفتوحة ، تسقيف معدل الإقراض إبتداءً من سبتمبر 2016 ، إستخدام أداة تسهيلة القرض الهامشي. بعد إعتداد التمويل غير التقليدي للخبزينة العمومية من طرف بنك الجزائر في الثلاثي الأخير من سنة 2017 ، إتخذ بنك الجزائر إجراءات خاصة بإدارة سياسته النقدية ليتجنب ظهور ضغوطات تضخمية ، و تمثلت أدوات السياسة النقدية المستعملة لـتتعميم أي فائض للسيولة في إعادة تفعيل عمليات امتصاص السيولة و رفع معدل الاحتياطات الإجبارية إبتداءً من جانفي 2018.

بناءً على ما سبق من تحليل ، نتوقع ، قبل إجراء الدراسة القياسية ، محدودية أو ضعف فعالية قنوات إنتقال السياسة النقدية في الجزائر و ذلك لسبب محدودية الصادرات خارج المحروقات و قصور البنية الهيكلية للنظام المالي و وجود اقتصاد موازي تُتداول فيه كتلة نقدية هامة لا تُسيطر عليها السلطات النقدية ، إضافة إلى ضيق القاعدة الإنتاجية.

ثانياً ، أمّا بخصوص الإقتصاد المغربي فهو يُعد من الإقتصادات النامية المفتوحة على العالم الخارجي ، و التي تتميز بقاعدة إنتاجية (نسيج صناعي) متنوعة نسبياً ، كما يُعتبر كإقتصاد ذو طابع خاص على العموم ، إذ نجد فيه حصة القطاع الخاص من إجمالي الناتج المحلي تفوق حصة القطاع العام. كما أنه يعتمد على مصادر متنوعة للدخل ، حيث تتمثل أهم القطاعات المُصدّرة في قطاع الفوسفات و مشتقاته ، قطاع الزراعة و المنتجات الزراعية ، قطاع النسيج و الجلود و قطاع صناعة السيارات. الإقتصاد المغربي هو خدماتي بإمّياز ، حيث خلال الفترة 2001-2017 قد ساهم القطاع الثالث ، المعني بإنتاج الخدمات ، بأكثر من 50% من الناتج الداخلي الإجمالي. خلال العقدين الأخيرين ، إتّسم هذا الإقتصاد بالاستقرار على مستوى الإقتصاد الكلي ، حيث نَمى بوتيرة متوسطة في هذه الفترة و سجّل معدلات تضخم منخفضة حيث لم تتجاوز نسبة 2% منذ سنة 2009. إنّ المعدلات التي سجلتها المؤشرات الماكروإقتصادية هذه لِهَيّ معدلات جيدة مقارنة مع إكراهات الظرفية الاقتصادية

العالمية بشكل عام و المغربية بشكل خاص. بخصوص سياسة سعر الصرف في المغرب ، فقد إعتمد بنك المغرب ، منذ السبعينات و إلى غاية سنة 2015 ، نظام صرف ثابت يربط الدرهم بسلة عملات الشركاء الرئيسين للبلد ، و في سنة 2016 تم إصلاح نظام الصرف من الثابت إلى المرن في إطار سياسة توجُّه المغرب نحو الانفتاح الاقتصادي و الاندماج في الاقتصاد العالمي. أمَّا عن النظام المالي المغربي فهو يتكون من نظام بنكي و سوق مالي (بورصة) ، حيث يتَّسِم النظام البنكي المغربي بوجود عدد كبير من مؤسسات الائتمان و الهيئات المُعتبرة في حُكْمِهَا المرخص لها مقارنةً مع الجزائر ، ناهيك عن إنفتاحه على الخارج ، إذ تتواجد عدة مؤسسات أجنبية في المغرب كما تتواجد بالمقابل بنوك مغربية في الخارج. أمَّا عن بورصة المغرب فهي الأحسن تطوُّراً و الأكثر نشاطاً مقارنة مع بورصتي تونس و الجزائر.

من ناحية السياسة النقدية ، لقد أعطى القانون الأساسي الجديد لبنك المغرب ، الذي دخل حيز التطبيق في نوفمبر 2005 ، الاستقلالية في مجال صياغة و إعداد و تنفيذ السياسة النقدية كما أُعتبر الحفاظ على استقرار الأسعار الهدف الأساسي للبنك. هذا لا يمنع بنك المغرب من أن يساهم في تحقيق أهداف اقتصادية أخرى (كدعم النمو) في إطار السياسة الاقتصادية و المالية الكلية للحكومة ، لكن من دون الإضرار بهدف استقرار الأسعار. كما يستخدم بنك المغرب أداتين رئيسيتين لبلوغ هدفه النهائي و هما معدل الفائدة الرئيسي و الاحتياطي الاجباري.

بناءً على ما سبق من تحليل ، نتوقع ، قبل إجراء الدراسة القياسية ، محدودية أو عدم فعالية قناة سعر الصرف بسبب إتباع المغرب لنظام الصرف الثابت ، كما نتوقع كذلك إمكانية عمل باقي قنوات انتقال السياسة النقدية ، قنوات معدل الفائدة ، القرض و أسعار الأصول ، بفعالية (رُبما بشكل نسبي) و هذا لسبب النشاط الملاحظ على مستوى البنوك و توزيعهم للقروض و كذا النشاط المعتبر لبورصة المغرب.

ثالثاً ، أمَّا بخصوص الإقتصاد التونسي فهو يُعد من الإقتصادات النامية الصغيرة الحجم نسبيا و المنفتحة على العالم الخارجي ، و يمتلك قاعدة إنتاجية (نسيج اقتصادي) متنوعة نسبيا ، تشمل عدة قطاعات مثل الزراعة و الصناعة و السياحة و المناجم و الخدمات. كان للحكومة دور بارز في التحكم في مفاصل الإقتصاد التونسي طيلة ثلاث عقود تَلَّت تاريخ الاستقلال عن الاستعمار الفرنسي ، لكن بعد تبنيتها نهج الإصلاح الليبرالي و توجيهها نحو خيار الخصوصية منذ سنة 1986 ، تُرِكَ المجال أمام القطاع الخاص لينمو و يصبح الآن يشكل دعامة رئيسية للإقتصاد الوطني التونسي. تعتمد تونس على مصادر متنوعة الدخل ، حيث تتمثل أهم القطاعات

المُصَدَّرَة في قِطَاعِي النسيج و الكساء و الجلد و صناعة المنتجات الكهربائية و الميكانيكية. خلال العقدين الأخيرين ، و بالتحديد من سنة 2000 إلى سنة 2017 ، اِتَّسَمَ الاقتصاد التونسي بعدم الاستقرار (نسبيا) على مستوى الاقتصاد الكلي ، حيث شهد تقلبات ملحوظة على مستوى النمو و التضخم في هذه الفترة. بخصوص سياسة سعر الصرف في تونس ، فقد تبنت هذه الأخيرة ، منذ مطلع القرن الواحد و العشرين ، نظام التعويم الموجه. أمَّا النظام المالي التونسي فهو يتكون من نظام بنكي و سوق مالي (بورصة) ، حيث تتكون الخارطة البنكية التونسية من بنوك و مؤسسات مالية أخرى (في سنة 2016 كان يوجد 43 مؤسسة تتوزع حسب طبيعة نشاطها بين 30 بنكًا و 13 مؤسسة مالية) تجعلها تتوسط بلدان المغرب العربي الأخرى من ناحية التطور و النشاط. بينما سوق البورصة التونسي فهو يلعب دور ضعيف في تمويل الاقتصاد رغم العدد المعتبر للشركات المدرجة فيه مقارنة مع دول نامية شبيهة لدولة تونس مثل المغرب.

من ناحية السياسة النقدية ، سعى بنك تونس المركزي منذ التسعينيات إلى تحقيق عدة أهداف في نفس الوقت ، و التي يمكن حصرها في إستقرار النظام المالي ، التحكم في التضخم ، دعم النشاط الاقتصادي و الحفاظ على وضع خارجي مُريح ، من خلال إتباع سياسة نقدية إنتقائية و إستخدام ثلاث أدوات مختلفة: معدل الفائدة الرئيسي ، الاحتياطي الاجباري و سعر الصرف. إبتداءً من سنة 2016 ، أصبح الهدف الرئيسي للبنك المركزي التونسي ، و من ثمّ السياسة النقدية التي صار هو المكلف بإعدادها و تنفيذها حسب المادة 8 من قانونه الأساسي ، هو ضمان استقرار الأسعار إضافة إلى المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي بما يدعم السياسة الاقتصادية الكلية للبلد في مجال النمو و التشغيل. و قد إرتكز الإطار التنفيذي للسياسة النقدية بتونس التي تسعى لتحقيق هدف استقرار الأسعار ، بعد سن القانون رقم 35-2016 المتضمن تثبيت القانون الأساسي للبنك المركزي التونسي ، على عدّة عمليات تخضع لانتقائية البنك المركزي إضافة إلى تَسْهِيلَاتٍ دَائِمَتَيْنِ بمبادرة من البنوك و آلية الاحتياطي الاجباري.

بناءً على ما سبق من تحليل ، نتوقع ، قبل إجراء الدراسة القياسية ، محدودية أو عدم فعالية قناة أسعار الأصول بسبب ضعف أداء البورصة التونسية ، كما نتوقع كذلك إمكانية فعالية (و لو بشكل نسبي) باقي قنوات إنتقال السياسة النقدية ، قنوات معدلات الفائدة ، القرض و سعر الصرف.

الفصل الخامس:

الدراسة القياسية لِقنّوات إنتقال السّياسة
النقدية في دول المغرب
العربي: الجزائر، المغرب و تونس

مقدمة الفصل:

كُنَّا قد أوضحنا و حَدَدْنَا في الفصل الثالث مختلف القنوات التي من الممكن أن يمر من خلالها أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي ، ثُمَّ بعد ذلك ، بناءً و إعتباراً لِمَا أشار إليه كبار الإقتصاديين المتخصصين في المجال النقدي و كبار مُحَافِظِي البنوك المركزية في العالم بخصوص الإعتماد الكبير جداً لفاعلية قنوات السياسة النقدية على هيكل القطاع المالي و على البيئة الاقتصادية اللّذان يُمَيِّزان إقتصادات الدول ، حَلَّلْنَا و تحدثنا في الفصل الرابع بشيء أكثر من التفصيل عن الواقع الاقتصادي و المالي و كذا السياسة النقدية بدول المغرب العربي المتمثلة في الجزائر ، المغرب و تونس ، و في آخر هذا الفصل و على ضوء نتائج تحليلنا لبيانات مختلف المؤشرات الماكروإقتصادية لهذه البلدان أعطينا حُكماً أولياً ، غير مُلْزِم ، بخصوص مدى فاعلية و تلاءم بعض القنوات مع طبيعة الخصائص الإقتصادية المُمَيِّز لها.

و إستكمالاً للنقاش ، سيتناول الفصل الحالي مسألة قياس الأهمية النسبية لكل قناة في نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي. أي سنحاول إجراء دراسة قياسية لقنوات السياسة النقدية في دول المغرب العربي المتمثلة في الجزائر ، المغرب و تونس ، لِنتمكَّن في النهاية من معرفة ، أو تحديد ، أيُّ القنوات تُعتبر فعّالة في هذه البلدان. ستستند هذه الدراسة على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR و أداتِي دوال الإستجابة و تحليل التباين.

I- الدراسات القياسية السابقة حول قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية:

إن البحث الذي نحن بصدد إنجازه هو عمل يتجاوز الحدود الوطنية في منطقة دول المغرب العربي، فهو بذلك يندرج ضمن البحوث القليلة التي تأخذ مثل هكذا اتجاه. قبل المرور إلى جانبه التطبيقي، يبدو أنه لمن المهم جداً، إن لم نقل من الضروري، أن يتم الاطلاع على مقاربات و نتائج الدراسات السابقة التي تناولت مختلف بلدان العالم، و خاصة الناشئة و النامية و التي تمر بمرحلة انتقالية، و هذا بحكم طبيعة بلدان المغرب العربي (الجزائر، تونس، المغرب) التي يمكن القول عنها أنها محسوبة على كلا هذين النوعين الأخيرين من البلدان. بعد فحص العديد من الدراسات، تبيّن لنا أن نسبة معتبرة من الأعمال البحثية المتعلقة بقنوات انتقال السياسة النقدية قد قُدِّمَت من طرف خبراء اقتصاديين تابعين لبنوك مركزية، و نُقِصَت هذه الملاحظة بطبيعة الموضوع المدروس. إنَّ هذا لم يُقَلَّل إطلاقاً من حجم و أهمية الأبحاث المُعدَّة من قبل اقتصاديين أكاديميين عاملين في مختلف جامعات بلدان العالم.

من أجل تقييم و تقدير مختلف القنوات التي تعمل من خلالها السياسة النقدية، استعمل الباحثين الاقتصاديين عدّة مناهج و أساليب إحصائية و قياسية. يتمثل أحد هذه المناهج، أو المقاربات، الممكنة في استخدام تحاليل وصفية، بيانية و مُقَارِنَة، و هي تنطوي على ملاحظة و مقارنة المتغيرات المرتبطة بقنوات انتقال السياسة النقدية و من ثمَّ تحويل الاستنتاجات المُستنبَطة إلى مُقترحات تُعبّر عن حقائق حول انتقال السياسة النقدية. و كمثل على هذا المنهج يمكن ذكر البحث الذي قَدَّمَه *Vetlov* (2001)¹ حول دولة لِيْثُوَانِيَا و كذلك دراسة *Babich* (2001)² لِحَالَة لَاتِيفِيَا، إذ استخدم هذين الاقتصاديين تحليل وصفي و قاما بِسَرْد ما يلاحظانه بخصوص انتقال السياسة النقدية مع التركيز على قنوات معدل الفائدة، القرض و سعر الصرف و على حُطُوتِي أو مَرَحَلَتِي انتقال الأثر، أي من أداة السياسة إلى المتغير الوسيط و من هذا الأخير إلى المتغيرات النهائية. و لقد خلص هؤلاء إلى وجود صلة بين معدلات السوق و معدلات البنوك و خاصة قصيرة المدى منها، إضافة إلى الإقرار بعمل قناة القرض و بشكل ضعيف نسبياً. أمّا فيما يتعلق بالمرحلة الثانية من آلية الانتقال، فقد

¹ - Vetlov I. (2001), « Aspects of Monetary Policy and the Monetary Transmission Mechanism in Lithuania », Baltic Economic Trends, pp. 29-37

² - Babich V. (2001), « Monetary Transmission in Latvia », Baltic Economic Trends, pp. 16-28

تبيّن أن أثر معدلات الفائدة البنكية و حجم القروض على المتغيرات النهائية (مثل التضخم و الإنتاج الصناعي) فهو ضعيف جداً أو غير موجود. أمّا بالنسبة لأثر سعر الصرف على التضخم و الإنتاج فهو ضئيل في حالة ليثوانيا ، بينما يصعب تفسير الرابط بين هذه المتغيرات في حالة لاتفيا.

و يستخدم كذلك بعض الاقتصاديين نماذج كُلية هيكلية صُغرى أو كُبرى تكون أكثر تفصيلاً *Small or large Structural Macroeconomic Models* . و تنطوي هذه المقاربة ، أو هذا النهج ، على تقدير العديد من المعادلات ووظائف التفاعل و القيام بالمحاكاة. و كمثل على هذا ، فقد استخدم *Pikkani* (2001)¹ نموذجاً هيكلياً متعدد المعادلات خاص بإقتصاد دولة إستونيا ، من أجل دراسة ميكانيزمات إنتقال السياسة النقدية. لقد ركزت دراسة هذا الاقتصادي على قناتي معدل الفائدة و القرض و كذا كِلتَا مرحلتي انتقال أثر السياسة ، بينما أشارت نتائجها إلى أنّ الصدمات الحاصلة في معدل الفائدة الرسمي للبنك المركزي تؤثر على معدلات الفائدة البنكية و على حجم الإقراض ، و لكن هذا الأثر سيضعف في المدى الطويل. أمّا فيما يتعلق بالمرحلة الثانية من آلية الانتقال ، فقد دَلَّت النتائج على أنه قد تمّ نقل أثر صدمة معدل البنك المركزي إلى كل من الاستهلاك الخاص ، الاستثمار ، الإنتاج و التضخم ، مع الإشارة إلى أن هذه الروابط بين المتغيرات كانت ضعيفة أيضا.

هناك أيضا من الاقتصاديين ، وهم كثر ، من استخدم نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR* ، كبديل لنماذج الاقتصاد الكلي الهيكلية التي أُعْتَبِر أدائها العملي (التجريبي) غير مُرضي ، لدراسة تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد من خلال مختلف قنوات الانتقال. إنّ ما يُبَرِّز وجود هذا المنحى الجديد نحو تفضيل نموذج *VAR* هو مرونة و ملائمة هذا الأخير لهذه الدراسات. إذ كما ذكر *Christiano* و آخرون (1999)²، يسمح استخدام منهجية *VAR* بخصر و تركيز التحليل على تأثيرات صدمة مُعينة بحدّ ذاتها ، صدمة نقدية في حالة موضوع بحثنا ، و بالتالي يمكن التمييز بين المتغيرات التي يكون لها استجابة لقرارات صانع السياسة النقدية و المتغيرات التي لا تستجيب. زيادة على ذلك ، يُمَكِّنُنَا هذا النموذج من تحديد الصدمات الهيكلية مع استخدام

¹- Pikkani R. (2001), «Monetary Transmission Mechanism in Estonia-Empirical Model», Working Papers of Eesti Pank, N°5.

² - Christiano L. J. Eichenbaum M., Evans C. L. (1999), «Monetary Policy Shocks: What Have we Learned and to what end ?», in Taylor J. B. and M. woodford (eds.), Handbook of Macroeconomics, Vol.1, Elsevier.

عدد أقل من القيود النظرية ، و هو ما يدعم سهولة استعمالها. لعلَّ الانتقاد الرئيسي الموجه لهذا النموذج هو يتعلق بمشاشة قواعده أو أسسه النظرية.

منذ الأعمال التي قَدَّمَهَا *Sims* (1972 ، 1980 ، 1986) ، باعتباره الشخص الذي قام بتطوير نموذج *VAR* ، و هذه المنهجية تُستعمل على نطاق واسع في تحليل السلاسل الزمنية المتعددة المتغيرات ، و خاصة فيما يتعلق بموضوع بحثنا. إن هذا النموذج قد فتح الطريق أمام مؤلفات كثيرة حول قنوات انتقال السياسة النقدية. يَجْدُرُ بنا الإشارة هنا إلى أنّ تطور استخدام هذا المنهج قد ارتبط بثلاث موجات مُتتالية من الدراسات: في البداية ، تمَّ تطبيق هذا النموذج على حالة الولايات المتحدة الأمريكية من أجل تحليل فعالية مختلف قنوات انتقال السياسة النقدية. بعد ذلك ، أدى إنشاء منطقة الأورو إلى ظهور مؤلفات واسعة تركز على طرح تحليل مُقارن لآليات الانتقال النقدي داخل الدول الأعضاء. أخيرا ، شَمِلَ لاحقا جزء مُهم من الدراسات موضوع آثار السياسات النقدية في البلدان الناشئة ، النامية و التي تمر بمرحلة انتقالية.

كشفت الاستخدامات الأولى لنموذج *VAR* عن وجود نتائج غير بديهية ، مثل لغز السعر *Price puzzle* و غيره من النتائج التي لا يمكن استيعابها بسبب مخالفتها لِمَا هو من المؤلف ملاحظته في الاقتصاد ، *Sims* (1992)¹. و قد تمَّ تقديم عدّة مقترحات لمعالجة هذه القضايا ، فعلى سبيل المثال ، يقترح *Sims* (1992)² و *Christiano* و آخرون (1999)³ أن يتم تضمين النموذج المزيد من المتغيرات المؤشرة للأسعار للتغلب على لغز السعر.

يشتمل هذا النوع من المناهج ، أي *VAR* ، على عدّة أساليب قياسية ، مثل أسلوب شعاع تصحيح الخطأ ، أداة تحليل التباين ، أداة دوال ردة فعل (دوال الاستجابة) ، و ما إلى ذلك من الأساليب.

إنّ ما يعاب على المناهج السابقة الذكر هو أنّها لا تأخذ في الحسبان التغييرات الهيكلية و المؤسسية التي قد يشهدها اقتصادات بعض الدول و التي تؤدي إلى حدوث تغييرات في آلية نقل صدمات السياسة النقدية إلى

¹ - Sims C. (1992), «Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The effects of Monetary Policy», European economic Review, Vol. 36 (5), pp. 975-1000

² - Ibid.

³ - Christiano L. J. Eichenbaum M., Evans C. L. (1999), op.cit

النشاط الاقتصادي. تطلّب هذا الواقع إيجاد إطار تقديري مرّن يُراعي إمكانية تباين (تغير) الوقت. لقد طوّز الاقتصادي *Primiceri* (2005)، كما سنرى لاحقاً، إستراتيجية جديدة و بسيطة للنمذجة، ترتكز على تطبيق أساليب سلسلة ماركوف مُوثّقي كارلو لتقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي، المُراعي لتباين الوقت مع التقلب العشوائي *Time varying VAR model : TVP-VAR* (أو بعبارة أخرى: نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR* المتغير بمرور الزمن مع التقلب العشوائي). سنقدم لاحقاً بعض التفاصيل عن هذا النموذج الذي استعمله كذلك عدة إقتصاديّين آخرين مثل *Arratibel* و *Michaelis* (2014).

نظراً للاستخدام الواسع لنموذج *VAR* في الدراسات التطبيقية التي تناولت موضوع السياسة النقدية، سنركز الآن على عرض جملة من هذه الأعمال التي يلاحظ عليها أنّها قد شملت الدول المتقدمة، الناشئة و النامية على حدٍ سواء. حيث أجمعت تقريباً النتائج التي توصلت لها هذه الدراسات على أهمية بعض القنوات في الدول المتقدمة في التأثير في كل من المستوى العام للأسعار و الإنتاج بالصورة المتوقعة نظرياً، في حين أخفقت الدراسات التي أجريت على الدول الناشئة و النامية، خاصة، في الوصول إلى نتيجة عامة ماثلة، إذ كانت نتائجها تختلف من دولة إلى أخرى تبعاً لاختلاف بنيتها الهيكلية و المؤسسية للقطاع المالي. و فيما يلي سنبدأ بسرد الدراسات المتعلقة بالدول المتقدمة ثم نُتبعها بتلك المرتبطة بالدول النامية و الناشئة و التي تمرّ بمرحلة انتقالية:

I-1- الدراسات التطبيقية السابقة الخاصة بالدول المتقدمة:

في دراسته لخمسة دول من منظمة *OCDE* مُمثّلة بكل من الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا و المملكة المتحدة، أعطى *Sims* (1992)¹ تحليل متعدد المتغيرات باستعمال نموذج *VAR* الذي شمل كل من معدل الفائدة، الكتلة النقدية، الأسعار، الإنتاج الصناعي، سعر الصرف و أسعار المواد الأولية. أشارت نتائج الدراسة إلى أنّ صدمات معدل الفائدة و صدمات النقود قد كان لها تأثير على النشاط الاقتصادي، و هو ما يعتبر كتصديق لنموذج *IS/LM*. لكن، من جهة، وُجد أن ارتفاع غير متوقع للكتلة النقدية يؤثر بالإيجاب، كما هو منتظر، على الأسعار و في الخمسة دول كاملة، و من جهة أخرى، أظهرت دراسة *Sims*

¹- Sims C. A. (1992), op.cit

وجود لغز السعر *price puzzle* ، حيث أشار *Sims* إلى أنّ الصدمة الموجبة على معدل الفائدة (إرتفاعه) قد أدت في أوّل الأمر إلى ارتفاع الأسعار ، و هذا الارتفاع قد استمرّ في حالة اليابان. و يبقى في الأخير أن نشير إلى أنّه ، و لسوء الحظ ، غياب مجالات ثقة في التقديرات التي قام بها *Sims* قد تجعل من تفسير النتائج يتميز بضعف المصادقية.

درس *Barran ، Coudert و Mojon (1995)*¹ أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي في ثلاث دول من منظمة *OCDE*: الولايات المتحدة الأمريكية ، اليابان و ألمانيا. استخدم هؤلاء الاقتصاديين في هذه الدراسة نموذج *VAR* و بيانات شهرية للفترة الممتدة من جانفي 1975 إلى سبتمبر 1992. تتعلق هذه البيانات بالمتغيرات التالية: معدل الفائدة الذي يستعمله البنك المركزي لتجسيد سياسته النقدية ، الإنتاج الصناعي ، مؤشر أسعار الاستهلاك ، سعر الصرف و متغيرات أخرى من ميزانية البنوك (تم تمثيل جانب الخصوم بالمجمعة النقدية *M2* و جانب الأصول بالقروض الموزعة للقطاع الخاص). تُشير نتائج هذا البحث إلى ما يلي: أولاً ، وجود علاقة تكامل متزامن للمدى الطويل (عند مستوى معنوية 1%) بين مختلف السلاسل الزمنية ، و هذا بالنسبة للدول الثلاثة. ثانياً ، بخلاف ما هو متوقع ، دُكّت مُخرجات دوال ردة الفعل على أنّه قد أدى ارتفاع معدل الفائدة إلى ارتفاع الأسعار (لغز السعر) ، أما تفسير هؤلاء الباحثين لهذه الظاهرة فقد تمثل في ربط حدوثها بإمكانية لجوء المؤسسات إلى عكس ارتفاع تكلفة الاقتراض (معدل الفائدة) على الأسعار من خلال رفع هذه الأخيرة ، أو بإمكانية وجود إعتقاد لدى المؤسسات بأن السياسة النقدية الانكماشية المطبقة هي مقترنة بوجود توقعات تضخمية لدى البنك المركزي ، الشيء الذي دفع هذه المؤسسات إلى رفع أسعار منتجاتها. ثالثاً ، كان فيه استجابة على مستوى الاقتصاد الحقيقي لإرتفاع معدل الفائدة ، حيث انخفض مستوى الإنتاج في الثلاث دول. رابعاً ، خلصت الدراسة كذلك إلى أن أثر السياسة النقدية على كل من الإنتاج و الأسعار لا ينتقل تقريباً عبر قناة القرض البنكي (حسب هؤلاء الاقتصاديين ، عند تقييد السياسة النقدية تلجأ البنوك إلى بيع الأصول لتعويضه نقص السيولة ، و بالتالي حجم القروض الموزعة سوف لن يستجيب للصدمة النقدية الانكماشية) و إنما يمر من خلال قناتي سعر الصرف والكتلة النقدية.

¹-Barran F., Coudert V., Mojon B. (1995), «Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire. Une application à trois pays de l'OCDE», Revue économique, Vol.46, n°2, pp. 393-413

و قد قام كذلك الاقتصاديين *Morsink* و *Bayoumi* (2001)¹ باستخدام نموذج VAR لدراسة قنوات انتقال السياسة النقدية في اليابان. تشير نتائج هذه الدراسة إلى أهمية و هيمنة قناتي معدل الفائدة و القروض. للوصول إلى هذه النتائج ، تمّ تقدير عدّة نماذج VAR بِسَيانات ربع سنوية من الفصل الأول لسنة 1980 إلى غاية الفصل الثالث لسنة 1998 ، و قد أُستعمل في كل نموذج أسلوب دوال الاستجابة (دوال ردة الفعل) و تحليل التباين. إذ بدأت الدراسة بالنموذج الأساسي ، الذي تضمن متغيرات اقتصادية و هي مُرتّبة كالآتي: الطلب الخاص (يساوي الفرق بين الناتج الداخلي الخام الحقيقي و الإنفاق العمومي) ، مؤشر الأسعار IPC ، معدل الفائدة القصير الأجل الخاص بالسياسة النقدية *overnight call rate* ، الكتلة النقدية M_2 . انطلاقاً من هذا النموذج ، تمّ تحليل قناة معدل الفائدة و ملاحظة وجود "لغز السعر" ، و بعد إدراك أن تأثير M_2 على الطلب الخاص هو كبير و هام ، قام الاقتصاديين باستعمال طريقة خاصة للتأكد من وجود هذه القناة النقدية. تكمن هذه الطريقة في مقارنة استجابات الإنتاج و الأسعار لصدمة في معدل الفائدة الخاص بالسياسة النقدية بين حالتين اثنتين: الأولى هي تتعلق بالنموذج السابق أين تعتبر M_2 كمتغيرة داخلية ، و في الحالة الثانية يتم إغلاق هذه القناة ، أي تجميد التأثيرات الحالية و المتأخرة لمتغيرة M_2 على الإنتاج و الأسعار ، و يكون ذلك عملياً من خلال إضافتها كمتغيرة خارجية في النموذج (أي يصبح النموذج يتضمن ثلاث متغيرات داخلية هي : الطلب الخاص ، مؤشر الأسعار و معدل الفائدة). و تبين من خلال هذه الطريقة أن القناة النقدية هي فعالة لنقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي.

بعد ذلك ، بُعِيَة فحص و دراسة قناة معدل الفائدة بشكل دقيق ، قام الباحثين بتوسيع حجم نموذج VAR ، من خلال إضافة معدل الفائدة على القروض المصرفية *Lending rate* إلى النموذج الأساسي. و قد تم دراسة و مقارنة استجابة متغيرات الاقتصاد الكلي لصدّات السياسة النقدية (و حتى حساسيتها لصدّات المتغيرة الجديدة في النموذج) في الوضعيتين اللتين تكون عليها متغيرة معدل الفائدة على القروض ، أي مرة داخلية و مرة أخرى خارجية. وقد تم استنتاج فعالية قناة معدل الفائدة.

¹ - Morsink J., Bayoumi T. (2001), «A Peek Inside the Black Box :The Monetary Transmission Mechanism in Japan», IMF Staff Papers, Vol. 48 (1), pp. 22-57

في مرحلة أخرى ، تطرّق الاقتصاديين لتحليل دور البنوك في آلية الانتقال النقدي ، و ذلك من خلال تقدير نموذج موسع آخر *VAR* يتم فيه إضافة مكونات أساسية للأصول البنكية إلى النموذج الأساسي ، هذه المكونات هي القروض البنكية *Bank Loans* أو *Bank Lending* و ممتلكات البنوك من الأوراق المالية *Bank's Holding of Securities*. باستعمال أسلوب دوال ردة الفعل و تحليل التباين و الطريقة الخاصة المستعملة سابقا للتأكد من فعالية قناة معدل الفائدة و القناة النقدية ، تم التوصل إلى أهمية قناة القرض البنكي.

حتى قناة تكلفة القرض البنكي قد أخذت هي الأخرى حَيِّزًا لا بأس به من الدراسات التي اهتمت بقنوات الانتقال النقدي. فقد قام *Barth* و *Ramey* (2000)¹ بتحليل متغيرات الأسعار، الإنتاج و الأجور الخاصة بواحد و عشرون قطاع في الصناعة الأمريكية خلال الفترة 1959-1996 ، مستخدمين في ذلك نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR*. خلص هذين الاقتصاديين إلى أن الأسعار قد ارتفعت في العديد من القطاعات ، مقارنة مع الأجور ، بعد حدوث انكماش للسياسة النقدية ، كما تم الإشارة إلى أنّ هذه التأثيرات تكون واضحة بشكل جيد خلال الفترة التي تسبق سنة 1979. قد دعمت هذه النتيجة الدراسة التي قام بها فيما بعد الاقتصادي *Tillmann* (2009)² و الخاصة بالفترة 1960-2004. بالإضافة في هذا البحث هي أنّ أهمية قناة تكلفة القرض قد تغيرت في الولايات المتحدة خلال الأربعين سنة الأخيرة : مرة تكون لها أهمية كبيرة (في فترة ما قبل ترأس *Paul Volcker* للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي) و مرة أخرى تكون أقل أهمية (في عهد *Volcker* و *Alan Greenspan*).

تَوَصَّلَ الاقتصاديين *Dedola* و *Lippi* (2005)³ ، عند دراستهم لخمس دول عُضْوَة في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية *OCDE* ، إلى أن قناة تكلفة القرض هي موجودة في كل من ألمانيا ، فرنسا و إيطاليا. استخدم هذين الاقتصاديين في بحثهم نموذج *VAR* و بيانات تخص واحد و عشرون صناعة للخمس دول

¹ - Barth M. J., Ramey V. A. (2000), «The Cost Channel of Monetary Transmission », NBER Working Paper, n°7675.

² - Tillmann P. (2009), «The time-varying cost channel of monetary transmission», Journal of International Money and Finance, 28, pp. 941-953

³ - Dedola L., Lippi F. (2005), «The monetary Transmission mechanism: evidence from the industries in five OECD countries», European Economic Review, Vol. 49(6), pp. 1543-1569

المدرسة. تتعلق هذه البيانات بالفترة الممتدة من 1983 إلى 1997. إنّ فعالية قناة تكلفة القرض في دولة إيطاليا قد تمّ تأكيدها سنة بعد ذلك في دراسة قام بها كل من *Gaiotti* و *Secchi* (2006)¹، التي تضمنت بياناً لـ 2000 مؤسسة تصنيع إيطالية و تمتد لـ 14 سنة.

و قد قام *Primiceri* (2005)² بدراسة دور السياسة النقدية في ديناميكية التضخم و البطالة بالنسبة للاقتصاد الأمريكي. و لإجراء هذا البحث ، طوّر هذا الاقتصادي إستراتيجية جديدة و بسيطة للنمذجة ، تركز على تطبيق أساليب سلسلة ماركوف مُوثّتي كارلو لتقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي المُراعِي لتباين الوقت مع التقلب العشوائي *time varying structural VAR model* ، حيث تكون مصادر تباين الوقت هي المعاملات و مصفوفة تباين التغير *variance covariance matrix* للصدمات (لتأثير الصدمات). إذن النموذج الذي أعده *Primiceri* هو نموذج بسلاسل زمنية لعدة متغيرات مع وجود معاملات متباينة الوقت و مصفوفة تباين التغير للصدمات متباينة الوقت. حسب *Primiceri* ، الغرض من المعاملات هو إلتقاط علاقة بين المتغيرات ديناميكية و متغيرة محتملة أو إلتقاط تباين الوقت محتمل في بنية التأخر في النموذج ، و الغرض من التقلب العشوائي متعدد المتغيرات هو إلتقاط مشكلة عدم ثبات التباين المحتملة للصدمات في العلاقات المتزامنة بين متغيرات النموذج. أشار هذا الاقتصادي إلى أن التباين الزمني في مصفوفة تباين التغير لتأثير الصدمات هو مُهم من الناحية التجريبية ، و مهم أيضاً لتحليل ديناميكية العلاقات المتزامنة بين متغيرات النظام. و قد تم في هذا البحث تَضْمِين ثلاث متغيرات في النموذج: معدل التضخم ، معدل البطالة ، و معدل فائدة إسمي قصير الأجل ، مع بيانات تشمل الفترة 1953-2001. أما النتائج فكانت كالتالي: هناك دليل على تباين الوقت في السياسة النقدية الأمريكية ، إذ تغيرت هذه الأخيرة خلال الأربعين سنة الأخيرة من فترة الدراسة ، و رغم أنها كانت عدائية ضد التضخم و البطالة إلا أنّ هاتان الظاهرتان قد استفحلتا ، و خلص هذا الاقتصادي إلى أنّ ذروة التضخم و البطالة في السبعينات و بداية الثمانينات يمكن تفسيرها بشكل أفضل من خلال الصدمات غير المرتبطة بالسياسة النقدية.

¹ - Gaiotti E., Secchi A. (2006), «Is There a Cost Channel of Monetary Policy Transmission? An Investigation into the Pricing Behavior of 2000 Firms», Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.38, n°8, pp. 2013-2037

² - Primiceri G. (2005), «Time Varying Structural Vector Autoregressions and Monetary Policy», Review of Economic Studies, 72(3), pp. 821-852

تُشير نتائج الدراسة التي قام بها *Ludvigson ، Steindal ، Lettau* (2002)¹ إلى أنّ قناة الثروة تلعب دوراً ثانوياً (بسيطاً) في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاستهلاك في حالة الاقتصاد الأمريكي ، في حين أنّ قناة معدل الفائدة هي أكثر أهمية في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي و يتجلى ذلك من خلال وجود تأثيرات مباشرة لمعدلات الفائدة على الاستهلاك. و للوصول إلى هذه الخلاصة ، قد طبّق هؤلاء الاقتصاديون أسلوب شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي *VARs* على البيانات الأمريكية.

و في دراسة أخرى خلص *Mehrota* (2007)² إلى أهمية قناتي معدل الفائدة و سعر الصرف في حالة اليابان و هونغ كونغ. حيث ، في كِلا البلدين ، يؤدي ارتفاع سعر الصرف (قيمة العملة) إلى حدوث انخفاض هام من الناحية الإحصائية في مستوى الأسعار ، و خاصة في هونغ كونغ. بالنسبة لأثر سعر الصرف على الإنتاج فهو عكسي في كِلا البلدين. أمّا فيما يتعلق بقناة معدل الفائدة فإنّ النتائج تشير إلى أنّ لمعدل الفائدة أثراً عكسياً في الإنتاج في كِلا الاقتصادين ، أما أثره في مستوى الأسعار فإنّه عكسي كذلك. بالمقابل لم يجد *Mehrota* أي أهمية لهاتين القناتين في حالة الصين ، حيث أنّ أثرهما ضعيف جداً على تطور الأسعار و الإنتاج. إنّ المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة هي نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي *VARs* ، أما البيانات المستعملة فقد كانت ربع سنوية: من الفصل الأول لسنة 1991 إلى الفصل الثاني من سنة 2004 بالنسبة لليابان ، و من الفصل الأول لنفس السنة 1991 إلى الفصل الثالث من سنة 2004 بالنسبة لهونغ كونغ ، في حين كانت البيانات شهرية بالنسبة للصين ، من الشهر 1 لسنة 1996 إلى نهاية الشهر 8 من سنة 2004. و قد شمل النموذج في كل الاقتصادات على أربع متغيرات هي: مؤشر للإنتاج الحقيقي (الناتج المحلي الخام الحقيقي) ، مؤشر أسعار الاستهلاك (معدل التضخم السنوي بالنسبة للصين) ، معدلات الفائدة (بالنسبة لليابان : تمّ استخدام معدل الفائدة على شهادات الإيداع لمدة ثلاث أشهر ، بالنسبة لهونغ كونغ : معدل الفائدة بين البنوك لمدة ثلاث أشهر ، و بالنسبة للصين : معدل إعادة الشراء المتوسط *the average repurchase rate*) ، و سعر الصرف الفعلي الاسمي بالنسبة لجميع الدول. للتعرف على طبيعة و حجم أثر كل متغيرة من متغيرات النموذج في المتغيرات

¹- Ludvigson S., Steindal C., Lettau M. (2002), «Monetary Policy Transmission through the Consumption-Wealth channel», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, May, pp.117-133

²- Mehrota A. (2007), «Exchange and Interest Rate Channels during a Deflationary Era-Evidence from Japan, Hong Kong and china, Journal of Comparative Economics, 35, pp.188-210

الأخرى تم استعمال أداة دوال ردة الفعل و أسلوب تحليل التباين (أستخدم هذا الأسلوب الأخير لدراسة حجم أو أهمية أثر الصدمات المختلفة في تطور مستوى الأسعار و فقط دون التطرق للمتغيرة المعبرة عن الإنتاج).

في مقال آخر قام *Ciccarelli ، Maddaloni ، Peydro* (2013)¹ بدراسة آلية انتقال السياسة النقدية لمنطقة الأورو من خلال قنوات القرض و بتحليل كيفية التي أثرت بها الهشاشة المالية للوسطاء الماليين و المُقترضين غير الماليين ، التي ميّزت المنطقة خلال الأزمة و حتى نهاية عام 2011 ، على آلية النقل هذه. و على غرار ما اعتقده *Bernanke و Gertler* (1995) ، يُعتبر هؤلاء الاقتصاديين أنّ قناة القرض هي ليست قناة بديلة لقناة معدلات الفائدة، و إنّما هي تتمثل في مجموعة العوامل (المؤثرة على عرض و طلب القروض) التي تساهم في زيادة نشر آثار هذه القناة الأخيرة ، و بالتالي هدَفَ هؤلاء إلى تحديد آلية التضخيم هذه. استندت الدراسة على نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) و قد تمّ تضمينه بيانات حول شروط و معايير الإقراض المصرفي ، و هي تشمل 12 دولة من منطقة الأورو. إنّ المعلومات الخاصة بهذه الشروط و المعايير يُوفرها "مسح الإقراض المصرفي (BLS) لمنطقة الأورو" ، و أُستُخدمت في هذه الدراسة الإجابات المتعلقة بالعوامل المؤثرة على قرار تغيير شروط و معايير الإقراض كطريقة للتمييز بين قنوات القرض الفرعية لانتقال السياسة النقدية (قناة القرض البنكي و قناة الميزانية) ، و كَوْنُ أن هذه الإجابات تكون نوعية فقد تمّ إنشاء مؤشر يمكن استخدامه في التحليل التجريبي. لقد قام الباحثان بمقارنة تأثير صدمة السياسة النقدية على نمو الناتج المحلي الإجمالي و التضخم قبل و أثناء اللحظات المختلفة من الأزمة ، مع العلم أنّ هذا التأثير يتم من خلال التغييرات في شروط الإقراض الناجمة عن تغير قوّة المركز المالي للبنك و المقترض ، و تَوَصَّلُوا إلى أنّ آلية انتقال السياسة النقدية كانت تتغير عبر الزمن و تتأثر بشدّة الهشاشة المالية للبنوك و الشركات و الأسر (المُقترضين و المُقترضين) ، حيث أنّ تأثير السياسة النقدية على الإنتاج كان أقوى خلال الأزمة المالية و خاصة في الدول التي تعاني من ضائقة مالية كبيرة ، إضافة إلى هذا لقد تأكَّدَ لدى هؤلاء الاقتصاديين و جود آلية تضخيم آثار قناة معدلات الفائدة و أنّها تعمل بشكل جيّد من خلال كِلا قناتَي القرض. في الأخير ، قد أشارت كذلك نتائج الدراسة إلى أنّ قناة القرض البنكي قد حَقَّقَتْ نسبيًا من تدخلات البنك المركزي الأوروبي غير التقليدية.

¹- Ciccarelli M., Maddaloni A., Peydro J. (2013), «Heterogeneous Transmission Mechanism Monetary Policy and Financial Fragility in the Euro Area», European Central Bank, Working Paper Series, N°1527.

و كذلك قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية أخذت حيزاً من اهتمام الدراسات النظرية و التجريبية على حد سواء. ففي دراستهم لدول منطقة الأورو ، بُغية تقييم الآثار أو التداعيات الخارجية و الداخلية لصدّات السياسات النقدية غير التقليدية على الإقراض البنكي ، توصل *Grab* و *Zochowski* (2017)¹ إلى أهمية قناة القرض البنكي الدولي² *The international bank Lending channel* لتدابير السياسة النقدية غير التقليدية. حيث ، و باستخدام مجموعة بيانات سرية على مستوى البنوك في منطقة الأورو (لما يُقرب من 250 بنك) ، وجد هذين الاقتصاديين أن بنوك منطقة الأورو تزيد من إقراضها إلى بقية بلدان العالم إستجابةً لتدابير التيسير الكمي المنفذة من قبل البنك المركزي الأوروبي ، كما إستنتجاً كذلك أن هذه البنوك (خاصة تلك التي تُعاني من سيولة محدودة و تعتمد بشكل كبير على أسواق رأس المال الداخلية) تزيد من إقراضها للقطاع الخاص استجابةً لتوسع في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. إنّ عمل قناة القرض البنكي على المستوى الدولي ، أو بكلمات أخرى نُقلها لآثار تدابير السياسة النقدية غير التقليدية إلى خارج الحدود ، هو نتيجة لتعاظم التكامل المالي الدولي أو بما يسمى بالعمولة المالية. ففعالية هذه القناة في منطقة الأورو (استناداً للدراسة) هو قد جاء بعد زيادة الترابطات بين بنوك المنطقة و الأسواق المالية غير الأوروبية. إذ إشترت بنوك منطقة الأورو الأوراق المالية الصادرة في الولايات المتحدة الأمريكية ، وقدمت البنوك الأمريكية تمويلاً بالدولار إلى بنوك منطقة الأورو، و هذا من شأنه أن يزيد من إحتياطات هذه الأخيرة و يرفع من قدرتها على الإقراض ، ناهيك عن التمويل الذي قدّمه لها البنك المركزي الأوروبي في إطار سياساته غير التقليدية.

¹- Grab J., Zochowski D. (2017), « The international bank Lending channel of unconventional monetary policy», European Central Bank, Working paper Series, N°2109.

² - تعمل قناة القرض البنكي الدولي للسياسة النقدية غير التقليدية بطريقة مختلفة نوعاً ما مقارنةً بقناة القرض البنكي التقليدية. في حين تعمل هذه الأخيرة على التأثير على الاقتصاد الحقيقي و حجم القروض المعروضة من خلال التغييرات التي تُخلدُها في الودائع الاحتياطية للبنوك ، فإن حسب *Baskaya* و آخرون (2016) تعمل الأولى بشكل رئيسي من خلال خفض العائد و زيادة عرض النقود بمفهومه الموسع (M_3) ، و يكون ذلك من خلال ثلاث خطوات: أولاً ، بعد توسع ميزانية البنك المركزي ، تنخفض معدلات الفائدة في بلد هذا الأخير و يزداد عرض النقود (المُقاس بـ M_3). ثانياً ، تسمح معدلات الفائدة المنخفضة و توافر السيولة للبنوك بزيادة الإقراض ، بما في ذلك الإقراض خارج الحدود. ثالثاً ، ينعكس هذه الأخير (أي الإقراض خارج الحدود) بدوره في صورة صدمة تمويل إيجابية للبنوك في الخارج ، مما قد يؤدي إلى زيادة عرض القروض ، و هذا بنفس المنطلق الذي تعمل به قناة القرض البنكي التقليدية.

- Baskaya Y. S., di Giovanni J., Kalemli-Ozcan S., Peydro J-L., ULu M. F. (2016), « Capital Flows and The International Credit channel», NBER Chapters, in: NBER International Seminar on Macroeconomics 2016, National Bureau of Economic Research, Inc.

I-2- الدراسات التطبيقية السابقة الخاصة بالدول النامية ، الناشئة و التي تمر بمرحلة انتقالية:

في دراسته لدولة تونس ، حاول *Faouzi* (1999)¹ تحديد قنوات تأثير السياسة النقدية في اقتصاد هذا البلد بالاعتماد على نموذج *VAR* و أسلوبي دوال الاستجابة و تحليل التباين. تضمن هذا النموذج المتغيرات التالية: معدل الفائدة للسوق النقدية ، الكتلة النقدية M_2 ، حجم القروض الموزعة للقطاع الخاص ، سعر الصرف الفعلي ، مؤشر أسعار الاستهلاك و مؤشر الإنتاج الصناعي ، كما غطت البيانات الفصلية المتعلقة بهذه المتغيرات الفترة الممتدة من الفصل الأول لسنة 1990 إلى غاية الفصل الثالث من سنة 1998. توصل هذا الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أهمية قنوات القرض ، معدل الفائدة و سعر الصرف.

في بحث آخر ، إستخدم *Dabla-Norris* و *Floerkemeier* (2006)² تحليل *VAR* و بيانات شهرية (من 5:2000 إلى 12:2005) تخص إقتصاد أرمينيا لدراسة قنوات انتقال السياسة النقدية لهذا البلد. بعد أنّ أُجريت اختبار سببية غرانجر و أسلوبي دوال ردة الفعل و تحليل التباين ، خلص الاقتصاديين إلى أنّ قدرة السياسة النقدية على التأثير في النشاط الاقتصادي و التضخم هي لا تزال محدودة. و بصورة أدق ، تمّ استنتاج أنّ قناة معدل الفائدة هي ضعيفة على الرغم من وجود بعض الأدلة على تأثيرها في مؤشر أسعار الاستهلاك ، في حين أنّ قناة سعر الصرف لها تأثير أقوى على الأسعار و هي تستجيب لصدّات الكتلة النقدية الموسّعة M_2 . و تبقى ، حسب الإقتصاديين ، قناتي أسعار الأصول و الميزانية غير موجودة في هذا البلد خلال فترة الدراسة. المتغيرات المستعملة في البحث هي: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، مؤشر أسعار الإستهلاك ، إضافة إلى ثلاث متغيرات تعبر عن أدوات السياسة النقدية و هي معدل الفائدة القصير المدى ، سعر الصرف الفعلي الاسمي و الكتلة النقدية M_1 .

¹ - Faouzi A. (1999), « les canaux de transmission de la politique monétaire : analyse théorique et application sur données tunisiennes », Revue Tunisienne d'Economie, N°10.

² - Dabla-Norris E., Floerkemeier H. (2006), « Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia : Evidence from VAR Analysis », IMF Working Paper, International Monetary Fund, N°. 06/248

قام *Poddar* ، *Sab* و *Khachatryan* (2006)¹ بدراسة آليات الانتقال النقدي في الأردن. و قد استخدم هؤلاء الباحثين نموذج *VAR* و أسلوب دوال ردة الفعل و تحليل التباين، و البيانات المستعملة كانت ربع سنوية و تغطي الفترة: الفصل الأول لسنة 1996- الفصل الأول لسنة 2005. شملت متغيرات النموذج كل من الناتج الحقيقي (باللوغاريتم الطبيعي *Ln*) ، الاحتياطات الخارجية (باللوغاريتم الطبيعي *Ln*) ، الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع لـ 3 أشهر في الأردن و معدل الفائدة على الأموال الفيدرالية الأمريكية ، معدل الإقراض الحقيقي ، القرض المحلي الحقيقي المُعدَّل موسميًا *Seasonally adjusted real domestic credit* (باللوغاريتم الطبيعي *Ln*) ، أسعار الأسهم (مؤشر البورصة باللوغاريتم الطبيعي *Ln*) و سعر الصرف الفعلي الحقيقي (باللوغاريتم الطبيعي *Ln*). تمَّ في هذه الدراسة تقدير نموذج أساسي و عدّة نماذج أخرى بحيث يتعلق كل واحد منها بقناة معينة. إذ النموذج الأساسي هو مُكون من متغيرات مُرتبة كما يلي: الإنتاج الحقيقي ، الاحتياطات الخارجية ، فارق معدلات الفائدة. للتأكد من فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية ، يتم إدخال المتغيرة التي تعبر عن القناة في النموذج الأساسي ليصبح النموذج الجديد أوسع ، لكن استخدام المتغيرة الجديدة سيأخذ وجهين : مرة تكون متغيرة داخلية و مرة أخرى تكون متغيرة خارجية ، و بعد ذلك يتم مقارنة إستجابات الإنتاج لإصدمات السياسة النقدية، و اختلاف الاستجابتين هو شرط فعالية تلك القناة. هذه الطريقة هي نفسها تلك المستخدمة من قبل *Morsink* و *Bayoumi* (2001). خلص صاحِبِي هذه الدراسة إلى أن السياسة النقدية فعالة في التأثير على الاحتياطات الخارجية و غير مؤثرة على الناتج ، كما أنهما لم يجدا أي أهمية لأي قناة من قنوات انتقال السياسة النقدية في التأثير على الناتج.

قام *AL-Mashat* و *Billmeier* (2007)² بدراسة و تقييم قنوات انتقال السياسة النقدية في مصر. استعملت هذه الدراسة نموذج *VAR* و بيانات شهرية تُعطي الفترة الممتدة من جانفي 1996 إلى جوان 2005. المتغيرات المستعملة في البحث هي الناتج الداخلي الخام ، مؤشر أسعار الاستهلاك ، سعر الصرف الفعلي الاسمي ، القروض المقدمة للقطاع العام و الخواص المحليين ، مؤشر أسعار الأسهم (*CASE 30*) ، معدل الفائدة الخاص

¹ - Poddar T., Sab R., Khachatryan H. (2006), « The Monetary Transmission Mechanism in Jordan », IMF Working Paper. 48

²- AL-Mashat R., Billmeier A. (2007), « The Monetary Transmission Mechanism in Egypt », International Monetary Fund, IMF Working Papers, 07/285.

بالسياسة النقدية. تشير نتائج هذه الدراسة إلى هيمنة قناة سعر الصرف ، إذ تلعب دوراً قوياً في نقل أثر السياسة النقدية إلى الإنتاج و الأسعار. أما قناتيَّ القرض البنكي و أسعار الأصول فقد كان لهما دور ضعيف جداً. بخصوص قناة معدل الفائدة ، استنتج الباحثين أنّ دورها كناقل لأثر السياسة النقدية قد بدأ يتحسن و يتطور في المدة الأخيرة من فترة الدراسة.

في دراسته لدول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا *MENA* مُمَثَّلَةً بكل من مصر، الأردن ، لبنان ، المغرب ، تونس و تركيا ، توصل *Neaime* (2008)¹ إلى هيمنة قناة سعر الصرف في حالة مصر و تركيا ، و هيمنة قناة معدل الفائدة في حالة الأردن ، لبنان ، المغرب و تونس. استعمل *Neaime* في هذا البحث نموذج *VAR* و بيانات ربع سنوية معدلة موسمياً ، تغطي الفترة من الفصل الأول لسنة 1990 إلى الربع الرابع من سنة 2006. تتعلق هذه البيانات بالمتغيرات التالية: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، مؤشر أسعار الاستهلاك ، سعر الصرف الاسمي ، معدل الفائدة على أدونات الخزانة لمدة ثلاثة أشهر (باعتباره مع سعر الصرف كأدوات للسياسة النقدية). يتم إدخال جميع المتغيرات في نموذج *VAR* باللوغاريتم الطبيعي *Ln* ، باستثناء معدل الفائدة.

تناول كذلك *Boughrara* (2009)² موضوع آليات أو قنوات انتقال السياسة النقدية بالتحليل و التحديد و المقارنة في دراسته لدولتيَّ المغرب و تونس. لتقييم أي قناة من قنوات الانتقال ، استعمل الباحث نموذج *VAR* و أدواته المتمثلة في دوال ردة الفعل و تحليل التباين ، و بيانات فصلية تمتد من الفصل الأول لسنة 1989 بالنسبة لتونس و من الفصل الأول لسنة 1990 بالنسبة للمغرب إلى غاية الفصل الرابع من سنة 2005 بالنسبة للبلدين. و تتعلق هذه البيانات بالمتغيرات التالية:

متغيرات السياسة النقدية: معدل الفائدة ما بين البنوك بالنسبة للمغرب و معدل الفائدة في السوق النقدي بالنسبة لتونس (لا يُؤخذ هذين المتغيرين باللوغاريتم).

متغيرات الانتقال النقدي ، أو ما يسمى بالمتغيرات الوسطية: سعر الصرف الفعلي الاسمي ، القروض المصرفية التي تم تعويضها بمطالبات القطاع الخاص (القروض) *Claims on Private Sector* ، مؤشر سوق الأوراق

¹ - Neaime S. (2008), « Monetary Policy Transmission and Targeting Mechanism in the MENA Region », ERF Working Paper, N°.395

² - Boughrara A. (2009), « Monetary Transmission Mechanism in Morocco and Tunisia », Economic Research Forum, Working Paper N°.460

المالية الذي يتم قياسه بواسطة مؤشر *MASI* في حالة المغرب و مؤشر *BVMT* في حالة تونس (تؤخذ كل من هذه المتغيرات باللوغاريتم (Log_s)).

متغيرات الهدف: مؤشر الإنتاج الصناعي أو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، و مؤشر أسعار الاستهلاك (يؤخذ هذان المتغيران باللوغاريتم (Log_s)).

يلاحظ في هذه الدراسة ، أنه قد استخدم الباحث نفس الطريقة المستعملة من قبل أمثال *Morsink* و *Bayoumi* (2001)¹ ، *Ludvigson* ، *Steindal* و *Lettau* (2002)² ، *Koivu* (2010)³ و *Sab* ، *Poddar* ، *Khachatryan* (2006)⁴ ، *Ramey* (1993)⁵. يلاحظ أيضا أنه قد تم تقييم الأهمية النسبية لقناة معدل الفائدة في إطار النموذج الأساسي.

خلصت هذه الدراسة من خلال نتائجها التجريبية إلى ما يلي: أولاً ، عدم فعالية قناتي سعر الصرف و أسعار الأصول في نقل أثر السياسة النقدية. ثانياً ، فعالية قناة القرض في تونس و هي أكثر تأثيرا من قناة معدل الفائدة التي أثبتت أهميتها هي كذلك. ثالثاً ، فعالية قناة القرض في المغرب ، و استنتاج أن آثارها على الاقتصاد كانت أقل وضوحاً مقارنة بحالة تونس. رابعاً ، وجود أهمية نسبية لقناة معدل الفائدة.

في أطروحة الدكتوراه التي تقدم بها بن لدغم فتحي (2011-2012)⁶ تمّ كذلك بحث ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR و أسلوب دوال ردة الفعل و بيانات فصلية تخص كل من معدل الفائدة الرئيسي (سعر الخصم) ، متوسط معدلات السوق النقدي (أستعمل في مرحلة معينة من الدراسة) ، القروض البنكية ، سعر الصرف الاسمي ، مؤشر أسعار الاستهلاك و الناتج الداخلي الخام للفترة الممتدة ما بين 1970 و 2010 ، مع التمييز في هذه الدراسة بين مرحلة الاقتصاد المخطط (1970- الفصل الأول من سنة 1990) و مرحلة التوجه نحو اقتصاد السوق (الفصل الثاني لسنة

¹ - Morsink J., Bayoumi T. (2001), Op.cit

² - Ludvigson S., Steindal C., Lettau M. (2002), op.cit

³ - Koivu T. (2010), op.cit

⁴ - Poddar T., Sab R., Khachatryan H. (2006), op.cit

⁵ - Ramey V. (1993), « How important is the credit channel in the transmission of monetary policy ? », NBER Working Paper, N°.4285

⁶ - بن لدغم فتحي، « ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري »، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود بنوك و مالية ، جامعة تلمسان ، الجزائر ، 2011-2012

1990- الفصل الرابع من سنة 2010). و قد استند الباحث في هذه الدراسة على الطريقة التي استخدمها كل من *Morsink* و *Bayoumi* (2001) للتأكد من فعالية قنوات الانتقال النقدي ، و التي تكمن في مقارنة استجابات (ردة الفعل) الإنتاج و الأسعار لصدمة تَطْرَأُ على السياسة النقدية بين حالتين اثنتين: الأولى ، يتم فيها إضافة متغيرة القناة كمتغيرة داخلية إلى جانب متغيرات البنية الأساسية لنموذج *VAR* ، أما في الحالة الثانية فيتم إغلاق هذه القناة من خلال الحد من التأثيرات الحالية و المتأخرة لمتغيرة هذه الأخيرة على الإنتاج و الأسعار و ذلك بإضافتها كمتغيرة خارجية (توقيف مفعولها) في النموذج. إذا كانت القناة المدروسة تعمل ، فسيكون هناك اختلاف واضح بين الاستجابات. أشارت نتائج الدراسة إلى الفعالية النسبية أو الضعيفة لقناة القرض البنكي و إلى عدم فعالية قناتَي معدل الفائدة و سعر الصرف و هذا كله في المرحلة الأولى. أما بالنسبة للمرحلة الثانية ، فقد توصلت الدراسة إلى فعالية قناة سعر الصرف فقط و أن سعر الصرف يؤثر على الإنتاج و ليس على الأسعار ، و هذا في حالة اعتماد سعر الخصم كمتغيرة تشير إلى السياسة النقدية ، بينما عند استعمال متوسط معدلات السوق النقدي كمتغيرة تشير إلى السياسة النقدية فكانت النتائج في صالح أهمية قناتَي سعر الصرف و معدل الفائدة ، اللتان عَمِلَتَا حسب الدراسة على تمرير أثر السياسة النقدية إلى الأسعار و ليس الإنتاج.

في دراسته لدولة الكويت ، حاول حسين علي العمر (2009)¹ التعرف على قنوات تأثير السياسة النقدية في الناتج المحلي غير النفطي و المستوى العام للأسعار ، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ للكمية الموجهة (*VECM*) ، الذي هو نموذج مقيد لنموذج *VAR* ، و بيانات شهرية تغطي المدة الممتدة من جانفي 1992 إلى ديسمبر 2006. و قد اعتمد في إطار هذا النموذج على أداتين هما تحليل التباين و دوال ردة الفعل ، و ذلك من أجل التعرف على حجم و طبيعة أثر كل متغير من متغيرات النموذج في المتغيرات الأخرى. و قد أشارت نتائج الدراسة إلى الأهمية النسبية للسياسة النقدية و قنوات تأثيرها (قنوات معدل الفائدة ، القرض ، أسعار الأصول و سعر الصرف) في المستوى العام للأسعار ، في حين أن أثرها في الإنتاج غير النفطي محدود و غير ذي أهمية.

¹ - حسين علي العمر، (2009)، « قنوات تأثير السياسة النقدية - حالة الكويت - »، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية و الاجتماعية، المجلد 6 ، العدد 3 ، ص. 251-272

أما بخصوص العمل المقدم من قبل بقبق ليلي أسمهان (2014-2015)¹ في إطار أطروحة دكتوراه ، فقد تمّ بحث القنوات المسئولة عن انتقال أثر السياسة النقدية في الجزائر و كذا مدى فعاليتها. بالاعتماد على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR و أسلوبَي دوال الاستجابة (دوال ردة الفعل) و تحليل التباين ، و كذا باستعمال بيانات سنوية تغطي الفترة 1964-2012 ، تتعلق بكل من سعر إعادة الخصم ، مؤشر أسعار الاستهلاك ، الناتج الداخلي الخام ، الكتلة النقدية ، سعر الصرف و القروض المقدمة للاقتصاد ، توصلت الدراسة إلى أهمية القناة النقدية (قناة الكتلة النقدية) و قناة القرض البنكي ، مع ملاحظة ضعف أثر القروض على الإنتاج مقارنة بأثر القناة النقدية و كذا غياب تأثير السياسة النقدية على الأسعار بالشكل المتوقع نظريا. بشكل أدق ، كان أثر الكتلة النقدية طردي في الإنتاج بما يتطابق مع التوقعات النظرية ، و عكسي في الأسعار بما لا يتطابق مع التوقعات النظرية ، أما فيما يتعلق بقناة القرض البنكي ، فإنّ الدراسة تشير إلى أن لصدمة القرض البنكي أثر طردي في الإنتاج و طردي كذلك في الأسعار (لكن هذا الأثر الأخير على الأسعار هو ضعيف). من جهة أخرى ، لم تلعب قناة سعر الصرف أي دور في نقل أثر السياسة النقدية.

الشيء الذي يمكن أن يعاب على هذه الدراسة هو أنّها لم تُميّز بين مرحلة الاقتصاد الموجه و مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق ، لأنّه كان يوجد خلال هاتين المرحلتين تباين كبير في طريقة إدارة البنك المركزي الجزائري لسياسته النقدية و في درجة تطور القطاع المالي و البيئة الاقتصادية ، و هذا كله سينعكس لا محالة على نتائج الدراسة فيما يخص تغير فعالية قنوات الانتقال النقدي في ظل استخدام نموذج VAR الذي لا يأخذ في الحسبان التغيرات الهيكلية و المؤسسية التي شهدتها الاقتصاد الجزائري عبر التاريخ الحديث.

في تحليله لقنوات انتقال السياسة النقدية بدولة المغرب ، توصل *Lahlou ، Bennouna* و *Mossadak* (2016)² إلى أهمية قناتَي معدل الفائدة و القرض البنكي. استخدمت هذه الدراسة نموذجين ، أحدهما هو نموذج VAR الهيكلي و بيانات فصلية تُغطي الفترة الممتدة من الفصل الأول لسنة 1997 إلى الفصل

¹ - بقبق ليلي أسمهان، «آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر و معوقاتها الداخلية - دراسة قياسية -»، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود مالية و بنوك ، جامعة تلمسان ، 2014-2015

²- Bennouna H., Lahlou K., Mossadak A. (2016), «Analyse des canaux de transmission de la politique monétaire au Maroc», Document de travail, Bank AL-MAGHRIB, Numéro 1.

الرابع لسنة 2014 ، و هي معطيات تخص المتغيرات التالية: معدل الفائدة ما بين البنوك (يعبر عن السياسة النقدية) ، معدل نمو الناتج المحلي الخام ، مؤشر أسعار الاستهلاك ، قروض إلى الاقتصاد و المؤشر الرئيسي لبورصة كزابلانكا. الملاحظ في هذه الدراسة هو أنه قد تمّ إغفال سعر الصرف بحجة أن المغرب يتبنى نظام سعر الصرف الثابت و بالتالي سوف لن تكون هذه القناة عملية.

درس *Younsi و Mna (2017)*¹ أهمية قناة القرض في نقل اثر السياسة النقدية في تونس. و باستخدام منهج *VAR* ، قام الباحثين بدراسة تجريبية لتقييم مدى استجابة المجمعات الرئيسية للاقتصاد التونسي لصدمة السياسة النقدية خلال الفترة 1965-2015. أما المتغيرات المستعملة فكانت كالآتي: القروض القصيرة المدى ، الاستثمارات ، معدل الفائدة في السوق النقدي ، سعر الصرف الحقيقي ، مؤشر أسعار الاستهلاك. و قد تمّ تحويل جميع المتغيرات إلى اللوغاريتم *Log_s* باستثناء معدل الفائدة و سعر الصرف. أظهرت النتائج التجريبية للدراسة أن القرض له تأثير كبير على الاستثمار و التضخم ، مما يجعل قناة القرض فعالة بشكل عام. و مع ذلك ، لقد تمّ الإشارة في النتائج إلى أهمية معدل الفائدة كقناة للسياسة النقدية في المدى القصير ، و كذلك أهمية سعر الصرف كقناة في المدى المتوسط و الطويل.

و قد إهتم كذلك بعض الباحثين الاقتصاديين (خاصة العاملين بالبنوك المركزية) بدراسة فعالية قناة واحدة أو عدة قنوات لانتقال السياسة النقدية في الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية (من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق) في أوروبا الوسطى و الشرقية ، و استعمل أغلبهم نموذج *VAR* . ففي دراستهم لهذه الدول توصل *Ganev و آخرون (2002)*² إلى أهمية ، أو فعالية ، قناتَي معدل الفائدة و سعر الصرف ، و أنّ هذه الأخيرة قد كانت هي الأقوى في معظم الدول العشرة. و لبلوغ هذه النتيجة تمّ استخدام بيانات تغطي الفترة 1995-2000 ، و تخص المتغيرات التالية: معدل التضخم ، الإنتاج الصناعي ، معدلات الفائدة و أسعار صرف الأورو ، كما أُجري على هذه البيانات اختبار سببية غرانجر و تمّ تحليل دوال ردة الفعل و محاولة الكشف عن وجود علاقات تكامل متزامن للمدى الطويل بين المتغيرات الكلية. و بشكل مُفصل ، أفضت هذه الاختبارات

¹ - Younsi M., Mna A. (2017), « The Credit Channel Transmission of Monetary Policy in Tunisia », MPRA Paper, N°.83519

² - Ganev G., Molnar K., Rybinski K., Wozniak P. (2002), « Transmission Mechanism of Monetary Policy in Central and Eastern Europe », Raporty Case, N°.52, Warsaw, Poland, Center for social and Economic Research.

إلى أن: أثر معدل الفائدة عكسي في الناتج في حالة ثلاث دول هم سلوفاكيا ، هنغاريا و سلوفينيا و طردي في حالة لثوانيا ، إستونيا ، جمهورية التشيك و بولندا ، بينما يبقى الأثر مُختلط بين هذا و ذاك في حالة لآتقيا ، بلغاريا و رومانيا (يتوقف هذا الأثر بعد 12 شهراً بالنسبة لمعظم الدول). أمّا بالنسبة لأثر معدل الفائدة على التضخم فهو عكسي كما يُتوقع نظريا في حالة لثوانيا ، هنغاريا و سلوفينيا ، و طردي في حالة سلوفاكيا ، جمهورية التشيك ، رومانيا و بلغاريا. أمّا فيما يتعلق بقناة سعر الصرف فإنّ الدراسة تشير إلى أنّ لصدمة سعر الصرف الموجبة (انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل الأورو) أثر عكسي في الإنتاج فيما عدا حالة كل من رومانيا ، بلغاريا و استونيا حيث الأثر طردي و يستغرق حوالي 3 سنوات حتى يزول. في حين أن أثر سعر الصرف على التضخم فهو عكسي فيما عدا حالة هنغاريا ، سلوفينيا و لثوانيا. و آخر نتيجة يمكن أن نشير إليها ، فيما يتعلق بهذه الدراسة ، هي وجود علاقات تكامل متزامن (وجود تفاعل منهجي) بين المتغيرات على المدى الطويل فيما عدا حالة إستونيا و سلوفينيا ، و لإستخراج هذه العلاقات تم استعمال نهج *ARDL* المناسب لخصائص بيانات السلاسل الزمنية المستخدمة.

تشير دراسة *Creel و Levasseur (2005)* لثلاث دول بأوروبا الوسطى و الشرقية هي جمهورية التشيك ، المجر (هنغاريا) و بولندا خلال الفترة 1993:5 - 2004:3 ، و من خلال استخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي *VARs* ، إلى أن قنوات معدل الفائدة ، سعر الصرف و القرض لم تكن فعالة بشكل جيد في هذه الدول ، بينما لعبت مؤخرًا قناتي معدل الفائدة و سعر الصرف دوراً متزايداً في بولندا مقارنة بالدولتين الأخريات. و قد أظهرت كذلك نتائج هذه الدراسة كل من لغز سعر الصرف *exchange rate puzzle* و لغز الأسعار *price puzzle* (الذي كان نتيجة للُّعْزُ الأول) ، حيث تسببت الصدمة الإيجابية على معدل الفائدة (ارتفاعه) بزيادة الأسعار بدلاً من انخفاضها ، و هذا جزاء الانخفاض المباشر في سعر الصرف الاسمي.¹

¹ - Creel J., Levasseur S. (2005), « Monetary Policy Transmission Mechanisms in the Ceecs : How Important are the Differences with the Euro Area ? », Document de travail, Observatoire Français des Conjonctures Economique (OFCE), N°.2005-02 Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=826284>

في دراسته لدول أوروبا الوسطى و الشرقية مُمَثَلَةً بكل من المجر (هنغاريا) ، بولندا ، جمهورية التشيك ، رومانيا ، سلوفاكيا و سلوفينيا خلال الفترة 1998-2007 و باستعمال نموذج VAR كذلك ، توصل Oros و Romocea-Turcu (2009)¹ إلى أن الفعالية النسبية لِقَنَاتِي معدل الفائدة و سعر الصرف قد تغيرت مع تغير البلد المدروس. و مع هذا ، فقد أشارت الدراسة إلى الدور الضعيف الذي لعبته قناة القرض (المحلي) في جميع البلدان. إضافة إلى ذلك ، ظهر من خلال هذا البحث أنه يوجد في كل من هنغاريا و بولندا ما يسمى بلغز السعر ، و الذي يرتبط حسب الاقتصاديين بقناة سعر الصرف التي كانت فعالة بشكل عالي في هذين البلدين. أما بالنسبة لقناة معدل الفائدة ، و كما هو الحال في بلدان منطقة الأورو ، فقد كان لها تأثير هام في جمهورية التشيك ، سلوفاكيا و سلوفينيا ، و أثر جزئي في رومانيا. و لذلك يرى هذين الاقتصاديين في هذه المجموعة الأخيرة على أنها أكثر ملائمة للإلتزام بالإتحاد النقدي الأوروبي في المستقبل القريب ، و ما يؤكد ذلك حسبهم هو دخول سلوفينيا ضمن هذا الاتحاد في 2007. و نحن ندعم رأيهم هذا بعد أن حدث و أن دخلت كذلك سلوفاكيا في منطقة الأورو في سنة 2009.

في دراسته لجميع دول أوروبا الوسطى و الشرقية الأعضاء في الاتحاد الأوروبي ، خلال الفترة 1993-2008 ، خلص Egert و MacDonald (2009)² إلى أن فعالية قناة سعر الصرف قد انخفضت بشكل كبير مع مرور الوقت بسبب (حسبهم) انخفاض معدلات التضخم. و استنتجوا أن قناة أسعار الأصول لم تكن فعالة ، أو بالأحرى كانت ضعيفة ، و سبب ذلك هو عدم التطور الكافي لأسواق الأسهم و السندات الخاصة ناهيك عن انخفاض نسبة حيازة الأسر للأصول المالية. إضافة إلى ذلك ، يرى هذين الاقتصاديين أنه رغم أن التمويل الخارجي عبر الأسواق المالية هو شبه معدوم في بلدان أوروبا الوسطى و الشرقية إلا أن قناة القرض لم تكن فعالة بما فيه الكفاية و السبب في ذلك هو إمكانية تفادي البنوك التجارية و حتى المؤسسات للشروط النقدية المحلية التي يفرضها البنك المركزي ، و هذا من خلال حصولهم على التمويل من الشركات الأم الموجودة في الخارج. و مع ذلك فإن هذه البنوك و المؤسسات تتأثر بالسياسة النقدية في منطقة الأورو (الخاضعة للبنك المركزي

¹ - Oros C., Romocea C. (2009), « The monetary transmission mechanisms in the CEECs : A structural VAR approach », Applied Econometrics and International Development, Vol. 9(2), pp. 73-97

² - Egert B., MacDonald R. (2008), « Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe : Surveying the Surveyable », OECD Economics Department Working Papers, N°.654, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/230605773237>

الأوروبي) بسبب خضوع الشركات الأم لشروط الاقتراض في منطقة الأورو أي ستكون تحت تأثير قناة القرض في هذه المنطقة.

في دراسته لثمانِي دول بأوروبا الوسطى و الشرقية ممثلة بكل من جمهورية التشيك ، إستونيا ، هنغاريا (المجر) ، لاتفيا ، ليثوانيا ، بولندا ، سلوفاكيا و سلوفينيا ، و التي كانت قد دخلت حديثا في الاتحاد الأوروبي ، و هذا بهدف تقييم الأهمية النسبية لكل قناة من قنوات السياسة النقدية الثلاث الموجودة عادة في الأدبيات (معدل الفائدة ، سعر الصرف و القرض) ، خلص *Héricourt* (2006)¹ إلى وجود تشابه كبير في طبيعة أو نوع القنوات التي ينتقل عبرها أثر السياسة النقدية بين هذه البلدان و أعضاء منطقة الأورو. أدت هذه الأدلة التجريبية بهذا الاقتصادي لأن يعتقد بأنه لمن المعقول أن يحدث إندماج وثيق لهذه الدول في منطقة الأورو و كذلك أنه يبدو مشروعًا الالتحاق المُرتقب آنذاك لإستونيا و ليثوانيا و سلوفينيا بالأورو. و فعلا تُلاحظ أنه بعد نشره لهذه الدراسة ، إلْتَحقت سلوفينيا بمنطقة الأورو في سنة 2007 ، استونيا في 2011 و ليثوانيا في 2015. بالإضافة إلى الانضمام لهذه المنطقة لكل من : سلوفاكيا في سنة 2009 و لاتفيا في سنة 2014.

في دراستهم لدول أوروبا الوسطى و الشرقية خلال الفترة 1995-1:2012-12: ، استعمل *Odabasioglu* و *Aydin* (2015)² نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR* من أجل تحديد ديناميكية المدى القصير لتأثير قنوات انتقال السياسة النقدية على متغيرات الاقتصاد الكلي ، إضافة إلى نموذج *ARDL* لبحث الديناميكيات الطويلة المدى لهذه التأثيرات. خلصت الدراسة إلى أن قناتي التطور المالي و سعر الصرف هما أكثر القنوات فعاليةً في معظم الدول المدروسة.

في دراسته لرومانيا خلص *Pelinescu* (2012)³ بعد أن استخدم نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي *VARs* و أسلوبَي دوال ردة الفعل و تحليل التباين ، إلى أهمية قناة معدل الفائدة و إلى وجود أثر معقد لقناة سعر

¹ - Héricourt J. (2006), « Monetary Policy Transmission in the CEECs : A Comprehensive Analysis », Cahiers de la Maison des Sciences Economiques, 2005.20-ISSN : 1624-0340.

² - Odabasioglu F. G., Aydin C. (2015), « The Effectiveness of Monetary Transmission Channels : The Case of Central and Eastern European Transition Economies », Sarajevo Journal of Social Sciences, Inquiry. <https://www.researchgate.net/publication/299425453>

³ - Pelinescu E. (2012), « Transmission Mechanism of Monetary Policy in Romania. Insights into the Economic Crisis », Romania Journal of Economic Forecasting, Institute for Economic Forecasting, Vol.3, pp. 5-21

الصرف. هناك نتيجة أخرى قد أشارت إليها الدراسة و هي الدور الرئيسي للطلب ، و كذا لـتحفيز الطلب من خلال التدابير الاقتصادية الصحيحة مثل خفض معدل الفائدة (يظهر ذلك في الدراسة القياسية من خلال الدور الرئيسي لمعدل الفائدة في تفسير التباين في الطلب ، مما يدل كما قلنا سابقا على أهمية هذه القناة).

في دراسة أخرى تطرق *Arratibel* و *Michaelis* (2014)¹ إلى تحليل تأثير صدمات السياسة النقدية و سعر الصرف على متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية في حالة بولندا. بشكل أدق ، حاول هذين الاقتصاديين في دراستهما أن يتحققا فيما إذا كان تأثير هذه الصدمات قد تغير مع مرور الوقت في بولندا ، و إختيارها لهذا التوجه كان بسبب إيمانها بأن التغيرات الهيكلية و المؤسسية التي شهدتها الاقتصاد البولندي ، كزيادة الانفتاح التجاري و التحول من استهداف سعر الصرف إلى إستراتيجية استهداف التضخم و مؤخرا تأثير الأزمة المالية ، ستؤدي إلى حدوث تغييرات في آلية نقل صدمات السياسة النقدية و سعر الصرف. ووجود هذه التحوّلات إستدعى منها إيجاد إطار تقديري مرن يُراعي إمكانية تباين (تغير) الوقت. و لهذا إستعمل الاقتصاديان في بحثهما نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR* المتغير بمرور الزمن مع التقلب العشوائي : *time-varying VAR* الذي طوّره *Primiceri* (2005). و كما أشرنا سابقا ، هذا النموذج هو أولاً ذا معاملات متطورة باستمرار: و هو الشيء الذي يجعلها تلتقط التغيرات التدريجية بمرور الوقت ، أي أن تغير معاملات المتغيرات بمرور الوقت يسمح بإلتقاط علاقة محتملة بين المتغيرات تكون ديناميكية و متغيرة *nonlinearities* (أي علاقة ليست ثابتة) أو تباين زمني محتمل في بنية التأخر في النموذج. ثانياً، يتميز بوجود تباين (تغير) زمني في مصفوفة تباين التغيرات للصدمات: بما يسمح بإلتقاط محتمل لمشكلة عدم ثبات التباين للصدمات بالإضافة إلى علاقة متزامنة بين المتغيرات تكون ديناميكية و متغيرة *nonlinearities* ، و هذا من شأنه أن يساعد على إستخلاص إستنتاجات حول تطور تأثير الصدمات عبر الزمن. باستخدام هذا النموذج و بيانات فصلية تغطي الفترة 1996-2012 و متعلقة بالمتغيرات التالية: الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ، مؤشر أسعار الاستهلاك ، معدل الفائدة قصير الأجل (معدل الفائدة للسوق النقدي) و سعر الصرف الفعلي الاسمي ، إضافة إلى أسعار الواردات و أسعار الإنتاج ، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية : إن إستجابة متغيرات الاقتصاد الكلي لصدمات معدل

¹- Arratibel O., Michaelis H. (2014), « The impact of monetary policy and exchange rate shocks in Poland, Evidence from a Time-Varying VAR », European Central Bank, Working Papers Series, N°.1636

الفائدة و سعر الصرف قد تباينت (تغيرت) مع مرور الوقت. إذ تبين أن لصدمة معدل الفائدة تأثير متغير مع الزمن على الإنتاج و الأسعار ، حيث أبدى الإنتاج إستجابة عكسية هامة جداً لهذه الصدمة في بداية فترة الدراسة (أي بعد حوالي عامين) ثم قلَّ تأثيره بعد ذلك و إلى غاية 2008 ، بينما الأسعار فقد كانت أكثر إستجابةً لهذه الصدمة خلال النصف الأول من الفترة. و كذلك بالنسبة لصدمة سعر الصرف فقد ظهر أنّ لها تأثير مُتفاوت مع الوقت على الإنتاج و الأسعار ، حيث انخفض الإنتاج في البداية بعد تحسن قيمة عملة بولندا (من 1996 إلى 2000) ، في حين أنه ارتفع بين عامي 2000 و 2008 ، أما بالنسبة للأسعار فقد انخفض تأثير الصدمة بشكل طفيف مع مرور الوقت. وقد أشارت الدراسة إلى أنّ القناة المهيمنة في بولندا بعد سنة 2000 هي قناة معدل الفائدة.

في حين تشير نتائج دراسة *Benati (2007)*¹، الذي هو كذلك استخدم نموذج *TVP-VAR* ، إلى أن هناك تغيراً كبيراً (عبر الزمن) في استجابة الإنتاج و التضخم لصدمة في السياسة النقدية في حالة المملكة المتحدة.

بعض الدراسات إهتمت بإقتصادات الدول الناشئة ، نذكر منها ما يلي: في دراسته لآلية نقل السياسة النقدية في الصين ، توصل *Koivu (2010)*² إلى الأهمية النسبية لقناة الثروة. حسب الباحث ، يوجد للسياسة النقدية من خلال هذه القناة أثر طردي ، لكنه محدود و غير ذي أهمية ، في استهلاك الأسر القاطنة بالمدن. علاوة على ذلك ، خلصت الدراسة إلى وجود أثر للسياسة النقدية على أسعار الأسهم و السكنات في الصين ، و بالصورة المتوقعة نظرياً. للوصول إلى هذه النتائج قد تمّ استخدام نموذج *VAR_s* الهيكلي و بيانات ربع سنوية للفترة 1998-2008. و تتعلق هذه البيانات بخمس متغيرات هي : دخل الأسر ، استهلاك الأسر ، التضخم المحسوب باستعمال مؤشر أسعار الاستهلاك ، مؤشر للسياسة النقدية (M_2) و أسعار الأصول (مؤشر بورصة شنغهاي و مؤشر أسعار العقارات السكنية). و للتعرف على طبيعة أثر كل متغير من متغيرات النموذج في المتغيرات الأخرى تم استعمال أداة دوال ردة الفعل. للتأكد من حقيقة فعالية قناة الثروة ، استعمل الباحث

¹ - Benati L. (2007), « The Great Moderation in the United Kingdom », European Central Bank, Working Paper Series, N°769

² - Koivu T. (2010), « Monetary Policy, Asset Prices and Consumption in china », European Central Bank, Working Paper Series, N°1240

Koivu نفس الطريقة التي استعملها *Morsink* و *Bayoumi* (2001) و *Ludvigson* ، *Steindal* و *Lettau* (2002) ، و التي كذلك سبق و أن تكلمنا عنها.

في حين تشير نتائج دراسة *Liang* و *Cao* (2007)¹ لجانِب مهم من قناة الثروة في الصين ، أي تأثير السياسة النقدية على أسعار العقارات ، إلا أنّ في المدى الطويل يُعتبر نمو الإنتاج هو السبب الأهم وراء تغير أسعار العقارات في حين أن تأثير القروض البنكية على أسعار الأصول يعتبر غير ذي دلالة إحصائية.

في موضوع ذي صلة بقناة الثروة ، تم التوصل في دراسة *Funke* (2004)² التي تخص بيانات لـ 16 دولة ناشئة ، إلى أنّ انخفاض (زيادة) أسعار الأسهم بنسبة 10 % قد يؤدي إلى انخفاض (زيادة) الاستهلاك الخاص بنسبة تتراوح بين 0.2 % و 0.4 % . تمّ تأكيد هذه العلاقة بين أسعار الأسهم و الاستهلاك في دراسة *Peltonen* ، *Sousa* و *Vansteenkiste* (2009)³ التي تتعلق ببيانات 14 اقتصاداً ناشئاً (الصين ، هونغ كونغ ، أندونيسيا ، كوريا ، ماليزيا ، سنغافورة ، تايوان ، تايلندا ، الأرجنتين ، البرازيل ، الشيلي ، المكسيك ، روسيا ، جنوب إفريقيا). مع الإشارة إلى أن في هذه الدراسة لم يتم استخدام نموذج *VAR*.

¹- Liang Q., Cao H. (2007), « The impact of monetary policy on property prices : Evidence from china », Journal of Asian Economics, 18, pp. 63-75

²- Funke N. (2004), « Is there a stock market wealth effect in emerging market ? », Economics Letters, Vol.83(3), pp. 417-421

³- Peltonen T. A., Sousa R. M., Vansteenkiste I. S. (2009), « Wealth effects in Emerging Market Economies », European Central Bank, Working Paper Series, N°1000

II- الدراسة القياسية لِأثر صدمة في السياسة النقدية على متغيرات الاقتصاد الكلي: إختبار فعالية قنوات

إنتقال السياسة النقدية في دول المغرب العربي

سنقوم الآن بدراسة و إختبار فعالية قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى متغيرات الاقتصاد الكلي (النشاط الاقتصادي) في ثلاث دول مغربية هي: الجزائر ، المغرب و تونس. و لهذا الغرض إستخدمت الدراسة نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR و بيانات تخص المتغيرات التالية: معدل الفائدة المستخدم كأداة للسياسة النقدية ، مؤشر عن الإنتاج ، مؤشر عن الأسعار ، القروض ، معدل الإقراض ، سعر الصرف و مؤشر البورصة لِلدلالة على أسعار الأسهم (أسعار الأصول).

II-1- المنهجية المستعملة:

سوف يعتمد التحليل القياسي ، أو التجريبي ، لقنوات انتقال السياسة النقدية في دول المغرب العربي على نموذج VAR الذي يُعتبر أنّه الأسلوب الأكثر إستخداماً في الأدبيات التي تمت على هذا الموضوع، و قد تمّ تطويره من قبل Sims (1980 ، 1986) كبديل للنماذج القياسية التقليدية ، نماذج الاقتصاد الكلي الهيكلية. VAR هو نموذج متعدد المتغيرات يُستخدم لِلتعرّف على حجم و طبيعة العلاقات ما بين المتغيرات الداخلة فيه، أي من خلاله يُصبح من الممكن فهم الارتباطات الديناميكية بين هذه المتغيرات (يتم هذا دون الرجوع إلى نظرية اقتصادية محددة).

إنّ ما يجعله مُناسِباً لِتحقيق الدراسة التجريبية التي نَعكِف على إنجازها هو أنّه ، مثلما أشار Christiano و آخرون(1999)¹، يَسمح استخدامه بـحصر و تركيز التحليل على تأثيرات صدمة حاصِلة في متغيرة معينة على باقي المتغيرات المدرجة فيه ، و بالتالي يمكن في حالة صدمة نقدية أنّ يَتم التمييز بين المتغيرات التي يكون لها استجابة لقرارات صانع السياسة النقدية و المتغيرات التي لا يستجيب. في دراستنا هذه ، سيسمح لنا نموذج VAR بِتحديد مصدر الصدمة و بتقييم أثرها الكلي على متغيرات الاقتصاد الكلي.

¹ - Christiano L. J. Eichenbaum M., Evans C. L. (1999), op.cit

تُعامل المتغيرات في هذا النموذج كمتغيرات داخلية تتحدد من خلال النموذج ، حيث تُعدُّ كل متغيرة دالة في القيم السابقة لها و للمتغيرات الأخرى ، أي تؤثر المتغيرات على بعضها البعض ، و عليه فإنَّ النموذج يتكون من عدد من المعادلات يُساوي عدد المتغيرات المستخدمة ، فلكل متغيرة معادلة خاصة بها.

حسب حسين علي العمر (2009)¹، "يتم وفق هذا الأسلوب دراسة العلاقة فيما بين هذه المتغيرات بإجراء تحليل الانحدار على النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى ثم استخلاص حدود الخطأ و استخدامها للتعرف على حجم و طبيعة أثر كل متغيرة من متغيرات النموذج في المتغيرات الأخرى و ذلك من خلال أداتين و هما تحليل التباين (*Variance Decomposition*) و دوال ردة الفعل ، أو دوال الاستجابة ، (*Impulse Response Functions*) ، حيث تقيس الأداة الأولى حجم تأثير كل متغيرة ، كنسبة مئوية ، في سلوكها و في سلوك المتغيرات الأخرى في النموذج ، أما الأداة الثانية فإنها تقيس طبيعة أثر كل متغيرة من متغيرات النموذج في ذاتها و في المتغيرات الأخرى في النموذج ، حيث تُظهر هذه الأداة ما إذا كان لهذه المتغيرة أثر إيجابي أو سلبي، مع تَتَبُّع تطور هذا الأثر خلال مدة إستقراء معينة." و يمكن كتابة نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR ذو الدرجة p (درجة التأخير) كما يلي:

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t = c + \sum_{i=1}^p A_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث $Y_t = (Y_{1t}, \dots, Y_{kt})$ يمثل شعاع المتغيرات الداخلية و هو يحتوي K متغير. A_1, \dots, A_p هي مصفوفات للمعاملات التي يجب تقديرها. $\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \dots, \varepsilon_{kt})$ يمثل شعاع ، أو مُتَّجِه ، حدود الخطأ (شعاع التشويش الأبيض) التي من المفترض أن تكون غير مرتبطة. t : الزمن

لمعرفة قنوات انتقال السياسة النقدية الفعالة في دول المغرب العربي الثلاث ، سنقوم من خلال هذا النموذج بتحديد حجم و طبيعة تأثير التغيرات (صدمة) في السياسة النقدية على كل من الإنتاج و الأسعار اللذان يمثلان النشاط الاقتصادي ، و هذا في ظل تواجد باقي متغيرات الاقتصاد الكلي ، المُمَثِّلَة للقنوات ، في

¹ - حسين علي العمر (2009) ، مرجع السابق ، ص. 261

النموذج. في البداية سيتم تقدير نموذج VAR الأساسي ، و هو يتضمن ثلاث متغيرات ، الأولى تُعبر عن أداة السياسة النقدية و الثانية عن الإنتاج و الثالثة عن الأسعار ، ثم بعد ذلك تقدير ثلاث أو أربعة (حسب الدولة التي تكون قيد الدراسة) نماذج مُوسَّعة إضافية ، الأول لتقييم فعالية قناة معدلات الفائدة و ذلك عن طريق إضافة معدل الإقراض إلى النموذج الأساسي (في حالة عدم توافر بيانات عن هذه المتغيرة ، سيتم مناقشة أهمية هذه القناة في إطار النموذج الأساسي كما فعل الكثير من الاقتصاديين مثلما هو موضح في الجزء المخصص للدراسات السابقة ، حيث أن بعض هذه الدراسات لم تتضمن مثل هكذا متغيرة) ، و الثاني لتقييم فعالية قناة القرض بإضافة القرض البنكي إلى النموذج الأساسي، و الثالث لتقييم فعالية قناة سعر الصرف من خلال إضافة سعر الصرف الإسمي أو الفعلي إلى النموذج الأساسي ، و الرابع لتقييم فعالية قناة أسعار الأصول عن طريق إضافة مؤشر البورصة إلى النموذج الأساسي. إنّ عملية تقييم قنوات انتقال السياسة النقدية سيتم من خلال اللُّجوء إلى أداة تحليل التباين و أداة دوال الاستجابة.

لكن ، حتى و إن تمَّ التَّوصُّلُ ، من خلال استعمال هاتين الأداةين في إطار نماذج VAR المُوسَّعة ، إلى أن تغير المتغيرة المعبرة عن السياسة النقدية يؤدي إلى تغير الإنتاج و الأسعار و إلى تغير المتغيرة المتوسطة المعبرة عن القناة المدروسة كما هو متوقع نظريًا و أن كذلك المتغيرة المتوسطة تؤثر كما هو متوقع في الإنتاج و الأسعار ، فإن هذه النتيجة لا تعني بالضرورة أن القناة المعنية هي تعمل بالفعل في اقتصاد البلد. من أجل إختبار حقيقة فعالية هذه القناة ، أي إختبار ما إذا كانت التغيرات الحاصلة في مُتغيرتها (مثلا سعر الصرف أو القرض) ، التي يعود حُدوثها إلى تأثير السياسة النقدية ، لها تأثير كبير و هام على الإنتاج و الأسعار ، فإننا سنستخدم الطريقة ، أو الأسلوب ، التي استعملها كل من: ¹(1993) Ramey ، ²(2001) Bayoumi و Morsink ، ³(2002) Lettau و Steindal ، ⁴(2006) Khachatryan ، Sab ، Poddar ، ⁵(2009) Boughrara ، ⁶(2010) Koivu . حيث تكمن الفكرة الأساسية لهذا الأسلوب ، أو لهذا

¹ - Ramey V. (1993), op.cit

² - Morsink J., Bayoumi T. (2001), op.cit

³ - Ludvigson S., Steindal C., Lettau M. (2002), op.cit

⁴ - Poddar T., Sab R., Khachatryan H. (2006), op.cit

⁵ - Boughrara A. (2009), op.cit

⁶ - Koivu T. (2010), op.cit

الاختبار ، فيما يلي: بعد تشغيل نموذج VAR مُوسَّع لقناة معينة ، و لتكُن قناة سعر الصرف كمثال ، تكون فيه متغيرة هذه القناة مُدرَّجة على أساس أنَّها متغيرة داخلية ، و بعد دراسة دوال ردة فعل المتغيرات النهائية (الإنتاج و الأسعار) لصدمة السياسة النقدية ، نقوم ببناء نموذج VAR آخر يتم فيه إغلاق القناة المدروسة من خلال تَحْيِيد التأثيرات الحالية و المتأخرة لمتغيرة هذه القناة على الإنتاج و الأسعار، و يحدث ذلك عملياً بإضافتها كمتغيرة خارجية (توقيف مفعولها) في النموذج ، و من ثَمَّ نعمل على إعادة تشغيل هذا النموذج الجديد تحت الترتيبات الجديدة المُحدثة للحصول على مجموعة ثانية من دوال ردة الفعل. في الأخير ، يعتمد قرار الحكم بفعالية القناة المُختبَرَة من عَدَمِه على مُقارنة إستجابات الإنتاج و الأسعار لصدمة السياسة النقدية النابعة من كِلا النموذجين السابقين. إذا كانت القناة تعمل بقوة (فعالة) فسيكون هنالك إختلاف واضح بين الإستجابات.

II-2- متغيرات الدراسة ، بياناتها و ترتيبها:

II-2-1- متغيرات الدراسة:

للتعرف على قنوات تأثير السياسة النقدية بدول المغرب العربي (الجزائر ، المغرب و تونس) في كل من الإنتاج و الأسعار سيتم إستخدام عدة متغيرات هي:

1. سعر الخصم *Discount Rate (D)* أو معدل السوق النقدي *Money Market Rate (R)* ليُمثل أحدهما الأداة الرئيسة للسياسة النقدية .

2. معدل الإقراض *Lending Rate (LR)*: هو ذلك المعدل الذي تُقْرَضُ به البنوك التجارية الأموال لزبائنها. سنستعمل هذه المتغيرة من أجل إختبار تواجد و فعالية قناة معدلات الفائدة .

3. القروض البنكية *Crédit Bancaire (CR)* ، *Bank Loans* أو القروض المقدمة للإقتصاد *Crédit à L'économie* : نستعمل هذه المتغيرة لتقييم فعالية قناة القرض. بعد إدخال اللوغاريتم الطبيعي على هذه المتغيرة ، نرمز لها بالرمز *LCR*.

4. سعر الصرف الفعلي الإسمي *Nominal Effective Exchange Rate (E)*: و يتم إدخال سعر الصرف في النموذج لأنه يعتبر وسيلة نقل هامة لأثر السياسة النقدية ، و قد إختارنا في هذه الدراسة إستعمال سعر الصرف الفعلي الإسمي الذي هو عبارة عن مؤشر يقيس القيمة الخارجية لعملة بلد معين مُقارنةً

بُعْمَلات الدول الشريكة لهذا البلد. يَسْمَح إِسْتِخْدَام سَعْر الصَّرْف الفَعْلِي بِعَدَم خَصْ عُمْلَة وَاحِدَة فَفَقَط بِأَهْمِيَة خَاصَة وَ إِنَّمَا بِإِلْتِقَاط مَجْمُوع الأَثَار الحَقِيقِيَة الَّتِي تَنْقَل عِبْر التَّجَارَة الخَارِجِيَة. بَعْد إِدْخَال اللُّوْغَارِيْتَم الطَّبِيعِي عَلَى هَذِهِ المَتغِيرَة ، نَرْمِز لَهَا بِالرَّمِز *LE*.

5. مَوْشَر سِوْق الأُورَاق المَالِيَة لِیُمَثِل أَسْعَار الأَصُول: يَتِم قِیَاس هَذَا المَوْشَر بِوِاسِطَة مَوْشَر *MASI* فِي حَالَة المَغْرِب وَ مَوْشَر بُورْصَة الأُورَاق المَالِيَة بِتُونِس *BVMT* فِي حَالَة تُونِس (*Indice Tunindex*). بَعْد إِدْخَال اللُّوْغَارِيْتَم الطَّبِيعِي عَلَى هَاتِيْن المَتغِيرَتِيْن ، نَرْمِز إِلَيْهِمَا بِالرَّمِزِيْن *LMASI* وَ *LBVMT*. نَسْتَعْمِل هَذِيْن المَوْشَرِيْن لِتَقْطِيع فَعَالِيَة قَنَاة أَسْعَار الأَصُول فِي دَوْلَتِيْ المَغْرِب وَ تُونِس بِحَكْم تَطَوُّر أَسْوَاقِهَا المَالِيَة مَقَارَنَة بِالْجَزَائِر. وَ سَتُؤَخَذ قِيَمِهَا فِي نَهَايَة الفَتْرَة.

يَتِم رِصْد أَثْر كَل هَذِهِ القَنَوَات عَلَى الإِنْتِاج وَ الأَسْعَار (النَّشَاطُ الإِقْتِصَادِي) مِنْ خِلَال إِحْتِوَء النَّمُودِج عَلَى مَتغِيرَتِيْن أُخْرِيْن هُمَا:

6. مَوْشَر أَسْعَار الاسْتِهْلَاك (*P* أَوْ *IPC* *Indice des prix à la Consommation*) : بَعْد إِدْخَال اللُّوْغَارِيْتَم الطَّبِيعِي عَلَى هَذِهِ المَتغِيرَة ، نَرْمِز إِلَيْهَا بِالرَّمِز *LP*.

7. النَّاتِج المَحَلِّي الخَام الحَقِيقِي (*Y* أَوْ *RGDP* *Real Grass Domestic Product*) أَوْ مَوْشَر الإِنْتِاج الصَّنَاعِي (*IP*). بَعْد إِدْخَال اللُّوْغَارِيْتَم الطَّبِيعِي عَلَى هَذِهِ المَتغِيرَة ، نَرْمِز إِلَيْهَا بِالرَّمِز *LY*. وَ يَمْكَن الإِطْلَاع عَلَى مَخْتَلَف المَنْحِنِيَّات البَيَانِيَة لِهَذِهِ المَتغِيرَات فِي المَلَاْحِق (1 ، 2 وَ 3).

II-2-2- بيانات الدراسة :

تَسْتِخْدَم الدَّرَاسَة بَيَانَات فَصْلِيَة مُتَعَلِقَة بِالمَتغِيرَات المَذْكُورَة أَعْلَاه وَ سَتُعْطِي الفَتْرَة المُمْتَدَّة مِنْ الفَصْل الرَابِع مِنْ سَنَة 2001 إِلَى الفَصْل الرَابِع مِنْ سَنَة 2017 بِالنَّسْبَة لِلْجَزَائِر ، وَ مِنْ الفَصْل الرَابِع مِنْ سَنَة 2001 إِلَى الفَصْل الثَّانِي مِنْ سَنَة 2016 بِالنَّسْبَة لِلْمَغْرِب ، وَ مِنْ الفَصْل الأَوَّل مِنْ سَنَة 2000 إِلَى الفَصْل الرَابِع مِنْ سَنَة 2016 بِالنَّسْبَة لِتُونِس. وَ بِالتَّالِي سِيَكُون حَجْم العِيْنَة المَسْتَعْمَلَة هُو 65 مَشَاهِدَة بِالنَّسْبَة لِلْجَزَائِر ، 59 بِالنَّسْبَة لِلْمَغْرِب وَ 68 مَشَاهِدَة بِالنَّسْبَة لِتُونِس ، إِنْ هَذِهِ البَيَانَات هِيَ مُسْتَقْفَاة مِنْ النُّشْرَة الإِحْصَائِيَة الفَصْلِيَة لِبِنَك الجَزَائِر ، الدِّيَوَان الوَطْنِي لِلإِحْصَاء (*ONS*) ، جَدَاوِل الإِحْصَاءَات المَالِيَة الدَّوْلِيَة (*IFS*) لِصَنْدُوق النَّقْد الدَّوْلِي ،

النشرة الفصلية لبنك المغرب ، المندوبية السامية للتخطيط (HCP) بالمغرب ، بورصة الأوراق المالية بالمغرب ،
النشرة المالية للبنك المركزي التونسي ، المعهد الوطني للإحصاء بتونس و بورصة الأوراق المالية بتونس.

لقد قمنا في هذه الدراسة بإهمال ، أو إسقاط ، السنوات الأخيرة من القرن العشرين ، أي السنوات الأولى للإنتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق ، بالنسبة لجميع الدول ، و مُبَرَّر هذا هو أنّ بعض المتغيرات قد تميزت بالتقلب خلال هذه المرحلة و أنّ البعض الآخر من المتغيرات لم يتوافر على بيانات مُتَّسِقَة.

II-2-3- ترتيب المتغيرات:

حسب *Blot* و آخرون (2009)¹، يتم غالباً استخدام طريقة أو تحليل *la décomposition de Cholesky* لتقدير دوال الاستجابة ، لكن الإنتقاد المُلازم لهذه الطريقة هو اعتماد الاستجابات (ردود الفعل) المقدر ، المهمة في دراستنا هذه ، على الترتيب الذي يتم به وضع المتغيرات في نموذج *VAR*. إذ من الضروري وضع المتغيرات في ترتيب محدد يُمكن تبريره من خلال سرعة تعديل و إستجابة المتغيرات المختلفة للصدمات الحالية. كما هو الحال في دراسة *Morsink* و *Bayoumi* (2001) ، *Poddar* و آخرون (2006) ، *Ludvigson* و آخرون (2002) ، *Koivu* (2010) و غيرها من الدراسات ، سيتم إختيار الترتيب على أساس السرعة التي تستجيب بها المتغيرات للصدمات ، مع إفتراض أن الإنتاج هو الأقل أو الأضعف من ناحية سرعة الاستجابة ، يليه الأسعار ثم معدل الفائدة القصير المدى (معدل السوق النقدي). هذا الترتيب الأخير هو المعتمد في حالة النموذج الأساسي ، أما فيما يتعلق بالنماذج الموسَّعة الأخرى الخاصة بقنوات إنتقال السياسة النقدية فسيتم دائماً إضافة متغيرة القناة قبل معدل السوق النقدي.

II-3- تقدير نماذج VAR:

سنقوم الآن بتقدير ثلاث مجموعات من نماذج *VAR* ، حيث أنّ كل مجموعة تتعلق بإختبار فعالية قنوات إنتقال السياسة النقدية في دولة من دول المغرب العربي التي هي محل الدراسة. ستم عملية التقدير بالاستعانة ببرنامج *Eviews 10* الإصدار العاشر.

¹ - Blot C., Le Bayon S., Lemoine M., Levasseur S. (2009), « De la crise financière a la crise économique. Une analyse comparative France-Etats-Unis», Revue de l'OFCE, N°110, pp. 255-281, p. 267

II-3-1- حالة دولة الجزائر:

في هذا الجزء من الدراسة سنقوم بإختبار فعالية قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية بدولة الجزائر في كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي (LY) و مؤشر أسعار الاستهلاك (LP) و ذلك باستخدام أربع متغيرات تتمثل في كل من متوسط المعدلات في السوق النقدي (R) (معدل الفائدة ما بين البنوك) لِيُمَثِلَ الأداة الرئيسية للسياسة النقدية ، معدل الإقراض (LR) ، القروض المقدمة للاقتصاد (LCR) و سعر الصرف الفعلي الاسمي (LE). و قد تَخَلَّيْنَا هنا في حالة الجزائر عن سعر الخصم عند تَمَثِيلِنَا لِالأداة الرئيسية للسياسة النقدية ، و مُبَرِّز ذلك هو ملاحظتنا خلال العشريتين الأخيرتين أنّ بنك الجزائر قد توقف لوقت طويل عن تغيير قيمته ، أي توقف عن إستعماله كأداة لسياسته النقدية ، و عَوَّضَهُ بأدوات أخرى أهمها معدل الفائدة ما بين البنوك. و كما أشرنا سابقا ، سيتم التقدير بإستخدام بيانات فصلية تمتد من الفصل الرابع من سنة 2001 إلى الفصل الرابع من سنة 2017.

II-3-1-1- إختبار إستقرار السلاسل الزمنية:

في البداية سنقوم بإختبار درجة إستقرار المتغيرات السابقة بإستعمال إختباري ديكي فولر المطور *"ADF" Augmented Dickey Fuller* و *Phillips-Perron* . تمّ تحديد عدد فترات الإبطاء المدرجة في الاختبارات بواسطة معيارَي *Akaike* و *Schwarz*. كما أنّه يوجد تباين في قضية تضمين إتجاه زمني و ثابت أو فقط ثابت أو لا هذا و لا ذاك في إختبارات الإستقرارية عند المستوى و عند أخذ الفرق الأول. و يلاحظ من خلال الجدول (1) أنّ المتغيرات *LY* ، *LP* ، *R* غير مستقرة في مستواها لكنّها تصبح مستقرة بعد أخذ فَرْقَهَا الأول ، في حين أن باقي المتغيرات *LR* ، *LCR* و *LE* مستقرة في مستواها ، و هذا حسب نتائج الاختبار الأول. بينما يلاحظ من نتائج الاختبار الثاني في الجدول (2) أن المتغيرين *LCR* و *LE* غير مستقرين في مُستوييهما لكنهما يصبحان مستقران بعد أخذ فرقهما الأول ، و تبقى نتائج اختبار الإستقرارية للمتغيرات الأخرى كما جاءت في الاختبار الأول.

الجدول (1): إختبار ديكي فولر الموسَّع « ADF » *Augmented Dickey Fuller*

	Level			1st diff		
	Det. term	Lags	Test stat.	Det. term	Lags	Test stat.
DI	c	0 (AIC)	-4.448414* (0.0006)	-	-	-
	c	0 (SC)	-4.448414* (0.0006)	-	-	-
R	c	0 (AIC)	-2.749800*** (0.0714)	c	0 (AIC)	-10.50399* (0.0000)
	c	0 (SC)	-2.749800*** (0.0714)	c	0 (SC)	-10.50399* (0.0000)
LR	c	3 (AIC)	-8.569526* (0.0000)	-	-	-
	c	3 (SC)	-8.569526* (0.0000)	-	-	-
LCR	c, t	4 (AIC)	-3.688566** (0.0308)	-	-	-
	c, t	4 (SC)	-3.688566** (0.0308)	-	-	-
LE	c, t	1 (AIC)	-4.385491* (0.0046)	-	-	-
	c, t	1 (SC)	-4.385491* (0.0046)	-	-	-
LP	c, t	4 (AIC)	-2.150730 (0.5075)	c	3 (AIC)	-3.368927** (0.0160)
	c, t	0 (SC)	-3.150834 (0.1038)	c, t	1 (SC)	-8.595738* (0.0000)
LY	c	0 (AIC)	-2.714869*** (0.0771)	c, t	1 (AIC)	-6.039360* (0.0000)
	c	0 (SC)	-2.714869*** (0.0771)	c, t	0 (SC)	-7.031102* (0.0000)

• القيمة المحسوبة هي : * ذي معنوية إحصائية عند مستوى 1% ، ** ذي معنوية إحصائية عند مستوى 5% ، *** ذي معنوية إحصائية عند مستوى 10%.

• تشير *c* إلى الثابت (أو القاطع) *Constant* و *t* إلى الاتجاه الزمني *Trend* .

• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: *AIC=Akaike* ، *.SC=Schwarz criteria*

• تمثل القيم الموجودة بين قوسين احتمال قبول الفرضية العدمية ، أي هي تشير إلى المستوى الذي تكون عنده القيمة المحسوبة معنوية.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

المجدول (2): إختبار « PP » Phillips Perron

Variable Algeria	Level			1st diff		
	Det.term	Bandwith	Test stat.	Det.term	Bandwith	Test stat.
DI	c	2	-4.715980* (0.0003)	-	-	-
R	c, t	3	-2.591047 (0.2857)	c	3	-10.38475* (0.0000)
LR	c	63	-31.92052* (0.0001)	-	-	-
LCR	c, t	0	-1.994651 (0.5930)	c	4	-6.943864* (0.0000)
LE	c, t	5	-2.908787 (0.1668)	c	10	-5.707639* (0.0000)
LP	c, t	5	-3.126326 (0.1091)	c	8	-7.483448* (0.0000)
LY	c, t	2	-1.535213 (0.8069)	c	0	-6.510969* (0.0000)

* ذو معنوية إحصائية عند مستوى 5%.

• تشير c إلى الثابت *Constant* و t إلى الاتجاه الزمني *Trend* و *None* إلى عدم وجود ثابت و لا اتجاه.

• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: *AIC=Akaike* ،

SC=Schwarz criteria ، *HQ=Hannan-Quinn*

• تمَّ إختيار طريقة التقدير *Bartlett Kernel* بواسطة طريقة *Newey-West*.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

II-3-1-2- إختبار التكامل المتزامن: *Johansen Cointegration Test*

نظراً لكون المتغيرات *LY* ، *LP* ، *LCR* ، *LE* ، *R* مستقرة بفرقها الأول (إستناداً إلى إختبار

Phillips-Perron) ، فإنَّ الخطوة التالية هي إختبار التكامل المتزامن للتعرف على ما إذا كان هناك علاقة

توازنية طويلة الأجل بين هذه المتغيرات و ذلك باستخدام إختبار جوهانسن *Johansen* الذي سيحدد عدد

مُتجهات التكامل المتزامن بالإرتكاز على نموذج شعاع الانحدار الذاتي *VAR*. تشير نتائج هذا الإختبار ، كما هو

موضح في الجدول (3) ، إلى وجود معادلة ، أو علاقة ، تكامل متزامن واحدة بين المتغيرات عند مستوى معنوية

5%.

لأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لإجراء إختبار *Johansen* فقد تم استخدام المعايير *Akaike* ،

Hannan-Quinn و *Schwarz* التي أشارت نتائجها إلى أنّ فترة إبطاء واحدة هي المناسبة ، كما أنّه أمام

تعدد الاختيارات المقترحة لإجراء هذا الاختبار فقد وقع إختيارنا ، بناء على مبدأ *Pantula* ، على الإقتراح الذي يفترض وجود مركبة الإتجاه العام في نموذج VAR و يفترض كذلك وجود ثابت و مركبة إتجاه عام في معادلة التكامل المتزامن (الاختيار الرابع).

الجدول رقم (3): نتائج إختبار التكامل المتزامن *Johansen Cointegration Test*

<i>Hypothesized</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>Max-Eigenvalue Statistic</i>	<i>Det. term</i>	<i>Lags</i>
<i>None</i>	102.7181* (0.0035)	44.24234* (0.0093)	c, t	1 (AIC, SH, HQ)
<i>At most 1</i>	58.47579 (0.1309)	31.27239 (0.0632)		

- * تُبَيِّن رَفْضُ الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5% (أي أن قيمة إحصائية الأثر λ_{trace} هي أكبر من القيمة الجدولية).
 - تشير c إلى الثابت *Constant* و t إلى الاتجاه الزمني *Trend* .
 - تمثل القيم الموجودة بين قوسين احتمال قبول الفرضية العدمية.
 - تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: *AIC=Akaike* ، *SC=Schwarz criteria* ، *HQ=Hannan-Quinn*
- المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

قبل المرور إلى الخطوة الموالية التي سيتم فيها استخدام أداتي دوال الاستجابة و تحليل التباين للتعرف على قنوات تأثير السياسة النقدية بدولة الجزائر في المتغيرات التي تُعَبِّر عن النشاط الاقتصادي ، يجب الإشارة إلى الجدل ، أو النقاش ، الذي طَغى على الكثير من الدراسات حول المُفاضلة بين تقدير نموذج VAR يَستَخدم المتغيرات بمستواها و بين تقدير نموذج VAR يَستَخدم الفرق الأول لهذه المتغيرات بدلاً من مُستواها. نَجِد أنّ الأدبيات التي عاجلت مسألة قنوات الإنتقال النقدي قد إنقَسَمَتْ إلى مجموعتين ، إحداهما تُفَضِّل الخيار الأول و الأخرى تُفَضِّل الخيار الثاني ، إلا أنّ مُيُول أغلبها كان بإتجاه الخيار الأول. إذ قام على سبيل المثال كل من *Bernanke* و *Blinder* (1992)¹ ، *Sims* (1992)² ، *Peersman* و *Smet* (2001)³ ، *Barran* و آخرون

¹ - Bernanke B. S., Blinder A. S. (1992), « The federal funds rate and the channels of monetary Transmission », American Economic Review, Vol. 82(4), pp. 901-921

² - Sims C. A. (1992), op.cit

³ - Peersman G., Smet F. (2001), « The monetary transmission mechanism in the euro area : more evidence from VAR analysis », European Central Bank, Working Paper, N°.91

(1995)¹ ، Coudert و Mojon (1997)² ، Poddar و آخرون (2006)³ ، Oros و Romocea (2009)⁴ بتقدير نموذج VAR باستخدام المتغيرات بمستواها ، بينما استعمل ، على سبيل المثال كذلك ، Monticelli و Tristani (1999)⁵ الفرق الأوّل للمتغيرات عند تقديره لنموذج VAR. حسب Poddar و آخرون (2006) و Oros و Romocea (2009) ، يؤدي تقدير VAR باستخدام الفرق الأوّل للمتغيرات إلى فُقدان معلومات عن العلاقات بين مستويات هذه المتغيرات في هذا النموذج ، و هي العلاقات التي في الحقيقة تُقدّم عنها النظرية الاقتصادية شروحات و معلومات وفيرة. كما أنّه حسب Barran ، Coudert و Mojon (1995)⁶ يُفضّل تقدير VAR باستخدام المتغيرات بمستواها لكي يتم الأخذ في الحسبان علاقات المدى الطويل بين المتغيرات.

بما أنّ متغيرات الاقتصاد الجزائري هي مستقرة بفرقها الأوّل و تتمتع بعلاقة توازنية طويلة الأجل ، فإنّ تقديرنا لنماذج VAR فيما هو آتٍ سيتم باستخدام المتغيرات بمستواها ، و ستستمرّ لاحقاً في فعل نفس الشيء لتقدير نماذج قنوات إنتقال السياسة النقدية لباقي دول المغرب العربي: تونس و المغرب. حسب Peersman و Smet (2001) ، بإستخدامنا لمستوى المتغيرات بدل فرقها الأوّل عند التقدير نُكون قد أقرّرنا ضمناً بوجود تكامل مشترك بين بيانات المتغيرات.

II-3-1-3- نموذج VAR الأساسي:

في البداية سنقوم بتقدير النموذج الأساسي الذي يتضمن ثلاث متغيرات هي الناتج المحلي الخام الحقيقي (LY) ، مؤشر أسعار الاستهلاك (LP) و متوسط المعدلات في السوق النقدي (R) ليُمثّل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية. من خلال هذا النموذج يُمكننا تتبّع تأثير صدمة موجبة في السياسة النقدية ، ممثّلة في هذه الحالة بارتفاع معدل السوق النقدي ، على كل من الإنتاج و الأسعار ، و سيكون كذلك بمقدورنا ملاحظة

¹ -Barran F., Coudert V., Mojon B. (1995), op.cit

² - Coudert V., Mojon B. (1997), « Asymétries financières et transmission de la politique monétaire en Europe », Economie et Prévision, N°.128, pp. 41-60

³ - Poddar T., Sab R., Khachatryan H. (2006), op.cit

⁴ - Oros C., Romocea-Turcu C. (2009), op.cit

⁵ - Monticelli C., Tristani O. (1999), « What does the single monetary policy do ? A SVAR benchmark for European central Bank », ECB Working Paper, N°.2

⁶ - Barran F., Coudert V., Mojon B. (1995), op.cit

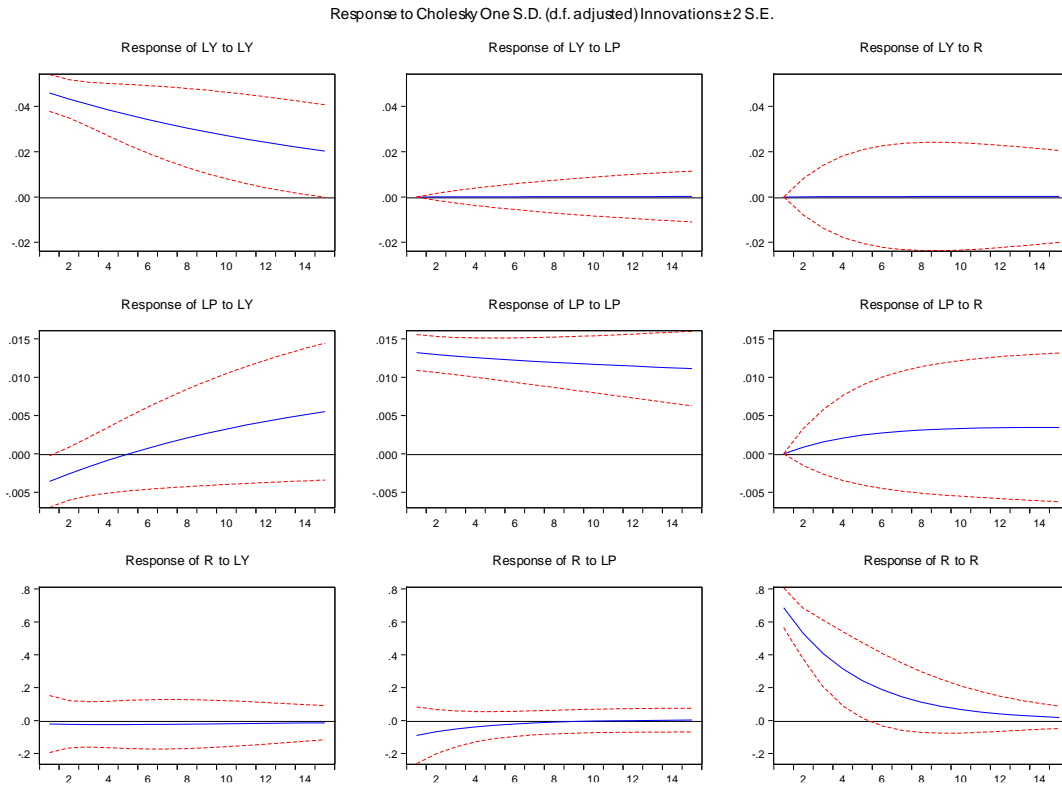
إستجابة البنك المركزي بواسطة سياسته النقدية لإصدمات موجبة في هاتين المتغيرتين الأخيرتين. لبلوغ ذلك ، نستعمل أداة دوال الاستجابة و أداة تحليل التباين بالاستعانة ببرنامج *Eviews10* الإصدار العاشر.

نظراً لأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لتقدير النموذج الأساسي فقد تم استعمال معياري *Akaike* و *Schwarz* اللذين أشارت نتائجهما إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة. أما بخصوص تحديدنا لما إذا كان لأي متغيرة من متغيرات النموذج أثر إيجابي أو سلبي (أي طبيعة التأثير) في باقي المتغيرات فتشير نتائج حسابنا لدوال الاستجابة (دوال ردة الفعل) ، كما هو موضح في الشكل (1) العمود الثالث ، إلى أن أثر صدمة موجبة لمعدل السوق النقدي مُحَايِدٌ في الناتج المحلي الخام الحقيقي و طردي ، لكن ضعيف ، في المستوى العام للأسعار. إن إستجابة الأسعار لصدمة السياسة النقدية قد كانت مُهمة نسبياً و مستمرة ، حيث تصل إلى الحد الأقصى في عُضون إحدى عشر فصلاً. تَكشِفُ نتيجة التقدير هذه عن وجود "الغز السعر" "*Price puzzle*" الذي يمكن تفسيره بإمكانية قيام المؤسسات بعكس ارتفاع تكلفة الاقتراض على أسعار السلع ، بعد أن قام بنك الجزائر بتحرير معدلات الاقتراض في أواخر التسعينات و بداية الألفية الثالثة ، كما يمكن كذلك تبرير هذا التناقض بوجود توقعات تضخمية لدى المؤسسات خاصةً و أنّ فترة الدراسة تميّزت بوجود فائض سيولة كبير لدى البنوك و سياسات مالية توسعية بشكل كبير في ظل ارتفاع الإيرادات الجبائية البترولية الجزائرية.

كما يمكن أن نلاحظ من خلال السطر الثالث للشكل (1) أنّه لا توجد أي استجابة هامة تذكر في معدل السوق النقدي لصدمة موجبة في الإنتاج ، بينما ، على خلاف ذلك ، يستجيب معدل السياسة النقدية هذا بشكل إيجابي و غير هام لصدمة مؤشر الأسعار بما يتفق مع هدف بنك الجزائر الأساسي المتمثل في إستقرار الأسعار.

بُعيّة دعم هذه النتائج ، سنحاول توضيح المساهمة النسبية لكل متغير في تفسير تباين المتغيرات الأخرى في النموذج ، أي سنحدد حجم تأثير كل متغير بالنموذج ، كنسبة مئوية ، في المتغيرات الأخرى. تشير نتائج تحليل التباين في أفق عشرة فصول ، كما هو موضح في الجدول (4) ، إلى عدم وجود تقريباً أي تأثير لمعدل السوق النقدي على الإنتاج ، في حين أن أثره على الأسعار محدود و لا يتجاوز 4 % . هذا يشير إلى أن تأثير السياسة النقدية على الأسعار ضعيف بينما أثرها في الإنتاج فيكاد لا يُذكر.

الشكل (1): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* للنموذج الأساسي



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الجدول (4): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* للنموذج الأساسي

Period	LY			LP		
	LY	LP	R	LY	LP	R
1	100.0000	0.000000	0.000000	6.880143	93.11986	0.000000
2	99.99990	7.53E-06	9.26E-05	5.414531	94.37076	0.214709
3	99.99971	2.72E-05	0.000263	4.233581	95.16343	0.602990
4	99.99946	6.10E-05	0.000479	3.337422	95.58450	1.078081
5	99.99917	0.000111	0.000718	2.714016	95.70283	1.583150
6	99.99886	0.000178	0.000966	2.343965	95.57344	2.082597
7	99.99852	0.000263	0.001214	2.203836	95.24078	2.555381
8	99.99817	0.000367	0.001458	2.268422	94.74140	2.990176
9	99.99781	0.000491	0.001695	2.512255	94.10579	3.381960
10	99.99744	0.000635	0.001922	2.910607	93.35971	3.729682

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

تشير هذه النتائج الأولية إلى عدم فعالية قناة معدل الفائدة في تمرير أثر السياسة النقدية إلى متغيرة الإنتاج و الأهمية الضئيلة لهذه القناة في نقل ذلك الأثر إلى متغيرة الأسعار. لكن هذا الاستنتاج لا يكفي في حق هذه القناة ، و يلزمنا إضافة متغيرة أخرى تمثلها في النموذج الأساسي ، و ستكون متغيرة معدل الإقراض. بهذه الطريقة سنتمكن من تقييم فعالية قناة معدلات الفائدة بشكل أدق.

II-3-1-4- نموذج قناة معدلات الفائدة:

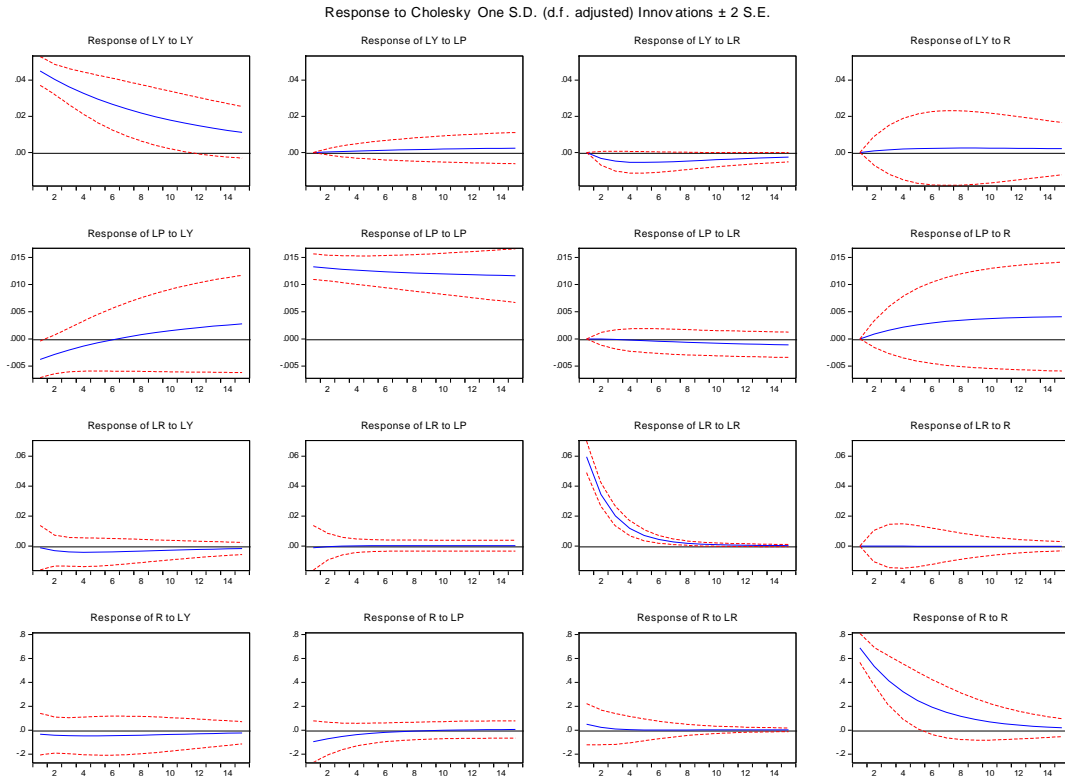
لتقييم فعالية قناة معدلات الفائدة في الجزائر سنقوم بإضافة معدل الإقراض (LR) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي، لنحصل بمُوجب ذلك على نموذج أوسع ، نستطيع من خلاله تَتَبُّع و معرفة تأثير صدمة موجبة في متوسط معدلات السوق النقدي على كل من الإنتاج و الأسعار ، و حتى على معدل الإقراض ، خلال مدة إستقراء محددة. سيسمح لنا هذا النموذج كذلك بتسجيل مدى إستجابة السياسة النقدية لصدمة غير متوقعة في الإنتاج و الأسعار و كذا إستجابة هذين الأخيرين لصدمة في معدل الإقراض.

باستخدام برنامج *Eviews10* ، بيّن لنا معياري *Akaike* و *Schwarz* أن فترة إبطاء واحدة هي المواتية لتقدير النموذج. و قبل الخوض في التقدير و التحليل يجب التنبيه أولاً أن دوال الاستجابة التي سيتم حسابها تُعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة معدلات الفائدة (بعد الصدمة التي تحدث في معدل الإقراض).

تُشير نتائج دوال الاستجابة المقدرّة ، كما هو موضح في الشكل (2): العمود الرابع من الجزء -أ- أو الجزء -ب- ، إلى أن أثر صدمة موجبة على مستوى معدل السوق النقدي شبه محايد في الناتج المحلي الخام الحقيقي و طردي ، لكن ضعيف ، في المستوى العام للأسعار ، حيث تقريباً لم يتغير الشيء الكثير مُقارنةً مع نتائج النموذج الأساسي. يُلاحظ أنه حتى بعد إضافة معدل الإقراض إلى النموذج الأساسي بقي لغز السعر موجود.

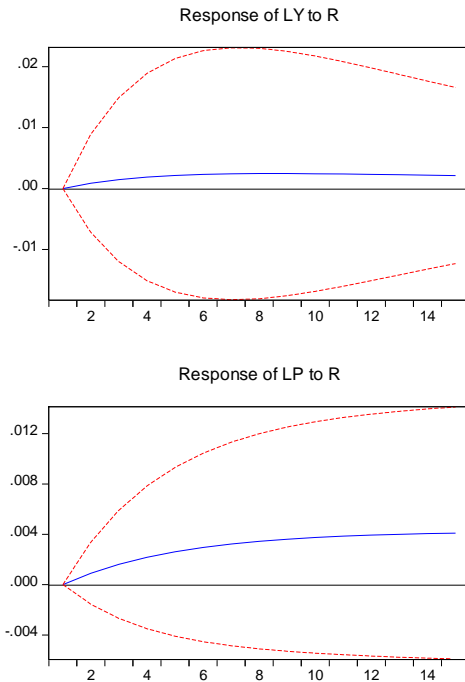
الشكل (2): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة معدلات الفائدة

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

كما يمكن من خلال السطر الرابع للشكل (2) ، الجزء -أ- ، أن تُسجل ملاحظات أخرى. يبدو أن استجابة معدل السياسة النقدية لصدمة الإنتاج هي شبه معدومة ، في حين أن استجابته لصدمة الأسعار هي طردية ، ضعيفة و لا تدوم مُطَوَّلًا إذ بعد أربع فصول يتلاشى أي تفاعل له.

و لو أردنا بحث خطوتَي الانتقال النقدي عبر هذه القناة ، فَسَنُلاحظ أنه لا يوجد أي استجابة لمعدل الإقراض لصدمة معدل السوق النقدي ، كما أنه لا يوجد تقريبًا أي تأثير واضح لمعدل الإقراض على الإنتاج و الأسعار.

بالعودة إلى نتائج تحليل التباين ، كما هو مُبين في الجدول (5) ، نلاحظ أنه حتى بعد إضافة معدل الإقراض إلى النموذج الأساسي يبقى معدل السوق النقدي تقريبًا بدون تأثير على الإنتاج ، و يبقى كذلك أثره على الأسعار محدود و لا يتجاوز كثيرًا 4% على طول مدة الاستقراء. أما أثر معدل الإقراض فهو شبه محايد في الإنتاج ، حيث لا يتجاوز في ذروته 2% ، و محدود جدًا كذلك في الأسعار إذ لا يتجاوز في ذروته 4% بعد مرور 10 فترات. و يلاحظ أيضا غياب تام لأثر معدل السياسة النقدية على معدل الإقراض.

الجدول (5): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة معدلات الفائدة

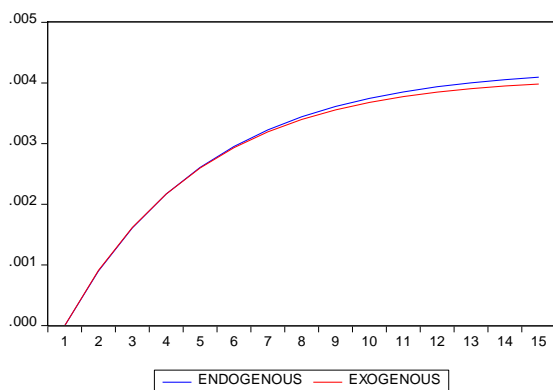
Period	LY				LP				LR			
	LY	LP	LR	R	LY	LP	LR	R	LY	LP	LR	R
1	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	7.4276	92.572	0.0000	0.0000	0.0319	0.0349	99.933	0.00000
2	99.695	0.0027	0.2816	0.0200	6.0232	93.756	0.0003	0.2199	0.2100	0.0295	99.760	0.00003
3	99.276	0.0088	0.6576	0.0572	4.8852	94.483	0.0011	0.6298	0.4760	0.0271	99.496	0.00004
4	98.866	0.0183	1.0107	0.1042	3.9858	94.862	0.0057	1.1461	0.7770	0.0270	99.195	0.00005
5	98.504	0.0313	1.3078	0.1563	3.2943	94.978	0.0150	1.7115	1.0728	0.0284	98.898	0.00007
6	98.194	0.0480	1.5469	0.2102	2.7804	94.901	0.0294	2.2882	1.3411	0.0306	98.628	0.0001
7	97.931	0.0684	1.7360	0.2639	2.4157	94.683	0.0484	2.8523	1.5733	0.0331	98.393	0.0003
8	97.706	0.0927	1.8848	0.3162	2.1749	94.363	0.0714	3.3898	1.7687	0.0355	98.195	0.0005
9	97.510	0.1209	2.0019	0.3663	2.0357	93.973	0.0973	3.8931	1.9304	0.0378	98.030	0.0007
10	97.338	0.1531	2.0946	0.4138	1.9790	93.536	0.1255	4.3592	2.0628	0.0400	97.896	0.0010

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

قد تدفعنا كل هذه الاستنتاجات السابقة إلى القول أن قناة معدلات الفائدة غير فعالة في الجزائر ، لكن قرارنا الأخير ، الجازم بحكم عدم الفعالية أو العكس ، يرتبط بنتائج الاختبار ، الذي سبق و أن فصلنا فيه ، المبني على مقارنة استجابة الإنتاج و الأسعار لصدمة في معدل السوق النقدي لنموذجين إثنيين: النموذج الأول هو ذلك الذي قَدَرناه آنفًا و سمحنا فيه بعمل قناة معدلات الفائدة (من خلال إدراج معدل الإقراض كمتغيرة داخلية) ، أما النموذج الثاني فسيتم تشغيله حاليا بناءً على مُعْطَى جديد و هو غلق قناة معدلات الفائدة (من خلال إدراج معدل الإقراض كمتغيرة خارجية). ستسمح هذه الطريقة بمعرفة ذلك الجزء (إن لم يكن كله) من الأثر الكلي للسياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار الذي يأتي من خلال قناة معدلات الفائدة.

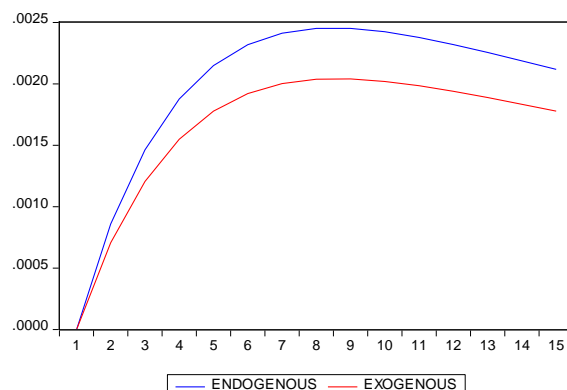
تشير نتائج هذا الاختبار ، كما هو موضح في الشكل (3) ، إلى أنّ إستجابة الإنتاج لصدمة معدل السوق النقدي المستخرجة من النموذج الأول لا تختلف كثيرًا عن (أو هي قريبة جدًا من) تلك الاستجابة المستخرجة من النموذج الثاني. أما إستجابة الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي المستخرجة من النموذج الأول فهي لا تُكاد تُمَيِّز مع تلك الاستجابة المستخرجة من النموذج الثاني ، كما هو موضح في الشكل (4). تُؤكّد هذه النتائج عدم فعالية قناة معدلات الفائدة في الاقتصاد الجزائري و أن جُلّ الأثر الكلي لصدمة السياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار يمر من خلال قنوات أخرى.

الشكل (4): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج Eviews10

الشكل (3): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج Eviews10

II-3-1-5- نموذج قناة القرض البنكي:

لتقييم فعالية قناة القرض البنكي في الجزائر سنقوم بإضافة القروض المقدمة للاقتصاد (*LCR*) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تَتَّبَع تأثير صدمة موجبة في متوسط معدلات السوق النقدي على كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك و القروض خلال مدة إستقراء محددة. سَيَسْمَح كذلك هذا النموذج بِتَسْجِيل مدى استجابة السياسة النقدية لصدمة الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لصدمة القروض. نُؤَلِّف الانتباه هنا إلى أن دوال الإستجابة التي سيتم تقديرها تُعْطِي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة القرض.

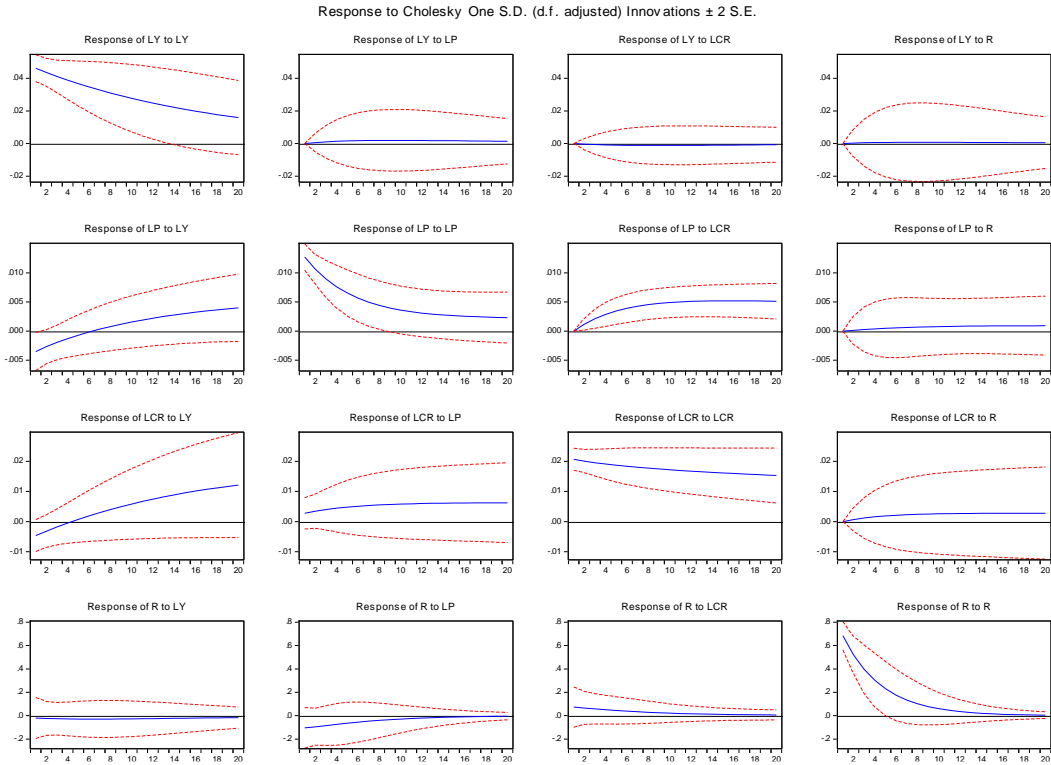
بالاستعانة ببرنامج *Eviews10* تَبَيَّن أن نتائج معياري *Akaike* و *Schwarz* تشير إلى أنّ فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. بينما أشارت نتائج دوال الاستجابة ، كما هو موضح في الشكل (5): العمود الرابع من الجزء -أ- أو الجزء -ب- ، إلى أنّ أثر صدمة موجبة على مستوى معدل السوق النقدي شبه مُحايد في الناتج المحلي الخام الحقيقي و طردي ، لكن ضعيف ، في المستوى العام للأسعار. لغز السعر لا يزال موجود حتى بعد إضافة متغيرة القروض.

يلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (5) ، الجزء -أ- ، أن أثر الإنتاج محايد في معدل السياسة النقدية ، في حين أن أثر الأسعار طردي و غير مهم. أما بخصوص خطوتَي الانتقال النقدي ، فيظهر أنّ استجابة القروض طردية و غير مهمة بُجَاه صدمة معدل السوق النقدي ، و قد يُفسر ذلك بعدم تحكّم بنك الجزائر في حجم القروض الموزعة من قبل البنوك نتيجة إرتباط احتياطات هذه الأخيرة بمداخيل المحروقات و ليس بقراراته ، و أنّ أثر هذه القروض عكسي في الإنتاج و طردي في الأسعار.

تشير نتائج تحليل التباين لنموذج قناة القرض ، كما هو موضح في الجدول (6) ، إلى أنّ أثر معدل السوق النقدي محايد في الإنتاج و ضعيف في الأسعار حيث لم يتجاوز هذا الأثر 0.4%. أما أثر القروض فقد كان محايد في الإنتاج و مُهم في الأسعار حيث بلغ في ذروته حوالي 17%. يلاحظ كذلك ضعف كبير في تأثير معدل السوق النقدي على القروض.

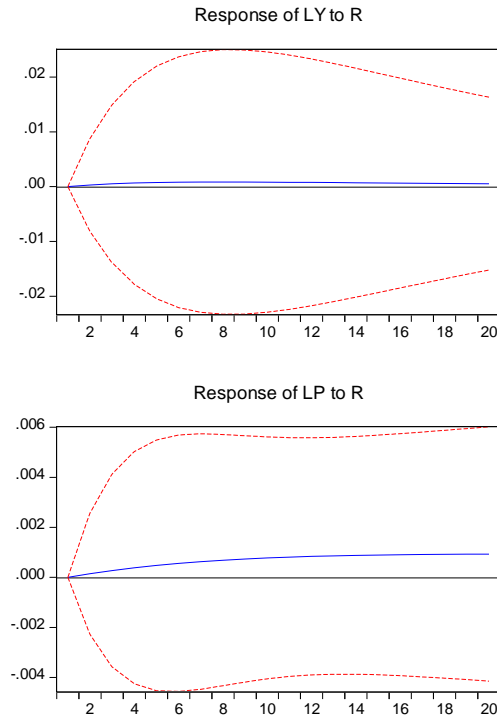
الشكل (5): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة القرض البنكي

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

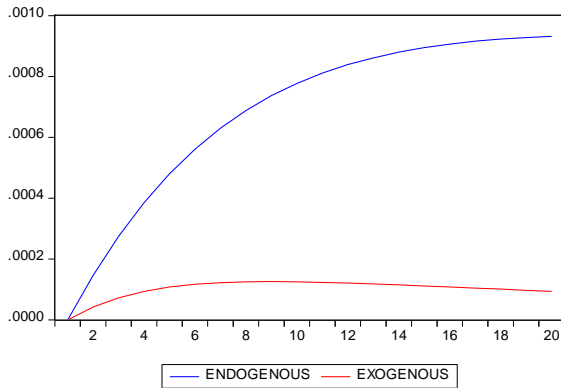
الجدول (6): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة القرض البنكي

Period	LY				LP				LCR			
	LY	LP	LCR	R	LY	LP	LCR	R	LY	LP	LCR	R
1	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	7.0494	92.950	0.0000	0.0000	4.6754	1.6550	93.669	0.0000
2	99.985	0.0094	0.0031	0.0022	6.5761	92.939	0.4771	0.0071	3.5506	2.2025	94.193	0.0533
3	99.958	0.0268	0.0088	0.0061	6.0425	92.386	1.5463	0.0249	2.6822	2.7589	94.408	0.1500
4	99.924	0.0487	0.0158	0.0108	5.4983	91.310	3.1372	0.0538	2.0740	3.3048	94.352	0.2687
5	99.888	0.0726	0.0235	0.0155	4.9924	89.766	5.1479	0.0931	1.7198	3.8273	94.056	0.3959
6	99.851	0.0970	0.0312	0.0201	4.5670	87.829	7.4613	0.1416	1.6063	4.3180	93.552	0.5228
7	99.816	0.1209	0.0386	0.0243	4.2547	85.587	9.9603	0.1974	1.7152	4.7723	92.868	0.6442
8	99.782	0.1437	0.0456	0.0282	4.0764	83.125	12.539	0.2584	2.0251	5.1879	92.029	0.7573
9	99.751	0.1650	0.0520	0.0317	4.0430	80.524	15.109	0.3225	2.5128	5.5643	91.062	0.8604
10	99.722	0.1848	0.0579	0.0347	4.1560	77.852	17.603	0.3881	3.1549	5.9025	89.989	0.9533

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

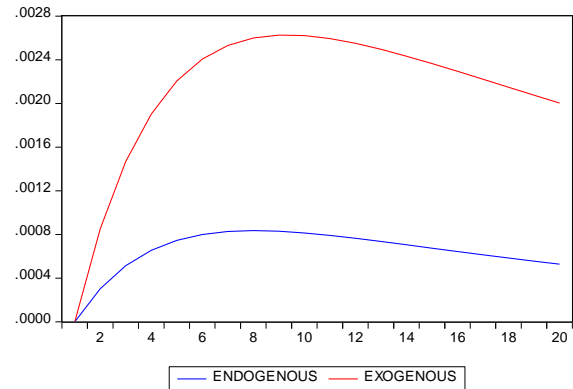
نستنتج ممّا سبق وجود فعالية محدودة جدًّا لقناة القرض في نقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار ، في حين أنّها غير فعالة على الإطلاق في نقل هذا الأثر إلى الإنتاج. و كما جرت العادة ، سيعتمد قرارنا الأخير بشأن فعالية القناة بمُخرجات إختبار المقارنة لإستجابة الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي في إطار النموذجين المُعتاد تقديريهما. تشير نتائج هذه المقارنة ، كما هو مبين في الشكل (6) و الشكل (7) ، إلى وجود اختلاف واضح بين إستجابتي الإنتاج لصدمة معدل السوق النقدي المقدرتين بواسطة النموذجين ، لكن يبدو أن حجم استجابة الإنتاج قد زاد بعد غلق القناة ، و هو أمر غير منسجم مع ما هو متوقع ، أما فيما يتعلق بإستجابتي الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي المقدرتين بواسطة النموذجين فيلاحظ وجود فارق جلي بينهما. و بالتالي نستنتج أنّ قناة القرض تتميز بفعالية ضعيفة (رغم إختلاف إستجابتي الأسعار يبقى حَجْمُهُمَا صغير) في الاقتصاد الجزائري و أن جزء من الأثر الكلي لصدمة السياسة النقدية على الأسعار يأتي من خلال هذه القناة.

الشكل (7): استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الشكل (6): استجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

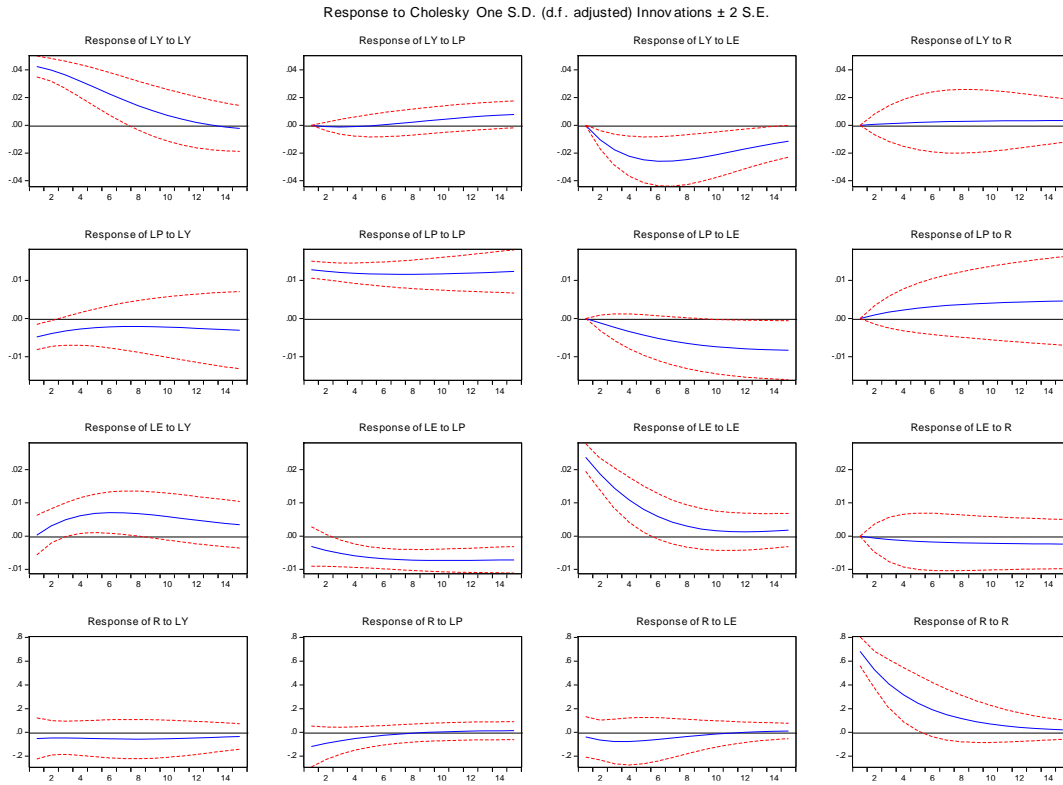
II-3-1-6- نموذج قناة سعر الصرف:

لقياس مدى فعالية قناة سعر الصرف في الجزائر سنقوم بإضافة سعر الصرف الفعلي الإسمي (LE) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تتبّع تأثير صدمة موجبة في متوسط معدلات السوق النقدي على كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك و سعر الصرف خلال مدة استقراء معينة. يسمح لنا أيضاً هذا النموذج بتسجيل مدى استجابة السياسة النقدية لصدّات الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لصدمة سعر الصرف. إن دوال الاستجابة التي سيتم حسابها لاحقاً تُعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة سعر الصرف.

تشير نتائج معيارَي *Akaike* و *Schwarz* ، المحصل عليها باستخدام نموذج *Eviews10* ، إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. في حين تشير نتائج دوال الاستجابة ، كما هو موضح في الشكل (8): الجزء -ب- ، إلى أنه تؤدي الصدمة الموجبة في معدل السوق النقدي إلى حدوث استجابة طردية ، ضعيفة و مستمرة في الإنتاج و إلى حصول أيضاً استجابة طردية ، مهمة نسبياً و مستمرة في الأسعار. إنّ الأثر الإيجابي لارتفاع معدل الفائدة للسياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار هو مخالف للتوقعات النظرية.

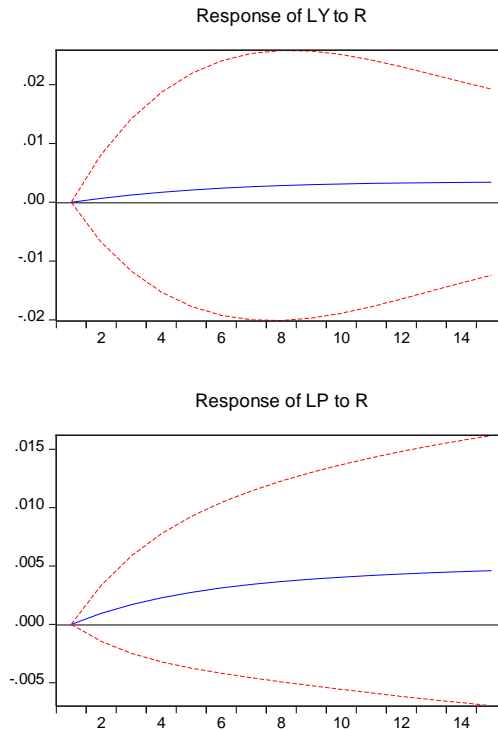
الشكل (8): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة سعر الصرف

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

عند تعويض سعر الصرف الفعلي الاسمي بسعر الصرف الاسمي للدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي (الملحق 4) يلاحظ أنّ حجم إستجابة الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي يزيد قليلاً ، في حين تنعدم إستجابة الإنتاج لهذه الصدمة.

يُلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (8) ، الجزء -أ- ، أن أثر الإنتاج طردي في معدل السياسة النقدية خلال الفترة الأولى ثم يصبح عكسي خلال الفترات اللاحقة ، في حين أنّ أثر الأسعار طردي على إمتداد حوالي ستة فترات. أمّا بخصوص خطوتَي الانتقال النقدي ، فيبدو أن أثر معدل السوق النقدي عكسي في سعر الصرف (كما هو متوقع) و أنّ أثر هذا الأخير عكسي في كل من الإنتاج و الأسعار (و هذا يخالف التوقعات النظرية).

تُشير نتائج تحليل التباين لنموذج قناة سعر الصرف ، كما هو موضح في الجدول (7) ، إلى أنّ أثر معدل السوق النقدي ضعيف جداً في الإنتاج حيث لم يتجاوز 0.4% ، أمّا عن أثره في الأسعار فيبقى محدود و لا يتجاوز 5%. في المقابل فإنّ أثر سعر الصرف كبير في الإنتاج ، بمساهمة قدرها 36% من تقلباته ، و هام أيضا في الأسعار حيث يسهم بحوالي 13% من تقلبات الأسعار. قد تعطي هذه النتائج إشارة أولية إلى أنّ جزء من أثر معدل السوق النقدي على الإنتاج ، خاصة ، و الأسعار يأتي من خلال قناة سعر الصرف.

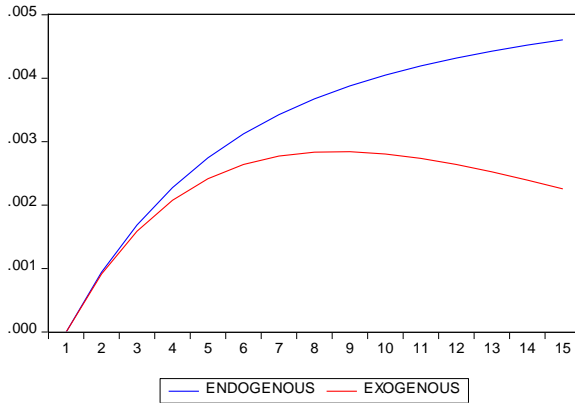
الجدول (7): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة سعر الصرف

Period	LY				LP				LE			
	LY	LP	LE	R	LY	LP	LE	R	LY	LP	LE	R
1	100.0	0.00	0.00	0.00	12.42	87.57	0.00	0.00	0.01	1.68	98.29	0.00
2	96.88	0.02	3.07	0.01	10.78	88.58	0.37	0.24	0.99	2.92	96.04	0.03
3	91.75	0.04	8.16	0.03	9.39	88.63	1.26	0.71	2.79	4.50	92.58	0.11
4	86.09	0.05	13.78	0.07	8.22	87.88	2.59	1.29	5.11	6.35	88.31	0.22
5	80.66	0.04	19.18	0.11	7.26	86.56	4.25	1.91	7.59	8.35	83.69	0.36
6	75.78	0.03	24.01	0.16	6.48	84.88	6.10	2.53	9.96	10.41	79.10	0.51
7	71.57	0.05	28.15	0.21	5.84	83.02	8.01	3.11	12.03	12.45	74.82	0.68
8	68.02	0.09	31.61	0.27	5.34	81.13	9.88	3.63	13.72	14.43	70.98	0.85
9	65.08	0.18	34.40	0.33	4.94	79.29	11.64	4.11	15.03	16.32	67.61	1.02
10	62.67	0.32	36.60	0.39	4.64	77.57	13.25	4.53	15.98	18.11	64.70	1.19

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

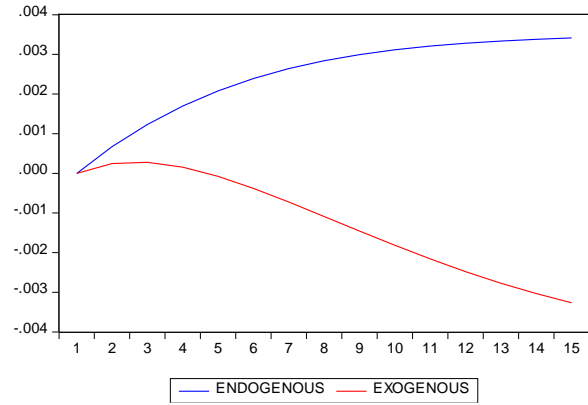
لِلحِكمِ نِهايَيا عَلى مِدى فِعالِيةِ قِناةِ سِعرِ الصِرفِ سَنعِتمِدى عَلى نِتايجِ إِختِبارِ المِقاَرِنةِ بَينِ اسِتِجاِباتِ الإِنتِاجِ وِ الأَسِعارِ لِصِدمةِ مِعدِلِ السِوقِ النِقدِيةِ المُنبَئِثَةِ مِنِ نِموذِجِينِ إِثْنِينِ كِما في السِابِقى. يِلاحِظُ مِنِ خِلالِ الشِكلِينِ (9) وِ (10) أنَّ إِغْلاقِ قِناةِ سِعرِ الصِرفِ يَترِكُ تَأثيرَ هَامٍ عَلى إِستِجاِبَتَيِ الإِنتِاجِ ، خِصِوصا ، وِ الأَسِعارِ لِصِدمةِ مِعدِلِ السِوقِ النِقدِيةِ ، حِيتِ يَبِداُ يَتِضَاحُ جِليًا إِختِلافِ الإِستِجاِباتِ إِبْتِداً مِنِ الفِصْلِ الأَوَّلِ في حِالةِ رِدودِ فِعلِ الإِنتِاجِ وِ بَعدِ مِروورِ حِواليِ أربِعى فِصُولِ في حِالةِ رِدودِ فِعلِ الأَسِعارِ. تَدلُ هِذهِ النِتايجُ عَلى فِعالِيةِ قِناةِ سِعرِ الصِرفِ في نِقلِ أثرِ السِياسَةِ النِقدِيةِ إلى الإِنتِاجِ وِ عَلى فِعالِيتِها الضِعيْفَةِ في نِقلِ هِذا الأثرِ إلى الأَسِعارِ في حِالةِ الجِزائِرِ.

الشكل (10): إِستِجاِبةِ مُؤشِرِ أَسِعارِ الاسِتِهلاكِ لِصِدمةِ مِعدِلِ السِياسَةِ النِقدِيةِ



المِصدِرُ: نِتايجُ بَرونامِجِ *Eviews10*

الشكل (9): إِستِجاِبةِ النِتايجِ الدِاخِليِ الحِقيقي لِصِدمةِ مِعدِلِ السِياسَةِ النِقدِيةِ



المِصدِرُ: نِتايجُ بَرونامِجِ *Eviews10*

عِندَ تَعوِيضِنا في التَحليلِ سِعرِ الصِرفِ الفِعلِيةِ الإِسمِيةِ بِسِعرِ الصِرفِ الاسِمِيةِ لِلدِينارِ الجِزائِرِيِّ مِقابِلِ الدُولارِ الأَمريكيِّ توصلنا تَقريبًا إلى نِفسِ النِتايجَةِ فيما يَخِصُ فِعالِيةِ قِناةِ سِعرِ الصِرفِ (أَنظِرِ المِلاحِظَةَ 5).

II-3-2- حالة دولة المغرب:

في هذا الجزء سنقوم بإختبار فعالية قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية بدولة المغرب في كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي (LY) و مؤشر أسعار الاستهلاك (LP) و ذلك باستخدام خمسة متغيرات تتمثل في كل من معدل السوق النقدي (R) ليمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية ، معدل الإقراض (LR) ، القروض البنكية (LCR) ، سعر الصرف الفعلي الإسمي (LE) و مؤشر MASI ، ليمثل أسعار الأصول (LMASI). و كما أشرنا سابقا ، سيتم التقدير باستخدام بيانات فصلية تمتد من الفصل الرابع لسنة 2001 إلى الفصل الثاني من سنة 2016.

II-3-2-1- إختبار إستقرار السلاسل الزمنية:

في البداية سنقوم بإختبار درجة إستقرار المتغيرات السابقة باستعمال إختباري "Augmented ADF" و *Dickey Fuller* و *Phillips-Perron "PP"*. تمَّ تحديد عدد فترات الإبطاء المأخوذة في الاختبارات بواسطة معيارَي *Akaike* و *Schwarz*. كما أنه يوجد تباين في قضية تضمين إتجاه زمني و ثابت أو فقط ثابت أو لا هذا و لا ذاك في إختبارات الإستقرارية عند المستوى و عند أخذ الفرق الأول. و يلاحظ من خلال الجدول (8) الذي يحتوي على نتائج اختبار *ADF* أن المتغيرات غير مستقرة في مستواها و لكنها تصبح مستقرة بعد أخذ فرقتها الأول باستثناء المتغيرة (LCR) التي أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الثاني لها. بيّنما يُلاحظ من نتائج الاختبار الثاني في الجدول (9) أن المتغيرات غير مستقرة في مستواها لكن تصبح كلها مستقرة بدون استثناء بعد أخذ فرقتها الأول.

الجدول (8): إختبار ديكي فولر الموسَّع « *ADF* » *Augmented Dickey Fuller*

Morocco	Level			1st diff			2nd diff		
	Det. term	Lags	Test stat.	Det. term	Lags	Test stat.	Det. term	Lags	Test stat.
R	c	0 (AIC)	-1.944403 (0.3102)	none	0 (AIC)	-7.466121* (0.0000)	-	-	-
	c	0 (SC)	-1.944403 (0.3102)	none	0 (SC)	7.466121* (0.0000)	-	-	-
LR	c	0 (AIC)	-1.426804 (0.5631)	none	0 (AIC)	-6.853155* (0.0000)	-	-	-
	c	0 (SC)	-1.426804 (0.5631)	none	0 (SC)	-6.853155* (0.0000)	-	-	-
LCR	c	4 (AIC)	-2.202395 (0.2079)	c, t	3 (AIC)	-1.999907 (05881)	none	2 (AIC)	-9.108514* (0.0000)
	c	4 (AIC)	-2.202395 (0.2079)	c, t	3 (SC)	-1.999907 (05881)	none	2 (SC)	-9.108514* (0.0000)
LE	c	2 (AIC)	-2.585217 (0.1020)	none	0 (AIC)	-6.540288* (0.0000)	-	-	-
	none	0 (SC)	0.324927 (07761)	none	0 (SC)	-6.540288* (0.0000)	-	-	-
LMSI	c	2 (AIC)	-2.315391 (0.1708)	none	1 (AIC)	-3.443255* (0.0009)	-	-	-
	c	0 (SC)	-1.684606 (0.4336)	none	0 (SC)	-5.553747* (0.0000)	-	-	-
LP	c, t	0 (AIC)	-2.335992 (0.4084)	c	0 (AIC)	-9.458251* (0.0000)	-	-	-
	c, t	0 (SC)	-2.335992 (0.4084)	c	0 (SC)	-9.458251* (0.0000)	-	-	-
LY	c, t	0 (AIC)	-2.707615 (0.2376)	c	0 (AIC)	-8.810867* (0.0000)	-	-	-
	c, t	0 (SC)	-2.707615 (0.2376)	c	0 (SC)	-8.810867* (0.0000)	-	-	-

• القيمة المحسوبة هي : * ذي معنوية إحصائية عند مستوى 1% ، ** ذي معنوية إحصائية عند مستوى 5% ، *** ذي معنوية

إحصائية عند مستوى 10%.

• تشير *c* إلى الثابت (أو القاطع) *Constant* و *t* إلى الاتجاه الزمني *Trend* و *None* إلى عدم وجود لا ثابت و لا اتجاه.

• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: *AIC=Akaike* ، *SC=Schwarz criteria*.

• تمثل القيم الموجودة بين قوسين احتمال قبول الفرضية العدمية ، أي هي تشير إلى المستوى الذي تكون عنده القيمة المحسوبة معنوية.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

الجدول (9): إختبار « PP » Phillips Perron

Variable Morocco	Level			1st diff		
	Det.term	Bandwith	Test stat.	Det.term	Bandwith	Test stat.
R	c	0	-1.944403 (0.3102)	None	5	-7.619649* (0.0000)
LR	c	1	-1.433766 (0.5596)	None	1	-6.852966* (0.0000)
LCR	c	4	-1.207365 (06656)	c, t	3	-6.682270* (0.0000)
LE	c	1	-1.750827 (0.4008)	None	2	-6.590535* (0.0000)
LMAI	c	4	-1.628817 (0.4616)	None	3	-5.660573* (0.0000)
LP	c, t	1	-2.241055 (0.4584)	c	1	-9.543642* (0.0000)
LY	c, t	2	-2.691582 (0.2439)	c	4	-9.027576* (0.0000)

* : ذو معنوية إحصائية عند مستوى 5%.

- تشير c إلى الثابت و Constant و t إلى الاتجاه الزمني و Trend و None إلى عدم وجود ثابت و لا اتجاه.
- تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: $AIC=Akaike$ ، $SC=Schwarz\ criteria$ ، $HQ=Hannan-Quinn$.
- تمَّ إختيار طريقة التقدير $Bartlett\ Kernel$ بواسطة طريقة $Newey-West$.
- المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج $Eviews10$

II-3-2- إختبار التكامل المتزامن Johansen Cointegration Test

نظراً لكون المتغيرات السابقة مستقرة بفرقها الأول ، بناءً على إختبار PP ، فإن الخطوة التالية هي إختبار التكامل المتزامن للتعرف على ما إذا كان هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين هذه المتغيرات و ذلك باستخدام إختبار جوهانسن $Johansen$ الذي سيحدد ، عبر إرتكازه على نموذج VAR ، عدد متجهات التكامل المتزامن. كما هو موضح في الجدول (10) ، تُشير نتائج هذا الإختبار ، سواءً أخذنا مُخرجات إختبار الأثر أو مخرجات إختبار القيمة الذاتية العظمى ، إلى وجود علاقتي تكامل متزامن بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%.

لأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لإجراء اختبار *Johansen* فقد تم استخدام معيار *Akaike* و *Hannan-Quinn* اللذين أشارت نتائجهما إلى أنّ فترة إبطاء واحدة هي المناسبة ، كما أنّه أمام تعدد الاختيارات المقترحة لإجراء هذا الاختبار فقد وقع إختيارنا ، بناءً على مبدأ *Pantula* ، على الإقتراح الذي يفترض وجود مُركّبة الاتجاه العام في السلاسل الزمنية و يفترض كذلك وجود الثابت (أو القاطع) في علاقات التكامل المتزامن (أي أن الثابت في علاقة المدى الطويل هو معنوي) و في نموذج VAR (الإختيار الثالث).

الجدول رقم (10): نتائج إختبار التكامل المتزامن *Johansen Cointegration Test*

<i>Hypothesized</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>Max-Eigenvalue Statistic</i>	<i>Det.term</i>	<i>Lags</i>
<i>None</i>	164.1270* (0.0000)	67.09705* (0.0001)	c	1 (AIC , HQ)
<i>At most 1</i>	97.02995* (0.0407)	42.29069* (0.0277)		
<i>At most 2</i>	54.73926 (0.4300)	20.62215 (0.7122)		

• * تُبَيِّن رَفْضُ الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5% (أي أن قيمة إحصائية الأثر λ_{trace} هي أكبر من القيمة الجدولية).

• تشير c إلى الثابت *Constant* و t إلى الاتجاه الزمني *Trend* .

• تمثل القيم الموجودة بين قوسين احتمال قبول الفرضية العدمية.

• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: $AIC=Akaike$ ،

$HQ=Hannan-Quinn$.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

II-3-2-3- نموذج VAR الأساسي:

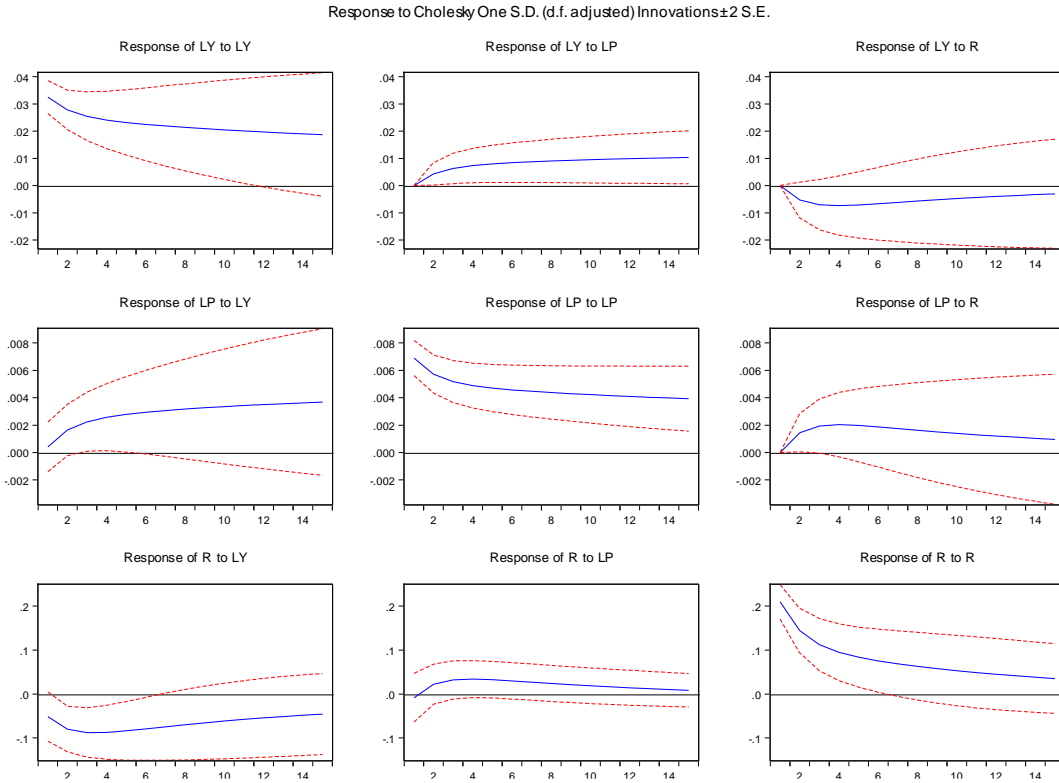
في البداية سنقوم بتقدير النموذج الأساسي الذي يتضمن ثلاث متغيرات: الناتج المحلي الخام الحقيقي (LY) ، مؤشر أسعار الاستهلاك (LP) و معدل السوق النقدي (R) للدلالة على الأداة الرئيسية للسياسة النقدية. من خلال هذا النموذج يمكننا تتبّع تأثير صدمة موجبة في السياسة النقدية ، مُتَمَثِّلَة في هذه الحالة بارتفاع معدل السوق النقدي ، على كل من الإنتاج و الأسعار خلال مدّة استقرار معينة ، و سيكون

كذلك بمقدورنا تسجيل استجابة سياسة البنك المركزي لصدمة موجبة في هاتين المتغيرتين الأخيرتين. و لبلوغ ذلك ، سنستعمل أداة دوال ردة الفعل (دوال الاستجابة) و أداة تحليل التباين بالاستعانة ببرنامج *Eviews* الإصدار العاشر: *Eviews10*.

نظراً لأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لتقدير النموذج الأساسي فقد تم استعمال معياري *Akaike* و *Schwarz* اللذان أشارت نتائجهما إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة. و لتحديد ما إذا كان لأي متغيرة من متغيرات النموذج أثر إيجابي أو سلبي (أي طبيعة التأثير) في باقي المتغيرات ، قمنا بحساب دوال الاستجابة التي تشير نتائجها ، كما هو موضح في الشكل (11) العمود الثالث ، إلى أن صدمة معدل السوق النقدي الموجبة ذات تأثير عكسي في الناتج المحلي الخام الحقيقي ، و هذا يتوافق مع ما هو متوقع نظرياً ، حيث كانت إستجابة هذا الأخير مهمة نسبياً و مستمرة و تصل إلى مستواها الأقصى في غضون أربعة فصول. أما عن أثر هذه الصدمة على مؤشر أسعار الاستهلاك فإنه طردي و ضعيف نسبياً ، و تصل إستجابة الأسعار إلى الحد الأقصى خلال أربعة فصول. إذن تُبيّن دوال ردة الفعل وجود ظاهرة "الغز السعر" *Price puzzle* في إقتصاد المغرب.

من خلال السطر الثالث للشكل (11) يمكن ملاحظة الاستجابة الإيجابية في معدل السوق النقدي ، و لو أنّها ليست بالقوية جداً ، لصدمة موجبة في الأسعار و هو ذا السلوك الصحيح الذي من المفروض أن يسلكه بنك مركزي يستهدف استقرار الأسعار. بينما استجابة هذا المعدل لصدمة الإنتاج فقد كانت استجابة عكسية ، و أقوى مقارنة مع الاستجابة السابقة ، و هي مؤقتة بذلك لتخفيف الضغوط التضخمية التي عادة ما تُصاحب فترة الرواج و ارتفاع مستويات الإنتاج. تصل إستجابة السياسة النقدية إلى حدها الأقصى بعد مرور أربع فصول في كِلا الحالتين.

الشكل (11): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* للنموذج الأساسي



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

يمكن دعم هذا التحليل السابق من خلال إستخراج المساهمة النسبية لكل متغير من متغيرات النموذج في تفسير تقلبات المتغيرات الأخرى ، عن طريق استخدام أداة تحليل التباين. تشير نتائج هذا الأخير في أفق عشرة فصول ، كما هو مُبَيَّن في الجدول (11) ، إلى أنّ مساهمة معدل السوق النقدي في تقلبات الإنتاج تبلغ في ذروتها حوالي 5%. أمّا فيما يتعلق بمساهمته في تغير الأسعار فقد بلغت هذه المساهمة حوالي 8%. و يلاحظ أنّ هذه المساهمة في كلا الحالتين ، الإنتاج و الأسعار ، هي محدودة و متوسطة الأمد حيث تبدأ بالتناقص بعد مرور ثمانية فصول. كما يمكن إضافة نتيجة أخرى لم تُدرج في الجدول ، و هي أن مُتغيرة الإنتاج تساهم في ذروتها بحوالي 30% في تقلبات معدل الفائدة ، و على العكس من ذلك لم تتجاوز مساهمة الأسعار 4%.

الجدول (11): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* للنموذج الأساسي

	LY			LP		
	LY	LP	R	LY	LP	R
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.346104	99.65390	0.000000
2	97.53668	0.985507	1.477812	3.359222	94.19921	2.441568
3	94.82184	2.234683	2.943475	6.541403	88.64449	4.814107
4	92.62917	3.411717	3.959114	9.351509	84.24237	6.406123
5	90.95412	4.465545	4.580338	11.78202	80.87566	7.342325
6	89.65981	5.413144	4.927043	13.91764	78.24681	7.835556
7	88.62618	6.279624	5.094194	15.83404	76.12003	8.045930
8	87.76900	7.085159	5.145845	17.58473	74.33703	8.078235
9	87.03258	7.843919	5.123500	19.20544	72.79559	7.998961
10	86.38059	8.565431	5.053981	20.71991	71.42970	7.850389

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

تدل هذه النتائج الأولية على الأهمية النسبية لقناة معدل الفائدة في نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي بالمغرب ، و بالخصوص إلى الإنتاج. لكن للحكم بشكل قاطع على مدى أهمية هذه القناة ، سنقوم ببناء نموذج VAR آخر يكون أوسع و يضم متغيرة إضافية تدل على هذه القناة: متغيرة معدل الإقراض (LR). يبقى أن نشير في الأخير إلى أنه عند عكس ترتيب المتغيرات في نموذج VAR الأساسي توصلنا تقريباً إلى نفس النتائج.

II-3-2-4- نموذج قناة معدلات الفائدة:

لقياس مدى فعالية قناة معدلات الفائدة في المغرب سنقوم بإضافة معدل الإقراض (LR) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تَتَّبِعُ تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الإنتاج و الأسعار و معدل الإقراض خلال مدة استقرار محددة. سَيَسْمَحُ كذلك هذا النموذج بتسجيل مدى إستجابة السياسة النقدية لصدمة غير مُتَوَقَّعة في الإنتاج و الأسعار و كذا إستجابة هذين الأخيرين لصدمة في معدل الإقراض.

و نُؤلِفُ الانتباه هنا إلى أنّ دوال الاستجابة التي سيتم تقديرها تُعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة معدلات الفائدة (بعد الصدمة التي تحدث في معدل الإقراض).

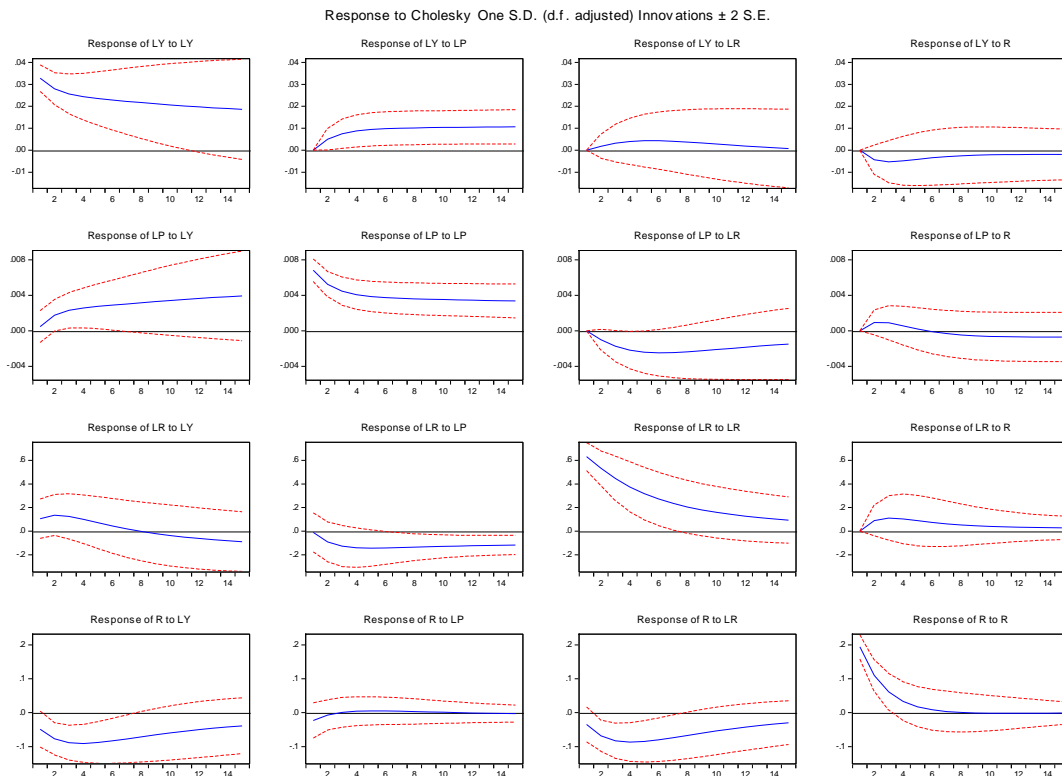
لأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لتقدير نموذج قناة معدلات الفائدة فقد تمّ استعمال معيار *Akaike* و *Schwarz* اللذان أشارت نتائجهما إلى أنّ فترة إبطاء واحدة هي المناسبة. و تُشير نتائج دوال الاستجابة المقدرّة ، كما هو موضح في الشكل (12): الجزء -ب- ، إلى أنّ صدمة معدل السوق النقدي الموجبة ذات تأثير عكسي في الناتج المحلي الخام الحقيقي ، و هذا يتوافق مع ما هو متوقع نظريًا ، و يُلاحظ أن استجابة هذا الأخير كانت مهمة نوعاً ما و مستمرة نسبياً بحيث تصل إلى مستواها الأقصى في غضون ثلاث فترات قبل أن تبدأ في الانخفاض على امتداد حوالي سبعة فصول و تستقر بعد ذلك عند مستوى معين قريب من المستوى الابتدائي للإنتاج. أمّا فيما يتعلق بأثر هذه الصدمة على مؤشر أسعار الإستهلاك فقد كان طردي و ضعيف نسبياً. تصل استجابة الأسعار ، التي لم تكن مستمرة ، إلى الحد الأقصى خلال فترتين. تدل هذه النتيجة الأخيرة على وجود ظاهرة "غز السعر" *Price puzzle* في اقتصاد المغرب ، و يحدث هذا حتى بعد إضافتنا لمعدل الإقراض إلى النموذج الأساسي.

نستطيع من خلال السطر الرابع للشكل (12): الجزء -أ- ، أن نسجل ملاحظات أخرى. يبدو أن استجابة معدل السياسة النقدية عكسية و مهمة و مستمرة نسبياً في حالة حدوث صدمة موجبة في الإنتاج ، و طردية و غير مهمة و غير مستمرة في حالة حدوث صدمة موجبة في الأسعار. ردة فعل البنك المركزي تجاه تطور الأسعار يتّفق مع التوقعات النظرية.

إذا أردنا فحص خطوتَي الانتقال النقدي عبر هذه القناة ، فيمكننا الاستدلال ببيانات الشكل (12). نلاحظ أنّ أثر معدل السوق النقدي طردي على معدل الإقراض ، كما هو متوقع نظريًا ، و أنّ أثر هذا الأخير طردي على الإنتاج ، و هذا مخالف للتوقعات ، و عكسي على الأسعار كما هو متوقع.

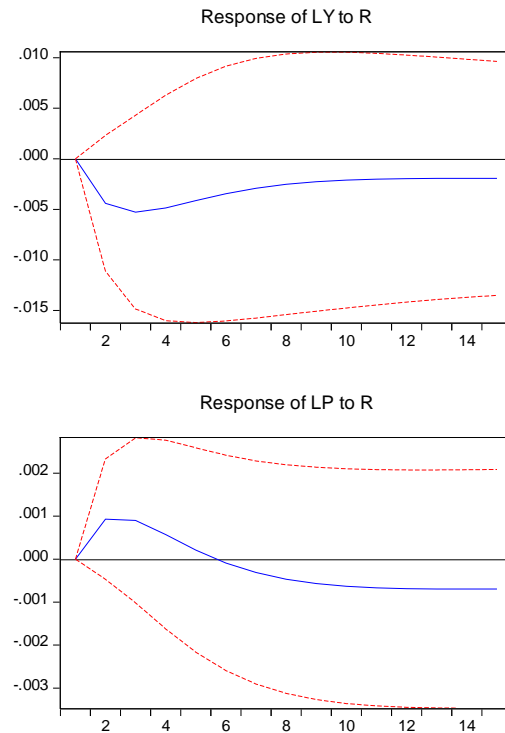
الشكل (12): نتائج دوال الإستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة معدلات الفائدة

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

لقياس مدى مساهمة كل متغيرة ، كنسبة مئوية ، في تقلبات المتغيرات الأخرى في النموذج نستخدم ، كما في السابق ، أداة تحليل التباين و التي تشير نتائجها ، كما هو موضح في الجدول (12) ، إلى أنّ إضافة معدل الإقراض إلى النموذج الأساسي قد خفّضَ أثر معدل السوق النقدي في الإنتاج ليصل في ذروته ، بعد مرور خمسة فترات ، إلى 2.17% ، و هو تأثير ضعيف ، في حين أنّ أثر معدل الإقراض يبلغ في ذروته حوالي 1.5%. أما فيما يتعلق بالأثر في الأسعار فإنّ أثر معدل السوق النقدي إنخفض إلى مستوى جد ضعيف لا يتجاوز كثيرا في ذروته 1% ، في حين بلغ أثر معدل الإقراض على مؤشر أسعار الاستهلاك حوالي 13%.

الجدول (12): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة معدلات الفائدة

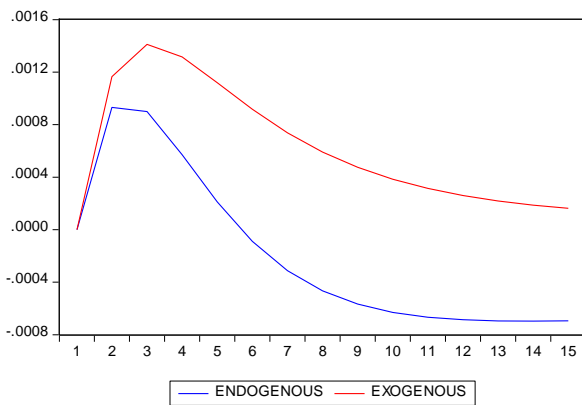
Period	LY				LP				LR			
	LY	LP	LR	R	LY	LP	LR	R	LY	LP	LR	R
1	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.4760	99.523	0.0000	0.0000	2.7133	0.0273	97.259	0.0000
2	97.503	1.3154	0.1668	1.0143	4.1230	93.512	1.2736	1.0911	4.0684	1.1662	93.642	1.1227
3	94.669	3.0617	0.4964	1.7720	7.9292	86.837	3.6877	1.5452	4.6723	2.5322	90.699	2.0961
4	92.337	4.6964	0.8648	2.1009	11.163	80.984	6.3875	1.4638	4.8068	3.8449	88.648	2.6998
5	90.541	6.1022	1.1848	2.1715	13.837	76.124	8.7985	1.2396	4.6979	5.0474	87.217	3.0367
6	89.158	7.2970	1.4203	2.1246	16.117	72.138	10.683	1.0609	4.4913	6.1401	86.152	3.2158
7	88.068	8.3265	1.5690	2.0357	18.152	68.860	12.019	0.9676	4.2747	7.1356	85.281	3.3078
8	87.183	9.2327	1.6444	1.9390	20.041	66.137	12.877	0.9429	4.0987	8.0474	84.500	3.3530
9	86.440	10.046	1.6645	1.8483	21.839	63.840	13.359	0.9602	3.9905	8.8871	83.749	3.3728
10	85.794	10.790	1.6462	1.7680	23.574	61.869	13.557	0.9983	3.9632	9.6639	82.994	3.3786

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

نُفودنا كل الاستنتاجات أعلاه إلى الحكم مُؤقتًا بوجود ضعف كبير في فعالية قناة معدلات الفائدة في المغرب على غرار الجزائر. لكن هذا لا يكفي للحكم نهائيًا بضعف الفعالية بل نمر الآن ، كما فعلنا سابقا ، إلى الإختبار الذي يقوم على مقارنة استجابة الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي في إطار نموذجين إثنين ، الأوّل يتم فيه تشغيل القناة أمّا في الثاني فَتُغلق و يتم تحييد أثرها. تشير نتائج هذا الاختبار ، كما هو مبين في الشكل (13) و الشكل (14) ، إلى أنّ استجابتيّ الإنتاج لصدمة معدل السوق النقدي ، المقدرتين بواسطة

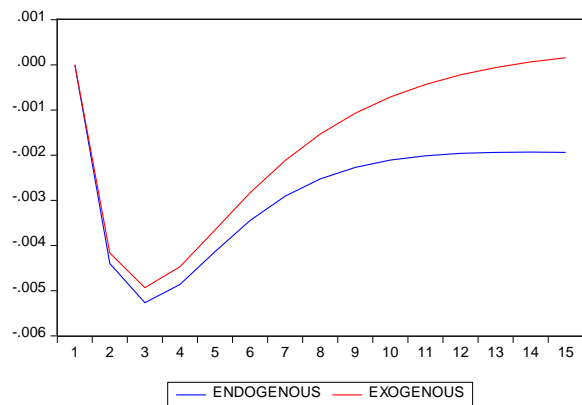
النموذجين ، لا تختلفان عن بعضهما البعض ، بينما يُشاهد إختلاف واضح نوعاً ما بين استجابتي الأسعار لهذه الصدمة. و بالتالي ، نستنتج أن قناة معدلات الفائدة في المغرب غير فعّالة لنقل أثر السياسة النقدية إلى الإنتاج ، و أنها تتميز بفعالية ضعيفة في نقل هذا الأثر إلى الأسعار. أي أنّ جزء صغير من الأثر الكلي لصدمة السياسة النقدية على الأسعار يأتي من خلال هذه القناة في حين أنّ باقي الأثر (الأهم) يمر من خلال قنوات أخرى.

الشكل (14): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الشكل (13): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

II-3-2-5- نموذج قناة القرض البنكي:

لتقييم فعالية قناة القرض البنكي في المغرب سنقوم بإضافة القروض البنكية (LCR) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تتبّع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك و القروض خلال مدة إستقراء محددة. سيسمح لنا هذا النموذج بتسجيل مدى استجابة السياسة النقدية لصددمات الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لصدمة القروض البنكية. إنّ دوال الاستجابة التي سيتم تقديرها فيما هو آت تُعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة القروض البنكية.

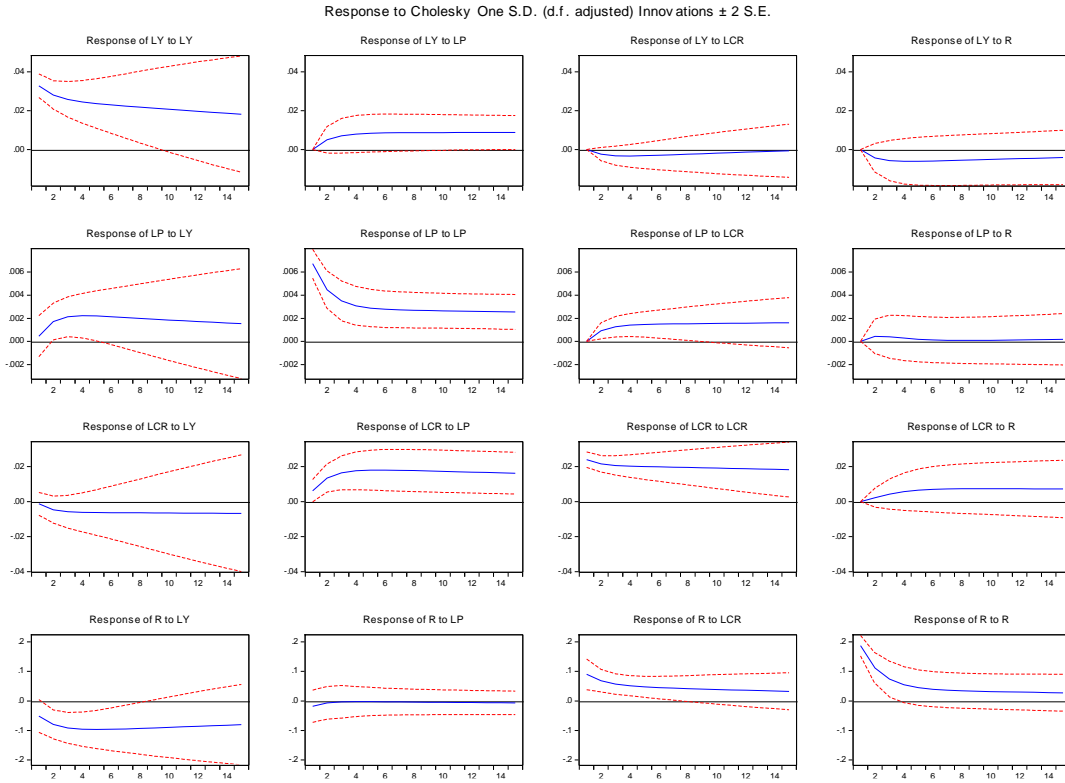
تشير نتائج معياري *Akaike* و *Schwarz* ، المحصل عليهما باستعمال برنامج *Eveiws10* ، إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. بينما تشير نتائج دوال الاستجابة ، كما هو مبين في الشكل (15): الجزء -ب- ، إلى أنّ صدمة معدل السوق النقدي الموجبة ذات تأثير عكسي في الناتج المحلي الخام الحقيقي ، كما هو متوقع نظريًا ، حيث كانت استجابة هذا الأخير مهمة نسبيًا و مستمرة و تصل على مستواها الأقصى في غضون أربعة فصول (هذه النتائج هي تقريبا نفسها التي شاهدها في حالة النموذج الأساسي). أما عن أثر هذه الصدمة على الأسعار فإنّه طردي و ضعيف نسبيًا ، و تصل استجابة الأسعار الغير مستمرة إلى حدها الأقصى خلال فترتين. لغز السعر لا يزال موجود ، خلال الفترتين الأوليتين ، حتى بعد إضافة متغيرة القروض.

يُلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (15): الجزء -أ- ، أنّ أثر الإنتاج عكسي في معدل السياسة النقدية على المدى القصير و المتوسط (خلال خمسة فترات) ، في حين أنّ أثر الأسعار طردي على امتداد حوالي أربع فترات. أما بخصوص خطوتَي الانتقال النقدي ، فيبدو أنّ أثر معدل السوق النقدي طردي في القروض البنكية و أنّ أثر هذه الأخيرة عكسي في الإنتاج (على خلاف ما هو متوقع نظريًا) و طردي في الأسعار (كما هو متوقع نظريًا).

تُشير نتائج تحليل التباين لنموذج قناة القروض البنكية ، كما هو مُوضح في الجدول (13) ، إلى أنّ إضافة القروض إلى النموذج الأساسي لم تُحدث تغيير واضح في أثر معدل السوق النقدي على الإنتاج الذي بلغ في ذروته حوالي 4% ، بينما اثر القروض ضعيف جدًا على الإنتاج و لم يتجاوز 1%. في حين أنّ أثر معدل السوق النقدي على الأسعار قد إنخفض و لم يتجاوز 0.5% ، في المقابل فإنّ أثر القروض البنكية هام و يفسر حوالي 10% من تقلبات الأسعار. من جهة أخرى أثر معدل السوق النقدي محدود و لا يتجاوز 5% من التغير في القروض.

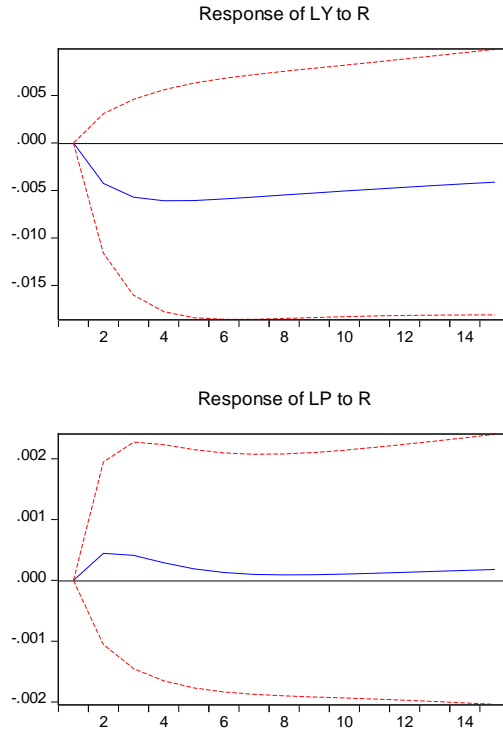
الشكل (15): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة القرض البنكي

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

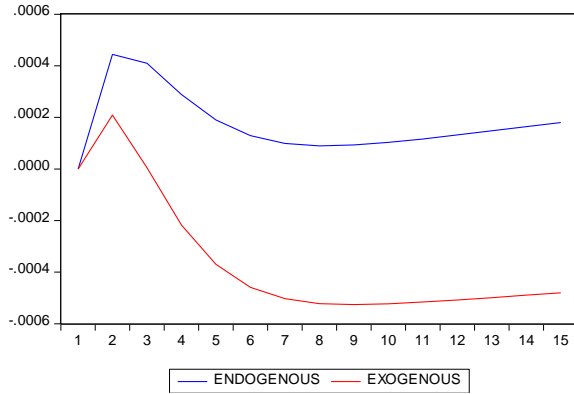
الجدول (13): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة القرض البنكي

Period	LY				LP				LCR			
	LY	LP	LCR	R	LY	LP	LCR	R	LY	LP	LCR	R
1	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.4630	99.536	0.0000	0.0000	0.2582	6.3013	93.440	0.0000
2	97.439	1.2998	0.3069	0.9540	4.5497	93.943	1.2231	0.2837	1.7992	17.071	80.737	0.3913
3	94.675	2.8132	0.6042	1.9074	8.7472	88.026	2.8117	0.4147	2.7925	24.067	72.000	1.1391
4	92.488	4.1068	0.8039	2.6003	12.106	83.187	4.2766	0.4292	3.3624	28.297	66.391	1.9490
5	90.856	5.1524	0.9203	3.0709	14.609	79.456	5.5302	0.4043	3.7076	30.909	62.705	2.6776
6	89.627	6.0040	0.979598	3.3885	16.439	76.590	6.5978	0.3727	3.9398	32.590	60.183	3.2863
7	88.676	6.7160	1.0019	3.6052	17.772	74.361	7.5215	0.3440	4.1145	33.719	58.384	3.7808
8	87.915	7.3289	1.0006	3.7548	18.742	72.599	8.3371	0.3201	4.2588	34.506	57.053	4.1807
9	87.286	7.8709	0.9844	3.8584	19.444	71.184	9.0709	0.3008	4.3861	35.070	56.036	4.5059
10	86.749	8.3611	0.9590	3.9298	19.942	70.029	9.7419	0.2858	4.5033	35.484	55.238	4.7736

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

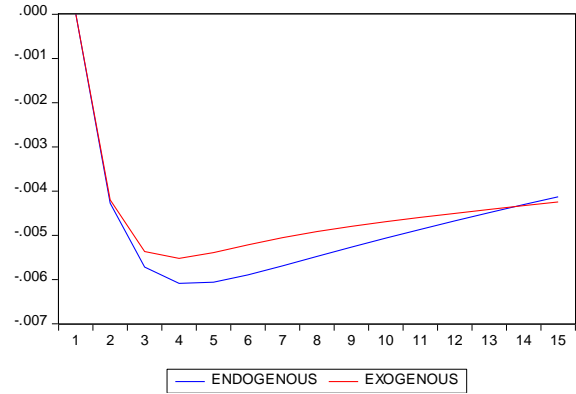
قد نستنتج مما سبق وجود فعالية نسبية (محدودة) لقناة القرض البنكي في نقل اثر السياسة النقدية إلى الإنتاج و الأسعار. لكن حكماً الأخير بخصوص فعالية هذه القناة سيعتمد على نتائج المقارنة بين استجابة الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي المحصل عليها من النموذج السابق و استجابة هاتين المتغيرتين المحصل عليها من نموذج آخر يتم فيه غلق القناة محل الدراسة. تُشير نتائج هذه المقارنة ، كما هو مبين في الشكل (16) و الشكل (17) ، إلى عدم وجود إختلاف (فارق) واضح بين استجابتي الإنتاج لصدمة معدل السوق النقدي لكلا النموذجين ، في حين أنه يلاحظ إختلاف كبير بين استجابتي مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السوق النقدي لكلا النموذجين. و بالتالي نستنتج أن قناة القرض البنكي في الاقتصاد المغربي فعالة لنقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار بينما هي غير فعالة لنقل هذا الأثر إلى الإنتاج. أي أنّ جزء من الأثر الكلي لصدمة السياسة النقدية على الأسعار (و ليس على الإنتاج) يأتي من خلال هذه القناة.

الشكل (17): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لِصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الشكل (16): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لِصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

II-3-2-6- نموذج قناة سعر الصرف :

لتقييم فعالية قناة سعر الصرف في المغرب سنقوم بإضافة سعر الصرف الفعلي الاسمي (LE) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تَتَّبِع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك و سعر الصرف خلال مدة استقرار محددة. يسمح لنا أيضًا هذا النموذج بتسجيل مدى استجابة السياسة النقدية لِصدمة الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لِصدمة سعر الصرف. إنّ دوال الاستجابة التي سيتم حسابها لاحقًا تُعطي الأثر الكلي لِصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة سعر الصرف.

تُشير نتائج معياري *Akaike* و *Schwarz* ، المحصل عليهما باستعمال برنامج *Eviews10* ، إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. و تشير نتائج دوال الاستجابة ، كما هو مبين في الشكل (18): الجزء -ب- ، إلى أنه تؤدي الصدمة الموجبة في معدل السوق النقدي إلى حدوث استجابة عكسية ، مهمة و مستمرة في الإنتاج ، كما هو متوقع نظريًا ، و إلى حصول أيضًا استجابة طردية ، مهمة نسبيًا و مستمرة في

الأسعار ، و هذا يشير إلى ظاهرة لغز السعر. تصل استجابة كل من الإنتاج و الأسعار إلى حدها الأقصى في غضون ثلاث فترات . عند تعويض سعر الصرفي الفعلي الإسمي بسعر الصرفي الإسمي للدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي (الملحق 6) نحصل على نفس النتائج فيما يتعلق بإستجابة الإنتاج و الأسعار لإصدمة السياسة النقدية.

يلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (18) ، الجزء -أ- ، أنّ أثر الإنتاج عكسي في معدل السياسة النقدية خلال الثلاث الفترات الأولى ، ثم يصبح طردي بعد ذلك ، في حين أنّ أثر الأسعار طردي خلال الأربع فترات الأولى ثم يصبح عكسي بعد ذلك. أمّا فيما يتعلق بخطوتَي الانتقال النقدي ، فيبدو أنّ أثر معدل السوق النقدي ضعيف جدًّا في سعر الصرف و أنّ أثر هذا الأخير طردي في الإنتاج و عكسي في الأسعار.

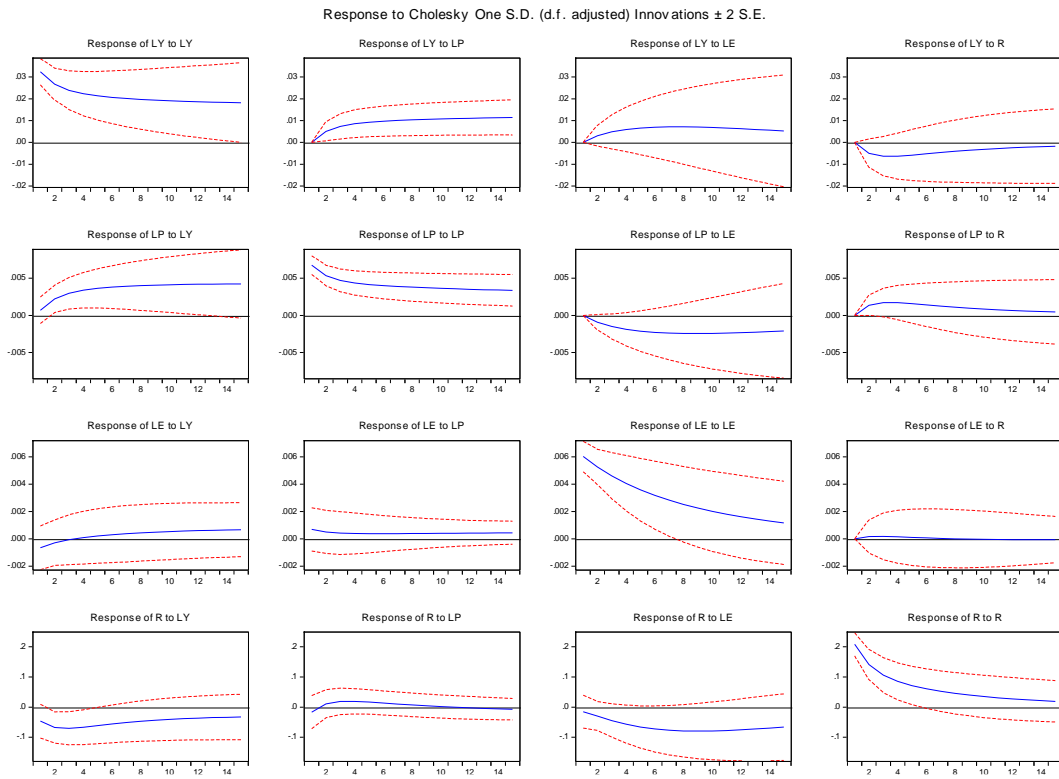
تشير نتائج تحليل التباين لنموذج قناة سعر الصرف ، كما هو موضح في الجدول (14) ، إلى أنّ أثر معدل السوق النقدي محدود في الإنتاج و الأسعار حيث لم يتجاوز في ذروته 4 % و 5.5 % على التوالي. و كذلك مساهمة سعر الصرف محدودة في تقلبات الإنتاج و الأسعار إذ لم تتجاوز 6 % و 11 % على التوالي. و يُلاحظ أيضًا أنّ أثر معدل الفائدة ضعيف جدًّا في سعر الصرف حيث لم يتجاوز 0.08 %، و هذا جدل على حقيقة إتباع المغرب نظام سعر الصرف الثابت.

الجدول (14): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة سعر الصرف

Period	LY				LP				LE			
	LY	LP	LE	R	LY	LP	LE	R	LY	LP	LE	R
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.99	99.00	0.00	0.00	1.153	1.27	97.57	0.00
2	96.73	1.40	0.51	1.35	6.54	90.19	1.04	2.21	0.78	1.10	98.06	0.04
3	92.94	3.18	1.30	2.56	12.01	81.32	2.63	4.02	0.59	1.03	98.30	0.06
4	89.68	4.85	2.16	3.29	16.52	74.24	4.28	4.95	0.51	1.01	98.40	0.07
5	87.05	6.32	2.97	3.65	20.14	68.77	5.80	5.27	0.48	1.02	98.	0.08
6	84.92	7.61	3.69	3.77	23.10	64.49	7.13	5.27	0.51	1.05	98.35	0.07
7	83.17	8.77	4.29	3.75	25.56	61.06	8.25	5.11	0.58	1.09	98.24	0.07
8	81.72	9.80	4.79	3.67	27.66	58.28	9.17	4.87	0.69	1.15	98.09	0.06
9	80.50	10.76	5.18	3.549	29.49	55.97	9.92	4.61	0.82	1.22	97.89	0.06
10	79.46	11.64	5.48	3.41	31.10	54.03	10.51	4.35	0.98	1.29	97.66	0.06

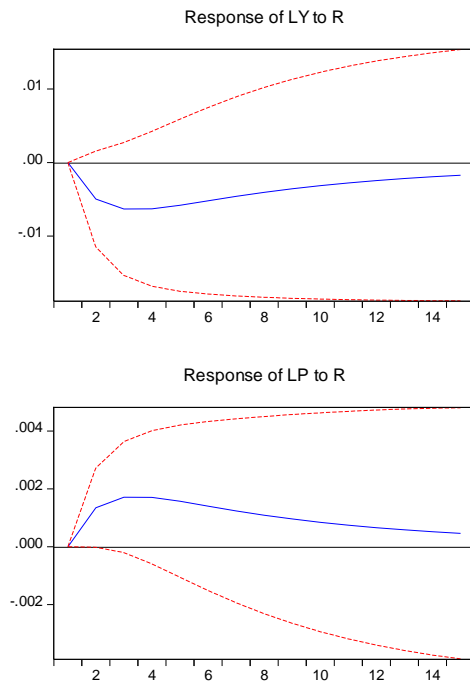
الشكل (18): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة سعر الصرف

- أ -



- ب -

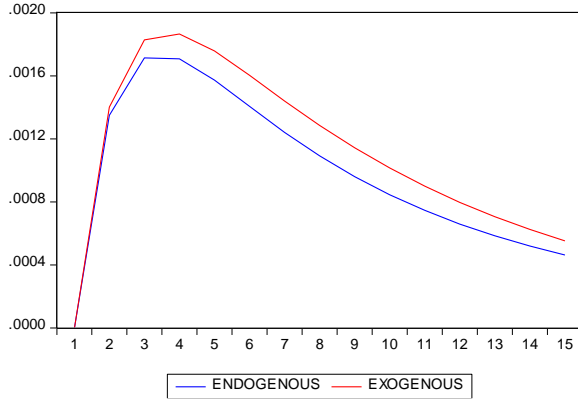
Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

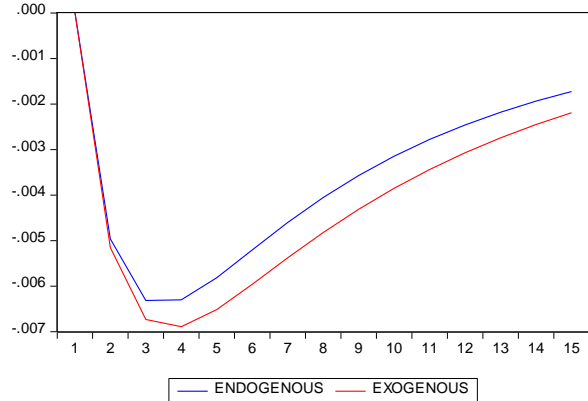
لمعرفة مدى فعالية قناة سعر الصرف سنقوم بمقارنة استجابات الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي انطلاقاً من نموذجين: الأول تفتح فيه القناة أما في الثاني فتغلق. يُلاحظ من خلال الشكلين (19) و (20) أنّ إغلاق قناة سعر الصرف لم يترك تقريباً أي اثر على إستجابتيّ الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل الفائدة ، حيث أنّ المنحنيات قريبة جداً من بعضها البعض في كلا الشكلين. تدل هذه النتائج على عدم فعالية قناة سعر الصرف في المغرب ، و هو أمر يتوافق مع توجهات هذا الأخير الذي يتبنى نظام سعر الصرف الثابت الغير مُساعد على توجيه سياسة سعر الصرف بما يخدم أهداف السياسة النقدية.

الشكل (20): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج Eviews10

الشكل (19): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج Eviews10

حتى بعد تعويض سعر الصرف الفعلي الاسمي بسعر الصرف الاسمي للدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي في النموذج الذي تُفتح فيه قناة سعر الصرف و في النموذج الثاني الذي تغلق فيه القناة ، وجدنا ، كما هو مبين في الملحق (7) ، أنّ القناة ذات فعالية ضعيفة جداً في نقل أثر السياسة النقدية إلى الإنتاج و أنّها غير فعالة إطلاقاً في نقل هذا الأثر إلى الأسعار.

II-3-2-7- نموذج قناة أسعار الأصول:

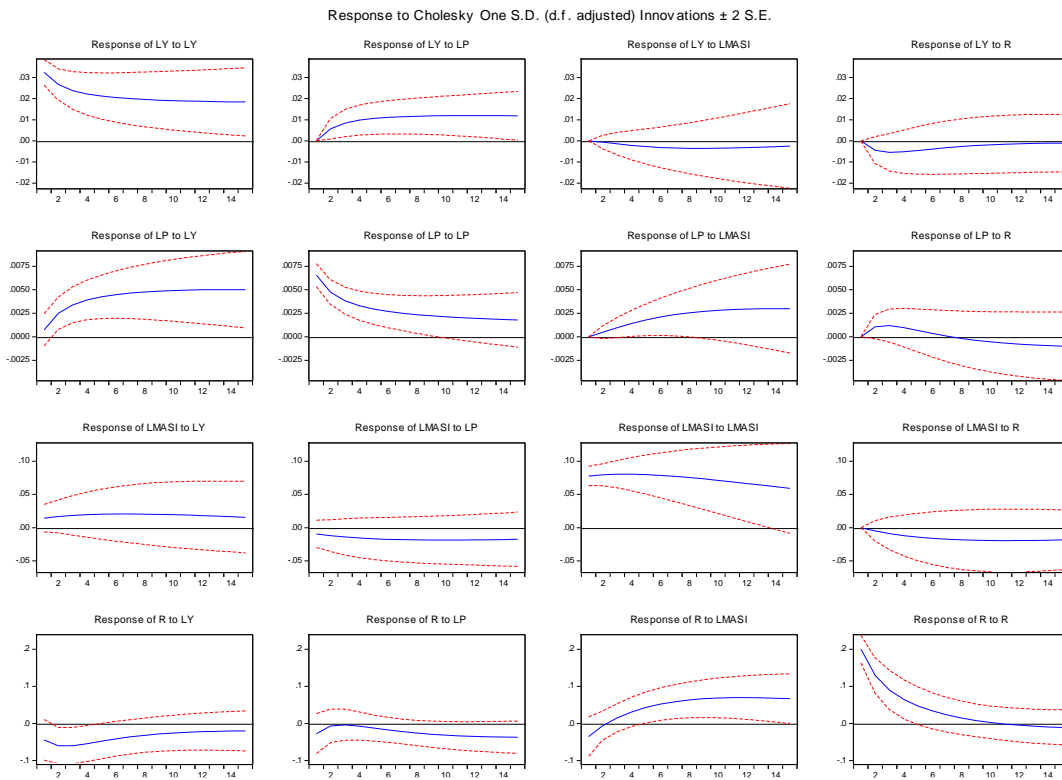
لتقييم فعالية قناة سعر الأصول في المغرب سنقوم بإضافة مؤشر MASI (LMASI) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تتبع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الإنتاج و الأسعار و مؤشر MASI خلال مدة استقرار معينة. يسمح لنا أيضًا هذا النموذج بتسجيل مدى استجابة السياسة النقدية لصددمات الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لصدمة مؤشر MASI. إنّ دوال الاستجابة التي سيتم تقديرها تعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة أسعار الأصول.

تشير نتائج معياري *Akaike* و *Schwarz* ، المحصل عليهما باستعمال برنامج *Eveiws10* ، إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. و تشير نتائج دوال الاستجابة ، كما هو موضح في الشكل (21): الجزء -ب- ، إلى أنّ الصدمة الموجبة في معدل السوق النقدي قد أدت إلى حدوث انخفاض فوري و هام في الإنتاج ، كما هو متوقع نظريًا ، و إلى حصول زيادة آنية و غير هامة في الأسعار. تصل استجابة الإنتاج إلى حدها الأقصى بعد مرور ثلاث فترات ، و كذلك إستجابة الأسعار تبلغ ذروتها في غضون ثلاث فترات. توحى نتائج تقدير هذا النموذج بوجود لغز السعر الذي غالبا ما تشير إليه الدراسات التطبيقية المهتمة بقنوات السياسة النقدية.

يلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (21) ، الجزء -أ- ، أنّ أثر الإنتاج عكسي في معدل السياسة النقدية خلال الفترتين الأوليتين ، في حين أن أثر الأسعار طردي على امتداد ثلاث فترات. أما بخصوص خطوتّي الانتقال النقدي ، فيبدو أن أثر معدل السوق النقدي عكسي في مؤشر MASI (كما هو متوقع نظريًا) ، و أن أثر هذا الأخير عكسي في الإنتاج (بخلاف ما هو متوقع) و طردي في الأسعار (كما هو متوقع نظريًا).

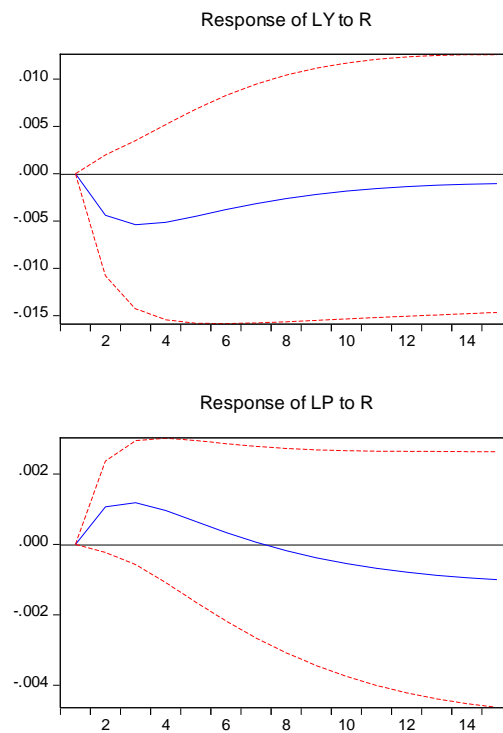
الشكل (21): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة أسعار الأصول

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

تشير نتائج تحليل التباين لنموذج قناة أسعار الأصول ، كما هو موضح في الجدول (15) ، إلى أنه لا تتجاوز مساهمة معدل السوق النقدي حوالي 3 % من تقلبات الإنتاج و الأسعار على حد سواء. في المقابل يكون أثر مؤشر MASI محدود جداً و لا يتجاوز 1.2 % من التغير في الإنتاج ، و هام و يسهُم بحوالي 12 % من تقلبات الأسعار. يلاحظ أيضاً أن أثر معدل السياسة النقدية محدود و لا يتجاوز 3% من التغير في مؤشر .MASI

الجدول (15): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة أسعار الأصول

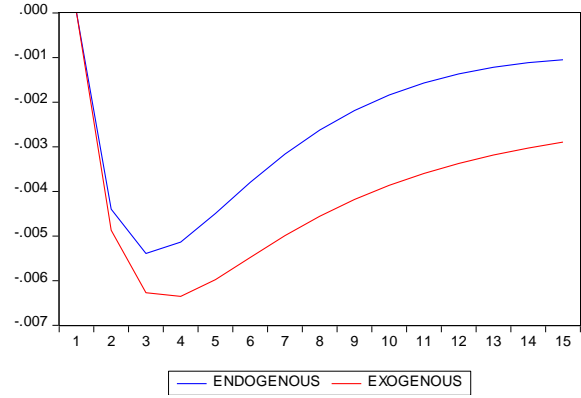
Period	LY				LP				LMASI			
	LY	LP	LMASI	R	LY	LP	LMASI	R	LY	LP	LMASI	R
1	100.00	0.00	0.00	0.00	1.25	98.74	0.00	0.00	3.25	1.39	95.35	0.00
2	97.12	1.79	0.019	1.06	9.17	88.96	0.31	1.55	3.71	1.76	94.34	0.17
3	93.79	4.16	0.092	1.94	17.88	78.46	1.15	2.49	4.09	2.11	93.29	0.49
4	90.93	6.44	0.22	2.40	25.58	69.33	2.43	2.65	4.41	2.43	92.28	0.87
5	88.58	8.47	0.37	2.56	31.92	61.67	3.98	2.42	4.67	2.72	91.33	1.27
6	86.64	10.24	0.55	2.56	37.01	55.28	5.62	2.08	4.88	2.98	90.47	1.66
7	85.01	11.79	0.72	2.47	41.05	49.91	7.25	1.77	5.05	3.21	89.69	2.04
8	83.61	13.15	0.88	2.35	44.27	45.39	8.78	1.55	5.18	3.43	88.99	2.39
9	82.41	14.34	1.01	2.22	46.84	41.56	10.17	1.41	5.29	3.62	88.36	2.71
10	81.38	15.39	1.12	2.09	48.91	38.32	11.42	1.34	5.37	3.80	87.81	3.01

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

للحكم نهائياً على مدى فعالية قناة أسعار الأصول سنعمد على نتائج المقارنة بين استجابات الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي المُقدرة من خلال نموذجين اثنين كما في السابق. يلاحظ من خلال الشكلين (22) و (23) أن إغلاق قناة أسعار الأصول يترك أثر بسيط على استجابتي الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي ، حيث يبدأ يتَّضح الاختلاف البسيط لاستجابات إبتداءاً من الفترة الثالثة. إذن نستنتج أن قناة أسعار الأصول غير فعّالة في الاقتصاد المغربي ، أو بالأحرى هي تلعب دور بسيط في نقل أثر السياسة النقدية إلى كل من الإنتاج و الأسعار.

الشكل (22): استجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي

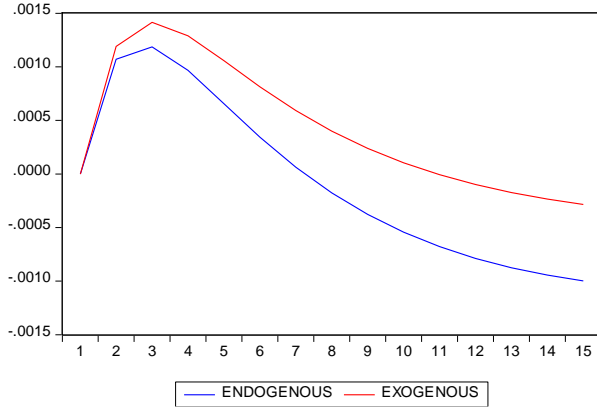
لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الشكل (23): استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة

معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

II-3-3- حالة دولة تونس:

في هذا الجزء سنقوم باختبار فعالية قنوات انتقال أثر السياسة النقدية بدولة تونس في كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي (LY) و مؤشر أسعار الاستهلاك (LP) و ذلك باستخدام أربع متغيرات تتمثل في كل من معدل السوق النقدي (R) ليمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية ، القروض المقدمة للاقتصاد من قبل البنوك (LCR) ، سعر الصرف الفعلي الاسمي (LE) و مؤشر بورصة الأوراق المالية بتونس *BVMT* (*Indice Tunindex*) ليمثل أسعار الأصول (*LBVMT*). و كما أشرنا سابقاً ، سيتم التقدير باستخدام بيانات فصلية تمتد من الفصل الأول من سنة 2000 إلى غاية الفصل الرابع من سنة 2016.

II-3-3-1- اختبار إستقرار السلاسل الزمنية:

في البداية سنقوم باختبار درجة إستقرار المتغيرات السابقة باستعمال إختباري "*ADF*" *Augmented* و "*PP*" *Phillips-Perron* و "*DF*" *Dickey Fuller*. ثمّ تحديد عدد فترات الإبطاء المستعملة في الاختبارات بواسطة معيارَي *Akaike* و *Schwarz*. كما أنّه يوجد تباين في قضية تضمين إتجاه زمني و ثابت أو فقط

ثابت أو لا هذا و لا ذاك في إختبارات الإستقرارية عند المستوى و عند أخذ الفرق الأول (إعتمدت إختياراتنا على معنوية النماذج). و يلاحظ من خلال الجدول (16) الذي يحتوي على نتائج اختبار ADF أن المتغيرات غير مستقرة في مستواها لكنّها تصبح مستقرة بعد أخذ فرقها الأول باستثناء المتغيرة (LP) التي أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الثاني لها. بينما يلاحظ من نتائج الاختبار الثاني في الجدول (17) أن المتغيرات غير مستقرة في مستواها لكن تصبح كلها مستقرة بدون استثناء بعد أخذ فرقها الأول.

الجدول (16): إختبار ديكي فولر الموسّع « ADF » Augmented Dickey Fuller

Tunisia	Level			1st diff			2nd diff		
	Det.term	Lags	Test stat.	Det.term	Lags	Test stat.		Lags	Test stat.
R	c, t	2 (AIC)	-2.904523 (0.1680)	None	0 (AIC)	-6.978743* (0.0000)	-	-	-
	None	0 (SC)	-1.066391 (0.2561)	None	0 (SC)	-6.978743* (0.0000)	-	-	-
LCR	c, t	5 (AIC)	-2.493731 (0.3302)	c	0 (AIC)	-6.294870* (0.0000)	-	-	-
	None	1 (SC)	5.102206 (1.0000)	c	0 (SC)	-6.294870* (0.0000)	-	-	-
LE	c, t	2 (AIC)	-2.775327 (0.2115)	c	4 (AIC)	-4.604009* (0.0004)	-	-	-
	c, t	2 (SC)	-2.775327 (0.2115)	c	1 (SC)	-7.425371* (0.0000)	-	-	-
LBVMT	None	0 (AIC)	2.530145 (0.9970)	c	1 (AIC)	-5.797908* (0.0000)	-	-	-
	None	0 (SC)	2.530145 (0.9970)	c	0 (SC)	-6.650699* (0.0000)	-	-	-
LP	c, t	8 (AIC)	-2.173860 (0.4948)	c	7 (AIC)	-1.605869 (0.4733)	none	6 (AIC)	-8.272346* (0.0000)
	c, t	0 (SC)	-2.217950 (0.4719)	c, t	0 (SC)	-6.653013* (0.0000)	-	-	-
LY	c	0 (AIC)	-2.301801 (0.1744)	c	3 (AIC)	-3.778042* (0.0051)	-	-	-
	c	0 (SC)	-2.301801 (0.1744)	c, t	0 (SC)	-7.048823* (0.0000)	-	-	-

• القيمة المحسوبة هي : * ذي معنوية إحصائية عند مستوى 1% ، ** ذي معنوية إحصائية عند مستوى 5% ، *** ذي معنوية إحصائية عند مستوى 10%.

• تشير c إلى الثابت (القاطع) Constant و t إلى الاتجاه الزمني Trend و None إلى عدم وجود لا ثابت و لا اتجاه.
• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: AIC=Akaike ، SC=Schwarz criteria

• تمثل القيم الموجودة بين قوسين احتمال قبول الفرضية العدمية ، أي هي تشير إلى المستوى الذي تكون عنده القيمة المحسوبة معنوية.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج Eviews10

الجدول (17): إختبار « *PP* » *Phillips Perron*

Variable Tunisia	Level			1st diff		
	Det.term	Bandwidth	Test stat.	Det.term	Bandwidth	Test stat.
R	c	1	-1.728463 (0.4125)	None	0	-6.978743* (0.0000)
LCR	c	5	-0.943825 (07682)	c	3	-6.333844* (0.0000)
LE	c, t	3	-3.073403 (01211)	c	10	-6.897537* (0.0000)
LBVMT	None	2	2.325253 (0.9948)	c	0	-6.650699* (0.0000)
LP	c, t	7	-2.458564 (0.3472)	c, t	11	-6.712967* (0.0000)
LY	c	4	-2.042181 (0.2686)	c, t	4	-7.100808* (0.0000)

* : ذو معنوية إحصائية عند مستوى 5%.

• تشير c إلى الثابت *Constant* و t إلى الاتجاه الزمني *Trend* و *None* إلى عدم وجود لا ثابت و لا اتجاه.

• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: *AIC=Akaike* ،

.SC=Schwarz criteria ، *HQ=Hannan-Quinn*

• تمَّ إختيار طريقة التقدير *Bartlett Kernel* بواسطة طريقة *Newey-West*.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

II-3-3-2- إختبار التكامل المتزامن: *Johansen Cointegration Test*

نظراً لكون المتغيرات السابقة مُستقرة بفرقها الأول ، بناءً على إختبار *PP* ، أي مستقرة من نفس الدرجة

(1) ، فإن الخطوة التالية هي إختبار التكامل المتزامن للتعرف على ما إذا كان هناك علاقة توازنية طويلة الأجل

بين هذه المتغيرات و ذلك باستخدام إختبار *Johansen* الذي سيحدد ، عبر ارتكازه على نموذج *VAR* ،

عدد متجهات التكامل المتزامن. تشير نتائج هذا الإختبار ، كما هو موضح في الجدول (18) و فقط بالنسبة

لإختبار الأثر λ_{trace} ، إلى وجود علاقة تكامل متزامن واحدة بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%.

لأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لإجراء إختبار *Johansen* فقد تم استخدام المعايير *Akaike* ،

Hannan-Quinn و *Schwarz* التي أشارت نتائجها إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة ، كما أنه أمام

تعدد الاختيارات المقترحة لإجراء هذا الإختبار فقد وقع اختيارنا ، بناءً على مبدأ *Pantula* ، على الاقتراح

المستعمل في أغلب الدراسات و الذي يفترض وجود مركبة الاتجاه العام في السلاسل الزمنية و يفترض كذلك وجود الثابت (القاطع) في علاقات التكامل المتزامن (أي أن الثابت في علاقة المدى الطويل هو معنوي) و في نموذج VAR (الاختيار الثالث).

الجدول رقم (18): نتائج اختبار التكامل المتزامن *Johansen Cointegration Test*

<i>Hypothesized</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>Max-Eigenvalue Statistic</i>	<i>Det. term</i>	<i>Lags</i>
<i>None</i>	106.8228* (0.0070)	38.47839 (0.0749)	c	1 (AIC, SH, HQ)
<i>At most 1</i>	68.34439 (00652)	27.69999 (0.2277)		

• * تُبَيِّن رَفْضُ الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5% (أي أن قيمة إحصائية الأثر λ_{trace} هي أكبر من القيمة الجدولية).

• تشير c إلى الثابت *Constant*.

• تمثل القيم الموجودة بين قوسين احتمال قبول الفرضية العدمية.

• تشير الكلمات المختصرة الموجودة بين قوسين إلى المعايير المستخدمة لتحديد فترات الإبطاء: *AIC=Akaike* ،

.SC=Schwarz criteria ، *HQ=Hannan-Quinn*

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

II-3-3-3- نموذج VAR الأساسي:

في البداية سنقوم بتقدير النموذج الأساسي الذي يتضمن ثلاث متغيرات: الناتج المحلي الخام الحقيقي (LY) ، مؤشر أسعار الاستهلاك (LP) و معدل السوق النقدي ليمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية. من خلال هذا النموذج يمكننا تَتَّبِع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الإنتاج و الأسعار خلال مدة استقرار محددة ، و سيكون كذلك بمقدورنا حساب إستجابة سياسة البنك المركزي التونسي لصدمة موجبة في هاتين المتغيرتين الأخيرتين. يتطلب تحقيق هذا الأمر إستخدام أداة دوال الاستجابة و أداة تحليل التباين بالاستعانة ببرنامج *Eviews10*.

تشير نتائج معياري *Hannan-Quinn* و *Schwarz* إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير

النموذج الأساسي. لتحديد ما إذا كان لأي متغيرة أثر إيجابي أم سلبي في باقي متغيرات النموذج ، قمنا بحساب

دوال الاستجابة التي تشير نتائجها ، كما هو مبين في الشكل (24) العمود الثالث على اليمين ، إلى أن صدمة معدل السوق النقدي الموجبة ذات تأثير عكسي في كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك كما هو متوقع نظريًا. و يلاحظ أن إستجابة الإنتاج ضعيفة نسبيًا و طويلة الأمد ، حيث فقط مرحلة الانخفاض استمرت طوال مدّة 18 فصل ، في حين أن استجابة الأسعار ضعيفة نسبيًا أيضًا و طويلة الأمد على نحو يفوق سابقتها. من خلال السطر الثالث للشكل (24) يمكن ملاحظة عدم استجابة معدل الفائدة لصدمة الأسعار و إستجابته عكسيًا لصدمة الإنتاج (و هي استجابة ضعيفة).

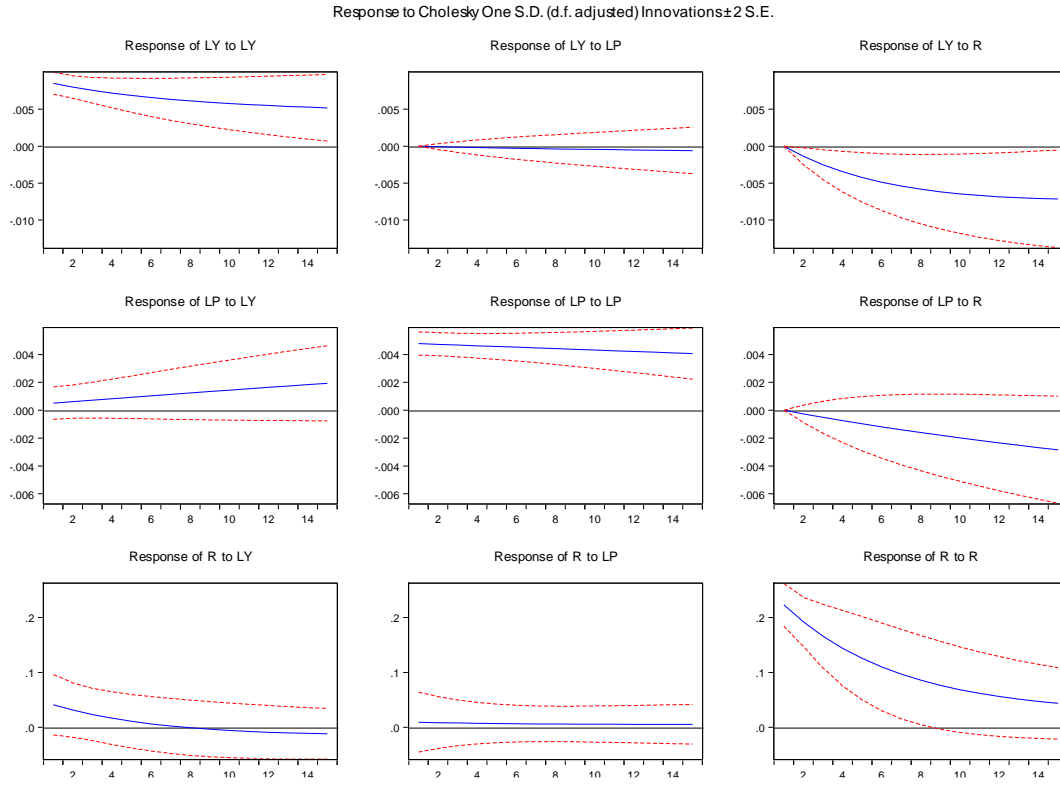
يمكن دعم التحليل أعلاه عن طريق إضافة دراستنا للمساهمة النسبية لكل متغير من المتغيرات في شرح تباين المتغيرات الأخرى للنموذج. تشير نتائج التباين في أفق عشرة فصول ، كما هو موضح في الجدول (19) ، إلى أن مساهمة معدل السوق النقدي في تقلبات الإنتاج بلغت حوالي 30% ، في حين بلغ أثره على الأسعار حوالي 7%. يلاحظ أن هذه المساهمات في كل من الإنتاج و الأسعار هي طويلة الأمد حيث استمر تزايد أثر معدل الفائدة طوال مدة الاستقراء.

الجدول (19): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* للنموذج الأساسي

Period	LY			LP		
	LY	LP	R	LY	LP	R
1	100.0000	0.000000	0.000000	1.125072	98.87493	0.000000
2	98.63291	0.003485	1.363602	1.384738	98.46546	0.149806
3	95.92399	0.011008	4.065003	1.677535	97.84134	0.481129
4	92.38290	0.021748	7.595356	2.002175	97.02291	0.974911
5	88.43250	0.034881	11.53262	2.356900	96.02987	1.613225
6	84.38059	0.049708	15.56970	2.739579	94.88118	2.379241
7	80.42825	0.065693	19.50606	3.147791	93.59502	3.257184
8	76.69314	0.082454	23.22441	3.578915	92.18877	4.232311
9	73.23425	0.099738	26.66602	4.030202	90.67892	5.290880
10	70.07247	0.117381	29.81015	4.498843	89.08103	6.420126

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

الشكل (24): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* للنموذج الأساسي



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

نظراً لعدم استطاعتنا إيجاد بيانات حول معدل الإقراض في حالة تونس ، فإننا سوف نكتفي بالتركيز على النتائج السابقة للنموذج الأساسي لتقييم فعالية قناة معدلات الفائدة ، حيث تشير هذه النتائج إلى وجود تأثير ذو أهمية نسبية (ضعيفة نسبياً) للسياسة النقدية التونسية عبر القناة السالفة الذكر في النشاط الاقتصادي ، و خاصة فيما يتعلق بالإنتاج.

II-3-3-4- قناة القرض البنكي:

لقياس مدى فعالية قناة القرض البنكي في تونس سنقوم بإضافة القروض البنكية المقدمة للاقتصاد (LCR) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تتبع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك و القروض خلال مدة استقرار معينة. يسمح لنا هذا النموذج أيضا بتسجيل مدى استجابة السياسة

النقدية لصدمة الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لصدمة القروض. إن دوال الاستجابة التي سيتم حسابها لاحقًا تُعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة القروض البنكية.

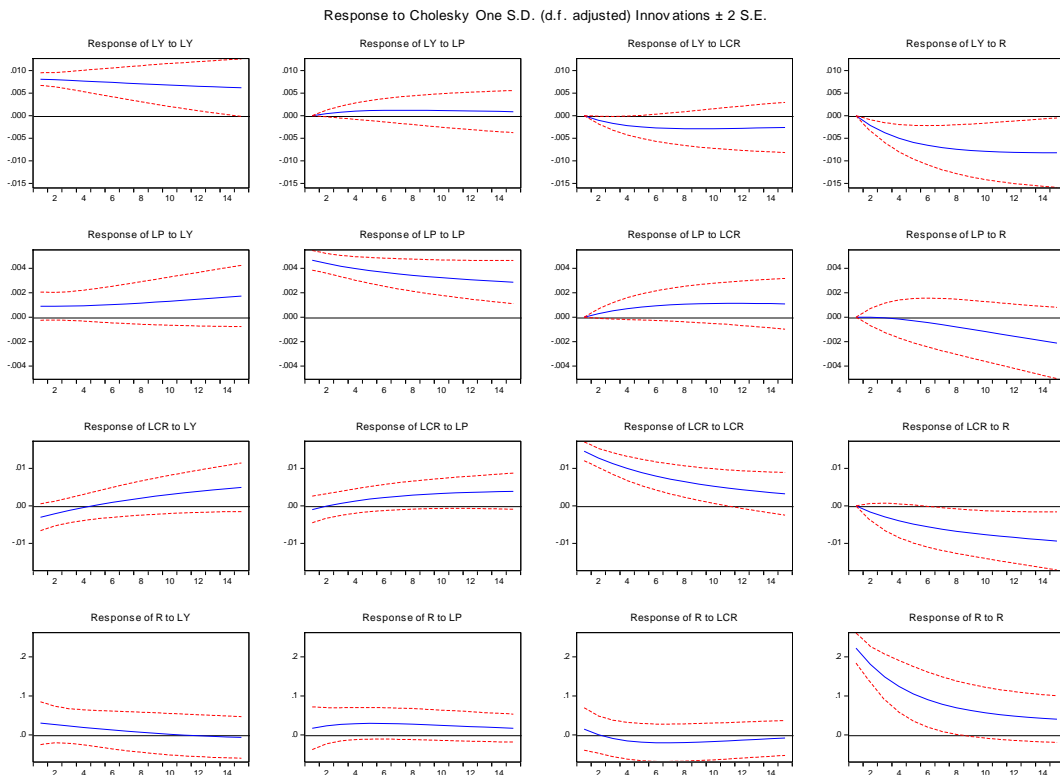
تشير نتائج معياري *Hannan-Quinn* و *Schwarz* ، المحصل عليها باستخدام برنامج *Eviews10* ، إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. بينما تشير نتائج دوال الاستجابة ، كما هو مبين في الشكل (25) : الجزء - ب- ، إلى أن صدمة معدل السوق النقدي الموجبة ذات تأثير عكسي في كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك كما هو متوقع نظريًا. يلاحظ أن استجابة الإنتاج مهمة نسبيًا و مستمرة ، حيث تصل إلى مستواها الأقصى في غضون 15 فترة ، أما استجابة الأسعار فقد كانت ضعيفة نسبيًا في المدى القصير و لكنها مستمرة.

يلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (25): الجزء - أ- ، أن أثر الإنتاج عكسي في معدل السياسة النقدية ، في حين أن أثر الأسعار طردي على امتداد حوالي خمسة فترات. أما بخصوص خطوط الانتقال النقدي، فيبدو أن أثر معدل السوق النقدي عكسي في القروض (بخلاف ما هو متوقع) و أن أثر هذه الأخيرة عكسي في الإنتاج (على عكس ما هو متوقع) و طردي في الأسعار (كما هو متوقع نظريًا).

تشير نتائج تحليل التباين لنموذجنا ، كما هو موضح في الجدول (20) ، إلى أن إضافة القروض إلى النموذج الأساسي قد عزز بقوة أثر معدل السوق النقدي في الإنتاج حيث ارتفع أثره إلى 36%. إن هذه المساهمة في تقلبات الإنتاج طويلة الأمد حيث إستمر تزايدها طوال مدة الاستقراء. أما عن أثر معدل السياسة النقدية في الأسعار فقد كان ضعيف و لم يتجاوز كثيرًا 2%. من جهة أخرى ساهمت القروض بحوالي 6% في تقلبات الإنتاج و بحوالي 4% في تقلبات الأسعار ، في حين بلغت مساهمة معدل السوق النقدي في تقلباتها حوالي 22%. قد تُعطي هذه النتائج إشارة أولية إلى أن جزء من أثر معدل السوق النقدي على الإنتاج يأتي من خلال قناة القروض البنكية.

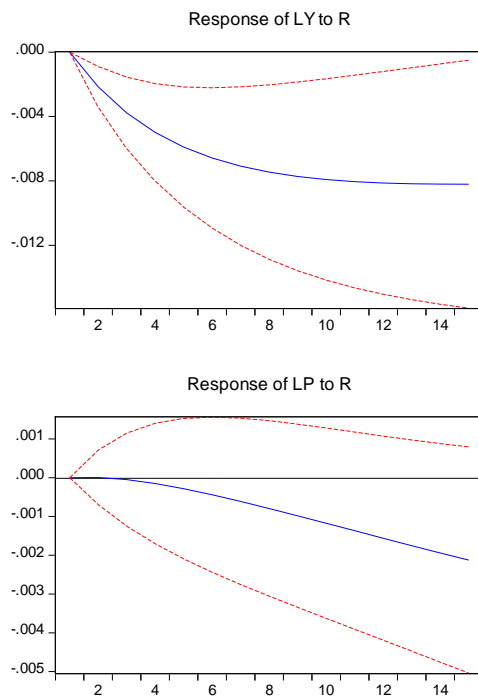
الشكل (25): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة القرض البنكي

- أ -



- ب -

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

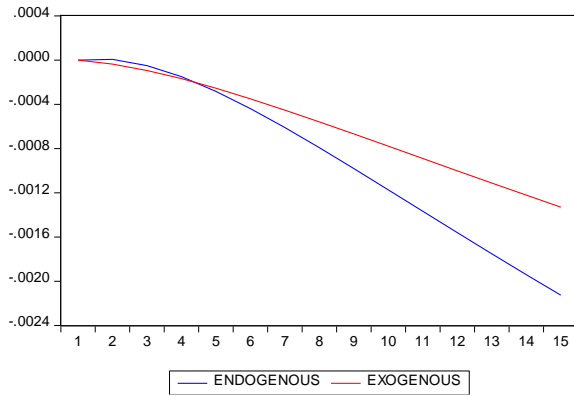
الجدول (20): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة القرض البنكي

Period	LY				LP				LCR			
	LY	LP	LCR	R	LY	LP	LCR	R	LY	LP	LCR	R
1	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	3.5555	96.444	0.0000	0.0000	4.1434	0.4303	95.426	0.0000
2	95.670	0.1652	0.7390	3.4256	3.7351	96.064	0.2006	0.0008	3.4491	0.2451	95.632	0.6732
3	88.988	0.3966	1.8159	8.7993	3.9493	95.463	0.5830	0.0040	2.8341	0.2690	94.779	2.1176
4	82.153	0.6074	2.8467	14.391	4.2003	94.692	1.0750	0.0319	2.3489	0.4793	92.982	4.1892
5	76.030	0.7713	3.7011	19.497	4.4898	93.776	1.6229	0.1110	2.0282	0.8428	90.394	6.7339
6	70.818	0.8879	4.3644	23.928	4.8188	92.724	2.1872	0.2698	1.8899	1.3219	87.185	9.6025
7	66.466	0.9654	4.8615	27.706	5.1874	91.538	2.7396	0.5342	1.9369	1.8789	83.522	12.661
8	62.844	1.0127	5.2255	30.916	5.5953	90.219	3.2600	0.9252	2.1602	2.4793	79.560	15.799
9	59.822	1.0377	5.4866	33.653	6.0412	88.766	3.7346	1.4577	2.5427	3.0936	75.435	18.928
10	57.282	1.0465	5.6696	36.001	6.5233	87.181	4.1546	2.1406	3.0621	3.6983	71.257	21.981

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

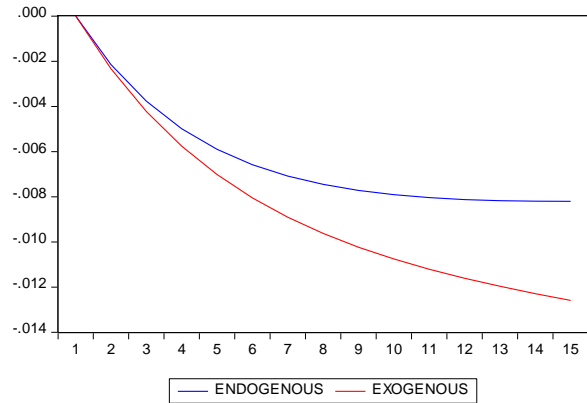
لِلحكم على مدى فعالية قناة القروض البنكية سَنَسْتَنْد إلى نتائج إختبار المقارنة بين إستجابة الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي في إطار نموذجين إثنين كما في السابق. و يُلاحظ ، كما هو مبين في الشكل (26) و الشكل (27) ، أنّ إغلاق قناة القروض ليس له سوى تأثير بسيط على إستجابتي الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي في المدى المتوسط و ليس القصير ، حيث يبدأ يتضح جلياً إختلاف الإستجابات بعد مرور حوالي 5 فصول في حالة ردود فعل الإنتاج و 7 فصول في حالة ردود فعل الأسعار (أي قبل هذه الفترات يكون من الصعب التمييز جيّداً بين الاستجابات). هذه النتيجة لا تعني إطلاقاً أنّه بالإمكان إهمال أثر القروض البنكية على الإنتاج و الأسعار ، و لكن يجب أن يفهم منها أن تغيرات القروض الناجمة عن حدوث صدمة في معدل السياسة النقدية (على سبيل المثال بلغت مساهمة هذا الأخير في تلك التغيرات حوالي 22% بعدد مرور عشرة فصول حسب نتائج تحليل التباين) لها تأثير ضئيل أو هامشي على الإنتاج و الأسعار (بمساهمة في التقلبات قدرها 6% و 4% على التوالي كمثال على ذلك حسب نتائج تحليل التباين). و بالتالي، جزء كبير من الأثر الكلي لصدمة السياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار يتم عبر قنوات أخرى غير قناة القرض. و يقودنا هذا التحليل إلى إستنتاج أن قناة القرض البنكي في تونس غير فعّالة لنقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار ، و هي ذات أهمية ضعيفة جدا في نقل هذا الأثر إلى الإنتاج.

الشكل (27): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لِصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الشكل (26): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لِصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

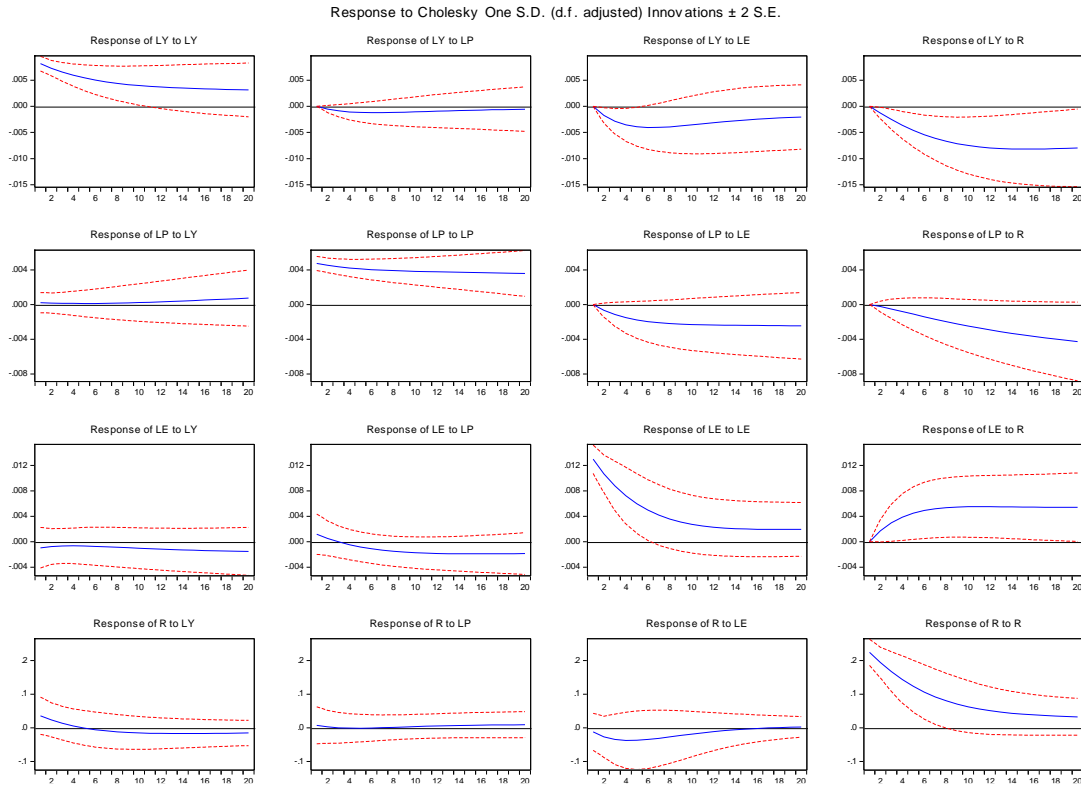
II-3-3-5- نموذج قناة سعر الصرف:

لِقِياس مدى فعالية قناة سعر الصرف في تونس سنقوم بإضافة سعر الصرف الفعلي الاسمي (LE) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تَتَبُّع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك و سعر الصرف خلال مدة استقرار معينة. يسمح لنا أيضا هذا النموذج بتسجيل مدى إستجابة السياسة النقدية لِصدمة الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لِصدمة سعر الصرف. إنَّ دوال الإستجابة التي سيتم حسابها لاحقًا تَعْطِي الأثر الكلي لِصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة سعر الصرف.

تُشير نتائج معيارَي *Schwarz* و *Akaike* ، المحصل عليها باستخدام برنامج *Eviews10* ، إلى أن فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. و تُشير نتائج دوال الإستجابة ، كما هو موضح في الشكل (28): الجزء - ب- ، إلى أن صدمة معدل السوق النقدي الموجبة ذات تأثير عكسي ، هام و مستمر في كل من الإنتاج و الأسعار ، مِثْلَمَا هو مُتَوَقَّع نظريًا. عند تعويض سعر الصرف الفعلي الاسمي بسعر الصرف الاسمي للدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي (الملحق 8) نحصل تقريبا على نفس النتائج فيما يتعلق باستجابة الإنتاج و الأسعار لِصدمة السياسة النقدية.

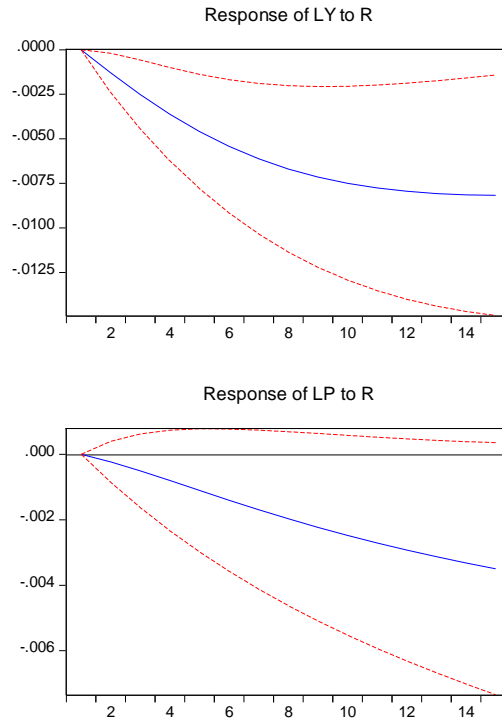
الشكل (28): نتائج دوال الإستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة سعر الصرف

— أ —



— ب —

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

يُلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (28): الجزء -أ- ، أن أثر الإنتاج عكسي في معدل السوق النقدي تقريبا طَوَال مدة الاستقراء ، في حين أن أثر الأسعار ضعيف جدًا. أما فيما يتعلق بِخطوتَي الانتقال النقدي ، فيبدو أن أثر معدل السوق النقدي طردي في سعر الصرف (على خلاف ما هو متوقع) و أن أثر هذه الأخيرة عكسي في كل من الإنتاج و الأسعار (و هذا يخالف التوقعات النظرية).

تُشير نتائج تحليل التباين ، كما هو موضح في الجدول (21) ، إلى أنّ إضافة سعر الصرف إلى النموذج الأساسي قد عزّز أثر معدل السوق النقدي في الإنتاج حيث إرتفع أثره إلى حوالي 37% ، و يُلاحظ أيضا أنه قد تَعَزَّز أثره في الأسعار ليرتفع في ذروته إلى حوالي 10%. بينما بلغ أثر سعر الصرف حوالي 16% على الإنتاج و 14% على الأسعار. من جهة أخرى ، يَسْتَهْم معدل الفائدة في ذروته بحوالي 26% من تقلبات سعر الصرف. تدل هذه النتائج على أن جزء من أثر معدل السياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار يأتي من خلال قناة سعر الصرف.

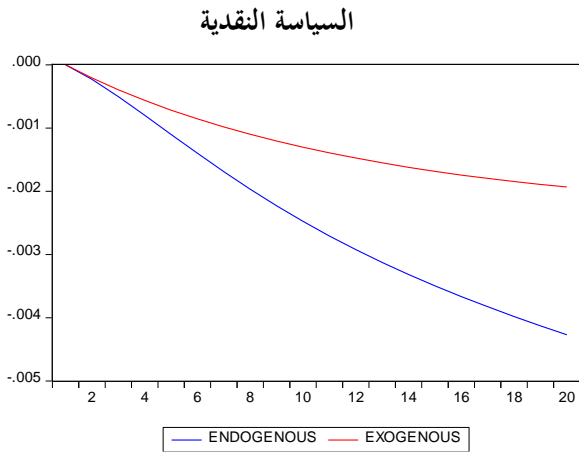
الجدول (21): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة سعر الصرف

Period	LY				LP				LE			
	LY	LP	LE	R	LY	LP	LE	R	LY	LP	LE	R
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.19	99.80	0.00	0.00	0.53	0.83	98.62	0.00
2	96.02	0.21	2.42	1.34	0.17	98.73	0.97	0.12	0.51	0.59	97.86	1.02
3	88.94	0.55	6.14	4.35	0.15	96.67	2.69	0.48	0.51	0.45	95.88	3.13
4	80.81	0.87	9.72	8.58	0.13	94.04	4.70	1.12	0.53	0.43	93.00	6.03
5	72.88	1.12	12.52	13.47	0.12	91.12	6.71	2.04	0.56	0.51	89.54	9.38
6	65.71	1.29	14.41	18.57	0.11	88.10	8.56	3.22	0.59	0.68	85.80	12.91
7	59.49	1.39	15.53	23.57	0.11	85.09	10.17	4.62	0.65	0.92	82.01	16.41
8	54.19	1.44	16.05	28.30	0.11	82.16	11.52	6.19	0.72	1.20	78.31	19.75
9	49.72	1.45	16.16	32.66	0.12	79.34	12.63	7.90	0.80	1.51	74.80	22.87
10	45.95	1.43	15.99	36.62	0.13	76.66	13.52	9.69	0.90	1.83	71.53	25.72

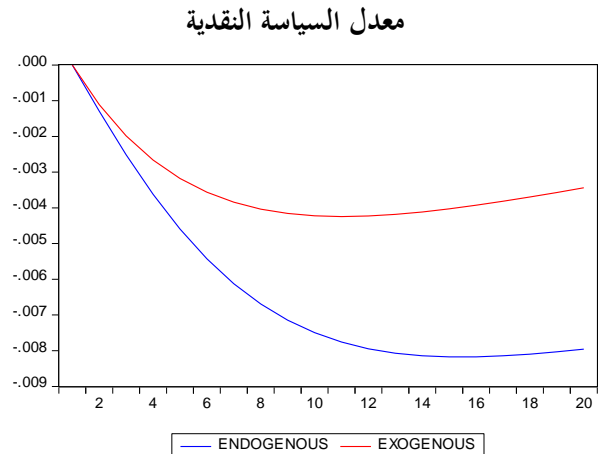
المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

رغم أنّ النتائج السابقة تشير إلى فعالية قناة سعر الصرف ، إلاّ أننا سنلجأ مرة أخرى ، مثلما فعلنا سابقاً ، إلى المقارنة بين إستجابات الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي المُقدَّرة بواسطة نموذجين ، تفتح القناة في الأوّل ثم تغلق في الثاني. تُشير نتائج هذه المقارنة كما هو موضح في الشكلين (29) و (30) إلى أنّ إغلاق قناة سعر الصرف يترك تأثير هام على إستجابتيّ الإنتاج و الأسعار لصدمة معدل السوق النقدي ، حيث يَبْدَأُ يَتَّضِحُ جلياً تَبَاعُدُ الإستجابات عن بعضها البعض إبتداءً من الفصل الثالث. تدل هذه النتائج على فعالية قناة سعر الصرف في تونس.

الشكل (29): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة الشكل (30): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

عند قيامنا بمقارنة ردود فعل الإنتاج و الأسعار الناتجين عن حدوث صدمة في السياسة النقدية بعد تعويض سعر الصرف الفعلي الاسمي بسعر الصرف الاسمي للدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي ، و جدنا ، كما يظهر في الملحق (9) ، أن قناة سعر الصرف غير فعالة.

II-3-3-6- نموذج قناة أسعار الأصول:

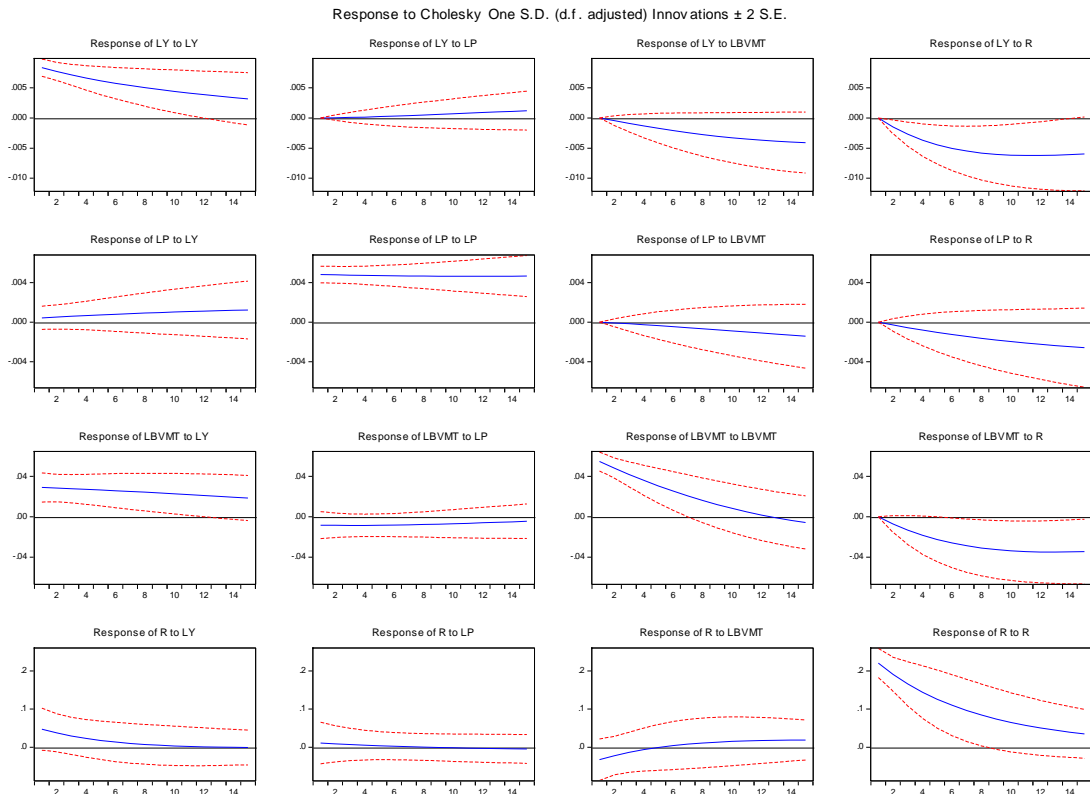
لقياس مدى فعالية قناة أسعار الأصول في تونس سنقوم بإضافة مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية $BVMT$ ($LBVMT$) كمتغيرة داخلية إلى النموذج الأساسي ، لنحصل بموجب ذلك على نموذج أوسع نستطيع من خلاله تتبّع تأثير صدمة موجبة في معدل السوق النقدي على كل من الإنتاج و الأسعار و مؤشر $BVMT$ خلال مدة استقرار معينة. يسمح لنا أيضا هذا النموذج بتسجيل مدى استجابة السياسة النقدية لصددمات الإنتاج و الأسعار و كذا استجابة هذين الأخيرين لصدمة مؤشر $BVMT$. إنّ دوال الاستجابة التي سيتم حسابها لاحقا تُعطي الأثر الكلي لصدمة معدل السوق النقدي على الإنتاج و الأسعار بما في ذلك الأثر المحتمل الذي يأتي من خلال قناة أسعار الأصول.

تشير نتائج معياري $Schwarz$ و $Schwarz$ ، المحصّل عليها باستخدام برنامج $Eviews10$ ، إلى أنّ فترة إبطاء واحدة هي المناسبة لتقدير النموذج. و تشير نتائج دوال الاستجابة ، كما هو مُبيّن في الشكل (31): الجزء -ب- ، إلى أن الصدمة الموجبة في معدل السوق النقدي قد أدّت إلى انخفاض كل من الناتج المحلي الخام الحقيقي و مؤشر أسعار الاستهلاك كما هو متوقع نظريًا. تصلّ استجابة الإنتاج إلى حدها الأقصى خلال إحدى عشرة فترة ، بينما متغيرة الأسعار تُواصل انخفاضها طوال مدة الاستقرار.

يُلاحظ من خلال السطر الرابع للشكل (31): الجزء -أ-، أنّ أثر كل من الإنتاج و الأسعار عكسي في معدل السياسة النقدية في الفترات الأولى من مدة الاستقرار. أما بخصوص خطوتي الانتقال النقدي ، فيبدو أنّ أثر معدل السوق النقدي عكسي في مؤشر $BVMT$ (كما هو متوقع نظريًا) و أنّ هذا الأخير عكسي في كل من الإنتاج و الأسعار (بخلاف ما هو متوقع نظريًا).

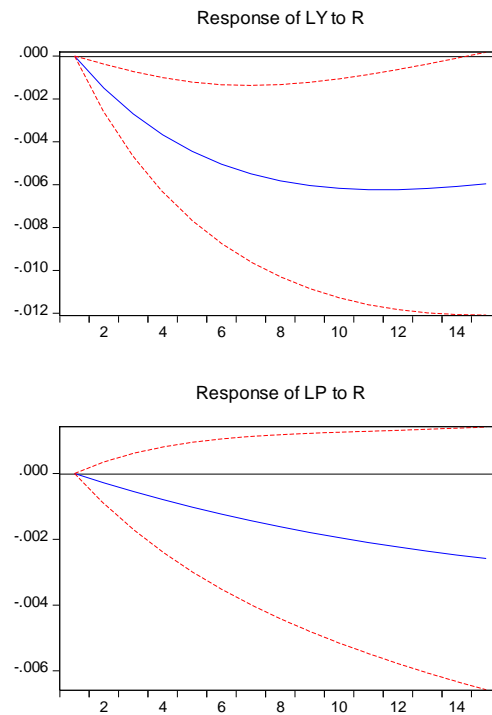
الشكل (31): نتائج دوال الاستجابة *Impulse Response Functions* لنموذج قناة أسعار الأصول

— أ —



— ب —

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

تشير نتائج تحليل التباين لنموذج قناة أسعار الأصول ، كما هو مُبيّن في الجدول (22) ، إلى أنّ إضافة مؤشر *BVMT* إلى النموذج الأساسي قد عزّز قليلاً أثر معدل السوق النقدي في الإنتاج حيث إرتفع أثره إلى حوالي 32% ، في حين أن أثر معدل السوق النقدي في الأسعار لم يتجاوز 6.5% . في المقابل ، بلغت مساهمة مؤشر *BVMT* حوالي 7% في تقلبات الإنتاج و 1% في تقلبات الأسعار. من جهة أخرى ، يسهم معدل السوق النقدي في ذروته بحوالي 24% من تقلبات مؤشر *BVMT*.

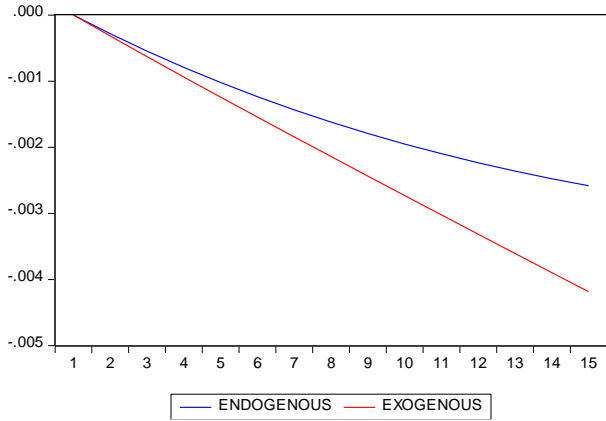
الجدول (22): نتائج تحليل التباين *Variance Decomposition* لنموذج قناة أسعار الأصول

Period	LY				LP				LBVMT			
	LY	LP	LBVMT	R	LY	LP	LBVMT	R	LY	LP	LBVMT	R
1	100.0	0.00	0.00	0.00	0.84	99.15	0.00	0.00	21.49	1.80	76.70	0.00
2	98.15	0.00	0.15	1.69	1.01	98.81	0.01	0.17	22.94	2.01	74.31	0.72
3	94.48	0.01	0.51	5.00	1.18	98.23	0.04	0.54	24.25	2.20	71.24	2.29
4	89.69	0.01	1.07	9.22	1.36	97.46	0.09	1.07	25.37	2.37	67.68	4.56
5	84.39	0.03	1.80	13.77	1.55	96.52	0.17	1.74	26.30	2.51	63.81	7.36
6	79.03	0.05	2.66	18.25	1.74	95.44	0.28	2.52	27.03	2.61	59.81	10.52
7	73.89	0.07	3.61	22.41	1.93	94.25	0.42	3.37	27.57	2.69	55.84	13.88
8	69.11	0.11	4.63	26.14	2.12	92.98	0.59	4.29	27.94	2.73	52.01	17.30
9	64.76	0.16	5.68	29.39	2.30	91.65	0.79	5.24	28.15	2.75	48.42	20.66
10	60.85	0.22	6.75	32.17	2.48	90.28	1.02	6.21	28.22	2.75	45.13	23.87

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج *Eviews10*

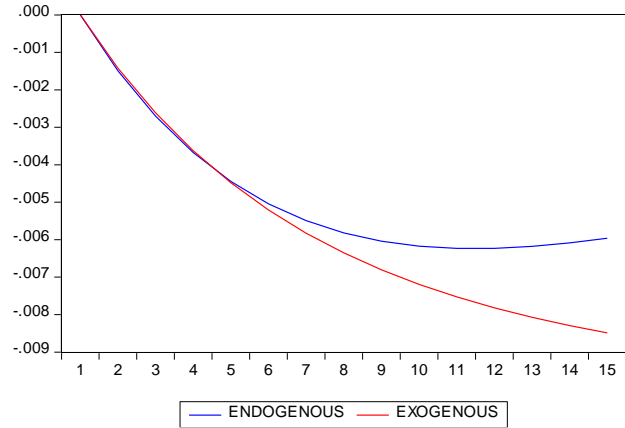
من أجل إختبار ما إذا كانت التغييرات في أسعار الأصول (مؤشر *BVMT*) الناجمة عن تقلبات السياسة النقدية لها تأثير هام على الإنتاج و الأسعار سنقوم بمعاينة أثر غلق قناة أسعار الأصول على ردود فعل هذين الأخيرين تجاه صدمة في السياسة النقدية. يُلاحظ من خلال الشكلين (32) و (33) أن إغلاق قناة أسعار الأصول لم يترك أي أثر ملحوظ على إستجابتي الإنتاج و الأسعار لصدمة السياسة النقدية خلال السبع فترات الأولى من مدة الاستقراء. و حتى بعد الفترة السابعة ، يكون فيه إختلاف طفيف بين الإستجابتين ، سواء تعلق الأمر بالإنتاج أو بالأسعار. و بالتالي نستنتج أنّ قناة أسعار الأصول غير فعالية في تونس.

الشكل (33): إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الشكل (32): إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

في الأخير ، يمكننا جمع و تلخيص نتائج نماذج VAR المقدرة بالنسبة لدول المغرب العربي الثلاث: الجزائر ، المغرب و تونس ، في الجداول التالية:

الجدول (23): ملخص نتائج نماذج VAR المقدرة بالنسبة لدولة الجزائر

مُتغيِّرة النشاط الإقتصادي المُستهدفة بقرارات السياسة النقدية		قناة إنتقال السياسة النقدية
الأسعار	الإنتاج	المُدروسة
غير فعّالة	غير فعّالة	قناة معدلات الفائدة
فعّالية ضعيفة	غير فعّالة	قناة القرض البنكي
فعّالية ضعيفة	فعّالة	<u>قناة سعر الصرف</u>
		قناة أسعار الأصول

الجدول (24): ملخص نتائج نماذج VAR المقدرة بالنسبة لدولة المغرب

مُتغيِّرة النشاط الإقتصادي المُستهدفة بقرارات السياسة النقدية		قناة إنتقال السياسة النقدية
الأسعار	الإنتاج	المُدروسة
فعّالية ضعيفة	غير فعّالة	قناة معدلات الفائدة
فعّالة	غير فعّالة	<u>قناة القرض البنكي</u>
غير فعّالة	غير فعّالة	قناة سعر الصرف
غير فعّالة	غير فعّالة	قناة أسعار الأصول

الجدول (25): ملخص نتائج نماذج VAR المقدرة بالنسبة لدولة تونس

مُتغيِّرة النشاط الإقتصادي المُستهدفة بقرارات السياسة النقدية		قناة إنتقال السياسة النقدية
الأسعار	الإنتاج	المُدروسة
فعّالية ضعيفة	فعّالية ضعيفة	قناة معدلات الفائدة
غير فعّالة	فعّالية ضعيفة	قناة القرض البنكي
فعّالة	فعّالة	<u>قناة سعر الصرف</u>
غير فعّالة	غير فعّالة	قناة أسعار الأصول

خلاصة:

يَتوقَّف نجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها على الفهم الجيد لطريقة عملها و على معرفة القنوات التي من خلالها ينتقل أثرها إلى النشاط الاقتصادي. و لهذا سَعِينَا في هذا الفصل الأخير من الدراسة إلى تقييم و بحث القنوات الفعّالة التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية على متغيرات النشاط الاقتصادي في دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب و تونس. إذُ قُمْنَا في البداية بعرض نتائج بعض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية في مختلف بلدان العالم ، ثُمَّ إنتقلنا بعد ذلك إلى إجراء دراسة قياسية حول مختلف قنوات السياسة النقدية في إقتصادات دول المغرب العربي المذكورة سالفًا لمعرفة أَيْنُ منها تُعتبر فعّالة.

إستندت هذه الدراسة على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR و أداتي دوال الإستجابة و تحليل التباين إضافة إلى بيانات فصلية تخص المتغيرات التالية: معدل الفائدة المستخدم كأداة للسياسة النقدية ، مؤشر عن الإنتاج ، مؤشر عن الأسعار ، القروض ، معدل الإقراض ، سعر الصرف و مؤشر البورصة للدلالة على أسعار الأسهم (أسعار الأصول). كما عَطَّت الدراسة الفترة المُمْتَدَّة من الفصل الرابع من سنة 2001 إلى الفصل الرابع من سنة 2017 بالنسبة للجزائر ، و من الفصل الرابع من سنة 2001 إلى الفصل الثاني من سنة 2016 بالنسبة للمغرب ، و من الفصل الأول من سنة 2000 إلى الفصل الرابع من سنة 2016 بالنسبة لتونس ، و بالتالي كان حجم العينة المستعملة هو 65 مشاهدة بالنسبة للجزائر ، 59 بالنسبة للمغرب و 68 مشاهدة بالنسبة لتونس. خلصت الدراسة في النهاية إلى النتائج التالية:

في حالة الإقتصاد الجزائري:

- الأثر الإيجابي لإرتفاع معدّل فائدة السياسة النقدية على كل من الإنتاج و الأسعار ، في كل النماذج ، هو مُخالف للتوقعات النظرية. قد يُوعَزُ مُخالفة طبيعة علاقة معدّل الفائدة بالإنتاج لما هو مُتوقع أن تكون عليه من الناحية النظرية إلى شدة إرتباط الإنتاج الوطني بالإنفاق الحكومي الذي لم يتوقّف عن الإرتفاع تقريباً طيلة فترة الدراسة.
- تَمَّ الكَشْف عن وجود ظاهرة لُغز السعر *Price puzzle* (الذي يعكس ببساطة العلاقة الموجبة و المخالفة للتوقعات النظرية بين معدّل فائدة السياسة النقدية و الأسعار) في كل النماذج التي إحتوت مختلف قنوات إنتقال السياسة النقدية ، و تفسيرنا لهذا اللُغز يقوم على ثلاث إحتتمالات: أولاً ، إمكانية قيام المؤسسات العاملة في الإقتصاد الوطني بِعكس إرتفاع تكلفة الإقتراض على أسعار السلع ، بعد أن قام بنك الجزائر بتحرير معدلات الإقتراض في أواخر التسعينات و بداية الألفية الثالثة. ثانياً ، يمكننا كذلك تبرير هذا التناقض بوجود توقعات تضخمية لدى المؤسسات خاصةً و أنّ فترة الدراسة تميّزت بوجود فائض سيولة كبير لدى البنوك و سياسات مالية توسعية بشكل كبير في ظل إرتفاع الإيرادات الجبائية البترولية الجزائرية. ثالثاً ، إقدام بنك الجزائر على تخفيض قيمة الدينار لعدة مرات في الفترة التي قَيَّدنا بها الدراسة التطبيقية. هذه الأسباب، رُبَّما هي التي حالت دون أن يكون هنالك علاقة عكسية بين معدل الفائدة و الأسعار.
- عدم فعالية قناة معدلات الفائدة في الإقتصاد الجزائري.

- هنالك فعالية ضعيفة لقناتي القرض و سعر الصرف في نقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار بالإقتصاد الجزائري.
- فعالية قناة سعر الصرف في نقل أثر السياسة النقدية إلى الإنتاج بالإقتصاد الجزائري ، و عدم فعالية قناة القرض من هذا الجانب.
- عند إختبارنا لخطوتَي الإنتقال النقدي لقناة سعر الصرف ، وجدنا أنّ الخطوة الأولى تستجيب لما هو مُتوقَّع نظريا ، أي أنّ معدّل الفائدة يُؤثر عكسيا في سعر الصرف ، بينما الخطوة الثانية فهي تُخالف التوقعات النظرية ، أي أنّ سعر الصرف يُؤثر عكسيا في كل من الإنتاج و الأسعار.
- عند إختبارنا لخطوتَي الإنتقال النقدي لقناة القرض ، وجدنا أنّ القروض هي تقريباََ لا تستجيب لقرارات السياسة النقدية في الخطوة الأولى ، و قد يُفسر ذلك بعدم تحكم بنك الجزائر في حجم القروض الموزعة من قبل البنوك نتيجة إرتباط إحتياطات هذه الأخيرة بمداخيل المحروقات و ليس بقراراته ، بينما في الخطوة الثانية تُؤثر القروض بشكل طردي و مُهم على الأسعار (فقط) كما هو مُتوقَّع نظريا.
- غياب تام لقناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية في الإقتصاد الجزائري. يعود إهمالنا لهذه القناة في الدراسة القياسية إلى سببين إثنين هما ضعف و محدودية السوق المالية ، من جهة ، و عدم توفر بيانات عن كل من أسعار الأصول المالية المتداولة بهذه السوق و أسعار العقارات ، من جهة أخرى.

في حالة الإقتصاد المغربي:

- الأثر العكسي لإرتفاع معدّل فائدة السياسة النقدية على الإنتاج ، في كل النماذج ، يتوافق مع التوقعات النظرية ، بينما أثره الإيجابي على الأسعار ، في كل النماذج ، هو مُخالف للتوقعات النظرية.
- تمّ الكّشف عن وجود ظاهرة تُغز السعر *Price puzzle* في كل النماذج التي إحتوت مختلف قنوات إنتقال السياسة النقدية.
- عدم فعالية قناتَي سعر الصرف و أسعار الأصول. إنّ عدم فعالية قناة سعر الصرف هو أمر يتوافق مع توجهات بنك المغرب الذي يتبنى نظام سعر الصرف الثابت الغير مُساعد على توجيه سياسة سعر الصرف بما يخدم أهداف السياسة النقدية.
- عدم فعالية قناتَي معدلات الفائدة و القرض البنكي في نقل أثر السياسة النقدية إلى الإنتاج.

- هنالك فعالية ضعيفة لقناة معدلات الفائدة في نقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار ، بينما قناة القرض البنكي تعتبر فعّالة في هذا المجال.
- عند إختبارنا لخطوتَي الإنتقال النقدي لقناة معدلات الفائدة ، وجدنا أنّ الخطوة الأولى تستجيب لما هو مُتوقَّع نظريا ، أي أنّ معدّل السوق النقدي يُؤثر طردياً في معدّل الإقراض ، بينما الخطوة الثانية فهي ، من جهة ، تُخالف التوقعات النظرية من ناحية أنّ معدّل الإقراض يُؤثر طردياً في الإنتاج ، و من جهة أخرى ، تُوافق التوقعات النظرية من ناحية أنّ معدّل الإقراض يُؤثر عكسياً و بقوة في الأسعار.
- عند إختبارنا لخطوتَي الإنتقال النقدي لقناة القرض البنكي ، وجدنا أنّ الخطوة الأولى لا تستجيب لما هو مُتوقَّع نظريا ، أي أنّ معدّل السوق النقدي يُؤثر طردياً في القروض ، بينما الخطوة الثانية فهي ، من جهة ، تُخالف التوقعات النظرية من ناحية أنّ القروض تُؤثر عكسياً في الإنتاج ، و من جهة أخرى ، تُوافق التوقعات النظرية من ناحية أنّ القروض تُؤثر طردياً و بقوة في الأسعار.

في حالة الإقتصاد التونسي:

- الأثر العكسي المباشر لإرتفاع معدّل فائدة السياسة النقدية على كل من الإنتاج و الأسعار ، في كل النماذج ، يتوافق مع التوقعات النظرية.
- عدم فعالية قناتَي القرض البنكي و أسعار الأصول.
- فعالية قناة سعر الصرف. أي أنّ جزء من أثر معدل السياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار يأتي من خلال هذه القناة.
- هنالك فعالية ضعيفة لقناة معدلات الفائدة في نقل أثر السياسة النقدية إلى كل من الإنتاج و الأسعار.
- عند إختبارنا لخطوتَي الإنتقال النقدي لقناة سعر الصرف ، وجدنا أنّ الخطوة الأولى لا تستجيب لما هو مُتوقَّع نظريا ، أي أنّ معدّل السوق النقدي يُؤثر طردياً و بقوة في سعر الصرف ، و كذلك الخطوة الثانية هي تُخالف التوقعات النظرية ، حيث أنّ سعر الصرف يُؤثر عكسياً و بقوة في كل من الإنتاج و الأسعار.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

تعتبر السياسة النقدية ، إلى جانب السياسة المالية ، إحدى أهم أدوات السياسة الاقتصادية العامة التي تسعى الدول من خلالها إلى إرساء الإستقرار على المستوى الماكرواقتصادي. تُعرّف هذه السياسة على أنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بهدف التحكم في عرض النقود و التأثير في معدل الفائدة ، عبر إستخدام مختلف الأدوات المتاحة ، بما يُحقق إستقرار الأسعار ، بدرجة أولى ، و أهداف إقتصادية عامة أخرى لا تكون متعارضة مع هذا الهدف الأخير. اليوم ، يوجد إتفاق شبه تام عند الاقتصاديين و البنوك المركزية على أن الهدف الأولي للسياسة النقدية هو تحقيق إستقرار الأسعار في المدى المتوسط أو البعيد ، مع مراعاة دعم النمو و التشغيل في المدى القصير .

إنّ تأثير السياسة النقدية على متغيرتي النشاط الإقتصادي المتمثلة في الإنتاج و الأسعار ، لا يحدث بطريقة مباشرة و إنما يتم من خلال العديد من القنوات التي تشكل مجتمعةً ميكانيزمات إنتقالها. أثبتت التجربة الطويلة للبنوك المركزية في مجال إدارة السياسة النقدية أن آليات النقل تتميز بفارق زمني طويل و متغير و غير مؤكد، و بالتالي سيكون من الصعب التنبؤ بدقة بنتائج و آثار قرارات السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي. إن نجاح البنوك المركزية في تحقيق أهداف سياستها النقدية هو مُتَوَقَّف على مدى معرفتها بكل القنوات التي تعمل فعلياً على نقل أثر قراراتها في مجال معدل الفائدة الرئيسي إلى مُؤشّري الإنتاج و الأسعار و المدة اللاّزمة ليتم ذلك ، و أي إغفال لقناة من القنوات ، خاصة إذا كانت ذات أهمية كُبرى ، سينجم عنه ضعف في تقدير حجم الأثر الذي من الممكن أن تتركه السياسة النقدية في الاقتصاد ، و سيحدث جرّاء ذلك إنحراف عن الأهداف المحددة لها .

منذ زمن بعيد و قضية السياسة النقدية و دورها في الإقتصاد تشكل موضوع سائك إختلف حوله الكثير من المفكرين. فقد شهدت الساحة الاقتصادية عبر عدة محطات من التاريخ و إلى غاية اليوم نقاش حاد و ثري في نفس الوقت بين أتباع مختلف مدارس الفكر الاقتصادي التي تَبَنَّى كل طرف منها وجهة نظر مختلفة ، تماما أو نسبيا ، عن الطرف الآخر فيما يتعلق برؤيتهم للطريقة التي يعمل بها الإقتصاد و للمتغيرات الرئيسية التي تؤثر فيه ، و هو ما إنعكس على الفئات التي تولّدت لدى كل طرف من هذه الأطراف حول مدى أهمية و فعالية السياسة النقدية ، و بالتالي مدى جدوى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ، و حول أيضا الطريقة التي ينتقل بها أثرها إلى الإنتاج و الأسعار .

إن إختلاف الرؤى الذي ساد في حقل الاقتصاد حول دور النقود قد تترجم في تشكُّل فريقين من المفكرين الاقتصاديين ، بغض النظر عن تباين إنتماءاتهم المذهبية ، أحدهما ، مقتنع تماما بحياديتها ، يراها تمارس أثرها الوحيد على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال إرتفاع أو إنخفاض الأسعار لا أكثر من ذلك و لا أقل ، في حين أن الفريق الآخر ، المقتنع بعدم حياديتها ، يؤمن بأنها تمارس دور هام في تحديد متغيرات الاقتصاد الحقيقي ، كالإنتاج ، حتى و إن كان ذلك يحدث فقط في المدى القصير.

آمن التجاريون بأن النقود ، المعادن النفيسة (الذهب) ، هي مصدر الثراء و القوة ، و لذلك كانوا مُقتنعين بضرورة إقامة سياسات إقتصادية تهدف إلى تنظيم المبادلات الخارجية و تشجيع الصادرات بما يضمن دخول الذهب. فالمذهب التجاري هو مذهب تدخلي يرتكز على الدور المتميز الذي تلعبه الدولة في الاقتصاد و ينادي بإقامة سياسة نقدية تكون في خدمة التجارة. أجمع التجاريون على أن وفرة النقود تعتبر أمر ضروري لتسهيل تبادل السلع في البلد غير أنها هي السبب وراء إرتفاع الأسعار في المدى الطويل ، في حين رأى البعض منهم أنها (وفرة النقود) عامل مُهم لدعم الإنتاج و لخلق الوظائف في المدى القصير.

أمَّا الكلاسيك فهم ينظرون إلى النقود على أنها عنصر محايد في الاقتصاد ، بحيث أنّ التغيير في عرضها لا يؤثر على الكميات الحقيقية و إنّما على القيم النقدية للمتغيرات الاقتصادية من خلال إرتفاع أو إنخفاض الأسعار ، و لذلك هم يرون ضرورة إستقرار هذا العرض حتى يتم تحقيق إستقرار الأسعار. و أفضل وسيلة لبلوغ هذا الهدف الأخير ، يعتقد الكلاسيك أنّه يجب إحترام قاعدة الذهب التي تفرض أن تكون الأوراق النقدية المُصدرة مُغطاة تماما بالذهب ، فهكذا سيتم إدارة عرض النقود بطريقة تلقائية و بفعالية ، من دون وجود داعي لتدخل الدولة الذي يرفضونه أصلاً. بالمقابل يؤمن الكلاسيك بأن مستوى الإنتاج و مستوى التوظيف يتحدّدان أساسا بمستوى الاستثمار الذي تقوم به المؤسسات و لا يوجد أي تأثير لعرض النقود عليهما. و قد تقاسم النيوكلاسيكيون مع الكلاسيك نفس الأفكار عند خوضهم في النقاش القائم حول النظرية الكمية للنقود التي يدور موضوعها أساسا حول تأثير كمية النقود على مستوى الأسعار.

أُعْتبر كينز *Keynes* في بداية مساره الفكري كأحد تلامذة الاقتصادي مارشال وكانت له إسهامات و إضافات للنظرية الكمية تحت سقف مدرسة كامبردج. بعد عجز النظرية الكلاسيكية و النيوكلاسيكية عن تفسير و حل أزمة 1929 ، إستقلّ كينز بتصور (فكر) إقتصادي خاص به و مخالف لفكر سابقه تحت مسمى التحليل الاقتصادي الكلي. إهتم كينز في نظريته النقدية بمسألة العلاقة بين النقود و معدل الفائدة ، و إرتباط ذلك

بالطلب الفعلي و الإنتاج و العمالة. أعطى دورا هاما للنقود في حركية النشاط الاقتصادي و رأى أنها تساهم بطريقة غير مباشرة في تحديد عدة متغيرات للإقتصاد الحقيقي (خاصة الإنتاج و العمالة) عن طريق معدل الفائدة. هذه النظرة جعلته يعتقد أن إدارة النقود في إطار سياسة نقدية شاملة هي قضية مهمة تستدعي تدخل الدولة في الاقتصاد لدعم الاستثمار و الاستهلاك ، و من وراء ذلك يتم دعم الإنتاج و التوظيف.

ذهب بعض الاقتصاديون النيوكينزيون إلى محاولة الجمع بين التصور الكلاسيكي و التصور الكينزي للتوازن الاقتصادي الكلي في إطار توازن إقتصادي عام. فقد قام كل من *Hicks* و *Hansen* بشرح دور و فعالية السياسات النقدية و المالية في تحقيق التوازن الاقتصادي العام (التوازن الآني لسوق السلع و النقود) في ظل وجود إقتصاد مغلق لا تربطه بالعالم الخارجي أي معاملات إقتصادية أو مالية ، و قد سُمي نموذجهما بنموذج *IS/LM* ، بينما أدرج نموذج *Mundell-Fleming* حالة التوازن الخارجي في التحليل لتصبح الدراسة أكثر شمولية و واقعية. أظهر كلا النموذجين أهمية و فعالية السياسة النقدية في ظل توفر شروط معينة مثل أن تكون مرونة الطلب على النقود بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة منخفضة و أن تكون حساسية الطلب على النقود للتغير في الدخل قوية ، و أن تكون كذلك مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة كبيرة ، إضافة إلى شرط وجود نظام أسعار صرف حرة في حالة نموذج *Mundell-Fleming* .

يرى أتباع المدرسة النقدية أنه من الممكن للسياسة النقدية أن تكون فعالة في المدى القصير ، و تؤثر في حجم الإنتاج ، لكن ليس بإمكانها فعل ذلك في المدى البعيد ، و بالتالي يُقر هؤلاء بزيادة النقود. إستنادا إلى فريدمان و رفاقه ، إن أحسن طريقة تعمل بها السياسة النقدية تتمثل في ضبط معدل نمو عرض النقود عند نسبة ثابتة و مُعلنة (هذا سيسمح باستقرار التوقعات و بتفادي التقلبات الممكن حصولها في المدى القصير) بما يتناسب مع معدل نمو حجم الإنتاج في المدى البعيد (أي مع معدل البطالة الطبيعي). بعبارة أخرى ، على السلطة النقدية أن تزيد مستوى عرض النقود بنسبة ثابتة تتناسب و حاجة الاقتصاد إليها. إنها القاعدة الذهبية لميلتون فريدمان.

خلال سنوات السبعينات ، بدأت تبرز أفكار جديدة في مجال السياسة النقدية لمفكرين إقتصاديين أطلق عليهم إسم الكلاسيك الجدد. إن المدرسة الكلاسيكية الجديدة التي تعتبر بمثابة الإطار الذي يجمع هذه الأفكار و هؤلاء الاقتصاديين ، قد رفضت ما جاء به التيار الكينزي ، بينما تبنت عدة مبادئ نيوكلاسيكية و خاصة أُسس التحليل الاقتصادي الجزئي. يعتقد رواد هذه المدرسة أن تغيرات الكتلة النقدية التي قد يقوم بها البنك

المركزي لن تؤدي إلى إرتفاع الطلب الكلي و إنتعاش الإنتاج بعد ذلك و زيادة عدد الوظائف ، و إنما مآل ذلك الإجراء المتوقع من قبل الأعوان هو تغير المستوى العام للأسعار و فقط. إن الحالة الوحيدة التي لا تكون فيها النقود حيادية ، و بالتالي يكون للسياسة النقدية أثر على الإنتاج و النمو و التوظيف ، هي تلك التي يحدث فيها تغير غير متوقع للكتلة النقدية *Lucas* (1996). لكن هذا الأثر هو مؤقت و نادر الحدوث ، ذلك أن الأعوان الاقتصاديون سيُدرجون بعقلانية هذه الوقائع أو العناصر في خبراتهم و من ثمَّ يُعدّلون سلوكهم ، بحيث أنه سوف لن يتكرر تغليطهم.

في الثمانينات ظهر تيار فكري إقتصادي جديد ، يُسمى بالمدرسة الكينزية الجديدة ، لِرَدِّ على إنتقادات أتباع المدرسة الكلاسيكية الجديدة للكينزيون. يُؤمن أتباع هذه المدرسة ، الكينزيون الجدد ، بعدم حيادية النقود و بفعالية السياسة النقدية الانتقائية (الموجهة) في التأثير على الإنتاج و التوظيف ، و السبب وراء هذا الاعتقاد هو إفتراضهم لوجود جمود إسمي في الأسعار و الأجور ، أو بالأحرى ببطء تعديلها في الأسواق الغير متوازنة (خاصة الأجور).

في إطار تناول هذه المدارس الفكرية لقضية السياسة النقدية و دورها في الإقتصاد ، أشارت كذلك كل واحدة منها إلى القناة التي تراها تعمل على نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي. تُعرّف قنوات إنتقال السياسة النقدية على أنها تلك العلاقات الخاصة التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية و التي يمر من خلالها تأثير السياسة النقدية إلى الإقتصاد ، أي هي تلك العلاقات التي تصل بين متغيرة الهدف العملي (التي تؤثر فيها أدوات السياسة النقدية) و متغيرة الهدف المتوسط و متغيرة الهدف النهائي. أما مصطلح ميكانيزمات (أو آليات) إنتقال السياسة النقدية فهو يستخدم للدلالة على مجموعة القنوات المختلفة التي من خلالها، بعد فترات طويلة و متغيرة و غير متوقعة بالكامل، تؤثر قرارات السياسة النقدية على الإقتصاد بشكل عام و مستوى الأسعار بشكل خاص.

تتضمن قنوات إنتقال السياسة النقدية كل من: أولاً ، قناة معدلات الفائدة التي يمكن تقسيمها إلى قناتين فرعيتين ، القناة التقليدية لمعدلات الفائدة و قناة تكلفة القرض ، حيث الأولى تؤثر من خلالها قرارات السياسة النقدية على الطلب الإجمالي في سوق السلع ، بينما الثانية تؤثر من خلالها على العرض الإجمالي. ثانياً ، قناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية الأخرى ، هنا كذلك نجد عدة قنوات فرعية تندرج في إطار هذه القناة ، و هي قناة سعر الصرف التي تتوقف فعاليتها على مدى إفتتاح الإقتصاد على العالم و على شرط تبني نظام الصرف

العائم ، قناة معامل Q لتوبين ، قناة أثر الثروة و قناة أثر السيولة حيث أن فعالية هذه القنوات الثلاث الأخيرة تتوقف على مدى قدرة السياسة النقدية على التأثير في أسعار بعض الأصول المالية و الحقيقية (مثل الأسهم، البنائات ، الأراضي...) و على مدى إرتباط الطلب في سوق السلع بتغيرات هذه الأسعار. ثالثا ، قناة القرض التي يرتبط تواجدتها بظاهرة عدم تناظر المعلومات الموجودة في الأسواق المالية ، و هي الأخرى تضم عدة قنوات فرعية تتمثل في كل من قناة القرض البنكي ، قناة رأس المال البنكي ، قناة أخذ المخاطرة و قناة الميزانية ، حيث تهتم الثلاث قنوات الأولى بعرض القروض البنكية و العوامل المؤثرة فيه ، أما القناة الرابعة فتركز على جانب الطلب و العوامل المؤثرة فيه.

تَعتمد فاعلية قنوات إنتقال السياسة النقدية على هيكل القطاع المالي و على البيئة الاقتصادية للدولة ، فتنوع المؤسسات المالية العاملة بالبلد ، بما فيها البنوك ، و درجة المنافسة بينها و مستوى تطور الأسواق المالية (البورصة) و كذا حالة البيئة الاقتصادية من ناحية درجة الإنفتاح على الخارج و درجة المنافسة و حجم القطاع الخاص ، كُلفتها ، سُنحدد ، من جهة ، مدى قُوَّة تأثير أدوات السياسة النقدية في المتغيرات النقدية كمعدلات الفائدة ، باختلاف أنواعها ، و القروض و سعر الصرف و أسعار الأصول ، و مدى قُوَّة تأثير هذه المتغيرات السابقة في الطلب الكلي و من ثَمَّ تأثيرها على الإنتاج و الأسعار ، من جهة أخرى.

إن قصور البنية الهيكلية و المؤسساتاتية للقطاع المالي ، خاصة ، و باقي القطاعات الاقتصادية هو السبب الرئيسي في محدودية قنوات إنتقال السياسة النقدية. نَظرا لِوَعِينَا التام بأهمية هذا الأمر، قُمْنَا بتحليل الواقع الإقتصادي و المالي و السياسة النقدية بدول المغرب العربي النامية المتمثلة في الجزائر، المغرب و تونس. أَفَصَّت دراستنا التحليلية لخصوصيات إقتصادات هذه الدول إلى إستخلاص النتائج التالية:

بالنسبة لدولة الجزائر ، السياسة النقدية تعمل في ظل واقع إقتصادي يَتَسِم بتوسط حجم الإقتصاد ، و إنفتاحه على العالم الخارجي مع ضيق القاعدة الإنتاجية و تنوعها الضئيل (نسيج صناعي محدود) ، إضافة إلى إعتماده على صادرات المحروقات كمصدر رئيسي للدخل و يُمثَل فيه إنتاج النفط (المحروقات) نسبة معتبرة جداً من الناتج الداخلي الخام. أمّا عن القطاع المالي ، فرغم التطور الذي بدأ يشهده منذ التسعينات إلاَّ أنه ما يزال يُعاني من قصور بِنِيَّتِهِ المُؤَسَّسِيَّة و التشريعية ، سواء تعلق الأمر بالمؤسسات المالية أو البورصة ، و ما يسعنا القول إلاَّ أنَّ الإقتصاد الجزائري يَتَمَيَّزُ بِمُستوى عُمق مالي ضعيف و أنَّ الوساطة المالية فيه هي ضعيفة نسبيا و دون المستوى المسجَّل في الدول المتوسطة المجاورة للجزائر.

أمّا بخصوص واقع السياسة النقدية ، فيمكن التفريق بين فترتان أساسيتان مميّزتا تطورها: فترة ما قبل مباشرة الإصلاح النقدي و المالي في سنة 1990 ، أين كانت هذه السياسة تحت سطوة وزارة المالية (الخزينة) التي إستعملتها لتمويل و تجسيد مختلف المخططات الحكومية المتعاقبة ، دون إلقاء بال إلى الدور الذي كان بإمكان معدلات الفائدة أن تلعبه في إستقطاب و تخصيص الموارد ، و كان هذا إنعكاساً مباشراً لغياب التداول النقدي الحر و تقييد آلية الأسعار في إتخاذ مختلف القرارات الاقتصادية و المالية. أمّا في الفترة الثانية التي تلت صدور قانون النقد و القرض في سنة 1990 ، فقد وُضِعَ بموجب هذا القانون الإطار القانوني للسياسة النقدية و وُضِحَ دورها ، و أُعِيدَ للبنك المركزي كُلُّ صلاحياته في تسيير النقد و الإئتمان في ظل إعطائه إستقلالية واسعة ، و كل هذا يدخل في سياق إعادة الإعتبار لدور آليات السوق و تحرير الأسعار (خاصة معدلات الفائدة و سعر الصرف) في ضبط الإقتصاد. من هذا المنطلق يكون قد تمّ توفير الأدوات اللازمة لكي تلعب السياسة النقدية دورها الفعلي في الإقتصاد. في الفترة الأخيرة ، عملت السياسة النقدية في الجزائر وفق إطار عام يتركز أساساً على تخفيف حدة أثر التضخم ، و قد إستعان بنك الجزائر منذ التسعينيات بمجموعة من الأدوات المباشرة (تأطير القروض و تسقيف إعادة الخصم) ، ثمّ أدخل بعد ذلك الأدوات غير المباشرة (عمليات الخصم ، نظام الاحتياطات الإجبارية ، نظام الأخذ على سبيل الأمانة ، عمليات السوق المفتوحة ، وسيلة استرجاع السيولة ، تسهيلة الودائع المُغَلَّة للفائدة و تسهيلة القرض الهامشي). و قد إستمرَّ بنك الجزائر في إستعمال هذين النوعين من الأدوات بشكلٍ مُتقطّع و بكثافة مُتغيّرة تَبَعاً لِتطور الأوضاع المحلية السائدة آنذاك.

في دولة المغرب ، تعمل السياسة النقدية في ظل واقع إقتصادي يتّسم بتوسط حجم الإقتصاد ، و إنفتاحه على العالم الخارجي مع إتساع نسبي للقاعدة الإنتاجية التي تُعتبر أكثر تنوعاً مقارنة مع الجزائر ، إضافة إلى إعماده على مصادر مُتنوّعة للدخل. أمّا عن النظام المالي المغربي فهو يتّسم بوجود عدد كبير من مؤسسات الإئتمان و الهيئات المُعتبرة في حُكْمِهَا المرخص لها مقارنة مع الجزائر ، ناهيك عن إنفتاحه على الخارج ، كما تعتبر بورصة المغرب هي الأحسن تطوّراً و الأكثر نشاطاً مقارنة مع بورصتي تونس و الجزائر ، و لكن رغم ذلك هي لا تزال بعيدة جدا عن ما تقدمه بورصات العالم المتطورة من تمويل لإقتصادات بلدانها و بلدان أخرى. تقريبا منذ نهاية سنة 2005 و السياسة النقدية في المغرب تعمل وفق إطار عام يتركز أساساً على ضمان إستقرار الأسعار ، إضافة إلى المساهمة بشكل ثانوي في تحقيق أهداف إقتصادية أخرى كدعم النمو. الأداتان الرئيسيتان اللتان يستخدمهما بنك المغرب هما معدل الفائدة الرئيسي و الاحتياطي الاجباري.

بالنسبة لدولة تونس ، فالسياسة النقدية تُدار بهذا البلد في ظل واقع إقتصادي يتّسم بصغر حجم الإقتصاد ، و إنفتاحه على العالم الخارجي مع إمتلاك قاعدة إنتاجية مُتنوّعة نسبياً مقارنة مع الجزائر ، إضافة إلى إعماده على مصادر مُتنوّعة للدخل. أمّا عن النظام المالي التونسي فهو مُتكون من نظام بنكي ، تتوسّط به تونس بِلَدَيّ المغرب العربيّ الآخرين من ناحية مستوى التطور و الأداء ، و سوق مالي (بورصة) يلعب دور ضعيف في تمويل الإقتصاد رغم العدد المعبر للشركات المدرجة فيه مقارنة مع دول نامية شبيهة لدولة تونس مثل المغرب. من ناحية واقع السياسة النقدية ، سعى بنك تونس المركزي منذ التسعينيات إلى تحقيق عدة أهداف في نفس : إستقرار النظام المالي ، التحكم في التضخم ، دعم النشاط الاقتصادي و الحفاظ على وضع خارجي مُريح ، من خلال إتباع سياسة نقدية إنتقائية و إستخدام ثلاث أدوات مختلفة: معدل الفائدة الرئيسي ، الإحتياطي الاجباري و سعر الصرف. ابتداءً من سنة 2016 ، أصبح الهدف الرئيسي للبنك المركزي التونسي هو ضمان إستقرار الأسعار إضافة إلى المساهمة في تحقيق الإستقرار المالي.

أشارت نتائج تحليلنا للواقع الإقتصادي و المالي لدول المغرب العربي الثلاث: الجزائر، المغرب و تونس ، إلى قصور البنية الهيكلية ، المؤسّساتية و التشريعية للقطاع المالي و إلى ضعف أدائه ، ناهيك عن ضيق النسيج الصناعي. و بالتالي ، يوحى هذا التحليل بمحدودية قنوات تأثير السياسة النقدية بهذه الدول. لكن هذا العمل كان غير كافي للإجابة عن إشكالية البحث و للحكم نهائياً على صحة أو خطأ الفرضيات المطروحة في المقدمة ، و لذلك قد سَعِينَا في آخر هذا البحث إلى إجراء دراسة قياسية حول مختلف قنوات السياسة النقدية في إقتصادات دول المغرب العربي المذكورة سالفاً لمعرفة أَيْنُ منها تُعتبر فعّالة. إستندت هذه الدراسة على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR و أداتِيّ دوال الإستجابة و تحليل التباين إضافة إلى بيانات فصلية تخص المتغيرات التالية: معدل الفائدة المستخدم كأداة للسياسة النقدية ، مؤشر عن الإنتاج ، مؤشر عن الأسعار ، القروض ، معدل الإقراض ، سعر الصرف و مؤشر البورصة للدلالة على أسعار الأسهم (أسعار الأصول) ، كما أنّها غَطَّت الفترة المُمتدّة من الفصل الرابع من سنة 2001 إلى الفصل الرابع من سنة 2017 بالنسبة للجزائر ، و من الفصل الرابع من سنة 2001 إلى الفصل الثاني من سنة 2016 بالنسبة للمغرب ، و من الفصل الأوّل من سنة 2000 إلى الفصل الرابع من سنة 2016 بالنسبة لتونس ، و بالتالي كان حجم العينة المستعملة هو 65 مشاهدة بالنسبة للجزائر ، 59 بالنسبة للمغرب و 68 مشاهدة بالنسبة لتونس. خلصت الدراسة في النهاية إلى النتائج التالية ، و التي إنطلاقاً منها إستطعنا تسجيل جملة من التوصيات:

النتائج:

في حالة الإقتصاد الجزائري:

- يُوجد تأثير للسياسة النقدية على مُتغيرتي النشاط الاقتصادي: الإنتاج و الأسعار ، في الإقتصاد الجزائري ، لكن هذا التأثير يتم في اتجاه مُخالف للتوقعات النظرية. قد يُوعزُ مُخالفة طبيعة علاقة معدّل الفائدة بالإنتاج لما هو مُتوقع أن تكون عليه من الناحية النظرية إلى شدة إرتباط الإنتاج الوطني بالإنفاق الحكومي الذي لم يتوقّف عن الإرتفاع تقريباً طيلة فترة الدراسة.
- تَمَّتْ للنتيجة السابقة ، تَمَّ الكشف عن وجود ظاهرة لُغز السعر *Price puzzle* (الذي يعكس ببساطة العلاقة الموجبة و المخالفة للتوقعات النظرية بين معدّل فائدة السياسة النقدية و الأسعار) في كل النماذج التي إحتوت مختلف قنوات إنتقال السياسة النقدية ، و تفسيرنا لهذا اللُغز يقوم على ثلاث إحتتمالات: أولاً ، إمكانية قيام المؤسسات العاملة في الإقتصاد الوطني بِعكس إرتفاع تكلفة الإقتراض على أسعار السلع (قناة تكلفة القرض) ، بعد أن قام بنك الجزائر بتحرير معدلات الإقتراض في أواخر التسعينات و بداية الألفية الثالثة. ثانياً ، يمكننا كذلك تبرير هذا التناقض بوجود توقعات تضخمية لدى المؤسسات خاصةً و أنّ فترة الدراسة تميّزت بوجود فائض سيولة كبير لدى البنوك و سياسات مالية توسعية بشكل كبير في ظل إرتفاع الإيرادات الجبائية البترولية. ثالثاً ، إقدام بنك الجزائر على تخفيض قيمة الدينار لعدة مرات في الفترة التي قَيدنا بها الدراسة التطبيقية. هذه الأسباب، رُبّما هي التي حالت دون أن يكون هنالك علاقة عكسية بين معدّل الفائدة و الأسعار.
- قناة معدلات الفائدة لا تلعب أي دور في نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي في الجزائر ، فهي بذلك تعتبر غير فعّالة.
- غِيَاب تام لقناة أسعار الأصول الحقيقية و المالية في الإقتصاد الجزائري. يعود إهمالنا لهذه القناة في الدراسة القياسية إلى سببين إثنين هما ضعف و محدودية السوق المالية ، من جهة ، و عدم توفر بيانات عن كل من أسعار الأصول المالية المتداولة بهذه السوق و أسعار العقارات ، من جهة أخرى.
- تُعتبر قناة القرض غير فعّالة لنقل أثر السياسة النقدية إلى مُتغيرة الإنتاج بدولة الجزائر ، في حين أنّها تعمل فعّلا على نقل ذلك الأثر إلى الأسعار ، لكن في الإتجاه غير الصحيح و فقط على نطاق محدود للغاية. إذ عند إختبارنا لِخطوتَي الإنتقال النقدي لقناة القرض ، وَجدنا أنّ القروض هي تقريباً لا تستجيب لقرارات السياسة النقدية (تكون هذه الإستجابة طردية حتى في ظل حجمها الضعيف جدا) في الخطوة الأولى ، و قد يُفسر ذلك بعدم تحكّم بنك الجزائر في حجم القروض الموزعة من قبل البنوك نتيجة إرتباط إحتياطات

هذه الأخيرة بمداخل المحروقات و ليس بقراراته ، بينما في الخطوة الثانية تُؤثر القروض بشكل طردي و مُهم نسبيا على الأسعار (فقط) كما هو مُتوقَّع نظريا.

- إنَّ قناة سعر الصرف تعمل في الإِتجاه غير الصحيح في الإِقتصاد الجزائري. علاوة على ذلك ، هي ذات أهمية ضعيفة عندما يتعلق الأمر بنقلها لأثر السياسة النقدية إلى الأسعار ، و ذات أهمية كبيرة في حالة عملها على تمرير هذا الأثر إلى الإنتاج.

كخلاصة عامة في هذا الجزء ، تشير هذه النتائج إلى الأهمية النسبية لقناتَي سعر الصرف و القروض في نقل أثر السياسة النقدية بالإِقتصاد الجزائري إلى الإنتاج (نتيجة خاصة بالقناة الأولى) و الأسعار (نتيجة خاصة بالقناتين).

في حالة الإِقتصاد المغربي:

- يُوجد تأثير للسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي بالمغرب ، مع العلم أنَّ الأثر العكسي لإرتفاع معدّل فائدة السياسة النقدية على الإنتاج يتوافق مع التوقعات النظرية ، بينما أثره الإيجابي على الأسعار هو مُخالف للتوقعات النظرية و يدل على وجود ظاهرة لُغز السعر *Price puzzle* في كل النماذج التي إحتوت مختلف قنوات إنتقال السياسة النقدية.
- عدم فعالية قناتَي سعر الصرف و أسعار الأصول. إنَّ عدم فعالية قناة سعر الصرف هو أمر منطقي بالنظر إلى توجهات بنك المغرب الذي يتبنى نظام سعر الصرف الثابت الغير مُساعد غلباً على توجيه سياسة سعر الصرف بما يخدم أهداف السياسة النقدية.
- عدم فعالية ، أو عدم أهمية ، قناتَي معدلات الفائدة و القرض البنكي في نقل أثر السياسة النقدية إلى الإنتاج.
- إنَّ قناة معدلات الفائدة تعمل في الإِتجاه الصحيح (بالنظر إلى خطوتَي الإنتقال النقدي لهذه القناة) على نقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار ، لكن يتم هذا الأمر على نطاق محدود للغاية. هذه القناة هي ذات أهمية نسبية ، أو ضعيفة ، في هذا المجال.
- إنَّ قناة القرض البنكي تعمل في الإِتجاه غير الصحيح (بالنظر إلى خطوتَي الإنتقال النقدي لهذه القناة) في الإِقتصاد المغربي عندما يتعلق الأمر بنقلها لأثر السياسة النقدية إلى الأسعار ، رغم أهميتها الكبيرة في هذا المجال.

كخلاصة عامة في هذا الجزء ، تشير هذه النتائج إلى الأهمية النسبية لقناتي معدلات الفائدة و القرض البنكي في نقل أثر السياسة النقدية بالإقتصاد المغربي إلى الأسعار (نتيجة خاصة بالقناتين).

في حالة الإقتصاد التونسي:

- يُوجد تأثير للسياسة النقدية على مُتغيرتي النشاط الاقتصادي: الإنتاج و الأسعار ، في الإقتصاد التونسي ، و هذا التأثير يتم في إتجاه مُوافق للتوقعات النظرية.
- عدم فعالية قناتي القرض البنكي و أسعار الأصول.
- فعالية قناة سعر الصرف: أي أنّ جزء من أثر معدل السياسة النقدية على الإنتاج و الأسعار يأتي من خلال هذه القناة. لكن ، بالنظر إلى خطوتني الإنتقال النقدي لهذه القناة و إختبار مُقارنة الإستجابات ، تعمل هذه القناة في الإتجاه غير الصحيح في الإقتصاد التونسي رغم كِبَر قدر أهميتها.
- هنالك فعالية ضعيفة لقناة معدلات الفائدة في نقل أثر السياسة النقدية إلى كل من الإنتاج و الأسعار.

كخلاصة عامة في هذا الجزء ، تشير هذه النتائج إلى الأهمية النسبية لقناتي معدلات الفائدة و سعر الصرف في نقل أثر السياسة النقدية بالإقتصاد التونسي إلى الإنتاج و الأسعار (نتيجة خاصة بالقناتين).

بناءً على هذه النتائج ، نستطيع قبول الفرضيتين الثانية و الثالثة ، المطروحتين في مقدمة البحث ، كما أننا نرفض الفرضية الأولى إستناداً إلى نتائج الإختبارات التي أُجريت على الإقتصاد الجزائري ، و نقبلها بتحفظ عندما نستند على النتائج الخاصة بدولتي تونس و المغرب ، حيث أنه في تونس تُعتبر قناة القرض غير فعّالة و قناة معدلات الفائدة ذات أهمية ضعيفة ، أمّا في المغرب فتُعتبر هاتين القناتين الأخيرتين ذات أهمية نسبية في نقل أثر السياسة النقدية إلى الأسعار فقط.

التوصيات:

مُجمل توصياتنا ستُنصب حول سُبُل تفعيل السياسة النقدية و قنوات إنتقالها في إقتصادات كُل من الجزائر، المغرب و تونس:

- هذه النتائج المتوصل إليها ، و التي تُشابه إلى حدٍ ما تلك التي توصلت لها الدراسات الأخرى المُجرّات على الدول النامية و الإنتقالية ، تُشير إلى قصور البنية الهيكلية ، المؤسّساتية و التشريعية للقطاع المالي بالدول المدروسة : الجزائر، المغرب و تونس ، ممّا يستدعي تطوير هذه البنية و النصوص التشريعية الضابطة للقطاع المالي بصورة تعمل على رفع فاعلية السياسة النقدية و قنوات تأثيرها في النشاط الإقتصادي حسب الأهداف المحددة في كل بلد.
- من أجل جعل السياسة النقدية بدول المغرب العربي الثلاثة: الجزائر، المغرب و تونس، أكثر فعالية للاقتصاد ، هناك حاجة إلى مزيد من التحرير والإصلاح في القطاع المالي.
- نظرا للأهمية النسبية لقناتي سعر الصرف و القروض ، يجب على بنك الجزائر أن يأخذ بعين الإعتبار هذه النتيجة عند إتخاذه إجراءات في مجال سياسته النقدية ، خاصة تلك الإجراءات التي تستهدف تخفيف التضخم. و نفس التوصية يمكننا إسدائها لبنك المغرب و تونس بالنظر إلى الأهمية النسبية لقناتي معدلات الفائدة و القرض البنكي في المغرب و الأهمية النسبية لقناتي معدلات الفائدة و سعر الصرف في تونس.
- يتعين على كل من المغرب ، بدرجة أولى ، و الجزائر و تونس أن تُدخل مزيدا من المرونة على أسعار الصرف لديها حتى تصبح قناة سعر الصرف أكثر فاعلية بإقتصاداتها في مجال محاربة التضخم و دعم النمو.
- ينبغي على البنك المركزي المغربي أن يستمر في مساره الإصلاحية التحولي من نظام الصرف الثابت إلى المرن ، الذي إبتدأه في سنة 2016 ، إذا كان يرغب في جعل سياسته النقدية أكثر إستقلاليةً و فاعليةً. فأسعار الصرف المرنة تمامًا تجعل السياسة النقدية مستقلة ، و سوف لن يضطر بنك المغرب بعد ذلك إلى تغيير معدل الفائدة للدفاع عن قيمة الدرهم إلا نادراً (أي يُخفف الضغط على معدل الفائدة) ، بينما قد تُستخدم هذه المتغيرة النقدية في معالجة إختلالات الإقتصاد الكلي المحلية.
- في سبيل تعزيز و تحسين أداء قناة القرض التي تعمل بشكل غير صحيح ، يجب على بنك الجزائر أن يُطوّر مجموعة أدوات السياسة النقدية الخاصة به و أن يُقدّر جيّداً كثافة إستخدامه لهذه الأدوات حتى يستطيع التحكم فعلاً في حجم القروض التي تمنحها البنوك ، و التي لها تأثير مُعتبر على الأسعار حسب نتائج الدراسة.
- في سبيل تعزيز قناتي معدلات الفائدة و القروض ، يجب على الدول الثلاث ، من جهة ، أن تُطوّر أسواقها البنكية و أن تعمل في إطار دعم الإدماج المالي من خلال تشجيع تأسيس البنوك الخاصة و

تحفيزها على تنوع مُنتجاتها و خلق وكالات بنكية جديدة تشمل كامل التراب الوطني. من جهة أخرى ، يجب نشر الثقافة المصرفية بين جموع المواطنين و أصحاب المؤسسات بكل أحجامها حتى يتسنى زيادة الإدخار لدى البنوك ويتم دمج الإقتصاد الموازي ، الذي لا يعتمد على القطاع المالي الرسمي في تعاملاته ، في الإقتصاد الرسمي.

- يجب كذلك على هذه الدول ، و خاصة الجزائر التي تمتلك نظام مصرفي مُتأخر عن جيرانها ، أن تُشجّع البنوك الأجنبية ذات السمعة الطيّبة على دخول أسواقها بهدف إستيراد الخبرة المصرفية و زيادة المنافسة و الكفاءة في العمليات المصرفية.
- على الرغم من غياب قناة أسعار الأصول حاليًا في الدول الثلاث ، إلا أنها مستقبلا قد تصبح تدريجيا فعالة ، خاصة في المغرب و تونس ، بعد المُضي مُطَوَّلًا في تنفيذ عدة إصلاحات تُصَبّ في مجال تنمية الأسواق المالية: كتّحسين الإطار التشريعي و التنظيمي للبورصة ، تشجيع المؤسسات على دخول البورصة بغرض التمويل ، تنوع الأصول المالية المتداولة في البورصة ، العمل على الربط بين البورصات الثلاثة لهذه الدول و العمل على نشر ثقافة البورصة بين أفراد المجتمع... إلخ

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب

- بلعوز بن علي ، « محاضرات في النظريات و السياسات النقدية » ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر ، الطبعة الثانية ، 2006.
- الطاهر لطرش ، « الاقتصاد النقدي و البنكي » ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2013 .
- عبد المطلب عبد الحميد ، « اقتصاديات النقود و البنوك » ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2007.
- محمد سعيد السمهوري ، « اقتصاديات النقود و البنوك » ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن ، 2011.

أطروحات الدكتوراه

- بقبق ليلي أسمهان ، « آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر و معوقاتهما الداخلية - دراسة قياسية - » ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود مالية و بنوك ، جامعة تلمسان ، 2014-2015
- بن لدغم فتحي ، « ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري » ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص: نقود بنوك و مالية ، جامعة تلمسان ، الجزائر ، 2011-2012

مقالات

- حسين علي العمر ، (2009) ، « قنوات تأثير السياسة النقدية - حالة الكويت - » ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية و الاجتماعية ، المجلد 6 ، العدد 3 ، ص. 251-272

تقارير، نشرات و مواقع بيانات إحصائية

- إتحاد المصارف العربية ، « نظم أسعار الصرف في الدول العربية: التحديات و الفرص » ، إدارة الدراسات و البحوث ، 2016/03/28 . مُتاح على الموقع (www.uabonline.org)
- بنك الجزائر ، التطورات الاقتصادية و النقدية في 2010 ، عرض التقرير السنوي 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر ، 25 أوت 2010.
- بنك الجزائر ، التطورات الاقتصادية و النقدية لسنة 2010 و عناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2011.
- بنك الجزائر ، تطورات الوضعية المالية و النقدية في الجزائر ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني ، أكتوبر 2008.
- بنك الجزائر ، وضعية الاقتصاد العالمي و تطور الاقتصاد الكلي في الجزائر ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام لجنة المالية و الميزانية لدى المجلس الشعبي الوطني ، أكتوبر 2013.

- بنك الجزائر، التطورات الاقتصادية و النقدية لسنة 2014 و آخر التوجهات لسنة 2015 ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني ، ديسمبر 2015.
- بنك الجزائر، التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 و التسعة أشهر الأولى من سنة 2016 و سياسات التصدي و المُراقبَة في ظرف صدمة خارجية مُستمرة ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني.
- بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية و المالية لسنة 2017 و توجهات سنة 2018 ، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني ، ديسمبر 2018.
- البنك المركزي التونسي (2018)، « التقرير السنوي للرقابة المصرفية »، فيفري، ص.31.
- بنك المغرب ، الإشراف البنكي ، بنية النظام البنكي .
- بنك المغرب www.bkam.ma
- بنك الجزائر www.bank-of-algeria.dz
- البنك المركزي التونسي www.bct.gov.tn
- البنك الدولي www.banquemondiale.org ، <https://donnees.banquemondiale.org>
- جداول الإحصاءات المالية الدولية (IFS) لصندوق النقد الدولي
- النشرة الإحصائية الفصلية لبنك الجزائر
- بورصة الجزائر
- الديوان الوطني للإحصاء (ONS)
- النشرة الفصلية لبنك المغرب
- المندوبية السامية للتخطيط (HCP) بالمغرب www.hcp.ma
- بورصة الأوراق المالية بالمغرب
- مكتب الصرف *Office des Changes* المغربي www.oc.gov.ma
- النشرة المالية للبنك المركزي التونسي
- المعهد الوطني للإحصاء (INS) بتونس
- بورصة الأوراق المالية بتونس

قوانين و تعليمات

- تعليمة بنك الجزائر رقم 16/94 المؤرخة في 09-04-1994.
- تعليمة بنك الجزائر رقم 28/95 المؤرخة في 22-04-1995.

المراجع باللغات الأجنبية

Les ouvrages :

- Allégret J. P., « Economie monétaire internationale », Hachette, 1^{ère} édition, 1997.

- Brana S., Cazals M., Kauffmann P., « économie monétaire et financière », Dunod, Paris, 1999.
- Diatkine S., « Théories et politiques monétaires », Armand Colin Editeur, Paris, 1995.
- Dornbusch, Rudiger, Stanely Fischer and Richard Startz, « Macroeconomics », International Edition, Singapore, 2004.
- Françoise Drumetz, Christian Pfister, « Politique monétaire », Groupe De Boeck, Bruxelles, 1^{re} édition, 2010.
- Gilbert Hoenig, « Analyse monétaire et financière », centre national d'enseignement à distance, édition ECONOMICA, 2000.
- Hansen A. H., « Introduction à la pensée keynésienne », Dunod, 1973.
- Hubert Kempf, « Macroéconomie », Dalloz, 2^{ème} édition, Paris, 2006.
- Icard André « stabilité financière et banques centrales », Paris, Economica, 2007.
- Jacoud G., « La monnaie dans l'économie », Nathan, 3^{ème} édition actualisée, 1998.
- Keynes J. M., « la théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », traduction de Jean Largentaye entièrement revue, Petite Bibliothèque Payot, Paris, 1977.
- Keynes J.M. (1930), « A Treatise on Money, ii : The Applied Theory of Money », The collected Works of John Maynard Keynes, 6, Londres, Macmillan, réimpression; 1971, Macmillan / Cambridge University Press.
- Lacoue- Labarthe D., « Analyse monétaire », Dunod, 1985.
- Michel de Mourgues, « La monnaie, système financier et théorie monétaire », Economica, deuxième ed, 1991.
- Michel de Mourgues, « Macroéconomie monétaire », ed. ECONOMICA, Paris, 2000.
- Mishkin F. S., « Monnaie, banque et marchés financiers », Pearson Education France, 8^e édition, 2007.
- Ottavj C., « Monnaie et financement de l'économie », Hachette Livre, 2^e édition, 1999.
- Pariente Georges., « Eléments d'économie monétaire », Economica, Paris, 1983.
- Patat J. P., « Monnaie, Institutions financières et politiques monétaires », 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1986.
- Patinkin D., « La monnaie, l'intérêt et les prix », Paris, PUF, 1972 (1^{ere} éd .1956)
- Richard Baillie, Patrick McMahon, « le marchés des changes », Edition ESKA, Paris, 1997.

Articles et Revues Scientifiques

- Adam K. (2009), « Monetary policy and aggregate volatility », Journal of Monetary Economics, vol.56, p.1-18
- Adrian T., Shin H.S. (2008), « Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles », Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, vol.14, n°1
- Aizenman J., Glick R. (2008), « Stabilization, Monetary Policy, and Global Financial Intégration », NBER Working Paper, N°13902
- AL-Mashat R., Billmeier A. (2007), « The Monetary Transmission Mechanism in Egypt », International Monetary Fund, IMF Working Papers, 07/285.
- Almeida H., Campello M., Liu C.H. (2006), « The Financial Accelerator : Evidence from International Housing Markets », Review of Finance, vol.10, n°3, pp.321-352
- Andres J., Hernando I. (1999), « Does Inflation Harn Economic Growth ? Evidence From the OECD », in Costs and Benefits of Achieving Price Stability, Editor, M. Feldstein, Chicago, University of Chicago Press.

- Aoki K., Proudman J., Vlieghe J. (2002), « House Prices, Consumption, and Monetary Policy : a Financial Accelerator Approach », Bank of England Working Paper, n°169
- Arratibel O., Michaelis H. (2014), « The impact of monetary policy and exchange rate shocks in Poland, Evidence from a Time-Varying VAR », European Central Bank, Working Papers Series, N°.1636
- Babich V. (2001), « Monetary Transmission in Latvia », Baltic Economic Trends, pp. 16-28
- Bailey M.J. (1956), « The Welfare Cost of Inflationary Finance », Journal of Political Economy, vol.64, N°2, P.93-110
- Ball L. (1993), « What Determines the Sacrifice Ratio ? », NBER Working Paper, N° 4306 (<http://www.nber.org/papers/w4306>), (<http://www.nber.org/chapters/c8332.pdf>)
- Ball L. (2013), « The Case for 4% Inflation », Central Bank of the Republic of Turkey, Central Bank Review, vol.XIII
- Barran F., Coudert V., Mojon B. (1995), «Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire. Une application à trois pays de l'OCDE», Revue économique, Vol.46, n°2, pp. 393-413
- Barro R.J (1996), « Inflation and Growth », Fédéral Reserve Bank of saint- louis, Review, vol.78, N°3, p.153-169
- Barro R.J., Gordon D.B (1983), « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model », Journal of Political Economy, vol.91, N°4, p.589-610
- Barth M. J., Ramey V. A. (2000), «The Cost Channel of Monetary Transmission », NBER Working Paper, n°7675.
- Bartolini L., Bertola G., Prati A. (2002), « Day-To-Day Monetary Policy and the Volatility of the Federal Funds Interest Rate », Journal of Money, Credit and Banking, vol.34, n°1, p.137-159
- Baskaya Y. S., di Giovanni J., Kalemli-Ozcan S., Peydro J-L., ULu M. F. (2016), « Capital Flows and The International Credit channel», NBER Chapters, in: NBER International Seminar on Macroeconomics 2016, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bauer M.D., Neely C.J. (2013), « International Channels of the Fed's Unconventional Monetary Policy », Working Paper, 2012-028 B, Federal Reserve Bank of Saint-Louis, February.
- Benati L. (2007), « The Great Moderation in the United Kingdom », European Central Bank, Working Paper Series, N°769
- Benati L. (2008), « the « Great Moderation » in the United Kingdom », Journal of Money, Credit and Banking, vol.40, n°1, p.121-147
- Bennouna H., Lahlou K., Mossadak A. (2016), «Analyse des canaux de transmission de la politique monétaire au Maroc», Document de travail, Bank AL-MAGHRIB, Numéro 1.
- Bernanke B. S. (2002), « Asset-Price « Bubbles » and Monetary Policy », Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, October 15. (www.federalreserve.gov)
- Bernanke B. S. (2007), « Financial Accelerator and the Credit Channel », A speech at a conférence on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, 15 june

- Bernanke B. S. (2009), « The Crisis and the Policy Response : A speech at the Stamp Lecture », London School of Economics, London, England, January 13. (www.federalreserve.gov)
- Bernanke B. S. (2010), « the Economic Outlook and Monetary Policy », speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole Wyoming, August 27. (www.federalreserve.gov)
- Bernanke B. S., Blinder A. (1988), « Crédit, Money and Aggregate Demand », *American Economic Review*, vol.78, n°2, p.435-439
- Bernanke B. S., Blinder A. S. (1992), « The federal funds rate and the channels of monetary Transmission », *American Economic Review*, Vol. 82(4), pp. 901-921
- Bernanke B. S., Gertler M ; Gilchrist S. (1996), « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *Review of Economics and Statistics*, vol.78, n°1, pp.1-15
- Bernanke B. S., Gertler M. (1989), « Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations », *American Economic Review*, vol.79, n°1, pp.14-31
- Bernanke B. S., Gertler M. (1995), « Inside the Black Box : The Crédit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, N°4, p.27-48
- Bernanke B. S., Gertler M. (2001), « Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices ? », *the American Economic Review*, vol.91, N°2, pp. 253-257
- Bernanke B. S., Lown C. S. (1991), « The Credit Crunch », *Brookings Papers on Economic Activity*, n°2, p.204-239
- Bernanke B. S., Reinhart V.R., Sack B.P. (2004), « Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound : An Empirical Assessment », *Brookings Papers Economic Activity*, vol.35, n°2, pp.1-100. ([ww.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov))
- Beyer A., Nicoletti G., Papadopoulou N., Papsdorf P., Rünstler G., Schwarz C., Sousa J., Vergote O. (2017), « The transmission channels of monetary, macro-and microprudential policies and their interrelations », *European Central Bank, Occasional Paper Series*, No. 191
- Bindseil U. (2004), « Monetary Policy Implementation –Theory-Past-Present », New York, Oxford University Press Inc.
- Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *IMF Staff Position Note SPN/10/03*, 12 February (www.imf.org)
- Blot C., Le Bayon S., Lemoine M., Lévassieur S. (2009), « De la crise financière a la crise économique. Une analyse comparative France-Etats-Unis », *Revue de l’OFCE*, N°110, pp. 255-281, p. 267
- Blum J., Hellwig M. (1995), « The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks », *European Economic Review*, 39 (3-4), pp.739-749
- Borio C., Disyatat P. (2009), « Unconventional monetary policies : on appraisal », *BIS Working Paper*, n°292.
- Borio C., Lowe P. (2002), « Asset Prices, Financial and Monetary Stability : exploring the nexus », *BIS Working Paper*, N°114
- Borio C., Lowe P. (2004), « Securing sustainable price stability : should credit come back from the wilderness ? », *BIS Working Paper*, N°157
- Borio C., Zabai A. (2016), « Unconventional Monetary Policies : are –appraisal », *BIS Working Papers*, n°570.

- Borio C., Zhu H. (2008), « Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy : a Missing Link in the Transmission Mechanism ? », BIS Working Papers, n°268
- Boughrara A. (2009), « Monetary Transmission Mechanism in Morocco and Tunisia », Economic Research Forum, Working Paper N°.460
- Bullard J., Mitra K. (2002), « learning about monetary policy rules », Journal of Monetary Economics, vol.49, n°6, p.1105-1129
- Carré E.(2015), « les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », l'Economie politique, vol.66, n°2, pp.42-55
- Chami R., Casimano T.F. (2001), « Monetary Policy with a touch of Basel », IMF Working Paper WP/01/151, International Monetary Fund.
- Checetti S. G. (1999), «Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, Vol.5, July, pp. 9-28
- Christiano L. J. Eichenbaum M., Evans C. L. (1999), «Monetary Policy Shocks: What Have we Learned and to what end ?», in Taylor J. B. and M. woodford (eds.), Handbook of Macroeconomics, Vol.1, Elsevier.
- Christiano L., Motto R., Rostagno M.(2008), « Two Reasons Why Money and Credit May be Useful in Monetary Policy », in The Role of Money-Money and Monetary Policy in the Twenty –First Century, Editors : Andreas Beyer and Lucrezia Reichlin, Proceedings of the Forth ECB central Banking Conference 9-10 november 2006, European central bank : Frankfurt, pp.28-55
- Christophe Blot et al, (2009), « De la crise financière à la crise économique. Une analyse comparative France-Etat unis », Revue de l'OFCE, N°110, p.225-281
- Ciccarelli M., Maddaloni A., Peydro J. (2013), «Heterogeneous Transmission Mechanism Monetary Policy and Financial Fragility in the Euro Area», European Central Bank, Working Paper Series, N°1527.
- Clarida R., Gali J., Gertler M. (1999), «The Science of Monetary Policy : A New Keynesian Perspective», Journal of Economic Literature, Vol. XXXVII, pp. 1661-1707.
- Coudert V., Mojon B. (1997), « Asymétries financières et transmission de la politique monétaire en Europe », Economie et Prévision, N°.128, pp. 41-60
- Creel J., Levasseur S. (2005), « Monetary Policy Transmission Mechanisms in the Ceecs : How Important are the Differences with the Euro Area ? », Document de travail, Observatoire Français des Conjonctures Economique (OFCE), N°.2005-02 Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=826284>
- Dabla-Norris E., Floerkemeier H. (2006), « Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia : Evidence from VAR Analysis », IMF Working Paper, International Monetary Fund, N°. 06/248
- Dedola L., Lippi F. (2005), «The monetary Transmission mechanism: evidence from the industries in five OECD countries», European Economic Review, Vol. 49(6), pp. 1543-1569
- Drumetz F., Verdelhan A.(1997), « Règles de Taylor : présentation, applications, limites », Bulletin de la Banque de France, Septembre, p.81-87

- Egert B., MacDonald R. (2008), « Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe : Surveying the Surveyable », OECD Economics Department Working Papers, N°.654, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/230605773237>
- Eggertsson G.B., Woodford M. (2003), « The Zero Interest Rate Bound and Optimal Monetary Policy », Brookings Papers on Economic Activity, n°1, pp.139-233
- Faouzi A. (1999), « les canaux de transmission de la politique monétaire : analyse théorique et application sur données tunisiennes », Revue Tunisienne d'Economie, N°10.
- Fischer S. (1995), « Central Bank- Independence Revisited », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.85, n°2, p.201-206
- Fisher S. (1981), « Towards and Understanding of the costs of inflation: II », Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, vol.15, p.5-41
- Fisher S. (1993), « The Role of Macroeconomic Factors in Growth », Journal of Monetary Economics, vol.32, p.485-512
- Fratzscher M., Duca M.L., Straub R. (2013), « On the International Spillovers of US Quantitative Easing », Working Paper Series n°1557, European Central Bank, june.
- Friedman M. (1959), « The demand for money : some theoretical and empirical results », Journal of Political Economy, Vol. 67, pp. 327-351.
- Friedman M. (1960), « A Program for Monetary Stability », New York, Fordhan University Press.
- Friedman M. (1982), « Monetary Policy : Theory and Practice », Journal of Money, Credit and Banking, vol.14, N° 1, p.98-118
- Friedman M., « The quantity theory of money : a restatement », in Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, 1956, traduit dans Thorn R.(éd.), Théorie monétaire, Dunod ,1971 ,p. 69-90
- Funke N. (2004), « Is there a stock market wealth effect in emerging market ? », Economics Letters, Vol.83(3), pp. 417-421
- Furfine C. (2001), « Bank Portfolio Allocation : the Impact of Capital Requirements, Regulatory, Monitoring, and Economic conditions », Journal of Financial Services Research, vol.20, n°1, p.33-56
- Gagnon J.E, Ihrig J. (2001), « Monetary policy and exchange rate pass-through », Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers, n°704
- Gaiotti E., Secchi A. (2006), «Is There a Cost Channel of Monetary Policy Transmission? An Investigation into the Pricing Behavior of 2000 Firms», Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.38, n°8, pp. 2013-2037
- Gambacorta L. , Mistrulli P. (2004), « Does Bank Capital Affect Lending Behaviour ? », Journal of Financial Intermediation, vol.13, n°4, p.436-457.
- Ganev G., Molnar K., Rybinski K., Wozniak P. (2002), « Transmission Mechanism of Monetary Policy in Central and Eastern Europe », Raporty Case, N°.52, Warsaw, Poland, Center for social and Economic Research.
- Gilchrist S., Leahy J.V (2002). « Monetary Policy and Asset Prices », Journal of Monetary Economics, vol.49, pp.75-97
- Goodhart C. A. E. (2009), «The Continuing Muddles of Monetary Policy : A Steadfast Refusal to Face Facts», Economica, Vol. 76, pp. 821-830.

- Grab J., Zochowski D. (2017), « The international bank Lending channel of unconventional monetary policy », European Central Bank, Working paper Series, N°2109.
- Grilli V, Masciandaro D, Tabellini G (1991) , « Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries », *Economic Policy*, vol.6, issue 13, October, p.341-392
- Hall B. (1995), « How has the Basel accord affected Bank Portfolios ? », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.7, p.408-440
- Hanson M. s. (2004), « The « Price Puzzle » Reconsidered », *Journal of Monetary Economics*, vol.51, n° 7, pp.1385-1413
- Hauser A, Bridgen A. (2002), « Money and Credit in a Inflation- Targeting Regime . », *Banq of England Quarterly Bulletin* , Autumn , p. 299-307
- Héricourt J. (2006), « Monetary Policy Transmission in the CEECs : A Comprehensive Analysis », *Cahiers de la Maison des Sciences Economiques*, 2005.20-ISSN : 1624-0340.
- Herland M., Rizzo B., « L'effet d'encaisse réelle. Cinquante ans d'emprise sur la théorie monétaire » In : *Revue économique*. Volume 51, n°5, 2000, pp.1249-1280
- Hicks J. R. (1937), « Mr. Keynes and the Classics ; A Suggested Interpretation » *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, pp. 147-159 (www.jstor.org/stable/1907242)
- Hubbard G., Kuttner K., Palia D. (1999), « Are there bank effects in borrowers' costs of funds ? : Evidence from a matched sample of borrowers and banks », *Journal of Business*, University of Chicago Press, vol.75(4), pp.559-581
- James Tobin (1956), « The interest clasticity of the transactions demand for cash », *Review Economics and Statistics*, Vol.38, pp. 241-247
- James Tobin (1958), « Liquidity Preference as Behavior Towards Risk », *Review of Economic Studies*, Vol. 25, No. 2, pp. 65-86 (<http://www.jstor.org/stable/2296205>)
- John B. Taylor, « Macroeconomic Policy in a World Economy : From Econometric Design to Practical Operation », New York, Norton, 1993
- Jorge j. (2009), « Why Do Bank Loans React with a Delay to Shifts in Interest Rates ? A Bank Capital Explanation », *Economic Modelling*, vol.26, pp.799-806
- Kashyap A. K., Stein J. C., Wilcox D. w. (1993), « Monetary Policy and Credit Conditions : Evidence from the Composition of External Finance », *American Economic Review*, vol.83, n°1, pp.78-98
- King M. (1994), « Monetary Policy in the UK », *Fiscal Studies*, 15 (3), pp.109-128
- Koivu T. (2010), « Monetary Policy, Asset Prices and Consumption in china », European Central Bank, Working Paper Series, N°1240
- Krugman P.R. (1998), « It's Baaack : Japan's Slump and the return of the Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.29, n°2, pp.137-206
- Kydland F.E., Prescott E.C. (1977), « Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol.85, n°3, p.473-491
- Laurent Daniel, Michel Ruimy, « Taux d'intérêt et marchés financiers », L'Harmattan, Paris, 04/2013, pp.145-211
- Leiderman L, Svensson L.E.O. (1995), « Inflation Targeting », Centre for Economic Policy Research, London.

- Levy D., Bergen M., Dutta S., Venable R. (1997) « The Magnitude of Menu Costs : Direct Evidence from Large U.S Supermarket Chains », Quarterly Journal of Economics, vol.112, issue 3, p.791-825
- Liang Q., Cao H. (2007), « The impact of monetary policy on property prices : Evidence from china », Journal of Asian Economics, 18, pp. 63-75
- Lown C., Perstiani S., (1996), « The Behaviour of Consumer Loan Rates During the 1990 Credit Slowdown », Journal of Banking and Finance, vol.20, n^o10, p.1673-1694
- Lucas R.E. (1973), «Some International Evidence on output-Inflation Tradeoffs», The American Economic Review, Vol. 63, No. 3, pp.326-334.
- Lucas R.E. (1996), «Nobel Lecture : Monetary Neutrality», Journal of Political Economy, Vol. 104, No. 4, pp. 661-682.
- Ludvigson S., Steindal C., Lettau M. (2002), «Monetary Policy Transmission through the Consumption-Wealth channel», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, May, pp.117-133
- Markovic B. (2006), « Bank Capital Channel in the Monetary Transmission Mechanism », Bank of England Working Papers, n^o313
- Mehrota A. (2007), «Exchange and Interest Rate Channels during a Deflationary Era- Evidence from Japan, Hong Kong and china, Journal of Comparative Economics, 35, pp.188-210
- Mishkin F. S. (1996), « les canaux de transmission de la politique monétaire », Bulletin de la Banque de France, n^o27, pp.91-105
- Mishkin F. S. (2002), « How Should We Respond to Asset Price Bubbles ? », A Speech At the wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute's Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, May 15 (www.federalreserve.gov).
- Mishkin F. S. (2004), « Can Central Bank Transparency Go Too Far ? », NBER Working Paper, N^o 10829.
- Mishkin F. S. (2011), « Monetary Policy Strategy : Lessons from the Crisis », NBER Working Paper N^o16755 (www.nber.org/papers/w16755)
- Mishkin F. S., Posen A. (1997), « Inflation Targeting : Lessons from Four Countries », Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, p.9-110
- Mishkin F.S. (2001), « The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy », NBER Working Paper, n^o8617
- Modigliani F., Ando A. (1963), « The life cycle hypothesis of saving : aggregate implications and tests », American Economic Review.
- Monticelli C., Tristani O. (1999), « What does the single monetary policy do ? A SVAR benchmark for European central Bank », ECB Working Paper, N^o.2
- Morsink J., Bayoumi T. (2001), «A Peek Inside the Black Box :The Monetary Transmission Mechanism in Japan», IMF Staff Papers, Vol. 48 (1), pp. 22-57
- Muth J. F. (1961), «Rational expectations and the theory of price movements», Econometrica, Vol.29, No. 3, pp. 315-335.
- Neaime S. (2008), « Monetary Policy Transmission and Targeting Mechanism in the MENA Region », ERF Working Paper, N^o.395
- Neely C.J. (2014), « Unconventional Monetary Policy Had Large International Effects », Working Paper 2010-018 G, Federal Reserve Bank of Saint –Louis, November.

- Odabasioglu F. G., Aydin C. (2015), « The Effectiveness of Monetary Transmission Channels : The Case of Central and Eastern European Transition Economies », Sarajevo Journal of Social Sciences, Inquiry. <https://www.researchgate.net/publication/299425453>
- Oros C., Romocea C. (2009), « The monetary transmission mechanisms in the CEECs : A structural VAR approach », Applied Econometrics and International Development, Vol. 9(2), pp. 73-97
- Otmar Issing (1996) , « Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate ? », Monetary Policy in an Integrated World Economy : Symposium 1995, Horst Siebert ed., Mohr, Tübingen, p.120
- Peek j. , Rosengren E. (1995), « Bank Regulation and the Credit Crunch », Journal of Banking and finance, vol.19, Issues 3-4, p.679-692
- Peek J., Rosengren E. (1997), « The International Transmission of Financial Shocks : The Case of Japan », The American Economic Review, vol.87, n^o4, p.495-505
- Peek J., Rosengren E. (2000), « Collateral Damage : Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States », American Economic Review, vol.90, n^o1, p.30-45
- Peersman G., Smet F. (2001), « The monetary transmission mechanism in the euro area : more evidence from VAR analysis », European Central Bank, Working Paper, N^o91
- Pelinescu E. (2012), « Transmission Mechanism of Monetary Policy in Romania. Insights into the Economic Crisis», Romania Journal of Economic Forecasting, Institute for Economic Forecasting, Vol.3, pp. 5-21
- Peltonen T. A., Sousa R. M., Vansteenkiste I. S. (2009), « Wealth effects in Emerging Market Economies », European Central Bank, Working Paper Series, N^o1000
- Persson T, Tabellini G (1993) , « Designing Institutions for Monetary Stability », Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy , vol.39, p.53-84
- Pikkani R. (2001), « Monetary Transmission Mechanism in Estonia-Empirical Model », Working Papers of Eesti Pank, N^o5.
- Piteau M., « L'illusion monétaire : histoire et géographies », Idées économiques et sociales, 2011 /4 N^o166, pp.48-58
- Poddar T., Sab R., Khachatryan H. (2006), « The Monetary Transmission Mechanism in Jordan », IMF Working Paper. 48
- Postaler G. « Don Patinkin, conciliation du monétaire et du réel », Alternatives économiques, 10/2008 (n^o273).
- Primiceri G. (2005), «Time Varying Structural Vector Autoregressions and Monetary Policy», Review of Economic Studies, 72(3), pp. 821-852
- Ramey V. (1993), « How important is the credit channel in the transmission of monetary policy ? », NBER Working Paper, N^o.4285
- Reinhart C. M., Rogoff K.S. (2008), « It's the 2007 Sub-Prime Financial Crises So Different ? An International Comparison », American Economic Review, AEP Papers and Proceedings, vol.98, N^o 2, p.339-344
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), « The Aftermath of Financial Crises », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.99, N^o 2, p.466-472
- Roger S. (2009), « inflation targeting at 20 : Achievements and Challenges », IMF Working Paper, WP/09/236

- Roger S., Stone M (2005) , « On Target ? The International Experience with Achieving Inflation Targets », IMF Working Paper, WP/05/163.
- Rogoff K.(1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », Quarterly Journal of Economics, vol.100, issue 4 , p.1169-1189
- Romer C. D., Romer D. H. (1990),« New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism », Brookings Papers on Economic Activity, vol.21, p.149.214
- Rosenwald F., « L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit », Bulletin de la Banque de France, supplément études, 1^{er} trim.1995, p.105-121
- Shiller R.J. (1997), « Why Do People Dislike Inflation ? », in Reducing Inflation: motivation and strategy, C. Romer and D. Romer, Editors, NBER Book Series Studies in Business Cycles, Vol. 30, Chicago, University of Chicago Press, p. 13-70
- Shin H.S. (2008), « Risk and Liquidity in a System Context », Journal of Financial Intermediation, vol.17, n°03, pp.315-329
- Sims C. (1992), «Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The effects of Monetary Policy», European economic Review, Vol. 36 (5), pp. 975-1000
- Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O., Cottarelli C. (2008), « Fiscal Policy for the Crisis », IMF Staff Position Note, vol.08/01
- Svensson L. E. O. (2008), « What have economists learned about monetary policy over the past 50 years ? », this paper was presented at the conference “Monetary Policy over Fifty Years” in Frankfurt am Main, 21 September 2007, on the occasion of the 50 anniversary of the Deutsche Bundesbank, January.
- Svensson L. E. O. (1997), « Inflation Forecast Targeting : Implementing and Monitoring Inflation Targets », European Economic Review, vol.41, pp. 1111-1146
- Svensson L.E.O. (2009), « Transparency under Flexible Inflation Targeting : Experiences and Challenges », CEPR, Discussion Paper, n° 7213
- Taylor J.B. (1993), « Discretion Versus Policy Rules in Practice », Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy, vol.39, p.195-214
- Taylor J.B. (2009), « The Financial Crisis and the Policy Responses Empirical Analysis of What Went Wrong », Rock Center For Corporate Governance Working Paper, N°30, NBER Working Paper, N°14631 Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1341170>
- Tillmann P. (2009), «The time-varying cost channel of monetary transmission», Journal of International Money and Finance, 28, pp. 941-953
- Tobin J. (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », Journal of Money, Credit, and Banking, vol.1, p.15-29
- Van Den Heuvel S.J. (2002), « The Bank Capital Channel of Monetary Policy », the Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.
- Vetlov I. (2001), « Aspects of Monetary Policy and the Monetary Transmission Mechanism in Lithuania », Baltic Economic Trends, pp. 29-37
- Walsh C.E (1995), « Optimal Contracts for Central Bankers », American Economic Review, vol .85, n°1, p.150-167
- William Baumol (1952), « The transactions demand for cash : an inventory theoretic approach », Quarterly Journal of Economics, Vol. 66, pp.545-556 ;
- Woodford M. (2001), « The Taylor rule and optimal monetary policy », American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, vol.91, n°2, p.232-237

- Woodford M. (2007), « The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy », *Journal of Economic Perspectives*, vol.21, n°4, p. 3-24
- Woodford M. (2012), « Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound », *Proceedings- Economic Policy Symposium- Jackson Hole*, p.185-288
- Younsi M., Mna A. (2017), « The Credit Channel Transmission of Monetary Policy in Tunisia », *MPRA Paper*, N°.83519

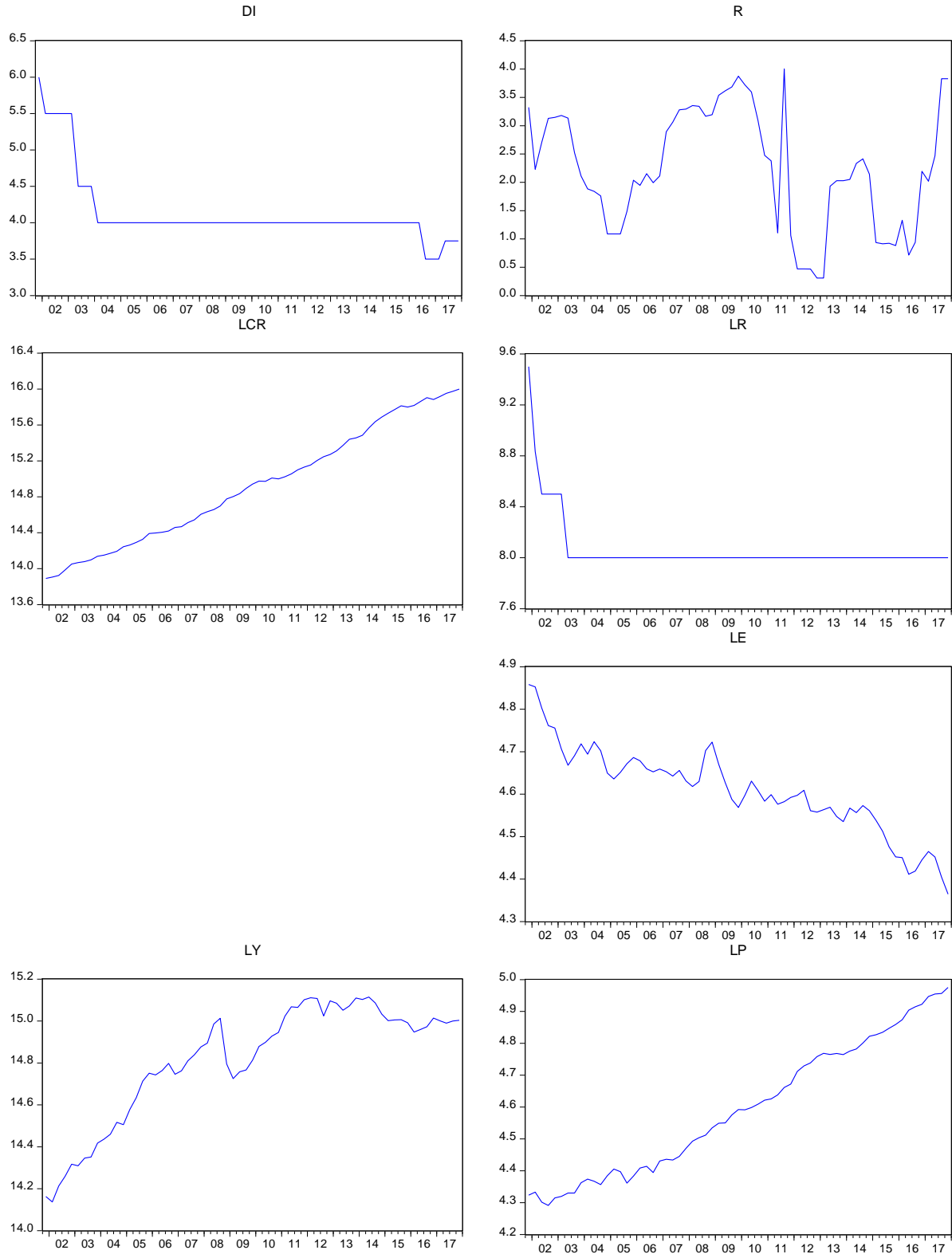
Rapports, Bulletins et Sites Statistiques

- Bank Al-Maghrib, Politique monétaire, Cadre opérationnel, Dispositif d'intervention sur le marché monétaire. (www.bkam.ma)
- Bank Al-Maghrib, Politique monétaire, Cadre stratégique, Présentation. (www.bkam.ma)
- Banque Centrale de Tunisie (2014), «Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Tunisie», *Rapport Final*, Décembre, p. 6
- Banque centrale de Tunisie, Missions, Politique Monétaire, Mise en œuvre de la politique monétaire. (www.bct.gov.tn)
- Banque Centrale Européenne (2004) , « La politique monétaire de la BCE », 2^{ème} édition, pp.50-51
- Banque Centrale Européenne (2005), « Premier bilan des modifications du cadre opérationnel de l'Eurosystème pour la mise en œuvre de la politique monétaire », *Bulletin mensuel*, février, 65-72
- Banque d'Algérie, Chapitre VI : Situation monétaire et politique monétaire. (www.bank-of-algeria.dz)
- Chapitre II, Section I, Article 6 du statut de Bank Al-Maghrib.
- European Central Bank (2002), « The accountability of the ECB », *Monthly Bulletin*, november, p.47-57
- European Central Bank (2005), « Initial experience with the changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation», *Monthly Bulletin*, ECB, February, pp.65-71
- European Central Bank, *Monthly Bulletin*, July 2000.

الملاحق

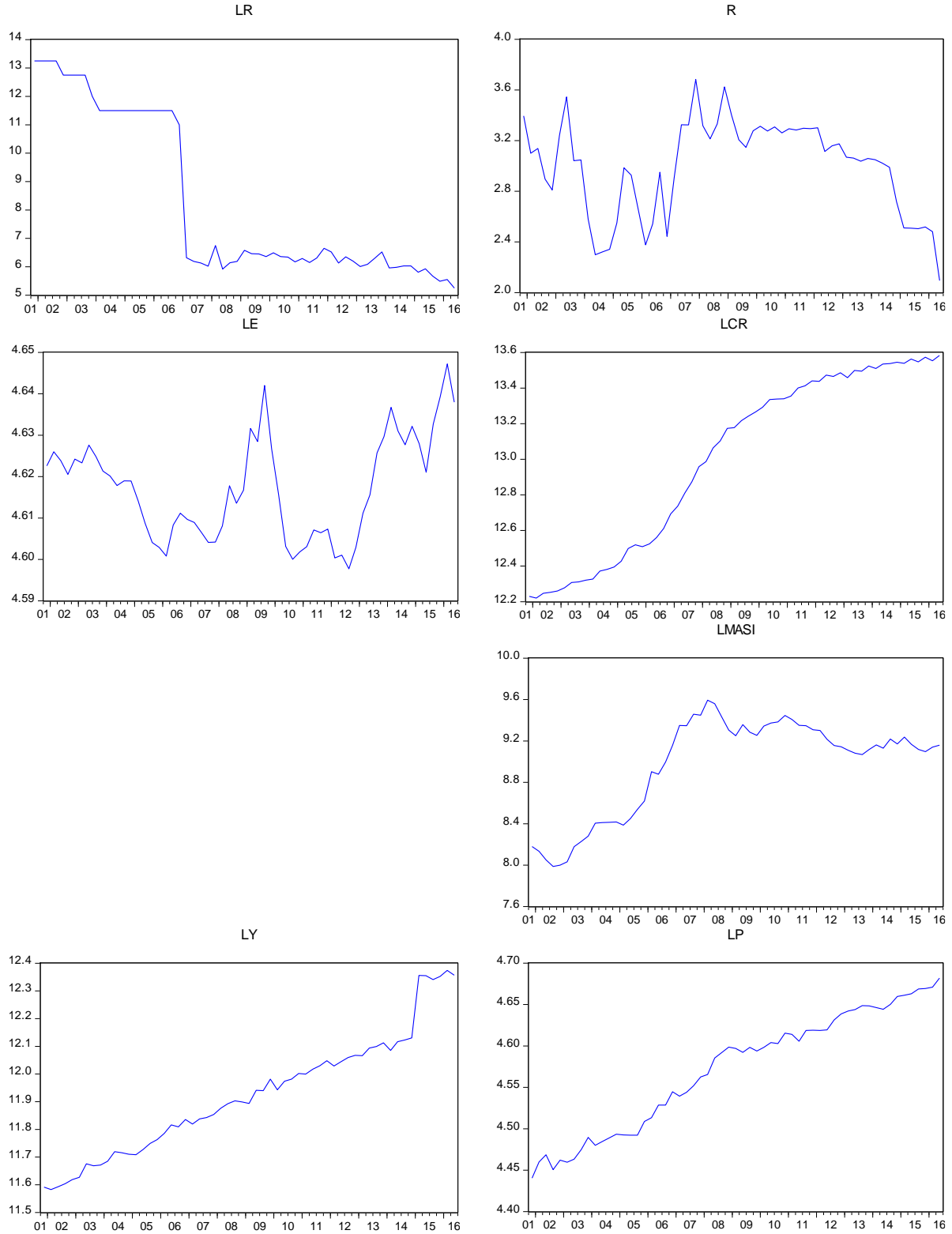
الملحق 1

الأشكال البيانية للمتغيرات الماكرواقتصادية الخاصة بالإقتصاد الجزائري



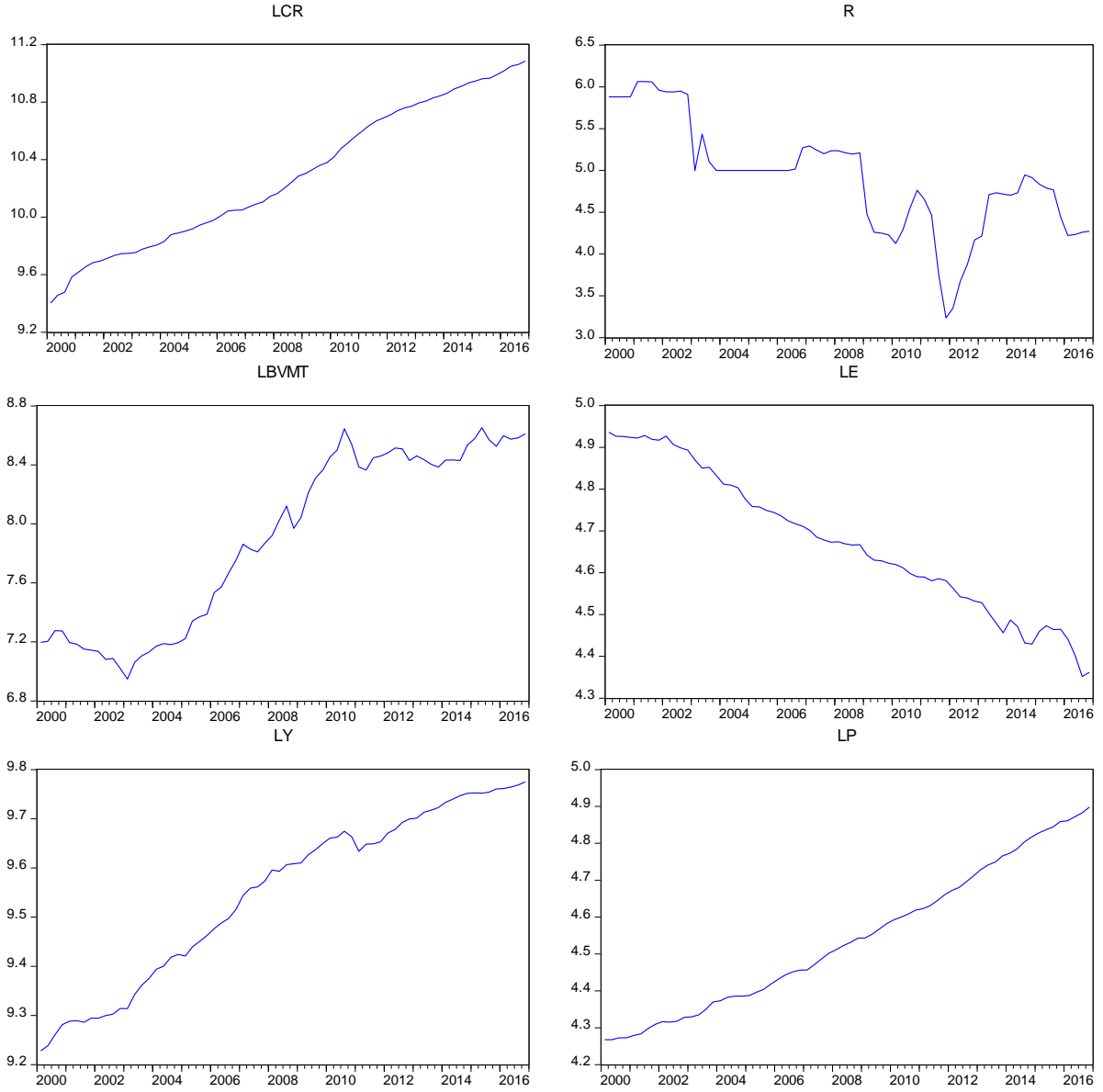
الملحق 2

الأشكال البيانية للمتغيرات الماكرواقتصادية الخاصة بالإقتصاد المغربي



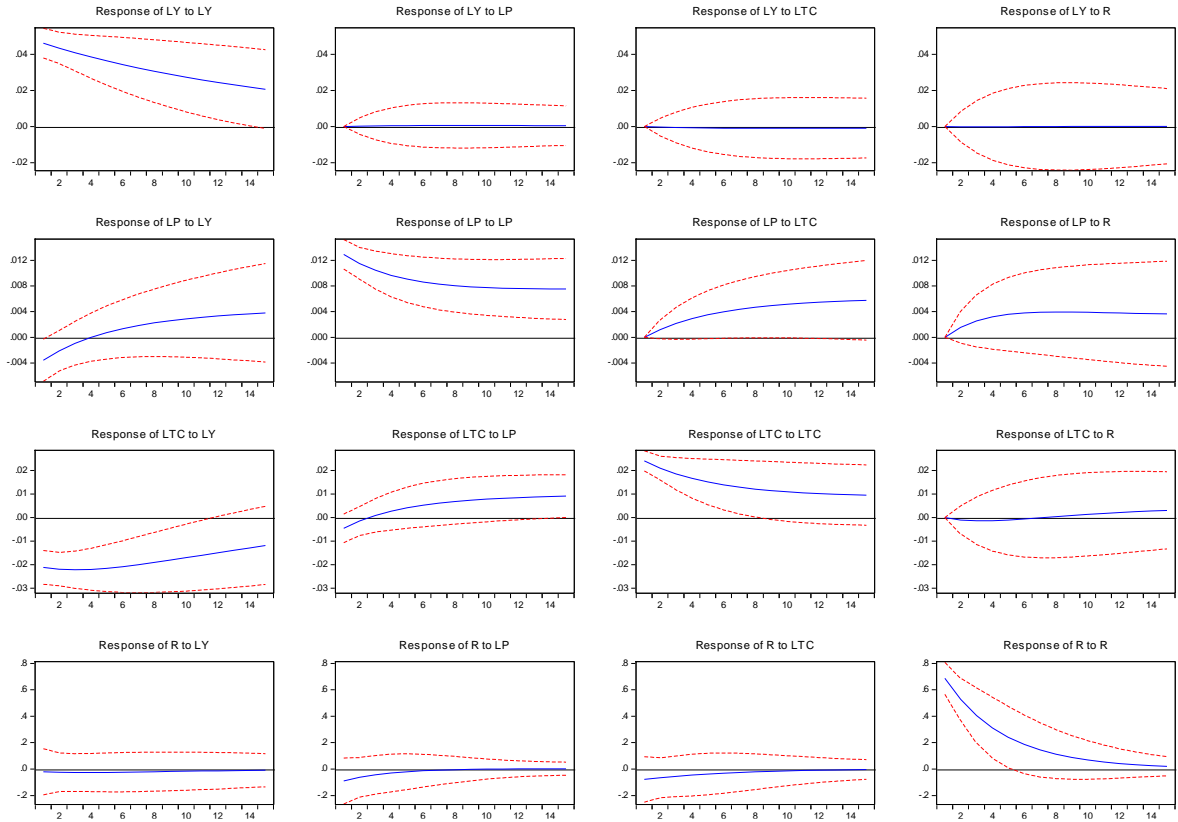
الملحق 3

الأشكال البيانية للمتغيرات الماكرواقتصادية الخاصة بالإقتصاد التونسي



الملحق 4

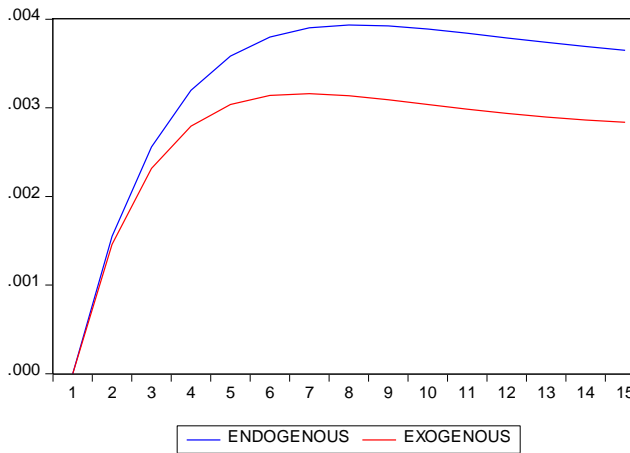
Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



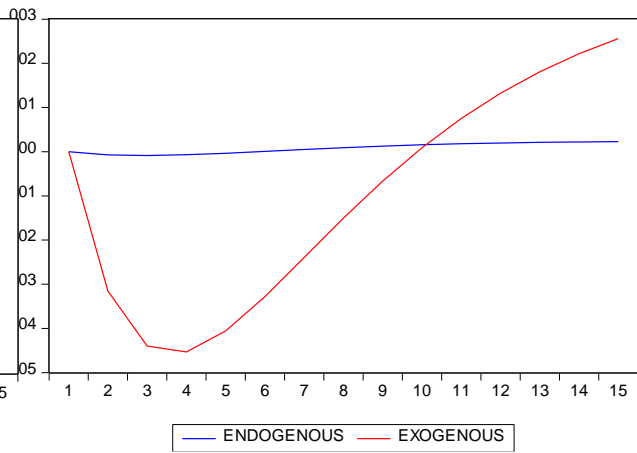
الملحق 5

إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية

إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية

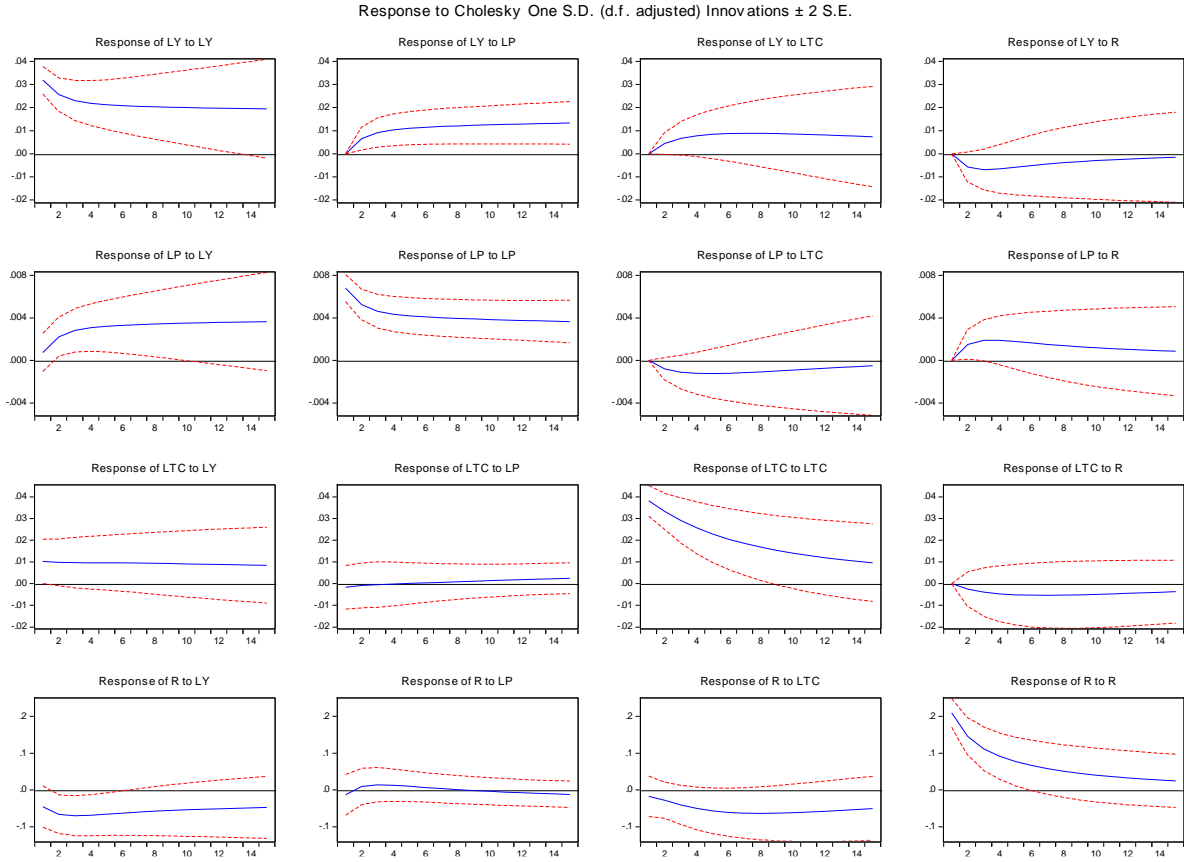


المصدر: نتائج برنامج Eviews10



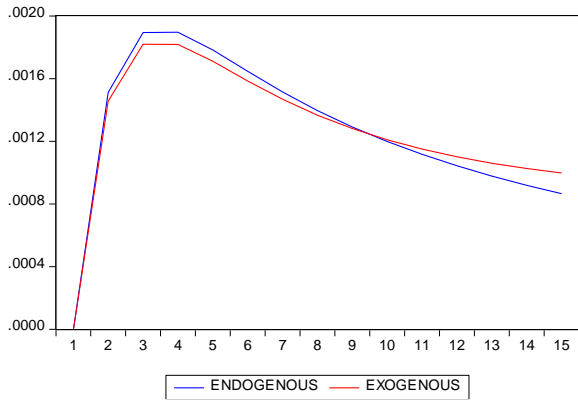
المصدر: نتائج برنامج Eviews10

الملحق 6



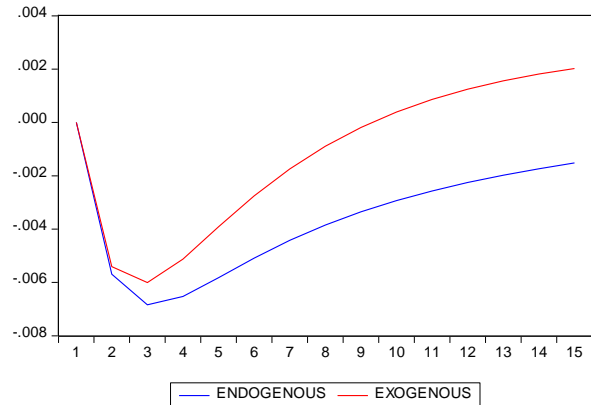
الملحق 7

إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



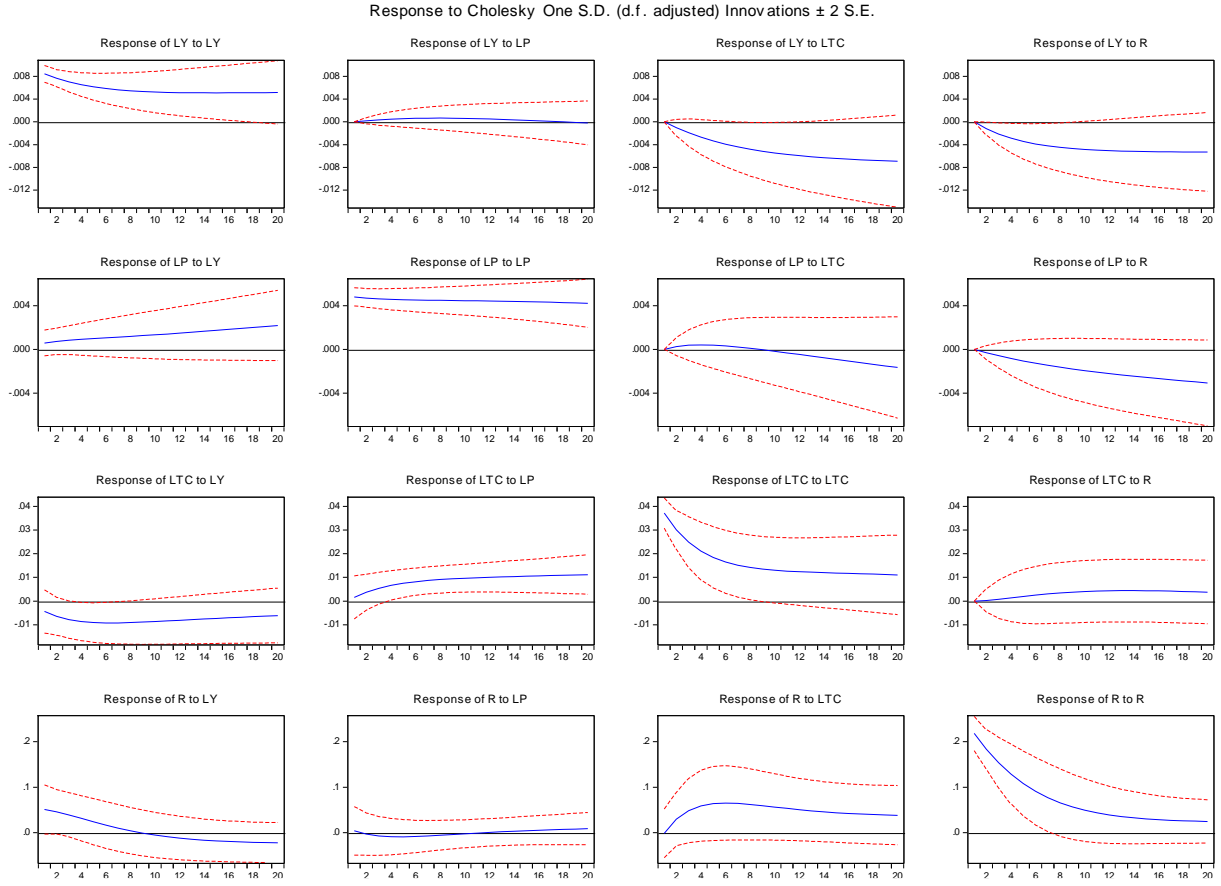
المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



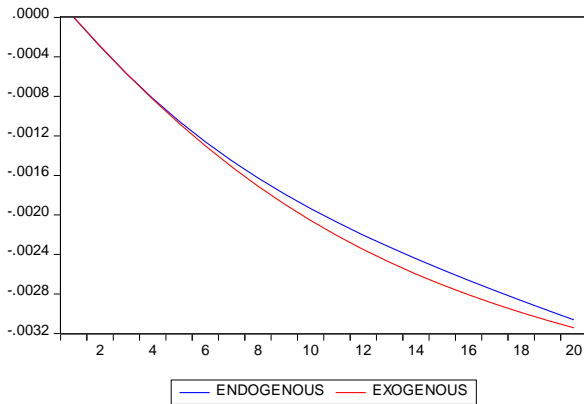
المصدر: نتائج برنامج *Eviews10*

الملحق 8



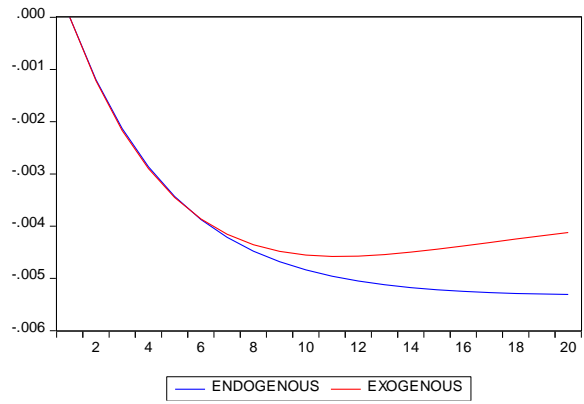
الملحق 9

إستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج Eviews10

إستجابة الناتج الداخلي الخام الحقيقي لصدمة معدل السياسة النقدية



المصدر: نتائج برنامج Eviews10

ملخص:

تلعب السياسة النقدية دور هام في الاقتصاد، فهي موجودة في قلب النقاش الدائر حول السياسة الاقتصادية التي ينبغي لها إستهداف إستقرار الأسعار و النمو الإقتصادي المستديم. إن نجاح البنوك المركزية في تحقيق أهداف سياستها النقدية هو مُتَوَقَّف على مدى معرفتها بكل القنوات التي تعمل فعلياً على نقل أثر قراراتها إلى النشاط الإقتصادي ، و أي إغفال لقناة من القنوات سينجم عنه ضعف في تقدير حجم الأثر الذي من الممكن أن تتركه السياسة النقدية في الاقتصاد ، و سيحدث جزءاً ذلك إنحراف عن الأهداف المحددة لها. ومن ثمَّ تهدف هذه الدراسة إلى إستعراض وتحليل مختلف قنوات إنتقال السياسة النقدية، مع تقييم فعالية هذه القنوات في ثلاث دول مغاربية: الجزائر، المغرب و تونس ، بالإستعانة بنموذج شعاع الإنحدار الذاتي VAR. و قد تمَّ التوصل إلى النتائج التالية:

. الأهمية النسبية لقناتي سعر الصرف و القروض في حالة الاقتصاد الجزائري ؛

. الأهمية النسبية لقناتي معدلات الفائدة و القرض البنكي في حالة الاقتصاد المغربي؛

. الأهمية النسبية لقناتي معدلات الفائدة و سعر الصرف في حالة الاقتصاد التونسي.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، قنوات إنتقال السياسة النقدية، نموذج شعاع الإنحدار الذاتي VAR.

Résumé :

La politique monétaire joue un rôle très important dans l'économie. Elle est au cœur des débats sur la politique économique orientée vers la stabilité des prix et une croissance durable. Son efficacité est conditionnée par la compréhension de la façon dont elle fonctionne et par aussi la connaissance de tous ses mécanismes de transmission. Ceci étant, cette recherche tente de mettre en exergue les différents canaux de transmission de la politique monétaire. Notre travail tentera également d'évaluer l'efficacité de ces canaux au trois pays de Maghreb arabe : l'Algérie, le Maroc et la Tunisie, en faisant recours à une modélisation de type VAR. Notre étude a abouti aux résultats suivants :

- L'efficacité relative des canaux de taux de change et de crédit en cas de l'économie algérienne ;
- L'efficacité relative des canaux de taux d'intérêt et de crédit bancaire en cas de l'économie marocaine ;
- L'efficacité relative des canaux de taux d'intérêt et de taux de change en cas de l'économie tunisienne.

Mots clés : politique monétaire, canaux de transmission de la PM, modèle VAR

Abstract :

The monetary policy plays a significant role in economy. It also remains a subject of heated debates in macroeconomics. To ensure the effectiveness of this policy, central banks require their ability to accurately assess the impact of their actions on the economic activity. This, therefore, implies an understanding of the mechanisms by which monetary policy affects economy. This research endeavours to highlight the various channels of monetary policy transmission. Our work will also attempt to empirically investigate the effectiveness of these channels in the three countries of the Arab Maghreb namely Algeria; Tunisia; and Morocco, through the use of a vector autoregressive model VAR. The results of our research work reveal:

- The relative effectiveness of the exchange rate and credit channels in the case of the Algerian economy;
- The relative effectiveness of the interest rate and Bank Lending channels in the case of the Moroccan economy;
- The relative effectiveness of the interest rate and exchange rate channels in the case of the Tunisian economy.

Key words: Monetary Policy, Monetary Transmission Channels, vector autoregressive model