



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد خيضر - بسكرة -



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع

إدارة سعر الصرف وأثرها على سياسة استهداف التضخم دراسة حالة الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود وتمويل

الأستاذ المشرف:

إعداد الطالب:

أ.د. حدة رايس

محسن حمريط

الجنة المناقشة

الجامعة	الصفة	أعضاء اللجنة
جامعة بسكرة	رئيسا	أ.د. رقية حساني
جامعة بسكرة	مقررا	أ.د. حدة رايس
جامعة بسكرة	ممتحنا	د. الزهرة بن بريكة
جامعة خنشلة	ممتحنا	د. صالح السعيد
جامعة أم البواقي	ممتحنا	د. زوبير عياش
جامعة الوادي	ممتحنا	د. فوزي محيريق

السنة الجامعية: 2016-2017

قسم العلوم الاقتصادية



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد خيضر - بسكرة



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع

إدارة سعر الصرف وأثرها على سياسة استهداف التضخم دراسة حالة الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود وتمويل

الأستاذ المشرف:

إعداد الطالب:

أ.د. حدة رايس

محسن حمريط

الجنة المناقشة

الجامعة	الصفة	أعضاء اللجنة
جامعة بسكرة	رئيسا	أ.د. رقية حساني
جامعة بسكرة	مقررا	أ.د. حدة رايس
جامعة بسكرة	ممتحنا	د. الزهرة بن بريكة
جامعة خنشلة	ممتحنا	د. صالح السعيد
جامعة أم البواقي	ممتحنا	د. زوبير عياش
جامعة الوادي	ممتحنا	د. فوزي محيريق

السنة الجامعية: 2016-2017

قسم العلوم الاقتصادية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخْرِجُ الْحَيَّ مِنَ الْمَوْتِ
وَيُدْخِلُ الْمَوْتَ فِي الْحَيِّ
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخْرِجُ الْحَيَّ مِنَ الْمَوْتِ
وَيُدْخِلُ الْمَوْتَ فِي الْحَيِّ
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ

إهداء

إلى والدي رحمهما الله

إلى جميع إخوتي وأخواتي

إلى زملائي في العمل و الدراسة

إلى كل طالب علم

اهدي هذا العمل المتواضع

شكر وتقدير

بعد شكر الله عز وجل على إتمام هذا العمل
المتواضع

أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة حدة رايس
على تأطيرها لهذا العمل

كما لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر إلى
أعضاء لجنة المناقشة وإلى كل من ساهم من
قريب أو بعيد على إتمام هذا العمل

إلى الجميع أقول جزاكم الله عنا كل خير

المخلص

مر أكثر عقدين ونصف من الزمن منذ أن اعتمدت أول دولة وهي نيوزلندا نهجا جديدا لإدارة السياسة النقدية، من خلال تحقيق هدف للتضخم في الأجل المتوسط والطويل، مع الالتزام العام بالسيطرة على التضخم والتركيز على الشفافية والمساءلة والمصدقية للسلطة النقدية، وتعكس هذه العناصر الأخيرة كل من النظرية والتجربة، حيث أن السياسة النقدية لا يمكنها تحقيق أهداف متعددة بسبب تعارض هذه الأهداف كتعارض هدف خفض البطالة مع خفض التضخم، أو زيادة الناتج مع تخفيض التضخم، كما أن السياسة النقدية لا تؤثر على المتغيرات الحقيقية التي تتعدل وفقا للتضخم بل تؤثر على المتغيرات الاسمية فقط، كما أن ارتفاع التضخم يضر بالنمو والتوزيع العادل للدخل، وان التوقعات والمصدقية تؤثران تأثيرا كبيرا على فعالية السياسة النقدية.

عرفت سياسة استهداف التضخم انتشارا كبيرا بين الدول والبنوك المركزية، ولا توجد أي دولة تخلت عن هذه السياسة، وتعتبر سياسة استهداف التضخم من السياسات التي تعتمد على المصدقية، وأظهرت سياسة استهداف التضخم نتائج ايجابية في الحد من تقلبات التضخم والتضخم المتوقع ومستويات الناتج والتخفيف من اثر الصدمات، وتتطلب سياسة استهداف التضخم توفر مجموعة من الشروط الأساسية مثل استقلالية السلطة النقدية وغياب السيطرة الجبائية والمصدقية والشفافية والمساءلة والاستقرار المالي والمصرفي.

تقوم اغلب الدول الناشئة بإدارة سعر الصرف بالتوازي مع استهداف التضخم، بسبب أهمية سعر الصرف في هذه البلدان بسبب مستويات النفاذ الكبيرة لأسعار الصرف، وارتفاع المديونية بالعملة الأجنبية وعدم استقرار الأسواق المالية، وهذا الاستهداف الهجين للتضخم اثر بصورة سلبية على سياسة استهداف التضخم ومصدقية السياسة النقدية بسبب تعارض الأهداف.

أظهرت سياسة استهداف التضخم نتائج ايجابية، لكن هذه النتائج الايجابية كانت مرهونة بتحقيق شروط هذه السياسة، والدول النامية مثل الجزائر تعرف بعض النقص من ناحية توفير هذه الشروط، كاستقلالية السياسة النقدية وغياب السيطرة الجبائية ومستويات الشفافية والمساءلة والمصدقية، وتحسين هذه الشروط يمكن لهذه الدول الاستفادة من الخبرات الجديدة في إدارة السياسة النقدية من خلال سياسة استهداف التضخم.

الكلمات المفتاحية: سعر الصرف، استهداف التضخم

The abstract

More than Two decades and a half have passed, since New Zealand adopted new framework for managing the monetary policy, through targeting only the inflation rate in the medium and long term, with the general commitment to control inflation and focusing on transparency, accountability and credibility of the monetary authority, all these elements reflect both theory and practice, that is, central banks cannot achieve multiple goals, such as: low inflation and low unemployment or increasing output and reducing inflation together, the monetary policy also cannot influence real variables and also high inflation harms growth and the equitable distribution of income, and because expectation and credibility significantly influence the effectiveness of monetary policy.

The inflation targeting has spread out widely to many countries and central banks, no country has abandoned until now this policy which is based on the credibility of policy makers, the policy of inflation targeting has shown positive result in reducing inflation and output volatility, and also anchoring expectations, but the effectiveness of this policy depend on achieving some necessary conditions such as: the monetary policy autonomy, the absence of fiscal dominance, the credibility, transparency and accountability of policy makers and finally a sound financial system.

The most of emerging countries do both exchange rate management and inflation targeting, due to the importance of exchange rate channel in the pass-through and high debt in foreign currencies and vulnerability of financial markets, this hybrid targeting had a negative impact on the credibility of inflation targeting policy because of trade-off between the goals .

Inflation targeting has shown a positive results, but these results were conditioned on the achievement of some requirements, and Algeria does not have good stance concerning these requirements such as; monetary policy autonomy, the fiscal dominance, the credibility, transparency and accountability of policy makers, enhancing these requirement can benefit the country from the monetary policy management through inflation targeting.

Key words: exchange rate, inflation targeting

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء.....
II	كلمة شكر.....
III	الملخص باللغة العربية.....
IV	الملخص باللغة الإنجليزية.....
V	فهرس المحتويات.....
XI	قائمة الجداول و الأشكال.....
XIII	قائمة المختصرات.....

المقدمة العامة

أ	تحديد إشكالية البحث.....
ب	فرضيات البحث.....
ب	تحديد إطار البحث.....
ب	أسباب اختيار الموضوع.....
ب	أهمية البحث.....
ج	أهداف البحث.....
ج	المنهج والأدوات المستخدمة في البحث.....
ج	موقع البحث من الدراسات السابقة.....
هـ	خطة وهيكل البحث.....

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

08	تمهيد.....
09	المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف الثابتة.....
09	المطلب الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي، خصائصه وعناصره الأساسية.....
09	الفرع الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي.....
11	الفرع الثاني: خصائص النظام النقدي الدولي.....
12	الفرع الثالث: العناصر الأساسية للنظام النقدي الدولي.....
13	المطلب الثاني: أنظمة أسعار الصرف الثابتة.....
14	الفرع الأول: مفهوم أنظمة الصرف الثابتة.....
15	الفرع الثاني: تطور النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف لقاعدة الذهب.....
18	الفرع الثالث: التوازن في ظل قاعدة الذهب وقيود نظام الذهب.....
20	المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف المعومة.....
20	المطلب الأول: ظهور نظام بروتن وودز.....
21	الفرع الأول: المقترح البريطاني.....
23	الفرع الثاني: المقترح الأمريكي.....
23	الفرع الثالث: معضلة تريفن.....
24	المطلب الثاني: إنهاء نظام بروتن وودز والانتقال نحو التعويم.....
25	الفرع الأول: إلغاء قابلية تحويل الدولار.....
26	الفرع الثاني: إتفاق السيموثنيان.....

26	..... إنهيار اتفاق السيموثيان	الفرع الثالث:
27	..... إتفاق جمايكا وتأكيد حرية تعويم أسعار الصرف	الفرع الرابع:
28	..... التوجهات الحالية للنظام النقدي الدولي	المطلب الثالث:
28	..... خصوصة النظام النقدي الدولي	الفرع الأول:
28	..... التعاون الدولي	الفرع الثاني:
29	..... أسعار الصرف الحالية	الفرع الثالث:
31	..... سعر الصرف و النظريات المحددة لسعر الصرف	المبحث الثالث
31	..... سعر الصرف	المطلب الأول:
31	..... تعريف سعر الصرف	الفرع الأول:
32	..... أشكال سعر الصرف	الفرع الثاني:
33	..... سوق الصرف	المطلب الثاني:
33	..... مفهوم سوق الصرف	الفرع الأول:
34	..... تقسيمات سوق الصرف	الفرع الثاني:
35	..... عمل سوق الصرف	الفرع الثالث:
36	..... إقتباسات سوق الصرف	الفرع الرابع:
37	..... الأسواق المشتقة للصرف	الفرع الخامس:
42	..... النظريات المحددة لسعر الصرف	المطلب الثالث:
42	..... النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل الطويل	الفرع الأول:
46	..... النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل القصير	الفرع الثاني:
52	..... نموذج مندل فلمنغ وفعالية السياسة المالية و النقدية	الفرع الثالث:
58	.....	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

60	.....	تمهيد:
61	..... سياسة استهداف التضخم	المبحث الأول:
61	..... النقود، الأسعار و التضخم	المطلب الأول:
61	..... النظرية الكمية للنقود	الفرع الأول:
62	..... النقود، الأسعار و التضخم	الفرع الثاني:
63	..... التضخم، معدلات الفائدة وأثر فيشر	الفرع الثالث:
64	..... معدلات الفائدة الحقيقية الفعلية و المتوقعة	الفرع الرابع:
65	..... سياسة استهداف التضخم وعناصرها الأساسية	المطلب الثاني:
65	..... التوجه نحو سياسة استهداف التضخم	الفرع الأول:
68	..... تعريف سياسة استهداف التضخم	الفرع الثاني:
69	..... عناصر سياسة استهداف التضخم	الفرع الثالث:
71	..... طرق إجراء السياسة	المطلب الثالث:
71	..... التفويض الهرمي في مقابل التفويض الثنائي	الفرع الأول:
72	..... اتباع القواعد أو حرية التصرف	الفرع الثاني:
75	..... قاعدة تايلور	الفرع الثالث:

76	موقع سياسة استهداف التضخم من القطبية التقليدية للسياسة النقدية.....	الفرع الرابع:
77	المتغير المستهدف.....	المطلب الرابع:
78	الاستهداف النطاقي في مقابل الاستهداف النقطي.....	الفرع الأول:
79	أفق الاستهداف.....	الفرع الثاني:
80	قياس مستوى الهدف.....	الفرع الثالث:
81	قيمة مستوى الهدف.....	الفرع الرابع:
83	متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم.....	المبحث الثاني:
83	إستقلالية البنك المركزي وغياب سيطرة السياسة المالية.....	المطلب الأول:
83	إستقلالية السلطة النقدية.....	الفرع الأول:
84	العلاقة بين الاستقلالية و التضخم.....	الفرع الثاني:
85	غياب سيطرة السياسة المالية.....	الفرع الثالث:
86	الاستقرار المالي و الاستقرار الخارجي.....	المطلب الثاني:
86	إستقرار النظام المالي.....	الفرع الأول:
86	الإستقرار الخارجي.....	لفرع الثاني:
87	الشفافية و المساءلة و المقدرة التنبؤية.....	المطلب الثالث:
87	مساءلة البنك المركزي.....	الفرع الأول:
88	الشفافية.....	الفرع الثاني:
89	المقدرة التنبؤية.....	الفرع الثالث:
90	مصادقية السياسة النقدية.....	المطلب الرابع:
90	دور مصادقية السياسة النقدية.....	الفرع الأول:
91	المصادقية و صدمات الطلب الكلي.....	الفرع الثاني:
92	المصادقية و صدمات العرض الكلي.....	الفرع الثالث:
94	إدارة سعر الصرف و استهداف التضخم.....	المبحث الثالث:
94	استهداف سعر الصرف.....	المطلب الأول:
94	الركيزة الاسمية لسعر الصرف.....	الفرع الأول:
95	عيوب استهداف سعر الصرف.....	الفرع الثاني:
96	التوجه نحو استهداف التضخم كبديل لاستهداف سعر الصرف.....	المطلب الثاني:
96	إدارة سعر الصرف و معضلة الاقتصاد المفتوح.....	الفرع الأول:
98	زوال مبادلة منحني فليبيس في الأجل الطويل.....	الفرع الثاني:
99	الحيادية طويلة الأجل للسياسة النقدية.....	الفرع الثالث:
100	جدلية عدم الاتساق الزمني.....	الفرع الرابع:
101	سياسة سعر الصرف و استهداف التضخم.....	المطلب الثالث:
101	العلاقة بين سعر الصرف، التضخم و أسعار الفائدة.....	الفرع الأول:
103	مستويات النفاذ لسعر الصرف (exchange rate pass-through).....	الفرع الثاني:
104	استهداف التضخم و أنظمة أسعار الصرف.....	الفرع الثاني:
105	أثر تقلبات سعر الصرف على استهداف التضخم.....	الفرع الثالث:
108	أثر سياسة استهداف التضخم على سعر الصرف.....	الفرع الرابع:
111	.....	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

113	.....	تمهيد
114	..... أشعة الانحدار الذاتي	المبحث الأول:
114	..... أشعة الانحدار الذاتي	المطلب الأول:
114	..... إختبار الاستقرارية	الفرع الأول:
116	..... شرط الثبات	الفرع الثاني:
117	..... أشعة الانحدار الذاتي الهيكلية	الفرع الثالث:
119	..... التنبؤ في أشعة الانحدار الذاتي	الفرع الرابع:
120	..... الإختبار بين النماذج في أشعة الانحدار الذاتي	المطلب الثاني
120	..... إختيار النماذج	الفرع الأول:
121	..... إحصائية معنوية الفجوات	الفرع الثاني:
121	..... دوال المعلومات	الفرع الثالث:
122	..... إختيار السببية	المطلب الثالث:
122	..... مفهوم السببية	الفرع الأول:
123	..... سببية GRANGER	الفرع الثاني:
124	..... سببية SIMS	الفرع الثالث:
125	..... تحليل الصدمات	المطلب الرابع :
125	..... دوال الاستجابة الدفعية التعامدية	الفرع الأول:
126	..... تحليل التباين	الفرع الثاني:
128	..... العلاقات التوازنية طويلة الأجل وتحليل التكامل المتزامن	المبحث الثاني:
128	..... التكامل المتزامن	المطلب الأول:
128	..... مفهوم التكامل المتزامن	الفرع الأول:
129	..... التكامل المتزامن وفق مقاربة ENGLE AND GRANGER	الفرع الثاني:
130	..... التكامل المتزامن وفق مقاربة JOHANSEN	الفرع الثالث:
133	..... التكامل المتزامن وفق مقاربة ARDL	الفرع الثالث:
136	..... نموذج تصحيح الخطأ واختبار الفرضيات	المطلب الثاني:
136	..... تمثيل GRANGER	الفرع الأول:
137	..... نموذج تصحيح الخطأ	الفرع الثاني:
137	..... إختيار الفرضيات حول العلاقات التوازنية طويلة الأجل	الفرع الثالث:
139	..... إختيار ضعف التأثير الخارجي THE WEAK EXOGENEITY PROBLEM	الفرع الرابع:
141	.....	خلاصة
		الفصل

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

143	.....	تمهيد
144	..... تطور سعر الصرف ومعدلات التضخم في الجزائر	المبحث الأول:
144	..... تطور أسعار الصرف	المطلب الأول:
144	..... الربط بعملة واحدة	الفرع الأول:
145	..... الربط بسلة من العملات	الفرع الثاني:

146	التسيير الديناميكي.....	الفرع الثالث:
150	سوق الصرف ما بين البنوك.....	الفرع الرابع:
153	تطور معدل التضخم في الجزائر.....	المطلب الثاني
153	الفترة من 1970-1990.....	الفرع الأول:
154	الفترة من 1989-1998.....	الفرع الثاني:
155	الفترة من 2000-2016.....	الفرع الثالث:
157	تطور نظام الرقابة على سعر الصرف وإدارة سعر الصرف في الجزائر.....	المطلب الثالث:
157	المرحلة الأولى (1962-1970).....	الفرع الأول:
158	المرحلة الثانية (1971-1977).....	الفرع الثاني:
158	المرحلة الثالثة (1978-1987).....	الفرع الثالث:
159	مرحلة استقلالية المؤسسات العمومية.....	الفرع الرابع:
160	الرقابة على الصرف في قانون النقد و القرض.....	الفرع الخامس:
161	متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم في الجزائر.....	المبحث الثاني:
161	الاستدامة المالية.....	المطلب الأول:
161	وضع الاستدامة المالية في الجزائر.....	الفرع الأول:
163	النشاطات شبه المالية.....	الفرع الثاني:
163	الشفافية المالية.....	الفرع الثالث:
164	متطلبات تحسين الشفافية المالية.....	الفرع الرابع:
165	النظام المالي و البنكي.....	المطلب الثاني:
165	وضع القطاع المالي في الجزائر.....	الفرع الأول:
167	وضع القطاع البنكي في الجزائر.....	الفرع الثاني:
168	إختبار المقاومة stess testing.....	الفرع الثالث:
170	إستقلالية البنك المركزي.....	المطلب الثالث
170	مفهوم الاستقلالية.....	الفرع الأول:
171	إستقلالية البنك المركزي الجزائري.....	الفرع الثاني:
172	قياس استقلالية البنك المركزي الجزائري.....	الفرع الثالث:
173	السوق النقدية وسوق الصرف.....	المطلب الرابع:
174	السوق النقدية في الجزائر.....	الفرع الأول:
175	أدوات السوق النقدية في الجزائر.....	الفرع الثاني:
176	قيود السياسة النقدية في الجزائر.....	الفرع الثالث:
177	سوق الصرف في الجزائر.....	الفرع الرابع:
178	قيود سوق الصرف في الجزائر.....	الفرع الخامس:
179	تسيير احتياطي الصرف في الجزائر.....	الفرع السادس:
181	ممارسات الشفافية ونشر البيانات.....	المطلب الخامس
181	الإفصاح و الشفافية.....	الفرع الأول:
183	نشر البيانات و الإفصاح عنها في الجزائر.....	الفرع الثاني:
184	الشفافية ومؤشر الموازنة المفتوحة.....	الفرع الثالث:
189	الدراسة التطبيقية.....	المبحث الثالث:
189	دراسة الاستقرارية وتشخيص نموذج شعاع الانحدار الذاتي.....	المطلب الأول:
189	وصف السلاسل الزمنية موضوع الدراسة.....	الفرع الأول:

190	دراسة استقرارية السلاسل الزمنية.....	الفرع الثاني:
191	إختبار فجوة النموذج.....	الفرع الثالث:
192	تشخيص النموذج.....	الفرع الرابع:
194	إختبار السببية و الصدمات.....	المطلب الثاني
194	إختبار السببية.....	الفرع الأول:
196	إختبار الصدمات.....	الفرع الثاني:
196	تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.....	المطلب الثالث
197	إختبار التكامل المتزامن.....	الفرع الأول:
198	تقدير مصفوفة سرعة التعديل نحو التوازن.....	الفرع الثاني:
200	تقدير معلمات العلاقة التوازنية طويلة الأجل.....	الفرع الثالث:
201	إختبار الفرضيات حول العلاقة التوازنية طويلة الأجل.....	المطلب الرابع:
201	إختبار الفرضيات حول سرعة التعديل نحو التوازن.....	الفرع الأول:
202	إختبار الفرضيات حول معلمات العلاقة التوازنية طويلة الأجل.....	الفرع الثاني:
204	تشخيص النموذج.....	المطلب الخامس
204	إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.....	الفرع الأول:
204	إختبار الارتباط التسلسلي للبواقي.....	الفرع الثاني:
205	إختبار التباين.....	الفرع الثالث:
206	إختبار استقرارية النموذج.....	الفرع الرابع:
207	.....	خلاصة الفصل

الخاتمة العامة

209	.....	الخلاصة العامة.....
215	.....	اختبار صحة فرضيات البحث
216	.....	نتائج البحث
220	.....	التوصيات
222	.....	آفاق البحث
225	.....	قائمة المراجع
235	.....	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

والاشكال

قائمة الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	أسواق الصرف العشرة الكبرى حسب أحجام التداول (المتوسط اليومي) في ديسمبر 2010.....	34
02	أحجام عقود الخيارات لأزواج العملات في سوق PHLX.....	40
03	البلدان المستهدفة للتضخم إلى غاية سنة 2010.....	67
04	التقلبات في سعر الصرف الحقيقي وأسعار الفائدة الحقيقية قبل وبعد تبني سياسة استهداف التضخم.....	109
05	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي خلال الفترة 1970-1987.....	146
06	تطور سعر الدينار مقابل الدولار خلال الفترة 1987-1990.....	148
07	مكونات مؤشر أسعار الاستهلاك في الجزائر و التذبذب في ماي 2016.....	156
08	مقدار الدعم في الجزائر لسنة 2015.....	157
09	قواعد السعر الخاصة بإعداد الميزانية في بلدان مختارة.....	162
10	حالة بعض المؤشرات في بورصة الجزائر في سنة 2006.....	166
11	بعض مؤشرات الاستقرار المالي في الجزائر خلال الفترة 2009-2012.....	168
12	درجات استقلالية بنك الجزائر في قانون النقد و القرض.....	173
13	أسعار الفائدة المدعومة في بعض القطاعات.....	177
14	حرية تحويل العملة لمدفوعات السفر في بعض البلدان العربية (القيم بالدولار).....	178
15	نسب كفاءة الاحتياطي الدولي لمجموعة مختارة من البلدان في سنة 2010.....	180
16	معيار صندوق النقد الدولي لتقييم المستوى الملائم من الاحتياطي في العملة الأجنبية (2011) ..	181
17	دورية البيانات وإصدار البيانات لبعض المؤشرات المشهورة في 2016.....	184
18	مؤشر الموازنة المفتوحة لبعض الدول في سنة 2015.....	186
19	مسح الموازنة المفتوحة في الجزائر لسنة 2015.....	187
20	إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية موضوع الدراسة.....	191
21	إختيار التأخير الملائم في نموذج شعاع الانحدار الذاتي.....	191
22	إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Jarque -Berra).....	193
23	إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (LM-test).....	193
24	إختبار عدم ثبات التباين (WHITE test).....	194
25	إختبار سببية غرانجر في نموذج شعاع الانحدار الذاتي.....	195

قائمة الجداول والأشكال

ثانيا: قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	آليات التعديل التلقائية في ظل نظام الذهب.....	17
02	كيفية تأثير القوى الاقتصادية الحقيقية في النموذج النقدي للأسعار المرنة في تحديد سعر الصرف	49
03	الأثر المباشر واثر السيولة للتغيرات في عرض النقود على أسعار الصرف في النموذج النقدي للأسعار الجامدة.....	50
04	السياسة النقدية في ظل سعر الصرف المعوم و الحركية التامة لرأس المال.....	54
05	السياسة النقدية في ظل أسعار الصرف الثابتة و الحركة التامة لرأس المال.....	55
06	السياسة المالية في ظل سعر الصرف المرن و الحركية التامة لرأس المال.....	56
07	السياسة المالية في ظل أسعار الصرف الثابتة و الحركية التامة لرأس المال.....	57
08	العلاقة بين التضخم و العرض النقدي في الولايات المتحدة من 1870-2000.....	63
09	العلاقة بين معدل الفائدة الاسمي و التضخم لمجموعة من البلدان خلال الفترة 2000-2013....	64
10	العلاقة بين استقلالية البنك المركزي ومعدل التضخم لمجموعة من البلدان خلال 1955-1988..	84
11	المصادقية وصددمات الطلب المجمع السلبية.....	92
12	المصادقية وصددمات العرض المجمع السلبية.....	93
13	مثلث الثلاثية المستحيلة ل (Robert Mundell).....	97
14	التداخل بين سعر الصرف، سعر الفائدة ومعدل التضخم.....	102
15	تطور معدل التضخم، الكتلة النقدية، سعر الصرف الحقيقي الفعال و الإنفاق الحكومي في الجزائر من 1980-2014.....	190
16	شروط الاستقرار لنموذج شعاع الاتحدار الذاتي.....	192
17	إستجابة معدل التضخم للصددمات الناتجة في سعر الصرف الحقيقي، الكتلة النقدية ومستوى الإنفاق الحكومي.....	196
18	إختبار وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين لوغاريتم معدل التضخم، لوغاريتم الكتلة النقدية، لوغاريتم سعر الصرف الحقيقي الفعلي ولوغاريتم الإنفاق الحكومي وفق منهجية يوهانسون.....	198
19	معلومات سرعة التعديل نحو التوازن لمتغيرات الدراسة ومعنوية واشارة هذه المعلومات.....	199
20	تقدير شعاع التكامل المتزامن.....	200
21	تقدير معنوية معاملات سرعة التعديل نحو التوازن لنموذج الدراسة.....	201
22	إختبار العلاقة التناسبية بين التضخم و الكتلة النقدية في الأجل الطويل في الاقتصاد الجزائري.....	202
23	إختبار معنوية المتغيرات المكونة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل.....	203
24	إختبار (Jarque-Berra) للتوزيع الطبيعي للباقي.....	204
25	إختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي للباقي.....	205
26	إختبار WHITE لمشكلة عدم ثبات التباين في نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي.....	205
27	إستقرارية نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي.....	206

قائمة

المختصرات

قائمة المختصرات

أولاً: قائمة الإختصارات و الرموز

الإختصار	المدلول	الصفحة
PNB	Le produit national brut.....	19
FMI	Le Fonds monétaire international.....	24
ISO	International Organization of Standardization.....	36
XAU	Philadelphia Gold Index.....	36
XAG	Philadelphia silver Index.....	36
IMM	International Monetary Market.....	38
PHLX	Philadelphia Stock Exchange.....	41
LM	The liquidity-money curve.....	54
IS	The investment-saving curve.....	55
FOMC	Federal open market committee.....	88
AD	The aggregate demand curve.....	91
AS	The aggregate supply curve.....	91
LRAS	The long run aggregate supply curve.....	92
SIC	Schwarz information criterion.....	121
AIC	Akaike information criterion.....	122
VAR	Vector autoregression	119
ARDL	Autoregressive-distributed lag.....	129
ECM	Error correction mechanism.....	137
VECM	Vector error correction model.....	201
SWIFT	The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.....	152
REER	Real effective exchange rate.....	189

المقدمة العامة

1. تحديد إشكالية البحث

تعتبر سياسة استهداف التضخم من السياسات التي تركز على نظرية المصدقية (credibility-based theories) وظهرت في سنوات التسعينات، عندما تبنت نيوزلندا هذه السياسة في 1990 نتيجة فشلت المقاربات الأخرى، مثل سياسة الاستهداف النقدي وسياسة استهداف سعر الصرف، ويوجد حاليا 26 دولة تتبنى صراحة إستراتيجية استهداف التضخم كما تتبنى العديد من البنوك المركزية مثل البنك المركزي الأوروبي، والاحتياطي الفدرالي الأمريكي وبنك اليابان المركزي والبنك الأهلي السويسري كثيرا من العناصر الأساسية لاستهداف التضخم، حيث أظهرت هذه السياسة نتائج ايجابية فيما يتعلق بتقلبات التضخم والنتائج والوقاية من الصدمات بفضل المصدقية المكتسبة التي تساعد صناع السياسة على تحقيق الأهداف المنشودة بفضل الثقة الممنوحة من طرف القطاع الخاص والجمهور للسلطة النقدية، وفي ظل سياسة استهداف التضخم يكون هدف استقرار الأسعار في الأجل المتوسط والطويل هو الهدف الذي يتمتع بالأولوية وتكون الأهداف الأخرى أهدافا تابعة لهذا الهدف الرئيسي، مع ضرورة تمتع السلطة النقدية بمستويات عالية من الشفافية والمساءلة والاستقلالية والإبلاغ عن البيانات والأهداف، حيث تلعب المصدقية دورا أساسيا في إرساء التوقعات التضخمية ومجابهة جدلية عدم الاتساق الزمني (time-inconsistency problem)، لكن تقوم البلدان الناشئة التي تبنت هذه السياسة بإدارة سعر الصرف أيضا، نتيجة أهمية هذه القناة في مستويات النفاذ (exchange rate pass-through) للتضخم العالمي نحو التضخم المحلي، ومشاكل المديونية وضعف البنية المالية والمصرفية، مما خلق نوع من التعارض بين تحقيق هدف التضخم وهدف استقرار سعر الصرف خاصة في ظل إدارة سعر الصرف بطرق من الربط الشديد، حيث أن تحرر أسواق رؤوس الأموال يجبر صناع السياسة على الاختيار بين استقلالية السياسة النقدية أو إدارة سعر الصرف حسب معضلة الاقتصاد المفتوح لـ **Rebert Mendell** وعلية يتم طرح الإشكالية التالية:

ما هو أثر إدارة سعر الصرف على سياسة استهداف التضخم؟ وما هي متطلبات تطبيق هذه السياسة في الجزائر؟

وتتدرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من التساؤلات الفرعية:

- كيف تطور النظام النقدي الدولي؟ وما هي أنظمة أسعار الصرف التي تولدت عنه؟
- هل تؤثر إدارة سعر الصرف على كفاءة سياسة استهداف التضخم؟ وما هي متطلبات هذه السياسة؟ وهل يمكن تطبيق سياسة استهداف التضخم في الجزائر؟

2. فرضيات البحث

تم خلال البحث الاعتماد على الفرضيات التالية:

- نتج عن تطور النظام النقدي بروز أنظمة مختلفة من أسعار الصرف؛
- تتطلب سياسة استهداف التضخم أسعار صرف معومة؛
- تتوفر الجزائر على متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم.

3. تحديد إطار البحث

تعتبر البلدان الناشئة في العادة هي التي تلجأ إلى إدارة سعر الصرف بسبب أهمية قناة سعر الصرف في هذه البلدان، وهي الدراسة تركز على الصعوبات الناجمة عن استهداف التضخم في ظل إدارة سعر الصرف في هذه البلدان ودراسة تطور أسعار الصرف من الأنظمة الثابتة لسعر الصرف إلى أنظمة أسعار الصرف المعومة الحالية والتطرق إلى ومتطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم في الجزائر ابتداء من أنظمة أسعار الصرف الثابتة إلى غاية إنشاء سوق الصرف واللجوء إلى التعويم المدار لسعر الصرف.

4. أسباب اختيار الموضوع

يعود اختيار الموضوع لجملة من الأسباب هي:

- كون الموضوع يدخل في نطاق تخصص الباحث: نقود وتمويل.
- إسراع العديد من الدول الناشئة والمتطورة إلى تبني هذه السياسة.
- معرفة مدى إمكانية تطبيق هذه السياسة في الجزائر.

5. أهمية البحث

نظرا لفشل المقاربات البديلة للتأثير على التضخم مثل استهداف سعر الصرف والاستهداف النقدي واستهداف الناتج الداخلي الخام، انتقلت العديد من البلدان إلى تبني سياسة استهداف التضخم والانتقال إلى مقارنة مباشرة لاستهداف التضخم بسبب عدم اتساق الأهداف المتعددة باستعمال وسيلة واحدة كخفض البطالة والتضخم كما أن السياسة النقدية لا يمكنها التأثير على المتغيرات الحقيقية في الأجل الطويل، وكان لسياسة استهداف التضخم أثر كبير في إرساء التوقعات التضخمية بسبب ضرورة توفر استقلالية السلطة النقدية والشفافية والمساءلة والمصادقية كشروط أساسية لتبني هذه السياسة، بالإضافة إلى أن هذه السياسة تتميز بنوع المرونة من ناحية الأجل والأهداف حيث يمكن استهداف متغيرات أخرى إذا كانت

لا تتعارض مع هدف استقرار الأسعار في الأجل المتوسط، ولكن نظرا لأهمية سعر الصرف في البلدان الناشئة المثقلة بالديون والبلدان التي تعرف مستويات نفاذ عالية لسعر الصرف وفقدان المصادقية هناك جدل حول الدور الملائم لسعر الصرف في ظل استهداف التضخم، ويتمثل التحدي أمام صانعي السياسة في ضمان استمرار تبعية سعر الصرف لهدف التضخم.

6. أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث في النقاط التالية:

- محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة في هذا البحث واختبار الفرضيات؛
- معرفة كيفية موازنة إدارة سعر الصرف مع سياسة استهداف التضخم؛
- معرفة متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم؛
- إبراز دور الإصلاحات التي قامت بها الجزائر وإمكانية تبني سياسة استهداف التضخم في الجزائر.

7. المنهج والأدوات المستعملة في البحث

نظرا لطبيعة الموضوع المدروس وهو اثر إدارة سعر الصرف على سياسة استهداف التضخم تم الاعتماد على الأدوات التالية:

- الكتب والتقارير والدوريات والأطروحات والمؤتمرات التي تتعلق بهذا الموضوع.
- إحصائيات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والديوان الوطني للإحصائيات.

أما المنهج المستعمل في البحث فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال جمع البيانات المتعلقة بالموضوع وتبويبها وشرحها، ومنهج الدراسة القياسية من خلال أسلوب أشعة الانحدار الذاتي والتكامل المتزامن.

8. موقع البحث من الدراسات السابقة

يمكن اعتبار هذا البحث كحلقة تكملة لسلسلة البحوث السابقة، وإضافة قد تعتمد عليها البحوث الجديدة في هذا الميدان خاصة تلك المتعلقة بالاقتصاد الجزائري، وتم الاعتماد على جملة من الدراسات يمكن إدراجها من خلال الآتي:

الدراسة الأولى:

Sebastian Edwards: **the relationship between exchange rates and inflation targeting**, the National Bureau of Economic Research 2006

ورقة عمل تحمل رقم 12163 صادرة في أبريل 2006 عن المكتب القومي للبحوث الاقتصادية وهي دراسة قياسية باستعمال بيانات ربع سنوية من 1985-2005 لخمس بلدان ناشئة وبلدين متقدمين وكانت المسائل المطروحة هي:

- 1- العلاقة بين مستويات النفاذ وكفاءة أسعار الصرف الإسمية في نظام استهداف التضخم؛
 - 2- اثر استهداف التضخم على تقلب أسعار الصرف؛
 - 3- دور سعر الصرف في البلدان المستهدفة للتضخم.
- وكانت النتائج الأساسية المتحصل عليها هي:
- البلدان المستهدفة للتضخم عرفت انخفاض مستويات النفاذ من أسعار الصرف نحو التضخم؛
 - استهداف التضخم لا يؤدي إلى زيادة تقلبات أسعار الصرف الإسمية والحقيقية،
 - البلدان التي عرفت مستوى مرتفع ومتقلب لمعدل التضخم قبل تبني سياسة استهداف التضخم تأخذ بعين الاعتبار إدارة سعر الصرف في إعداد السياسة النقدية.

الدراسة الثانية

Frederic s.Mishkin and Schmidt-hebbel: **Does inflation targeting make a difference?** the National Bureau of Economic Research 2007

ورقة عمل تحمل رقم 12876 صادرة عن المكتب القومي للبحوث الاقتصادية في الولايات المتحدة صادرة في جانفي 2007 وهي دراسة قياسية مقارنة بين البلدان المستهدفة وغير المستهدفة باستعمال بيانات البائل وأشعة الانحدار الذاتي لتحليل الصدمات من أسعار الفائدة الدولية نحو أسعار الفائدة المحلية، وصدمات أسعار النفط وأسعار الصرف وفجوات الناتج لعينة من 21 دولة خلال الفترة 1985-2004 باستعمال بيانات ربع سنوية وكان الهدف من الدراسة هو:

- معرفة الفروق التي حصلت في الدول المستهدفة عبر الزمن قبل تبني سياسة استهداف التضخم وبعدها وبالمقارنة أيضا مع الدول غير المستهدفة للتضخم.

ويمكن تلخيص النتائج المحصل عليها من خلال الآتي:

يبدو أن سياسة استهداف التضخم حسب هذه الدراسة، قد ساعدت في تخفيض معدل التضخم في الأجل الطويل، وتقليل مستوى الاستجابة لصدمات النفط وأسعار الصرف وتعزيز كفاءة واستقلالية السياسة

النقدية، وهذه المكاسب تكون أكبر في البلدان الناشئة، ولكن النتائج تكون أحسن في حالة الدول التي تعرف مستوى مستقر من معدل التضخم قبل الاستهداف الأمر الذي ينعكس ايجابيا على مصداقية السياسة النقدية.

الدراسة الثالثة:

Nicoletta Batini and Douglas Laxton, **Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets-** International Monetary Fund.

ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي تحت رقم 406 في ديسمبر 2006 وهي دراسة قياسية على 13 دولة من الدول الناشئة بالمقارنة مع 22 دولة أخرى خلال 15 سنة (1990-2004) باستعمال بيانات البائل لمعرفة كفاءة سياسة استهداف التضخم قبل وبعد التنبؤ وتأثير الشرط التقنية والمؤسسية على كفاءة الاستهداف، لكن صغر الفترة الزمنية للدراسة بالنسبة للدول التي تبنت هذه السياسة مؤخر يجعل النتائج تعطي صورة مبدئية فقط ويمكن تلخيص النتائج من خلال الآتي:

- 1- توافقت استهداف التضخم مع مستوى منخفض للتضخم والتضخم المتوقع والتقلبات في التضخم؛
- 2- لا توجد آثار عكسية واضحة لاستهداف التضخم على الناتج وأسعار الصرف والاحتياجات الدولية وتقلب أسعار الفائدة؛
- 3- لا يبدو ضروريا التقيد بكل متطلبات استهداف التضخم لنجاح هذه السياسة، لكن يبدو متعلقا بصورة أكبر مع بمدى التزام السلطات النقدية بالأهداف المعلنة والقدرة على تصميم وقيادة التغييرات المؤسسية والتقنية خلال وبعد تبني هذه السياسة.

9. خطة وهيكل البحث

تتضمن خطة البحث أربعة فصول موزعة كما يلي:

الفصل الأول والذي جاء بعنوان: **تطور النظام النقدي الدولي وأسعار الصرف** يتناول تطور النظام النقدي الدولي وأسعار الصرف من خلال أنظمة أسعار الصرف المثبتة وأسعار الصرف المعمومة، وكذلك التطورات الحالية والتوقعات المستقبلية للنظام النقدي الدولي وأسعار الصرف، كما تطرق هذا الفصل أيضا إلى المفاهيم الخاصة بأسعار الصرف والنظريات الأساسية المحددة لسعر الصرف.

الفصل الثاني والذي جاء بعنوان: **إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم** يتكون من ثلاث مباحث تتناول هذه المباحث التطور التاريخي لسياسة استهداف التضخم والعناصر الأساسية لهذه السياسة والطرق المعتمدة لإجراء هذه السياسة والمتطلبات الأساسية لتطبيق هذه السياسة بنجاح، كما تم التطرق أيضا من خلال هذا الفصل إلى إدارة سعر الصرف وأثرها على سياسة استهداف التضخم.

الفصل الثالث جاء بعنوان: نماذج أشعة الانحدار الذاتي والتكامل المتزامن، وتم التطرق من خلال هذا الفصل إلى نماذج أشعة الانحدار الذاتي وشروط الثبات والاستقرارية والعلاقات السببية بين المتغيرات ودوال الاستجابة للصدمات، كما تم التطرق فيه أيضا إلى النماذج المختلفة لدراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

الفصل الرابع والذي جاء بعنوان: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر، تم التطرق فيه من خلال ثلاث مباحث إلى تطورات أسعار الصرف ومعدلات التضخم في الجزائر، وكذلك المتطلبات الأساسية لسياسة استهداف التضخم ومدى إمكانية تطبيق هذه السياسة في الجزائر، كما تم التطرق من خلال الدراسة القياسية إلى العلاقات التوازنية قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

الفصل الأول

تطور النظام النقدي
الدولي و أسعار الصرف

تمهيد

شهد النظام النقدي الدولي عدة تطورات من ناحية الآليات وطرق العمل والتسويات المستعملة وكذلك العملات المستعملة تبعاً لتغير الظروف الاقتصادية، حيث لعبت تطورات أسعار الصرف دوراً بالغ الأهمية في النظام النقدي الدولي، وانتقل النظام النقدي الدولي من أسعار الصرف المثبتة بالذهب إلى أسعار الصرف المثبتة بالعملات الإرتكازية القابلة للتحويل، لكن حدثت عدة أزمات في النظام النقدي الدولي أدت إلى انهيار أنظمة أسعار الصرف الثابتة، حيث أصبح يطبع على النظام النقدي الدولي عدة أنظمة لسعر الصرف، وظهرت عدة نظريات تحاول تفسير تشكل سعر الصرف كنظرية تعادل القوة الشرائية والنماذج النقدية ونماذج أسواق حيث ظهر أن سعر الصرف صعب التوقع ولا يعكس الواقع الحقيقي، سوف يتم التطرق إلى هذه المفاهيم من خلال الخطة التالية:

المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف الثابتة؛

المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف المعومة؛

المبحث الثالث: سعر الصرف والنظريات المحددة لسعر الصرف.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف الثابتة

هناك صلة وثيقة بين النظام النقدي الدولي وأنظمة أسعار الصرف التي يعمل من خلالها هذا النظام ويعتبر النظام النقدي مجموعة الآليات وقواعد العمل التي من شأنها المساهمة في تحفيز التجارة والإستثمار عبر العالم، حيث عرف النظام النقدي الدولي عدة تحولات حسب الظروف التي مر بها الإقتصاد ويعتبر سعر الصرف من بين أهم المتغيرات التي أدت إلى تطور النظام النقدي الدولي عبر الفترات الزمنية المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي، خصائصه وعناصره الأساسية

تعددت التعاريف الخاصة بالنظام النقدي الدولي حسب منظور كل تعريف، كما أن النظام النقدي الدولي يتميز بخصائص معينة وعناصر أساسية مثل طرق التسوية ومحاور النظام.

الفرع الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي:

لقد تعددت مفاهيم النظام النقدي الدولي باختلاف وجهات النظر التي تداولته، وإن اختلفت هذه المفاهيم في جوانب معينة، فهي تتفق في جوانب كبيرة وفيما يلي بعض التعاريف التي تناولت مفهوم النظام النقدي الدولي:

- هو مجموعة من العلاقات والتنظيمات التي تميز الحياة النقدية لمجتمع ما خلال فترة زمنية معينة ونطاق مكاني معين(1).
 - النظام النقدي الدولي هو مجموع الآليات والإتفاقات والمؤسسات الداعمة التي تقوم بتسهيل التجارة الدولية والإستثمار وتخصيص الموارد بين البلدان(2).
 - هو مجموعة من القواعد والآليات المرتبطة بتنظيم الأوضاع النقدية لمختلف دول العالم، بما يكفل تمويل حركة التجارة الدولية متعددة الأطراف ونموها بصورة متوازن واستقرار العلاقات الإقتصادية الدولية دون أن يترتب عن ذلك حدوث أزمات واضطرابات إقتصادية داخل أعضائه(3).
- كما يمكن تعريف النظام النقدي الدولي من خلال وظائف النقود على المستوى الوطني ووظائف النظام النقدي على المستوى الدولي.

أولاً: تعريف النظام النقدي الدولي من خلال وظائف النقد الوطني

يعتبر النقد الدولي العنصر الأساسي لتعريف النظام النقدي الدولي، حيث من شأنه أن يؤدي ثلاثـة

1 - مصطفى رشدي شبيحة، محمد عبد العزيز عجمية، النقود والبنوك و العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، دار الجامعة، مصر، 2005، ص ص : 31، 32.

2- Dominik Salvador, International economics, 11th Edition, Wiley, 2013, P P : 687-688.

3- فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، 2002، ص: 285.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

وظائف كالنقد الوطني⁽¹⁾.

1- معيار مرجعي : يجب أن يكون النقد الدولي وحدة الحساب، إذ يسمح بتحديد قيمة العملات الوطنية وبتهيئ التحويلات فيما بينها وفق نظام الصرف ، بحيث تشكل المقام المشترك للعملات ، يشكل النقد الدولي المعيار المرجعي الرسمي حيث بموجبه تقيم كل العملات في نظام الصرف الثابت كالذهب مثلا (أين تعرف كل العملات)، أما في نظام الصرف العائم بغياب قاعدة رسمية يمكن أن تقوم العملة بدور قاعدة المرجع الجبر (أو الملزم) في حالة ما إذا فرضت نفسها بصفة مهيمنة في المبادلات الدولية فتصبح في هذه الحالة " العملة الرئيسية (La Devisé clé).

2- أداة المبادلات : يتوجب على النقد الدولي أن يكون وسيلة أو أداة للمبادلات مقبولة بالنسبة للصفقات الدولية، كما يتوجب أن يكون على شكل سيولة محضة أي قابلة لتحويل في أي وقت وبدون تقييد ، حيث تجتمع كل هذه الصفات في حالة الدولار حيث يشكل العملة المهيمنة في الدفع لاسيما بالنسبة للمواد الأولية والبتروول نظرا للقوة الاقتصادية العالمية للولايات المتحدة الأمريكية وهيمنتها على المستوى الإقتصادي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية أما بالنسبة للمكانة الدولية لألمانيا واليابان فهي راجعة إلى الإستخدام المتزايد لعملاتها على المستوى العالمي.

3- إحتياطي للقيم : يجب أن يحتفظ النقد الدولي بقدرته الشرائية بصفة دائمة، كما يتوجب عليه أن يكون مستقرا لكي يمكن تأجيل إلى وقت آخر الصفقات التجارية أو المالية بدون مخاطرة، وذلك خاصة وأن المعاملات ما بين الدول نادرا ما تكون متوازنة ، إذ يجب أن يكون إصدار هذا النقد الدولي بكمية كافية لتلبية الحاجيات الصادرة عن العمليات التجارية والمالية.

ثانيا: تعريف النظام النقدي الدولي من خلال وظائفه على المستوى الدولي

النظام النقدي الدولي الجيد هو ذلك النظام الذي يعظم تدفق التجارة والإستثمارات، ويدي التكاليف والوقت اللازم لعملية تصحيح اختلال موازين المدفوعات، ويوفر إحتياجات دولية كافية بحيث يمكن للدول أن تصحح عجز موازين المدفوعات دون اللجوء إلى إحداث الإنكماش أو التضخم في الاقتصاد⁽²⁾.

1- حل مشكلة السيولة الدولية: من أهم وظائف النظام النقدي الدولي هو دوره في حل مشكلة السيولة الدولية، لأنه من الضروري أن تكون بحوزة المتعاملين الاقتصاديين وسائل دفع لصفقاتهم الدولية، وعند قيام البلد بإصدار العملة الصعبة الرئيسية "DEVISE –CLÉ"، فإن بنكه المركزي يقوم بضمان السيولة النقدية في الدائنة النقدية الدولية ، وبالتالي يتكفل البنك المركزي للبلد ال مصدر للنقد الدولي بدور

1- قحايرية أمال، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات و الآثار على المديونية الخارجية لدول الجنوب ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 66.

2- كامل بكري، الاقتصاد الدولي التجارة الخارجية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 405-406.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

"المصدر-القارض بدرجة أخيرة" ("EMETTEUR-PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT") لتموين باقي العالم بالنقد الدولي حيث أن العجز قد يخلق مشكلة في إستقرار النقد الدولي وأزمات في موازين المدفوعات مما يؤثر على قيمة العملة التي من شأنها أن تلعب دور القاعدة (L'ÉTALON) من طرف العملاء الإقتصاديين، أما الإصدار المفرط من هذه العملة فإنه يساهم في تغذية التضخم على المستوى الدولي⁽¹⁾.

2- **تسوية موازين المدفوعات** : يعتبر النظام النقدي الدولي كأداة تساهم في تمويل و إمتصاص إختلالات موازين المدفوعات، حيث أن عدم استفادة البلد العاجز من الفوائض المحققة من طرف شركائه وتباطؤ النشاط الاقتصادي الناتج عن ذلك سوف يولد الإضطراب لجميع الدول وذلك نظرا للإرتباط الإقتصادي والمالي على المستوى الدولي التي تفرض تعاون دولي لتجنب وتخفيف الأزمات ذات الطابع الاقتصادي والمالي⁽²⁾.

الفرع الثاني: خصائص النظام النقدي

يتمتع النظام النقدي بثلاث خصائص أساسية⁽³⁾:

أولاً: نظام مركب: النظام النقدي كأى نظام إقتصادي يتمتع بخاصية مركبة، يقصد بذلك أنه يتكون من عدة عناصر يوجد بينها عنصر أساسي والباقي مجموعة عناصر ثانوية والعنصر الأساسي هو الذي يلعب دور المسيطر في عملية تنظيم تداول النقود أما العناصر الثانوية فهي تابعة له أو مشتقة منه، والعنصر الأساسي في النظام النقدي هو القاعدة النقدية فهي المقياس الذي يتخذه المجتمع كأساس لحساب القيم الإقتصادية ومقارنتها ببعضها البعض والغرض منها هو المحافظة على القوة الشرائية للنقود في الداخل والخارج، فإذا تم اتخاذ الذهب قاعدة أو مقياس للقيم، أصبحت قيمة ما تساويه وحدة النقود من الذهب هي وحدة القيمة المعيارية التي تقاس أو تقارن بها بالإضافة إلى القيمة الإقتصادية لباقي السلع والخدمات في التبادل، وإذا كانت قاعدة النقد تمثل العنصر الأساسي في النظام النقدي، فهناك عناصر ثانوية مشتقة منها وهي نقود القاعدة القانونية ذاتها، أي وحدة النقد الرسمية التي تستخدم في المعاملات والحسابات الرسمية وتعتبر جزء لا يتجزأ من سيادة الدولة فكل دولة لها وحدة نقد أساسية (الجنيه - الليرة - الدولار - اليورو - اللين - الدينار) يتم على أساسها الوفاء بكافة الالتزامات الداخلية والخارجية مثل القروض، الدخول بأنواعها، عمليات الشراء والبيع ويجب أن تتوفر في العناصر الثانوية صفة القانونية بمعنى أن وحدة النقد لها قوة إبراء في الوفاء بكافة الالتزامات، وصفة النهائية أي أن لها سعرا إلزاميا يسمح بتحويلها إلى أي نوع آخر من النقود.

1- قحارية أمال، مرجع سابق، ص: 53-54.

2- نفس المرجع السابق، ص: 54-55.

3- عجمية، مصطفى رشدي شيحة، محمد عبد العزيز عجمية، مرجع سابق، ص: 57-60.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

ثانيا: نظام اجتماعي: ويقصد بذلك أنه انعكاس للنظام الاجتماعي والإقتصادي الذي يعمل فيه، فالنظام النقدي في العالم الرأسمالي يختلف عنه في النظام الإشتراكي أو في الإقتصاد المتخلف كما أنه من غير المتصور أن النقود أو المؤسسات أو العلاقات النقدية في إقتصاد يتبع القيم الإسلامية تتماثل في أشكالها ووظائفها مع غيرها من النظم الأخرى، ليس فقط من حيث تحريم الربا والفائدة ولكن فيما يشمل كل ما يتعلق بقانون القيمة في الإسلام وكيفية توزيع الموارد وتوزيع الدخل وغيرها من الأمور الأخرى التي تتفق مع القواعد والتعاليم الإسلامية.

ثالثا: نظام مرن: بمعنى أنه يتطور ويتغير مع تطور وتغير النظام الإقتصادي الذي ينتمي إليه، فتطور النظام الرأسمالي من المنافسة والوحدات الإنتاجية الصغيرة إلى الإحتكار والوحدات الإنتاجية الكبيرة أدى إلى تطور النظام النقدي من قاعدة الذهب إلى مرحلة النقد الورقي ومن مرحلة الليبرالية النقدية إلى مرحلة التدخل النقدي.

الفرع الثالث: العناصر الأساسية للنظام النقدي الدولي

الهدف الأساسي للنظام النقدي الدولي هو تعديل العرض والطلب على العملات الأجنبية وتثبيت أسعار تبادل هذه العملات ويمتاز النظام النقدي الدولي بثلاث خصائص أساسية، طرق التسوية المستعملة، القاعدة المرجعية، السيولة الدولية.

أولا: طرق التسوية للنظام النقدي الدولي

يوجد بالأساس ثلاث طرق لتسوية العرض والطلب على العملات الأجنبية: التسوية بالكميات، التسوية بالأسعار والتسوية بالتدابير الإدارية⁽¹⁾.

1- التسوية بالكميات (l'ajustement par les quantité) : عندما يزيد فارق العرض والطلب على العملات الأجنبية في هذه النظام، يلعب البنك المركزي دور الطرف المقابل (contrepartie) فيقوم بالتسوية بإستعمال إحتياطياته النقدية وذلك بزيادة أو إنقاص هذه الإحتياطيات بواسطة عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية المتاحة وبفضل هذه التدخلات يثبت سعر العملة الأجنبية وتعتبر إحتياطيات البلد من العملات الأجنبية في نظام التسوية بالكميات بمثابة مخزون منظم (stock régulateur) تستعمله الهيئات الدولية ومجموعات الدول للتحكم في أسعار بعض المواد الأولية.

2- التسوية بالأسعار (l'ajustement par les prix) : تتم هذه التسوية بصفة مستمرة بتغير سعر العملة الأجنبية حسب العرض والطلب لهذه الأخيرة في مقابل العملة الوطنية، في هذه الحالة لا تتدخل البنوك المركزية لأن السوق تتكفل بتحقيق التوازن في كل لحظة، من عيوب هذا النظام أن تقلبات أسعار الصرف ممكن أن تكون سريعة وقوية، مثل تلك الخاصة بالمواد الأولية الغير مغطاة بإتفاقات التحكيم

1- Jean Klein, Bernard Marois, Gestion financière internationale, Economica, Paris, 2001, P : 37.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

بالإضافة إلى المساوئ الواضحة لمثل هذه التقلبات على المتعاملين الدوليين.

- 3- التسوية التدابير الإدارية (l'ajustement par les mesures administratives): يتم في هذه الآلية القيام بإجراءات إدارية تستهدف التأثير على عرض وطلب للعملة الأجنبية، ويمكن أن نقسم هذه الإجراءات الإدارية إلى صنفين أساسيين:
 - الإجراءات التي تعيد تنظيم سوق الصرف وتعديل آلية عمله الطبيعية؛
 - الإجراءات التي تلغي عمل سوق الصرف وتستبدله بآليات تسوية خارج السوق (hors marché).حاليا أغلب الدول تعمل بنظام التسوية بالأسعار الذي يبدو أكثر ملائمة للنظام الليبرالي الحالي.

ثانيا: ركائز النظام les pivots du système

- يعتبر وجود قاعدة مرجعية أمر ضروري للسماح بإعطاء قيمة للعملة، وقد إستعملت المعادن ثم العملات السائدة (LES MONNAIES DOMINANTES)، ثم أخيرا وحدات الحساب (LES UNITÉS DE COMPTES)⁽¹⁾.
- 1- المحاور المعدنية (les pivots métalliques): لقد إستعملت المعادن كالذهب والفضة منذ القديم لمحاور للنظام النقدي الدولي وكانت العملات الرئيسية للعالم مُعرفة بأوزانها بالنسبة للذهب أو سعر التعادل، وكان الدولار منذ 1934-1971 يعادل $\frac{1}{35}$ أونصة ذهب خالص.
 - 2- عملات الاحتياط (les monnaies de réserve): تزايد نمو الصناعة بين البلدان الصناعية الكبرى تجاوز بكثير حجم نمو الذهب، لهذا السبب فكرت هذه البلدان في إضافة الجنيه الإسترليني والدولار إلى الذهب حيث كانت هاتين العملتين قابلين للتبديل بحرية إلى ذهب في أي لحظة (Gênes 1922) وتقوم الدول في ظل هذا النظام بتحديد قيمة عملاتها بالنسبة إلى للجنيه الإسترليني قبل الحرب العالمية الأولى ثم بالدولار بعد 1945 أثناء خروج الجنيه الإسترليني من هذا النظام.
 - 3- سلة العملات (les paniers de monnaies): لقد تزايدت أهمية العملات المصطنعة كمحاور لعدد متزايد من الدول (39 بلد حسب FMI للسداسي الرابع من سنة 1993) أربعة بلدان ربطت عملتها ب DTS، و 26 بلد بسلة تبادل خاصة وتسعة بلدان أوروبية بالإيكو، هذا الربط يسمح لها بالتخلص من القيود التي تفرضها ربط عملتها بعملة أخرى سائدة بالإضافة إلى أن هذا النظام يسمح لها بتجنب التقلبات الحادة في أسعار الصرف، ومن أمثلة هذه الوحدات الحسابية : حقوق السحب الخاصة، الإتحادات النقدية، وسلات العملات الخاصة التي أصبح يتعامل بها عدد متزايد من الدول.

المطلب الثاني: أنظمة أسعار الصرف الثابتة

لقد مر النظام النقدي الدولي بعدة مراحل تبعا للظروف الإقتصادية والسياسية التي ميزت كل فترة، حيث كانت الفترة التي سبقت إنهيار بروتن وودز يغلب عليها أسعار الصرف الثابتة.

1- Jean Klein, Bernard Marois, Op-cit, P : 44.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الفرع الأول: مفهوم أنظمة الصرف الثابتة وخصائصها

في ظل أنظمة الصرف الثابتة تتحدد قيمة كل عملة تتحدد بمعدل متكافئ في مقابل العملات الأخرى، أو تتحرك في هامش ضيق صعوداً أو نزولاً في مقابل العملة المحورية، وقد يتم تثبيت العملة في مقابل عملة أخرى وحيدة أو في مقابل سلة من العملات.

أولاً: أنظمة الصرف الثابتة

يتم في العادة تثبيت سعر صرف العملة إلى ذهب أو لعملة تتمتع بمواصفات معينة كالقوة والإستقرار أو لسلعة من العملات وعادة ما يتم إختيار العملات إنطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين أو من حقوق السحب الخاصة كما هو الشأن بالنسبة لليورو وإعتباره إمتداد لسلعة العملات(1).

في ظل هذه الأنظمة تكون معدلات الصرف ثابتة، أو تتحرك في هامش ضيق، وعملية تبادل العملات تتم بأسعار محددة مسبقاً من طرف السلطات النقدية التي تستند إلى معيار معين لتعريف سعر التدخل بالنسبة لعملتها الخاصة والمعايير التي يمكن الاستناد عليها، هي على ثلاثة أنواع:

- المعادن الثمينة وخاصة الذهب؛

- العملات الصعبة (الرئيسية)؛

- سلة العملات.

ويمكن التمييز بين أنظمة أسعار الصرف الثابتة لعملة وحيدة وسلة من العملات.

ويوجد في الأساس نوعين اثنين من أنظمة الصرف الثابتة تتمثل في(2):

1- الربط بعملة وحيدة

بموجب هذه الطريقة تقوم الدولة بربط سعر صرف عملتها بعملة واحدة أجنبية ومن مميزات هذه الطريقة ثبات سعر صرف العملة حيث يستطيع المنتج المحلي تحديد الكميات التي يرغب في إنتاجها في ضوء تقديره للأرباح المتوقعة على أساس سعر الصرف الثابت وضمان تحويل الإستثمارات للداخل والخارج بدون خسارة التي قد تنتج عن تقلبات أسعار الصرف، ومن مساوئ هذه الطريقة هو إنتقال الأزمات التي تحدث في بلد الربط إلى البلد المحلي ووجود إحتياجات صرف كبيرة للدفاع عن التعادل الثابت الذي قد يؤدي في حالة فشله إلى نشوء السوق الموازية للصرف (BLACK MARKET).

2- الربط بسلة من العملات

يتم في هذه الطريقة ربط سعر الصرف بسلة العملات إذا كان البلد مفتوح على العديد من

1- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 2003، ص : 116.

2- الطراد إسماعيل إبراهيم، إدارة العملات الأجنبية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005، ص : 51-53.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الإقتصاديات الأجنبية لتقليل مخاطر سعر الصرف، كما يمكن ربط سعر الصرف بحقوق السحب الخاصة التي تعرف مستوى تقلب قليل مقارنة مع العملات الأخرى بالإضافة إلى إمكانية الإقتراض من صندوق النقد الدولي بضمن هذه الوحدات لكن يوجد عدد قليل من الدول التي تربط بهذه الوحدات سبب تدني مستوى الاستثمار فيها.

ثانيا: خصائص نظام الصرف الثابت

نظام الصرف الثابت هو نظام لربط العملة الوطنية بعملة أجنبية أو سلة من العملات الأجنبية بتكافؤ ثابت، حيث أن إختيار عملات الربط يتم بناء على هيكل التجارة الخارجية ويتمتع نظام الصرف الثابت بالخصائص الآتية⁽¹⁾.

- تحدد السلطات النقدية معدل ثابت لتحويل العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية ويجب أن يؤسس معدل الصرف على أساس القيمة التعادلية أو قيمة قريبة منها لا تتعدى هامش التقلبات المعمول به في الإتفاقات النقدية.
- إذا تغير سعر العملة الوطنية خارج حدود التقلبات المعمول بها، يتدخل البنك المركزي مباشرة في سوق الصرف بشراء أو بيع العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية للحد من إنخفاضها أو توقيف إرتفاعها ويمكن أن ترفق بهذه التدخلات في حالة الضرورة تدابير غير مباشرة بواسطة معدلات الفائدة للتأثير على حركة رؤوس الأموال الأجنبية أو بواسطة إجراءات تقنية تستهدف تصحيح الفارق عن القيمة التعادلية المحددة.
- إذا لم تتمكن السلطات النقدية أو إذا اقتضى الحال لا تريد الدفاع عن تعادل قيمة عملتها الوطنية، يفتضي الأمر على السلطات النقدية أن تقوم بتخفيض قيمة عملتها (devaluation) أو رفعها (رفع قيمة العملة الوطنية بالنسبة للمعيار المرجعي) أو اللجوء إلى التعويم.

الفرع الثاني: تطور النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف لقاعدة الذهب

تميز النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف الثابتة بسيطرة قاعدة الذهب بنوعيتها (قاعدة السبائك الذهبية وقاعدة الصرف بالذهب) وقاعدة العملة القابلة للتحويل إلى ذهب وهي الدولار الأمريكي.

أولا: مرحلة قاعدة الذهب

لقد كانت قاعدة الذهب أول نظام حقيقي للسيولة الدولية، والتي وضعت في حوالي سنة 1850 في أوروبا وأمريكا الشمالية في الوقت الذي إزدهرت فيه التجارة الدولية وحركات رؤوس الأموال، ولم يكن هناك إتفاق دولي واضح، وإنما كل الدول المعنية كانت لها عملة قابلة للتحويل بحرية إلى ذهب، وبالتالي فإن سعر الصرف لهذه العملات فيما بينها لا يمكن أن ينحرف كثيرا عن أسعار التعادل المحسوبة إنطلاقا من

1- Mohamed DAOUS, Amel CHENOUFI ZENAIDI Monia, GHARBI TRABELSI, Techniques financières internationales, centre de publication universitaire, Tunis, 2007, P : 33.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

نسب أوزان الذهب المحددة لهذه العملات.

1- مفهوم قاعدة الذهب

لقد تعددت التعاريف التي دارت حول هذا الموضوع فعلى سبيل المثال عرفها موسه Mosse على أنها حقيقة تاريخية نبعت من خيال الإقتصاديين⁽¹⁾.

يتم تحديد قيمة كل عملة في ظل هذا النظام بوزن محدد من الذهب مع حرية دخول وخروج الذهب وفق هذا التعادل ومعدلات الصرف في ظل هذا النظام تتطور بين نقطتين، نقطة دخول الذهب فعلى سبيل المثال إذا تبين لحائزي العملات الصعبة أن سعر الفرنك في باريس كان مرتفعا يستطيعون القيام بتحويل هذه العملات الصعبة في الخارج في مقابل الذهب ثم ينقلون هذا الذهب إلى باريس ويقومون بتحويله في مقابل الفرنك⁽²⁾.

تمثل نقطة خروج الذهب مستوى سعر الفرنك في باريس الذي يكون في مصلحة المتعاملين عدم شراء العملات الأجنبية في باريس وإنما شراء الذهب ونقله إلى الخارج لتحويله لعملات أجنبية.

لقد ضمن هذا النظام إستقرارا كبيرا في الصرف وأدى إلى نمو وازدهار في مستوى التبادلات الدولية وفرص نظاما اقتصاديا وماليا صارما لمجموع الدول الأربعة أو الخمسة التي كانت عملاتها قابلة للتحويل بحرية، لكن ولا واحدة من هذه البلدان كان في مقدورها أن تتحمل عجزا مزمنا لمدفوعات الخارجية لأن عملتها قد تكون متوفرة بإفراط في أسواق الصرف، وهذا قد يؤدي إلى خروج الذهب، ومن أجل المحافظ ة على مخزونها من الذهب، توجب على هذه البلدان القيام بالإجراءات الضرورية للمحافظة على توازن مدفوعات الخارجية.

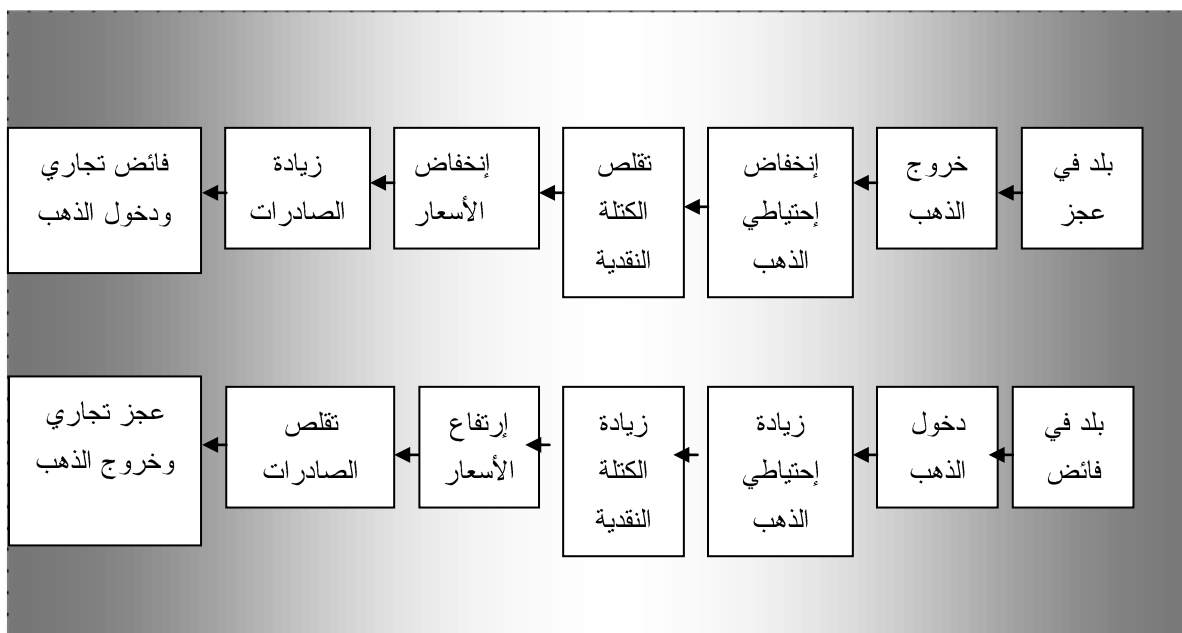
التوازن في ظل قاعدة الذهب يحدث تلقائيا، فعندما يكون البلد في وضعية عجز في ميزان المدفوعات فإن خروج الذهب يقلص من الكتلة النقدية مما يؤدي إلى إنخفاض الأسعار وزيادة القدرة التنافسية للمؤسسات المحلية في الأسواق الأجنبية وتخفيض العجز بدخول جديد للذهب نتيجة إرتفاع الصادرات، وفي الحالة العكسية، عندما يكون البلد في فائض فإن دخول الذهب سيزيد من الكتلة النقدية مما ينتج عنه زيادة في الأسعار والتي ستقلل من القدرة التنافسية في الأسواق الأجنبية مما يؤثر على الصادرات ويؤدي إلى ظهور عجز وبالتالي خروج الذهب ويمكن توضيح ذلك بالشكل رقم (01) الموالي:

1- أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبيد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص: 07.

2- Jacques-Henrie David, Crise financière et relations monétaires internationales, Economica, Paris, P P : 65-66.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الشكل رقم (01): آليات التعديل التلقائية في ظل نظام الذهب



المصدر: Jean –Bière Bibeau, Introduction à l'économie internationale, 4^{eme} Edition, Gaétan Morin editor, 2006, P: 235.

ثانيا: صيغ قاعدة الذهب

عرف نظام الذهب صيغتين أساسيتين: نظام السبائك الذهبية ونظام الصرف بالذهب، حيث لعبت الحروب وندرة الذهب النسبية اللازمة للتمويل دورا أساسيا في هذا التطور.

1- نظام السبائك الذهبية

هو نظام للقاعدة الذهبية التي يقوم فيها التداول النقدي على أوراق نقدية قابلة للتحويل إلى سبائك ذهبية فقط، وفي ظل هذا النظام يختفي الذهب كنفد في التداول بهدف التوفير في الذهب كمعدن، وتتوقف البنوك المركزية عن إصدار نقود ذهبية (كما كان الحال في ظل قاعدة الذهب)، وتقتصر على إصدار أوراق نقدية قابلة للتحويل إلى سبائك ذهبية تكون قيمة الواحدة منها مرتفعة في القيمة إلى حد كبير بهدف الحفاظ على أكبر كمية من معدن الذهب كاحتياطي للصرف الأجنبية ونظرا لارتفاع سعر السبيكة، لم يعد بمقدور الأفراد الحصول على الذهب، ويتضح من هذا أن مبدأ تحويل النقود الورقية إلى الذهب تم الحفاظ عليه ولكن بقيود كمية محددة، وأن تبني قاعدة السبائك الذهبية كان بمثابة الخطوة الأولى تجاه التخلي عن إمكانية تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب وعن قاعدة الذهب في المعاملات الداخلية، الأمر الذي تمّ في إنجلترا عام 1931، وفي فرنسا عام 1936، وبالتالي تم حصر مجال إستعماله في قطاع التجارة الخارجية وأقترح شكلا آخر، يؤمن عملية التبدل بالذهب ويقلل من الحاجة في إستعمال الذهب، هذا النظام هو

نظام الصرف بالذهب⁽¹⁾.

2- قاعدة الصرف بالذهب.

يعتبر هذا النظام خروج غير مباشر من نظام قاعدة الذهب، حيث تكون وحدة النقد فيه غير قابلة للتحويل إلى ذهب، ولكن تكون قابلة للتحويل إلى عملة دولة أخرى مرتبطة إرتباطا مباشرا بالذهب، أي قابلة للتحويل إلى ذهب، وبذلك نجد أن هناك وسيطا بين وحدة النقد المتداولة وبين الذهب وعلى هذا الأساس، تصبح وحدة النقد مرتبطة بالذهب إرتباطا من الدرجة الثانية، حيث هناك وسيط لا بد أن تمر به حتى تتحول إلى ذهب، هذا الوسيط هو العملة الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب، وفي هذه الحالة لا تتحدد قيمة وحدة النقد طبقا لقاعدة الذهب، ولكن طبقا لقيمة العملة الأجنبية القابلة للتحويل، ولقد كان من الصعب الرجوع إلى قاعدة الذهب فلم يكن أمام الدول إلا إتباع فكرة جديدة تكفل لهل مزايا الذهب والتوسع في الإصدار النقدي الداخلي، في أول الأمر كانت العملة المحور أو الارتكاز هي الجنيه الإسترليني حيث كان هو الأساس الذي يستند عليه في سداد الالتزامات الدولية وكان يتمتع بغطاء إصدار كامل من الذهب، وبمرور الوقت أصبح الدولار يقف جنبا إلى جنب مع الجنيه الإسترليني، حيث أصبح نظام الصرف بالذهب يستند على هاتان العملتان "الدولار والإسترليني" في الوقت الذي تدور فيه بقية العملات حول هذا المحور، وبحلول الثلاثينات، بدأت الأهمية النسبية للجنيه الإسترليني في الزوال وذلك بظهور مصادر جديدة للطاقة غير الفحم الذي كان يشكل معظم صادرات بريطانيا، إلى جانب تزايد الأهمية النسبية للاقتصاد الأمريكي، ومن ثم أصبح الدولار يمثل الاحتياطي النقدي الذي يحل محل الذهب في إطار النظام النقدي القائم على أساس قاعدة الصرف بالذهب⁽²⁾.

الفرع الثالث: التوازن في ظل قاعدة الذهب وقيود نظام الذهب

بالرغم من أهمية الذهب كمصدر لتحقيق استقرار الأسعار وتحقيق التوازن في موازين المدفوعات غير أن الأوضاع الداخلية والخارجية عرفت العديد من الصعوبات خاصة المتعلقة بمستويات التشغيل والحساب الجاري.

أولا: الوضع الداخلي في ظل قاعدة الذهب

كان الهدف من تحديد أسعار النقود بدلالة الذهب في ظل معيار الذهب هو تقييد نمو النقود في الإقتصاد العالمي وضمان الإستقرار في المستوى العالمي للأسعار وبالرغم من أن مستويات الأسعار للدول في ظل نظام الذهب لم تتزايد ما بين 1870 و 1914 كما أصبحت عليه بعد الحرب العالمية

1- مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوربية والآثار المحتملة على المنطقة العربية، دار الجامعة الجديدة، للنشر، مصر، 1998، ص ص: 44-45.

2- أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، مرجع سابق، ص ص: 10-12.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الثانية فإن مستويات الأسعار الوطنية عرفت تقلبات غير متوقعة على حسب فترات تعاقب مراحل التضخم والإنكماش وتعكس هذه الكفاءة المحدودة لنظام الذهب في ما يخص استقرار الأسعار مشكل تغيرات الأسعار النسبية للذهب والسلع الأخرى ومن جهة أخرى، لا يظهر أن الذهب قد ساهم بشكل كبير في تحقيق التشغيل الكامل، حيث أن معدلات البطالة قد وصلت في المتوسط إلى 6.8% في الولايات المتحدة ما بين 1890 و1913.

لقد كان هناك سبب رئيسي لعدم الإستقرار الداخلي في الأجل القصير في ظل نظام الذهب وهو تبعية السياسة الإقتصادية لأهداف خارجية، قبل الحرب العالمية لم تضطلع الحكومات بمسؤوليتها في الحفاظ على التوازن الداخلي كما أصبح عليه الأمر بعد الحرب العالمية الثانية، ولم يتزايد الاهتمام بأهداف السياسة الداخلية إلا بعد نهاية الحرب العالمية الأولى على أثر عدم الإستقرار الإقتصادي للفترة ما بين الحربين، 1819-1939⁽¹⁾.

ثانيا: الوضع الخارجي في ظل قاعدة الذهب

لقد حاولت البنوك المركزية تجنب التقلبات القوية في موازين المدفوعات (ميزان التسويات)، بمعنى مجموع الميزان الجاري وميزان رأس المال بإستثناء حسابات الإحتياطي، بما أن الإحتياطات الرسمية أخذت في هذه الفترة شكل الذهب، فإن تمويل العجز أو الفائض في موازين المدفوعات يتم في صورة شحن وإرسال الذهب ما بين البنوك المركزية ومن أجل تجنب التحركات القوية للذهب تبنت البنوك المركزية سياسات تعادل ما بين فائض حساب رأس المال بإستثناء الإحتياطات (أو العجز) مع العجز في الحساب الجاري (أو الفائض) ومن المتعارف عليه أن بلد ما يكون في حالة توازن في ميزان المدفوعات عندما يكون مجموع الحساب الجاري وحساب رأس المال بإستثناء الإحتياطات معادلا للصفر: في هذه الحالة يكون الحساب الجاري ممول كلية من القروض الدولية بدون ضرورة تحركات في الإحتياطي. لقد أخذت العديد من الحكومات بموقف الحرية (LAISSER-FAIRE) إتجاه موازينها الجارية، حيث كان الفائض التجاري لدى المملكة المتحدة ما بين 1870 والحرب العالمية الأولى ما يقارب في المتوسط 5.2% من الناتج الداخلي الخام (PNB)، وهو رقم مرتفع مقارنة بالمعايير الخاصة بسنوات ما بعد 1945، ومع ذلك فإن العديد من الدول عانت صعوبات من فترة إلى أخرى في تسديد مديونيتها الخارجية، ربما لأن المملكة المتحدة كانت في هذه الفترة المصدر العالمي السائد للنظرية الاقتصادية الدولية ورأس المال وكانت النصوص الإقتصادية في ظل قاعدة الذهب لا تعطي مكانا كافيا لمشاكل التسوية بالحساب الجاري⁽²⁾.

1- Paul krugman, Maurice Obstfeld, traduction d'Achille Hannequart et Fabienne Leloup, **L'économie internationale**, 4^{ème} Edition, De Boeck, 2004, P : 611.

2- **IBID**, P P : 607, 608.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

ثالثا: قيود نظام الذهب

لقد وضعت الحرب العالمية الأولى نهاية لجميع الشروط الضرورية للسير الحسن لنظام الذهب، حيث وضعت الحكومات نظام رقابة على الصرف وقيود على تحركات رؤوس الأموال، وأدى هذا إلى تدهور العلاقات التجارية بين الدول وانخفاض صادرات الذهب، ويواجه نظام الصرف بالذهب مشكلتين أساسيتين على الأقل⁽¹⁾:

3-1- نظام الذهب مرتبط بحجم الإنتاج العالمي من الذهب، الذي لا يوافق بالضرورة الإحتياجات النقدية للإقتصاد العالمي وتطور التجارة الدولية.

3-2- الدخول الكثير للذهب في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى تضخم في هذا البلد، الذي بدوره يمكن أن يصدر إلى دول أخرى.

المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل أسعار الصرف المعمومة

نتيجة للضغوطات التي تعرضت إليها الولايات المتحدة الناتجة عن تراكم احتياطات الدولار لدى الدول، وتدهور الميزان الجاري وفقدان الثقة في مقدرة الولايات المتحدة على ضمان تحويل عملتها إلى ذهب، تم التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت وإقرار حرية البلدان في تعويم عملاتها خلال مؤتمر جمايكا.

المطلب الأول: ظهور نظام بروتن وودز

مثلت الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، نقطة تحولت جذرية في خارطة العالم الإقتصادية، حيث شهد الإقتصاد العالمي اضطرابات كبيرة في عمل النظام النقدي وانخفاض معدلات التجارة وارتفاع معدلات التضخم في مختلف اقتصاديات العالم، مما أدى بالدول الحليفة إلى العمل على تطوير نظام نقدي من شأنه أن يعزز ثلاث أهداف أساسية⁽²⁾:

- إزالة قيود التجارة؛
- ضمان حرية التحويل بين العملات المختلفة،
- الحفاظ على استقرار أسعار الصرف بين مختلف العملات.

سارع المسؤولون إلى عقد مؤتمر دولي في بريتون وودز لوضع الأسس العامة لتنظيم الأوضاع النقدية على الصعيد الدولي وتنمية التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال وقد حضر الاجتماع 44 دولة قدمت خلالها مقترحات لإرساء قواعد نظام إقتصادي دولي جديد أكثر عدالة واستقرار من السابق، وقبل انعقاد مؤتمر بريتون وودز طرح المؤتمرين مشروعين أحدهما تقدمت به المملكة المتحدة على لسان مبعوثها الإقتصادي الكبير اللورد كينز وكانت الولايات المتحدة الأمريكية قد تقدمت بمشروع ثان على لسان

1- Mohamed Daouas et al, **Op-cit**, P : 23.

2- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر، 1999، ص: 53.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

ممثلها الإقتصادي هاري هوايت حيث تقدمت إنكلترا بمشروع اللورد كينز في 7 أبريل في حين تقدمت أمريكا بمشروع هاري هوايت في 5 أبريل 1943⁽¹⁾.

لقد كان انهيار نظام الصرف والكارثة التي سادت بعد الحرب العالمية الثانية من بين أهم العوامل التي حفزت على إنشاء نظام دولي جديد من شأنه أن يضمن التطور المتوازن للتبادلات الدولية من جهة ونمو الإقتصاد من جهة أخرى، وفي هذا الصدد، اجتمعت أربعة وأربعون دولة من بينها الإتحاد السوفيتي الذي رفض الانضمام إلى هذا النظام الجديد وذلك من واحد إلى اثنين وعشري ن جويلية 1944 في بروتن وودز بنيوهامبشير تحت رعاية الأمم المتحدة وذلك لإرساء نظام دولي جديد وإنشاء نظام دولي جديد يتطلب الإتفاق على جملة من التساؤلات⁽²⁾:

- هل وجود عملة دولية يعد أمرا ضروريا ؟ إذا كانت الإجابة بنعم ماهي هذه العملة: الذهب، عملة وطنية أم عملة جديدة؟
- كيف يتم تحديد قيمة كل عملة وطنية ضمن العملات الأخرى؟
- من هي الهيئة التي تفرض على الدول المشاركة احترام تعهداتها ؟

وحاول المؤتمرين الإجابة على هذه الأسئلة بالنظر للأهداف التالية:

- إنشاء قواعد جديدة تضمن تحويل العملات بمعدلات ثابتة؛
- ضمان تمويل التجارة الدولية وتحركات رؤوس الأموال؛
- إنشاء قاعدة تسهر على تطبيق هذه القواعد الجديدة وضمان تمويل السيولة الدولية، وتم اقتراح مخططين، مخطط كينز الإقتصادي البريطاني المشهور ومخطط وايت، إقتصادي الخزينة الأمريكية.

الفرع الأول: المقترح البريطاني

كان هناك مقترحين أساسين لبناء نظام نقدي دولي جديد أحدهما يرجع للاقتصادي البريطاني كينز والآخر لوزير الخزانة الأمريكية وايت حيث أن مقترح يعكس أوضاع ومصالح الدولتين دون الدول الأخرى.

أولا: **مخطط كينز (LE PLAN KEYNES)**: طلبت السلطات البريطانية من كينز التفكير في تنظيم جديد للعلاقات النقدية، وهو إنشاء بنك دولي يقوم بإقراض البلدان الأعضاء ويسهل عمليات التسوية الدولية، ويستهدف إنشاء عملة دولية تسمى بالانكور ترتبط بها العملات الوطنية من خلال معدلات ثابتة ويصدر هذه العملة الصندوق الدولي للمقاصة (la caisse internationale de compensation) وذلك حسب

1- ضياء مجيد الموسي، الإقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، 2000، الإسكندرية، ص: 303.

2 - Jean -Bierre Bibeau, Introduction à l'économie internationale, 4^{eme} Edition, Gaétan Morin Editor, 2006, P: 237.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الاحتياجات الحقيقية للتجارة الدولية⁽¹⁾.

يرتكز مخطط كينز على خلق بنك دولي جديد وعملة دولية جديدة لتسوية الدائنية والمديونية بين الدول تحت ضوابط معينة مع إلغاء دور الذهب بسبب عدم تناسب مخزون الذهب مع النمو الكبير في التجارة الدولية ويعكس هذا الرأي تدهور أوضاع بريطانيا بعد الحرب من ناحية تراجع مخزون الذهب ومستويات المديونية المرتفعة⁽²⁾.

يمكن إبراز العناصر الأساسية لمخطط كينز من خلال ثلاث مستويات⁽³⁾:

1- المستوى التقني : قدم كينز مخطظه على شكل اقتراحات تشير إلى خلق اتحاد دولي للمقاصة حيث يقوم هذا الاتحاد بفتح حساب جاري لكل دولة عضو، بدون إلزام إيداع مسبق وتجري التسويات من خلال تسجيل مدين- دائن في هذه الحسابات وبالتالي يصبح حساب المصدر دائن، وحساب المستورد مدين وتدرج كل العمليات بالحسابات بوحدة جديدة: البانكور "le bancor"، حيث تحدد قيمته بصفة مستقلة عن للذهب.

كما يقترح على هذه الدول أنها تستمر في تسوية صفقاتها في كل مرة:

- إما باستخدام أرصدها بالعملة الصعبة التي تحتفظ بها دون أن تفوق أموال الاستثمارات الضرورية.
- إما أن تقوم هذه الدول بشراء عملات أجنبية مقابل عملاتها في أسواق الصرف.

2- على المستوى المالي: يعتبر مخطط كينز على المستوى المالي مجموعة من الإجراءات الخاصة بالإقراض، بحيث كل بلد عاجز يمكنه أن يحصل على حساب مدين لكن في حدود سقف يكافئ مبلغ حصته، كما يقترح كينز في مخطظه أن تكافئ حصة كل بلد 75% من القيمة المتوسطة لصادراتها و وارداتها خلال ثلاث سنوات التي سبقت الحرب وبعد مرور الفترة الانتقالية تزداد هذه الحصص كل سنة تلقائياً طبقاً لتطور تجارتها الخارجية وتعتبر هذه الحصص إيداعات تأخذ شكل قرض فإذا كان فرق المدين لبلد ما يصل إلى ربع حصته في متوسط سنتين، يحق له أن يقوم بتخفيض عملته بالنسبة إلى البانكور وبالتالي بالنسبة إلى العملات الأخرى لكن فقط ب 5% والقيم الأكبر تكون في ظل اتفاق مبدئي مع الإتحاد.

1- EMMANUAL Nyahoho, **Finances internationales, Théorie, Politique et pratique**, Presses de l'université de Québec, 2000, P : 361.

2- سمير ايت يحي، **التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملام للجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، شعبة إقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013-2014، ص ص: 19-20.

3- قحايرية أمال، **مرجع سابق**، ص: 67.

الفرع الثاني: المقترح الأمريكي (le plan WHITE)

في سنة 1944 كانت الولايات المتحدة في قمة ازدهارها وتُمارس سلطتها سواء على المستوى الاقتصادي أو العسكري، وتحقق نصف الإنتاج الصناعي العالمي، وكانت تمثل أيضا المصدر الأول لرؤوس الأموال والسلع في العالم فأتى نظام بروتن وودز لتسخير هذه السيطرة وبدلا من اتخاذ عملة دولية (SUPRANATIONAL) المقترحة من طرف المخطط البريطاني، يقترح مخطط وايت كعملة دولية عملة وطنية وهي الدولار الأمريكي، لأن الولايات المتحدة كانت تحوز في ذلك الوقت على ثلاثة أرباع مخزون الذهب النقدي العالمي، ويتعلق الأمر في الحقيقة بإنشاء صندوق تثبيت (FONDS DE STABILISATION) وهو صندوق مشترك تشارك فيه الدول الأعضاء ويمنح عملات أجنبية لهذه الدول تحت ظروف معينة ويتم استبدال عملات الدول الأعضاء مع التزام هذه الدول ببيع أو شراء الذهب أو العملات الصعبة للرجوع إلى الوضعية الطبيعية ويتم تبادل القروض فيما بين الدول الأعضاء دون الحاجة لخلق عملة دولية، وبدلا من العملة الدولية المقترحة من طرف المخطط البريطاني ووجود السلطة نقدية (SUPRANATIONAL) كغرفة المقاصة المقترحة من طرف كينز، فان السلطة التي ستتولى إصدار النقود هي سلطة وطنية تتمثل في البنك الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي)، وكخلاصة عامة كل ما كان دولي في مخطط كينز أصبح وطني في مخطط وايت والخطوط الأساسية لنظام بروتن وودز من خلال مخطط وايت هي(1):

- سيصبح الدولار مع الذهب وسيلة الدفع الدولية.
 - تتحدد قيمة العملات الأخرى بالنسبة للدولار، وتحدد قيمة الدولار بالنسبة للذهب في نظام معدل ثابت (1دولار كندي = 092 دولار أمريكي = $0.92 * 35/1$ أونصة ذهب): ويتوجب على البلدان المشاركة أن لا تتحرف عملاتها بأكثر من 1% من التكافؤ الرسمي (LA PARITÉ OFFICIELLE).
 - وأخيرا القاعدة الأساسية، الدولار قابل للتحويل إلى ذهب بسعر 35 دولار للأونصة حيث يضمن البنك الفدرالي التحويل تحت الطلب للدولارات في حوزة البنوك المركزية للبلدان الأخرى إلى ذهب.
- خلال نهاية الستينات، أبتكر صندوق النقد الدولي تسهيل جديد من أجل المزيد من الخدمات للدول الأعضاء وذلك من منطلق الأخذ في الحسبان الحاجة الدولية إلى مزيد من الاحتياطات الدولية، هذا التسهيل المبتكر الذي ظهر في عام 1970 هو حقوق السحب الخاصة الذي تم إدخالها كوسيلة مساعدة في التسويات الدولية بجانب الدولار والذهب.

الفرع الثالث: معضلة تريفن (Triffin dilemma)

بعد الحرب العالمية الثانية، كانت الولايات المتحدة الأمريكية تحوز على ما يقارب 25 مليار دولار من الذهب ما يمثل 75% من القيمة العالمية مما أهلها لأن تملي القواعد الجديدة لسير النظام النقدي العالمي

1- Jean -Bierre Bibeau, Op -cit, P: 239.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

عن طريق إرساء نظام معيار الدولار (étalon- dollar)، وفي ظل هذا النظام قام البنك الفيدرالي الأمريكي بطبع كميات معتبرة من الورقة الخضراء، وبمبالغ تتجاوز ما بحوزته من ذهب حيث كانت احتياطات الذهب تقدر بـ 25 مليار دولار سنة 1950 ونزلت إلى 10 مليار دولار في سنة 1970 وخلال نفس هذه الفترة ازدادت كمية الدولارات القابلة للتحويل إلى ذهب والتي بحوزة الأجانب من 5 مليار دولار إلى 70 مليار دولار وتحول الاقتصاد من وضعية الشح في الدولارات (situation de pénurie) إلى وضعية الوفرة وبداية من سنوات 1965 أصبحت البنوك المركزية الأجنبية لا تخفي قلقها في عدم قدرة البنك الفيدرالي الأمريكي على تحويل الدولارات إلى ذهب، وأطلقت صفاة الإنذار من طرف الاقتصادي الأمريكي في جامعة يال (Robert Triffin) الذي ربط حالة الوفرة في الدولارات الأمريكية إلى سياسة التمويل التي تتبناها الولايات المتحدة الأمريكية في تغطية عجز ميزان المدفوعات أي تمويل العجز بطبع النقود الذي نجم عنه مشكل (معضلة تريفن) وهي: إما أن تتبنى الولايات المتحدة الأمريكية سياسات نقدية تقييدية لغرض تصحيح ميزان المدفوعات وبالتالي كبح نمو الصفقات العالمية والرجوع إلى حالة الشح أو تستمر في سياسة التمويل بالعجز مولدة أزمة ثقة وسيولة وبعد سنة 1965 ازداد وضع ميزان المدفوعات الأمريكي في التدهور وازدادت الديون المترتبة عليها نتيجة ارتفاع النفقات العمومية التي كانت تستهدف تمويل حرب الفيتنام ومشروع المجتمع الأمريكي الكبير واقترح تريفن أربعة حلول لمشكلة تمويل العجز الأمريكي⁽¹⁾:

- 1- يتمثل الاقتراح الأول في خلق FMI لعملته الخاصة لتعويض الدولار وإنشاء بنك مركزي مشابه لذلك الذي اقترحه كينز؛
- 2- أما الاقتراح الثاني فيرتكز في الاعتماد على قوى السوق لتصحيح الاختلالات وتبني أسعار الصرف المرنة؛
- 3- المقترح الثالث الذي يفضلته شارل دوقول والمدرسة النقدية (مدرسة شيكاغو) هو تأسيس نظام معيار الذهب مع تقدير مرتفع لسعر الذهب؛
- 4- إنشاء معيار الدولار غير قابل للتحويل.

جرت عدة مفاوضات انتهت بتأسيس وحدة حقوق السحب الخاصة DTS المعرفة بالذهب وغير قابلة للتحويل إلى ذهب وجاء هذا الحل ليعزز الوضع القائم للولايات المتحدة دون حل مشكلة السيولة الدولية وتعويض الدولارات المتراكمة لدى البنوك الأجنبية.

المطلب الثاني: إنهاء نظام بروتن وودز والانتقال نحو التعويم

عمل النظام النقدي الدولي قد عمل بشكل جيد حوالي ربع قرن، حيث أن بقاء هذا النظام يعتمد على الثقة

1- Emmanuel Nyahoho, Op-cit, P P : 365- 366.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الممنوحة للعملة الإرتكازية (la monnaie clé) الدولار والاقتصاد الأمريكي حيث كان عجز الميزان التجاري الأمريكي السبب الرئيسي في انهياره.

الفرع الأول: إلغاء قابلية تحويل الدولار

بداية من نهاية الخمسينات بدأ هذا النظام يتدهور شيئاً فشيئاً إلى أن انهار تماماً أثناء الأزمة النقدية 1971 يمكن شرح هذه الوضعية بعدة أسباب (1):

- ارتفاع أسعار الذهب نتيجة ضعف الثقة في الدولار في السوق الحرة للذهب في لندن في سنة 1960 قفز سعر الأونصة من 35 إلى 40 دولار، هذا ما أدى إلى اشتداد التضخم في الولايات المتحدة والتقلبات الشديدة للعرض والطلب على الدولار؛
- المساعدات الاقتصادية الأمريكية لإعادة بناء أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية (مخطط مارشال) وتخفيض العملات بالنسبة للدولار أدى إلى عجز شبة دائم في ميزان المدفوعات الأمريكي وتراكم احتياطات كبيرة من الدولار لدى البنوك الأجنبية؛
- في بداية الستينات كان هناك عجز ضعيف نسبياً في ميزان المدفوعات الأمريكي وكان الميزان التجاري يحقق فائض وفي نهاية الستينات تحول هذا الفائض إلى عجز في ميزان المدفوعات في لزيادة الاستثمارات الأمريكية في الخارج وليس لعجز ميزان التجاري؛
- تصرفت الولايات المتحدة تجاه العجز المحقق في ميزان المدفوعات بإجراءات حمائية (mesures protectionnistes) مثل الضرائب على إقراض رأس المال للخارج والرقابة على الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض الممنوحة من طرف البنوك الأمريكية للمقترضين الأجانب زاد من احتمال قدرة الولايات على تحويل الدولار.

أدت هذه العوامل فقدان الثقة في الدولار الأمريكي كعملة احتياطي، وطالبت البنوك الأجنبية بتحويل ما لديها من احتياطات دولارية إلى ذهب، لكن الولايات المتحدة كانت غير قادرة على مواجهة هذا الوضع لأن احتياطات الذهب لديها كانت في أقل مستوى لها وفي 1971 كان الاحتياطي الذهبي للولايات المتحدة يقدر ب 10 ملايين دولار في حين أن الدولارات في حوزة البنوك المركزية الأجنبية كانت تقدر ب 50مليار دولار فقرر الرئيس الأمريكي نيكسون في 15 أوت 1971 عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وفرض ضريبة تقدر ب 10% على العديد من المواد المستوردة معنا نهاية الصرف الثابت لنظام بروتن وودز(2).

1- Mohamed Daouas et al, **Op-cit**, P: 60.

2- **IBID**, P P : 60-61.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الفرع الثاني: إتفاق سميونثيان (Les accords de smithsonian)

تم عقد اجتماع لوزراء مالية مجموعة الدول العشرة ومحافظي بنوكها المركزية في مبنى سميونثيان في العاصمة الأمريكية واشنطن يومي 17 و 18 ديسمبر 1971 وانتهوا إلى التوصل إلى إتفاق عرف باسم إتفاق سميونثيان وأهم ما تضمنه في هذا الإتفاق هو:

1- موافقة الولايات المتحدة على زيادة سعر الذهب من 35 دولار للأوقية إلى 38 دولار للأوقية مما يعني تخفيض قيمة الدولار مقوما بالذهب بنسبة 7.9% وهو أول تخفيض للدولار من ذ عام 1934 وثالث تخفيض منذ 1972، ومن ناحية أخرى وافقت اليابان ودول الجماعة الاقتصادية الأوروبية على رفع قيمة عملاتها بالنسبة إلى الدولار فزادت قيمة المارك الألماني بنسبة 13.57%، ورفعت اليابان قيمة الين بنسبة 16.9%، وأرتفع كل من الجنيه الإسترليني والفرنك الفرنسي بنسبة 8.57% وارتفعت الليرة الإيطالية والكرونه السويدية بنسبة 7.485 وارتفع الفرنك السويسري بنسبة 13.95 وكذلك ارتفع الفرنك البلجيكي والجيلدر الهولندي بنسبة 11.6% في حين قررت كندا الاستمرار في تعويم عملتها.

2- موافقة الولايات المتحدة على إلغاء الضريبة الإضافية التي فرضتها على الواردات ضمن

الإجراءات التي أعلنت في 15 أوت 1971.

3- زيادة حدود تقلبات أسعار الصرف بنسبة 2.25% صعودا وهبوطا عن أسعار التعادل الجديدة التي تم التوصل إليها بموجب هذا الإتفاق بدلا من نسبة 1% السابقة⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إنهاء اتفاقيات السميونثيان

في نهاية عام 1971 واجه النظام النقدي الدولي مشكلة الدولار المتبقي وحصلت البنوك المركزية على مبالغ هائلة من الدولار خلال أزمات عام 1971، وأرتفع مجموع احتياطات البنوك المركزية الأجنبية من الدولارات من 34 مليار دولار بنهاية عام 1970 إلى حوالي 62 مليار دولار بنهاية عام 1971، ولم تستبدل تلك الدولارات بالذهب الأمريكي إطلاقا وينظر إليها على أنها تهديد لاستقرار النظام النقد الدولي، فإذا ألفت البنوك المركزية بتلك الدولارات في سوق العملات الأجنبية ستكون النتيجة تقويض هيكل الأسعار المركزية السميونثيانية جميعها.

انتشر جو من الغموض في سوق الصرف الأجنبي خلال النصف الأول من السنة وخرج الجنيه الإسترليني من نظام معدلات السميونثيان المركزية عند استجابة السلطات البريطانية لضغط المضاربة فسمحت بتعويم الجنيه، حيث بلغ العجز التجاري للولايات المتحدة في عام 1972 حوالي 6.9 تريليون دولار وأستمر التضخم بمعدلات مرتفعة، وبدأت ملامح الأزمات النقدية في الظهور وأصبح المضاربون

1 - مدحت صادق، النقود الدولية وعملية الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 1997، ص 30-31.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

مقتنعين أن نظام السميثونيان لن يستطيع الصمود وأن خيار واحد من ناحية المضاربة، فأخذ المضاربون ببيع الدولار مقابل المارك الألماني والفرنك السويسري والين الياباني بمبالغ هائلة، وفي 12 فيفري أعلنت إدارة نيكسون تخفيضا إضافيا جديدا لقيمة الدولار تساوي 10% مقابل الذهب وعند تلك النقطة انهار نظام السميثونيان ورفعت ألمانيا ومعظم الدول الأوربية قيمة عملتها مقابل الدولار بينما سمحت كندا وإيطاليا واليابان وبريطانيا وسويسرا لعملتها بالعموم حيث لم تدم أسعار الصرف الجديدة الرسمية أكثر من أسبوعين واستمر الضغط التضخمي بالارتفاع، وبداية من مارس أطلق العنان لتعويم العملات الباقية الرئيسية وتم التخلي في النهاية عن محاولة الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة⁽¹⁾.

الفرع الرابع: اتفاقية جامايكا وتأكيد حرية تعويم أسعار الصرف

تم الاتفاق بين الأطراف الموقعة على إتفاق سميثونيان على ضرورة الإصلاح النقدي، وقد تشكلت لجنة مؤقتة بقرار من مجلس محافظي صندوق النقد الدولي تتكون من عشرين عضوا يمثلون المناطق والدول التي من حق كل منها تعيين مدير تنفيذي في الصندوق، وانتخبت اللجنة في أول اجتماع لها جون تيرنر وزير مالية كندا، وعقدت هذه اللجنة أربع اجتماعات لبحث موضوع تعديل بعض أحكام إتفاق الصندوق النقد الدولي ثم محاولة التوصل إلى إتفاق بشأن النظام الجديد لأسعار الصرف وكذلك تحديد دور الذهب في النظام النقدي الدولي، وقد تقرر أن يعقد الاجتماع الخامس في « كينجستون- جاميكا» في 7-8 يناير 1976 وتم التوصل إلى اتفاق بشأن تعديل بعض أحكام صندوق النقد الدولي أطلق عليه «إتفاق جاميكا» والذي دخل حيز التنفيذ في أول أبريل 1978 بعد أن حصل على الأغلبية المطلوبة من مجموع القوة التصويتية وهي 60% من مجموع الدول الأعضاء في الصندوق⁽²⁾.

تضمن اتفاق جاميكا على بالأساس على السماح بتعويم أسعار الصرف حسب مقتضيات كل دولة لكن بشرط تحقيق الاستقرار في موازين المدفوعات والنمو والتجارة الدولية بدون التلاعب في أسعار الصرف لتحقيق مزايا تنافسية على حساب الدول الأخرى، وتم التركيز في هذا الإتفاق كذلك على استعمال حقوق السحب الخاصة كأصول للسيولة الدولية وإلغاء دور الذهب كأساس لتقييم العملات حيث تم بيع الذهب في المزاد العلني واستعملت نواتج البيع لمساعدة الدول الفقيرة وتخفيض العجز في الميزان التجاري للولايات المتحدة، ومع ذلك لم تكتسب حقوق السحب الخاصة المكانة التي كانت تحوزها الأصول التقليدية كالذهب، حيث مزال الدولار الأمريكي يحتل المكانة الأولى كعملة احتياطي، ومزال كذلك الذهب يلعب دورا

1- جون هرسون، مارك هرندر، ترجمة طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد علي، العلاقات الاقتصادية

الدولية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1987، ص ص: 803، 802.

2- مدحت صادق، مرجع سابق، ص: 54.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

أساسيا كأصل احتياطي في العالم واستعماله كضمان للقروض⁽¹⁾.

المطلب الثالث: التوجهات الحالية للنظام النقدي الدولي

يمكن التمييز بين نوعين من مجموعات التوجهات متعاكستين ظاهريا: من جهة هناك توجه نحو التخصص ومن جهة أخرى محاولات لإيجاد نوع من التوافق لمحاولة التحكم في التطورات القوية لأسعار الصرف⁽²⁾.

الفرع الأول: خصوصية النظام النقدي الدولي

لم يكن صندوق النقد الدولي قادرا على أداء دوره في تمويل السوق بالسيولة اللازمة، وحتى حقوق السحب الخاصة التي تم إنشاؤها في 1969 لم تكن كافية وقادرة على تغيير المنظومة التي أسستها البنوك الخاصة ابتداء من عام 1958، في نهاية سنوات الثمانينات أصبحت كميات كبيرة من السيولة الدولية تتدفق خارج الدوائر الرسمية لصندوق النقد الدولي والبنوك المركزية من خلال آليات البنوك الخاصة حيث أصبح السيولة لدى القطاع الخاص يتجاوز بحوالي أكثر من الضعف السيولة المتوفرة لدى الدوائر الرسمية في سنة 1987، إن نمو القطاع الخاص أجبر السلطات الرسمية على تقاسم سلطة تسيير العملة مع كبرى البنوك الدولي حيث فقدت البنوك المركزية مسؤوليتها الوحيدة في تحديد سعر الصرف وتمويل رصيد ميزان المدفوعات وأصبحت التحركات النقدية تخضع شيء فشيئا للقرارات التي تتخذها المؤسسات الخاصة.

يرجع توسع السوق المالي الدولي إلى نمو أسواق اليورو عملات التي ظهرت في نهاية سنوات الخمسينات التي يرجع نموها وتطورها إلى تحويل الودائع الدولارية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى البنوك الأوروبية نتيجة عدة أسباب من بينها الحرب الباردة، الأزمة البترولية، والقيود التي تفرضها الولايات المتحدة على تنقل رأس المال التي حفزت تدفق رأس المال خارج الولايات المتحدة الأمريكية⁽³⁾.

الفرع الثاني: التعاون الدولي

بداية من سنة 1975 أصبحت القوى الغربية تجتمع سنويا من أجل ضبط الوضع الاقتصادي واستتباب آليات العملة المشتركة للتصدي المصاعب المحتملة التي تواجه هذه البلدان، واجتمعت مجموعة السبعة في فيفري 1987 لعقد اتفاق اللوفر وإيضاح الآفاق الجديدة للعمل المشترك : التسيير الجماعي لمعدلات الصرف وتنسيق السياسات (LA COORDINATION) الضريبية (مصرفات وإيرادات الحكومات) والنقدية (معدل الفائدة على الخصوص)، وهو نوع من التعاون الإجباري (COOPÉRATION FORCÉE) حيث تتخلى البلدان المشاركة على استقلاليتها في التسيير الاقتصادي في نظام يحوي العديد من العملات وأقطاب

1- نفس المرجع السابق، ص ص: 55-58.

2- Jean Klein, **Op-cit**, P: 49.

3- Jean -Bière Bibeau, **Op-cit**, P: 261.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

نقدية مختلفة، وسوف تتركز المناقشات الحالية والمستقبلية على الطريقة التي سيتم بها هذا التعاون والقواعد والهيكل التي ستنظمه⁽¹⁾.

الفرع الثالث: أسعار الصرف الحالية

تميزت أسعار الصرف الحالية بمزيج من أسعار الصرف المثبتة وأسعار الصرف المعومة وأسعار الصرف الوسيطة التي تتوفر على مزايا التعويم والتثبيت ويمكن تلخيصها من خلال الآتي⁽²⁾:

أولاً: المناطق المثلى للعملة (Optimum currency areas)

تم تطوير مناطق العملة المثلى من طرف مندل (MENDELL) وماكينون (MACKINON) ومفادها أن البلدان التي تتميز بخصائص اقتصادية مشتركة يمكنها تقليل مخاطر الصرف وتشجيع التجارة والاستثمار فيما بينها والعالم والخارجي عن طريق تبني أسعار الصرف المثبتة فيما بينها وأسعار الصرف المعومة مع باقي العالم والاختلالات التي تحدث داخل هذه المنطقة يمكن تصحيحها عن طريق حرية انتقال عوامل الإنتاج مثل العمل ورأس المال من بلدان العجز نحو بلدان الفائض، ومن عيوب المنطقة المثلى هو فقدان استقلالية السياسة حيث تكون تابعة إلى البنك المركزي للمنطقة ككل مثل البنك المركزي الأوروبي.

ثانياً: مجالس العملة (Currency board)

من خلاله تربط الدولة سعر الصرف لعملتها مع عملة أجنبية تتمتع بالاستقرار أو حقوق السحب الخاصة و عملات مركبة وتغطية العرض النقدي بنسبة 100% بالاحتياطيات الأجنبية، فتحقيق الفائض في ميزان المدفوعات هو الذي يؤدي إلى تراكم الاحتياطيات الأجنبية وليس طبع النقود، في ظل هذه النظام يفقد البنك المركزي الاستقلالية في إدارة السياسة النقدية حيث تكون معدلات التضخم وأسعار الفائدة محددة بنسبة كبيرة من طرف بلد الربط، ويتم تبني هذا النظام على الخصوص في فترات الأزمات وكطريقة فعالة في كبح التضخم.

ثالثاً: الدولار (Dollarisation)

يعتبر نظام الدولار من أنظمة الربط الأكثر جمود والتي تؤدي إلى التخلي بصفة نهائية عن السيادة الوطنية من خلال تبني عملة بلد آخر كالدولار الأمريكي، حيث يسمح هذا النظام بتقليل مخاطر الصرف والتحكم الفعال في معدلات التضخم وأسعار الفائدة بطريقة متوازية مع بلد الربط، كما يساهم أيضاً في الحد من أزمات الصرف وتحسين السياسة المالية والتكامل المالي، ومن عيوبه انتقال أزمات بلد الربط إلى البلد المحلي وفقدان استقلالية السياسة النقدية.

رابعاً: نطاق أسعار الصرف (Exchange rate bands)

يتم في هذا النظام السماح لسعر الصرف بالصعود والنزول حول قيمة التعادل بحيث لا يمكن

1- IBID, P: 266.

2- Dominik Salvatore, International economics, 11th Edition, Wiley, 2013, P P: 656-673.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

له أن يتجاوز حدود النطاق صعود وهبوطاً، حيث يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف من أجل الحفاظ على سعر الصرف في النطاق المسموح به، وهذا النظام يحتوي على مزايا التثبيت والتعويم فإذا كان النطاق ضيق سوف يتدخل البنك المركزي بصفة متكررة للحفاظ على سعر الصرف داخل النطاق، أما إذا كان واسع فالبنك المركزي لا يتدخل سوى في حالات قليلة.

خامساً: نطاق سعر الصرف القابل للتعديل (Adjustable peg system)

يتم في هذا النظام السماح لسعر الصرف بالصعود والهبوط في حدود النطاق حول قيمة التعادل، مع إمكانية تغيير قيمة التعادل عدة مرات حسب مقتضيات ميزان المدفوعات، فيمكن زيادة قيمة التعادل وتخفيض قيمة العملة تبعاً لذلك لتصحيح العجز في ميزان المدفوعات أو رفعها في الحالة المعاكسة.

سادساً: الربط الزاحف (Crawling peg)

يتم في هذا النظام إدارة سعر الصرف في حدود نطاق معين، لكن بدلاً من التغيير الكبير في قيمة التعادل يسمح نظام الربط الزاحف بتغيير قيمة التعادل بقيم صغيرة خلال مرات عديدة لتجنب المضاربة المسببة لعدم الاستقرار إلى غاية تحقيق التوازن في سعر الصرف، فبدلاً من تخفيض وحيد في قيمة التعادل ب 6% مثلاً خلال ثلاث أشهر يمكن التخفيض بقيمة 2% في نهاية كل شهر.

سابعاً: التعويم المدار (Managed floating)

حتى في غياب المضاربة المسببة للاستقرار، فإن سعر الصرف يعرف عدة تقلبات حسب تغير العوامل الحقيقية في الاقتصاد أثناء الدورة الاقتصادية، والهدف من التعويم المدار هو التدخل في سوق الصرف من أجل تعويم (smoothing) هذه التقلبات، حيث أن التقلبات الكبيرة في سعر الصرف تؤثر سلباً على تدفق الاستثمار والتجارة، لكن بعض الدول كالصين مثلاً تتدخل بصفة متكررة من أجل الإبقاء على سعر الصرف مرتفع من أجل تخفيض قيمة العملة واكتساب المزايا التنافسية على حساب الدول الأخرى وهو ما يطلق التعويم القذر (dirty floating) حيث أصبح المجتمع الدولي ينادي في السنوات الأخيرة بضرورة الحد من هذه الممارسات والتي تم الإعلان عليها منذ سنوات ماضية ترجع إلى اتفاق جمايكا.

ثامناً: التعويم الحر (Free floating)

السماح لسعر الصرف أن يتحدد بحرية حسب قوى العرض والطلب، حيث من مزايا أسعار الصرف المعومة هي المساهمة في امتصاص آثار الصدمات.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

المبحث الثالث: سعر الصرف والنظريات المحددة لسعر الصرف

يعتبر سعر الصرف المتغير الذي يربط الاقتصاد الوطني مع بقية العالم ويختلف تسعير الصرف حسب البلدان، ويتحدد سعر الصرف من خلال توازن قوى العرض والطلب إذا كانت السلطة النقدية لا تتدخل في سوق الصرف، وتوجد العديد من النظريات المحددة لسعر الصرف حسب الآجال، وتعتبر نظرية تعادل القوة الشرائية من أهم النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل الطويل، بينما تعتبر كل من نظرية تعادل معدلات الفائدة وتوازن المحفظة المالية والمناهج النقدية من أهم النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل القصير، كما يعتبر نموذج مندل فلمنغ من أشهر النماذج المحددة لسعر الصرف والتي تعتمد على توازن سوق السلع والخدمات وسوق النقود وتوازن ميزان المدفوعات.

المطلب الأول: سعر الصرف

يمثل سعر الصرف عدد الوحدات التي يتم من خلالها تبادل معينة مقابل عملة أخرى، وتتغير طبيعة سعر الصرف حسب معدلات التضخم، وحسب وزن الشركاء في التجارة الخارجية.

الفرع الأول: تعريف سعر الصرف

لكل دولة عملتها الخاصة بها وتتخذها أساساً لتعبر عن قيمة كل سلعة من السلع المحلية في مقابل السلع الأجنبية ويمكن النظر إلى سعر الصرف من زاويتين⁽¹⁾:

- أولاً: يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من النقد المحلي التي تتم مبادلتها بوحدة واحدة من النقد الأجنبي وهي التسعيرة غير المباشرة.
- ثانياً: يمكن النظر إلى سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية المدفوعة مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية، وهي التسعيرة المباشرة.

كما يمكن تعريف سعر الصرف على أنه السعر الذي يتم به مبادلة عملة ما بعملة بلد آخر، وسعر الصرف الأجنبي هو قيمة الوحدة من العملة الأجنبية مقومة بوحدة من العملة المحلية، ويمكن النظر إلى سعر الصرف على أنه المرآة التي تعكس مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي، وذلك من خلال العلاقة بين الصادرات والواردات إذ تعد أسعار الصرف أداة لربط الاقتصاد المحلي مع الاقتصاد العالمي هذا من جانب، ومن جانب آخر استيراد السلع من البلدان الأجنبية يزيد الطلب على عملة هذه البلدان في السوق الوطني وتزيد من عرض العملة المحلية في سوق الصرف، بينما الصادرات تزيد من الطلب الأجنبي على العملة الوطنية وتزيد من عرض العملات الأجنبية في سوق الصرف ومع اختلاف

1- جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص ص: 180-181.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

التعريف حول سعر الصرف غير أنها تشترك في اعتبار أن سعر الصرف هو (1):

- عملية مبادلة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية والعكس؛
- تتم عملية المبادلة وفق سعر معين؛
- تتم عملية المبادلة في سوق الصرف الأجنبي؛
- تعد أداة ربط الاقتصاد المفتوح مع باقي اقتصادات العالم من خلال معرفة التكاليف والأسعار الدولية، وبذلك تقوم بتسهيل المعاملات الدولية المختلفة وتتم عملية الربط من خلال أسواق الأصول وأسواق السلع وأسواق عوامل الإنتاج، حيث يقيس سعر الصرف الحقيقي عدد وحدات السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية وبالتالي فهو يقيس القدرة التنافسية للبلد.

الفرع الثاني: أشكال سعر الصرف

يوجد عدة تقسيمات لأسعار الصرف تختلف باختلاف تعديليها بمستويات التضخم وكذلك حسب البلدان ذات الأوزان المهمة في التجارة الخارجية مع البلد المعني (2):

أولاً: سعر الصرف الاسمي : هو مقياس لعملة بلد ما مقومة بعملة بلد آخر وفق مقتضيات العرض والطلب وتبعاً لإدارة أسعار الصرف في هذا البلد، حيث ينقسم إلى سعر صرف رسمي وهو سعر الصرف المعمول به رسمياً من قبل الدولة وسعر الصرف الموازي وهو سعر الصرف المعمول به في السوق الموازية، مع إمكانية وجود عدة أسعار صرف في نفس الوقت وفي نفس البلد حسب مقتضيات البلد من السياسة الاقتصادية، حيث أن سعر الصرف الاسمي لا يعكس المقدرة الشرائية للعملة الوطنية لعدم ترجيحه بمستويات التضخم.

ثانياً: سعر الصرف الحقيقي : يعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من سلة السلع المحلية أو العكس وبالتالي فهو يقيس المقدرة التنافسية للبلد في مقابل البلدان الأخرى.

ثالثاً: سعر الصرف الفعلي : عبارة عن مؤشر يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما في مقابل عدة عملات مختارة حسب ترجيحات معينة كأوزان التجارة الخارجية وتستعمل عدة مؤشرات لقياس سعر الصرف الفعلي كمؤشر لايسبيرز للأرقام القياسية أو المؤشرات الأخرى.

رابعاً: سعر الصرف الحقيقي الفعلي : وهو عبارة عن سعر الصرف الاسمي الفعلي مع ترجيحه بمعدلات التضخم للبلد مع الشركاء التجاريين ليعكس مستوى تنافسية البلد مع البلدان الأخرى خلال سنة معينة للمقارنة مع سنة الأساس.

1- جميل محمد خالد، المرجع السابق، ص: 181.

2- نفس المرجع السابق، ص: 182.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

المطلب الثاني: سوق الصرف

تمثل سوق الصرف نقطة تلاقي العرض مع الطلب من العملات الأجنبية، والتي من خلالها يتحدد سعر الصرف، كما توجد عدة أنواع لسعر الصرف كالسوق الفورية والسوق الآجلة وأسواق الصرف المشتقة التي يتم فيها تبادل عقود نمطية تتحدد من خلال أسعار الصرف.

الفرع الأول: مفهوم سوق الصرف

تعتبر سوق الصرف الأجنبي أكبر سوق مالي في العالم، ويتم فيها تبادل عملة البلدان المختلفة حيث يكون مصدر الطلب والعرض على العملات الأجنبية من طرف السواح والمستوردين والمصدرين والمقترضين والمقرضين بالعملات الأجنبية والمستثمرين الأجانب، ويقدر متوسط حجم العملات المتبادل فيها يوميا حسب بنك التسويات الدولية في أبريل 2010 ب 3.981 مليار دولار يوميا حيث يعتبر الدولار الأمريكي من أكبر العملات المتاجر فيها منذ 10 سنوات حيث يمثل 85% من أحجام التداول، وسوق الصرف ليست محددة في مكان معين وتعمل على مدار اليوم 24 ساعة كاملة حيث أن إغلاق الأسواق في مركز مالي معين تليها افتتاح الأسواق المراكز المالية في البلدان الأخرى، وإغلاق هذه الأخيرة تليها افتتاح مراكز مالية أخرى على مدار دوران الكرة الأرضية، حيث يمكن إرسال الأوامر وتخزينها من خلال السويفت وشاشات الكمبيوتر التي تربط البلدان مع بعضها البعض، وتعتبر سوق لندن أكبر مركز مالي للتعامل في أسواق الصرف حيث يمثل 37% من الحجم الكلي السوق وتليها أسواق الولايات المتحدة الأمريكية ب 18%، حيث يمثل المركز المالي في لندن والمركز المالي في الولايات المتحدة نصف الحجم العالمي المتداول في سوق الصرف كما هو مبين في الجدول رقم (01) الموالي⁽¹⁾:

1- Michael Melvin, Stefan Norrbin, **International money and finance**, 8^{eme} Edition, Elsevier, USA, 2013, P P: 3-6.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الجدول رقم (01): أسواق الصرف العشرة الكبرى حسب حجم التداول (المتوسط اليومي) في ديسمبر 2010

النسبة المئوية	الحجم الكلي (مليار دولار)	البلد
37%	1854	المملكة المتحدة
18%	904	الولايات المتحدة
6%	312	اليابان
5%	266	سنغافورا
5%	263	سويسرا
5%	238	هونغ كونغ
4%	192	استراليا
3%	152	فرنسا
2%	120	الدنمارك
2%	109	ألمانيا

المصدر: Michael Melvin and Stefan Norrbin, Op-cit, P: 6

الفرع الثاني: تقسيمات سوق الصرف

يتم تقسيم سوق الصرف حسب أجال العمليات، ففي حالة سوق الصرف الفوري يتم تسليم العملات يومي عمل بعد تاريخ تنفيذ الصفقة وبسعر محدد مسبقاً، أما في الأسواق الآجلة فإن تسليم العملات يتم آجلاً أي يتجاوز يومي عمل وبسعر يتم تحديده مسبقاً أيضاً، كما تتواجد أيضاً إلى جانب هذه سوق الصرف التقليدي الأسواق المشتقة التي يتم فيها تبادل أصول مالية أي عقود ترتبط قيمتها على عملات أجنبية التي تعتبر الأصل الداعم لهذه العقود.

أولاً: سوق الصرف الفوري:

من أكثر الأنواع شيوعاً في معاملات سوق الصرف هو المبادلة الآنية أو السعر الآني والسوق التي تحدث فيها هذه المبادلات يطلق عليه السوق الآني أو الفوري (spot market) والمتوسط اليومي التي تتم فيه المتاجرة في هذه السوق يزيد عن 1.5 تريليون دولار والمعدل اليومي للمتاجرة في الصرف في أمريكا وحدها يزيد عن 200 مليار دولار، والجزء الأكبر من المعاملات تتم في شكل الكتروني⁽¹⁾. يتأتى عرض العملات الأجنبية أساساً من صادرات السلع والخدمات، المستثمرين الذين يحولون نواتج توظيفاً لهم في الخارج، مقرضي العملات والسواح الأجانب، أما مصدر الطلب على العملات الأجنبية

1- عدنان تايه النعيمي، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص: 94.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

فيتأتى أساسا من مستوردي السلع والخدمات، الاستثمار في الخارج، مقترضى العملات الأجنبية، المقيمين الذين يذهبون إلى الخارج⁽¹⁾.

ثانيا: سوق الصرف الآجل:

يتم التعامل في سوق الصرف الآجل من خلال أسعار الصرف الآجلة التي يتم الاتفاق عليها في تاريخ الصفقة ثم تنفيذها في أجال استحقاق مستقبلية وتستخدم بشكل عام من طرف منشآت الأعمال للتحوط من تقلبات أسعار الصرف المستقبلية من خلال التعاقد على سعر صرف معين للدفع في المستقبل⁽²⁾. تتراوح أجال العمليات في سوق الصرف الآجل من 3 إلى 7 أيام، 1، 2، 3، 6، 9، 12، 18 شهر و 2، 3، 5 سنوات وتتم التنفيذ الفعلي للصفقات بعد يوم العمل الثاني (J+2) بعد تاريخ الاستحقاق، وينقسم سوق الصرف الآجل إلى: الصرف الآجل الخالص ومبادلات الصرف ويختلف سعر الصرف الآجل يختلف عن سعر الصرف الفوري، فقد يكون أكبر أو أصغر من سعر الصرف الفوري ولا يكونا متساويين إلا في حالات نادرة ويرجع إلى آلية تكون الأسعار الآجلة واختلاف معدلات الفائدة التي تلعب دورا أساسيا في تحديد أسعار الصرف الآجلة، فإذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف العاجل، في هذه الحالة يكون ثمن التأجيل التسليم موجبا ويسمى علاوة (REPORT)، إما إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الفوري، يكون في هذه الحالة ثمن تأجيل التسليم سالبا ويسمى خصم (DÉPORT) وبالتالي فان سعر الصرف الآجل هو عبارة عن سعر الصرف الفوري بإضافة أو إنقاص العلاوة أو الخصم⁽³⁾.

الفرع الثالث: عمل سوق الصرف

تتم الصفقات في سوق الصرف على مستويين⁽⁴⁾:

أولا: سوق المبالغ الكبيرة

هو عبارة عن سوق مابين البنوك يكون التعامل فيها في حدود 1مليون تواجد فيه فقط البنوك الدولية الكبرى التي تتعامل فيما بينها وأحيانا مع البنوك المركزية مباشرة أو بوساطة (COURTIERS) عدد البنوك العاملة في هذا السوق قليل (50 إلى 80) بنك وتقوم بدور صناع السوق (MARKET MAKER) وهذه على إستعداد دوما لتوفير نطاق أسعار (FOURCHETTE DE PRIX) لعدد كبير من العملات، يتواجد إلى جانب هذه المؤسسات المالية الدولية بنوك ذات أهمية اقل ونشطة جدا، لكنها لا تضمن دائما وبصفة مستمرة دور صانع السوق. في سوق الجملة القيمة الدنيا لصفقة ما تكون في حدود 1مليون دولار.

1- دومينيك سلفاتور، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1998، ص: 244.

2- عدنان تايه النعيمي، مرجع سابق، ص: 95.

3- إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سابق، ص: 185-188.

4- Mohamed DAOUS et al, Op-cit, P P : 58,59.

ثانيا: سوق تجزئة (un marché de détail)

تتعدق فيها الصفقات بين البنوك وعملائها، تقدم البنوك خدمة المشورة وتقوم بتنفيذ أوامر الزبائن ويمكن أن تكون هذه الأوامر بالسعر الأفضل (au mieux) تنفذ بأول سعر محدد الذي يمكن أن يتم به التبادل أو تكون بالسعر المحدد (cours limité) عندما يطلب الزبون سعر أدنى للبيع أو سعر أقصى للشراء وتجري هذه العمليات في سوق الصرف ما بين البنوك أي تكون الصفقات ليست منمطة رسميا ولا يوجد مكان محدد مثل البورصة حيث يتم تمركز التسعير والصفقات وتجري عمليات التسعير بصفة مستمرة على مختلف الأماكن المالية 5 أيام عمل على سبعة ومن الممكن دائما لكل متعامل أن يشتري أو يبيع عملات أجنبية في أي وقت فعندما تغلق المركز المالية الأوربية في نهاية اليوم (15-18سا) تبدأ العمل في أمريكا الشمالية وعندما تغلق هذه المركز بدورها تبدأ تلك الخاصة بالشرق الأقصى ثم ترجع إلى أوربا وتتباطأ في أيام نهاية الأسبوع لان جداول الصرف (les tables de change) للبلدان العربية هي فقط التي تكون نشطة.

الفرع الرابع: إقتباسات سوق الصرف

تشهد إقتباسات سوق الصرف انتشار واسعا ويتم نشرها في العديد من الوكالات المالية والصحف والمواقع الالكترونية حيث أصبح هناك نوع من اللغة الخاصة بسوق الصرف:

أولاً: معايير ISO : معدل الصرف الفوري للعملة A بالنسبة للعملة B في اللحظة t يكتب $S_{A/B}^t$ ويعبر عن عدد وحدات العملة B التي يتم تبادلها في مقابل وحدة واحدة من العملة A، العملة التي تظهر في البسط ومن أجل تحديد مختلف العملات تستعمل في الأسواق الدولية يتم العمل بما يعرف بمقاييس ISO (international standard organisation): يتشكل رمز كل عملة من ثلاث أحرف، يمثل الحرفان الأولان إسم البلد والحرف الأخير اسم العملة (DZD) الحرفان الأولان يمثلان إسم البلد Alegria والحرف الأخير يمثل اسم العملة Dinar وعندما يتعلق الأمر بترميز عملة أو مواد لا ترجع إلى بلد معين يتم استعمال الحرف X في بداية الدليل وفي ما يخص الذهب والفضة تستعمل الرموز الكيميائية بعد الرمز X وتصبح كمايلي⁽¹⁾: XAG ، XAU.

ثانيا: التسعير: يختلف تسعير أسعار الصرف حسب البلدان والمراكز المالية ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من التسعير⁽²⁾: التسعيرة الغير المباشرة أو غير الأكيدة (cotation à l'incertain) وتعبر عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية $1ME=X ML$ والتسعير المباشرة أو التسعيرة المؤكدة (cotation au certain) التي تعبر عن عدد

1- Maurice DEBEAUVAIS, la gestion globale du risque de change, 2^{eme} Edition, Economica, Paris, 1992, P: 95.

2- J. Teuli, P. Topscalin, Finance, Vuibert, Paris, 1994, P: 493.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الوحدات من العملة من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية $1ML=X ME$ تطبق هذه التسعيرة في منطقة اليورو، المملكة المتحدة، إستراليا نيوزيلندا الجديدة وكندا (باستثناء الدولار).

ثالثا: أسعار العرض وأسعار الطلب : يتم عرض التسعيرات من طرف البنوك في سوق الصر ف الفوري في صيغة من سعرين (1): سعر الشراء أو سعر الطلب $(A/B)^4$ ويوافق السعر الذي يقبل به البنك الذي قام بالتسعير على شراء الفوري وحدة من العملة A في مقابل العملة B سعر البيع أو السعر المعروف $(A/B)^V$: ويوافق السعر الذي يقبل به البنك الذي قام بالتسعير على البيع الفوري لوحدة من العملة A في مقابل العملة B ويكون سعر البيع أعلى دائما من سعر الشراء بالنسبة للبنك إلي يقوم بالتسعير، الفرق الذي يمثل هامش البنك بوحدة عملة أجنبية مشتراة ثم مباعه، ويكون الهامش في حدود 10 إلى 50 نقطة ويمكن أن يصل إلى 100 نقطة في حالة العملات قليلة التبادل، كما تلعب سيولة السوق دورا مهما في تحديد هوامش الربح.

الفرع الخامس: الأسواق الصرف المشتقة

الأسواق المشتقة هي أسواق لا يتم فيها تبادل سعر الصرف بصفة مباشرة ولكن تبادل عقود نمطية تعتمد على سعر الصرف، ومن أهم أسواق الصرف المشتقة هي مستقبلات العملة الأجنبية والخيارات.

أولا: سوق مستقبلات العملة

يعرف عقد مستقبلات العملة على انه اتفاقية بين طرفين يتم التعاقد عليها من خلال قاعة تداول المستقبلات يتم من خلالها شراء أو بيع معياري من عملة معينة مقابل عملة معينة أخرى على سعر صرف محدد على يتم الاستلام أو التسليم خلال تاريخ محدد في المستقبل، ويتم تداول مستقبلات العملة من خلال بورصة العقود المستقبلية الرئيسية وهي بورصة شيكاغو للسلع (Chicago Mercantile Exchange) كما أن العقد يشمل على مبلغ من عملة معينة يتم تبادلها مقابل عملة أخرى عادة ما تكون الدولار الأمريكي ويتم التداول من خلال قاعة البورصة عن طريق المناداة من خلال المزاد العلني المفتوح ويتم تسوية طلبات الشراء والبيع من خلال غرفة المقاصة التي تضمن السير الحسن للعمليات وتقليل مخاطر الصرف والإفلاس بين المتعاملين في السوق من خلال نظام الهوامش والودائع(2).

1- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر، الطبعة الرابعة، 2005، ص: 97.

2- إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سابق، ص ص: 357-365.

1- خصائص العقود المستقبلية لل عملات الأجنبية

يتم التعامل في مستقبليات العملة داخل البورصة، وأعضاء هذه البورصة هم الوحيدين المرخص لهم بالتفاوض على أوامر الشراء أو البيع الخاصة بالعقود الآجلة سواء لحسابهم الخاص أو لحساب عملائهم بصفة عامة يتكون هؤلاء الأعضاء من فروع كبريات البنوك الدولية أو بيوت السمسة، ويتم التفاوض في أسواق العقود المستقبلية للعملات على عقود نمطية، مما يسمح بضمان سيولة السوق من خلال ربط مختلف المشتريين والبائعين لأنه من الصعب الأخذ بعين الاعتبار الإحتياجات الخاصة لكل متعامل، ويمكن إبراز خصائص العقود المستقبلية من خلال النقاط الآتية⁽¹⁾:

- **الأصل الداعم le sous – jacent**: تختلف العقود المستقبلية للعملات الأجنبية حسب الأسواق،

وتخص هذه العقود في الحالة العامة العملات القوية، في سوق شيكاغو (IMM) مثلا تتكون هذه العملات أساسا من: اليورو، الين، الفرنك السويسري، الجنيه الإسترليني، الدولار الكندي، البيزو المكسيكي والدولار الاسترالي.

- **الحجم la taille**: هناك حجم قياسي لكل عملة أجنبية في العقود المستقبلية، على سبيل المثال في

السوق النقدي الدولي لشكاغو (IMM) تكون أحجام العقود المستقبلية هي:

GBP 62500, EUR 12500, CAD 100000, CHF 125000, JBY 12500000, AUD 100000, MXP 500000.

ويمكن لهذه المبالغ أن تتغير في الزمن حيث كان الجنيه الإسترليني في البداية عند 25000 جنيه إسترليني ثم أصبح 62500 جنيه إسترليني.

- **أجال الاستحقاق**: تكون أجال الصفقات أيضا في العقود الآجلة نمطية، يتم إجراء الصفقات

والتسعيرات في العقود الآجلة حسب دورات تجرى كل ثلاث شهور، حيث تكون دورة مارس هي الأكثر شيوعا وتكون الأجال المسعرة في العقود المستقبلية هي نهاية كل فصل (ثلاثة أشهر): مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر وبصفة عامة يكون تاريخ الاستحقاق هو الأربعاء الثالث من شهر الاستحقاق.

- **سعر الأصل الداعم**: يتم تحديد أسعار العقود المستقبلية من طرف غرف المقاصة بمقابلة أوامر

العرض والطلب للعقود المستقبلية، في السوق النقدي الدولي لشكاغو (IMM) يتم التسعير بالدولار حسب كل وحدة من العملات الأجنبية.

- **الحدود الدنيا للتقلبات**: التسعير في أسواق العقود المستقبلية يتم في مستويات دنيا لتغير الأسعار

سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض، هذه المستويات الدنيا لتغير قيمة العقود المستقبلية تكون أيضا منمطة وتسمى بحيز التسعير (Echelon de cotation) أو (tick) باللغة الإنكليزية، تكون هذه الحدود معرفة لكل عقد من العملات الأجنبية المسعرة ويتم التعبير عنها بعملة البلد أين تتواجد البورصة، في السوق النقدي الدولي لشكاغو (IMM) يتم التعبير عن هذه المستويات الدنيا بالدولار حسب كل وحدة من

1- Mohamed DAOUS et al, **Op-cit**, P: 227.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

العملات الأجنبية وتتغير هذه المستويات بصفة عامة بين 10 و 12.5 دولار لكل عقد مستقبلي، وبالنسبة للعقود المستقبلية الخاصة بالدولار الكندي يعادل حيز التسعير نقطة من الدولار لكل وحدة دولار كندي: قيمة حيز التسعير لكل عقد من الدولار الكندي يعادل إذا $100000 \times 0.0001 = 10$ دولار .

الحدود العليا للتقلبات : إن تعريف كل عقد مستقبلي يحدد إذا كان هناك حد أقصى للتغيرات اليومية للأسعار، وعندما يتم الوصول إلى هذا الحد تقوم غرفة المقاصة بتعليق جلسة التسعير وتقوم حساب الأرباح والخسائر لأعضائها، وبهذه الطريقة يكون المتعاملون في سوق العقود المستقبلية مؤمنون ضد مخاطر التقلبات في الأسعار بتجاوز الحد المثبت ومع ذلك لا تكون هذه الحدود متفق عليها دائما لأنها تؤدي إلى تجميد الأسعار خاصة إذا العملات الأجنبية سريعة التذبذب.

ثانيا: سوق الخيارات

خيار الصرف هو أصل مالي (الأصل المالي موضوع الخيار قد يكون معدلات الفائدة الأسهم، المواد الأولية أو العملات الأجنبية وهذا الأخير هو الذي يهتما خلال هذه الدراسة) يعطي للمشتري أو مالك الخيار الحق وليس الالتزام لشراء أو بيع إلى غاية تاريخ معين يسمى تاريخ الاستحقاق كمية محددة من العملات الأجنبية بسعر محدد مسبقا وسلفا يطلق عليه سعر الممارسة أو سعر التنفيذ (le prix d'exercice) أو باللغة الإنكليزية (strike price) ويدفع المشتري في نفس الوقت للبائع مقدار معين يشكل العلاوة وهي غير قابلة للرد يدفعها المشتري مقدما للبائع نتيجة امتلاكه حق ممارسة الخيار أو تركه⁽¹⁾.

يلتزم بائع خيار الصرف حتى تاريخ الاستحقاق ببيع أو شراء العملات الأجنبية بسعر الممارسة بطلب من مشتري خيار الصرف، أي أن البائع في عقد الخيار لا يملك الحق الذي يتمتع به المشتري في الاختيار، وعليه انتظار قرار المشتري حتى تاريخ استحقاق العقد، ويتعين عليه تسليم العملة محل التعاقد بعد تلقيه إخطار من طرف المشتري وبالسعر المتفق عليه في العقد⁽²⁾.
هناك نوعين من خيارات الصرف لزوج محدد من العملات⁽³⁾:

1- خيار الشراء : خيار الشراء للعملة الأجنبية (call) الذي يحمي المشتري من مخاطر ارتفاع العملة الأجنبية، وذلك يتوافق مع احتياجات المستورد الذي يريد التغطية ضد مخاطر ارتفاع العملة وفي أسواق الخيارات يمكن شراء أو بيع خيار الشراء.

- مشتري خيار الشراء له الحق وليس الإلزام لشراء العملات الأجنبية بسعر الممارسة المحدد وقت شراء الخيار.

1- Michel SION, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, 3^{ème} Edition, DUNOD, 2003, P: 225.

2- مدحت صادق، مرجع سابق، ص: 168.

3- Ghislaine LEGRAND, Hubert MARTINI, Management des opérations de commerce international, 8^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2007, P: 341.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

- بائع خيار الشراء (call) يخضع لإرادة المشتري فهو ملزم ببيع العملات الأجنبية بسعر الممارسة إذا أراد المشتري ذلك.

2- خيار البيع: خيار البيع للعملة الأجنبية (put) يحمي البائع من مخاطر انخفاض العملة الأجنبية، وتتوافق مع احتياجات المصدر الذي يرغب في التغطية ضد انخفاض أسعار صرف العملة الأجنبية حيث يمكن للمتعامل شراء أو بيع خيار البيع (put).

- مشتري خيار البيع له الحق (وليس الإلزام) في بيع العملات الأجنبية بسعر الممارسة المحدد في وقت شراء الخيار.

- بائع خيار البيع خاضع لإرادة المشتري، فهو ملزم بشراء العملات الأجنبية بسعر الممارسة إذا أراد المشتري ذلك.

3- خواص خيارات العملات الأجنبية

يمكن إبراز أهم خصائص خيارات العملات الأجنبية من خلال النقاط التالية⁽¹⁾:

- طبيعة الخيار : يمكن للخيارات أن تكون خيارات شراء (call) أو خيارات بيع (put) وينبغي الإشارة إلى أن خيار شراء لعملة أجنبية A في مقابل عملة B مكافئ لخيار بيع العملة B في مقابل العملة الأجنبية A.

- الحامل المالي (الأصل الداعم le sous - jacent): هي عملة أجنبية مثل الدولار الأمريكي، الفرنك السويسري، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، الدولار الكندي والدولار الاسترالي.

- الحجم (La taille): أحجام عقود الخيارات نمطية، ويمكن إبراز أحجام عقود الخيارات لأهم أزواج العملات في بورصة PHLX من خلال الجدول الموالي.

الجدول رقم (2): أحجام عقود الخيارات لأزواج العملات في سوق PHLX.

أزواج العملات	الحجم النمطي
CHF/USD	62500
GBP/USD	31250
CAD/USD	50000
JPY/USD	6250000
EUR/USD	62500
AUD/USD	50000

المصدر: Mohamed DAOUS, Op-cit, P: 264.

1- Mohamed DAOUS et al, Op-cit, P: 263.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

- **سعر التنفيذ (le prix d'exercice):** هو السعر الذي يكتسب (يتنازل) به مشتري خيار الشراء (أو مشتري خيار البيع) للأصل الداعم أو الحامل المالي (l'actif sous – jacent) أثناء مدة حياة الخيار وسوف يختار مشتري خيار الشراء تنفيذ خياره إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر الفوري للأصل الداعم وتترجم عملية التنفيذ بتسليم العملات الأجنبية بسعر التنفيذ، وتختلف أسعار التنفيذ لخيارات الشراء أو البيع حسب توارىخ الاستحقاق في الأسواق المنظمة تكون الفوارق بين أسعار التنفيذ منظمة من طرف سلطات البورصة ويتم التعبير عن أسعار التنفيذ في سوق فيلادلفيا (PHLX) بالدولار لكل وحدة عملة أجنبية.

- **تاريخ الاستحقاق:** تكون تواريخ الاستحقاق بصفة عامة شهرية ويتم التفريق بين صنفين من الخيار: الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية وميزة الأوروبية أو الأمريكية ليست لها أي علاقة مع موقع تواجد السوق حيث يتم التفريق بينهما حسب تاريخ تنفيذ الخيار ففي الخيار الأوروبي لا يستطيع المشتري تنفيذ الخيار إلا في تاريخ الاستحقاق بينما في الخيار الأمريكي يستطيع المشتري تنفيذ الخيار في أي وقت بين تاريخ الشراء وتاريخ الاستحقاق، ويقدم الخيار الأوروبي ميزة للبائعين حيث يستحيل تنفيذ الخيار إلا في تاريخ الاستحقاق حتى وإن كانت الأسعار في صالح المشتريين بينما في الخيار الأمريكي يمكن للمشتريين تنفيذ الخيار متى أصبحت الأسعار في صالحهم مما يفسر طلب البائعين لعلاوات مرتفعة في الخيارات الأمريكية.

- **العلاوة:** وتمثل سعر الخيار الذي يقدمه المشتري للبائع وتبقى بصفة دائمة لدى البائع سواء تم تنفيذ الخيار أو لم تنفيذه من طرف المشتري ويتم التعبير عن العلاوات في الأسواق المنظمة للولايات المتحدة بالمئات الدولارية لكل وحدة من العملات الأجنبية كما تكون التقلبات الدنيا للعلاوة نمطية.

ثالثاً: سعر الصرف الآجل لمبادلات الصرف

تشير مبادلات الصرف إلى البيع الفوري للعملة المقترن مع إعادة الشراء الآجل لنفس العملة كجزء من صفقة واحدة بدلاً من صفقتين اثنتين، ويشير معدل التبادل إلى الفرق بين الأسعار الفورية والأسعار الآجلة في سوق مبادلات العملة ومن سلبيات عملية الصرف الآجل مقارنة بعمليات المبادلة هو تسجيل عملتين للخرينة اقتراض – إقراض مما يشكل بعض الصعوبات في عمل البنوك¹:

- يتم تسجيل عمليات الإقراض الاقتراض في الميزانية، مما يتقل البنية المالية la structure financière لهذه الميزانية.

- باستعمال عمليات الاقتراض، هناك خطر نفاذ دود الاعتماد البنكي les lignes de crédit interbancaire.

1 - IBID, P: 157.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

3- باستعمال عمليات الإقراض، هناك احتمال خطر إفلاس الطرف المقابل — la défaillance de la contrepartie.

4- إستعمال العمليتين معاً، يترتب عليه البحث عن الأطراف المقابلة سواء بالنسبة لعمليات الإقراض أو الإقتراض.

لهذه الأسباب فإن البنوك لا تلجأ إلا نادراً لهذه العملية المزدوجة للخرينة، وتلجأ عادة إلى عمليات المبادلة (swaps de change)، وهي عملية صرف مرتبطة بين طرفين وبعملتين مختلفتين بمعنى عملية صرف فورية مقرونة مع عملية صرف أجله لنفس المبلغ وفي إتجاه معاكس وبصفة عامة يتم معالجة عملية الصرف الفورية بالأسعار الفورية وعمليات الصرف الأجله بالأسعار الفورية بإضافة أو نقصان نقاط المبادلة (les points de swap)، ومن بين الميزات الهامة لعملية مبادلة الصرف مقارنة بعمليات الإقراض والاقتراض في سوق الودائع يمكن أن نذكر⁽¹⁾:

- التقليل من خطر الطرف المقابل؛

- لا يترتب عنها تشبع حدود الائتمان البنكي؛

- الالتزامات الناشئة عنها تظهر خارج الميزانية (hors bilan) وبالتالي لا تتأثر بشدة بقواعد الحذر (les règles prudentielles) كالقيود الأخرى للميزانية.

المطلب الثالث: النظريات المحددة لسعر الصرف

تعتبر نظرية تعادل القوى الشرائية من أهم النظريات التي تفسر تشكل سعر الصرف في الأجل الطويل وقدمت من طرق الإقتصادي السويدي كوستاف كاسل سنة 1918، وتقوم على فكرة أن سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوى الشرائية لكل عملة في السوق الداخلي والسوق الخارجي.

الفرع الأول: النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل الطويل

تعتبر نظرية تعادل القوة الشرائية أهم محددات سعر الصرف في الأجل الطويل، وتعتمد على مجموعة من الفرضيات المتعلقة بأسواق السلع وأسواق رأس المال.

أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية:

تم عرض نظرية تعادل القوة الشرائية من الاقتصادي كاسل Cassel في عام 1916 تعتمد على قانون السعر (la loi du prix unique) وتتطلب ثلاث فرضيات أساسية لتحقيقها⁽²⁾:

- كفاءة الأسواق المالية: عدم وجود رقابة في أسواق الصرف، وتكاليف للصفقات والضرائب؛

- كفاءة أسواق السلع: إرسال حر وسريع للسلع دون تكاليف نقل ورسوم جمركية، تجانس السلع المحلية

1- Christian. DESCAMPS, Jacque. SOICHOT, Gestion financière internationale, litec, Paris, 1995, P :39.

2- Mohamed DAOUS et al, Op-cit, P: 67.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

والأجنبية (إحلال تام)، عدم وجود احتكارات التي قد تجعل من السلع المتماثلة تباع بأسعار مختلفة؛
- توجد سلعة وحيدة للاستهلاك في جميع البلدان، أو تستهلك البلدان نفس السلعة من السلع مع تماثل عادات وتفضيلات المستهلكين.

ينص قانون السعر العادل على أنه في حالة كون السوق تتميز بالكفاءة فإن نفس السلعة يكون لها نفس السعر في جميع البلدان، حيث أن عمليات التحكيم (شراء السلعة أين تكون منخفضة وإعادة بيعها أين تكون مرتفعة) سوف تجعل من السلع المتماثلة لها نفس السعر عبر الدول حين تقيم بعملة واحدة (1).
عملية الشراء وإعادة البيع لها ميزة الموازنة أو المراجحة (ARBITRAGE) لأنها تلعب دور منظم للأسعار فزيادة الطلب في البلد الذي تنخفض فيه الأسعار سيؤدي إلى زيادة سعر السلعة، في حين أن زيادة العرض في البلد الذي ترتفع فيه الأسعار يؤدي إلى انخفاض سعر هذه السلعة إلى غاية الوصول إلى تعادل أسعار هذه السلعة في البلدين.

$$\text{حسب قانون السعر الموحد يكون: } p_{i,l}^t = s_{e/l}^t * p_{i,e}^t \Rightarrow s_{e/l}^t = \frac{p_{i,l}^t}{p_{i,e}^t}$$

حيث: $p_{i,l}^t$ سعر السلعة i في البلد المحلي في التاريخ t .

$p_{i,e}^t$ سعر السلعة i في البلد الأجنبي في التاريخ t .

$s_{e/l}^t$ سعر الصرف الفوري في التاريخ t .

يظهر من الواقع التطبيقي أن قانون السعر الموحد له تطبيق محدود لأنه يؤدي إلى حساب سعر صرف لكل سلعة على حدة.

فإذا فرضنا : p_i^t مستوى السعر المحلي لسلعة من السلع في التاريخ t .

p_e^t مستوى السعر الأجنبي لسلعة من السلع في التاريخ t .

$I_L^{t,t+1}$ معدل تغير الأسعار المحلية من t إلى $t+1$.

$I_E^{t,t+1}$ معدل التغير في مستوى الأسعار الأجنبية من $t+1$.

تكون مستويات الأسعار المقدرة في $t+1$ هي:

$$p_L^{t+1} = p_L^t (1 + I_L^{t,t+1}) \quad \text{و} \quad p_E^{t+1} = p_E^t (1 + I_E^{t,t+1})$$

تتطلب نظرية القوى الشرائية تعادل مستويات الأسعار المحلية والأجنبية (محولة إلى العملة الوطنية)، في

التاريخ T تعادل مستويات الأسعار المحلية والأجنبية (محولة إلى العملة الوطنية) يكتب من الشكل:

$$p_L^t = s_{E/L}^t * p_E^t \Rightarrow s_{E/L}^t = \frac{p_L^t}{p_E^t} \quad \text{و إذا كان هناك تعادل في مستويات الأسعار في التاريخ } t+1 \text{ فان:}$$

$$p_L^{t+1} = s_{E/L}^{t+1} * p_E^{t+1} \Rightarrow s_{E/L}^{t+1} = \frac{p_L^{t+1}}{p_E^{t+1}} = \frac{p_L^t (1 + I_L^{t,t+1})}{p_E^t (1 + I_E^{t,t+1})} = s_{E/L}^t \left(\frac{1 + I_L^{t,t+1}}{1 + I_E^{t,t+1}} \right) \Rightarrow \frac{s_{E/L}^{t+1}}{s_{E/L}^t} = \frac{1 + I_L^{t,t+1}}{1 + I_E^{t,t+1}}$$

1- محمد ناظم حنفي، مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1999، ص: 25.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

لو طرح 1 من طرفي هذه المعادلة الأخيرة نحصل على⁽¹⁾:

$$\frac{s_{E/L}^{t+1}}{s_{E/L}^t} - 1 = \frac{1 + I_L^{t,t+1}}{1 + I_E^{t,t+1}} - 1 \Rightarrow \frac{s_{E/L}^{t+1} - s_{E/L}^t}{s_{E/L}^t} = \frac{I_L^{t,t+1} - I_E^{t,t+1}}{I_E^{t,t+1}}$$

نتيجة لذلك فان تغير سعر الصرف حسب نظرية تعادل القوى الشرائية يعكس فوارق التضخم بين البلد المحلي والبلد الأجنبي.

نظرا لعدم تساوي سعر الصرف المشاهد مع سعر الصرف المحدد حسب تعادل القوى الشرائية يمكن تمييز ثلاث حالات ممكنة :

1- إذا كان $s_{E/L}^{t+1}$ الملاحظ يعادل $s_{E/L}^t \times \frac{I_L^{t,t+1} - I_E^{t,t+1}}{I_E^{t,t+1}}$ فإن $s_{E/L}^{t+1}$ سعر صرف توازني.

2- إذا كان $s_{E/L}^{t+1}$ الملاحظ اكبر من $s_{E/L}^t \times \frac{I_L^{t,t+1} - I_E^{t,t+1}}{I_E^{t,t+1}}$ فإن هناك عدم توازن في t+1 حيث أن

العملة مقومة بأكبر من قيمتها (surévaluée) بالنسبة للعملة المحلية.

3- إذا كان $s_{E/L}^{t+1}$ الملاحظ اصغر من $s_{E/L}^t \times \frac{I_L^{t,t+1} - I_E^{t,t+1}}{I_E^{t,t+1}}$ عدم توازن في t+1 حيث أن العملة

الأجنبية مقومة بأقل من قيمتها (sous-évaluée) بالنسبة للعملة المحلية.

إذا كان معدل التضخم الأجنبي ضعيف مقارنة بالواحد الصحيح، نستطيع أن نكتب:

$$1 + I_E^{t,t+1} \approx 1 \text{ وبالتالي يكون } \frac{s_{E/L}^{t+1} - s_{E/L}^t}{s_{E/L}^t} \approx I_L^{t,t+1} - I_E^{t,t+1}$$

تبين هذه المعادلة الأخيرة إن معدلات التضخم المختلفة في البلدين ستؤدي إلى تغيرات في معدلات الصرف للمحافظة على تعادل الأسعار في t+1، حيث يتم تصحيح أسعار الصرف عن طريق فوارق معدلات التضخم.

ثانيا: صور نظرية تعادل القوى الشرائية

توجد صورتين أساسيين لتعادل القوى الشرائية⁽²⁾

1- **القوة الشرائية المطلقة:** وتنص هذه النظرية على أن سعر سلعة في بلد ما يكون مساويا لسعرها

في بلد آخر عند الأخذ بعين الاعتبار تحويل قيمة العملة للبلد الثاني، ويمكن من خلال هذه النظرية

تحديد سعر صرف عملة من خلال قسمة سعر السلعة بالعملة المحلية على سعر السلعة بالعملة الأجنبية

من خلال المعادلة التالية: $e = p/p^*$

1 - Mohamed DAOUS et al, **Op-cit**, P: 70.

2- مشهور هذلول، **العوامل المؤثرة في انتقال أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006)**، أطروحة مقدمة استكمالاً لنيل شهادة دكتوراه في الفلسفة، تخصص: المصارف، كلية العلوم المالية و المصرفية، الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، الأردن، 2008، ص ص: 19-20.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

وقد لاقت نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة عند انتقادات من الجانب التطبيقي بسبب ثبات الأسعار وحساب سعر صرف لكل سلعة، بالإضافة إلى الفرضيات غير المعقولة مثل إلغاء تكاليف المعلومات وتكاليف انتقال السلع وتجانسها

2- القوة الشرائية النسبية: ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية نتيجة للعيوب التطبيقية في نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة حيث تفترض تساوي فارق التضخم بين أسواق السلع المحلية والخارجية وتغير سعر الصرف كشرط لتحقيق التوازن ويمكن التعبير عن هذه النظرية من خلال المعادلة التالية:

$$\% \Delta e = \% \Delta p - \% \Delta p^*$$

حيث: $\% \Delta e$ يشير الى مقدار التغير النسبي في سعر الصرف

$\% \Delta p$ يشير الى مقدار التغير النسبي في التضخم المحلي

$\% \Delta p^*$ يشير الى مقدار التغير النسبي في التضخم الاجنبي

تمتاز هذه النظرية بقدرتها على عكس الصدمات النقدية في الاقتصاد على الأسعار بنفس النسبة وبدون تمييز بين الأسعار، حيث يعكس سعر الصرف فوارق التضخم بين البلدان في الأجل الطويل، ورغم ذلك فقد تعرضت هذه النظرية كذلك إلى العديد من الانتقادات حيث أن السلع التي تدخل في تكوين مؤشر الأسعار تنقسم إلى سلع قابلة للتجارة دولياً و سلع غير قابلة للتجارة دولياً وبالتالي قد يعكس بنسبة كبيرة سعر الصرف تطورات الأسعار الغير متاجر بها دولياً بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل تغير الأذواق وتحسن الإنتاجية والية تحديد الأسعار ووجود الرقابة على سعر الصرف وكلها عوامل تؤثر في مصداقية نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية في تفسير تطورات اسعار الصرف.

ثالثاً: إنتقادات وحدود نظرية تعادل القوة الشرائية

معظم الانتقادات التي وجهت إلى نظرية تعادل القوة الشرائية تخص الافتراضات التي قامت عليها⁽¹⁾:

- إن افتراض ثبات الأسعار وثبات مستويات التبادل التجاري في زمن معين يصبح شبه مستحيل في ظل ارتفاع حدة الضغوط التضخمية.
- تفترض النظرية تبادل حر وإلغاء القيود الجمركية ونظام الحصص وعوائق التجارة في حين أن هذه العوامل تؤثر على سعر الصرف.
- تهمل النظرية حركة رأس المال لغرض المضاربة في حين أن سعر الصرف يتأثر بحركة رأس المال، كما أن المستوى العام للأسعار الذي يحسب على أساسه سعر الصرف التوازني في ظل هذه النظرية يهمل بعض العوامل المؤثرة على سعر الصرف مثل إنتاجية العمل

1- بلحشر عائشة، سعر الصرف الحقيقي التوازني- دراسة حالة الدينار الجزائري-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، مالية وبنوك، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2013-2014، ص: 51.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

وأثر (Balassa Samuelsson effect) التي تؤثر على قطاع السلع غير قابلة للتجارة من قطاع السلع القابلة للتجارة دولياً.

الفرع الثاني: النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل القصير

تعتبر نظرية معدلات الفائدة، والمنهج النقدي بنوعية وتوازن محفظة الأوراق المالية من أهم النظريات المحددة لسعر الصرف في الأجل القصير.

أولاً: نظرية تعادل معدلات الفائدة

إذا كانت نظرية تعادل القوة الشرائية تربط حركات سعر الصرف مع سوق السلع فإن نظرية تعادل معدلات الفائدة تربط حركات سعر الصرف مع سوق الأصول من خلال معدلات العوائد المتوقعة بين البلدان المختلفة في ظل كفاءة سوق رأس المال، كما أن هناك ارتباط بين النظريتين من خلال اثر فيشر فحسب نظرية تعادل معدلات الفائدة تكون سوق الصرف في حالة توازن إذا كانت كل ودائع العملات المختلفة تمنح نفس معدل العائد، فإذا كان معدل العائد على عملتين متساوي عند تحويلها إلى نفس العملة لا يكون هناك فائض عرض أو فائض طلب على الودائع والأصول وتتوقف حركة رأس المال، ومعدل العائد لا يرتبط بسعر الفائدة فقط بل بعدة متغيرات أخرى مثل مستويات السيولة في السوق النقدي وكذلك مستويات الإخطار الناجمة عن الاستثمارات ويعتبر سعر الصرف أهم متغير من هذه المتغيرات، فإذا كان على سبيل المثال سعر الفائدة على الودائع الدولارية هو 10% وسعر الفائدة على ودائع اليورو 6% فليس هناك انتقال لرأس المال في هذه الحالة في ظل بقاء الأمور الأخرى على حالها إذا كان معدل انخفاض الدولار المتوقع مقابل اليورو هو 4% وتعتبر هذه الحالة عن حالة توازن في سوق الأصول قصيرة الأجل ولا يكون هناك انتقال لرأس المال نحو سوق الدولار لان الربح الناتج عن سعر الفائدة يعادل الخسارة الناتجة عن تحويل سعر الصرف ولا يكون هناك فائض عرض أو فائض طلب حيث تلعب التوقعات حول سعر الصرف المستقبلي دوراً ذو أهمية بالغة في هذه النظرية (1).

1- صياغة النظرية

تشير نظرية تكافؤ معدلات الفائدة إلى أن: قيمة a وحدات من العملة المحلية الموظفة بمعدل فائدة محلي r_L^t من t إلى $t+1$ معادلة إلى قيمة a وحدات من العملة المحلية في التاريخ $t+1$ ومحولة بسعر الصرف الفوري إلى عملات أجنبية وموظفة بسعر فائدة أجنبي r_E^t من t إلى $t+1$ ومحولة إلى عملة محلية في سوق الصرف الأجل بسعر الصرف الأجل $F_{E/L}^t$.

يجب أن يكون المتعامل في حالة سواء ما بين التوظيف المحلي أو الأجنبي، ويتم صياغة هذه الحالة

1- Krugman et al, **International economics: theory and policy**, 9^{eme} Edition, Addison-wisely, 2012, P P: 337-338.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

$$\text{بالشكل التالي (1): } a \times (1 + r_L^t) = \left(a \times \frac{1}{S_{E/L}^t} \right) \times (1 + r_E^t) \times F_{E/L}^t$$

حيث: a عدد وحدات العملة المحلية.

r_L^t معدل الفائدة السنوي في التاريخ t في السوق النقدي المحلي.

r_E^t معدل الفائدة السنوي في التاريخ t في السوق النقدي الأجنبي.

$S_{E/L}^t$ سعر الصرف الفوري (spot) في التاريخ t.

$F_{E/L}^t$ سعر الصرف الآجل (forward) في التاريخ t.

يتم تفسير اللجوء إلى سوق الصرف الآجل أن التوظيف في السوق النقدي الأجنبي يؤدي إلى مخاطر صرف، ولتجنب هذا الخطر يستوجب التغطية بالبيع الآجل الآن (أي في التاريخ t) العملات الأجنبية التي يتم استلامها في t+1.

$$\text{لو قسم المعادلة أعلاه على a، نحصل على: } F_{E/L}^t = S_{E/L}^t \left(\frac{1 + r_L^t}{1 + r_E^t} \right)$$

يمكن مصادفة ثلاث حالات ممكنة ثلاث حالات ممكنة نظرا لعدم تساوي سعر الصرف المشاهد مع سعر الصرف المحدد حسب هذه النظرية في الواقع التطبيقي (2):

$$1- \text{ إذا كان } F_{E/L}^t \text{ المشاهد معادل لـ } S_{E/L}^t \left(\frac{1 + r_L^t}{1 + r_E^t} \right) \text{ يكون } F_{E/L}^t \text{ هو معدل توازني.}$$

$$2- \text{ إذا كان } F_{E/L}^t \text{ المشاهد أكبر من } S_{E/L}^t \left(\frac{1 + r_L^t}{1 + r_E^t} \right) \text{ يكون } F_{E/L}^t \text{ عدم توازن والعمللة الأجنبية مقومة بأكثر من قيمتها أجلا بالنسبة للعملة المحلية.}$$

$$3- \text{ إذا كان } F_{E/L}^t \text{ المشاهد أصغر من } S_{E/L}^t \left(\frac{1 + r_L^t}{1 + r_E^t} \right) \text{ حالة عدم توازن والعمللة الأجنبية مقومة بأقل من قيمتها بالنسبة للعملة المحلية مقارنة بالعملية المحلية.}$$

$$\text{نستطيع كتابة العبارة السابقة أيضا على النحو التالي: } \frac{F_{E/L}^t}{S_{E/L}^t} = \left(\frac{1 + r_L^t}{1 + r_E^t} \right) \text{ إذا طرحنا الواحد من}$$

$$\text{الطرفين نحصل على: } \frac{F_{E/L}^t - S_{E/L}^t}{S_{E/L}^t} = \frac{r_L^t - r_E^t}{1 + r_E^t} \text{ وإذا فرضنا أن معدل الفائدة الأجنبي ضعيف مقارنة}$$

بالواحد يمكن أن نكتب $1 + r_E^t \approx 1$ بالتعويض في المعادلة أعلاه نحصل على:

$$\frac{F_{E/L}^t - S_{E/L}^t}{S_{E/L}^t} \cong r_L^t - r_E^t \text{ أو صيغة السماسرة } r_L^t - r_E^t \text{ صيغة على تكافؤ معدلات الفائدة التجريبية أو صيغة السماسرة}$$

من هذا يتبين أن معدل الخصم أو العلاوة معادل بالتقريب لفرق أسعار الفائدة بين البلدين.

1 - Mohamed DAOUS et al, **Op-cit**, P: 77.

2 - **IBID**, P: 78.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

2- حدود نظرية تكافؤ معدلات الفائدة

- قبول نظرية تكافؤ معدلات الفائدة يؤدي إلى قبول فكرة كفاءة الأسواق المالية و عملها بحرية وبدون قيود لكن الواقع في حقيقة الأمر أكثر اختلافا من عدة جوانب أهمها (1):
- رؤوس الأموال المعدة لعمليات المراجعة محدودة، وحتى وإن توفرت رؤوس الأموال فإنها سوف خاضعة نوع ما إلى حرية تصرف المتعاملين والمراجحين.
 - تلعب معدلات الفائدة لها تأثير كبير على تحرك رؤوس الأموال لكن لا يمكن تجاهل دور السيولة: فمعدلات فائدة كبيرة لن تؤدي إلى أي عملية مراجعة إذا كان سوق الصرف وسوق الودائع لا يمنح سيولة كافية ويوفي وسائل الحماية من الأخطار الناجمة عن الاستثمار.
 - إن وجود عمليات مضاربة كبيرة يمكن إن ينتج عنها علاوات وخصوم كبيرة، وبعيدة كل البعد عن العلاوات والخصوم الناتجة عن نظرية تكافؤ معدلات الفائدة، خاصة في فترات الأزمات.
 - تعيق عمليات الرقابة على الصرف في العديد من البلدان تنقلات رؤوس الأموال وتحويل العملات وبالتالي تحقيق التوازن.

ثانيا: المنهج النقدي وتحديد سعر الصرف

يوجد عدد متنوع من النماذج النقدية في تحديد سعر الصرف وكلها مستنبطة نتيجة للتطور والتوسع في النموذج النقدي للمرونة السعرية للأعمال الرائدة لفرنك ل 1976 وبيلسن 1978 الخاصة سعر الصرف، ويوجد نموذجين أساسيين في المنهج النقدي: المنهج النقدي للأسعار المرنة والمنهج النقدي للأسعار الجامدة.

1- النموذج النقدي للأسعار المرنة

يهدف هذا النموذج إلى بيان كيفية تأثير التغير في عرض وطلب النقود بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على أسعار الصرف ويعتبر إمتداد لنظرية تعادل القوى الشرائية ويفرض عالم متكون من دولة محلية ودولة أجنبية، ويفترض أن عرض النقود في الدولتين يتحدد من قبل السلطات النقدية المتمثلة في البنك المركزي والطلب الحقيقي في كل دولة يتغير إيجابيا مع مستوى الدخل وعكسيا مع مستوى أسعار الفائدة وأن مرونة الطلب الداخلية لسعر الفائدة على النقود متساوية في الدولتين ويتحقق التوازن النقدي عندما يتساوى العرض والطلب على النقود، كما يفترض أيضا تحقق تعادل القوى الشرائية بصفة دائمة، بمعنى أن سعر الصرف الذي يتم التعبير عنه بوحدات من العملة المحلية في مقابل العملة الأجنبية يتم تكيفها فور الكي تعادل أسعار السلع النسبية المحلية والأجنبية ومن ثم نصل إلى علاقة كمية النقود التي تقرر أن

1- Yves SIMON, Samir MANNAL, Techniques financières internationales, 7^{eme} Edition, Economica, 2002, P P: 189,190.

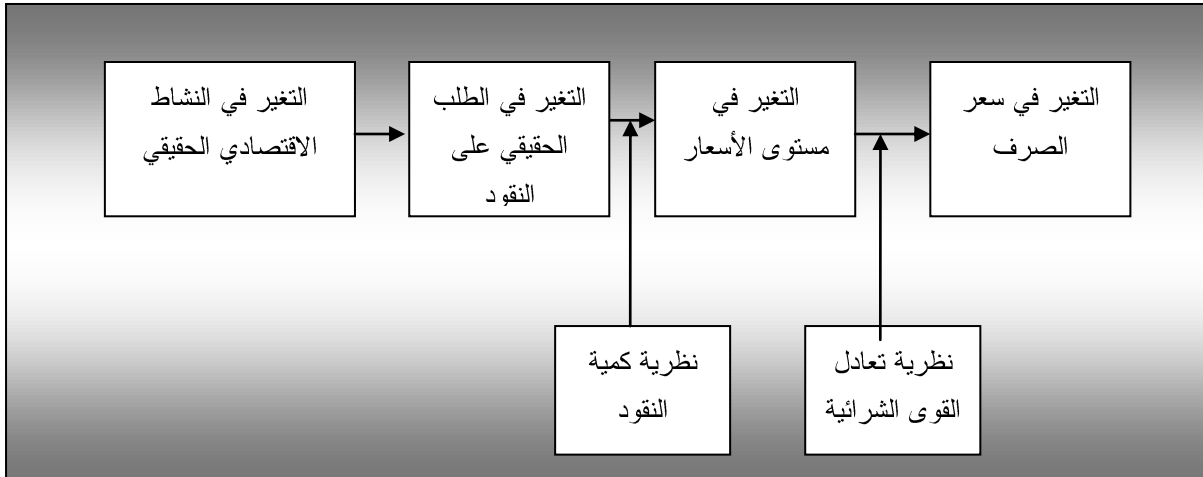
الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

مستوى الأسعار في الدولة يتحدد بالعلاقة النسبية بين العرض والطلب على النقود، ونصل إلى نموذج النقدي للأسعار المرنة، حيث يتم تحديد سعر الصرف من خلال العلاقة النسبية بين العرض والطلب على عمليتي البلدين، وعندما يتم إدراج عنصر التوقعات، فإذا كان التباين في سعر الفائدة الإسمي بين الدولتين يعادل معدل التغير في أسعار الصرف، فإنه يمكن القول أن التغير في سعر الصرف سوف يعادل فرق التضخم بين الدولتين⁽¹⁾.

يتحدد المستوى العام للأسعار في كل بلد حسب النظرية النقدية حسب العرض والطلب على النقود: المستوى العام للأسعار = الكتلة النقدية / تغير الطلب على النقد.
الطلب على النقود يرتبط بالدخل ومعدلات الفائدة.

زيادة النشاط الإقتصادي أو (الدخل) تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود وبالتالي زيادة الأسعار (التضخم) من خلال تعادل القوة الشرائية وحسب النموذج النقدي فان التباين في أسعار الفائدة يعكس معدلات التضخم المتوقعة.

الشكل رقم(02): كيفية تأثير القوى الإقتصادية الحقيقية في النموذج النقدي للأسعار المرنة في تحديد سعر الصرف



المصدر: محمد ناظم حنفي، مرجع سابق، ص: 137.

2- النموذج النقدي للأسعار الجامدة

من الانتقادات الأساسية التي تم توجيهها للنموذج النقدي للأسعار المرنة هو فرضية سريان قاعدة تعادل القوى الشرائية بصفة دائمة بالرغم من أن مشاهدات التجارب التطبيقية توضح أن قاعدة تعادل القوى الشرائية لا تعمل في الأجل الطويل، كما يوجد دلالات على عدم فاعليتها أيضا في الأجل المتوسط، لذلك فان فرض سريانها يحد من صحة وفعالية النتائج المشتقة من النموذج النقدي في الأجل القصير والمتوسط، وحتى يمكن التغلب على هذه المشكلة إقترح دورنبوش في عام 1976 نموذجا نقديا يشابه في

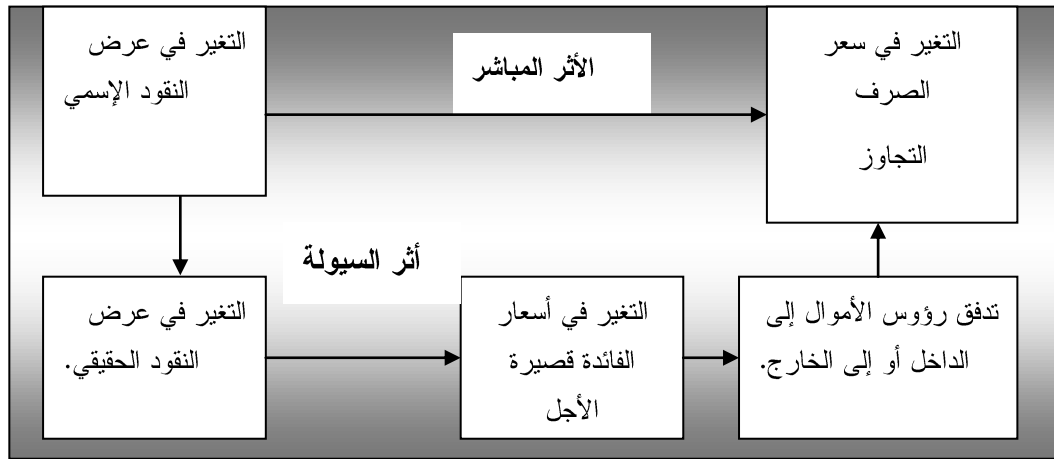
1- محمد ناظم حنفي، مرجع سابق، ص: 134.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

جوانب كثيرة النموذج النقدي للأسعار المرنة ولكن باستبعاد فرضية سريان تعادل القوى الشرائية في الأجل القصير وإن كانت صحيحة وتسري في الأجل الطويل.

يتمتع النموذج النقدي للأسعار الجامدة بنفس خصائص نموذج الأسعار المرنة في المدى الطويل، ومع ذلك فهو يختلف بشكل جوهري في خصائصه قصيرة الأجل بسبب افتراض جمود الأسعار stick prices وعدم استجابتها في الأجل القصير للمؤثرات النقدية، ذلك أن سوق السلع يستجيب ببطء عن سوق الأصول المالية للصدمات النقدية حيث أن الزيادة في عرض النقود الإسمية سوف يتبعها زيادة في عرض النقود الحقيقية (طالما أن الأسعار جامدة) وهذا يؤدي إلى زيادة أثر السيولة، بمعنى أن أسعار الفائدة ستتجه نحو الانخفاض استجابة للتغير في عرض النقود الحقيقي، وطبقا لنموذج «دورنبتش» فليس فقط الزيادة في المؤثرات النقدية هي التي تؤدي إلى إنخفاض متناسب لقيمة العملة المحلية ولكن أيضا إنخفاض سعر الفائدة نتيجة للتغيرات التي تحدث في منحني تفضيل السيولة النقدي يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج الأمر الذي يؤدي إلى تفاقم خفض قيمة العملة لذلك فإن سعر الصرف في الأجل القصير سوف يتجاوز حدود قاعدة تعادل القوى الشرائية (overshooting) كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (03): الأثر المباشر وأثار السيولة للتغيرات في عرض النقود على أسعار الصرف في النموذج النقدي للأسعار الجامدة.



المصدر: محمد ناظم حنفي، مرجع سابق، ص: 134.

في النموذج النقدي للأسعار المرنة نجد أن الزيادة في عرض النقود المحلية تؤثر في سعر الصرف بطريقة مباشرة من خلال إرتفاع الأسعار المحلية بسبب سريان آلية تعادل القوى الشرائية التي تؤدي إلى خفض قيمة العملة المحلية بالتناسب مع زيادة عرض النقود المحلية، وبما أن الأسعار المحلية سوف ترتفع في الحال في النموذج النقدي للأسعار المرنة فإن الزيادة الإسمية في عرض النقود لن تترجم في زيادة

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

حقيقية في عرض النقود الأمر الذي لا يتولد عنه إنخفاض في أسعار الفائدة من خلال تغيير التفضيل النقدي، لذلك فإن الأثر المباشر لزيادة عرض النقود المحلية في النموذج النقدي للأسعار المرنة هو إنخفاض متناسب في قيمة العملة المحلية، وبالعكس في النموذج النقدي الجامد فإنه من خلال التفضيل النقدي تتغير بالتبعية أسعار الفائدة، ومن ثم يوجد تأثير آخر على سعر الصرف⁽¹⁾.

ثالثاً: منهج توازن المحفظة وتحديد سعر الصرف

نموذج المحفظة للدولة الصغيرة يتحدد من خلال المعادلة التالية⁽²⁾:

$$W=M+D+ R * F$$

يعتبر نموذج توازن المحفظة توسيع للنموذج النقدي وظهر في منتصف السبعينات وعلى عكس النموذج النقدي، يعتبر نموذج توازن محفظة الأوراق المالية أن الأصول غير تامة الإحلال فيما بينها ويتحدد سعر الصرف في ظل هذا النموذج عن طريق توازن العرض والطلب على الأصول المالية عند اختلاف العوائد والمخاطر على هذه الأصول ومستوى التوقعات حول النشاط الاقتصادي وكذلك مستوى التوقعات المستقبلية حول معدلات التضخم وأسعار الصرف، وفي أبسط النماذج لتوازن المحفظة المالية يمكن التعبير عن الثروة التي يحوزها الفرد في المعادلة التالية:

$$W=M+D+R * F$$

حيث يعبر M على الطلب على النقد، D يمثل الطلب على السندات المحلية، $R * F$ يعبر عن الطلب عن السندات بدلالة العملة المحلية عن طريق سعر الصرف R .

يوزع الفرد الثروة بين هذه الأصول عن طريقة مقارنة العوائد والمخاطر والتوقعات في ظل قيد تعظيم المنفعة والأرباح حيث أن كتابة الطلب على مختلف من خلال المعادلات⁽³⁾:

$$\begin{aligned} M &= a(i, i^*)W \\ D &= b(i, i^*)W \\ R * F &= c(i, i^*)W \\ a + b + c &= 1 \end{aligned}$$

حيث يمثل A الجزء من الثروة المطلوب في شكل نقد ويمثل B الجزء من الثروة المخصص للطلب على السندات المحلية ويمثل C الجزء من الثروة المخصص لحيازة السندات الأجنبية، يحدث التوازن في المحفظة عند التوازن بين العرض والطلب بين مختلف هذه الأصول وتغير الظروف الاقتصادية يؤدي إلى نقطة توازن جديدة وسعر صرف جديد ويمكن التعبير عن سعر الصرف التوازني في ظل هذه

1 - محمد ناظم حنفي، مرجع سابق، ص: 141.

2 - سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، مرجع سابق، ص: 355.

3- Dominik Salvatore, Op-cit, P P: 481-499.

المقاربة من خلال المعادلة التالية:

$$R = f(i^-, i^{-*})W^- / F^-$$

حيث تبين الإشارات فوق المعادلة كيفية تجاوز سعر الصرف مع هذه المتغيرات فعلى سبيل المثال يمكن إيضاح الحالات التالية في ظل بقاء الأشياء الأخرى على حالها⁽¹⁾:

- زيادة سعر الفائدة المحلي يزيد الطلب على السندات المحلية لكنه يخفض الطلب على النقود والسندات الأجنبية، وزيادة الطلب على العملة المحلية وعرض العملة الأجنبية يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية وانخفاض سعر الصرف.
- زيادة سعر الفائدة الأجنبي يؤدي إلى زيادة الطلب على السندات الأجنبية وانخفاض الطلب على السندات المحلية والنقود، وزيادة الطلب على السندات الأجنبية يتم من خلال سوق الصرف عن طريق عرض العملة المحلية وطلب العملة الأجنبية مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية وارتفاع سعر الصرف.
- زيادة الثروة يؤدي إلى زيادة الطلب على الأصول الثلاثة معا مما يؤدي إلى تدور قيمة العملة وارتفاع سعر الصرف.

الفرع الثالث: نموذج مندل فلمنغ والسياسات المالية والنقدية

يشرح نموذج مندل فلمنغ كيفية تحقيق التوازن في سوق السلع والخدمات وسوق النقود وميزان المدفوعات في بلد صغير نسبيا وكيف يتأثر سعر الصرف بحركة المتغيرات الاقتصادية ومدى فعالية السياسة النقدية والمالية عند مختلف الأوضاع.

أولا: نموذج مندل فلمنغ

يعتبر نموذج مندل فلمنغ من النماذج الهامة خاصة في التحرر المالي وزيادة حدة انتقال رؤوس الأموال بين الدول ويقوم نموذج مندل فلمنغ على تحقيق التوازن الداخلي والخارجي، وفي ما يخص التوازن الداخلي فإنه يتحقق عن طريق تكافؤ العرض الكلي مع الطلب الكلي الذي يتمثل في الطلب الاستهلاكي الذي يعتمد على الدخل المتاح أو القابل للتصرف والطلب الاستثماري الذي يفرض أنه يعتمد فقط على سعر الفائدة والطلب الخارجي على السلع المنتجة محليا أو ما يسمى بصافي الصادرات بالإضافة إلى الطلب الحكومي الذي يفرض انه متغير خارجي يتحدد من خارج النموذج ويمكن كتابته معادلة توازن سوق السلع وفق المعادلة⁽²⁾:

$$y = c(y - t) + I(r) + G + NX(e)$$

1- IBID, P: 482.

2- Gregory Mankiw, Op cit, P: 370.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

حيث يشير C إلى الطلب الاستهلاكي و I إلى الاستثمار الذي يعتمد بالأساس على سعر الفائدة و G إلى الطلب الحكومي وتشير nx إلى صافي الصادرات الذي يعتمد على سعر الصرف حيث يتم فرض أن التسعيرة المستعملة هي التسعيرة المباشرة أي عدد الوحدات من العملة الأجنبية لكل وحدة واحدة من العملة المحلية وبما أن الأسعار تتميز بنوع من الجمود في الأجل القصير فإن التغير في سعر الصرف الحقيقي سيكون ناتجا بالأساس على التغير في سعر الصرف الاسمي وليس الأسعار النسبية لسلة السلع في البلدان المختلفة.

التوازن في سوق النقد يتم عن طريق توازن الطلب الكلي على النقد مع العرض الكلي للنقد حيث يفرض أن هذا الأخير متغير خارجي يتحدد عن طريق البنك المركزي أما الطلب الحقيقي على النقد فيعتمد على مبدأ تفضيل السيولة لكيّنز أي يرتبط عكسيا مع معدل الفائدة بسبب تكلفة الفرصة البديلة لحيازة النقد كما يعتمد على مستوى الدخل حيث أن زيادة مستوى الدخل يتولد عنها زيادة في مستوى الطلب على النقد اللازم للقيام بالصفقات الإضافية الناتجة عن مستويات الدخل ويمكن تمثله بالمعادلة التالية (1):

$$\frac{M}{P} = f(r, y)$$

يحدث التوازن الخارجي عن طريق توازن ميزان المدفوعات عندما يتوازن الطلب والعرض على العملة المحلية في مقابل العملات الأجنبية الأخرى حيث ينتج الطلب على العملة المحلية في الأساس من عمليات بيع السلع والخدمات وبيع الأوراق المالية المحلية للأجانب ويتأتى العرض من العملة المحلية من عمليات شراء السلع والخدمات الأجنبية وكذلك شراء الأوراق المالية الأجنبية حيث يمكن كتابة التوازن في ميزان المدفوعات عن طريق المعادلة (2):

$$CA + FA = \Delta R$$

حيث يمثل CA رصيد الحساب الجاري و FA رصيد حساب رأس المال و ΔR التغير في احتياطي الصرف للبنك المركزي.

إذا كان البلد فائض في ميزان المدفوعات سوف يكون $CA + FA > 0$ ويتولد عن احتياطات صرف موجبة والعكس صحيح في الحالة المعاكسة ويحدث التوازن الاقتصادي أو التوازن في سوق الصرف إذا كانت احتياطي الصرف معدوم.

يعتمد الحساب الجاري على مستويات الدخل المحلية والأجنبية وسعر الصرف حيث أن زيادة مستويات الدخل المحلي تؤدي إلى زيادة الواردات ومن ثم تدهور الحساب الجاري كما يتأثر الحساب الجاري بمستويات سعر الصرف حيث أن انخفاض قيمة العملة المحلية سوف يؤدي إلى تحسن الحساب الجاري وذلك لتحسن الأسعار النسبية لصالح البلد المحلي أي تصبح الأسعار المحلية أكثر تنافسية مقارنة

1- **IBID**, P: 375.

2- Bernard Guillochon et al, **L'économie internationale, cours et exercices corrigés**, Dunod, 8^{ème} Edition, Paris, France, 2016, P: 291.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

بالأسعار الأجنبية.

يعتمد حساب رأس المال على اختلاف معدلات العائد بين البلدان المختلفة في ظل افتراض ثبات أسعار الصرف المتوقعة، حيث أن زيادة معدلات الفائدة المحلية مقارنة بمعدلات الفائدة الأجنبية سوف تؤدي إلى زيادة تدفقات رأس المال للداخل وتحسن ميزان المدفوعات ويمكن كتابة التوازن في ميزان المدفوعات عن طريق المعادلة(1):

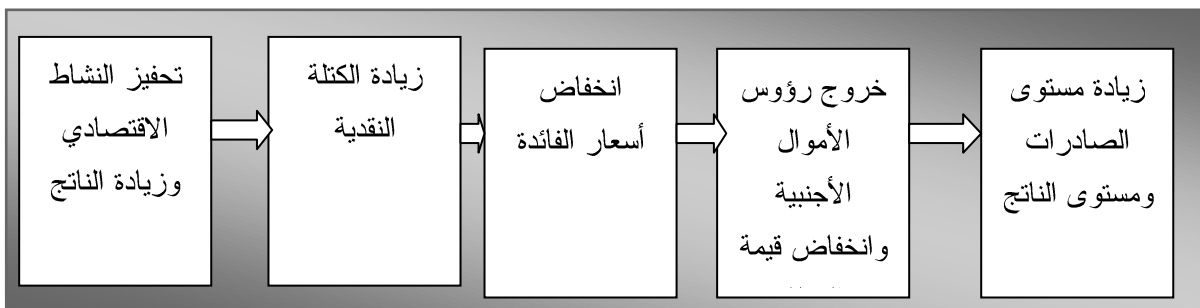
$$CA(y, y^*, e) + FA(r - r^*) = 0$$

حيث y مستوى الدخل المحلي، y^* مستوى الدخل الأجنبي، e سعر الصرف $r-r^*$ فارق معدلات الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي.

ثانيا: فعالية السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الموعوم والحركة التامة لرأس المال

زيادة العرض النقدي من طرف البنك المركزي سوف ينقل منحنى LM إلى اليمين وينتج عنه انخفاض في أسعار الفائدة، هذا الانخفاض الناتج في أسعار الفائدة بدوره سوف يؤدي إلى خروج رأس المال في ظل افتراض ثبات أسعار الصرف المتوقعة، خروج رأس المال يترتب عنه عرض إضافي من العملة وطلب إضافي على العملات الأجنبية وبالتالي انخفاض أسعار الصرف، انخفاض قيمة العملة المحلية سوف يجعل الأسعار المحلية أكثر تنافسية مقارنة مع الأسعار الأجنبية وبالتالي سوف يرتفع الطلب الكلي على السلع المحلية عن طريق زيادة صافي الصادرات وينتقل منحنى IS إلى اليمين وتستمر قيمة العملة في التدهور إلى يحدث التوازن في السوق السلعي والنقدي والسوق الخارجي عند نقطة أعلى من مستوى الدخل وبالتالي فان السياسة النقدية تصبح فعالة في ظل الحركية التامة لرأس المال في الرفع من مستوى الناتج المحلي بشرط أن تتبع الدولة نظام سعر الصرف المرن(2).

الشكل رقم (04): السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الموعوم و الحركة التامة لرأس المال



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات النص

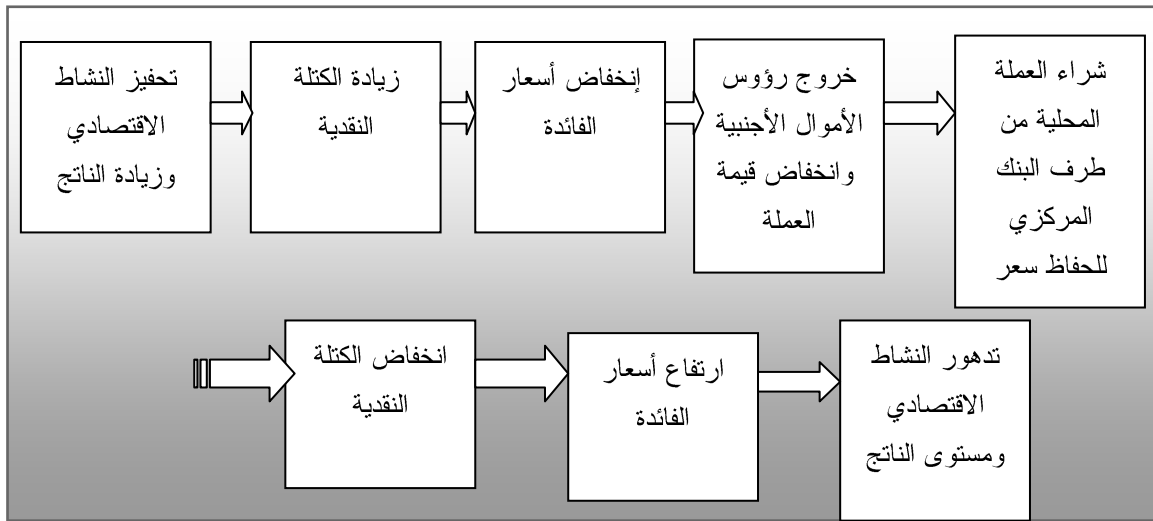
1- IBID, P: 292.

2- تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الثانية، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2009، ص:231.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

ثالثاً: فعالية السياسة النقدية في ظل أسعار الصرف الثابتة والحركة التامة لرأس المال
زيادة العرض النقدي من طرف البنك المركزي سوف ينقل منحني LM إلى اليمين ويؤدي إلى
تدهور أسعار الفائدة المحلية وخروج رؤوس الأموال الأجنبية التي تؤدي إلى حدوث العجز في ميزان
المدفوعات كما تؤدي إلى تهور قيمة العملة المحلية، لكن البنك المركزي يتبع نظام سعر الصرف
المثبت وبالتالي سوف يحاول الإبقاء على سعر الصرف عند مستواه الأول عن طريق شراء العملة
المحلية وبيع العملات الأجنبية، شراء البنك المركزي للعملة المحلية سوف ينتج عنه نقص الكتلة النقدية
ورجوع منحني LM إلى مستواه الأصلي وزيادة معدلات الفائدة التي سوف تؤثر بالسلب على مستوى
الناتج الداخلي وبالتالي فإن محاولة البنك تحفيز النشاط الاقتصادي عن طريق العرض النقدي تصبح
غير فعالة حيث أن السياسة النقدية تصبح غير مستقلة وتابعة لتحقيق التعادل الثابت لسعر الصرف
وليس زيادة النشاط الاقتصادي حيث أن هدف تحفيز النشاط الاقتصادي يتعارض مع هدف المحافظة
على التعادل الثابت لسعر الصرف وهو ما يطلق الثلاثية المستحيلة لمندل-فلمنغ (1).

الشكل رقم (05) السياسة النقدية في ظل أسعار الصرف الثابتة والحركة التامة لرأس المال



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات النص

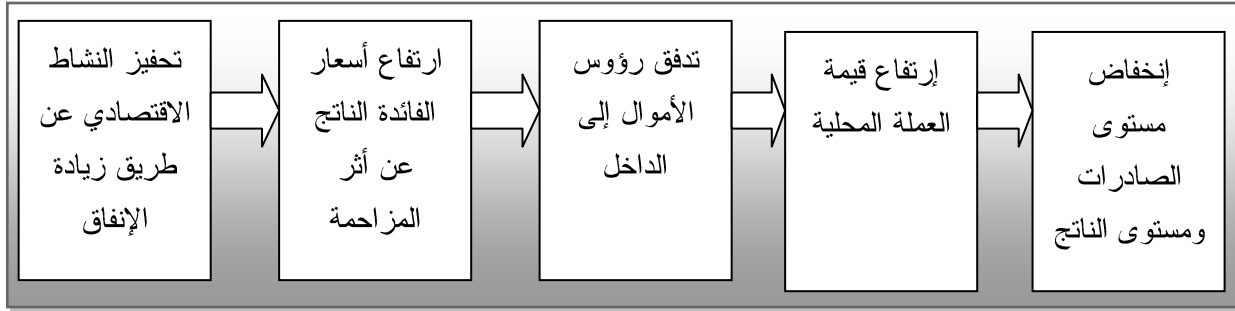
رابعاً: فعالية السياسة المالية في ظل سعر الصرف المرن والحركية التامة لرأس المال
تؤدي زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة في الإنفاق الكلي وانتقال منحني IS إلى اليمين حيث يرتفع
مستوى الناتج ومعدلات الفائدة نتيجة زيادة الطلب الحكومي على الائتمان لتمويل الإنفاق هذا الارتفاع
في معدلات الفائدة سوف ينتج عنه تدفق رؤوس الأموال للداخل في ظل الحركية التامة لرأس المال
التي تمارس ضغط صعودي على العملة المحلية مما يؤثر بالسلب على تنافسية المنتجات المحلية المعدة

1- Michael Melvin, Stefan Norrbin, **Op-cit**, P P: 254-255.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

للتصدير ومستويات الطلب الكلي على المنتجات المحلية مما ينقل منحني IS إلى اليسار وانخفاض مستوى الناتج ومعدلات الفائدة ويحدث التوازن في السوق النقدي والمالي والسوق الخارجي عند مستويات أقل من مستويات الناتج أي أن السياسة المالية تعتبر سياسة غير فعالة في ظل انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي وحساسية رؤوس الأموال لمستويات العائد في الأسواق الدولية⁽¹⁾.

الشكل رقم (06): السياسة المالية في ظل سعر الصرف المرن والحركية التامة لرأس المال



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات النص

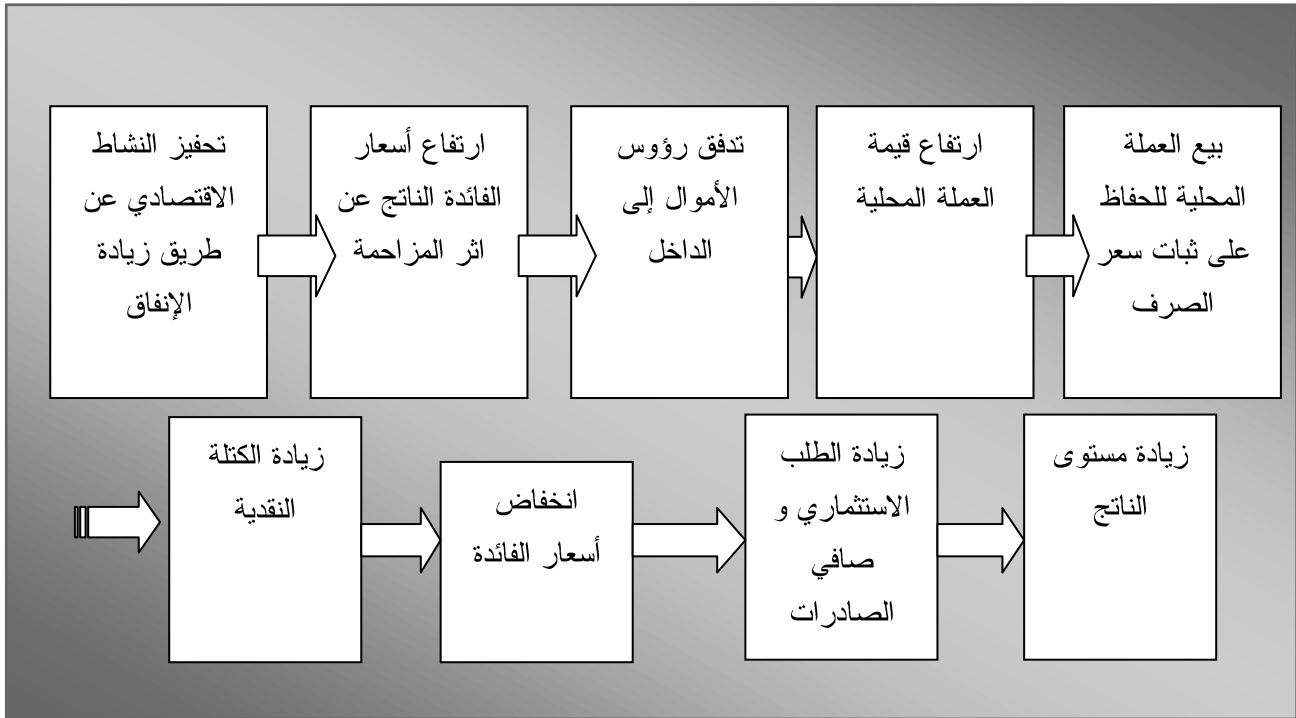
خامسا: فعالية السياسة المالية في ظل أسعار الصرف المثبتة والحركية التامة لرأس المال
زيادة الإنفاق الحكومي يترتب عليه انتقال منحني IS إلى اليمين وزيادة مستوى الناتج وأسعار الفائدة نتيجة زيادة الطلب على الائتمان لتمويل الإنفاق الحكومي وهو ما يطلق عليه اثر المزاحمة، يترتب عن ارتفاع أسعار الفائدة زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل نتيجة زيادة العائد على الأصول المالية المحلية وعند فرض ثبات التوقعات حول مستويات سعر الصرف المستقبلية، سوف تمارس زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل ضغط صعودي لقيمة العملة المحلية لكن البنك المركزي سوف يحاول الحفاظ على ثبات أسعار الصرف عن طريق بيع العملة المحلية في سوق الصرف مما يترتب عليه زيادة الكتلة النقدية وانتقال منحني LM إلى اليمين وانخفاض أسعار الفائدة مما يحفز الطلب الاستثماري وانخفاض قيمة العملة وهذا يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على السلع المحلية المعدة للتصدير وارتفاع مستوى الناتج المحلي أي أن السياسة المالية تعتبر سياسة فعالة في الرفع من قيمة الناتج في ظل ثبات أسعار الصرف والحركية التامة لرأس المال⁽²⁾.

1- IBID, P: 256.

2- تومي صالح، مرجع سابق، ص: 224.

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

الشكل رقم (07): السياسة المالية في ظل أسعار الصرف المثبتة والحركية التامة لرأس المال



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات النص

الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي و أسعار الصرف

خلاصة الفصل

شهد النظام النقدي عدة تطورات حسب تطور أنظمة أسعار الصرف الدولية، والنظام النقدي الدولي يمثل مختلف الآليات والاتفاقات والمؤسسات الداعمة التي تقوم بتسهيل التجارة الدولية والاستثمار وتخصيص الموارد، انتقل النظام من قاعدة الذهب بنوعيه (السبائك الذهبية والصرف بالذهب) إلى نظام العملة الإرتكازية القابلة للتحويل إلى ذهب، لكن انتشار السياسات الحمائية وعدم تناسب مخزون الذهب مع نمو التجارة أدى إلى انهيار نظام الذهب، كما أن العجز الكبير في الحساب الجاري الأمريكي نتيجة الحروب وطبع النقود والسياسات الحمائية أدى إلى عدم قدرة الولايات الأمريكية على تحويل الدولارات الخارجية إلى ذهب وانتهاء عهد أسعار الصرف الثابتة، حيث عرف النظام النقدي الدولي فوضىة نقدية وأزمات مضاربة انتهت بتأكيد حرية أسعار الصرف من خلال مؤتمر جمايكا، وسعر الصرف كأى سلعة أخرى يخضع لنظام العرض والطلب، لكنه يرجع إلى مجموعة كبيرة من العوامل مثل مستويات الأسعار والتضخم وأسعار الفائدة ومستويات العوائد والإخاطر الناجمة عن الاستثمارات، حيث ظهرت عدة نظريات تحاول تفسير تشكل سعر الصرف فنظرية القوة الشرائية تمثل النظريات التي تحدد سعر الصرف في الأجل الطويل، باعتبار أن الأسعار تتميز بنوع من الجمود في الأجل القصير، كما أن هناك عدة نظريات تحدد سعر الصرف في الأجل القصير مثل النماذج النقدية ونماذج الأصول وتوازن المحافظ المالية وتعادل معدلات الفائدة من خلال النظر إلى كيفية تأثير معدلات التضخم والنقود ومستويات الفائدة والعوائد والمخاطر وتنويع المحافظ على الاستثمار في أسواق الأصول المالية تحت ظروف معينة، ومع ذلك فإن كل هذه النظريات فشلت في تفسير سلوك سعر الصرف.

الفصل الثاني

إدارة سعر الصرف
وسياسة استهداف
التضخم

تمهيد

تعتبر سياسة استهداف التضخم من السياسات التي ظهرت في بداية سنوات التسعينات بسبب الأزمات المالية التي عانت منها العديد من البلدان وضعف الآليات البديلة التي كانت موجودة كالأستهداف النقدي واستهداف سعر الصرف واستهداف معدلات النمو، يتم الاعتماد في هذه السياسة على استهداف التضخم كهدف أولي مع عدم إهمال الأهداف الأخرى كالنمو والتشغيل واستقرار سوق الصرف والأسواق المالية، وكان هناك اختلاف كبير بين البلدان في طريقة إجراء هذه السياسة، كما أن هذه السياسة تتطلب توفر مجموعة من الشروط لكي تكون سياسة ناجحة وأغلب البلدان الناشئة كانت تدير هذه السياسة النقدية بالتوازي مع إدارة سعر الصرف مما نتج الكثير من الصعوبات في إدارة السياسة النقدية، نتناول من خلال هذه الفصل كل هذه المسائل من خلال الخطة التالية:

المبحث الأول: سياسة استهداف التضخم؛

المبحث الثاني: متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم؛

المبحث الثالث: إدارة سعر الصرف و استهداف التضخم.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

المبحث الأول: سياسة استهداف التضخم

تعتبر سياسة استهداف التضخم نوع من الأطر المستحدثة التي ظهرت في بداية سنة 2000 لتجنب الأزمات الاقتصادية السائدة في تلك الفترة، يكون في ظل هذه السياسة هدف واضح وصريح لاستهداف مستوى معين من التضخم أو نطاق معين للتضخم مع إعلان هذا الهدف للجمهور وضرورة تمتع السلطة النقدية بمستويات عالية من المصداقية والشفافية والمساءلة لتحقيق الهدف المعلن وإرساء التوقعات التضخمية باعتبار أن هدف استقرار الأسعار هو الهدف الأمثل لدعم النمو والاستقرار في الأجل الطويل.

المطلب الأول: النقود، الأسعار والتضخم

هناك علاقة تربط بين النقود والأسعار والتضخم فالنظرية الكمية تربط بين النقود والتضخم وعلاقة فيشر تربط بين معدلات التضخم وأسعار الفائدة.

الفرع الأول: النظرية الكمية للنقود

تعتبر النظرية الكمية للنقود من النظريات الأساسية التي تفسر علاقة النمو النقدي بالتضخم، وتتبع الفكرة الأساسية لهذه النظرية إلى حاجة الجمهور لحمل النقود لشراء السلع والخدمات وكلما زادت الحاجة للنقود لإجراء مثل هذه الصفقات كلما زادت الحاجة إلى حمل مزيد من النقود وبالتالي ترتبط كمية النقود ارتباط وثيق بحجم الصفقات في الاقتصاد وهي النظرية تم تطويرها من طرف فيشر التي يمكن كتابتها عن طريق المعادلة⁽¹⁾:

$$M * V = P * Y$$

حيث ترمز M كمية النقود، و V سرعة دوران النقد، P مستوى السعر و Y عدد الصفقات خلال مدة معينة (سنة) و $P*Y$ هي عدد الدولارات التي تم تداولها خلال مدة معينة ولتكن سنة، معادلة كمية النقد هي متطابقة (identity) فتغير عنصر معين في المعادلة سوف يؤدي إلى تغير عناصر أخرى للحفاظ على المتطابقة ولصعوبة قياس عدد الصفقات يتم استبدال هذا المتغير الناتج الإجمالي في الاقتصاد وتصبح $P*Y$ تمثل القيمة الدولارية للناتج⁽²⁾، في العادة يتم استعمال كمية السلع والخدمات التي يمكن شراؤها للتعبير على كمية النقود عند دراسة تأثير النقود على الاقتصاد M/P والتي تسمى أرصدة النقد الحقيقية والتي تقيس المقدرة الشرائية لمخزون النقود ودالة الطلب على النقد تعبر عن أرصدة النقد

الحقيقية التي يرغب الجمهور في حيازتها والتي يمكن التعبير عنها من خلال المعادلة = $\left(\frac{M}{P}\right)^d$

1-Gleen hubbard, **Money, banking and financial markets**, Pearson, First Edition, United States of America, 2012, P: 37.

2- Gregory Mankiw, **Macroeconomics**, 9th Edition, Worth publishers, New York, United states of America, 2016, P: 108.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

$k * Y$ حيث K ثابت يحدد كمية النقد التي يرغب الجمهور في حيازتها من الدخل وتظهر هذه المعادلة علاقة تناسبية بين كمية أرصدة النقد الحقيقية المطلوبة والدخل والمعادلة السابقة يمكن إعادة صياغتها من الشكل $M(1/k)=P*Y$ حيث $1/k=V$ وبالتالي عندما يرغب الأفراد في الحفاظ على المزيد من النقود لكل مستوى معين من الدخل، فإن K يزداد وسرعة دوران النقود تتناقص تبعاً لذلك، وفي ظل النظرية الكمية للنقود يتم فرض ثبات سرعة دوران النقد، لكن في الحقيقة أن سرعة دوران النقد تتغير عند تغير دالة الطلب على النقد فعلى سبيل المثال عند إدخال الصراف الآلي فإن متوسط حيازة الأفراد من النقود سوف يتناقص أي ينخفض معامل الاحتفاظ بالنقد k وتزيد سرعة دوران النقود تبعاً لذلك، لكن عند ثبات سرعة دوران النقد فإن كمية النقد سوف تحدد القيمة الدولارية للنواتج.

الفرع الثاني: النقود الأسعار والتضخم

النظرية الكمية للنقود لها ثلاث مكونات أساسية:

- تحدد عوامل الإنتاج ودالة الإنتاج مستوى الناتج أي أن المقدرة الإنتاجية للاقتصاد تحدد مستوى الناتج الحقيقي؛
- العرض النقدي المقرر من طرف البنك المركزي يحدد القيمة الاسمية للناتج $p*y$ في ظل فرضية ثبات سرعة دوران النقد؛
- مستوى السعر هو نسبة القيمة الاسمية للناتج $p*y$ إلى مستوى الناتج y .

تفسر النظرية الكمية للنقود النتائج الناجمة عن طريق العرض النقدي من طرف البنك المركزي، وبما أن سرعة دوران النقد ثابتة فإن أي تغيير في العرض النقدي سوف يؤدي إلى تغيير متناسب في القيمة الاسمية للناتج $p*y$ ولكن قيمة الناتج تحدد من طرف القدرة الإنتاجية للاقتصاد ودالة الإنتاج وبالتالي فإن القيمة الاسمية للناتج سوف تستجيب للتغيرات الناتجة فقط عن مستويات السعر أي أن مستوى السعر سوف يتناسب مع كمية المعروض من النقد، بما أن تغيرات النسبية للأسعار هي عبارة عن معدل التضخم فإن النظرية الكمية للنقود هي نظرية للتضخم أيضاً حيث يمكن كتابة المتغيرات التي في شكل جداء على شكل جمع للتغيرات المئوية لهذه المتغيرات وكتابة المعادلة الكمية في هذه الصورة تكون كالتالي⁽¹⁾.

$$\% \text{ change } M + \% \text{ change in } V = \% \text{ change in } P + \% \text{ change in } Y$$

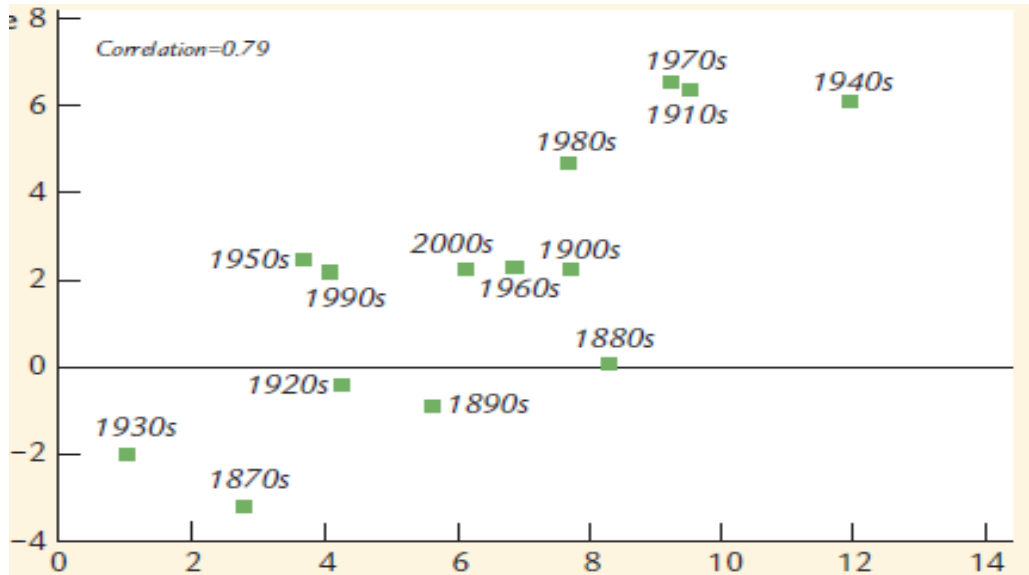
التغير في المعروض النقدي يكون تحت سيطرة البنك المركزي، والتغير في سرعة دوران النقد سوف تكون معدومة وكذلك التغير في مستوى الناتج الذي يعتمد على النمو في عوامل الإنتاج والتطور

1- Glenn Hubbard, Op cit, P: 38.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

التكنولوجي التي تتحدد بقوى خارجية وبالتالي فان زيادة المعروض النقدي من طرف البنك المركزي سوف تؤدي إلى زيادة مستوى التضخم حيث انه حسب ملتون فردمان الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد 1976 فان التضخم في جميع الأحوال هو ظاهرة نقدية " the inflation is always and everywhere a monetary phenomenon" حيث يظهر الشكل أدناه أعمال كل من Milton Friedman and Anna Schwartz حيث يبين المحور الأفقي متوسط العرض النقدي مقاسا ب M2 والمحور الراسي متوسط معدل التضخم مقاسا بمخفض الناتج الداخلي الخام حيث كل نقطة تمثل عقد من السنوات في الاقتصاد الأمريكي ابتداء من 1870 حيث يبين معامل الارتباط الموجب 0.79 صحة النظرية الكمية للنقود من الناجية التجريبية حيث ان نمو النمو يترافق مع معدلات تضخم مرتفعة⁽¹⁾.

الشكل رقم (08): العلاقة بين التضخم والعرض النقدي في الولايات المتحدة من 1870 الى 2000



المصدر: Gregory Mankiw, Op cit, P: 111

الفرع الثالث: التضخم ومعدلات الفائدة وأثر فيشر

معدلات الفائدة التي تدفعها البنوك تسمى معدلات الفائدة الاسمية والزيادة في القدرة الشرائية تسمى معدلات الفائدة الحقيقية، فإذا كانت i ترمز إلى معدل الفائدة الاسمي و r ترمز إلى معدل الفائدة الحقيقي و π إلى معدل التضخم فان العلاقة بين هذه المتغيرات الثلاثة يمكن كتابتها من الشكل التي تسمى معادلة فيشر كالاتي⁽²⁾:

$$r = i - \pi$$

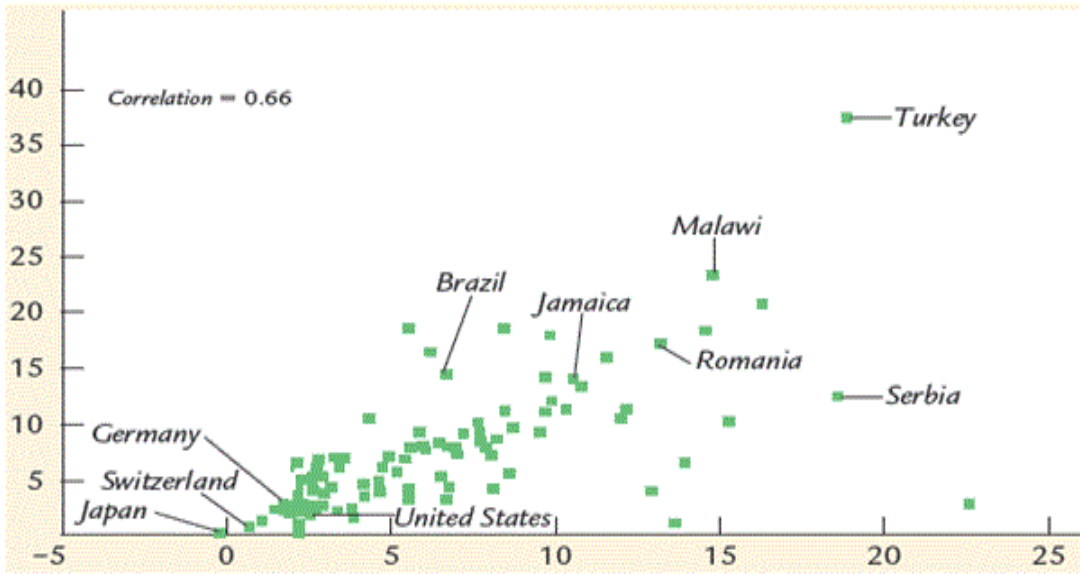
1- Gregory Mankiw, Op cit, P: 111.

2 - **IBID**, P: 114.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

معدل الفائدة الحقيقي هو الفرق بين معدل الفائدة الاسمي ومعدل التضخم والمعادلة السابقة يمكن كتابتها من الشكل $i = r + \pi$ وتوضح المعادلة أن معدل الفائدة الاسمي يمكن أن يتغير نتيجة تغير أسعار الفائدة الحقيقية أو نتيجة تغير معدل التضخم فحسب النظرية الكمية للنقود زيادة معدل النمو النقدي تؤدي إلى زيادة معدل التضخم وحسب معادلة فيشر زيادة معدل التضخم سوف تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة الاسمية ومعادلة فيشر لها قدرة من الناحية التجريبية في تفسير العلاقة بين التضخم وأسعار الفائدة حيث أن البلدان التي لديها معدلات تضخم مرتفعة تكون لديها أيضا معدلات فائدة اسمية مرتفعة ومعامل الارتباط بينهما يساوي بالتقريب 0.66 من خلال الدراسة التي شملت 100 بلد خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2013 ، يقيس المحور الأفقي متوسط معدل التضخم ويقاس المحور العمودي متوسط معدلات الفائدة قصيرة الأجل على أدونات الخزينة حيث يظهر معامل الارتباط الموجب دليل واضح على اثر فيشر، كما أن معرفة العلاقة بين التضخم وأسعار الفائدة تعتبر ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين في السوق المالي لان العلاقة بين أسعار السندات واستعار الفائدة هي علاقة عكسية وبالتالي فان معرفة معدلات التضخم سوف تساهم في تعظيم الأرباح بالنسبة للشركات المستثمرة في القطاع المالي⁽¹⁾.

الشكل رقم (09): العلاقة بين معدل الفائدة الاسمي والتضخم لمجموعة من البلدان خلال الفترة من 2000-2013



المصدر: Gregory Mankiw, op cit, page; 116.

الفرع الرابع: معدلات الفائدة الحقيقية الفعلية والمتوقعة

عند التعاقد بين المقرض والمقترض على معدل فائدة اسمي، فان أطراف التعاقد (المقرض والمقترض)

1- IBID, P P: 116,117.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

لا تعرف على وجه التحديد المستوى الذي سوف يكون عليه معدل التضخم خلال فترة القرض، وبالتالي يجب التفريق بين مفهومين من أسعار الفائدة الحقيقية: معدل الفائدة الحقيقي المتوقع (*ex ante* real interest rate) عند إجراء العقد بين طرفي التعاقد والذي يعتمد على معدل التضخم المتوقع ومعدل الفائدة الحقيقي السائد فعلا (*ex post* real interest rate) والذي يعتمد على معدل التضخم المتحقق فعليا.

بالرغم من أن أطراف التعاقد لا يمكنها معرفة تطورات التضخم بصورة دقيقة فإنه يمكن تقديره وتوقع القيمة التي سوف يكون عليها في المستقبل وبالتالي سوف تكون معدل الفائدة الحقيقي المتوقع $r(ex\ ante) = i - E\pi$ بينما يتحدد معدل الفائدة المتحقق فعلا $r(ex\ post) = i - \pi$ ويختلف معدل الفائدة الحقيقي المتوقع على معدل الفائدة الحقيقي السائد فعلا عند اختلاف التضخم المتوقع على التضخم المتحقق، ولا يمكن لمعدلات الفائدة الاسمية أن تتعدل حسب التضخم الحالي، لان هذا الأخير غير معروف عند تحديد معدل الفائدة الاسمي بل تتعدل فقط بالتجاوب مع معدل التضخم المتوقع وبالتالي يمكن كتابة اثر فيشر من خلال المعادلة⁽¹⁾:

$$i = r + E\pi$$

معدل الفائدة الحقيقي المتوقع يتحدد من خلال التوازن في سوق السلع والخدمات ويتغير سعر الفائدة الاسمي استجابة للتغيرات الحادثة في معدل التضخم المتوقع.

المطلب الثاني: سياسة استهداف التضخم وعناصرها الأساسية

تعتبر سياسة استهداف التضخم من السياسات التي ظهرت في بداية التسعينات، نتيجة فشل المقاربات البديلة المبنية على استهداف سعر الصرف واستهداف القواعد النقدية، وتتطلب سياسة استهداف التضخم توفر بعض العناصر الأساسية التي من شأنها زيادة كفاءة السياسة النقدية وتحقيق نتائج ايجابية فيما يتعلق بتقلبات التضخم والناج والوقاية من اثر الصدمات.

الفرع الأول: التوجه نحو استهداف التضخم

مرت عشرين سنة منذ أن تبنت نيوزلندا نهجا جديدا للسياسة النقدية مبنيا على تحقيق هدف محدد للتضخم وما جعل هذا النهج جديدا هو الالتزام العام بالسيطرة على التضخم كهدف أولي للسياسات والتركيز على شفافية السياسات والمساءلة وتوجد 26 دولة تتبع إستراتيجية استهداف التضخم في مارس 2010 نصفها تقريبا من اقتصاديات الأسواق الصاعدة أو الاقتصاديات منخفضة الدخل، وعلاوة على ذلك فقد تبني عدد من البنوك المركزية في اقتصاديات أكثر تقدما منها البنك المركزي الأوروبي، والاحتياطي الفدرالي

1- IBID, P: 117.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

الأمريكي وبنك اليابان المركزي والبنك الأهلي السويسري كثيرا من العناصر الأساسية لاستهداف التضخم والعديد من البنوك الأخرى في طريقها إلى التحرك نحو هذه السياسة⁽¹⁾.

توحي كل من النظرية والتطبيق أن البنوك المركزية لا يمكنها أن تتابع وتحقق أهداف متعددة كخفض التضخم والبطالة باستخدام وسيلة واحدة للسياسة النقدية، كما أن السياسة النقدية يمكنها على المدى الطويل أن تؤثر في المتغيرات الاسمية وليس المتغيرات الحقيقية التي تتعدل وفقا للتضخم، كما أن ارتفاع التضخم يضر بالنمو والتوزيع العادل للدخل كما أن التوقعات والمصدقات تؤثران تأثيرا كبيرا في مدى فعالية السياسة النقدية، ويعكس الواقع التجريبي أن سياسة استهداف التضخم التي تعتمد على هذه العناصر أدت إلى حدوث زيادة طردية في شفافية السياسات والاتصال مع الجمهور باعتبارها وسائل رئيسية للمساءلة الجماهيرية التي تشكل ركيزة الاستقلال التشغيلي للبنوك المركزية، كما أن تبني سياسة استهداف التضخم بشكل مرن من خلال تحقيق الهدف على المدى المتوسط يسمح للبنوك المركزية بالتصدي لأهداف أخرى مثل إدارة الناتج، ومع ذلك فإن قدرة البنك المركزي على التحلي بالمرونة تعتمد على الربط الجيد للتوقعات التي تعتبر من الشروط الأساسية لتبني سياسة استهداف التضخم⁽²⁾.

كانت أزمات سعر الصرف من الأسباب الرئيسية نحو التوجه نحو سياسة استهداف التضخم حيث كانت تشكل أنظمة أسعار الصرف المثبتة حوالي الثلثين من الأنظمة النقدية المعمول بها في الدول المتقدمة في سنة 1989، ومن بين الأزمات التي ساعدت نحو التوجه إلى هذه السياسة هي أزمة النظام النقدي الأوروبي في 1992، وفي أمريكا اللاتينية بدأ التوجه نحو سياسة استهداف التضخم في بداية سنوات التسعينات غير انه لم يتم تبني هذه السياسة بشكل كامل إلا في نهاية سنوات التسعينات وبداية سنوات 2000 بسبب الأزمات المالية التي حدثت في سنة 1998، وفي أوروبا والاقتصاديات الانتقالية في أوروبا الشرقية والوسطى بدأ التوجه نحو سياسة استهداف التضخم كجزء من الإصلاحات الاقتصادية الشاملة في أواخر سنوات التسعينات بينما في دول شرق آسيا بدأ اعتماد سياسة استهداف التضخم في بداية سنة 2000 عندما خرجت هذه البلدان من الاستهداف النقدي عبر برامج الدعم لصندوق النقد الدولي خلال الأزمة المالية الآسيوية في سنة 1997، والجدول الموالي رقم (03) يبين البلدان المستهدفة للتضخم حتى سنة 2010، وكذلك نطاقات التضخم المستهدفة، وخلال بروز الأزمة المالية العالمية كان يتوقع لسياسة استهداف التضخم الاستمرار في الانتشار ضمن الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية لكن الاستشراف نحو انتشار هذه السياسة في المستقبل يبدو على الأرجح مرتبطا

1- سكوت روجر، استهداف التضخم يبلغ عامه العشرين، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد

الدولي، مارس 2010، ص: 46.

2- سكوت روجر، المرجع السابق، ص: 46-47.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

بمدى قوة هذه السياسة في التعامل مع صدمات أسعار النفط والصدمات المالية العالمية اللاحقة⁽¹⁾.

الجدول رقم (03): البلدان المستهدفة للتضخم إلى غاية سنة 2010				
البلدان	تاريخ التبني	معدل التضخم تاريخ التبني	متوسط معدل التضخم في 2009	نطاق الاستهداف
نيوزلندا	1990	%3.3	%0.8	3-1
المملكة المتحدة	1991	%6.9	%0.3	1-2+
السويد	1992	%1.8	%0.3-	1-2+
استراليا	1993	%2	%1.9	1-2+
جمهورية التشيك	1997	%6.8	%1	3-2
بولندا	1998	%10.6	%3.8	1-2.5+
البرازيل	1999	%3.3	%4.9	2-4.5+
تشيلي	1999	%3.2	%1.5	1-3+
كولومبيا	1999	%9.3	%4.2	%(4-2)
جنوب أفريقيا	2000	%2.6	%7.1	%(6-3)
تايلند	2000	%0.8	%0.9-	3-0.5
كوريا	2001	%2.9	%2.8	1-3+
المكسيك	2001	%9	%5.3	1-3+
أيسلندا	2001	%4.1	%12	1.5-2.5+
النرويج	2001	%3.6	%2.3	1-2.5+
هنغاريا	2001	%10.8	%4.2	1-3+
البيرو	2002	%0.1-	%2.9	1-2+
الفلبين	2002	%4.5	%1.6	1-4.5+
غواتيمالا	2005	%9.2	%1.8	1-5+
اندونيسيا	2005	%7.4	%4.6	6-4
رومانيا	2005	%9.3	%5.6	1-3.5+
تركيا	2006	%7.7	%6.3	1-6.5+
صربيا	2006	%10.8	%7.8	8-4
غانا	2007	%10.8	%19.3	1-14.5+

المصدر: سكوت روجر، المرجع السابق، ص:47.

في أغلب البلدان المتبنية لسياسة استهداف التضخم كانت هناك مرحلة مبدئية من الانخفاض في الأسعار وتم في هذه المرحلة وضع نقاط استهداف من سنة إلى سنة لتخفيض التضخم وبدأت من مستوى في حوالي 4.8% في البلدان ذات الدخل المرتفع وفي حدود 6.5% في البلدان ذات الدخل المنخفض وعندما

1- Edwin Truman, **Inflation targeting in world economy**, Kirby Lithographic Company, United states of America , 2003, P P: 27-28.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

يتم تخفيض التضخم يتم الانتقال نحو استهداف في ظل نطاق ثابت على فترات متعددة أو في أفق غير محددة في حدود 3%(1).

الفرع الثاني: تعريف سياسة استهداف التضخم

لقد عرف الاقتصاد العالمي تغيرات جذرية في منتصف القرن العشرين على اثر انهيار نظام بروتن وودز 1971، حيث كان عدم ثبات الأسعار أهم السمات السائدة في تلك الفترة التي ظهرت فيها العديد من الأزمات من أهمها الصدمتين النفطيتين سنة 1973 والأزمة الآسيوية وأزمات دول أمريكا الجنوبية، في ظل هذه الأزمات بلغت معدلات التضخم مستويات قياسية وظهرت العديد من الأعمال البحثية لمحاولة الحد من الآثار السلبية للتضخم وتجنبها والتنبؤ بها في المستقبل، واتفق الاقتصاديون على أن هدف استقرار الاسعار من الأهداف الأساسية لضمان سير جيد للسياسة النقدية.

بينت الأبحاث الاقتصادية المتعلقة بهذا الموضوع أن هدف استقرار الأسعار يمكن الوصول إليه عن طريق تبني سياسة المرساة الاسمية (l'ancrage nominal) في إطار السياسة النقدية، التي تعتبر بمثابة قيد على السياسة النقدية بمعنى تثبيت متغير اقتصادي كهدف وسيط للسياسة النقدية من خلاله يتم ضمان ثبات الأسعار في الأجل الطويل التي تعتبر المتغير النهائي.

كانت هناك العديد من المتغيرات الاقتصادية المرشحة للعب دور المتغير الوسيط ، لكن يعتبر سعر الصرف والمجمعات النقدية (بصفة عامة M3) والتضخم من أهم المتغيرات التي التركيز عليها للقيام بدور المتغير الركيز (la variable d'ancrage)، عند اختيار سعر الصرف وحسب اختيار أحد هذه المتغيرات ينتج عنه سياسة نقدية معينة، عرفت في ظل سياسة استهداف المجمعات النقدية وسعر الصرف فشلا في ظل سنوات السبعينات والثمانينات في العديد من الدول ولم يتم التحكم في استقرار الأسعار في الأجل الطويل الأمر الذي أدى السلطات النقدية في البحث عن سياسة بديلة تضمن ثبات الأسعار وتم الإجماع على سياسة استهداف التضخم (inflation targeting) التي تم تبنيها لأول مرة في زيلنده الجديدة في فيفري 1999 ثم العديد من البنوك المركزية كالبنك المركزي لكندا، انجلترا والسويد (2).

وهناك عدة تعاريف نذكر منها(3):

1- تعريف Mishkin(2000): حسب (Mishkin) فان سياسة استهداف التضخم هي إستراتيجية للسياسة النقدية يتم فيها الإعلان عن هدف متوسط الأجل لمستوى التضخم مع وجود التعهد المؤسستي

1- David cobham et al, **Twenty years of inflation targeting**, Cambridge university press, New York, 2010, P P: 29,30.

2- Zied fetiti, **Politique de ciblage d'inflation, règles de conduit, efficacité, performance**, thèse de doctorat en sciences économiques, université de Lyon, 2010, P P : 32, 33.

3 - **IBID**, P P: 33, 35.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

باعتبار هدف استقرار الأسعار هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية والأهداف الأخرى هي أهداف تابعة مع وجود إستراتيجية للإعلان عن أدوات السياسة النقدية المستخدمة وتوفر درجات قوية من الشفافية والمسؤولية للسلطات النقدية لتحقيق الأهداف المعلنة.

2- تعريف (Svensson 2002): حسب (Svensson) فإن سياسة استهداف التضخم تركز على ثلاث نقاط رئيسية: أولاً، اعتماد نقطة ارتكاز اسمية وحيدة وهي التضخم وثانياً، الانشغال الأساسي للبنك المركزي نحو تحقيق هدف وحيد وهو استقرار الأسعار وثالثاً، إعطاء التوقعات دوراً أساسياً في إعداد أدوات السياسة النقدية في ظل سياسة استهداف التضخم مع توفر درجات قوية من الشفافية والإفصاح وتمتع السلطة النقدية بالاستقلالية التامة في إعداد السياسة النقدية لتوفير درجة أكبر من المساءلة في تحقيق الهدف المعلن.

3- تعريف (Bernanke 1999): حسب (Bernanke) فإن سياسة استهداف التضخم هي إطار تحليلي للسياسة النقدية وليست مجرد قاعدة بسيطة للسياسة النقدية وتتميز بالإعلان الرسمي والكمي عن هدف للتضخم أو نطاق للتضخم في أفق زمني معين أو عدة آفاق زمنية مع إعطاء أولية لتحقيق مستوى مستقر ومنخفض من التضخم مع التواصل المسبق مع الجمهور حول أهداف وخطط السياسة النقدية لبلوغ الأهداف المعلنة.

الفرع الثالث: عناصر سياسة استهداف التضخم

لقد نتج عن ظهور سياسة استهداف التضخم اكتساب العديد من المعارف سواء على المستوى النظري أو التطبيقي، فعلى المستوى التطبيقي فإن قرار استهداف التضخم بصفة مباشرة نتج في غالب الأحيان عن فشل المقاربات النظرية المرتكزة أساساً عن الاستهداف النقدي أو استهداف سعر الصرف في الوصول إلى نتائج مقبولة فكل من النظرية والتطبيق تحدد بعض قواعد الإرشاد الأساسية لإطار السياسة النقدية والتي تتضمن أولاً: لا يستطيع البنك المركزي مباشرة وتحقيق أهداف متعددة بالاعتماد على أداة وحيدة للسياسة كسعر الفائدة، وثانياً في الأجل الطويل يمكن للسياسة النقدية التحكم في المتغيرات الاسمية غير أنها لا تستطيع التحكم في المتغيرات الحقيقية وثالثاً التضخم المرتفع يضر بمستوى النمو والتوزيع العادل للدخل ورابعاً التوقعات والمصدقية لها دور كبير في فعالية السياسة النقدية والمبادلة قصيرة الأجل بين التضخم والمتغيرات الاقتصادية الأخرى، هذه المعارف المكتسبة في إطار السياسة النقدية جعلت من صناع السياسة يتوجهون نحو هدف واضح ومعقول من مستوى التضخم المنخفض القابل للاستمرار كما أن المصدقية يمكن تعزيزها عن منح قدر كبير من الاستقلالية للبنك المركزي وفي نفس الوقت ضمان

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

درجة عالية من الشفافية والمساءلة لصناع السياسة النقدية ، تتطلب سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة وتقييم السياسة النقدية توفر أربعة عناصر أساسية⁽¹⁾:

- ضمان استقرار الأسعار كهدف صريح أو ضمني للسياسة النقدية؛
- هدف رقمي للتضخم أو أهداف رقمية متتابعة لجعل استقرار الأسعار عملي؛
- الأفق الزمني للوصول إلى هدف التضخم أو الرجوع إليه؛
- التقييم كمقاربة للمراجعة المستمرة لمدى تحقيق هدف التضخم او لمدى ما سوف يكون عليه هدف التضخم مستقبلا.

في الواقع العملي لا توجد دولتان ولا بنكيهما المركزيين يقومان بإعداد وتنفيذ إطار سياسة استهداف التضخم بطريقة متشابهة، بالإضافة إلى ذلك كل العناصر المذكورة أعلاه مع إمكانية استثناء العنصر الثالث الأفق الزمني (the time horizon) يكمن أن تكون عوامل أخرى من اطر سياسات نقدية بديلة حيث أن استقرار الأسعار يعتبر تحت تفويض البنوك المركزية للبلدان المستهدفة للتضخم التي تقوم أيضا بإعداد الاستهدافات الرقمية الخاصة بالتضخم، كما يتم إعداد مقاربات مختلفة من طرف السلطات النقدية لمعرفة احتمال تحقيق هدف التضخم أو ما إذ تم تحقيقه فعلا، معظم البنوك المركزية المستهدفة للتضخم لديها أفق زمني خاص ومضبوط إلى حد ما الذي من خلاله يتم العمل على تحقيق هدف التضخم غير أنه في أغلب الأحوال تتصف هذه الأطر النقدية بالغموض وفي أحسن الأحوال يتم التقيد بتحديد الأفق الزمني للعودة إلى الهدف في حالة الابتعاد عنه، وأخيرا كل أطر استهداف التضخم في الواقع تحتوي على عدد من العناصر تساعد في تقييم مدى تحقيق هذه السياسة لأهدافها، حيث لا توجد طريقة موحدة للتقييم و أغلب هذه العناصر لا تقتصر على البلدان المستهدفة للتضخم ومع ذلك فإن الشفافية تلعب دور كبيرا في مساءلة صناع السياسة في ظل سياسة استهداف التضخم⁽²⁾.

واجهت البنوك المركزية للدول الصناعية في منتصف الثمانينات مشكلة تعثر سياسة استخدام المتغيرات الوسيطة كالقاعدة النقدية وسعر الصرف لتحقيق هدفين متناقضين في نفس الوقت هما زيادة النمو الاقتصادي وتخفيض مستوى التضخم، حيث يخلق هذا التناقض حالة من عدم اليقين لدى الجمهور والمتعاملين بشأن المتغير ذو الأولوية في التحقيق كما أن المتغيرات الوسيطة مثل معدل نمو القاعدة النقدية أو أسعار الصرف تتغير قوة ارتباطها وتأثيرها على معدل الناتج ومعدل التضخم من فترة زمنية إلى أخرى⁽³⁾.

1- Edwin M. Truman, OP-CIT, P: 6.

2- IBID, P P: 6, 7.

3- ناجي التوني، استهداف التضخم والسياسة النقدية، سلسلة جسر التنمية، العدد السادس، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2002، ص: 03.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

عندما كان (Murray Sherwin) محافظ بنك سويسرا أكد أن استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية يتطلب توفر الإرادة السياسية والعمل الجدي أكثر منه التحضير التقني مع ضرورة التقيد أيضا بمحتوى هذه السياسة والظروف السائدة في البلد الذي يتبنى هذه السياسة ، وأكد على ضرورة توفر ثلاث متطلبات أساسية لهذا البلد " تحديد ما هو مستوى التضخم المناسب للاقتصاد، ضمان توفر القبول السياسي لهذا الهدف، إعداد السياسة النقدية بقصد تحقيق هذا المستوى المستهدف من التضخم والإبقاء على مستوى التضخم منخفض بعد ذلك " ونص كل من (Andrea Schaechter, Mark Stone,) (and Mark Zelmer) في دليلهم المتعلق بالمسائل التطبيقية لسياسة استهداف التضخم في اقتصاديات الأسواق الناشئة على تعريف عملي نوع ما لهذه المقاربة يرتكز في الأساس على استخدام توقعات التضخم كدليل وسيط للسياسة النقدية مع إدارة السياسة في إطار شفاف لتعزيز المساءلة (1).

المطلب الثالث: طرق إجراء السياسة

هناك اختلاف في طريقة إجراء السياسة النقدية بين البلدان المختلفة فبعض البنوك المركزية تدير السياسة النقدية بإتباع قواعد معينة، كما أن البعض الآخر يقوم بإدارة السياسة بطريقة تحفظية، كما يوجد اختلاف أيضا في أولوية التضخم كهدف أولي للسياسة النقدية بين البلدان المختلفة.

الفرع الأول: التفويض الهرمي في مقابل التفويض الثنائي

لا يوجد تعارض في الأجل الطويل بين تحقيق هدف استقرار الأسعار والأهداف الأخرى مثل استقرار الأسواق المالية واستقرار أسواق الصرف والنمو الاقتصادي واستقرار أسعار الفائدة، لكن في الأجل القصير يوجد تعارض بين هدف استقرار الأسعار مع هدف التشغيل واستقرار أسعار الفائدة، فعلى سبيل المثال عندما يتوسع الاقتصاد وتنخفض البطالة ترتفع معدلات التضخم ولتحقيق استقرار الأسعار في الأجل قد يرفع البنك المركزي معدلات الفائدة مما يؤدي إلى رفع البطالة وزيادة حدة التذبذب في أسعار الفائدة التي تؤثر على السير الحسن للأسواق المالية، لهذا السبب تعطي العديد من الاقتصاديات أولوية لاستقرار الأسعار في الأجل الطويل على المتغيرات الأخرى وحثهم في ذلك تحقيق هدف استقرار الأسعار قد يؤدي إلى تحقيق الأهداف الأخرى ويسمى هذا التيار بالتفويض الهرمي (HIERARCHICAL MANDATE)، الذي يعمل به على سبيل المثال البنك المركزي لانجلترا وكندا ونيوزلندا والبنك المركزي الأوروبي لكن من عيوب هذا التيار هو أن التركيز بدرجة أكبر على استقرار الأسعار حتى في الأجل القصير لتحقيق استقرار الأسعار في الأجل الطويل مما قد يؤدي إلى تقلبات كبيرة في الناتج، وعلى النقيض من هذا التيار يوجد التفويض الثنائي (DUAL MANDATE) الذي يعمل به البنك الفدرالي الأمريكي وينادي بالتحقيق المشترك لكل من استقرار الأسعار وأقصى درجة تشغيل حيث أن

1- Edwin M. Truman, **Op- cit**, P P: 7, 8.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

التضخم المنخفض والمستقر يترافق مع معدلات فائدة معتدلة ومستقرة لكن هذا التيار يحتاج إلى درجة كبيرة من مستوى المصادقية لصناع السياسة حيث أن استغلال هذا التفويض المشترك قد يؤدي إلى القيام بسياسات توسعية مما يؤدي إلى بروز مشكل عدم التوافق الزمني (TIME INCONSISTENCY PROBLEM) الذي يترافق مع مشاكل متعددة تؤثر على كفاءة السياسة النقدية في تحقيق الأهداف المنشودة(1).

الفرع الثاني: إتباع القواعد أو حرية التصرف

تختلف طريقة إجراء السياسة بين البلدان، فبعض البلدان تقوم بإدارة السياسة النقدية بإتباع قواعد معينة، والبعض الآخر تقوم بإدارة السياسة بنوع من حرية التصرف للتجاوب مع متغيرات أخرى في الأجل القصير.

أولاً: إتباع القواعد في مقابل حرية التصرف : في أواخر 1980 كانت العديد من البنوك المركزية العالمية بما في ذلك بنك استراليا، كندا، فنلندا، نيوزلندا، اسبانيا، السويد والمملكة المتحدة تتبنى نمط معين من سياسة استهداف التضخم، وفي بعض الأحيان يأخذ استهداف التضخم شكل من إعلان البنك المركزي لنوايا سياسته المستقبلية وفي بعض الأحيان الأخرى يأخذ شكل قانون يحدد أهداف السياسة النقدية، على سبيل المثال كان هدف البنك المركزي لنيوزلندا هو صياغة وإعداد السياسة النقدية لتحقيق هدف الاستقرار في المستوى العام للأسعار بدون ذكر أي تلميح بشكل واضح لتحقيق أي أهداف أخرى بالتوازي مع هذا الهدف كالاستقرار في الناتج، العمالة وأسعار الفائدة أو سعر الصرف، هل يجب ترجمة هذا على أنه نوع من الالتزام بتبني قاعدة معينة يجب إتباعها؟ ليس بصفة كلية لان جميع البلدان التي تبنت هذه السياسة تسمح للبنوك المركزية بنوع من حرية التصرف من خلال استهداف التضخم في نطاق معين 1-3% وليس في تحقيق عدد معين لذلك يستطيع البنك المركزي اختيار مكان تموقعه في حدود هذا المجال: قد يستطيع تنشيط الاقتصاد ويكون بالقرب من قمة نطاق الاستهداف وقد يكبح نمو الاقتصاد ويكون بالقرب من الحد الأدنى للنطاق التقلب، كما يمكنه في بعض الأحيان تعديل نمط الاستهداف مؤقتاً إذا أدت أحداث خارجية كصدمة في العرض مثلاً إلى الدفع بالتضخم خارج النطاق المعلن مسبقاً(2).

بالرغم من أن سياسة استهداف التضخم تترك للبنك المركزي نوع من حرية التصرف، فإن السياسة تقيد كيفية استعمال حرية التصرف فعندما يكون هناك تقييد للبنك المركزي يكون من الصعب التمسك بمحاسبة البنك المركزي على نتائج هذه السياسة، وعلى النقيض من ذلك عندما يعلن البنك المركزي على استهداف معدل تضخم معين أو نطاق استهداف يستطيع الجمهور بسهولة الحكم على مدى تحقيق هذا الأخير للهدف المعلن وبالرغم من أن سياسة استهداف التضخم لا تقيد حرية تصرف البنك المركزي فإنها تزيد من

1 - Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and institutions**, Eight Edition, United States of America, PEARSON, 2015, P P: 232, 233.

2 - Gregory Mankiw, **Macroeconomics**, Worth Publishers, 7th Edition, New York, 2010, P: 458.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

مستوى شفافية السياسة النقدية وتجعل البنك المركزي أكثر مسؤولية على نتائج سياساته⁽¹⁾. لم يتبنى البنك الاحتياطي الفيدرالي سياسة استهداف تضخم صريحة بالرغم من أن البعض يعتقدون انه يستهدف ضمناً التضخم في حدود 2% ومن المؤيدون البارزون لسياسة استهداف التضخم (Bernanke) الخبير الاقتصادي الذي تم تعيينه على رأس البنك الاحتياطي الفدرالي في سنة 2006 وفي المستقبل قد يتحرك البنك الاحتياطي نحو تطبيق سياسة استهداف التضخم كإطار صريح لعمل السياسة النقدية⁽²⁾.

ثانياً: حالة عدم الإفصاح أو حرية التصرف (Discretion)

الاقتصاديون الذين يعتقدون انه على ينبغي على صناع السياسة إتباع حالة عدم الإفصاح، يبرهنون على وجهة نظرهم بان إتباع قاعدة تايلور أو قاعدة فريدمان لنمو النقد الثابت لا يمنح لصناع السياسة القدرة على التكيف مع إحداث جديدة وغير متوقعة، وبالتالي من الأحسن عدم تقييد حريتهم في استعمال كل المعلومات المتاحة في إعداد السياسة النقدية وليس فقط المعلومات المتأتية من هذه القواعد البسيطة، فعلى سبيل المثال قام البنك الفدرالي بتخفيض معدل الفائدة للاستجابة للأزمة التي عصفت بالسوق المالية في أكتوبر 1987، بالرغم من عدم تغير مستوى التضخم والنتائج الحقيقي، وهذا التخفيض وجه رسالة إلى المؤسسات والأفراد أن البنك المركزي ينوي حماية الاقتصاد من آثار هذه الأزمة في سوق المال، فأتباع عدم الإفصاح يرون أن هذه الواقعة في سوق المال تمثل حدث وحيد لا تحدده قاعدة معينه بذاتها وذلك كان على البنك المركزي التقييد بعدم الإفصاح أي الوقاية من الأزمة دون الإفصاح عنها للمتعاملين الاقتصاديين⁽³⁾.

بالإضافة إلى ذلك، فان القواعد تفرض أن القيم الاقتصادية ثابتة، لكن من المحتمل أن هذا غير صحيح في الواقع، فالابتكارات المالية والأزمات تغير من قيمة مضاعف النقود وبالتالي إذا اتبع صناع السياسة في البنك الفدرالي الأمريكي قاعدة فريدمان للنمو النقدي الثابت فان هذه السياسة قد تؤدي إلى ضرب استقرار الاقتصاد، وفيما يتعلق بقاعدة تايلور فانه من غير الممكن تغيير معدل الفائدة التوازني عبر الزمن استجابة للتغيرات التكنولوجية وبعض العوامل الأخرى التي تؤثر على مستويات التوازن الاقتصادية طويلة الأجل، في هذه الحالات فان التقييد بشكل صارم بقاعدة تايلور قد يؤدي إلى زيادة التقلبات في مستوى التضخم والبطالة⁽⁴⁾.

1 - Bernanke, Frederic Mishkin, **Inflation targeting: new framework for monetary policy**, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 2, American Economic Association, 1997, P: 105.

2- Gregory Mankiw, **Op-cit**, P: 458.

3 - R. Gleen Hubbard et al, **Macroeconomics**, Pearson Education, Prentice Hall, United States of America, 2012, P: 475.

4- **IBID**, P: 475.

ثالثاً: حالة إتباع القواعد

الاقتصاديون الذين يعتقدون أنه ينبغي على صناع السياسة إتباع القواعد في صياغة السياسة النقدية يبرهنون على وجه نظرهم بأن الفترة ما بين منتصف الستينات وبداية الثمانينات، عندما ارتفع التضخم بوتيرة ثابتة، أظهرت هذه الفترة المشاكل المرتبطة بالسياسة النقدية التقديرية، حيث في هذه الفترة عرفت سياسة البنك الفدرالي التناوب بين هدف محاربة التضخم من جهة والإبقاء على الناتج الداخلي الحقيقي قريب من مستوى الناتج الممكن وفقد البنك المصادقية مع الجمهور وارتفع كل من مستوى التضخم ومستوى التضخم المتوقع⁽¹⁾.

يرى بعض الاقتصاديون (Kydlan Prescott, Barro and Gordon) أن إتباع القواعد يقي من جدلية التعارض الزمني (time-inconsistency problem) الذي يعبر عن موقف الحكومة التي تعد ولا تنفذ مما يزيد من التضخم النقدي نظراً لفقد المصادقية والفعالية والحل الأمثل في هذه الحالة هو إجبار صناع السياسة على إتباع القواعد بدل السياسة التقديرية لإرساء التوقعات التضخمية نحو التضخم المستهدف⁽²⁾.

يرى كل من الاقتصادي (Finn Kydlan) من جامعة (Santa Barbara) والاقتصادي (Edward Prescott) من جامعة (Arizona) الحائزون على جائزة نوبل في الاقتصاد أن صناع السياسة المركزية يواجهون مشكلة عدم الاتساق الزمني حيث يعلنون التزامهم بتحقيق مستوى تضخم منخفض لتقليص مستوى التضخم المتوقع وينتج مستوى التضخم المتوقع المنخفض عن مستوى التضخم المنخفض الحالي حيث أن الأفراد والشركات قد بنو قراراتهم التسعيرية على مستوى التضخم المتوقع المنخفض وفي هذه الحالة يكون البنك المركزي قد وصل إلى حالة ملائمة من المبادلة (TRADE-OFF) بين التضخم ومستوى الناتج الحقيقي وقد يستغل البنك المركزي هذه الحالة من المبادلة بتخفيض أسعار الفائدة لزيادة الناتج الحقيقي وتقليص البطالة الدورية ويظهر أن البنك المركزي قد احتال على الأفراد والشركات لتحفيز الاقتصاد، لكن الأفراد والشركات لا يتجاوزون بسهولة مع هذه اللعبة لأنهم يدركون أن البنك المركزي لديه باعث لإخلاف وعده في تحقيق مستوى التضخم المنخفض وبالتالي سوف يبقى مستوى التضخم المتوقع والتضخم الحالي في مستويات مرتفعة، ويعتقد الكثير من الاقتصاديين أن مشكلة التعارض الزمني كانت وراء سوء الأداء الاقتصادي في منتصف الستينات وبداية الثمانينات، والاقتصاديون المؤيدون لإتباع القواعد في السياسة النقدية، يرون أنها تمنح البنك المركزي المصادقية

1 - IBID, P: 476.

2- وشاح رزاق، استهداف التضخم النقدي، ماذا يعني لدول مجلس التعاون، سلسلة اجتماع الخبراء، العدد 31، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص: 09.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

لأنه من السهل على الأفراد والمؤسسات التأكد ما إذا كان البنك يتصرف على حسب ما يصرح به، فعندما يكتسب البنك المركزي المصدقية فإن معدل التضخم المتوقع ينخفض ويبني الأفراد والمؤسسات قراراتهم على هذا المعدل المنخفض من التضخم المتوقع وبالتالي ينخفض معدل التضخم، وبإتباع القواعد، يمكن تخفيض درجة عدم اليقين حول السياسة النقدية وتحسين الأداء الاقتصادي حيث أن معرفة الأفراد والمؤسسات لطريقة تجاوب البنك مع الأحداث المستقبلية يمكنهم من التخطيط للمستقبل بسهولة، ومن جهة أخرى، فإن إتباع القواعد تفرض على البنك المركزي نوع من الانضباط في أداء السياسة بحيث لا يمكنه بصفة مستمرة الانتقال من مجابهة التضخم إلى محاولة الإبقاء على فجوة الناتج قريبة من الصفر، لكن إتباع القواعد لا يمكن أن تلغي درجة عدم اليقين بصفة نهائية نظرا لان الصدمات يصعب التنبؤ بها لكن هذه الطريقة تزيل نوعا ما عدم اليقين الذي يمكن أن ينشأ عن إتباع السياسة النقدية التقديرية(1).

الفرع الثالث: قاعدة تايلور (Taylor rule)

عرفت السياسات الخاصة بإتباع القواعد النقدية عدة صيغ، بعض القواعد تفرض قيود صارمة على إمكانيات البنك المركزي في أداء السياسة النقدية بينما هناك قواعد مرنة نوعا ما، واقترح ملتون فردمان بان يتبع البنك المركزي قاعدة نقدية بحيث يكون فيها عرض النقود الاسمي ينمو بمعدل ثابت بغض النظر على الظروف الاقتصادية، وهي قاعدة تحد من قدرة البنك على تحقيق أهداف أخرى بقوة القانون لأنه تابع لتحقيق هدف النمو الثابت في عرض النقود، ولكن ليست كل القواعد النقدية لهل درجة تقييد كبيرة مثل قاعدة ملتون فردمان(2).

حسب جون تايلور وزير الخزانة الأمريكي فان البنوك المركزية تؤثر على مستويات الإنفاق عن طريق معدلات الفائدة، لذا فإنه من الأحسن أن تسعى البنوك المركزية إلى التركيز بشكل مباشر على معدلات الفائدة بدلا من نمو النقد الاسمي واقترح قاعدة التي ينبغي على البنوك المركزية إتباعها في إعداد مستويات الفائدة من خلال المعادلة العامة التالية(3):

$$r = r_n + a_y \bar{Y} + a_\pi (\pi - \pi_t)$$

حيث r تمثل معدل الفائدة المتوقع الحقيقي $i - \pi^e$ ، ومراقبة البنك المركزي لمعدل الفائدة الاسمي في الأجل القصير تسمح له بضبط معدل الفائدة الحقيقي أيضا، في ظل قاعدة تايلور يحدد البنك المركزي

1 - R Gleen Hubbard, **Op cit**, P: 476.

2 - John Singleton, **Central Banking in the Twentieth Century**, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, First Edition, United States of America, 2011, P P: 180,190.

3- Olivier Blanchard et al, **Macroeconomics ; A European perspectives**, Pearson Education limited, England, London, 2010, P: 499.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

معدل الفائدة الحقيقي بالاعتماد على العوامل التالية⁽¹⁾:

r_n - الذي يعبر عن معدل سعر الفائدة الحقيقي الحيا دي (The neutral real interest rate) وهذا المعدل هو الذي يتساوى عنده الناتج مع الناتج الممكن (potentiel output)؛
- فجوة الناتج \bar{Y} : هذا المتغير هو الانحراف المئوي للناتج على الناتج الممكن $\bar{Y} = (y - y^*)/y^*$ ؛
- فجوة التضخم $\pi - \pi_t$ حيث المتغير π_t معدل التضخم المستهدف من طرف البنك المركزي سواء كان ضمنيا او صريح (explicit or implicit) وفجوة التضخم هي الانحراف الحالي للتضخم عن التضخم المستهدف؛
- المعاملات a_π ، a_y ثوابت موجبة تبين مدى استجابة معدل الفائدة لفجوات الناتج والتضخم، إذا كان على سبيل المثال معامل فجوة الناتج يساوي 0.5 فان ارتفاع فجوة الناتج بنقطة مئوية واحدة فان البنك المركزي يرفع سعر الفائدة بنسبة 0.5 نقطة مئوية.

لفهم قاعدة تايلور نفرض أن فجوة الناتج معدومة أي الناتج يساوي الناتج الممكن و أيضا فجوة التضخم معدومة في هذه الحالة يكون مستوى التضخم الحالي يعادل مستوى التضخم المستهدف، في الحالة يضع البنك المركزي معدل الفائدة يعادل معدل الفائدة الحيادي أي معدل الفائدة الذي يكون فيه الاقتصاد عند مستوى الناتج الممكن لا رواج ولا كساد وعنده يكون التضخم عند التضخم المستهدف لتثبيت الوضع السائد، إذا تغير الناتج وأصبحت فجوة الناتج موجبة أي أن الاقتصاد في فترة رواج، فان البنك المركزي يرفع مستوى معدل الفائدة إلى مستويات أعلى من معدل الفائدة الحيادي، وإذا كانت فجوة الناتج سالبة فان البنك المركزي يخفض سعر الفائدة في هذه الحالة البنك المركزي يعمل بمبدأ عكس وتخفيف الآثار الغير مرغوبة (leaning against the wind)⁽²⁾.

تفرض قاعدة تايلور أيضا تعديلات على سعر الفائدة عند انحراف معدل التضخم على معدل التضخم المستهدف، فيرفع سعر الفائدة عند ارتفاع التضخم ويخفضه عند انخفاض معدل التضخم على معدل التضخم المستهدف.

الفرع الرابع: موقع سياسة استهداف التضخم من القطبية التقليدية للسياسة النقدية

لا تتلاءم سياسة استهداف التضخم مع مفهوم القطبية للسياسة النقدية التقليدية ما بين إتباع القواعد والتحفظ، بعض الاقتصاديين يصفون السياسة النقدية لاستهداف التضخم بأنها نوع آخر من إتباع القواعد التي تقيد قدرة البنك المركزي على التصدي لبعض الظروف الاقتصادية الغير متوقعة، مع ذلك

1- Laurence M. Paul, Money banking and financial markets, Second Edition, Worth publishers, United states of America, 2012, P: 459.

2 - **IBID**, P: 461.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

فسياسة استهداف التضخم تطبق حاليا من طرف بعض البنوك المركزية ليس في إطار جامد من القواعد، فأولا على خلاف قواعد السياسة النقدية التقليدية لا تمنح سياسة استهداف التضخم البنوك المركزية توجيهات عمل بسيطة والية في كيفية إدارة السياسة النقدية، بل على العكس سياسة استهداف التضخم تتطلب من البنك المركزي استعمال كل المعلومات المتاحة لتحديد الخطوات اللازمة لتحقيق هدف التضخم ولا تفرض على البنك المركزي إتباع مؤشر وحيد (النمو النقدي أو سعر الصرف) كقاعدة ينبغي الالتزام بها ولا تشجع البنك المركزي على إهمال بعض المتغيرات شديدة الصلة بإعداد السياسة النقدية، وبالإضافة إلى ذلك، توجد درجة كبيرة من التقدير في إعداد السياسة في إطار سياسة استهداف التضخم مما يمنح البنك المركزي القدرة على التصدي لبعض المستجدات الاقتصادية بصفة مرنة، دون الإخلال بهدف تحقيق استقرار الأسعار في الأجل الطويل، فدراسة حالات الدول التي تبنت هذه السياسة بينت انه هناك آليات مختلفة يمكن من خلالها تغيير التضخم في الأجل القصير استجابة لبعض الظروف الاقتصادية الطارئة بدون الإخلال بتحقيق هدف التضخم طويل الأجل، فالانتقادات الموجهة لسياسة استهداف التضخم بكونها سياسة يتم فيها إتباع قواعد جامدة ليس له أساس من الصحة، فسياسة استهداف التضخم هي إطار عمل لسياسة نقدية تقديرية مقيدة وليس نظام من إتباع القواعد بشكل جامد(1).

تجمع سياسة استهداف التضخم بين إيجابيات نظام القواعد ونظام التقدير في السياسة النقدية، فسياسة استهداف التضخم تعزز من مستوى الشفافية ووضوح الأهداف والإجراءات المستقبلية التي يتم تبليغها بشكل واسع إلى الجمهور، وتخلق أيضا سياسة استهداف التضخم مرسة اسمية للاقتصاد بإقناعها للجمهور أن مستوى التضخم المنخفض والمستقر هو الناتج الطبيعي وكل انحراف عنه يعد ناتج مؤقت كما أن زيادة مستوى الشفافية في ظل هذه السياسة تزيد من مستوى مساءلة البنك المركزي وتحد من قدرته على الدخول في سلوكيات انتهازية كت تحقيق مستوى غير دائم من التشغيل لدعم أهداف سياسية، كما أنها لا تطلق العنان للبنك المركزي في انتهاج سياسة نقدية تقديرية بحرية تامة، فإستراتيجية تحقيق هدف التضخم بحكم طبيعتها تجبر صناع السياسة على التحلي بالنظرة التطلعية بدل التركيز على الشروط الحالية الراهنة، وبالإضافة إلى ذلك فان مستوى الشفافية التي تتمتع بها هذه السياسة تزيد من مستوى مساءلة البنك المركزي التي بدورها تخلق نوع من الضغط السياسي الأمر الذي يمنع البنك المركزي من تجاهل نتائج إجراءاته المتخذة في الأجل الطويل(2).

المطلب الرابع: المتغير المستهدف

يتطلب استهداف التضخم تحديد المستوى الملائم من التضخم المراد استهدافه سواء كان نقطيا أي كقيمة

1 - Ben S. Bernanke et al, **Inflation targeting ; lessons from international experience**, Princeton university press, United states of America , 2001, P P: 299-301.

2 - **IBID**, P: 301.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

ثابتة لمعدل التضخم أو استهداف التضخم في ظل نطاق معين، كما تتطلب سياسة استهداف التضخم تحديد الأفق الزمني الذي من خلاله تسعى السلطة النقدية إلى تحقيق المستوى المستهدف وكذلك المقاييس المعتمدة لحساب التضخم.

الفرع الأول: الإستهداف النطاقي في مقابل الاستهداف النقطي

يمكن في ظل استهداف التضخم استهداف مستوى معين من التضخم، أو استهداف مستوى معين من التضخم في حدود نطاق كمي معين، حيث أن اغلب الدول المستهدفة للتضخم تستهدف التضخم في إطار نطاق كمي معين للاستجابة لبعض المتغيرات في الأجل القصير.

أولاً: الإستهداف النطاقي: يواجه صناع السياسة عند تصميم الإطار العملياتي للسياسة مشكل مبادلة في الحكم على عرض النطاق، وهل يتم استهداف معدل تضخم نقطي أو معدل تضخم ضمن نطاق معين (TARGET RANGE)، ومن ميزات الاستهداف النطاقي انه يمنح مرونة ضمنية للسياسة النقدية والنجاح في الإبقاء على التضخم ضمن النطاق خاصة إذا كان النطاق واسع نوعاً ما، لكن من سلبيات هذا النطاق الواسع أنه يحد من مقدرة السياسة على إرساء التوقعات التضخمية وعدم الجدوى فيما يخص مصداقية البنك المركزي، ويرى بعض الاقتصاديين أن تضيق النطاق بدرجة كبيرة لإرساء التوقعات التضخمية يزيد من احتمال أن يفشل البنك في تحقيق المستوى المستهدف من التضخم في غالب الأحيان، وأصبحت هناك نوع من المبادلة فيما يخص هذه المسألة ومن الأحسن في هذه الحالات استهداف معدل تضخم نقطي وشرح مستويات التضخم السائدة بدلالة المستوى المستهدف، لان عرض النطاق الكبير هو بمثابة مستوى تقلبات في تقدير مستوى التضخم السائد حول المستوى المستهدف والإخفاق في هذه الحالة ينجر عنه عواقب كبيرة فيما يتعلق بالمصداقية التي تعتبر مطلب ضروري لإرساء التوقعات التضخمية(1).

ثانياً: الإستهداف النقطي

البديل الآخر لاستهداف التضخم ضمن نطاق معين هو الاستهداف النقطي (Point target) لمستوى التضخم، ولتجنب المشاكل الخاصة بعدم استقرار أدوات السياسة في الاستهداف النقطي، فانه على البنك المركزي إعلام الجمهور وتقديم شروحات مقنعة لان أحسن السياسات قد تفشل في استهداف مستوى التضخم النقطي في الإبقاء على مستوى تضخم ضمن مجال تقلب صغير، لكن طالما أن البنك المركزي يتمتع بالمصداقية والجمهور يثق في سياسات البنك المركزي فانه يكون لدى هذا الأخير مرونة اكبر في التعامل مع الإخفاقات في تحقيق المستوى المستهدف، والشئ المهم في استهداف التضخم النقطي ليس تحقيق المستوى المستهدف بدقة لكن بالأحرى هو الإبقاء على التضخم في مستويات قريبة من المستوى

1 - Frederic S. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, The MIT Press, First Edition, 2009, United states of America, 2009, P: 330.

المستهدف ولفترات طويلة نسبياً⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أفق الاستهداف

لا تؤثر السياسة النقدية على الاقتصاد وخصوصاً التضخم بصفة مباشرة ولكن من خلال فترات إبطاء (time lags) طويلة نسبياً، وتم تقدير فترات الإبطاء من السياسة النقدية إلى التضخم في الدول المتقدمة بحوالي سنتين، أفق زمنية أقل كسنة واحدة غير شائعة في أنظمة استهداف التضخم ويمكن أن تتطوي على مشاكل معقدة: المشكل الأول الذي يترافق مع هذه الأفق القصيرة هو أنها يمكن أن تؤدي إلى مشاكل تتعلق بقابلية التحكم والضبط أي الإخفاق المتكرر في تحقيق المستوى المستهدف حتى وان كانت إدارة السياسة النقدية تتم بكفاءة عالية، والمشكل الثاني هو أن هذه الأفق القصيرة يمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار أدوات السياسة وتقلبها بصفة مستمرة من أجل محاولة الإبقاء على مستوى التضخم في حدود قريبة من المستوى المستهدف في الأجل القصير والمشكل الثالث هو أن أفق زمنية أقصر تستلزم عدم إعطاء وزن كافي لتقلبات الناتج في دالة الخسارة للبنك المركزي (loss function) حسب (Svensson 1997) ومسار أسرع للتضخم نحو هدف التضخم طويل الأجل يستلزم إعطاء وزن أقل لتقلبات الناتج في دالة خسارة البنك المركزي⁽²⁾.

توضح تجربة استهداف التضخم في نيوزلندا الموثقة في أوراق (Bernanke et al 1999) هذه المشاكل، في سنة 1995 أخفق البنك الاحتياطي لنيوزلندا في تحقيق استهداف التضخم ضمن النطاق المحدد لمدة سنة مما عرض المحافظ إلى إمكانية الخلع من المنصب حسب قانون البنك المركزي، لكن كان من المسلم به في البنك الفدرالي بان هذا التجاوز في تحقيق الاستهداف من المرجح أن لا يدوم لفترة طويلة وان معدل التضخم ممكن أن ينخفض وأن السياسة النقدية لم تكن توسعية إلى حد بعيد، لحسن الحظ هذا الرأي كان مقبولاً خارج دوائر البنك المركزي والمحافظ (Don Brash) الذي كان أداؤه جيداً بقي في منصبه، غير أن محاولة تحقيق الهدف السنوي للتضخم أدت إلى نتائج مخيبة حيث ترتب عنه تقلبات مفرطة في أدوات السياسة النقدية على الخصوص سعر الصرف، وفي بلد صغير ومفتوح مثل نيوزلندا تؤثر تحركات سعر الصرف بصفة أسرع على التضخم مقارنة بأسعار الفائدة، وبالتالي يتطلب تحقيق هدف التضخم السنوي اعتماد كبير على معالجة تحركات أسعار الصرف، الأمر الذي أدى إلى هذه التقلبات المفرطة، وفي محاولة تحقيق الهدف في أفق زمنية أقصر (short horizon) يكون قد ترتب على سياسات البنك الفدرالي أيضاً تقلبات كبيرة في الناتج، على سبيل المثال قام البنك الفدرالي بتضييق السياسة النقدية في نهاية 1996 ورفع معدل الفائدة على النقد لليلة واحدة إلى 10% لأنه كان متخوفاً

1 - Ben S. Bernanke et al, **Inflation targeting-lessons from international experience**, 1th Edition, Princeton University Press, United state of America, 2001, P: 295.

2- Frederic S. Mishkin, **Op cit**, P: 331.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

من إمكانية ارتفاع مستوى التضخم فوق النطاق المستهدف في سنة 1997 مما تولد عنه انخفاض غير مرغوب في مستوى الناتج، وقد أدرك البنك الفدرالي المشاكل المرتبطة بالاستهداف في ظل الأفق الزمنية القصيرة وهو يؤكد على أفق زمنية تتراوح بين ستة إلى ثمانية فصول في مباحثات السياسة النقدية حسب (SHERWIN, DREW AND ORR 1999) وبالإضافة إلى ذلك فإن اتفاقية الاستهداف بين البنك المركزي والحكومة تم تعديلها في السنوات الأخيرة للسماح بأكثر مرونة لدعم أفق زمنية أطول (1).

يتمثل الحل في تجنب الأفق الزمنية القصيرة لاستهداف التضخم هو وضع أهداف للتضخم على مدى سنتين في المستقبل، مما يستلزم أن يكون للبنك أهداف متعددة للتضخم فهدف التضخم للسنة الحالية يتم إعداده سنتين من قبل بينما يوجد أيضا هدف للتضخم في السنة القادمة، في ظل الاستهداف المتعدد يتغير الهدف من سنة إلى أخرى استجابة للصدمات التي تحدث في الاقتصاد خاصة صدمات العرض التي يتطلب تكيفها لتجنب التقلبات المفرطة في مستوى الناتج، كما أن وضع ترجيحات لمستويات تقلبات الناتج في أهداف البنك المركزي يتطلب مقارنة تدريجية لاستهداف التضخم في الأجل الطويل مما يوحي بضرورة استهداف متعدد السنوات يكون فيه المستوى المستهدف حتى وإن كان لمدة سنتين قد يختلف عن المستوى المستهدف طويل الأجل إذا أدت الصدمات في الاقتصاد إلى إبعاد مستوى التضخم عن المستوى المستهدف طويل الأجل (2).

الفرع الثالث: قياس المستوى المستهدف

أغلب البلدان المستهدفة للتضخم تستعمل مؤشر أسعار الاستهلاك (consumer price index) الشهري لتحديد الاستهداف، لأن مؤشر أسعار الاستهلاك معروف من طرف الجمهور ويتم تحديده لفترات قصيرة ولا يتم تعديله كثيرا وبالتالي شاع استخدام هذا المؤشر مقارنة مع خفض الناتج الداخلي الخام (GDP deflator) وتكمن أهمية مؤشر أسعار الاستهلاك في تشكيل التوقعات التضخمية وأهميته في تحديد الأجور الحقيقية ونظرا لأنه متاح بصفة دائمة ولفترات قصيرة، ويتوفر نوعين من مؤشر أسعار الاستهلاك: مؤشر أسعار الاستهلاك الرئيسي أو الأساسي (headline CPI) الذي يحتوي سلة كبيرة من السلع حتى السلع التي تعرف تقلبات كبيرة أثناء الصدمات كأسعار الطاقة وأسعار الوقود وبالتالي يعرف تقلبات كبيرة من شهر إلى آخر بينما النوع الآخر من مؤشر الاستهلاك الذي يطلق عليه التضخم الجوهري أو الحقيقي (the core CPI) فهو يستثني من التضخم الأساسي أسعار السلع ذات التقلبات الكبيرة كأسعار الغذاء والوقود والأسعار التي لا تحدد بقوي العرض والطلب كأسعار المدارة من طرف بعض الدول وبالتالي فهو مستقر عموما ومهم في تحديد التنبؤات

1 - Frederic S. Mishkin, Monetary Policy Strategy, Op-cit, P: 377.

2 - IBID, P P: 377, 378.

التضخمية⁽¹⁾ (forecasting inflation).

يضم مؤشر الأسعار الأساسي جملة كبيرة من أسعار السلع وبالتالي فهو يعكس بصورة قريبة من الواقع تكلفة المعيشة (the cost of living) لكن يعاب على هذا المؤشر انه لا يعكس تحيز الإحلال (substitution bias) أي تحيز المستهلكين للسلع التي تنخفض أسعارها عبر الزمن بينما ترتفع الأسعار الأخرى حيث يبقى المؤشر في هذه الحالة ثابت لأنه يعتمد على سلة ثابتة من السلع كما أن هناك بعض العيوب من بينها تغير الجودة (the quality change) حيث قد ترتفع جودة بعض السلع عبر الزمن مع بقاء سعرها ثابت وبالتالي يزداد الطلب عليها لكن مؤشر الأساسي يبقى ثابت في هذه الحالة ولا يعكس هذه التغيرات كما أن بعض السلع قد تعرف تقلبات كبيرة بسبب الظروف المناخية والأسعار المدارة من طرف الحكومة وبالتالي استعمال هذا المؤشر قد تتجر عنه عواقب غير ملائمة على مصداقية البنك المركزي بسبب عدم قدرة هذا الأخير على ضبط مستوى التضخم⁽²⁾.

بسبب المشاكل المتعلقة بالاستهداف الذي يعتمد على مؤشر الأسعار الأساسي قد يلجأ البنك المركزي إلى استهداف التضخم الجوهري الذي يستثني أسعار السلع التي تعرف تغيرات كبيرة وبالتالي هذه المتغير قابل للاستدامة في الأجل المتوسط ويستطيع البنك المركزي التحكم فيه والى حد ما يمثل هذا المتغير جانب التقدير من السياسة النقدية لكن من عيوب هذا المؤشر أيضا انه لا يعكس تكاليف المعيشة والتوقعات التضخمية ويستثني قسم كبير من السلع مما قد يضعف مشروعية البنك في استهداف التضخم كما قد يؤدي أيضا إلى مشاكل تتعلق بالمصداقية مما قد يفسر أن هناك بلد وحيد فقط يستعمل التضخم الجوهري (the core inflation) وهي دولة تايلاند⁽³⁾.

الفرع الرابع: قيمة مستوى الهدف

بالرغم من أن معظم الدول تهدف إلى تحقيق استقرار الأسعار فان ذلك لا يعني السعي إلى تحقيق معدل تضخم صفري حريا، فتحقيق استقرار سعري كامل لا يعتبر هدفا مرغوب فيه من طرف صناعات السياسة لجملة من الأسباب من أهمها أولا: أن مؤشر أسعار الاستهلاك عادة ما يبالغ في تقدير ارتفاع الأسعار الحقيقية لأنه لا يؤخذ بعين الاعتبار تحيز الإحلال واثرتغير الجودة حيث يرى الباحثين أن هذه المغالاة في تقدير التضخم السنوي تتراوح ما بين 0.5 إلى 2 نقطة مئوية، ثانيا أن معدل التضخم الصفري والمنخفض يؤثر على مرونة سوق العمل حيث أن الأجور الحقيقية لا تنخفض في العادة مع انخفاض

1 - Geoffrey Heenan et al, **Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications**, IMF Working Paper, WP/06/278, International Monetary Fund, 2006, P: 18.

2 - Pedro Duarte Neves, Luís Morais Sarmiento, **The substitution bias of the consumer price index**, Banco de Portugal, Economic bulletin, June 1997, P: 25.

3 - Scoll Roger, **Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges**, IMF Working Paper, WP/09/236, International Monetary Fund, 2009, P: 12.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

الأسعار بسبب صلابة الأجور الاسمية (the rigidity of nominal wages) وثالثا مستوى التضخم الصفري أو المنخفض يخفض من أسعار الفائدة وبالتالي التأثير على فعالية السياسة النقدية في التصدي للركود الاقتصادي خاصة في حالة الأزمات ورابعا الانكماش يؤثر على تحفيز الطلب الكلي مما قد ينجر عنه أزمة مالية وركود اقتصادي عام من خلال اثر انكماش الدين ⁽¹⁾ (debt deflation).

ينتج عن الانكماش غير المتوقع مثل التضخم غير المتوقع عنه رابحين وخاسرين لكن في الاتجاه المعاكس، فالمقرضين يكسبون لان القيمة الحقيقية للمدفوعات التي سوف يستلمونها من طرف المقرضين سوف تزداد بينما يخسر المقرضين لان قيمة الدين المدفوع سوف يزداد، يرى الاقتصادي (Iving fisher) أن اثر الانكماش على المقرضين والمقرضين قد يفاقم من حدة الوضع الاقتصادي فالانكماش يوزع الثروة من المقرضين نحو المقرضين وسوف يقلص المقرضون من الاستهلاك بسبب تزايد حدة المديونية بالقيم الحقيقية كما انه من المرجح أن يقلص أيضا المقرضون من الإنفاق الاستهلاكي عند ترتفع قيمة القروض التي سوف يستلمونها مستقبلا وبالتالي يكون الأثر الكلي للانكماش هو انخفاض الطلب الكلي الذي بدوره يزيد من حدة الانكماش ويعرف اثر الانكماش في تخفيض الطلب الكلي ب (debt deflation) الذي يكون قد لعب دورا مهما في الركود الاقتصادي الكبير ⁽²⁾.

يكون اثر الانكماش المتوقع معاكس لأثر التضخم المتوقع فالانكماش المتوقع يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة الاسمية وزيادة الطلب على النقود وإذا كانت حدة الانكماش اكبر سوف تنخفض أسعار الفائدة إلى ما يعرف بالحد الصفري (zero bound) حيث لا يمكن لأسعار الفائدة الاسمية أن تنخفض إلى ما دون الصفر مما يضع صعوبات كبيرة على صناعات السياسة في استعمال السياسة النقدية فعلى سبيل المثال إذا كان مستوى الناتج اقل من مستوى الناتج الممكن ومعدلات البطالة مرتفعة فان البنك لا يستطيع تخفيض معدلات الفائدة لتحفيز الطلب الكلي لأنها وصلت إلى مستوى الحد الصفري، وتعرف هذه الظاهرة بفخ السيولة (liquidity trap) كما حدث لليابان في سنوات التسعينات حيث وصلت معدلات الفائدة إلى الحد الصفري كما زادت المخاوف من خطر الانكماش في الولايات المتحدة عندما انخفض معدل التضخم إلى ما دون 2% في سنوات 2000 و 2001، لهذه الأسباب فان معظم البنوك المركزية تفضل معدل تضخم منخفض ولكنه موجب في حدود ما بين 2% أو 3% حيث وجد أن هذه المعدلات اقل تكلفة من الناحية الاقتصادية كما تستبعد خطر فخ السيولة كما في معظم البلدان المستهدفة للتضخم تضبط التضخم من خلال مدى تقلب معين يوضع فيه حدود عليا للتضخم وحدود دنيا لمقاومة الانكماش مما يتيح مرونة اكبر للسياسة النقدية في التعامل مع صدمات الطلب الكلي السلبية

1- Thorarinn G. Petursson, Exchange rate or inflation targeting in monetary policy, monetary, bulletin 2000/1, Central bank of ICELAND, 2000, P: 42.

2- Paul krugman , Robin Wells, Macroeconomics, Worth publishers, United States of America, 2006, P: 410.

والإيجابية⁽¹⁾.

المبحث الثاني: متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم

تتطلب سياسة استهداف التضخم توفر مجموعة من الشروط الجوهرية والأساسية لنجاح هذه السياسة النقدية كاستقلالية البنك المركزي وغياب السيطرة المالية وتوفير المساءلة والشفافية والقدرات التنبؤية الجيدة لمستوى التضخم المتوقع.

المطلب الأول: إستقلالية البنك المركزي وغياب سيطرة السياسة المالية

تعتبر استقلالية البنك المركزي من الشروط الأساسية لنجاح السياسة النقدية وسياسة استهداف التضخم، وتعتبر المساءلة ناتج أساسي لاستقلالية البنك المركزي، وهناك عوامل كثيرة تؤثر على استقلالية السلطة النقدية والتي من ضمنها وجود السيطرة المالية، مما يشكل عبء على السلطة النقدية في تحقيق الأهداف المعلنة.

الفرع الأول: إستقلالية السلطة النقدية

يكون البنك المركزي مستقلاً بصفة عامة إذا كان يتمتع بحرية كبيرة في تحديد وإعداد أدوات السياسة النقدية بعبارة أخرى، أي لا يأخذ البنك المركزي بعين الاعتبار الضغوطات الخارجية ومع ذلك فإن استقلالية البنك المركزي لا تستثني اتصال صناع السياسة في البنك المركزي مع صناع السياسة في الحكومة كوزارة المالية على سبيل المثال في تحديد الخطط والإجراءات المتخذة لكنها تستثني من ذلك التدخل في إعداد أدوات السياسة النقدية.

في حالة كون البنك المركزي غير مستقل عن الحكومة، تكون السياسة النقدية خاضعة إلى ضغوطات وقيود التي من شأنها أن تؤدي إلى حدوث تعارض مع هدف استقرار الأسعار وهذه القيود تنشأ من الإلزام المالي (obligation fiscales) أو من رغبة رجال السياسة في تحقيق بعض الأهداف مثل مستوى بطالة منخفض على حساب مستوى تضخم منخفض بدون أخذ القيود الاقتصادية بعين الاعتبار، ومع ذلك في حالة استهداف التضخم يكون البنك المركزي ملتزم بتحقيق هدف استقرار الأسعار الذي يعتبر الهدف الأساسي في هذه السياسة والأهداف الأخرى تابعة لتحقيق هذا الهدف وبالتالي وجب عليه تجنب كل عامل من شأنه توليد تعارض مع الهدف الأساسي للسياسة النقدية⁽²⁾.

إلى جانب تأثير عوامل الإلزام المالي وضغط رجال السياسة في إعداد السياسة النقدية في أن هناك عوامل أخرى يجب توفرها لتحقيق استقلالية البنك المركزي والتي من بينها التحكم في موظفي البنك

1- IBID, P: 411.

2- Zied fetiti, Op cit, P: 41.

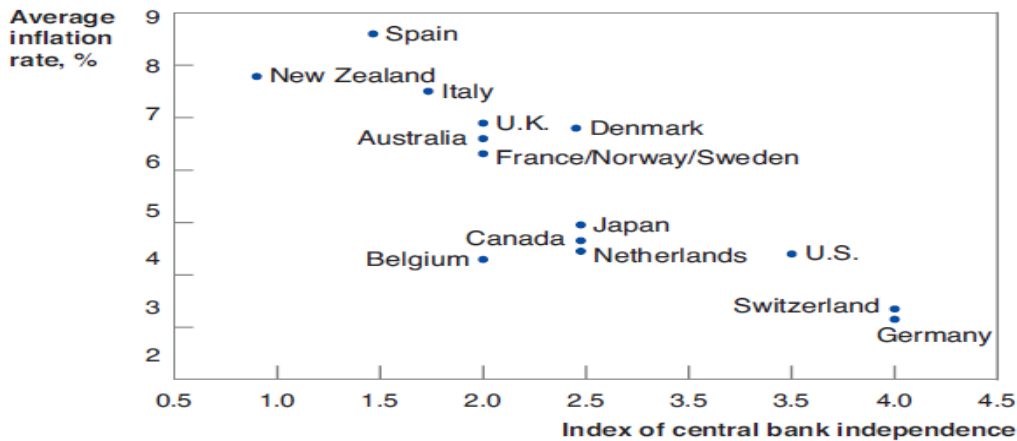
الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

المركزي ودخل البنك المركزي فعلى سبيل المثال يستعمل البنك الاحتياطي الأمريكي جزء من العوائد المتأتية من عمليات شراء وبيع السندات التي تولد مليارات الدولارات لتمويل عملياته ويرجع الباقي إلى الخزينة الأمريكية وبالتالي يكون حر في إعداد السياسة النقدية بدون الاعتماد المالي على الحكومة، كما أن محافظي البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي يعملون لعهددة من 14 سنة ولا يمكن تسريحهم ويتم تعيينهم من مجلس إدارة البنك حسب خبرتهم من المسائل النقدية دون أي اعتبارات سياسية ومن دون أي تدخل من رجال السياسة فعلى سبيل المثال تم تعيين (Bernanke) على رأس البنك في 2005 وعمل لمدة قصيرة في إدارة بوش كإقتصادي لكنه قضى معظم عمله في جامعة (Stanford and Princeton) وقدم العديد من الأوراق البحثية تتعلق بالمسائل النقدية ولم يكن مرتبطاً بالمسائل السياسية (1).

الفرع الثاني: العلاقة بين الاستقلالية والتضخم

كل الحجج المؤيدة لاستقلالية البنك المركزي لها نقطة مشتركة: استقلالية البنك المركزي تساهم فعليا في تخفيض التضخم، ويتم دراسة استقلالية البنوك المركزية في العديد من البلدان بالاعتماد على مجموعة من التصنيفات كمدة محافظي البنوك المركزية وتدخل السياسة في عمل محافظي البنوك المركزية والموارد المالية والعزل من المنصب إلى غيرها من التصنيفات وتم مقارنة هذه الاستقلالية بمعدلات التضخم في البلدان المدروسة ويظهر الشكل الموالي دراسة كل من (Alesina and Lawrance summers) من جامعة هارفارد ويظهر الشكل مؤشر الاستقلالية في مقابل متوسط التضخم للفترة من 1955-1983 ويكشف علاقة عكسية قوية بين الاستقلالية ومتوسط معدلات التضخم (2)

الشكل رقم (10): العلاقة بين استقلالية البنك المركزي ومعدل التضخم لمجموعة من البلدان خلال (1955-1988)



المصدر: Laurence M. Paul, Op-cit, P : 496

1 - Laurence M. Paul, Op-cit. P: 490.

2 - IBID, P P: 495, 496.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

ومع أن معامل الارتباط لا يعكس السببية، لكن بصفة عامة معظم الحكومات أصبحت مقتنعة بأن الاستقلالية تساهم فعليا في تخفيض التضخم مما يفسر التوجه نحو منح مزيد من الاستقلالية للسلطة النقدية ابتداء من سنة 1989⁽¹⁾.

الفرع الثالث: غياب سيطرة السياسة المالية

يعتبر الضغط والتقييد المالي ظاهرة جد شائعة في البلدان الناشئة، حيث تحاول الحكومات تمويل العجز عن طريق الاقتراض من الأسواق المالية عندما لا تكفي الإيرادات عن تمويل النفقات العمومية، في بعض الحالات فان تمويل الديون العمومية يتم عن طريق الاقتراض من البنك المركزي أو عن طريق طرح سندات الخزينة مما يمارس نوع من الضغط على السلطات النقدية ويولد مشكلة عدم التوافق الزمني وينقص من مصداقية البنوك المركزية مما يؤثر سلبا على التوقعات التضخمية للأعوان الاقتصاديين وعلى مقدرة البنك في مجابهة الضغوطات الاقتصادية الخارجية⁽²⁾.

يعد الاستقرار الضريبي شرط أساسي وضروري للسيطرة على التضخم وبالتالي سياسة استهداف التضخم، تبين الدروس المستقاة من أعمال (sergeant and Wallace) على ضرورة تقييد ضغط المالية العامة عن طريق احترام المستوى المستهدف من التضخم للحد من ارتفاع هذا الأخير أو في ما يسمى في الأدبيات الاقتصادية ب (unpleasant monetarist arithmetic) وتفيد الأدبيات المتعلقة بالنظريات الضريبية لمستوى الأسعار للاقتصادي (woodford 1995) بان السياسة المالية المستهترّة تضع ضغوطات على السلطات النقدية كما أن تقييد الديون (إجبار البنك المركزي على شراء سندات الحكومة وتخفيض معدلات الفائدة لتثبيت الديون الحكومية قد يؤدي إلى ارتفاع التضخم) قد يتولد عنها نمو سريع للنقد وارتفاع مستوى التضخم وإذا كانت الاختلال الضريبي كبيرة بما فيه الكفاية قد تصبح السياسة النقدية تابعة لتحقيق الاعتبارات المالية أو فيما يسمى بسيطرة المالية العامة (the fiscal dominance) وقد يتم التخلي عن هدف التضخم أو تغييره بدرجة كبيرة⁽³⁾.

وتشير سيطرة السياسة المالية إلى وجود ضغط ضريبي مفرط على السياسة النقدية، وقد يرجع هذا التسلسل الضريبي إلى ضالة وصغر السوق المالي والنظام البنكي الهش مما يعيق البنك المركزي من إدارة السياسة النقدية بصفة مستقلة، وغياب السيطرة المالية يتطلب توفر ثلاث شروط أو لا: لا ينبغي أن يكون عبء الاقتراض الحكومي على النظام المالي مفرط وثانيا، لا يجب أن يكون هناك اقتراض مباشر

1 - IBID, P: 496.

2- Jihéne Bousrih, **L'adoption de la politique de ciblage d'inflation dans les marchés émergents, apport théorique et validation empirique**, thèse de doctorat en sciences économiques, L'Université de Rennes 1, 2010-2011, P: 59.

3- Frederic S. Mishkin, **Can inflation targeting work in emerging market countries?**, conference in honor of Guillermo Calvo, International monetary fund, march 2004, P: 6.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

للحكومة من البنك المركزي، وثالثا لا ينبغي للحكومة أن تعتمد على إيرادات طبع النقود، وإذا اختل شرط من هذه الشروط فسوف يكون للتضخم جذور ضريبية مما يضعف كفاءة السياسة النقدية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الإستقرار المالي والاستقرار الخارجي

لكي يتمكن البنك المركزي من تطبيق سياسة استهداف التضخم بطريقة فعالة ينبغي أن يكون النظام المالي متطور ويكون أثر الصدمات على الاقتصاد ضعيف من خلال الوضعية الجيدة لميزان المدفوعات وسوق سعر الصرف.

الفرع الأول: إستقرار النظام المالي

تستلزم الاستقلالية العملية للبنك المركزي أثناء تنفيذ السياسة النقدية أن يدير أدوات هذه السياسة بطريقة تجعل معدل التضخم يتماشى مع تحقيق معدل التضخم المستهدف، وتكون التقلبات في سعر الفائدة القصيرة الأجل على سبيل المثال ضرورية وتشكل جزء من هذه الإستراتيجية، وإذا كان النظام البنكي ضعيف وحالة الأسواق تتسم بالضعف والسطحية (shallow financial markets) فإن أثر الزيادة في معدل الفائدة الذي يعد أمر ضروري في إدارة السياسة النقدية قد يؤدي إلى العديد من الضغوطات المالية في الاقتصاد، وعلى نحو آخر فإنه عادة ما يترافق مع تبني سياسة استهداف زيادة حدة التقلبات في سعر الصرف المتوقع التي ينبغي التخفيف منها وإدارتها من طرف القطاع البنكي، ونتيجة لذلك ينبغي على السلطات إعداد نظام بنكي متطور ومنظم وكفى قادر على مجابهة مثل هذه التقلبات في الاقتصاد قبل الشروع في تبني سياسة استهداف التضخم، ومن ناحية أخرى فإن مصداقية البنك المركزي لن تكون قوية إذا توقع القطاع الخاص أن يستعمل البنك المركزي أدوات السياسة النقدية لمحاولة تخفيف هذه التقلبات المالية في القطاع البنكي بدلا من استعمالها في تحقيق مستوى التضخم المستهدف الذي أعلن الالتزام به في بادئ الأمر⁽²⁾.

الفرع الثاني: الإستقرار الخارجي

بالرغم من أن سياسة استهداف تكون عادة موجهة نحو تحقيق الأهداف المحلية أي مستوى تضخم منخفض ومستقر، فإن الوضعية الخارجية للاقتصاد يجب أن تأخذ بعين الاعتبار، فإذا لم يتوفر الاقتصاد على وضعية خارجية مستقرة بسبب الصدمات المتكررة على ميزان المدفوعات والاضطرابات التي تنتج تبعا في سوق الصرف الأجنبي، فإن السياسة النقدية قد تقع في فخ التعارض بين تحقيق الأهداف المحلية المنشودة وتحقيق الاستقرار الخارجي وبالتالي فإن الزمن الملائم لتبني سياسة استهداف التضخم هو فترة

1- Lahcen Achy, Adel Boughrara, **The Journey towards Inflation targeting in Morocco, inflation targeting in MENA countries**, Palgrave Macmillan, Uk, 2011, P: 299.

2- Dzmitry Kruk, Robert Kirchner, German Economic Team in BELARUS, **Adopting Inflation Targeting: Overview of Economic Preconditions and Institutional Requirements**, PP/06/07, P: 5.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

تحقيق الاستقرار الخارجي أين لا تقع مثل هذه التعارضات بين الأهداف، ومن ناحية أخرى يجب أن تكون الأسعار محررة بالكامل ولا ينبغي أن يكون الاقتصاد حساس إلى درجة كبيرة للتغيرات التي تحدث في أسعار السلع وأسعار الصرف ولا يكون هناك تبني لنظام الدولار بشكل كلي⁽¹⁾.

المطلب الثالث: المساواة والشفافية والمقدرة التنبؤية

يعتبر عنصري الشفافية والمساواة من العناصر الأساسية لنجاح سياسة استهداف التضخم، وعنصر المساواة هو نتيجة أساسية لاستقلال البنك المركزي، وتمنح الشفافية الجمهور والقطاع الخاص بالأدوات اللازمة لبناء التوقعات ومعرفة مصداقية البنك المركزي في تحقيق المستوى المستهدف من التضخم.

الفرع الأول: مساواة البنك المركزي

تعتبر مساواة البنك المركزي فيما يتعلق استهداف التضخم نتيجة طبيعية لاستقلال البنك المركزي في تنفيذ السياسة كما أن هذه المساواة تزيد من تعزيز استقلالية البنك المركزي، والأخذ بعين الاعتبار كفاءة البنك المركزي في تنفيذ السياسة تعطي دافع أكبر للبنك المركزي في تحقيق مستوى الاستهداف والإبلاغ عن القرارات والإجراءات المتخذة بصفة شفافة مع الجمهور، والحاجة إلى شرح قرارات السياسة إلى الجمهور تعمل أيضا بمثابة نظام داخلي قوي لمقاربة البنك المركزي لتحليل السياسة والقرارات المتخذة وبالإضافة إلى ذلك فإن المساواة من طرف الجمهور تمنح دافع قوي للبنك المركزي في مقاومة الضغوطات الخارجية ومن هذا المنظور فإن المستويات الجيدة من مساواة السياسة تساعد البنك المركزي في تعظيم مستوى الاستقلالية في القيام بإعماله ونقل من إمكانية تحوله إلى تحقيق اعتبارات أخرى⁽²⁾.

الآليات المعمول بها فيما يتعلق بمساواة البنك المركزي تختلف حسب البلدان فبعض البلدان لديها ترتيبات رسمية إلى حد ما بينما البعض الآخر تكون بمستويات أقل، والآليات الأساسية المعتمدة لدعم مساواة البنك المركزي في تحقيق كفاءة سياسة استهداف التضخم تتضمن⁽³⁾:

- إصدار تقارير دورية عن التضخم والسياسة النقدية؛
- إصدار تقارير خاصة أو رسائل مفتوحة في حالة حدوث إخفاق معنوي في تحقيق مستوى الاستهداف المطلوب؛
- إستعمال شروط التخلف (ESCAPING CLAUSE) للحد من مساواة البنك المركزي تحت ظروف خاصة وللتوضيح مقدما عن كيفية تفاعل السياسة مع بعض أنواع الصدمات؛
- إفادة محافظ البنك المركزي في البرلمان؛

1- Nicoletta Batini, Douglas Laxton, **Under what conditions can inflation targeting be adopted?** The experience of emerging markets, central bank of Chile working paper N0: 406, 2006, P: 21.

2 - David cobham, **Op-cit**, P: 31.

3 - **IBID**, P: 32.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

- إصدار محاضر اجتماع حول السياسة في اطر زمنية معقولة؛
- عقد مؤتمرات صحفية وإجازات تحليل عقب تحرير قرارات السياسة النقدية والإجراءات المتخذة.

الفرع الثاني: الشفافية

تعتبر الشفافية هي توفير معلومات واضحة ومفصلة عن كيفية إعداد السياسة للجمهور فالبانك المركزي الأوروبي يعرف الشفافية في موقعه الالكتروني بأنها "تعني الشفافية منح الجمهور بكل المعلومات ذات الصلة بإستراتيجية البنك المركزي الأوروبي والتقييم وقرارات السياسة بالإضافة كذلك إلى الإجراءات المعمول بها في هذا المجال بطريقة واضحة ومفصلة وفي أوقات زمنية محددة"، في القرنين الماضيين أصبحت العديد من البنوك المركزية أكثر شفافية، هذا الاتجاه الذي ترافق مع التحول نحو تحقيق استقلالية أكبر للبنك المركزي واستهداف التضخم، ومثل الإصلاحات الأخرى ساهمت نظريات توقعات التضخم إلى حد ما في بروز وتطور مفهوم الشفافية (1).

يمكن أن تأخذ الشفافية عدة صيغ فالبنوك المركزية المختلفة توفر أنواع مختلفة من المعلومات حول السياسة لكن هناك عدة مقاربات أصبحت شائعة وهي (2):

- تصدر العديد من البنوك المركزية نشرات توضح الهدف من القرارات الجديدة المتخذة، كما أن هذه النشرات تبحث أيضا في السيرورات المحتملة في مستقبل السياسة، في البلدان المستهدفة للتضخم يتم إدراجها في تقارير التضخم، كما أن هناك بنوك مركزية أخرى لديها تقارير تخدم نفس الغرض كالنشرة الشهرية للبنك المركزي الأوروبي؛
- بعض البنوك المركزية تصدر توقعات اقتصادية من طرف الموظفين في هذه البنوك وتوفر توقعات عن التضخم والنتائج على مدي يتراوح ما بين 2 الى 3 سنوات؛
- تصدر بعض البنوك المركزية محاضر اللقاءات التي من خلالها يتم تحديد سعر الفائدة، على سبيل المثال يصدر البنك الفدرالي الاحتياطي محاضر الاجتماع FOMC مما يمنح للجمهور صورة واضحة حول قرارات السياسة؛

في بعض البنوك المركزية يتم عقد مؤتمرات صحفية من طرف المسؤولين لشرح الإجراءات المتخذة والإجابة على الأسئلة المطروحة، فعلى سبيل المثال يعقد رئيس البنك المركزي الأوروبي ونائبه مؤتمر صحفيا بعد كل إعلان جديد حول استهداف سعر الفائدة.

تساهم الشفافية في توطيد التواصل بين عملاء السوق والسلطات النقدية حيث يصبح فهم استهداف التضخم أسهل على الجمهور من تفهم معدل نمو القاعدة النقدية على سبيل المثال، كما تقلص الشفافية

1 - Laurence M. ball, **Op-cit**, P: 512

2 - **IBID**, P P: 512,513.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

حالة عدم اليقين بشأن اتجاهات التضخم في المستقبل وخلق الثقة في السوق مما يعكس ايجابيا على قرارات الاستثمار والادخار والإنتاج، ويسهم بالتالي في تحسين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وهذا الأمر يعكس بدوره على سوق الأوراق المالية ودرجة النشاط فيه من ناحية تقليل المخاطرة واستقرار معدلات الصرف⁽¹⁾.

يقدم صناع السياسة المركزية عدة أسباب للتوجه نحو الشفافية والتي من بينها⁽²⁾:

- أحد هذه الأسباب سياسي، العديد من الاقتصاديون يدعمون استقلالية البنك المركزي لكن هذا الوضع يكون غير مناسب في ظل تدخل أعضاء الحكومة لتحقيق أهداف انتخابية، ويعتقد الاقتصاديون أن صناع السياسة النقدية المركزية ينبغي أن يكونوا مطالبون بشرح إجراءات السياسة للجمهور لان سلطتهم في النهاية تشتق من الجمهور؛
- دافع آخر نحو الشفافية هو أثرها على توقعات التضخم، فصناع السياسة يريدون من الجمهور تصديقهم بشأن الإبقاء على معدل التضخم في مستوى مستقر، وهذا التصديق يرتبط بشكل كبير بالتفاصيل التي سوف يقدمها صناع السياسة حول الإجراءات المتخذة لضبط مستوى التضخم؛
- أخيرا، تساعد الشفافية صناع السياسة على التحكم في معدلات الفائدة طويلة الأجل فالإنفاق الكلي يتأثر بهذه المعدلات والذي بدورها تتعلق بالتوقعات الخاصة بمعدلات الفائدة قصيرة الأجل المحددة من طرف البنك المركزي، فالبنك المركزي الذي يتمتع بالشفافية يستطيع التأثير على معدلات الفائدة طويلة الأجل بقيادة توقعات معدلات الفائدة قصيرة الأجل، فعلى سبيل المثال رفع معدلات الفائدة طويلة الأجل عن طريق إعلام الجمهور بان معدلات الفائدة قصيرة الأجل سوف ترتفع في المستقبل.

تعتبر الشفافية من المتطلبات الأساسية لتمكين الجمهور والحكومة من تقييم ردود أفعال البنك المركزي للمستجدات الاقتصادية وكذلك النتائج المحققة من طرف هذا الأخير، مما يساهم في تقليص درجة عدم اليقين في اتخاذ القرارات من طرف الأفراد والشركات كما تفرض الشفافية قيود على البنك المركزي تحد من الابتعاد عن تحقيق الهدف المعلن مما يعكس ايجابيا على مصداقية البنك المركزي وتزيد من درجة المساءلة واحتمالية إعداد سياسة نقدية فعالة⁽³⁾.

الفرع الثالث: المقدرة التنبؤية

تتطلب سياسة استهداف التضخم من البنوك المركزية أن تتوفر على قدرات من ناحية النمذجة والتنبؤ بمعدلات التضخم المستقبلية المتوقعة وتتوفر أيضا على البيانات اللازمة لإعداد مثل هذه التنبؤات،

1- ناجي التوني، مرجع سابق، ص: 12.

2 - Laurence M. ball, **Op-cit**, P: 513.

3 - Thorarinn G. Petursson, **Op-cit**, P P: 42, 43.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

ويرى كل من (Amato and Gerlach 2001) بان سياسة استهداف التضخم هي إستراتيجية استطلاعية (forward-looking) للسياسة النقدية وهذا يتطلب إعداد نماذج قياسية لنمذجة السيرورات التضخمية وآلية انتقال السياسة النقدية، وبواسطة هذه النماذج يستطيع صناع السياسة الحكم على مستوى سعر الفائدة الملائم في ظل شروط اقتصادية معينة، لكن توفر مثل هذه النماذج أمر نادر من الناحية التطبيقية حيث يكشف الإحصاء الذي قام به كل من (Batini and Laxton 2007) بان معظم البلدان الصناعية والناشئة المستهدفة للتضخم اعتمدت هذه السياسة بدون توفرها على قدرات تنبؤية ونماذج تنبؤية التي تتطلبها هذه السياسة الاستطلاعية، وعند توفر بعض النماذج الصغيرة في هذا الشأن أفادت معظم البنوك المركزية بان هذا النماذج تكون عادة غير ملائمة للقيام للتنبؤات الشرطية بناء على مختلف الفرضيات الخاصة بأدوات السياسة النقدية، وبالرغم من بعض البلدان الصناعية عادة ما تتوفر على نوع من السيرورات التنبؤية فان معظم البلدان الناشئة لا تتوفر على مثل هذه السيرورات التنبؤية، كما أضاف كل من (Batini and Laxton 2007) أن تنفيذ سياسة استهداف التضخم تتطلب أن تكون الأسعار محررة بالكامل ويكون الاقتصاد غير حساس بدرجة مفرطة لأسعار السلع وأسعار الصرف وتكون الدولار في حدنها الأدنى⁽¹⁾.

المطلب الرابع: مصداقية السياسة النقدية

مصداقية السياسة النقدية لها دور كبير في القيام بسياسة نقدية فعالة وتساهم بدور أكبر في الوقاية من الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد كصدمات أسعار الصرف وصدمات الطلب الكلي وصدمات العرض الكلي.

الفرع الأول: دور مصداقية السياسة النقدية

من الطرق المهمة لتقييد السياسة التقديرية هي الالتزام بالمرساة الاسمية (the nominal anchor) لمتغير اسمي، مثل معدل التضخم، عرض النقود أو سعر الصرف الذي يكمن دوره في كبح ارتفاع الأسعار أو التضخم لتحقيق استقرار الأسعار، على سبيل المثال إذا كان للبنك المركزي استهداف صريح لمعدل التضخم مثلاً 2% ويأخذ بالخطوات اللازمة لتحقيق هذا المستوى المستهدف يصبح التضخم المستهدف هو هدف الركيزة الاسمية وقد تلتزم الحكومة بسعر صرف ثابت بين عملتها وعملة قوية كالدولار وتستهملها كركيزة اسمية وإذا كان هذا الالتزام نحو الركيزة الاسمية يتمتع بالمصداقية

1- Mohammed SAIFUL ISLAM, Mohammad Taslim UDDIN, **Inflation Targeting as the Monetary Policy Framework: Bangladesh Perspective**, Economia Seria Management, Volume 14, Issue 1, 2011, P P: 112-113.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

(أي يؤمن به الجمهور) سوف تكون لها فوائد هامة يمكن إبرازها من خلال الآتي⁽¹⁾.

أولاً: تتوفر المرساة الاسمى التي تتوفر على المصدقية على عناصر قاع عدة سلوك (behavior rule) وبصفتها قاعدة سلوك فهي تمنع المشاكل المتعلقة بـ التعارض الزمني (time inconsistency problem)، كما قد تساعد الركيزة الاسمى في التغلب على مشكلة التعارض الزمني بفرض نوع من التقييد المتوقع على السياسة النقدية التقديرية، على سبيل المثال، إذا التزم صناع السياسة نحو ركيزة اسمى لبلوغ هدف معين للتضخم 2% على سبيل المثال، فإنهم يعرفون أنهم سيكونون عرضة للتقييم والانتقاد إذا فشلوا في تحقيق الأهداف المعلن عنها أو قاموا بسياسة أخرى تتعارض بوضوح مع هذا الهدف المعلن، كاستهداف معدل منخفض لسعر الفائدة، وفي سبيل تجنب الإحراج والعقاب سوف يكون صناع السياسة أقل ميلاً إلى انتهاج سياسة تقديرية توسعية مفرطة في الأجل القصير تتعارض مع الالتزام المعلن نحو الركيزة الاسمى.

ثانياً: يسمح التعهد بنوع من المصدقية نحو الركيزة الاسمى بإرساء التوقعات التضخمية وبالتالي تقلبات أقل في معدل التضخم والمساهمة في استقرار الأسعار، كما تساهم أيضاً في استقرار الناتج الإجمالي، ونتيجة ذلك يلعب الالتزام بمصدقية نحو الركيزة دوراً فعالاً في جعل السياسة النقدية تحقق كل من هدف استقرار الأسعار واستقرار النشاط الاقتصادي وبعبارة أخرى، تجعل المصدقية من السياسة النقدية أكثر كفاءة.

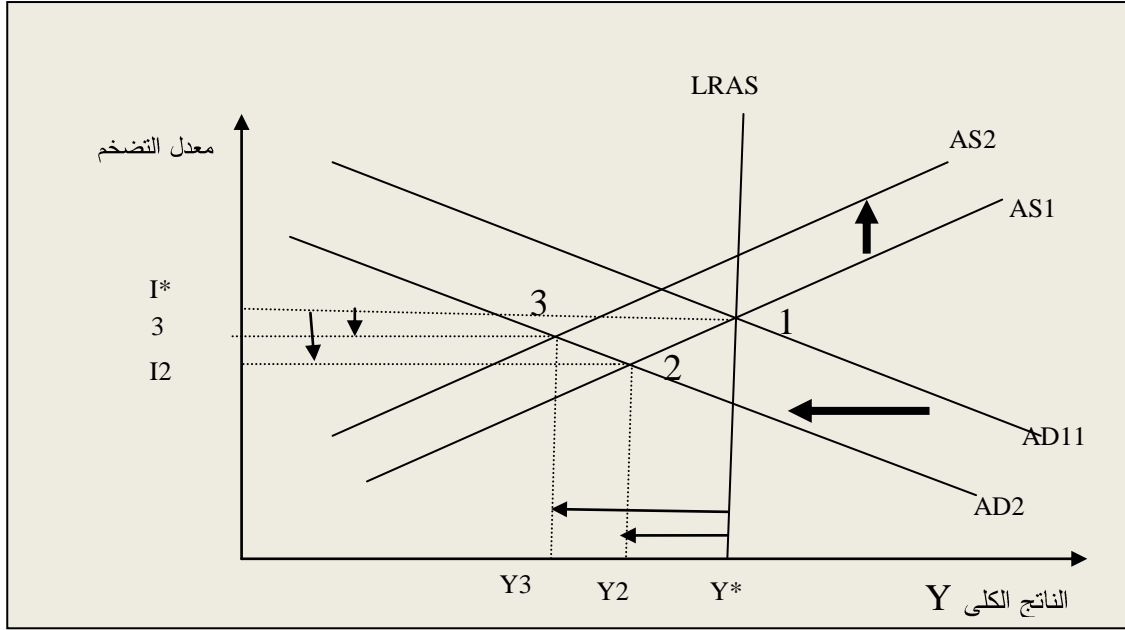
الفرع الثاني: المصدقية وصددمات الطلب الكلي

إذا تعرض الاقتصاد إلى صدمة سلبية في الطلب الكلي على سبيل المثال انخفاض ثقة المستهلكين وانخفاض الإنفاق الاستهلاكي، الشكل الموالي رقم (11) يوضح الصدمة السلبية حيث ينتقل منحنى الطلب من AD1 إلى AD2 وينتقل الاقتصاد إلى النقطة 2 في الأجل القصير أين ينزل مستوى الناتج الكلي إلى Y_2 الذي هو في مستوى أدنى من الناتج الممكن ويهبط مستوى التضخم إلى 12 أقل من المستوى المستهدف (I^*)، سوف يتدخل البنك المركزي لتحقيق الاستقرار في الناتج والتضخم عن طريق تسهيل السياسة النقدية لإرجاع مستوى الطلب الكلي إلى AD1، إذا كان البنك المركزي يتمتع بمستوى عالي من المصدقية فإن مستوى التضخم المتوقع سيبقى على حاله ومنحنى العرض الكلي قصير الأجل سيبقى في AS1 ويرجع الاقتصاد إلى النقطة 1.

ماذا يحدث إذا كانت مصداقية البنك المركزي ضعيفة؟ عندما يلاحظ الجمهور أن البنك المركزي يقوم بتسهيل السياسة فسوف يعتقدون أن البنك المركزي غير ملتزم نحو الركيزة الاسمى وسوف يقدم سياسة

1 - Frederic S. Mishkin, Macroeconomics, policy and practice, Pearson Education, INC, Boston, United states of America, 2012, P: 551.

الشكل رقم (11): المصدقية وصدمة الطلب المجمع السلبية



المصدر: Frederic S. Mishkin, Op-cit, P: 553

تضخمية في المستقبل مما يزيد من التوقعات التضخمية وبالتالي يرتفع منحني العرض الكلي قصير الأجل إلى AS2 وانتقال الاقتصاد إلى النقطة 3، فصدمة الطلب السلبية تؤدي إلى مزيد من الانكماش في الاقتصاد في الأجل القصير في ظل غياب المصدقية لدى البنك المركزي، فمن إيجابيات المصدقية في السياسة النقدية هي استقرار النشاط الاقتصادي في الأجل القصير عند التعرض إلى صدمات الطلب السلبية واستقرار مستوى التضخم عند التعرض إلى صدمات الطلب الإيجابية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: المصدقية وصدمة العرض الكلي

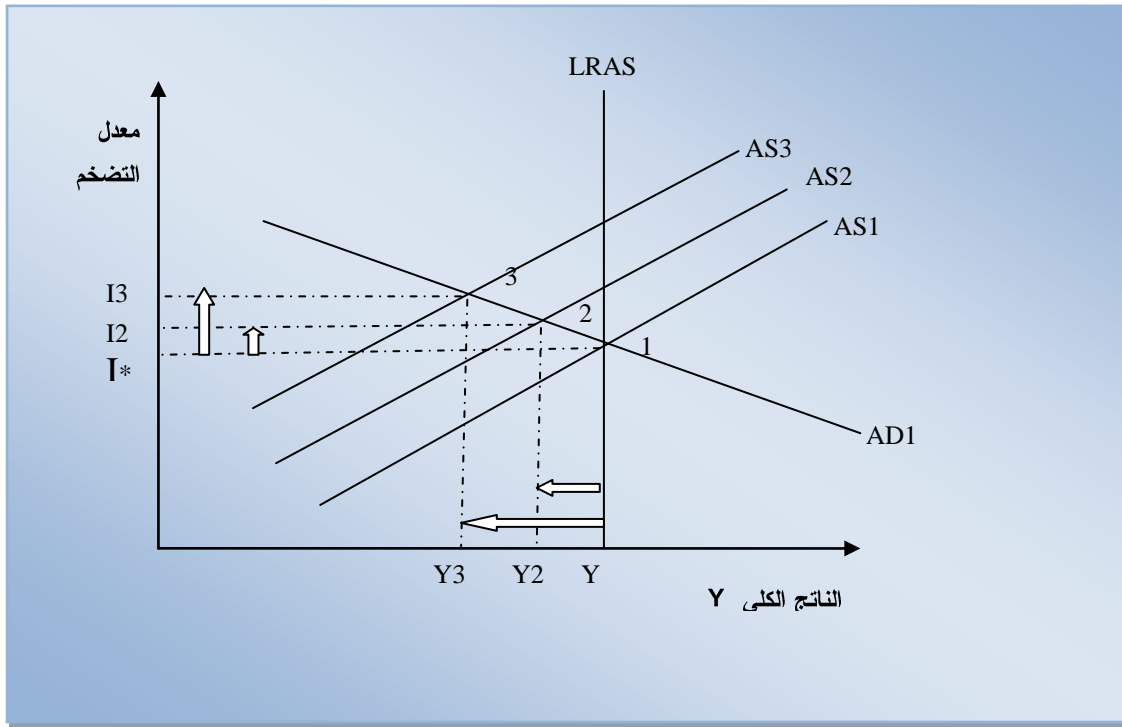
إذا تعرض الاقتصاد إلى صدمة سلبية في العرض الكلي على سبيل المثال ارتفاع أسعار الطاقة، سينتقل منحني العرض الكلي إلى أعلى ومستوى الارتفاع في منحني العرض الكلي يعتمد على مستوى المصدقية التي يتمتع بها البنك المركزي، إذا كانت المصدقية نحو الركيزة الاسمية قوية لا يرتفع مستوى التوقعات التضخمية وبالتالي مستوى الانتقال في منحني العرض الكلي إلى AS2 سوف يكون صغير وينتقل الاقتصاد نحو النقطة 2 في الأجل القصير ويكون الارتفاع في مستوى التضخم صغير وكذلك مستوى الانخفاض في الناتج الكلي سوف يكون صغير، لكن إذا كان التزام البنك المركزي نحو الركيزة الاسمية ضعيف، سيكون الارتفاع في مستوى التوقعات التضخمية كبير، ويكون مستوى الارتفاع في العرض الكلي كبير AS3 وينتقل الاقتصاد إلى النقطة 3 في الأجل القصير مع نتائج أسوأ

1- IBID, P P: 552-553.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

لكل من مستوى التضخم والناتج ، حيث مستوى التضخم سيكون أكبر في مستوى $I3$ وينخفض الناتج إلى مستوى أكبر $Y3$ وبالتالي فإن السياسة النقدية التي تتوفر على المصدقية سوف تؤدي إلى نتائج أحسن لكل من الناتج ومستوى التضخم في الأجل القصير أثناء التعرض إلى صدمات سلبية في العرض الكلي⁽¹⁾.

الشكل رقم (12): المصدقية وصدمات العرض المجمع السلبية



المصدر: Frederic S. Mishkin, Op-cit, P: 553

1 - IBID, P P: 554-555.

المبحث الثالث: إدارة سعر الصرف واستهداف التضخم

تتطلب سياسة استهداف التضخم بالأساس أسعار صرف مرنة، لكن أهمية قناة سعر الصرف خاصة بالنسبة إلى الدول الناشئة نظرا لمستويات النفاذ المرتفعة، وهجمات المضاربة وهشاشة النظام المالي والمصرفي، تفرض على هذه الدول إدارة سعر الصرف، حيث يبقى المشكل المطروح بالنسبة لهذه الدول هو مدى ضمان تبعية هدف سعر الصرف لهدف التضخم في سياسة استهداف التضخم.

المطلب الأول: إستهداف سعر الصرف

الركيزة الاسمية تعتبر كقيد على قيمة العملة المحلية بهدف استقرار الأسعار حيث تسمح من جهة بتوفير الشروط التي تسمح بالوصول إلى مستويات للأسعار قابلة للتنبؤ، ومن جهة أخرى تسمح بربط توقعات التضخم نحو الانخفاض عن طريق القيود المفروضة على العملة المحلية.

الفرع الأول: الركيزة الاسمية لسعر الصرف

تعتبر سياسة استهداف سعر الصرف سياسة نقدية يتم من خلالها تثبيت قيمة العملة المحلية مع منتج أساسي كالذهب مثلا يرجع اختيار سعر الصرف كمتغير مستهدف إلى العلاقة المباشرة التي هذا المتغير مع هدف استقرار الأسعار فانخفاض سعر الصرف يؤدي إلى زيادة أسعار المواد المستوردة ونتيجة لذلك يرتفع المستوى العام للأسعار بينما ارتفاع سعر الصرف سوف يكون له اثر على الأسعار النسبية ينجر عنه انخفاض الطلب على السلع والخدمات المحلية التي أسعارها أعلى من تلك المستوردة وعرف نظام استهداف سعر الصرف اختلاف في تطبيقه حسب البلدان، البديل الأول كان ربط قيمة العملة المحلية بعملة بلد أجنبي يتميز بمستوى تضخم منخفض، البديل الثاني كان عن طريق السماح لسعر الصرف بالتحرك بطريقة يكون فيها معدل التضخم في البلد الذي يتم الربط معه مرتفع مقارنة مع بلد الإرساء (le pays d'ancrage)⁽¹⁾.

تم تبني هذا النظام من طرف العديد من البلدان حيث سمح بالتحكم في مستويات التضخم في بدئ الأمر حيث نجحت كل من فرنسا وانجلترا على سبيل المثال في التحكم في مستويات التضخم عن طريق ربط عملاتهم بالعملة الألمانية، كما نجحت الأرجنتين في تحقيق الاستقرار في الأسعار حيث تبني هذا البلد نظام مجالس العملة في 1991 يتم فيه تبادل العملة الأرجنتينية (البيزو) بنسب ثابتة مع الدولار الأمريكي وأثناء تبني هذا النظام النقدي انتقل مستوى التضخم من معدلات أعلى من 100% سنة 1989 إلى معدل 4% سنة 1994.

تقدم سياسة استهداف التضخم عدة مزايا للتحكم في مستوى التضخم ويعد (MISHKIN) بعض هذه المزايا أولا: إذا تم تبني هذه السياسة بمصادقية فإنها تسمح بتثبيت توقعات التضخم في بلد الاستهداف وثانيا:

1 - Zied fetiti, **Op-cit**, P: 19.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

استهداف سعر الصرف يؤدي إلى التحكم الفعال في معدل التضخم بحيث انه يثبت معدل التضخم للسلع المتاجر بها دوليا ويجنب مشكلة التعارض الزمني (l'inconsistence temporelle).

الفرع الثاني: عيوب استهداف سعر الصرف

بالرغم من ايجابيات استهداف سعر الصرف، فان هناك العديد من الانتقادات الموجهة لهذه الإستراتيجية من أهمها (1):

أولاً: فقدان استقلالية السياسة النقدية : في ظل حركة رؤوس الأموال فانه لا يمكن لبلد الاستهداف إجراء السياسة النقدية بصفة مستقلة ويفقد قدرته على استعمال السياسة النقدية للتجاوب مع الصدمات المحلية التي تكون مستقلة عن تلك الصدمات التي تحدث في بلد الإرساء (Anchor country)، بالإضافة إلى ذلك فانه في ظل استهداف سعر الصرف فان الأزمات التي تحدث في بلد الإرساء تنتقل مباشرة إلى بلد الاستهداف، لان التغيرات في سعر الفائدة في بلد الإرساء تؤدي إلى تغيرات مرافقة في سعر الفائدة في بلد الاستهداف.

ثانياً: هجمات المضاربة وأزمات العملة : المشكل الثاني الذي يحدث في ظل اعتماد استهداف سعر الصرف هو تعرض هذه البلدان إلى هجمات المضاربة على عملتها، فعلى سبيل المثال السياسة النقدية المتشددة المعمول بها بعد توحيد ألمانيا في النظام النقدي الأوربي أدت إلى صدمات طلب سلبية وتراجع النمو الاقتصادي وازدياد معدلات البطالة وفي ظل استهداف سعر الصرف كانت هذه البلدان ملزمة بسعر صرف ثابت مع المارك الألماني لكن اعتقد المضاربون أن هذا الالتزام بسعر الصرف الثابت سوف يضعف ولن يدوم طويلاً، بسبب ارتفاع معدلات البطالة، وبما أن كل عملات البلدان مثل فرنسا، اسبانيا، السويد، إيطاليا والمملكة المتحدة قد تسير في اتجاه واحد نحو التخفيض في قيمة العملات في مقابل المارك الألماني فإن اللجوء إلى بيع هذه العملات قبل حدوث الانخفاض مما ينتج عنه فرص أرباح جيدة للمضاربين ونتج عن كل هذا هجمات مضاربة في سنة 1992 حيث كانت حكومات هذه البلدان غير مستعدة للدفاع عن عملتها وفي النهاية سمحت لعملاتها بالانخفاض وأدت هجمات المضاربة في المكسيك 1994 وشرق آسيا في 1997 والأجننتين في 2002 إلى حدوث أزمات مالية مسببة انهيار تام في اقتصاديات هذه البلدان.

ثالثاً: انعدام تدابير المساواة: من المساوي الأخرى الإضافية لاستهداف سعر الصرف هو انه يجعل صناع السياسة اقل مساواة خاصة في البلدان الناشئة، وبما أن استهداف سعر الصرف يجعل من سعر الصرف ثابت فانه يلغي إشارات هامة قد تساعد في تقييد التوسع النقدي من طرف السلطة النقدية التي قد يترتب عنها ارتفاع التضخم وارتفاع أسعار الفائدة من خلال اثر فيشر والتي تزيد من احتمال الوقوع في

1 - Frederic S. Mishkin, **The economics of money, banking and financial markets**, Addison-Wesley, 7th Edition, United States of America, 2004, P P: 491-493.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

مشكل جدلية التعارض الزمني، ويكون هذا المشكل أكثر حدة في بلدان الأسواق الناشئة التي تتوفر على أسواق مالية غير متطورة وضعف معايير الشفافية والمساءلة التي قد تعطي إشارات مهمة حول وضع السياسة النقدية (the monetary policy stance) المحتمل ومراقبة تدابير البنك المركزي كما حدث في أزمة العملة لتايلاند في 1997 حيث كان الجمهور والقطاع الخاص ليس لديه القدرة الكافية لمراقبة توجهات البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية الذي حظي بمساندة أكبر من رجال السياسة الأمر الذي سهل من التوجه نحو السياسة النقدية التوسعية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: التوجه نحو استهداف التضخم كبديل لاستهداف سعر الصرف

تمنح سياسة استهداف التضخم بديل مهم لإستراتيجية استهداف سعر الصرف بسبب بعض الميزات التي ظهرت بعد انهيار نظام أسعار الصرف المثبتة في نهاية السبعينات كالثلاثية المستحيلة لمندل وفلمنغ وعدم وجود مبادلات بين التضخم والبطالة في الأجل الطويل في منحنى فليبيس المطور وظهور مشكل عدم الاتساق الزمني نظراً لغياب المصادقية في العديد من البلدان.

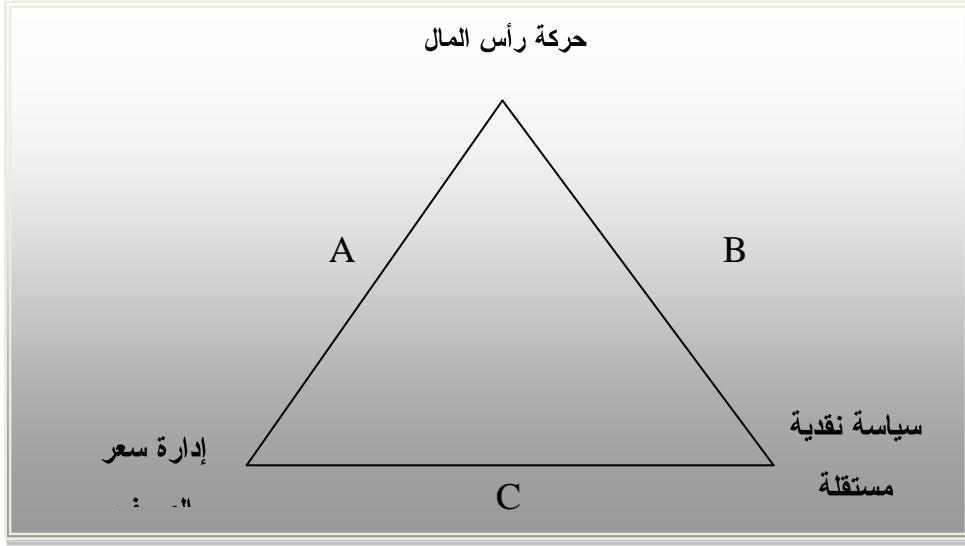
الفرع الأول: إدارة سعر الصرف ومعضلة الاقتصاد المفتوح

تشير معضلة الاقتصاد المفتوح (the open economy trilemma) أن بلد ما لا يستطيع الاختيار سوى بين خيارين اثنين في ظل الحركية التامة لرأس المال وذلك في شكل الأصول أو الودائع بين أفراد البلد المحلي وأفراد البلد الخارجي وهي موضحة في الشكل الموالي رقم (13)، فإذا اختار البلد حرية حركة رأس المال مع إدارة سعر الصرف (الضلع A)، فإنه يخسر استقلالية السياسة النقدية، حيث تصبح هذه الأخيرة تابعة إلى تحقيق الثبات في أسعار الصرف وتدفق رأس المال إلى البلد المحلي سوف يؤثر على الكتلة النقدية وأسعار الصرف وهذا التدفق يعكس اختلاف العوائد على الأصول في الأسواق المالية بين البلدان المختلفة مما يجعل البنك المركزي يتدخل في سوق الصرف عن طريق شراء وبيع العملات الأجنبية من أجل تثبيت سعر الصرف، وإذا كان دخول وخروج رؤوس يتم بإحجام كبيرة قد لا يكفي احتياطي الصرف لدى البنك المركزي في تثبيت وإدارة سعر الصرف مما يتم عنه انهيار أسعار الصرف المثبتة أو قد يلجأ إلى تثبيت السياسة النقدية بدلالة سياسة نقدية لبلد أخرى ذو اقتصاد كبير وقوي مثل الولايات المتحدة حيث تصبح الفروقات بين أسعار الفائدة ضعيفة بين البلد المحلي وبلد الإرساء مما يحد من حدة حركة رأس المال الداخل والخارج، وفي جميع الحالات فإن عدم فرض القيود على رأس المال وتركها تتم بحرية وفي نفس الوقت هناك إدارة لسعر الصرف فإن السياسة النقدية لن تكون مستقلة وتصبح تابعة لتحقيق سعر الصرف مما يؤثر على معدلات التضخم والنمو⁽²⁾.

1 - IBID, P P: 491-493.

2 -Michael W. Klein, Exchange Rate Regimes in the Modern Era, The MIT Press, London, England, 2010, P: 15.

الشكل رقم (13): مثلث الثلاثية المستحيلة ل (Robert Mundell)



المصدر: Michael W. Klein, Op-cit, P:16.

الضلع الثاني من مثلث الثلاثية المستحيلة (الضلع B) يمثل حالة اختيار البلد لحرية حركة رأس المال مع السياسة النقدية المستقلة ولتحقيق هذا الغرض يجب على البلد التخلي عن نظام إدارة سعر الصرف وتبني نظام سعر الصرف المعوم لمجابهة آثار الصدمات على ميزان المدفوعات أو يمكن له التعايش مع السياسة النقدية المستقلة وإدارة سعر الصرف مع فرض قيود على حركة رأس المال الداخلة والخارجة مثل العديد من البلدان كالصين مثلاً، الخيار الأخر من خيارات السياسة في مثلث الثلاثية المستحيلة (the impossible trinity) يمثلها الضلع C أين يختار البلد سياسة نقدية مستقلة وإدارة سعر الصرف لكن يتغاضى عن حرية حركة رأس المال وهي خيار نادر في ظل العولمة وزيادات التجارة الخارجية والمكاسب عبر الأسواق المختلفة⁽¹⁾.

كيف سيقدر بلد ما السياسة التي سوف يتخلى عنها، سعر الصرف الثابت، السياسة النقدية المستقلة أو حرية حركة رأس المال؟ إن الجواب يعتمد بصفة كبيرة على توجهات الاقتصاد العالمي حيث عرفت المرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية اتجاه متزايد نحو تكامل الأسواق المالية وزيادة التجارة الدولية وبعض البلدان مثل الولايات المتحدة كانت ترغب في تسهيل وزيادة التجارة العالمية عن طريق الحد من تقلبات سعر الصرف، وفي سنة 1944 قام ممثلي الدول الصناعية الكبرى بإعداد نظام لتشجيع أسعار الصرف المثبتة بالدولار والسياسات النقدية المستقلة وكان لا بد التضحية بعنصر مهم -حرية حركة رأس المال- وفرضت البلدان المشاركة سقوف على أسعار الفائدة التي يمكن للبنوك منحها للمودعين وقيود

1 - IBID, P: 16.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

على البنوك في الاستثمار في أنواع معينة من الأصول وتدخلت الحكومات في الأسواق المالية لتوجيه رأس المال نحو القطاعات المحلية، لكن لا أحد من هذه القيود منع تدفقات رؤوس الأموال الدولية بين البلدان، مما وضع البلدان بين خيار إدارة سعر الصرف وخسارة السياسة النقدية المستقلة، أو تعويم سعر الصرف والتمتع بمزايا السياسة النقدية المستقلة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: زوال مبادلة منحى فليبس في الأجل الطويل

يشرح منحى فيليبس عمالات المبادلة الموجودة بين كل من معدل التضخم وفجوة الناتج أو بين معدل التضخم ومعدلات البطالة، حيث أن زيادة الناتج إلى مستوى أكبر من الناتج الممكن سوف تؤدي إلى زيادة التضخم لأن الناتج الممكن يمثل مستوى الناتج طويل الأجل الذي يحققه الاقتصاد إذا كان يعمل بمستويات القدرة العادية في ظل الموارد المتاحة من التكنولوجيا ولا يعمل بالقدرة المضاعفة، وزيادة مستوى الناتج إلى مستوى أعلى من الناتج الممكن يؤدي إلى حدوث رواج (boom) الذي يؤدي بدوره إلى زيادة معدلات التضخم نظرا لزيادة التكلفة الحدية الناتجة عن عمل الاقتصاد في مستويات مضاعفة ونظرا إلى قلة مستويات البطالة التي تمنح القوة العاملة نوع من القدرة على رفع الأجور الاسمية ويمكن توضيح علاقة فليبس عن طريق المعادلة⁽²⁾:

$$\pi = \pi^e + \alpha \frac{y - y^*}{y^*} + v$$

حيث v صدمة عرض، $\frac{y - y^*}{y^*}$ تمثل فجوة الناتج، π^e تمثل التضخم المتوقع، π التضخم الحالي

إذا كان الاقتصاد يعمل في ظل التوقعات التكيفية (Adaptive expectations) أي تكون الأسعار الماضية للتضخم أحسن مقدر لمعدلات التضخم الحاضرة، يمكن كتابة معادلة فليبس من الشكل التالي باستعمال أبسط صيغة للتضخم المتوقع في هذه الحالة من الشكل⁽³⁾ $\pi^e = \pi(-1)$

$$\pi - \pi(-1) = \alpha \frac{y - y^*}{y^*} + v$$

في ظل المعادلة السابقة فإن معدل التضخم سوف يرتفع لسببين: زيادة مستوى الناتج إلى مستوى أعلى من الناتج الممكن أو حدوث صدمة عكسية في الاقتصاد (Adverse supply shock).

ابتداء من سنوات السبعينات اختفت علاقة فيليبس طويلة الأجل بين مستوى التضخم والناتج من جهة وبين مستوى التضخم والبطالة من جهة أخرى في الولايات المتحدة ودول منظمة التعاون الاقتصادي

1 - Robert Carbaugh, International Economics, South-Western College Pub; 12th Edition, United states of America, 2015, P P: 447-448.

2- Laurence Ball, Op-cit, P P: 349-369.

3- IBID, P: 370.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

والتتمة حيث لاحظ كل من (Milton Friedman and Edmund Phelps) تراقق مستوى عالي من التضخم مع مستوى عالي من البطالة (stagflation)، حيث تعود قيم معدلات البطالة إلى المستويات الطبيعية للبطالة في الأجل الطويل بغض النظر عن مستوى التضخم مما أعطى تأكيدا على حيادية السياسة النقدية في الأجل الطويل وعدم وجود المبادلة بين التضخم و البطالة في الأجل الطويل ويرجع اختلاف العلاقة إلى اختلاف التوقعات حول التضخم بسبب تغير التوقعات التضخمية في ظل التوقعات الرشيدة حيث أصبحت معدلات التضخم أكثر استدامة (more persistent) أي أصبح معدل التضخم المرتفع في سنة معينة أكثر احتمالا أن يكون متبوعا بمستوى تضخم مرتفع في السنة الموالية بسبب ارتفاع الأجور الاسمية في الأجل الطويل و انخفاض العوائد مما يؤدي ارتفاع البطالة نحو القيم الطبيعية للبطالة حيث يتم اخذ هذه الاستدامة في التضخم بعين الاعتبار عند إعداد التوقعات من طرف الجمهور والقطاع الخاص وهذا التغير في إعداد التوقعات أدى إلى تغير علاقة فيليبس التي تشرح العلاقة بين مستوى التضخم والنتائج من جهة وبين مستوى التضخم والبطالة من جهة أخرى⁽¹⁾.

كتابة معادلة فيليبس بدلالة العلاقة بين التضخم π_t والتضخم المستهدف π^* وبدلالة فروقات مستوى البطالة عن المعدل الطبيعي للبطالة $(u_t - u_n)$ بافتراض غياب أي صدمات في الاقتصاد يكون من الشكل:

$$\pi_t = \pi^* - \alpha(u_t - u_n)$$

وبافتراض أن البنك المركزي يتمتع بالمصادقية وبالتالي فإن الجمهور يثق في البنك المركزي، في هذه الحالة سيكون معدل التضخم معادل للتضخم المستهدف المععلن من طرف البنك المركزي وعندما يتحقق هذا يكون معدل البطالة معادل للمعدل الطبيعي للبطالة وبالتالي سوف يكون مستوى الناتج معادل لمستوى الناتج الممكن وبالتالي فإن الإبقاء على مستوى التضخم عند مستوى مستقر حول المستوى المستهدف سوف يؤدي إلى التحكم في مستوى الناتج، ونتيجة لذلك فإن تمتع البنك المركزي بالمصادقية في إطار سياسة استهداف التضخم تسمح للسلطة النقدية بالتحكم في مستوى الناتج والتضخم⁽²⁾

الفرع الثالث: الحيادية طويلة الأجل للسياسة النقدية

تؤثر السياسة النقدية بالأساس على الاقتصاد من خلال تغيير معدل الفائدة الاسمي حيث يمكن للبنك المركزي التأثير على معدل الفائدة الحقيقي، الذي بدوره يؤثر على الناتج والبطالة والتضخم، ومع ذلك فإن كل هذه الآثار تعتبر آثار مؤقتة ويكون مدى تأثيرها في الأجل القصير وليس الأجل الطويل، فالسياسة النقدية لا تؤثر على المتغيرات الحقيقية التي تتعدل وفق التضخم بل تؤثر فقط على المتغيرات الاسمية

1 - Olivier Blanchard, **Macroeconomic**, 7th Edition, Pearson, United States of America, 2016, P P: 157-161.

2 - **IBID**, P: 481.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

مثل الناتج الداخلي الخام الاسمي ومعدل الفائدة الاسمي وهو ما يطلق عليه مبدأ حيادية النقد في الأجل الطويل (the long run monetary neutrality) فمستوى الناتج ينحرف عن الناتج الممكن في فترات الرواج والكساد لكنه يرجع إلى مستوى الناتج الممكن في الأجل الطويل، فمستوى الناتج الممكن يمثل المستوى الطبيعي لهيكل الاقتصاد ويتحدد من خلال عدة عناصر مثل القوة العاملة ومخزون رأس المال المتاح والتكنولوجيا فعندما يغير البنك المركزي معدل الفائدة فإنه يؤثر على الإنفاق الكلي لكنه لا يؤثر على السعة الإنتاجية للاقتصاد كما أن زيادة القاعدة النقدية لا تؤثر على المجمعات الحقيقية حيث أن كل المجمعات الاسمية سوف تزيد بنفس النسبة هذا من جهة، ومن جهة أخرى أيضا فإن السياسة النقدية لا يمكنها التأثير على معدلات البطالة في الأجل الطويل فحسب قانون اوكنز (Okun's law) عندما يكون مستوى الناتج عند مستوى الناتج الممكن يكون معدل البطالة عند المعدل الطبيعي للبطالة (the natural rate of unemployment)، ويعتقد الاقتصاديون بصفة عامة أن المعدل الطبيعي للبطالة يتعلق بخصائص سوق العمل ولا تؤثر عليها السياسة النقدية، فعلى سبيل المثال إذا أراد البنك المركزي رفع الناتج بصفة دائمة إلى مستويات أعلى من الناتج الممكن عن طريق تخفيض معدلات الفائدة فإن هذا الأمر سوف يؤدي إلى رفع التضخم بصفة دائمة عن طريق منحني فليبس في الأجل القصير ويحقق التضخم أرقاما فلكية فصناع السياسة لا يسمحون بمثل هذه السياسة وبالتالي يضطر البنك المركزي إلى خفض الناتج في حدود الناتج الممكن عن طريق رفع أسعار الفائدة وبالتالي تخفيض معدلات التضخم⁽¹⁾.

الفرع الرابع: جدلية الاتساق الزمني

من التطورات المهمة في علم السياسة النقدية التي انبثقت عن نظرية التوقعات الرشيدة (rational expectations) هو اكتشاف مشكل عدم الاتساق الزمني في أوراق كل من **Kydland** (1977) and **Prescott** (1978)، **Calvo** (1978)، **Garo and Gordan** (1983) ويظهر مشكل عدم الاتساق الزمني في حالة إدارة السياسة النقدية بطريقة تقديرية بدون الالتزام بالقواعد في السياسة النقدية، حيث قد يعلن صناع السياسة في بادئ الأمر عن تحقيق هدف التضخم المنخفض ثم يلجئون إلى استغلال المبادلة قصيرة الأجل في منحني فليبس بين معدل التضخم والناتج أو بين التضخم والبطالة عند طريق السماح بزيادة معدل التضخم من أجل تحقيق مكاسب زيادة الناتج أو تقليل البطالة، لكن باستعمال التوقعات الرشيدة يدرك القطاع الخاص عدم مصداقية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية وتحوله إلى تحقيق أهداف أخرى، ويبني القطاع توقعاته على أساس السياسة النقدية التوسعية مما يؤدي إلى رفع معدلات التضخم بنسبة أكبر بدون تحقيق مكاسب الزيادة في الناتج أو تقليل البطالة مما يجعل البنك المركزي غير متسق مع السياسة الأولى المعلنة مما يؤدي إلى إلغائها في زمن لاحق، وأدى مشكل عدم الاتساق الزمني

1 - Laurence Ball, **Op-cit**, P P: 381-382.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

إلى تطور عدد من المفاهيم المتعلقة بسلوك البنك المركزي مثل حسن السمعة والتصميم المؤسساتي لعمل البنوك المركزية⁽¹⁾.

يظهر مشكل عدم الاتساق الزمني في حالة ميل صناع السياسة إلى الإعلان عن سياسة معينة للتأثير على التوقعات ثم القيام بسياسة مخالفة في زمن لاحق بعد تشكيل التوقعات مما يؤثر على مصداقية البنك المركزي في إدارة السياسة، والآراء المؤيدة لسياسة استهداف التضخم ترى أن هذه السياسة تحد من مشكل عدم الاتساق الزمني عن طريق الالتزام بتحقيق الأهداف المعلنة وتوفير المصداقية والشفافية والمساءلة وتكون نسبة التضحية قليلة (sacrifice ratio) في هذه السياسة بمعنى النسبة المئوية السنوية لمقدار التضحية في الناتج في مقابل تخفيض التضخم بنسبة مئوية واحدة⁽²⁾.

المطلب الثالث: سياسة سعر الصرف واستهداف التضخم

بعض البلدان وخاصة البلدان الناشئة تقوم بإدارة السياسة النقدية لاستهداف التضخم بالتوازي مع إدارة سعر الصرف بسبب العديد من الصعوبات كوجود مستويات نفاذ عالية لأسعار الصرف نحو معدلات التضخم وارتفاع مستويات المديونية والسيطرة المالية وضعف البنية المالية والمصرفية وغياب المصداقية، مما يخلق صعوبات كبيرة في تحقيق المستوى المستهدف من التضخم.

الفرع الأول: العلاقة بين سعر الصرف، التضخم وأسعار الفائدة

على المستوى الكلي يجب على البنك المركزي أن يأخذ بعين الاعتبار العلاقة المتداخلة التي تجمع بين التضخم، سعر الصرف وسعر الفائدة فمحاولة تأثير البنك المركزي على أحد المتغيرات يؤثر على المتغيرات الأخرى على الأقل في الأجل الطويل كما يوضح الشكل (14) الموالي، فعلى سبيل المثال في ظل بقاء الأشياء الأخرى على حالها، فإن تسهيل السياسة النقدية قد تؤدي إلى رفع التضخم الذي بدوره حسب تعادل القوى الشرائية النسبية فإن سعر الصرف للبلد سوف ينخفض فبعبارة أخرى فبمقارنة مع بلد الإرساء (the anchor country) حسب فوراق التضخم بين البلدين هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنه حسب تكافؤ معدلات الفائدة غير المغطاة (uncovered interest rate parity) يؤدي تسهيل السياسة النقدية عبر تخفيض أسعار الفائدة إلى تخفيض سعر الصرف مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، وبما أن المتغيرات المذكورة سابقاً متشابكة فيما بينها فإن أي تأثير على أحد المتغيرات في إطار السياسة النقدية لا يؤثر فقط على المتغير المعني بل يؤثر بطريقة غير مباشرة على المتغيرات الأخرى، فأى محاولة لتحريك متغيرين في اتجاهات متعاكسة من المرجح أن يكون

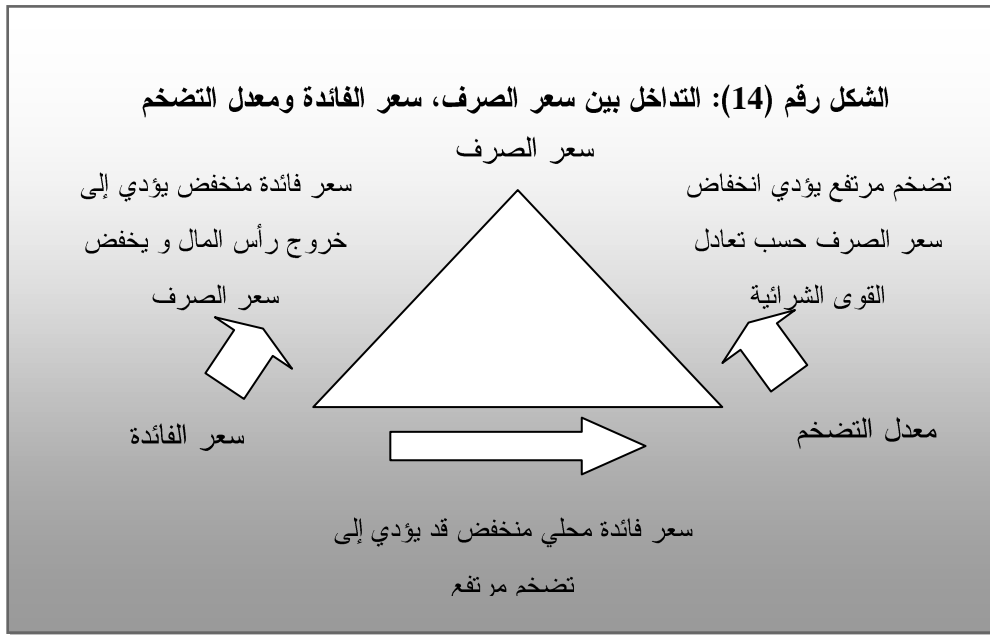
1 - Heinz Hermann, Monetary Policy Over Fifty Years, Routledge International Studies in Money and Banking, Routledge, United states of America, 2009, P: 88.

2 - LIoyd B. Thomas, The Financial Crisis and Federal Reserve Policy, First Edition, Palgrave Macmillan, United States of America, 2011, P: 197.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

مثل هذا الإجراء غير مستدام في الأجل الطويل.

على سبيل المثال، إذا قام البنك المركزي برفع سعر الفائدة لخفض مستوى التضخم لكن في نفس الوقت يرغب البنك المركزي في الإبقاء على معدل منخفض لسعر الصرف من أجل تشجيع الصادرات، في مثل هذه الحالة، رفع سعر الفائدة لتلطيف حدة التضخم مع الإبقاء على سعر صرف ثابت يخلق فرصة تحقيق أرباح للمستثمرين الأجانب في هذا البلد (للربح من فارق أسعار الفائدة) فإذا أبقى البنك المركزي على سعر صرف ثابت في مستوى منخفض فان الانخفاض المتوقع في سعر الصرف سيكون معدوم، في مثل هذه الحالة فان البنك يخالف نظرية تعادل الفائدة غير المغطاة وهذا الإجراء يحمل بذور فشله في ذاته حيث أن أسعار الفائدة المرتفعة سوف تجذب مزيد من رؤوس الأموال إلى البلد المحلي وتمارس ضغوط رافعة لسعر العملة المحلية، وإذا كان البنك المركزي ملتزم بالدفاع على سعر الصرف المنخفض المثبت، فانه سوف يلجأ إلى التدخل في سوق الصرف الأجنبي لحقق مزيد من النقود في الاقتصاد لإرضاء الطلب المتزايد على العملة المحلية وهذا الحقن من النقود سوف يلغي الأثر الأول لرفع سعر الفائدة وبالتالي الفشل في كبح جماح التضخم⁽¹⁾.



المصدر: Thammarak Moenjak, Op-cit, P: 175.

إذا أدرك الجمهور منذ البداية أن البنك المركزي ينوي تحقيق كل من هدف التضخم المنخفض وتثبيت سعر الصرف، فقد يرتاب الجمهور في مدى قدرة البنك المركزي على تحقيق هذه الأهداف وبالتالي خسارة المصدقية في السياسة النقدية والبنك المركزي، وحتى بدون مراعاة هدف سعر الصرف الثابت

1 - Thammarak Moenjak, **Central Banking: Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability**, First Edition, Wiley Finance, United Kingdom, 2014, P P: 174-175.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

فان أي تدخل واسع النطاق في سوق الصرف الأجنبي دون اللجوء إلى التعقيم sterilization (امتصاص البنك المركزي للسيولة من النظام عن طريق بيع الأوراق المالية في السوق المالي) قد تجازف بمصداقية البنك المركزي في الوصول إلى تحقيق هدف استقرار الأسعار.

من الناحية النظرية، فان للبنك المركزي عدة خيارات في التعامل مع سعر الصرف، في الخيار الأول يمكن للبنك المركزي أن يركز فقط على سعر صرف مثبت في مستوى محدد سلفا عبر استهداف سعر الصرف، وفي الخيار الثاني يمكن له أن يختار سعر صرف معوم محدد بصفة كلية عبر قوى السوق، وبين هذين الخيارين قد يختار البنك المركزي درجات معينة لمستوى مرونة سعر الصرف التي يعتبرها أكثر ملائمة للظروف الاقتصادية السائدة أو الأهداف المحققة أو لكليهما⁽¹⁾.

الفرع الثاني: مستويات النفاذ لأسعار الصرف

تلعب مستويات النفاذ (the pass-through) من التغيرات في سعر الصرف إلى التضخم دورا مهم لكل اقتصاد ذو سعر صرف مرن نسبيا، ويعمل بشكل مباشر من خلال اثر حركة سعر الصرف على الأسعار وبصفة غير مباشرة من خلال اثر حركة سعر الصرف على الطلب الكلي والأسعار، وعموما من خلال الدراسات التجريبية وجد أن مستوى العبور من سعر الصرف إلى أسعار الاستيراد اقل من الواحد(لا ينطبق قانون السعر الوحيد) بسبب عوامل مختلفة منها على الخصوص تكاليف النقل، تكاليف التوزيع والممارسات التمييزية فيما يخص الأسعار وعرفت مستويات النفاذ منحى تنازلي عبر العالم وهبطت بمستوى ثلاثة أضعاف خلال سنوات التسعينات بسبب انخفاض حدة التضخم والتسعير حسب السوق pricing to market (وضع أسعار مختلفة للقطاع المحلي والخارجي للتقليل من حركات سعر الصرف والحفاظ على مستوى التنافسية) والمكاسب المحققة في يخص المصداقية⁽²⁾.

كان لمستويات النفاذ لسعر الصرف دور مهم نسبيا بالنسبة للبلدان الناشئة التي عرفت أداء اقتصادي سيء عبر السنوات السابقة، والتي تتميز بضعف في المصداقية، حيث ظهر أن الناتج حسب الفرد والتباعد بين الشركاء التجاريين من بين أهم المحددات لمستويات العبور، والمحددات الأخرى تشمل التضخم ومستوى تذبذب سعر الصرف، كما ظهر أيضا أن مستوى العبور ينخفض مع زيادة مستوى التنمية ويزيد مع مستوى الانفتاح وأغلب البلدان الناشئة كان لها مستوى تضخم مرتفع وأكثر تذبذب وعرفت تقلبات في سعر الصرف كما توجد دول اتجهت نحو الدولار، ووجد أن الاتجاه نحو نظام استهداف التضخم يخفض مستوى العبور مما يوحي بان البلدان التي لها نظم إرساء أخرى كان تعاني من مستويات عبور كبيرة لسعر الصرف وتؤدي مستويات العبور المتقلبة السريعة والكبيرة بالبنك

1 - IBID, P: 176.

2 - Mark stone et al, The role of exchange rate in inflation targeting emerging economies, Occasional paper NO:267, International monetary fund, 2009, P: 10.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

المركزي بالتركيز بشكل مباشر على سعر الصرف لتخفيض مستوى التقلب في التضخم والتغير في سعر الصرف قد يرفع بسرعة التضخم وتوقعات التضخم وبالتالي إجبار البنك المركزي على اتخاذ إجراءات للتأثير على سعر الصرف عن طريق تغيير معدلات الفائدة أو التدخل في سوق الصرف الأجنبي، غير أن مثل هذه الإجراءات قد تعطي انطباعات لدى الجمهور بأن البنك المركزي يولي أهمية كبيرة لسعر الصرف على حسب تخفيض مستويات التضخم⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إستهداف التضخم وأنظمة أسعار الصرف

يري بعض الاقتصاديون المؤيدون لسياسة استهداف التضخم، بلق نظام سعر الصرف الذي يتناسب كلية مع سياسة استهداف التضخم هو على الأساس التعويم الحر، وفي ظل هذا الرأي فإن أي تحرك أكثر نحو القطب الجامد في أنظمة سعر الصرف يربك صناعات السياسة والمتعاملين الاقتصاديين فبعض البلدان (الشيلي، المجر) التي جمعت مع سياسة استهداف التضخم في إدارة السياسة النقدية وأنظمة ثابتة من أسعار الصرف القابلة للتعديل (CRAWLING PEG) وأسعار الصرف المتقلبة في ظل نطاق ثابت واجهت تحديات كثيرة في سعيها لإدارة السياسة النقدية بنجاح في ظل هذه الأنظمة، ويظهر أيضا أن اختيار البلد لنظام سعر الصرف المرافق لإطار سياسة استهداف التضخم يعتمد على الخبرات الخاصة السابقة، وبسبب الإخفاقات السابقة لأنظمة أسعار الصرف الجامدة نسبيا في المكسيك (الربط الزاحف 1994)، كان الرجوع إلى أنظمة مشابهة كان غير مرغوب فيه حتى وان كانت السلطات المكسيكية لا ترغب في سعر البيزو المعوم المرتفع في مقابل الدولار بدلالة القيم الحقيقية والاسمية في سنوات 1999-2000، وفي نفس الوقت كانت السلطات المكسيكية واعية بحقيقة أن انهيار أنظمة أسعار الصرف السابقة الذي ترافق مع زيادة معدلات التضخم إلى أكثر من 30 بالمائة في سنة 1995 وسنة 1996 يوحي أن معدلات التضخم المتوقعة كان حساسة إلى درجة كبيرة لتحركات سعر الصرف، وكان على بنك المكسيك أخذ هذه الأمور بعين الاعتبار، وأضاف (WERNER) أن التكاليف الاقتصادية الناجمة عن التخلي عن أنظمة أسعار الصرف الجامدة في المكسيك كانت مرتفعة على العموم، وبناء على هذا يظهر أن نظام سعر صرف أكثر مرونة مع تبني إطار استهداف التضخم وحتى ولو كان هجين (HYBRID) قد يوفر مزايا جوهرية بتكاليف منخفضة⁽²⁾.

يظهر أن هناك عاملين أساسيين تحت سيطرة السلطة النقدية في حالة اختيار موائمة سياسة استهداف التضخم في إدارة السياسة النقدية مع أنظمة أسعار الصرف الجامدة أو أنظمة أسعار الصرف المدارة التي تتميز بنوع من الجمود⁽³⁾:

1 - IBID, P: 10.

2 - Edwin M. Truman, Op-cit, P P: 177-178.

3 - IBID, P P: 179-180.

أولاً: الوضع

ينبغي للسلطات النقدية أن تكون واضحة في البداية أي عنصر في مثل هذه السياسة الهجينة سيعطى الأولوية في حالة وجود تعارض، وينبغي إبلاغ الإجراءات المرتقب العمل بها مسبقاً وشرح هذه الاختيار لاحقاً، حيث أن تواجد مراسي متعددة (multiple anchors) في آن واحد عاجلاً أم أجلاً يصبح مصدر للتعارض في السياسة، وسياسة استهداف التضخم لا تمنح جواباً لمثل هذه الحالات من التعارض، حيث تتطلب السياسة النقدية حكم تقديري في العنصر الذي سيمنح الأولوية، ومع ذلك فإنه ينبغي للسياسة النقدية وفق منظور تايلور اخذ آثار تغيرات سعر الصرف بعين الاعتبار على كل من الأسعار والنتائج بدل استهداف سعر الصرف بطريقة مباشرة.

ثانياً: الواقعية

في ظل فشل تجارب كبح التضخم التي تعتمد على سعر الصرف ينبغي للسلطات النقدية أن تتحلى بالواقعية وتمنح نوع من المرونة في نظام سعر الصرف المصاحب لسياسة استهداف التضخم ولا يتم التوجه بشكل مباشر إلى التعويم الحر طالما أن السلطات واضحة من حيث الأولويات والأهداف وينبغي أن تركز بصفة مباشرة على كبح التضخم المحلي وسعر الصرف ينبغي استخدامه كمؤشر وليس كهدف مركزي للسياسة النقدية.

الفرع الرابع: أثر تقلبات سعر الصرف على استهداف التضخم

معظم البلدان المستهدفة للتضخم هي بلدان صغيرة وذات اقتصاديات مفتوحة، ونظراً لذلك تم منح أهمية كبيرة لدور تقلبات سعر الصرف في إطار استهداف التضخم في البلدان الناشئة، وبسبب انفتاح هذه الاقتصاديات وحقيقة أن معظم هذه البلدان المستهدفة للتضخم هي اقتصاديات أسواق ناشئة كان هناك حاجة ملحة إلى كبح تقلبات سعر الصرف الأمر الذي قد يترتب عنه في نهاية المطاف حدوث تعارض مع هدف التضخم مما يعني أن هدف التضخم لا يتمتع بالمصداقية بشكل كامل⁽¹⁾.

هناك عدة عوامل تجعل من سعر الصرف متغيراً مهماً لدى البنوك المركزية للبلدان الناشئة في إطار إعداد سياسة استهداف التضخم من أهمها⁽²⁾:

- 1- يلعب سعر الصرف دوراً مهماً كقناة نقل للسياسة النقدية نتيجة ارتفاع مستوى النفاذ لأسعار الصرف (THE PASS-THROUGH) في البلدان الناشئة مما يؤثر بشكل مباشر على الأسعار المحلية عن طريق أسعار السلع المستوردة وبطريقة غير مباشرة عن طريق تأثيرها على الطلب المحلي؛
- 2- يتم الاعتماد على سعر الصرف للحد من تقلب الناتج مما قد يساهم في نقل الصدمات الدولية نحو الاقتصاد المحلي وخلق نوع من التعارض بين هدف التضخم وهدف سعر الصرف؛

1 - Thorarinn G. Petursson, **Op-cit**, P P: 51-52.

2 - Mark stone, **Op-cit**, P P: 10-17.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

3- النظام المالي في البلدان الناشئة يكون في العادة غير متطور الأمر الذي يجعل هذه البلدان تعتمد على سعر الصرف كقناة أساسية للسياسة النقدية، كما مستوى الاقتراض المحلي كبير بالعملة الأجنبية في هذه البلدان يترتب عنه هشاشة الميزانية العمومية وارتفاع مستوى المديونية حيث تلجا هذه البلدان إلى رفع أسعار الفائدة لجعل المديونية أكثر جاذبية مما يؤدي إلى رفع التضخم في حالة ضعف الطلب على سندات المديونية وجود مخاطر الإفلاس وعدم القدرة على السداد مما قد يؤدي لسيطرة السياسة المالية على السياسة النقدية؛

4- التدخل في سوق الصرف لتحسين مستويات التنافسية لقطاع السلع القابلة للتجار حيث يؤدي النزول الحاد في سعر الصرف إلى تدهور مستوى التنافسية وحدث عجز في الميزان الجاري ، الذي قد يؤدي أيضا إلى زيادة خطر أزمة العملة عند حدوث تدفق خارجي مفاجئ لرؤوس الأموال، وبالتالي قد يكون من الملائم للبنوك المركزية المستهدفة للتضخم في البلدان الناشئة إلى محاولة تجنب التقلبات الكبيرة في سعر الصرف إذا اعتقد البنك المركزي أنها قد تؤدي إلى تقويض الاستقرار المالي حتى ولو كان البنك لا يتبنى نظام معين لاستهداف سعر الصرف؛

5- ضعف مستويات المصادقية في هذه البلدان مما يؤثر سلبا على فعالية السياسات النقدية في ضبط التضخم.

يظهر أن تحركات سعر الصرف لها أثر واضح في الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة خاصة في البلدان الناشئة، حتى وان كان البنك المركزي يتبنى استهداف التضخم، لكن ينبغي لتجاوب السياسة النقدية أن يعكس طبيعة ومصدر صدمة سعر الصرف، فلنخفاض سعر الصرف الناتج عن صدمة في محفظة الأوراق المالية من المرجح أن يتسبب في زيادة التضخم مقارنة بالانخفاض الناتج عن صدمة حقيقة حيث أن انخفاض الطلب المحلي سوف يخفف من حدة الضغوط التضخمية و حدة التضخم المستورد في الحالة الثانية والاستجابة المناسبة للسياسة النقدية في الحالة الأولى هي رفع سعر الفائدة لكن هذه الاستجابة أقل وضوح في الحالة الثانية، وتسهيل السياسة قد يكون له ما يبرره إذا كان الانكماش في الطلب المحلي كبير بما فيه الكفاية ليقوم اثر انخفاض سعر الصرف على أسعار الاستيراد وهذا من شأنه أن يجعل التضخم لا يبتعد كثيرا عن المستوى المستهدف ويحمي الاقتصاد من الوقوع في فخ الانكماش، والمشكل يكمن في أن البنك المركزي قد يركز أكثر على تطورات سعر الصرف أي تحويل سعر الصرف كركيزة اسمية (nominal anchor) التي تكون لها الأسبقية على استهداف التضخم التي قد تسفر عن تقلبات مفرطة في أدوات السياسة والاقتصاد الحقيقي⁽¹⁾ ويظهر هذا

1 - Mishkin, F. K. Schmidt-Hebbel, **One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?**, NBER Working Paper Series, no. 8397, National Bureau of Economic Research (NBER), 2001, P: 21.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

جليا من خلال مقارنة حالة نيوزلندا مع استراليا⁽¹⁾.

أولاً: نيوزلندا: في بداية الأمر استعمل البنك الفدرالي لنيوزلندا استهداف التضخم وتم التركيز على سعر الصرف كأداة نقل للسياسة النقدية وهذا أدى بالبنك إلى التركيز على سعر الصرف كمؤشر على وضع وحالة السياسة النقدية، واعتمد البنك مؤشر القيد النقدي (MONETARY CONDITION INDEX) حيث تم اعتماده في أول الأمر من طرف بنك كندا سنوات قليلة قبل ذلك كمؤشر أساسي لوضع السياسة النقدية، هذا المؤشر يرجح مع كل من أسعار الفائدة وسعر الصرف (كانت أوزان المؤشر 1:2 أي ارتفاع سعر الصرف ب 2% له نفس الأثر على التضخم المتوقع الناتج عن ارتفاع سعر الفائدة قصيرة الأجل ب 1%)، ويبرز المؤشر المرتفع على تشديد السياسة النقدية وتخفيض سعر الفائدة إلى غاية الرجوع إلى الوضع الحيادي والمشكل يكمن في أن مثل هذه الترجمة تكون غير مجدية في الظروف التي تعكس فيها حركات سعر الصرف الصدمات الحقيقية (مثل أسعار التبادل الدولي) وبالتالي استعمال مؤشر القيد النقدي قد يؤدي إلى أخطاء فادحة في السياسة وعيوب مؤشر القيد النقدي أصبحت جلية خلال أزمة شرق آسيا عندما تعرضت نيوزلندا إلى صدمة كبيرة في معدلات التبادل الدولي التي أدت إلى انخفاض الدولار النيوزلندي وانخفاض حاد في مؤشر القيد النقدي، كان تجاوب البنك الفدرالي النيوزلندي لهذه الأحداث عن طريق رفع معدلات الفائدة بأكثر من 200 نقطة التصيق الشديد في السياسة النقدية مع الآثار السلبية لصدمة التبادل الدولي دفعت بالاقتصاد نحو الكساد، وانخفض التضخم إلى مستوى أدنى من النطاق المستهدف، ومع ذلك قام البنك الاحتياطي بعكس الخطة المتبعة وبدا في خفض معدلات الفائدة في منتصف 1998 وتخلي عن قيد المؤشر النقدي سنة من بعد ذلك، ابتداء من ذلك أصبح لا يركز كثيرا على تطورات سعر الصرف في إعداد السياسة النقدية وبالتالي يبدوا أن مؤشر القيد النقدي أدى إلى أخطاء في إعداد السياسة عندما شدد البنك على تصيق السياسة النقدية في وقت كان من الأحسن تسهيل السياسة حيث أن التركيز على استقرار سعر الصرف ضلل البنك المركزي في القيام بالسياسة المناسبة.

استراليا: بمقارنة حالة نيوزلندا مع حالة استراليا التي تعرضت لنفس الصدمة في معدلات التبادل الدولي، فإن البنك الاحتياطي لاستراليا بدلا من رفع سعر الفائدة قام على العكس من ذلك بتخفيض معدل الفائدة لليوم الواحد بنسبة كبيرة مما سمح للدولار الكندي بالانخفاض وبالتالي تخفيض الآثار السلبية على الاقتصاد، حيث بقي معدل النمو قوي خلال الأزمة وكذلك التضخم بقي في مستوى مستقر ومنخفض بالرغم من تخفيض الدولار الكندي بحوالي 20% في مقابل الدولار ويظهر من خلال هذه التجربة بأنه من الضروري للبلدان الصغيرة والمفتوحة إعطاء أهمية لحركة سعر الصرف إثناء إعداد السياسة النقدية، حتى وإن كانت سياسة استهداف التضخم تتطلب سعر الصرف المرن مع أسبقية واضحة لهدف التضخم

1 - Thorarinn G. Petursson, **Op-cit**, P P: 53-54.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

لكن هذا لا يعتبر الخيار الوحيد خاصة في البلدان الناشئة التي تتميز بضعف بنية الأسواق المالية، ومع ذلك لا تحتاج سياسة استهداف التضخم إلى إعطاء أهمية مبالغ فيها لأسعار الصرف القصيرة الأجل وتداعياتها على تطور التضخم بدلا من التركيز على توقعات التضخم القصيرة والمتوسطة عند زوال الآثار التضخمية لتقلبات سعر الصرف حيث أن التركيز الزائد عن اللزوم لتقلبات سعر الصرف يؤدي إلى قرارات مضللة للسياسة.

الفرع الخامس: أثر سياسة استهداف التضخم على سعر الصرف

يتم استعمال سعر الصرف الاسمي في العديد من البلدان كوسيلة لتخفيض التضخم و التأثير على قطاع التصدير خاصة في أسواق البلدان الناشئة، اقترح بعض الاقتصاديين وصناع السياسة بناء على نظريات المصادقية خلال سنوات التسعينات تبني أنظمة ثابتة لسعر الصرف كالدولرة ومجالس العملة بسبب بروز ظاهرة الخوف من التعويم (the fear of floating)، وبداية من سنة 2000 على أثر الأزمات المالية تبنى عدد متزايد من الدول مزيج بين مرونة في أسعار الصرف و استهداف التضخم وظهرت بعض المسائل المرتبطة بسعر الصرف في ظل استهداف التضخم⁽¹⁾.

يبين الجدول الموالي رقم (04) في الصفحة الموالية تقلبات سعر الصرف الحقيقي قبل وبعد تبني سياسة استهداف التضخم، حيث تم قياس تقلبات سعر الصرف الحقيقي عن طريق الانحراف المعياري السنوي، ويبدو أن تقلبات سعر الصرف الحقيقي قد انخفضت في المتوسط عند النظر لكل الدول المستهدفة للتضخم، على العكس ارتفع مستوى تقلب سعر الصرف في المتوسط في البلدان المصنعة، وعند النظر إلى الدول منفردة، يظهر أن تقلبات سعر الصرف قد ارتفعت في عشرة بلدان لكنها انخفضت في إحدى عشرة دولة، وبالتالي لا يظهر بالضرورة أن تبني سياسة استهداف التضخم يؤدي إلى زيادة تقلب سعر الصرف، لكن في حقيقة الأمر البلدان المصنعة الأربعة التي عرفت تقلبات متزايدة في سعر الصرف كانت سابقا تتبنى سعر صرف ثابت، وبالإضافة إلى ذلك أربعة بلدان ناشئة من إجمالي ستة بلدان التي كانت في السابق تعتمد أسعار الصرف الثابتة قد شهدت ارتفاع في تقلب سعر الصرف بعد تبني سياسة استهداف التضخم التي قد ترجع إلى المدة القصيرة التي تم خلالها استهداف التضخم أو الأزمات السابقة التي عرفت هذه الدول تقلبات سعر الصرف، ومع ذلك قد انخفضت تقلبات سعر الصرف في كل البلدان الصناعية الأربعة والبلدان الناشئة الأربعة (من إجمالي سبعة بلدان) التي كانت سابقا تعتمد نظام سعر الصرف المرن⁽²⁾.

1 - Sebastian Edward, **The relationship between exchange rates and inflation targeting**, working paper No: 12136, National bureau of economic research, Cambridge, 2006, P: 01.

2- Thorarinn G .Petursson ,**Op-cit**, P: 43.

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

الجدول رقم(04): التقلبات في سعر الصرف الحقيقي وأسعار الفائدة الحقيقية قبل وبعد تبني سياسة استهداف التضخم لمجموعة من البلدان

البلدان	متوسط التقلبات 5 سنوات قبل التنبئ		متوسط التقلبات بعد التنبئ		متوسط التقلبات 1990-1981		متوسط التقلبات 2002-1991	
	سعر الفائدة	سعر الصرف	سعر الفائدة	سعر الصرف	سعر الفائدة	سعر الصرف	سعر الفائدة	سعر الصرف
استراليا	1.9	9.3	1.6	6.7	2.6	9.6	1.8	6.6
البرازيل	9.5	12.4	3.9	15.9	-	18	8	14.2
كندا	1.7	6.3	1.7	4.4	1.9	5.7	1.7	4.4
الشيلي	8.5	8.7	3.3	6	27.5	13.3	4.1	6.0
كولومبيا	4.2	9.5	2.6	8.4	4	10.3	5.3	9.5
جمهورية التشيك	2.9	6.1	1.7	6.4	-	-	2.7	7.5
المجر	1.6	2.8	1.2	2	5.4	6.3	4.2	5.7
ايسلندا	0.9	2.9	2	11.8	-	7.5	1.5	5.8
كوريا	1.7	9.6	2.5	12.5	3.7	10	3.1	10.2
المكسيك	10.8	18.1	2.6	7	27.1	22.8	7.5	13
نيوزلندا	2.9	11.3	1.3	7.5	4.1	9.4	1.3	7.8
النرويج	1.4	2.4	1.1	3.8	2.8	3	2.8	4.2
البيرو	6.7	5.1	5.6	2.5	-	21.8	6.7	9.2
الفلبين	1.9	10.6	0.9	3.9	10.1	10.8	2.4	9.6
بولندا	6.1	4.0	1.8	8.5	279.2	19.6	12.8	15.6
جنوب افريقيا	2	8.7	1.9	10.6	5.2	13.1	3.2	8.7
السويد	3.1	3.1	1.5	8.5	2	5.9	2.5	7.9
سويسرا	0.5	4.6	0.8	3.1	1.7	5.6	1.1	4.7
تايلندا	3.8	11.1	0.7	4.7	3.3	6.8	3.2	7.6
بريطانيا	1	6.1	0.6	8.3	1.8	7.4	1.1	7.9
كل البلدان	3.8	7.5	2.1	7.1	23.3	10.1	3.9	8.2
البلدان المصنعة	1.7	5.8	1.3	6.8	2.4	6.8	1.7	6.2
البلدان المصنعة غير المستهدفة	-	-	-	-	1.5	6.2	2.0	5.9

المصدر: Thorarinn G .Petursson, Op-cit, P: 45

من خلال هذه الدراسة يبدو أن زيادة تقلب سعر الصرف راجع في أغلب الأحيان إلى وجود نظام سعر صرف ثابت، بدلا من تبني سياسة استهداف التضخم بحد ذاتها، ويبدو أن سياسة استهداف التضخم قد ساهمت في انخفاض تقلبات سعر الصرف بدلا من ارتفاعها في تلك البلدان التي كانت

الفصل الثاني: إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم

تتبنى نظام سعر الصرف المرن قبل تبني سياسة استهداف التضخم، مثلما يؤكد (Kuttner and Posen 2000) بأن زيادة مستوى الشفافية في أداء السياسة النقدية هي التي تخفض من تقلب سعر الصرف والآراء المشككة في جدوى سياسة استهداف التضخم قلقة أيضا بشأن الإطار النقدي الجامد الذي قد يؤدي إلى زيادة التقلبات في أداة السياسة النقدية، أي زيادة تقلبات معدل الفائدة قصير الأجل سوف يزداد في ظل سياسة استهداف التضخم، لكن هذا الأمر غير ظاهر بسبب أن سعر الفائدة قد يكون في مستوى تقلب أكثر في ظل الإطار الثابت لسعر الصرف نظرا لسعي البنك المركزي في الإبقاء على التعادل الثابت لسعر الصرف ضد هجمات المضاربة كما حدث في السويد في بداية سنوات التسعينات⁽¹⁾.

1 - IBID, P: 44.

خلاصة الفصل

عرفت سياسة استهداف التضخم انتشارا واسعا بين البلدان حيث هناك حوالي 26 دولة تتبنى هذه السياسة بطريقة صريحة، كما أن هناك العديد من الدول والبنوك المركزية تتبنى العديد من أساسيات استهداف التضخم كالبنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي الفدرالي، وهناك النجاح يعكس الميزات الهامة التي توفرها هذه السياسة كالتزام نحو الهدف المعلن وتوفير مستويات عالية من الشفافية والمساءلة والمصادقية التي تساهم بشكل كبير في كفاءة هذه السياسة التي أصبحت بديل واعد لسياسات استهداف سعر الصرف واستهداف القواعد النقدية، لكن العديد من البلدان خاصة البلدان الناشئة تدير هذه السياسة بالتوازي مع استهداف سعر الصرف بسبب الصعوبات التي تعانيها هذه البلدان كضعف البنية المالية والمصرفية ووجود مستويات نفاذ عالية لأسعار الصرف نحو معدلات التضخم وارتفاع الديون وخدمة الديون ووجود مستويات ضعيفة من الشفافية والمساءلة والمصادقية حيث أدت هذه الصعوبات الخاصة بعدم توفير شروط استهداف التضخم الأساسية إلى مشاكل مالية وانتشار الصدمات وتعارض الأهداف، حيث أصبح الخيار الأمثل لهذه البلدان هو تبني سياسة استهداف التضخم بشكل أساسي مع عدم إهمال تغيرات سعر الصرف وأثرها على كفاءة السياسة النقدية، من خلال منح نوع من المرونة في إدارة سعر الصرف للتركيز على سياسة استهداف التضخم، حيث يمكن لهذه البلدان منح مرونة أكثر لسياسة استهداف التضخم من خلال زيادة الأفق الزمنية للاستهداف، وزيادة النطاق الكمي للاستهداف حيث قد تسمح هذه المرونة في إدارة سياسة استهداف التضخم في التجاوب مع تحركات أسعار الصرف غير المرغوبة، لكن لا ينبغي استغلال هذه المرونة في تحقيق أهداف تتعارض مع الهدف المعلن للتضخم المستهدف لزيادة مستوى المصادقية مع ضرورة منح أولوية للتضخم المستهدف لزيادة هذه المصادقية من خلال التركيز على الهدف المعلن، حيث ظهر من خلال النتائج التجريبية أن المصادقية لها دور كبير في تخفيف تقلبات أسعار الصرف والتضخم.

الفصل الثالث

نماذج أشعة الانحدار
الذاتي والتكامل المتزامن

تمهيد

عرفت نماذج أشعة الانحدار الذاتي القانونية والهيكلية انتشارا كبيرا من الناحية التطبيقية مقارنة بالنماذج الأخرى بفضل المرونة التي تتميز بها، حيث يمكن تعميمها بطريقة سهلة لتشمل تركيبات أخرى، بالإضافة إلى أن أشعة الانحدار الذاتي لا تتطلب فرض الكثير من القيود التي تتطلبها النظرية الاقتصادية التي عادة ما تؤدي إلى تعقيد النماذج وبروز مشاكل الآنية في بعض النماذج، كما يمكن من خلال أشعة الانحدار الذاتي دراسات العلاقات السببية بين المتغيرات وتحليل الصدمات التي تحدث في السياسة الاقتصادية والقيام بعملية التنبؤ ودراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، نحاول في هذا الفصل التطرق إلى هذه المفاهيم من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: أشعة الانحدار الذاتي

يتم فيه التطرق إلى أشعة الانحدار الذاتي القانونية والهيكلية وعلاقات السببية بين المتغيرات وتحليل الصدمات والتباين والتنبؤ.

المبحث الثاني: التكامل المتزامن ونموذج تصحيح الخطأ

يتم فيه التطرق إلى مختلف المقاربات لاختبار العلاقات التكامل طويلة الأجل والتطرق إلى نظرية تمثيل غرانجر ونموذج تصحيح الخطأ.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

المبحث الأول: أشعة الانحدار الذاتي

عرفت أشعة الانحدار الذاتي انتشارا واسعا من الناحية التطبيقية وعلى خلاف النماذج التقليدية الأخرى التقليدية مثل المعادلات الآنية، لا تتطلب أشعة الانحدار الذاتي فرض القيود على بعض معلمات النموذج من أجل تحديد النموذج حيث أن هذه القيود قد لا تتناسب مع النظرية الاقتصادية وتؤدي إلى مشاكل في دقة التقدير، ومن الناحية التطبيقية فإن التنبؤ باستعمال أشعة الانحدار الذاتي تعطي نتائج أحسن مقارنة بالبدايل الأخرى، بالإضافة إلى أن التقدير بأشعة الانحدار الذاتي لا يحتوي على مشاكل الآنية وتتوفر على ميزات المرونة والتعميم مما يمكن من استعمال طريقة المربعات الصغرى في التقدير أو بعض الطرق الأخرى.

المطلب الأول: أشعة الانحدار الذاتي

تتطلب أشعة الانحدار الذاتي أن تكون المتغيرات موضوع الدراسة مستقرة لتجنب مشكل الانحدار الزائف وانفجار الصدمات، كما أن الإستقرارية والثبات في معلمات النموذج تسمح بإعطاء نتائج ذات موثوقية في اختبار الفرضيات على هذا النموذج.

الفرع الأول: إختبار الاستقرارية

يوجد هناك العديد من اختبارات الإستقرارية وسوف نركز في هذا البحث على اختبار الإستقرارية الخاص بديكي فولر وديكي فولر المطور (Augmented dickey-fuller).

أولاً: إختبار ديكي فولر : يتم اختبار ديكي فولر لاكتشاف جذر الوحدة في السيرورة العشوائية سواء كانت سيرورة عشوائية (random walk) بحثه أو سيرورة عشوائية مع إدراج (random walk with drift) الثابت أو سيرورة العشوائية مع إدراج الثابت والمنحى الزمني المحدد random walk with drift and deterministic time trend كما هو موضح في الآتي⁽¹⁾:

$$\begin{aligned}\Delta y_t &= \alpha y_{t-1} + u_t \\ \Delta y_t &= b_1 + \alpha y_{t-1} + u_t \\ \Delta y_t &= b_1 + b_2 t + \alpha y_{t-1} + u_t\end{aligned}$$

حيث أن القيم الحرجة تختلف حسب اختلاف النموذج المقترح من النماذج السابقة وإدراج نموذج في مكان الآخر يؤدي إلى أخطاء في صياغة النموذج (model misspecification).
الفرضية الصفرية في اختبار ديكي فولر هي $\alpha = 0$ أي عدم وجود جذر الوحدة في مقابل الفرضية البديلة $\alpha < 0$ أي السيرورة مستقرة.

1 - Damodar N.Gujarati, Dawn C.Porter, Basic econometrics, Fifth Edition, MC GRAW-HILL, 2008, United states of America, P P: 755-756.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

في ظل الفرضية الصفرية فان توزيع α لا يتبع توزيع ستودنت أي هناك تحيز في هذه القيمة حتى إذا تم تكبير حجم العينة، وبالتالي فان هذه القيم يتم مقارنتها بالقيم الحرجة التي يتم استخراجها عن طريق محاكاة (Monte Carlo)، إذا كانت هذه القيمة المطلقة أكبر من القيم الحرجة لديكي وفولر يتم رفض الفرض الصفري وإذا كانت أقل لا يتم رفض الفرض الصفري أي السيرورة غير مستقرة (1).

ثانيا: إختبار ديكي فولر المطور

من المشاكل المرتبطة باختبار جذر الوحدة في نماذج أشعة الانحدار الذاتي هو أن البواقي في غالب الأحيان تكون مرتبطة ذاتيا، كما أن الفرضيات المتعلقة بعدم وجود الارتباط الذاتي في حد الخطأ في اختبار ديكي فولر البسيط قد تكون فرضية غير معقولة وينبغي التأكد من هذه المشكلة المتعلقة بالبواقي عن طريق الاختبارات الإحصائية، وللتخلص من هذا المشكل يتم إضافة فجوات إضافية إلى اختبار ديكي فولر البسيط للمتغير التابع Δy_{t-i} الى غاية زوال مشكلة الارتباط الذاتي من خلال نموذج ديكي فولر العام (2):

$$\Delta y_t = f(t) + (a - 1)y_{t-1} + \sum_{i=1}^p a_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث $f(t)$ هي دالة تحديديه في الزمن (deterministic function of time) والقيم الحرجة تختلف باختلاف نوعية هذه الدالة، كما أن شكل هذه الدالة يؤثر على اختيار نوعية الطريقة المستعملة لجعل السيرورة مستقرة (detrending or differencing) أي القيام بإزالة الاتجاه العام أو إزالة الاتجاه العام العشوائي ويمكن مصادفة ثلاث حالات أساسية:

- سيرورة عشوائية بحتة (pure random walk).
- سيرورة عشوائية مع انزياح $drift (f(t)=c)$.
- سيرورة عشوائية مع اتجاه خطي محدد (deterministic linear trend).

عملية إدراج فجوات إضافية من المتغير التابع لجعل البواقي خالية من مشكل الارتباط الذاتي هو ما يطلق عليه اختبار ديكي فولر المطور.

تبين أن اختبار الفرضيات حول $(A-1)=0$ في ظل صحة الفرض الصفري لا يتبع التوزيعات المعيارية المشهورة مثل توزيع ستودنت، توزيع فيشر أو التوزيع الطبيعي إلى غيرها من التوزيعات المشهورة

1 - IBID, P: 756.

2 - Frank Fabozzi, **Financial econometrics from basics to advanced modeling techniques**, JOHN WILEY, United states of America, 2007, P P: 249,250.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

وبالتالي فإن القيم الحرجة اللازمة لإجراء مثل هذه الاختبارات تعتمد على القيم الحرجة المستخرجة عن طريق المحاكاة مثل محاكاة (Monte carlo)، إذا لم يتم رفض الفرض الصفري فإن السيرورة y_t متكاملة من الدرجة d حيث $d \geq 1$ ، ولاختبار ما إذا كانت درجة التكامل تتعدى الواحد يتم إجراء اختبار جذر الوحدة على المتغير في صيغة الفروقات الأولى ويتم إعادة هذه العملية إلى غاية رفض الفرض الصفري المتعلق بوجود جذور الوحدة، لكن فيما يتعلق بالسلاسل الزمنية الاقتصادية فإن درجة التكامل في غالب الأحيان لا تتعدى اثنين $d \leq 2$ إلا في حالات قليلة (1).

الفرع الثاني: شرط الثبات

إذا كان الشعاع $y = (y_{1t}, y_{2t} \dots \dots \dots y_{kt})'$ يمثل k متغير من السلاسل الزمنية، فإن أشعة الانحدار الذاتي توضح العلاقات الديناميكية الموجودة بين المتغيرات، ويكون شكل شعاع الانحدار الذاتي في الحالة العامة من الشكل (2):

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots \dots \dots A_p y_{t-p}$$

حيث المصفوفات A_i هي مصفوفات $(k \times k)$ صف وعمود على التوالي، والشعاع $u_t = (u_{1t}, u_{2t} \dots \dots \dots u_{kt})'$ يمثل الأخطاء غير المشاهدة، حيث يفرض أن هذه الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي (multivariate normal) وغير مرتبطة مع بعضها البعض (serially uncorrelated) وتعتبر عنها مصفوفة التباين والتغاير التي تكون مصفوفة محددة موجبة في ظل هذه الشروط (positive definite matrix) أي تكون الأخطاء $(0, \Sigma)$ حيث ترمز Σ إلى مصفوفة التباين والتغاير للأخطاء (variance-covariance matrix).

يحقق شعاع الانحدار الذاتي شرط الثبات إذا كانت كل القيم الخاصة (Eigenvalues) للمصفوفة المحددة للمعادلة المخصصة (characteristic equation) أقل من الواحد في القيمة المطلقة، أو يمكن التعبير عن شرط الثبات عن طريق الآتي: (3)

$$\det(I_k - A_1 z_1 - \dots \dots \dots A_p z^p) \neq 0, |z| \leq 1$$

حيث تمثل $(I_k - A_1 z_1 - \dots \dots \dots A_p z^p)$ المعادلة المخصصة لكثير الحدود في شعاع الانحدار الذاتي.

بالنسبة (SIMS1980) فإن استعمال أشعة الانحدار الذاتي لها مجموعة من الإيجابيات مقارنة مع استعمال المعادلات الأنية الهيكلية، لأنه في أشعة الانحدار الذاتي لا يتطلب التفريق مسبقاً بين المتغيرات

1 - IBID, P P: 249,250.

2 - Helmut letkepohl, Markus kratizig, Applied time series econometrics, Cambridge university press, USA, 2004, P: 88.

3 - IBID, P: 88.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

الداخلية المنشأ والمتغيرات الخارجية المنشأ (endogenous and exogenous variables)، كما لا يتطلب فرض بعض من القيود على المعادلات الهيكلية ليصبح بالإمكان تقدير النموذج الإحصائي⁽¹⁾.

الفرع الثالث: أشعة الانحدار الذاتي الهيكلية

بالرغم من الاستعمال الواسع لأشعة الانحدار الذاتي في مجالات الاقتصاد القياسي، فإن مثل هذه النماذج تتطلب فرض بناء هيكل للنم وذج لإعطاء دوال الاستجابة الدفعية وتحليل التباين تفسيرات هيكلية تتماشى مع واقع النظرية الاقتصادية وليس وفقا للطرق الإحصائية البحتة، فعلى سبيل المثال يتم التركيز في تطبيقات الاقتصاد الكلي على أثر مختلف الصدمات النقدية على الاقتصاد لكن هذا الأمر يتطلب تحديد ماهية الصدمة التي لا يمكن تفسيرها عن طريق أساليب إحصائية بحتة من خلال أشعة الانحدار الذاتي، لكن بالأحرى حسب متطلبات واقع النظرية الاقتصادية أي من خلال أشعة الانحدار الذاتي الهيكلية (structural vectors autoregressive) حيث تسمح هذه الأخيرة من التغلب عن المشاكل الناجمة عن فرض القيود الملزمة على أشعة الانحدار الذاتي التي تكون في غالب الأحيان تتبع أساليب إحصائية بحتة ولا تتماشى مع متطلبات واقع النظرية الاقتصادية، وتوجد أربع طرق أساسية مستعملة في تحديد أشعة الانحدار الذاتي الهيكلية: القيود قصيرة الأجل، القيود طويلة الأجل، تركيب من القيود قصيرة الأجل والقيود طويلة الأجل وقيود الإشارة⁽²⁾.

في أغلب الصيغ العامة لنماذج الانحدار الذاتي الهيكلية تكون كل المتغيرات داخلية أو تتحدد من خلال النموذج (endogenous variables) كما هو مبين من خلال المعادلة:

$$B_0 y_t = \sum_{i=1}^p B_i y_{t-i} + u_t ; u_t \rightarrow N(0, D)$$

حيث y_t هو شعاع (N*1) من المتغيرات المحددة داخليا في النموذج (endogenous variable) و B_0 هي مصفوفة (N*N) تحتوي على المعاملات الخاصة بالفجوات المدرجة في النموذج و B_i مصفوفة تحدد التفاعلات الآنية بين المتغيرات (contemporaneous interactions) و u_t شعاع يحدد البواقي الخاصة بالنموذج وتعبر عن الصدمات الهيكلية، بينما مصفوفة التباين والتغاير الخاصة هي مصفوفة قطرية لانعدام التغاير بين الأخطاء الهيكلية حسب فرضيات النموذج مما يعطي البواقي الهيكلية التفسير البنيوي، وفي تطبيقات الاقتصاد الكلي الخاصة بنماذج أشعة الانحدار الذاتي الهيكلية قد تعبر البواقي الهيكلية على صدمات السياسة النقدية أو المالية أو صدمات سوق السلع أو الأصول⁽³⁾.

1 -Verbeek, Marno, A guide to modern econometrics, John Wiley, Second Edition, UK, 2004, P: 322.

2 -V.L.MARTIN, Econometric modeling with time series, specification estimation and testing, Cambridge University press, United Kingdom, 2012, P: 538.

3 -IBID, P: 538.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي والتكامل المتزامن

التمثيل البديل لنموذج أشعة الانحدار الذاتي الهيكلية هو كتابة النموذج في شكله المقلص (كل المتغيرات المستقلة تتحدد من خارج النموذج) للتخلص من مشكل الآنية (simultaneity problem) في هذه النماذج وبالتالي يمكن تقدير النموذج عن طريق المربعات الصغرى، حيث يمكن تعريف المتغير العشوائي المعياري $z_t = D^{-1/2}u_t$ حيث $z_t \rightarrow N(0, I)$ وكتابة المعادلة بدلالة انحرافات معيارية من الصدمات لتجنب مشكلة وحدات القياس يكون من الشكل:

$$B_0 y_t = \sum_{i=1}^p B_i y_{t-i} + D^{-1/2} u_t$$

حيث تعبر الصدمات بهذه الطريقة على أنها صدمات بمقدار انحراف معياري واحد وكتابة النموذج في شكله المخلص يأخذ الصيغة:

$$y_t = \sum_{i=1}^p B_0^{-1} B_i y_{t-i} + B_0^{-1} D^{1/2} z_t = \sum_{i=1}^p \phi_i y_{t-i} + v_t$$

$$\phi_i = B_0^{-1} B_i, v_t = B_0^{-1} D^{1/2} z_t = s z_t \quad \text{حيث}$$

ويحقق الشعاع v_t الخصائص التالية:

$$E(v_t) = sE(z_t) = 0$$

$$E(v_t v_t') = sE(z_t z_t') = s s' = v, v_t \rightarrow N(0, V)$$

كتابة المعادلات السابقة في شكل معامل التأخير (lag operator) يكون من الشكل (1):

$$y_t - \sum_{i=1}^p \phi_i y_{t-i} = v_t = (I - \phi_1 L - \phi_2 L^2 \dots - \phi_p L^p) = \phi(L) y_t = v_t$$

للحصول على شعاع الانحدار الذاتي في شكل المتوسطات المتحركة يتم ضرب المعادلة السابقة في

معكوس كثير الحدود $\phi(L)^{-1}$

$$y_t = \phi(L)^{-1} v_t = \psi(L) v_t = \psi_0 + \psi_1 L + \psi_2 L^2 \dots + \psi_p L^p$$

تمثل ψ_i المسار الزمني المستقبلي للمتغير التابع الناتج عن أحداث الصدمات المعيارية في شعاع البواقي، وكتابة شعاع الانحدار الذاتي في الشكل المقلص لا يكون كافي لأنه لا يعكس الصدمات الهيكلية حيث أن تقدير الصدمات الهيكلية يتم عن طريق فرض بعض القيود على الأخطاء القانونية لتقدير البواقي الهيكلية وذلك حسب متطلبات النظرية الاقتصادية وليس من جانب إحصائي بحت، وهذه القيود يتم فرضها على المصفوفة B_0 لأنها تمثل العلاقات الآنية بين المتغيرات، حيث استعمل (SIMS 1980) على سبيل المثال قيود قصيرة الأجل في نموذج للاقتصاد الأمريكي ويحتوي النموذج على أربع متغيرات (معدلات الفائدة، لوغاريتم الأسعار، لوغاريتم النقود، ولوغاريتم الناتج) مع فرض قيود صفيرية على

1 -IBID, P: 540.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

المصفوفة المعبرة على العلاقات الآنية لكي تكون المصفوفة قطرية تعكس اتجاه السببية بين المتغيرات حسب الواقع الاقتصادي⁽¹⁾:

$$B_0 = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ -b_{21} & 1 & 0 & 0 \\ -b_{31} & -b_{32} & 1 & 0 \\ -b_{41} & -b_{42} & -b_{43} & 1 \end{pmatrix}$$

حيث أن النموذج في هذه الحالة يفرض ترتيب معين قصير الأجل للمتغيرات، أي أن اتجاه السببية حسب هذه القيود يسري من سعر الفائدة إلى عرض النقد إلى مستوى الأسعار إلى مستوى الناتج وليس في الاتجاه المعاكس.

الفرع الرابع: التنبؤ في أشعة الانحدار الذاتي

عندما يتم تحويل نموذج أشعة الانحدار الذاتي من النموذج الهيكلي إلى النموذج المقلص فإنه يمكن استعمال المعلمات المقدرة في النموذج المقلص للقيام بعملية التنبؤ بالفترات المستقبلية للمتغير التابع، وللتبسيط إذا كان نموذج شعاع انحدار ذاتي من الدرجة الأولى VAR(1) فإنه يمكن تبسيط عملية من خلال الخطوات التالية⁽²⁾

يعطى التنبؤ في الفترة الأولى بالعلاقة التالية:

$$\hat{y}_1(1) = \hat{A}_0 + \hat{A}_1 y_n$$

أما التنبؤ خلال الفترة الثانية يكون من الشكل:

$$\hat{y}_2(1) = \hat{A}_0 + \hat{A}_1 y_n = \hat{A}_0 + \hat{A}_1 \hat{A}_0 + \hat{A}_1^2 y_n$$

وخلال الفترة الثالثة يكون التنبؤ من الشكل

$$\hat{y}_3(1) = \hat{A}_0 + \hat{A}_1 y_n = (I + \hat{A}_1 + \hat{A}_1^2) \hat{A}_0 + \hat{A}_1^3 y_n$$

عندما يؤول أفق التنبؤ h إلى اللانهاية فإن مستوى التنبؤ يؤول إلى قيمة ثابتة (وذلك إذا كانت السيرورة مستقرة) لأن:

$$A_1^i \rightarrow 0, i \rightarrow \infty$$

القيمة المتوقعة لمصفوفة خطأ التنبؤ تكون معدومة، أما التباين فيعطى بالصيغة التالية:

$$\sum_e (h) = M_0 \sum_e M'_0 + M_1 \sum_e M'_1 + \dots + M_{h-1} \sum_e M'_{h-1}$$

حيث M_i تعطي بصيغة التكرار التالية:

1 - **IBID**, P: 543.

2 - Régis Bourbonnais, **Économétrie : Cours et exercices corrigés**, 9^{ème} Edition, DUNOD, France, 2015, P : 280.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

$$M_i = \sum_{j=1}^{\min(p,i)} \hat{A}_i M_{i-j} \quad i = 1, 2, \dots, M_0 = I$$

حيث يكون:

$$M_1 = \hat{A}_1, M_2 = \hat{A}_1 M_1 + \hat{A}_2 M_0 = \hat{A}_1^2 + \hat{A}_2, M_3 = \hat{A}_1 M_2 + \hat{A}_2 M_1 + \hat{A}_3 M_0 \\ = \hat{A}_1^3 + \hat{A}_1 \hat{A}_2 + \hat{A}_2 \hat{A}_1 + \hat{A}_3$$

تباين خطأ التنبؤ ل K من المتغيرات $(\hat{\sigma}_n^2(h))$ يتم قراءته من القطر الاول للمصفوفة $\sum_e(h)$ أما مجال التنبؤ لمستوى معنوية معين يعطى بالعلاقة $\hat{y}_n(h) \pm t^{\frac{\alpha}{2}} * \hat{\sigma}_n(h)$ حيث α هو مستوى المعنوية المختار وقيم $t^{\frac{\alpha}{2}}$ تتبع التوزيع الطبيعي⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الاختيار بين النماذج في أشعة الانحدار الذاتي

توجد عدة طرق للاختيار بين النماذج المختلفة وذلك لاختيار النموذج الأحسن من بين العديد من النماذج لكن أكثر الطرق شيوعا هي إحصائية فيشر التي تقارن بين النماذج المقيدة والنماذج غير المقيدة، بالإضافة إلى دوال المعلومات التي تقارن ما بين التكلفة الناتجة عن إضافة فجوات جديدة التي تزيد من تعقيد النموذج مع التصغير في البواقي الناتج عن إضافة هذه الفجوات.

الفرع الأول: إختيار النماذج

في الحالات التطبيقية، فإن اختيار طول الفجوة اللازم إدخالها في النموذج تتطلب الموازنة بين المكاسب الناتجة عن إضافة فجوات جديدة، مع التكلفة الحدية الناتجة عن عدم دقة التقدير وتعقيد النماذج الناتجة عن هذه الفجوات الإضافية التي تستهلك المزيد من درجات الحرية، فإذا كان عدد الفجوات قليل ربما قد يتم إلغاء معلومات محتواة في الفجوات المبطنة التي لم يتم إدخالها في النموذج، ومن جهة أخرى، إذا كان عدد الفجوات كبير نوعا ما فإنه سوف يتم تقدير معاملات كثيرة الأمر الذي يؤثر على دقة التقدير ويؤدي إلى تعقيد النموذج وتوجد عدة مقاربات لاختيار عدد الفجوات المثلى الواجب إدراجها في النموذج، مثل المقاربات التي تعتمد على إضافة فجوات متتالية في النموذج واختبار معنوية هذه الفجوات المضافة، كما توجد أيضا مقاربات مشهورة في اختيار فجوات النموذج الضرورية من خلال المبادلة الملائمة بين تقليل البواقي في النموذج عن طريق إضافة الفجوات أو التأخيرات المناسبة في النموذج ومقارنة التصغير الناتج في البواقي مع تعقيد النموذج وفقد درجات الحرية الناتجة عن إضافة هذه الفجوات، وهي الطريقة التي تعتمد عليها دوال المعلومات بصفة عامة⁽²⁾.

1 - IBID, P: 280.

2 -James H. Stock, Mark W. Watson, **Introduction to econometrics**, Third Edition, Addison-Wesley, 2011, USA, P P: 542-545.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

الفرع الثاني: إحصائية معنوية الفجوات

في الحالة العامة، لا تؤثر السياسات الاقتصادية بصفة فورية على المتغيرات الأخرى، وتتطلب فجوات زمنية معينة، ليصل هذا التأثير إلى متغير الاستجابة، والنظرية الاقتصادية لا تعطي إجابة في بعض الأحيان عن عدد الفجوات الزمنية سواء كانت سنوية أو ربع سنوية أو شهرية التي من خلالها يصل تأثير السياسات إلى متغير الاستجابة، ويتم تحديد هذه الفجوات عن طريق معنوية معاملات الفجوات من خلال اختبار تقييد شعاع الانحدار الذاتي، ويمكن النظر إلى نموذج شعاع الانحدار الذاتي الذي يحتوي على عدد مختلف من الفجوات لكل متغير على نموذج مقيد مقارنة بشعاع الانحدار الذاتي الذي يحتوي على نفس العدد من الفجوات لكل المتغيرات، فعلى سبيل المثال نموذج شعاع الانحدار الذاتي الذي يحتوي على ثلاث فجوات لكل متغير، ونموذج شعاع الانحدار الذاتي الذي يحتوي على أربعة فجوات لكل متغير، في هذه الحالة يمكن النظر إلى النموذج الأول على أنه نموذج مقيد بوضع معاملات الفجوة الرابعة معدومة، ويقوم مبدأ اختيار الفجوات على مقارنة التصغير الناتج في البواقي عند إضافة القيود مع التصغير الناتج في حالة عدم وجود القيود عن طريق اختبار (LIKELIHOOD RATIO TEST).

$$LR = t * [\log|\hat{\Sigma}_r| - \log|\hat{\Sigma}_u|]$$

حيث يمثل $|\hat{\Sigma}_r|$ محدد مصفوفة التباين والتغاير في النموذج المقيد، ويمثل $|\hat{\Sigma}_u|$ محدد مصفوفة التباين والتغاير في النموذج غير المقيد، حيث تتبع هذه الإحصائية توزيع كاي مربع عند كبر حجم العينة ودرجات حرية مساوية لعدد القيود المفروضة على النموذج⁽¹⁾.

من بين المقاربات الأخرى المستخدمة لاختبار الفجوة الملائمة هو مقارنة إحصائية فيشر F حيث يتم تقدير نموذج به عدد كبير من الفجوات، ثم يتم اختبار معنوية الفجوة الأخيرة في النموذج، فإذا كانت هذه الفجوة غير معنوية عند مستوى المعنوية المختار سوف يتم إلغاؤها من النموذج واختبار الفجوة الأقل منها مباشرة، وإذا كانت غير معنوية سوف يتم إلغاؤها أيضا وهكذا، لكن في الحالة العامة فإن اختيار الفجوة الملائمة عن طريق إحصائية F قد يتولد عنه نموذج به عدد كبير من الفجوات، بسبب عدم رفض الفرض الصفري عن طريق الصدفة في بعض الحالات⁽²⁾.

الفرع الثالث: دوال المعلومات

من بين الطرق الأكثر استعمالا لاختبار الفجوة الملائمة هو استعمال دوال المعلومات، ومن بين هذه الدوال هي دالة SIC (Schwarz information criterion) وتعطي صيغة هذه الدالة ب:

1 - Chris brooks, **Introductory econometrics for finance**, Third Edition, Cambridge university press, United states of America, 2014, P P: 330-331.

2 - James H. Stock, Mark W. Watson, **Op-cit**, P: 542.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

$$SIC(p) = \ln \left[\frac{SSR(p)}{t} \right] + (p + 1) \frac{\ln t}{t}$$

حيث يشير SSR إلى مجموع البواقي المربعة في النموذج المقدر، القيمة المختارة للفجوة حسب هذه الدالة هي الفجوة التي تؤدي إلى تصغير هذه الدالة من بين كل الفجوات المختارة) (P=0,1,.....k)، وبما أن المعلمات يتم تقديرها عن طريق المربعات الصغرى، فإن مجموع الأخطاء المربعة سوف ينخفض (على الأقل لا يرتفع)، بينما يشير الحد الثاني في المعادلة إلى عدد الفجوات المدرجة بالإضافة إلى الحد الثابت (p+1)، وبالتالي فإنه في هذه الدالة توجد مراجعة بين تكلفة الفجوة الإضافية المدرجة في النموذج ومدى التصغير الناتج عن إضافة هذه الفجوة⁽¹⁾.

من الدوال الأخرى أيضا شائعة الاستعمال هي دالة AIC (Akaike information criterion) وتعطى صيغة هذه الدالة ب⁽²⁾:

$$AIC(p) = \ln \left[\frac{SSR(p)}{t} \right] + (p + 1) \frac{2}{t}$$

الفرق بين دالة المعلومة SIC ودالة المعلومة AIC هي أن هذه الأخيرة لا تتطلب تصغير أكبر في البواقي لتبرير إضافة فجوة جديدة مقارنة بالدالة الأولى، في حالة المعادلات المتعددة مثل أشعة الانحدار الذاتي يتم استبدال مجموع البواقي المربعة (SSR) ب محدد مصفوفة التباين والتغاير للبواقي، ومن ميزات دوال المعلومات أنها لا تتطلب التوزيع الطبيعي للبواقي مثل اختبار نسبة المعقولة.

المطلب الثالث: اختبارات السببية

تشير اختبارات السببية إلى قابلية القيم المبطنة للمتغيرات في إطار نموذج شعاع الانحدار الذاتي في تفسير التطورات الحاضرة والمستقبلية لمتغير الاستجابة، وبالتالي فهي تختلف عن مفهوم السببية المستعملة في اللغة اليومية بصفة عامة وبعبارة أخرى تعني السببية مدى قدرة التنبؤ بالمتغير التابع باستعمال المتغيرات الماضية لهذا المتغير التابع والمتغيرات الأخرى ويوجد نوعين من السببية: السببية بمفهوم غرانجر GRANGER والسببية بمفهوم SIM.

الفرع الأول: مفهوم السببية

في نموذج شعاع الانحدار الذاتي من الرتبة الثانية AR(2) المتكون من الشعاع $y_T = (Y_{1T} \ Y_{2T})'$ يكون المتغير Y_{2T} لا يسبب حسب غرانجر المتغير Y_{1T} ، إذا كانت كل معاملات المصفوفات المعرفة في

1 - Ruey S. Tsay, **Multivariate Time Series Analysis With R and Financial Applications**, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2014, P: 63.

2 - James H. Stock, Mark W. Watson, **Op-cit**, P P: 543-544.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي والتكامل المتزامن

المعادلة التالية π_1, \dots, π_p هي مصفوفات مثلثية من الأسفل (lower triangular matrices) أي نموذج شعاع الانحدار الذاتي يكون من الشكل:

$$\begin{pmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_1 \\ c_2 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \pi_{11}^1 & 0 \\ \pi_{21}^1 & \pi_{22}^1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Y_{1t-1} \\ Y_{2t-1} \end{pmatrix} + \dots + \begin{pmatrix} \pi_{11}^p & 0 \\ \pi_{21}^p & \pi_{22}^p \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Y_{1t-p} \\ Y_{2t-p} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix}$$

وبالتالي فإن كل معاملات القيم المبطنة Y_{2T} تكون معدومة في معادلة Y_{1T} ، وبنفس المنهجية المتغير Y_{1T} لا يسبب حسب غرانجر المتغير Y_{2T} إذا كانت كل القيم المبطنة ل Y_{1T} معدومة في معادلة Y_{2T} ، وإذا كانت لا توجد علاقة سببية في الاتجاهين فإن المصفوفات π_i في شعاع الانحدار الذاتي هي مصفوفات قطرية (DIAGONAL MATRICES)، ومفهوم السببية حسب غرانجر ليست السببية الحقيقية وإنما يقصد بها القدرة التنبؤية للنموذج (FORECASTING ABILITY) بالقيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات (1) ومن أهم مميزات أشعة الانحدار الذاتي أنها تسمح باختبار السببية وتشير السببية إلى إمكانية القيم المبطنة لمتغير معين على التنبؤ بالقيم الحالية والمستقبلية لمتغير آخر، وطور (GRANGER) في سنة 1960 اختبار بسيط لتحديد السببية: فمتغير x_T يسبب حسب غرانجر متغير y_T إذا أصبح بالإمكان التنبؤ بقيم y_T بدرجة كبيرة من الموثوقية بالاعتماد على القيم المبطنة (THE LAGGED VALUES) للمتغير x_T (2).

الفرع الثاني: سببية قرانجر (GRANGER)

اختبار السببية في حالة متغيرين يكون في بادئ الأمر عن طريق تقدير شعاع الانحدار الذاتي، حيث كل من u_{1t} و u_{2t} أخطاء غير مرتبطة مع بعضها وتتبع شوشرة بيضاء (white noise).

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^n b_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + u_{1t} \dots \dots \dots (1)$$

$$x_t = a_2 + \sum_{i=1}^n \phi_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j y_{t-j} + u_{2t} \dots \dots \dots (2)$$

وتكون خطوات الاختبار في هذا النموذج (3):

1- انحدار y_t على القيم المبطنة ل y_t في النموذج التالي $y_t = a_1 + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + u_{1t}$ والحصول على مجموع البواقي المربعة في هذا النموذج المقيد rss_T (restricted residuals sum of squares).

2- انحدار y_t على القيم المبطنة ل y_t بالإضافة الى القيم المبطنة للمتغير x_t في النموذج التالي:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^n b_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + u_{1t}$$

1- Eric Zivot, Jiahui Wang, **Modeling financial time series with S-PLUS**, Springer, Second Edition, USA, 2006, P: 405.
 2- Dimitrios Asteriou, Stephan G.Hall, **Applied econometrics**, First Edition, Palgrave Macmillan, 2007, London, P: 304.
 3- **IBID**, P: 282.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

الحصول على البواقي في النموذج غير المقيد rss_u (unrestricted residuals sum of squares) -3 صياغة الفرضية الصفرية والبديلة:

$$H_0 : \sum_{i=1}^n b_i = 0 \quad \text{المتغير } x_t \text{ لا يسبب المتغير } y_t$$

$$H_1 : \sum_{i=1}^n b_i \neq 0 \quad \text{المتغير } x_t \text{ يسبب المتغير } y_t$$

حساب الإحصائية f في اختبار (wald) على المعلمات المقيدة $f = \frac{(rss_r - rss_u)/m}{rss_u/(n-k)}$ حيث k عدد المعلمات المقيدة في النموذج غير المقيد، إذا كانت القيمة المحسوبة تتجاوز القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية المختار نرفض الفرض الصفرية، أي هناك علاقة سببية.

الفرع الثاني: سببية (Sims)

اقترح (Sims) فكرة بديلة للسببية في سنة 1980 وتقوم على مبدأ الحالة العامة للسببية وهو أن المستقبل لا يمكن أن يسبب الحاضر، وبالتالي لمعرفة ما إذا كان المتغير y_t يسبب المتغير x_t هو تقدير نموذج من الشكل التالي⁽¹⁾:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^n b_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + \sum_{\rho=1}^k \phi_\rho x_{t+\rho} + e_{1t}$$

$$x_t = a_2 + \sum_{i=1}^n \phi_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j y_{t-j} + \sum_{\rho=1}^k \pi_\rho y_{t+\rho} + e_{2t}$$

في هذه المقاربة الجديدة فإنه يوجد بالإضافة إلى القيم المبثثة للمتغير المستقل والمتغير التابع، القيم الجديدة x_{t+p} في المعادلة الخاصة ب y_t وقيم جديدة y_{t+p} في معادلة x_t .

في المعادلة الأولى على سبيل المثال، إذا كان المتغير y يسبب المتغير x ، فإنه من المتوقع أن توجد علاقة بين قيم y_t والقيم المستقبلية ل y_{t+p} التي تشرحها المعاملات ϕ_ρ ، فاختبار السببية في هذه الحالة هو اختبار معنوية معاملات $\sum_{\rho=1}^k \phi_\rho = 0$ ، فإذا لم نرفض هذا القيد فإن السببية تسري من المتغير y_t إلى المتغير x_t وليس العكس لان المستقبل لا يمكن أن يسبب الحاضر.

لإجراء هذا الاختبار فإن يتطلب تقدير النموذج المقيد (the restricted model) الذي لا يحتوي على القيم المستقبلية للمتغيرات، ثم تقدير النموذج غير المقيد (unrestricted model) الذي يحتوي على كل القيم سواء كانت القيم المبثثة الحاضرة أو المستقبلية ثم حساب إحصائية f ومن عيوب هذا الاختبار يستهلك مزيد من درجات الحرية مقارنة مع اختبار غرانجر للسببية بسبب احتواءه على القيم المستقبلية والماضية للمتغيرات.

1 - IBID, P: 283.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

المطلب الرابع: تحليل الصدمات

من الميزات الأساسية لشعاع الانحدار الذاتي أنه يسمح بتحليل آثار الصدمات على المسار الزمني لمتغير الاستجابة وبعبارة أخرى كيف يتغير سلوك متغير الاستجابة عن حدوث صدمة في البواقي، حيث تعبر البواقي عن المتغيرات غير المدرجة وغير المتوقعة وبما أن الاستقرارية شرط أساسي في نموذج شعاع الانحدار الذاتي فإن أثر الصدمات سوف يتلاشى مع مرور الزمن ومن خلال معرفة طول هذه المدة لرجوع إلى ما قبل الصدمة أو الوضعية المستقرة يمكن معرفة حساسية متغير الاستجابة لمختلف هذه الصدمات.

الفرع الأول: دوال الاستجابة الدفعية التعامدية

كل سيروورة مستقرة من أشعة الانحدار الذاتي من الدرجة P $VAR(p)$ يمكن تمثيلها عن طريق تمثيل والد (wald) من الشكل التالي:

$$y_t = u_t + \varepsilon_t + \varphi_1 \varepsilon_{t-1} + \dots$$

حيث يتم تفسير المصفوفات φ_i على ان المضاعفات الديناميكية (dynamic multiplier) أو دوال الاستجابة الفورية، لكن هذا التفسير يكون صحيح إذا كانت الأخطاء غير مرتبطة أو متعامدة الأمر الذي قد لا يكون صحيح في الحالة العامة، ومن أجل تجنب هذا الارتباط في البواقي يتم تقدير ما يعرف بشعاع الانحدار الذاتي الهيكلي المثلثي (triangular structural VAR) من الشكل (1):

$$\begin{aligned} y_{1t} &= c_1 + \alpha_{11}y_{t-1} + \dots + \alpha_{1p}y_{t-p} + n_{1t} \\ y_{2t} &= c_2 + b_{21}y_{1t} + \alpha_{11}y_{t-1} + \dots + \alpha_{1p}y_{t-p} + n_{2t} \\ y_{3t} &= c_3 + b_{31}y_{1t} + b_{32}y_{2t} + \alpha_{11}y_{t-1} + \dots + \alpha_{1p}y_{t-p} + n_{3t} \end{aligned}$$

$$y_{nt} = c_n + b_{n1}y_{1t} + \dots + b_{n,n-1}y_{n-1,t} + b_{n2} + \alpha_{11}y_{t-1} + \dots + \alpha_{1p}y_{t-p} + n_{nt}$$

ويمكن كتابته في صيغة المصفوفات بالشكل $BY_T = C + \phi_1 Y_{T-1} + \phi_2 Y_{T-2} + \dots + N_T$ حيث المصفوفة B التالية:

$$\begin{bmatrix} 1 & \dots & 0 \\ \vdots & 1 & \vdots \\ -b_{n1} & \dots & 1 \end{bmatrix}$$

تحتوي معاملات السببية اللحظية بين المتغيرات في نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي، حيث تفرض هذه الصيغة المثلثية وجود ترتيب السببية التكراري (recursive causal ordering) في

1 - Eric Zivot, Jiahui Wang, Op-cit, P: 407.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

النموذج، ومن الناحية التطبيقية فان دوال الاستجابة الفورية المتعامدة (orthogonal impulse response) يتم حسابها مباشرة من مصفوفة التباين-التغاير (variance-covariance matrix) للأخطاء في شعاع الانحدار الذاتي في شكله المقلص (reduced form) حيث يتم تحويل مصفوفة التباين-التغاير إلى حاصل ضرب ثلاث مصفوفات:

$$\Sigma = ADA'$$

حيث المصفوفة A هي مصفوفة مثلثية عناصر القطر فيها تساوي الواحد والمصفوفة D هي مصفوفة قطرية موجبة تحتوي على عناصر التباين الخاص بالأخطاء الهيكلية، حيث الأخطاء الهيكلية تعطى

$$N_t = A^{-1}\varepsilon_t \quad \text{بالعبارة التالية:}$$

البواقي الهيكلية هي بواقي متعامدة لأن:

$$\text{var}(N_t) = A^{-1} \sum A^{-1'} = A^{-1}ADA'A^{-1} = D$$

وبالتالي يصبح تمثيل (wald) من الشكل (1):

$$\begin{aligned} y_t &= u + AA^{-1}\varepsilon_t + \varphi_1 AA^{-1}\varepsilon_{t-1} + \varphi_2 AA^{-1}\varepsilon_{t-2} + \dots \dots \dots \\ &= u + \omega_0 n_t + \omega_1 n_{t-1} + \dots \dots \dots \end{aligned}$$

$$\omega_j = \varphi_j A \quad \text{حيث}$$

الفرع الثاني: تحليل التباين

من الطرق الأخرى المستعملة لفصل آثار مختلف الصدمات على خلاف دوال الاستجابة الدفعية هو ما يسمى تحليل التباين (analysis of variance) الذي يعتمد على مساهمة كل صدمة في حد الخطأ العشوائي في تباين خطأ التنبؤ (forecast error variance) فعلى سبيل المثال في حالة نموذج متعدد من متغيرين وفي ظل فرضية عدم وجود مشاكل التحديد (the identification problem) فان التوقع المستقبلي لفترة واحدة (the one-step ahead forecast) هو (2):

$$\begin{aligned} y_{t+1}^f &= E_t(s_{11}y_t + s_{12}x_t + v_{t+1}^y) = s_{11}y_t + s_{12}x_t \\ x_{t+1}^f &= E_t(s_{12}y_t + s_{22}x_t + v_{t+1}^x) = s_{12}y_t + s_{22}x_t \end{aligned}$$

وتكون أخطاء التوقع لفترة مستقبلية واحدة (one-step-ahead forecast errors) والتباين الموافق هو:

$$\begin{aligned} FE_1^y &= y_{t+1} - E_t(y_{t+1}) = v_{t+1}^y, \text{var}(FE_1^y) = \sigma_y^2 \\ FE_1^x &= x_{t+1} - E_t(x_{t+1}) = v_{t+1}^x, \text{var}(FE_1^x) = \sigma_x^2 \end{aligned}$$

1 - IBID, P: 408.

2 -R.Carter Hill, Principle of econometrics, Fourth Edition, JOHN-WILEY, USA, 2011, P P: 508-509.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

وبالتالي في الفترة الأولى فان كل التقلبات التي تحدث في خطأ لتوقع y ترجع إلى الصدمة التي حدثت في هذا المتغير، وبالمثل فان 100% من خطأ التوقع الخاص بالمتغير x يمكن تفسيرها بالصدمة التي حدثت في هذا المتغير، وباستعمال نفس الطريقة فان التوقع لفترتين إلى الأمام الخاص بالمتغير y يحسب كما يلي:

$$\begin{aligned} y_{t+2}^f &= E_t(s_{11}y_{t+1} + s_{12}x_{t+1} + v_{t+2}^y) \\ &= E_t(s_{11}(s_{11}y_t + s_{12}x_t + v_{t+1}^y) + s_{12}(s_{12}y_t + s_{22}x_t + v_{t+1}^x) \\ &\quad + v_{t+2}^y) = s_{11}(s_{11}y_t + s_{12}x_t) + s_{12}(s_{12}y_t + s_{22}x_t) \end{aligned}$$

وتكون أخطاء التوقع لفترتين إلى الإمام والتباين الموافق (حيث تكون الأخطاء أو البواقي مستقلة) كمايلي:

$$\begin{aligned} FE_2^y &= y_{t+2} - E_t(y_{t+2}) = (s_{11}v_{t+1}^y + s_{12}v_{t+1}^x + v_{t+2}^y) \\ var(FE_2^y) &= s_{11}^2\sigma_y^2 + s_{12}^2\sigma_x^2 + \sigma_y^2 \end{aligned}$$

يمكن تقسيم التباين الكلي لخطأ التوقع الخاص بالمتغير y إلى الجزء الخاص بالصدمة الناتجة في هذا المتغير $s_{11}^2\sigma_y^2 + \sigma_y^2$ والجزء الخاص بالصدمة الناتجة في المتغير x ، حيث الجزء بالصدمة التي تؤثر على هذا المتغير هي $s_{12}^2\sigma_x^2$ ونسبة تباين خطأ التوقع لفترتين إلى الامام الخاصة بالمتغير y التي تفسرها لصدمة في المتغيرات الأخرى هي $\frac{s_{12}^2\sigma_x^2}{s_{11}^2\sigma_y^2 + s_{12}^2\sigma_x^2 + \sigma_y^2}$ وبنفس الطريقة يمكن حساب هذه النسب من تقسيم التباين الخاصة بالمتغير x ، وفي التحليل يتم فرض أن المتغيرات ليست مرتبطة آنيا (not contemporaneously related) والصدمة الناتجة في البواقي ليست مرتبطة أو مستقلة عن بعضها البعض وعدم وجود مشاكل متعلقة بالتحديد في النموذج المدروس التي تعتبر فرضيات غير محتملة في الحالة العامة ووجود مثل هذه المشاكل في النموذج يؤدي إلى تعقيد تحديد طبيعة الصدمات وتفسير تباين أخطاء التوقع (1).

المبحث الثاني: العلاقات التوازنية طويلة الأجل وتحليل التكامل المتزامن

يهتم التكامل المتزامن بالعلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات، فحسب نظرية غرانجر فإن وجود المتغيرات التي لها نفس درجة التكامل قد يؤدي إلى علاقات تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات وبمعنى آخر فإنه يوجد انحراف عن التوازن في الأجل القصير لكن في الأجل الطويل فإن المتغيرات تربطها علاقة توازنية طويلة الأجل، حيث استعمل تحليل التكامل المتزامن لإثبات العلاقات التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات كالعلاقة بين الأسعار وأسعار الصرف أو نظرية تعادل القوى الشرائية وغيرها من العلاقات الأخرى، وسوف يتم في هذا المبحث التطرق إلى التكامل المتزامن واختبارات الفرضيات حول التكامل المتزامن.

المطلب الأول: التكامل المتزامن

إذا كانت المتغيرات تربطها علاقة توازنية طويلة الأجل فإنه يمكن تمثيلها في شكل نموذج الخطأ الذي يجمع التغيرات طويلة الأجل والتغيرات قصيرة الأجل معا ويبين كذلك مقدار التصحيح اللازم في حالة الابتعاد عن المستوى التوازني، ويتم التطرق في هذا المطلب إلى التكامل المتزامن ومختلف المقاربات لاختبار التكامل المتزامن واختبار الفرضيات في ظل هذا النموذج.

الفرع الأول: مفهوم التكامل المتزامن

يكون التركيب الخطي لمتغيرات متكاملة من الدرجة $I(1)$ في الحالة العاملة متكامل من الدرجة 1 أيضا، لكن يوجد حالات يكون فيها التركيب الخطي من المتغيرات متكامل من درجة أقل $I(0)$ ، بمعنى مستقر في هذه الحالة تكون المتغيرات متكاملة أي تتحرك معا في الأجل الطويل، وفي الحالة العامة إذا كان w_t شعاع $(k*1)$ من المتغيرات، فإن مركبات الشعاع w_t تكون متكاملة من الدرجة (d,b) حيث d,b أعداد طبيعية إذا تحقق الشرط⁽¹⁾:

- كل مركبات الشعاع w_t متكاملة من الدرجة d ؛

- يوجد على الأقل شعاع من المعاملات α بحيث $I(d - b) \rightarrow \alpha' w_t$.

في الحالة التطبيقية، فإن العديد من المتغيرات المالية والاقتصادية تكون متكاملة من الدرجة الأولى، أي تحوي على جذر وحدة وحيد $I(1)$ ، وبالتالي يتحقق شرط التكامل المتزامن بين المتغيرات إذا كان التركيب الخطي بين هذه المتغيرات أو البواقي الناتجة تكون متكاملة من درجة أقل، بمعنى أن التركيب الخطي لهذه المتغيرات مستقر $I(0)$ ، أغلب السلاسل الزمنية غير مستقرة لكن توجد نوع من العلاقات تربط بين هذه المتغيرات في الأجل الطويل وتصبح تتحرك معا عبر الزمن في الأجل الطويل، ويمكن

1 - Chris brooks, **Introductory econometrics for finance**, Second Edition, Cambridge university press, USA, 2008, P: 336.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

النظر إلى العلاقة التكاملية على أنها علاقة توازنية بين المتغيرات في الأجل الطويل، لأنه يوجد بعض التباعد والانحراف بين المتغيرات في الأجل القصير، لكن المتغيرات أو السلاسل تتحرك معا في الأجل الطويل، ويوجد العديد من الأمثلة على التكامل المتزامن من الناحية النظرية لعل أهمها⁽¹⁾:

- الأسعار الفورية والآجلة لسلعة معينة أو أصل معين؛
- العلاقة بين الأسعار النسبية وأسعار الصرف؛
- أسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح.

في كل الأمثلة السابقة فإنه يوجد اختلاف بين المتغيرات في الأجل القصير لكن في الأجل الطويل فإن هناك قوى تجبر هذه المتغيرات على التحرك معا في الأجل الطويل.

يوجد في الأساس ثلاث مقاربات لاختبار للتكامل المتزامن: اختبار انقل وجرانجر

(ENGLE ANG GRANGER) ويهتم بالتكامل المتزامن بين متغيرين فقط لهما نفس درجة التكامل ومقاربة يوهانسون (JOHANSEN) ويهتم بالتكامل المتزامن بين متغيرات متعددة لها نفس درجة التكامل ومقاربة (ARDL: Autoregressive-Distributed Lag) ويهتم بالتكامل المتزامن بين متغيرات متعددة ليست لها نفس درجة التكامل أي عندما تكون المتغيرات عبارة عن مزيج من متغيرات مستقرة ومتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى.

الفرع الثاني: التكامل المتزامن وفق مقاربة انقل وجرانجر (ENGLE AND GRANGER)

تعتمد مقاربة انقل وجرانجر في اختبار التكامل المتزامن على البواقي (RESIDUALS-BASED APPROACH)، فإذا كان نموذج الانحدار الذاتي التالي يحتوي على متغيرات K مدرجة في النموذج من الشكل التالي:

$$y_t = b_1 + b_2x_{2t} + b_3x_{3t} + \dots \dots \dots b_kx_{kt} + u_t$$

يمكن إجراء اختبار التكامل المتزامن على النموذج السابق من خلال البواقي، لأنه يمكن كتابة البواقي في شكل تركيب خطي من متغيرات النموذج، فإذا كانت البواقي مستقرة فإن المتغيرات تربطها علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل، وإذا كانت البواقي غير مستقرة فإن المتغيرات المدرجة في النموذج لا تربطها علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل وبما أن البواقي مجهولة فإنه يمكن استعمال البواقي المقدر كمتغير بالنيابة عن البواقي الأصلية (proxy variable)، وإجراء اختبار جذر الوحدة على البواقي المقدر⁽²⁾.

$$\Delta \hat{u}_t = \varphi \hat{u}_{t-1} + v_t$$

1 -Chris brooks, **Introductory econometrics for finance**, Third Edition **Op-cit**, P P: 374-375.

2 - Jeffrey M. Wooldridge, **Introductory Econometrics: A Modern Approach**, Second Edition, Cengage Learning, USA, 2012, P: 648.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

v_t هي متغيرات لها نفس التوزيع ومستقلة عن بعضها (IID: INDEPENDENT AND IDENTICALLY DISTRIBUTED).

بما أن هذا الاختبار هو اختبار على البواقي المقدرة من نموذج آخر وليست البيانات الأصلية فإن القيم الحرجة سوف تكون مختلفة عن القيم الحرجة الخاصة باختبار (DF AND ADF) حيث يتم استعمال القيم الحرجة الخاصة ب(ENGLE AND GRANJER 1987) وأصبح يعرف هذا الاختبار باختبار انقل وقرانجر، والسبب في استخدام القيم الحرجة المعدلة هو أن الاختبار يتم على البواقي المقدرة من نموذج آخر بناء على مجموعة من المعلمات المقدرة وبالتالي أي خطأ تقدير في المعاينة لهذه المعلمات سوف يؤدي إلى تغييرات في هذه الاختبار، ووضع كل من انقل وقرانجر قيم حرجة جديدة لتقدير العلاقات التكاملية بناء على بواقي ذات قيم كبيرة في القيمة المطلقة مقارنة مع القيم الحرجة الخاصة باختبار (DF AND ADF)، وتكون صياغة الفرضية الصفرية والبديلة من الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_0 & \hat{u}_t \rightarrow I(1) \\ H_1 & \hat{u}_t \rightarrow I(0) \end{cases}$$

في ظل الفرض الصفرية فإن البواقي غير مستقرة أو تحتوي على جذر الوحدة، وبناء على ذلك لا يوجد توفيق خطي مستقر لمتغيرات غير مستقرة، وفي حالة عدم رفض الفرض الصفرية فإن متغيرات النموذج لا تربطها علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل، ويكفي في هذه الحالة تقدير نموذج في الفروق الأولى لان علاقة التكامل غير موجودة حسب هذا الاختبار، في الحالة الأخرى، إذا تم رفض الفرض الصفرية فلهذا في هذه الحالة التركيب الخطي للمتغيرات المتكاملة مستقر والمتغيرات تربطها علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل، وفي هذه الحالة يتم تقدير نموذج يحتوي على المركبة قصيرة الأجل ممثلة في الفروقات بالإضافة إلى المركبة طويلة الأجل التي يمثلها نموذج تصحيح الخطأ (error correction mechanism)⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إختبار التكامل المتزامن وفق مقاربة يوهانسون (JOHANSEN)

تسمح مقاربة يوهانسون على خلاف مقاربة انقل وقرانجر باختبار علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات عديدة، كما تسمح باختبار الفرضيات حول معاملات العلاقة التوازنية طويلة الأجل، وسرعة الرجوع نحو التوازن من خلال نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي الذي يجمع بين المركبة قصيرة الأجل والمركبة طويلة الأجل لنموذج شعاع الانحدار الذاتي.

1 -Chris brooks, **Introductory econometrics for finance**, Third Edition, **Op-cit**, P: 377.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

أولاً: إختبار التكامل المتزامن وفق مقاربة يوهانسون

كل شعاع انحدار ذاتي يحتوي على العلاقات طويلة الأجل والعلاقات قصيرة الأجل يمكن تمثيله عن طريقة نظرية غرانجر أو نموذج تصحيح الخطأ، فإذا كان شعاع الانحدار الذاتي يحتوي على p متغير فإن الشعاع y يمكن كتابته من الشكل (1):

$$y_t = A_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p}$$

إذا كان شعاع المتغيرات y_t يحتوي على متغيرات غير مستقرة $I(1)$ فإن تمثيل شعاع الانحدار الذاتي يمكن كتابته في شكل نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي (vector error correction model) من الشكل:

$$\Delta y_t = A_0 + \pi y_{t-1} + B_1 \Delta y_{t-1} + B_2 \Delta y_{t-2} + \dots + B_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + u_t \dots \dots (I)$$

يعتمد اختبار التكامل المتزامن على رتبة المصفوفة π (2) ويمكن مصادفة ثلاث حالات:

1- إذا كانت المصفوفة تامة التحديد أي كل الأشعة مستقلة خطياً فإن النموذج مستقر في المستوى لأنه في شكل توفيق خطي لمتغيرات مستقلة، لأنه يكتب من الشكل:

$$y_{t-1} = \pi^{-1} (\Delta y_t - B_1^* \Delta y_{t-1} - \dots - B_{p-1}^* \Delta y_{t-p+1} - u_t)$$

2- إذا كانت رتبة المصفوفة معدومة فإن تقدير الشعاع y_t يكون في شكل شعاع انحدار ذاتي في الفروقات الأولى ولا يحتوي على العلاقات طويلة الأجل ويكتب من الشكل:

$$\Delta y_t = B_1^* \Delta y_{t-1} + \dots + B_{p-1}^* \Delta y_{t-p+1} + u_t$$

3- إذا كانت رتبة مقلصة (reduced rank) أي رتبة المصفوفة محصورة بين 1 و k حيث k عدد المتغيرات المكونة للشعاع y_t فإنه يوجد r علاقة تكامل متزامن حيث r رتبة المصفوفة التي تمثل عدد الأشعة المستقلة خطياً، في هذه الحالة يمكن كتابة المصفوفة π في شكل $\pi = \alpha B'$ أي في شكل جداء مصفوفتين: المصفوفة α تمثل مصفوفة الرجوع نحو التوازن طويل الأجل والمصفوفة B تحدد المعاملات المكونة للعلاقة طويلة الأجل.

بالرغم من سهولة إعداد مقاربة انقل وجرانجر غير أنها تعاني العديد من الصعوبات: عند عكس المتغير المعطى كمتغير تابع (normalization) مع متغير آخر يؤدي إلى اختلاف علاقات التكامل

1 - Dimitrios Asteriou, Stephan G.Hall, **Op-cit**, P: 319.

2 - Gilbert Colletaz, **Une présentation simplifiée de l'approche de johansen- La cointégration dans un cadre multivarié**, master économétrie et statistique appliquée, université d'Orléans, 6 octobre 2015, P: 4-5 http://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/GC/gcolletaz_E.htm visited 5/02/2016.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

المتزامن، حيث أنه من المفروض عدم اختلاف عدد الأشعة المتكاملة باختلاف المتغير الذي يؤخذ كمتغير تابع هذا من جهة، ومن جهة أخرى فان مقارنة انقل وجرانجر تعتمد على اختبار التكامل المتزامن من بواقي النموذج وأي خطأ في النموذج الأول سيؤدي إلى أخطاء في اختبار التكامل المتزامن، بالإضافة إلى ذلك، تختار طريقة المربعات الصغرى البواقي بطريقة تؤدي إلى تصغير البواقي إلى أكبر درجة ممكنة مما قد يؤدي إلى إثبات وجود التكامل المتزامن الذي هو الحقيقة غير موجود، وتمنح مقارنة يوهانسون حلول لمثل هذه الصعوبات وتعتمد هذه المقارنة على مقارنة رتبة المصفوفة المعرفة للعلاقات التكاملية مع القيم الخاصة، حيث أن رتبة المصفوفة تكون مساوية لعدد أشعة التكامل المتزامن المستقلة خطياً وتكون مساوية أيضاً إلى عدد القيم الخاصة التي تختلف عن الصفر، فعلى سبيل المثال إذا تم الحصول على المصفوفة π وتم ترتيب القيم الخاصة تصاعدياً:

$$\lambda_1 > \lambda_2 > \dots > \lambda_n$$

إذا كانت المتغيرات غير متكاملة فان رتبة المصفوفة π سوف تكون معدومة وكل القيم الخاصة (eigenvalues) تكون معدومة، وفي الواقع التطبيقي يتم الاعتماد على احصائيتين لاختبار التكامل المتزامن⁽¹⁾:

$$\lambda_{trace}(r) = -n \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -T * \ln(1 - \hat{\lambda}_{i+1})$$

حيث: T يمثل المشاهدات المستعملة، $\hat{\lambda}_i$ يمثل القيم الخاصة المقدره

تختبر الإحصائية الأولى الفرضية الصفرية: عدد الأشعة المتكاملة أقل من r في مقابل فرضية بديلة عامة، ويتضح أن λ_{trace} تكون معدومة إذا كانت كل القيم الخاصة $\hat{\lambda}_i$ المقدره معدومة وكلما ابتعدت القيم الخاصة عن الصفر كلما أصبحت القيمة $\ln(1 - \hat{\lambda}_i)$ تؤول أكثر نحو القيم السالبة وبالتالي سوف تصبح قيمة الإحصائية $\ln(1 - \hat{\lambda}_i)$ موجبة أكثر، والإحصائية الثانية تختبر الفرضية الصفرية: عدد الأشعة المتكاملة هو r في مقابل الفرضية البديلة (r+1) وكلما كانت القيم الخاصة المقدره قريبة من الصفر كلما صغرت قيمة إحصائية λ_{max} وتم استخراج القيم الحرجة الخاصة بهذين الاختبارين عن طريق محاكاة (Monte Carlo) ويعتمد توزيع هاتين الاحصائيتين على⁽²⁾:

- عدد المركبات غير المستقرة في ظل الفرض الصفري (n-r)؛
- صياغة نموذج شعاع تصحيح الخطأ الشعاعي من حيث وجود الثابت أو المنحني الزمني أو المنحني

1 - Walter Enders, **Applied time series econometrics**, Third Edition, Wiley, USA, 2014, P: 390.

2 - Walter Enders, **Op-cit**, P: 390.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

الزمني التربيعي.

ثانيا: صياغة اختبار يوهانسون

تختلف القيم الحرجة المستخرجة من اختبار يوهانسون حسب الفرضيات الموضوعة حول السلاسل الزمنية مثل وجود الثابت في شعاع الانحدار والثابت في العلاقة التكاملية طويلة الأجل أو وجود الاتجاه الزمني أو الاتجاه الزمني التربيعي حيث أن هذه الفرضيات تختلف حسب طبيعة السلاسل، إذا ما كانت مأخوذة في المستوى أو الفروقات الأولى ووضع فرضية في مقابل فرضية أخرى يؤدي إلى أخطاء صياغة في النموذج التي بدورها تؤثر على صحة نتائج اختبار التكامل المتزامن، ويمكن مصادفة الحالات التالية(1):

1- غياب الاتجاه الخطي في السلاسل والثابت في علاقة التكامل؛

$$\Delta y_{1,t} = b_1 \Delta y_{1,t-1} + b_2 \Delta y_{2,t-1} + b_3 \Delta y_{3,t-1} + \alpha (y_{1,t-1} - B_2 y_{2,t-1} - B_3 y_{3,t-1}) + \varepsilon_t$$

2 - غياب الاتجاه الخطي في السلاسل ووجود الثابت في علاقة التكامل المتزامن، أي يكون الثابت معنوي إحصائيا في علاقة التكامل المتزامن،

$$\Delta y_{1,t} = b_1 \Delta y_{1,t-1} + b_2 \Delta y_{2,t-1} + b_3 \Delta y_{3,t-1} + \alpha (y_{1,t-1} - B_2 y_{2,t-1} - B_3 y_{3,t-1} - B_0) + \varepsilon_t$$

3- وجود الاتجاه العام في السلاسل والثابت في علاقة التكامل المتزامن؛

$$\Delta y_{1,t} = a_0 + b_1 \Delta y_{1,t-1} + b_2 \Delta y_{2,t-1} + b_3 \Delta y_{3,t-1} + \alpha (y_{1,t-1} - B_2 y_{2,t-1} - B_3 y_{3,t-1} - B_0) + \varepsilon_t$$

4- وجود الاتجاه الخطي في سلاسل المتغيرات وكذلك في العلاقات التكاملية طويلة الأجل؛

$$\Delta y_{1,t} = a_0 + b_1 \Delta y_{1,t-1} + b_2 \Delta y_{2,t-1} + b_3 \Delta y_{3,t-1} + \alpha (y_{1,t-1} - B_2 y_{2,t-1} - B_3 y_{3,t-1} - B_0 + ct) + \varepsilon_t$$

5- وجود الاتجاه التربيعي في السلاسل الزمنية للمتغيرات والاتجاه الخطي في علاقات التكامل المتزامن.

$$\Delta y_{1,t} = a_0 + bt + b_1 \Delta y_{1,t-1} + b_2 \Delta y_{2,t-1} + b_3 \Delta y_{3,t-1} + \alpha (y_{1,t-1} - B_2 y_{2,t-1} - B_3 y_{3,t-1} - B_0 + ct) + \varepsilon_t$$

الفرع الرابع: التكامل المتزامن وفق مقاربة (ARDL)

تعتبر مقاربة أشعة الانحدار الذاتي ذو الفجوات المبطنّة (ARDL) من المقاربات الجديدة في اختبار علاقة التكامل المتزامن، وعلى خلاف المقاربات الأخرى فإنها لا تتطلب أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة، فيمكن من خلال هذه المقاربة دراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات مستقرة ومتغيرات غير مستقرة، كما لا تتطلب أن يكون للمتغيرات نفس درجات الإبطاء مثل المقاربات الأخرى.

1 - Régis Bourbonnais, Exercices pédagogiques d'économétrie avec corrigés et rappels synthétiques de cours, 3^{ème} Edition, Economica, 2015, P : 211.

أولاً: مقارنة (ARDL)

تتطلب الطرق التقليدية المتبعة لتقدير العلاقات التكاملية مثل (ENGLE AND GRANJER) ويوهانسون (1995-1991) أو الطرق التي تعتمد على المعادلة الوحيدة مثل (fully –modified Ols) أو المربعات الصغرى الديناميكية أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة $I(1)$ كما تتطلب التحديد المسبق للمتغيرات المستقرة $I(0)$ والمتغيرات المتكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، ومن بين الحلول لهذه الصعوبات هو تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة (Autoregressive distributed lag) الخاص ب (Pesaran and shin 1999)، حيث أن تقدير العلاقات التكاملية عن طريق نموذج ARDL يسمح بدراسة العلاقة التكاملية بين متغيرات مستقرة $I(0)$ ومتغيرات غير مستقرة $I(1)$ بدون الحاجة إلى تحديد المتغير المستقر والمتغير غير المستقر فحسب (Pesaran and shin) لا تشترط نماذج ARDL تماثل طول الفجوات في النموذج المقدر بين المتغيرات، حيث يمكن لكل متغير أن يكون له عدد مختلف من طول الفجوات مقارنة بالمتغيرات الأخرى، ويمكن الحصول على اختبار التكامل المتزامن عن طريق تحويل المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \gamma_i y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^q x'_{j,t-i} B_{j,i} + \varepsilon_t.$$

إلى صيغة الفروقات الأولى وتعويض المعاملات طويلة الأجل

$$\Delta y_t = - \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i^* \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q-1} \Delta x'_{j,t-i} B_{j,i}^* - \hat{\varphi} EC_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$EC_t = y_t - \alpha - \sum_{j=1}^k x'_{j,t} \hat{\varphi} \quad \text{حيث:}$$

$$\hat{\varphi} = 1 - \sum_{i=1}^p \hat{\gamma}_i$$

$$\hat{\gamma}_i = \sum_{m=i+1}^p \hat{\gamma}_m$$

$$B_{j,i}^* = \sum_{m=i}^q B_{j,m}$$

بما أن مقارنة ARDL بقدر العلاقة الديناميكية بين متغير تابع ومتغيرات مستقلة فإنه يمكن تحويل النموذج إلى تمثيل طويل الأجل يبين استجابة المتغير التابع لحركات المتغير المستقل، وتقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل يعطى بالعلاقة:

1- Autoregressive distributed lag (ARDL) models, EViews 9 User's Guide II, 2015, P: 284 <http://www.eviews.com/3rd-party/3rdtextbook.html> visited 03/03/2016.

$$\theta_j = \frac{\sum_{i=1}^q \hat{B}_{j,i}}{1 - \sum_{i=1}^p \gamma_i}$$

ثانيا: إختبار الحدود (the bounds test)

طور كل من (Pesaran, shin and smith) في سنة 2001 اختبار للتكامل المتزامن الذي لا يتطلب أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة وذلك عن طريق استخرا ج حدود دنيا وحدود عليا لإحصائية الاختبار عن طريق المحاكاة واتخاذ القرار بناء على موضع القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر ضمن هذه الحدود⁽¹⁾.

باستعمال المعادلة المعرفة سابقا⁽²⁾:

$$\Delta y_t = - \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i^* \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q-1} \Delta x'_{j,t-i} B_{j,i}^* - \hat{\rho} EC_{t-1} + \varepsilon_t$$

بين كل من (Pesaran-shin and smith) المنهجية المستعملة لاختبار العلاقات التكاملية طويلة الأجل في نماذج (ARDL) ما بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدرجة في هذا النموذج، وينطوي هذا الاختبار على تحويل المعادلة السابقة إلى معادلة من الشكل:

$$\Delta y_t = - \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i^* \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q-1} \Delta x'_{j,t-i} B_{j,i}^* - \rho y_{t-1} - \alpha - \sum_{j=1}^k x'_{j,t-1} \delta + \varepsilon_t$$

حيث يمكن إجراء اختبار فيشر على معنوية المعلمات في النموذج عن طريق الفرضية الصفرية

$$\rho = 0, \delta_1 = \delta_2 = \dots \dots \dots \delta_k = 0$$

لكن في ظل صحة الفرض الصفري فان إحصائية F لها توزيعات تختلف باختلاف درجة تكامل المتغيرات في النموذج: متغيرات مستقرة I(0) أو متغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I(1) وفي جميع الحالات فان إحصائية F لا تتبع التوزيعات المعيارية المعروفة (nonstandard) حيث يتم الاعتماد على القيم الحرجة الخاصة ب (Pesaran, shin and smith) ويتم الاعتماد على حدود دنيا (lower bounds) في حالة كون كل المتغيرات مستقرة I(0) وحدود عليا (upper bounds) من القيم الحرجة، إذا كانت كل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I(1) أي غير مستقرة أو تحتوي على جذر الوحدة، كما يمكن استعمال هذه المتغيرات كحدود أيضا إذا كانت المتغيرات المدرجة في النموذج عبارة عن مزيج من متغيرات مستقرة ومتغيرات تحتوي على جذر الوحدة، وتتميز اختبارات الحدود بالبساطة مقارنة مع اختبار التكامل المتزامن المتعدد لجوهانسون، بالإضافة إلى أن هذه الطريقة تعتمد

1 - William H. Greene, **Econometric Analysis**, 7th Edition, Pearson, USA, 2012, P: 964.

2- Autoregressive distributed lag (ARDL) models, EViews 9 User's Guide II, 2015, P: 285 <http://www.eviews.com/3rd-party/3rdtextbook.html> visited 03/03/2016.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

على التقدير باستعمال المربعات الصغرى عند اختيار الفجوة الملائمة في النموذج كما لا تتطلب إجراء اختبارات جذر الوحدة على المتغيرات المدرجة في النموذج مقارنة بالطرق الأخرى لاختبار التكامل المتزامن وتتمتع بكفاءة عالية في العينات الصغيرة لكن من العيوب الأساسية لطريقة الحدود لاختبار التكامل المتزامن هو عدم صلاحيته لاختبار التكامل المتزامن إذا كانت السلاسل المدروسة تحتوى عدد من جذور الوحدة يتعدى الواحد⁽¹⁾.

المطلب الثاني: نموذج تصحيح الخطأ واختبارات الفرضيات

حسب نظرية تمثيل غرانجر فان وجود التكامل المتزامن بين المتغيرات يسمح بكتابة هذه المتغيرات في شكل نموذج تصحيح الخطأ الذي يجمع بين التغيرات قصيرة والتغيرات طويلة الأجل في النموذج، حيث أن إجراء الفروقات على المتغيرات يلغي معلومات مهمة حول سلوك المتغيرات في المستوي التي يمكن نمذجتها عن طريق نموذج تصحيح الخطأ واختبار الفرضيات حول هذا النموذج.

الفرع الأول: تمثيل غرانجر (GRANGER representation)

من بين النظريات المهمة التي تربط بين العلاقات القصيرة الأجل والعلاقات الطويلة الأجل هو ما يعرف بنظرية تمثيل غرانجر (GRANGER representation theorem)، فإذا كانت المتغيرات في وضعية التكامل المتزامن فان العلاقة بين هذه المتغيرات يمكن تمثيلها في شكل نموذج تصحيح الخطأ (error correction model) الذي يربط بين العلاقات الديناميكية طويلة الأجل والعلاقات الديناميكية قصيرة الأجل من الشكل التالي⁽²⁾:

$$\Delta y_t = B_1 \Delta x_t + B_2 (y_{t-1} - \gamma x_{t-1}) + v_t$$

حيث v_t يمثل بواقي النموذج التي يفرض أنها شوشرة بيضاء (white noise).

حسب نظرية تمثيل غرانجر فان التغيرات الناتجة في المتغير التابع يمكن أن ترجع إلى تغيرات قصيرة الأجل يفسرها المعامل B_1 بالإضافة الى تغيرات طويلة الأجل يفسرها مستوى الخطأ في الفترة السابقة $(u_{t-1} = y_{t-1} - \gamma x_{t-1})$ حيث في كل فترة يتم تصحيح الاختلال في التوازن في الفترة الحالية بناء على مستوى الخطأ أو الابتعاد عن التوازن في الفترة السابقة، حيث تقيس المعلمة B_2 سرعة العودة نحو التوازن (the speed of adjustment towards equilibrium) كلما كانت قيمة هذه المعلمة كبيرة كلما زادت سرعة العودة نحو التوازن⁽³⁾.

1- Oteng-abayie, Frimpong Joseph, **Bounds testing approach to cointegration: an examination of foreign direct investment trade and growth relationships**, American journal of applied science 3(11): 2079-2085, 2006, P: 2080.

2 - Damodar Gujarati, **Econometrics by example**, Palgrave Macmillan, First Edition, USA, 2011, P: 232.

3-IBID, P: 233.

الفرع الثاني: نموذج تصحيح الخطأ (Error correction mechanism)

المتغيرات المتكاملة هي متغيرات غير مستقرة، وللتخلص من مشكل عدم الاستقرار يتم أخذ الفروقات الأولى للمتغيرات عند عملية النمذجة، بالرغم من أن هذه العملية صحيحة من الناحية الإحصائية، غير أن عملية أخذ الفروقات للمتغيرات تمحو أي أثر للعلاقات طويلة الأجل التي ينبغي التعبير عنها عن طريق المتغيرات في المستوى (at level) لان النماذج التي تحوي الفروقات ليس لها حل في الأجل الطويل، لان الفرق بين المتغيرات يؤول إلى الانعدام في الأجل الطويل، فعلى سبيل المثال إذا اعتبرنا سلسلتين x_t و y_t لهما نفس درجة التكامل $I(1)$ وكان النموذج المقدر من الشكل(1):

$$\Delta y_t = b\Delta x_t + u_t$$

من بين التعاريف المستعملة في الاقتصاد للأجل الطويل هو تقارب المتغيرات نحو بعض القيم طويلة الأجل الثابتة وعدم تغيرها أي يصبح $(y_t = y_{t-1} = y, x_t = x_{t-1} = x)$ ، وبالتالي سوف تؤول الفروقات في المعادلة السابقة إلى الصفر، ولا يمكن الحصول على الحل طويل الأجل من خلال المعادلة ولا يمكن معرفة إذا كانت المتغيرات في النموذج في علاقة توازنية، للتغلب على مشكلة عدم احتواء النموذج في الفروقات على العلاقات التوازنية فإنه يتم تقدير نوع جديد من النماذج يجمع بين قيم المتغيرات في الفروقات التي تعبر عن العلاقات قصيرة الأجل، وقيم المتغيرات في المستوى التي تعبر عن العلاقات التكاملية طويلة الأجل وهذا النوع من النماذج يعرف بنموذج تصحيح الخطأ، حيث يسمح بتقدير العلاقات قصيرة والعلاقات طويلة الأجل معا بين المتغيرات، ويمكن تمثيله في حالة متغيرين فقط وعدم وجود الثوابت في النموذج والعلاقة التكاملية بالصيغة التالية(2):

$$\Delta y_t = b_1\Delta x_t + b_2(y_{t-1} + \gamma x_{t-1}) + u_t$$

يستجيب المتغير y بين الفترة t و $t-1$ للتغيرات الناتجة في x بين الفترة t و $t-1$ وأي اختلال في التوازن حصل بين المتغيرين x و y خلال الفترة السابقة $t-1$ ، ويحدد المعامل γ العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرين، بينما يحدد المعامل b_1 العلاقة قصيرة الأجل بين التغير الحاصل في x والتغير الحاصل في y ، ويشرح المعامل b_2 سرعة الرجوع إلى التوازن ويبين مقدار الخطأ أو الابتعاد عن التوازن الذي تم تصحيحه خلال الفترة السابقة.

الفرع الثالث: إختبار الفرضيات حول العلاقات التوازنية طويلة الأجل

من الجوانب المهمة في اختبار يوهانسون على خلاف انقل وجرانجر هو انه يسمح باختبار الفرضيات حول المتجهات المقيدة حيث أنه على سبيل المثال يمكن اختبار التناسب طويل الأجل مابين المتغيرات

1 - Chris brooks, **Introductory econometrics for finance**, Second Edition, **Op-cit**, P: 338.

2 - **IBID**, P P: 338-339.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

في علاقة التكامل المتزامن طويل الأجل والفكرة الأساسية في اختبار الفرضيات حول التكامل المتزامن هو انه في حالة وجود عدد r من المتجهات المتكاملة فان هذه التركيب الخطي لهذه المتجهات فقط هو الذي يكون مستقر بينما كل التركيبات الخطية الأخرى تكون غير مستقرة، فعند إعادة تقدير النموذج بتقييد معاملات المصفوفة π المعرفة للعلاقات التوازنية طويلة الأجل والتي تعرف المتجهات المتكاملة فإذا كانت هذه القيود غير ملزمة (not binding) فانه ينبغي أن يترتب عن ذلك عدم انخفاض عدد المتجهات المتكاملة⁽¹⁾.

لاختبار الفرضيات المتعلقة بالمتجهات التكاملية يتم في العادة تقدير نموذجين الأول هو النموذج غير المقيد (the unrestricted model) حيث تكون القيم الخاصة للمصفوفة π في هذا النموذج هي $(\hat{\lambda}_1, \hat{\lambda}_2, \dots, \hat{\lambda}_n)$ بينما تكون القيم الخاصة في النموذج المقيد (the restricted model) هي $(\hat{\lambda}_1^*, \hat{\lambda}_2^*, \dots, \hat{\lambda}_n^*)$ عند كبر حجم العينة (asymptotically) فان الإحصائية التالية⁽²⁾:

$$-T \sum_{r+1}^n [\ln(1 - \hat{\lambda}_i^*) - \ln(1 - \hat{\lambda}_i)] \rightarrow X_{(n-r)df}^2$$

فكرة هذا الاختبار هو أن كل قيم $1 - \hat{\lambda}_i$ وايضا كل قيم $1 - \hat{\lambda}_i^*$ ان تكون متكافئة اذا كان التقييد غير ملزم (not binding)، ولاختبار القيود المتعلقة بالمتجهات المتكاملة عرف يوهانسون مصفوفتين α و β ذوات بعد (n, r) حيث r هو رتبة المصفوفة π التي يتم تفكيكها الى مصفوفتين $\pi = \alpha\beta'$ حيث المصفوفة B تحتوي متجهات التكامل المتزامن والمصفوفة α هي مصفوفة الأوزان المتعلقة بمساهمة كل متجه تكامل متزامن في تركيب شعاع الانحدار الذاتي.

عندما يتم تحديد المصفوفتين α و β فانه يمكن اختبار القيود المتعلقة بالمتجهات المتكاملة عن طريق فرض قيود على المعاملات المعرفة لأشعة التكامل المتزامن وتعتمد الفكرة الأساسية لهذا الاختبار أنه في حالة وجود عدد r من المتجهات المتكاملة فان التوفيق الخطي لهذه الأشعة فقط هو الذي يكون مستقر مقارنة مع المتجهات الأخرى المتبقية $(n-r)$ وبالتالي ينبغي مقارنة مدى اختلاف عدد المتجهات المتكاملة في ظل الفرض الصفري والبدلي، فإذا كان $(\hat{\lambda}_1, \hat{\lambda}_2, \dots, \hat{\lambda}_n)$ و $(\hat{\lambda}_1^*, \hat{\lambda}_2^*, \dots, \hat{\lambda}_n^*)$ هي الجذور الخاصة في النموذج غير المقيد والنموذج المقيد على التوالي، فان اختبار القيود على المصفوفة B يتم بناء على الإحصائية التالية⁽³⁾:

$$T \sum_{i=1}^r [\ln(1 - \hat{\lambda}_i^*) - \ln(1 - \hat{\lambda}_i)] \rightarrow X_{(r)df}^2$$

1 - Walter Enders, **Applied time series econometrics**, Fourth Edition, Wiley, USA, 2014, P P: 380-382.

2 - **IBID**, P: 381.

3 - **IBID**, P: 382.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

حيث تمثل r عدد القيود المفروضة على معاملات المصفوفة β المعرفة للمتجهات المتكاملة، وتتبع هذه الإحصائية توزيع كاي تربيع عند كبر حجم العينة ب درجات حرية تعادل عدد القيود المفروضة على معاملات المصفوفة β ، فاختلاف عدد المتجهات المتكاملة عند فرض القيود مقارنة مع عدد المتجهات المتكاملة في ظل عدم فرض القيود يعطي فكرة على إلزامية القيد من عدمه (the binding of the restriction) ومن الناحية الإحصائية التطبيقية يتم القرار بناء على مقارنة القيمة المحسوبة والقيمة المجدولة أو استعمال القيمة الاحتمالية (P value) واختبار القيود المفروضة على المصفوفة α المعرفة لأوزان أشعة التكامل المتزامن أو سرعة العودة إلى التوازن (the speed of adjustment towards equilibrium) يتم بنفس المنهجية المستعملة لاختبار القيود على المصفوفة β حيث يتم فرض القيود على النموذج ومقارنة مدى اختلاف عدد الجذور الخاصة المعنوية في النموذج المقيد والنموذج غير المقيد عند مستوى المعنوية المحدد ودرجات الحرية التي تعادل عدد القيود المفروضة على مصفوفة الرجوع إلى التوازن⁽¹⁾.

الفرع الرابع: إختبار ضعف التأثير الخارجي (the weak exogeneity)

إن المصفوفة π المعرفة للعلاقات التكاملية طويلة الاجل يمكن تفكيكها إلى جداء مصفوفتين α و β حيث المصفوفة α تعرف سرعة الرجوع الى التوازن الحادث في الفترة السابقة اما المصفوفة β تعرف المعاملات طويلة الأجل لأشعة التكامل المتزامن، فإذا كانت المصفوفة β تحتوي على عدد r من أشعة التكامل المتزامن فان الأشعة المتبقية ($n-r$) للمصفوفة α سوف تكون معدومة، وبناء على ذلك فان تحديد الأشعة ذات التكامل المتزامن في المصفوفة β يرجع إلى تحديد عدد الأعمدة المنعدمة في المصفوفة α المعرفة لسرعة التعديل فإذا كان النموذج على سبيل المثال يحتوي على ثلاث متغيرات يمكن توضيح المشكلة المتعلقة بضعف التأثير الخارجي (the weak exogeneity) من خلال المثال التالي⁽²⁾:

$$\begin{pmatrix} \Delta y_{1t} \\ \Delta y_{2t} \\ \Delta y_{3t} \end{pmatrix} = A \begin{pmatrix} \Delta y_{1t-1} \\ \Delta y_{2t-1} \\ \Delta y_{3t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} B_{11} & B_{21} & B_{31} \\ B_{21} & B_{22} & B_{23} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1t-1} \\ y_{2t-1} \\ y_{3t-1} \end{pmatrix}$$

يكون للمتغير Z تأثير خارجي ضعيف إذا كان يكتب بدلالة متغيرات مبطنة فقط وتكون المعلمات المولدة للمتغير Z في النظام مستقلة عن المعلمات الأخرى المولدة للمتغيرات الأخرى في النظام، وبناء على ذلك يكون المتغير y_{2t} ضعيف التأثير الخارجي إذا كانت المعلمات المولدة لهذا المتغير في النظام مستقلة عن المعلمات المولدة للمتغيرات الأخرى ويتحقق هذا الشرط إذا معاملات المصفوفة α المرافقة

1- Walter Enders, **Op-cit**, P P: 380-382.

2 - Richard harris, Robert sollis, **Applied time series modeling and forecasting**, john Wiley, United kingdom, 2003, P: 136.

الفصل الثالث: نماذج أشعة الانحدار الذاتي و التكامل المتزامن

لهذا المتغير معدومة ، وبالتالي لاختبار ضعف التأثير الخارجي للمتغير y_{2t} يمكن إجراء الاختبار $\alpha_{21} = \alpha_{22} = 0$ فإذا لم يتم رفض الفرض الصفري عند مستوى المعنوية المختار ف إنه يمكن اعتبار المتغير y_{2t} ضعيف التأثير الخارجي ويمكن في هذه الحالة تقدير نموذج شعاع تصحيح خط أ جزئي (partial VECM) بدون فقد في المعلومات في ظل صحة القيد $\alpha_{21} = \alpha_{22} = 0$ الذي يترتب عليه أن المعادلة الخاصة ب y_{2t} لا تحتوي معلومات حول المستويات التوازنية طويلة الاجل لأنها لا تتضمن العلاقة التوازنية طويلة الاجل حيث يمكن تقدير نموذج شعاع تصحيح مقيد بهذه المعلومات ومن الايجابيات المهمة في تقدير نموذج شعاع تصحيح الخطأ المقيد بالمتغيرات ذات التأثير الخارجي الضعيف هو الحصول على بواقي تتوفر على بعض الخصائص الإحصائية المهمة إذا كانت المتغيرات ذات التأثير الخارجي الضعيف المحذوفة من النموذج هي التي تولد هذه المشاكل⁽¹⁾.

1 -IBID, P: 137.

خلاصة الفصل

تتميز أشعة الانحدار الذاتي بالعديد من المزايا مقارنة بالنماذج التقليدية الأخرى التي تتطلب ضرورة تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث يتم اعتبار كل المتغيرات تتحدد من داخل النموذج في نماذج أشعة الانحدار الذاتي بالإضافة إلى سهولة تعميمها لتشمل مركبات أخرى ومتغيرات أخرى مثل المتوسطات المتحركة وإضافات فجوات مبطنّة أخرى لتعكس بطء السياسة الاقتصادية في التجاوب لأثر المتغيرات كما أنها لا تتطلب فرض الكثير من القيود التي تتطلبها النظرية الاقتصادية التي تؤدي إلى تعقيد النماذج في بعض الأحيان، كما يمكن من خلال أشعة الانحدار الذاتي معالجة الكثير من المفاهيم التي تتعرض لها السياسة الاقتصادية سواء في الأجل الطويل أو الأجل القصير مثل علاقات السببية بين المتغيرات التي قد تفيد صناع السياسة في معرفة المتغير الأكثر تأثير في السياسة الاقتصادية كما يمكن خلالها دراسة اثر الصدمات على متغيرات السياسة التي قد تعطي نتائج مهمة في معرفة مدى استقرار البنية الاقتصادية للبلد واتخاذ التدابير الملائمة للحد من أثار الصدمات، بالإضافة إلى أن أشعة الانحدار الذاتي تسمح بدراسة العلاقات التوازنية طويلة بين المتغيرات ومدى توافقها مع النظرية الاقتصادية مثل العلاقة بين أسعار الصرف ومعدلات التضخم والعلاقة بين الأسعار والأجور والأسعار الفورية والأسعار الآجلة إلى غيرها من النظريات الاقتصادية التي يتحدد أثرها من خلال الأجل الطويل.

الفصل الرابع

سعر الصرف
ومتطلبات سياسة
استهداف التضخم في
الجزائر

تمهيد

عرفت سياسة استهداف التضخم انتشارا واسعا بين البلدان المختلفة، كما تتبنى بعض البنوك المركزية كالبنك المركزي الأوروبي والبنك الفدرالي الاحتياطي للولايات المتحدة عناصر كثيرة من سياسة استهداف التضخم، وتتطلب كفاءة سياسة استهداف التضخم توفر العديد من الشروط الأساسية كاستقلالية البنك المركزي وغياب سيطرة المالية العامة وتوفر درجات كبيرة من الشفافية والمصادقية والمساءلة التي تمنح صورة واضحة عن أهداف السلطة النقدية وتساعد على بلوغ الأهداف المعلنة، وفي ظل سياسة استهداف التضخم يكون معدل التضخم هو المتغير الهدف ذو الأولوية على حساب المتغيرات الأخرى، لكن استهداف التضخم بالتوازي مع إدارة سعر الصرف أدى إلى الكثير من الصعوبات في إدارة سياسة استهداف التضخم خاصة في البلدان الناشئة التي تعرف نقص من ناحية البنية المادية والبشرية اللازمة في مثل هذه الظروف، نحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى هذه العناصر وإسقاطها على حالة الاقتصاد الجزائري وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: تطور أسعار الصرف ومعدلات التضخم في الجزائر؛

المبحث الثاني: متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم في الجزائر؛

المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية.

المبحث الأول: تطور أسعار الصرف ومعدلات التضخم في الجزائر

عرفت أسعار الصرف في الجزائر عدة تحولات تبعا للمستجدات الاقتصادية والصعوبات المالية التي تعرضت لها الجزائر خلال الفترات المختلفة بداية بالتكافؤ الثابت مع الفرنك الفرنسي ثم التسيير الديناميكي لسعر الصرف من خلال تخفيضات متتالية وانتهاء بإدارة سعر الصرف عن طريق التعويم الموجه من خلال تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف وتوجيه سعر الصرف حسب الأهداف المنشودة.

المطلب الأول: تطور أسعار الصرف في الجزائر

عرف نظام سعر الصرف في الجزائر عدة أساليب في إدارة سعر الصرف، فبعد الاستقلال تبنت الجزائر نظام سعر الصرف الثابت، لكن بعد الصعوبات المالية التي تعرضت لها الجزائر تم تسيير الدينار الجزائري عن طريق الربط بسلة من العملات للشركاء التجاريين ثم القيام بتخفيضات متتالية في سعر الصرف انتهت بإدارة سعر الصرف عن طريق التعويم الموجه من طرف بنك الجزائر من خلال التدخل في سوق الصرف ما بين البنوك.

الفرع الأول: الربط بعملة واحدة

كان النظام النقدي الدولي في المرحلة قبل 1973 مسيرا باتفاقيات بروتن وودز وكان كل بلد عضو في صندوق النقد الدولي ملزما بالتصريح عن تكافؤ عملته بالنسبة إلى وزن محدد من الذهب الصافي وكانت الجزائر تابعة لمنظمة الفرنك وكانت العملة الجزائرية في تلك الفترة قابلة للتحويل بحرية حسب اتفاقيات ماي 1962 المتعلق بالتعاون الاقتصادي مع فرنسا، وتعرضت الجزائر في تلك الفترة إلى مخاطر هروب رأس المال واختلالات كبيرة في ميزان المدفوعات فقامت الجزائر بإنشاء نظام للرقابة على سعر الصرف والتجارة الخارجية بما يتلائم مع مخططات التنمية المرتقبة، وعليه أخذت السلطات العمومية مجموعة من التدابير تهدف إلى إضفاء طابع الصرامة في الرقابة على سعر الصرف وفق نظام الحصص في التجارة الخارجية، وإنشاء الديوان الوطني للتجارة ومراقبة جميع عمليات الاستيراد والتصدير وتبعت هذه الإجراءات إنشاء الوحدة النقدية الجزائرية (الدينار الجزائري) في أبريل 1964 وحددت قيمتها في تلك الفترة ب 180 ملغ من الذهب الخالص وحل محل عملة الفرنك الفرنسي بسعر صرف متساوي بين العملتين (1 فرنك فرنسي = 1دينار جزائري)، لكن في سنة 1968 تعرض بنك فرنسا إلى هجمات مضاربة حادة مما أدى إلى تخفيض قيمة الفرنك الفرنسي بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي(1).

أدى ضعف العملة الفرنسية خلال هذه الفترة إلى التخفيض المستمر للدينار الجزائري مقابل مختلف

1- سمير ايت يحي، **التحديات النقدية الدولية ونظام سعر الصرف الملائم للجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، شعبة اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، 2013-2014، ص: 150.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

عملات تسديد الواردات الجزائرية وهو ما ترتب عنه إعادة تقييم تكاليف الاستثمار التي انطلقت في إطار المخطط الرباعي الأول 1970-1973(1).

عند انخفاض أسعار النفط سنة 1986 بدأت الجزائر تعاني من صعوبات ومشاكل اقتصادية تتجلى في انخفاض معدل نمو الناتج الداخلي وتزاي العجز في ميزانية الدولة وكذلك ارتفاع حجم المديونية الخارجية وخدمتها ومعدل التضخم وتنامي معدل البطالة مما تطلب الأمر إجراء بعض التدابير للحد من المشاكل الاقتصادية(2).

الفرع الثاني: الربط بسلة من العملات

مع انهيار نظام بروتن وودز سنوات السبعينات وإلغاء نظام سعر الصرف الثابت وزيادة التوجه نحو نظام سعر الصرف المعوم على المستوى الدولي، قامت الجزائر بداية سنوات السبعينات بتثبيت الدينار الجزائري على أساس سلة تتكون من 14 عملة مختارة على أساس أهمية الشركاء التجاريين واستعمال معاملات ترجيح تعكس أهمية كل دولة من الشركاء التجاريين في التجارة الخارجية ويتم حساب سعر الصرف وفق الطريقة التالية (3):

1- حساب التغيرات النسبية للعملات المكونة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، حيث يحسب التغير النسبي لكل عملة بالنسبة للدولار الأمريكي $\frac{\$/jio - \$/jin}{\$/jin}$ أو $\frac{\$/jio - \$/jin}{\$/jio}$ على أن تأخذ القيمة الأكبر بين قيم المتغيرين $\$/jin$ أو $\$/jio$ كمقام لحساب التغير النسبي حيث: ترمز $\$/jin$ للدولار الأمريكي؛

ترمز $\$/jin$ للسعر الدولاري لكل عملة من العملات الأجنبية المكونة للسلة سنة المقارنة ؛

ترمز $\$/jio$ للسعر الدولاري لكل عملة من العملات الأجنبية المكونة للسلة سنة الأساس (1974).

2- حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات التي تتكون منها السلة بالنسبة إلى الدولار الأمريكي حيث يأخذ الترجيح بعين الاعتبار وزن كل عملة أجنبية في السلة.

3- حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري وفق الطريقة التالية:

$(\$/DA)_0 = (\$/DA)_N + 1$ مجموع التغيرات النسبية مرجحة حسب أهمية كل عملة

حيث: $(\$/DA)$ ترمز سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي في مقابل الدينار الجزائري و $(\$/DA)_n$

ترمز إلى سعر الصرف الدولار في مقابل الدينار الجزائري سنة الأساس.

1- محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص: 156.

2- كمال عيشي، أداء النظام المصرفي الجزائري في ضوء التحولات الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد العاشر، نوفمبر 2006، ص: 337.

3 - محمود حميدات، المرجع السابق، ص: 157-158.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

4- يتم حساب أسعار صرف الدينار الجزائري بالنسبة إلى العملات الأخرى المسعرة من طرف البنك المركزي وتحسب هذه الأسعار بطريقة أسعار الصرف المتقاطعة (تحويل كل العملات إلى عملة واحدة).

بالرغم من أن ربط سعر الصرف بسلة من العملات ليعكس وزن كل دولة في التجارة الخارجية يمنح نوع من الاستقرار لسعر الصرف ويقلل تكلفة المنتجات المستوردة ومخاطر الصرف، لكن سعر الصرف في تلك الفترة كان بعيدا عن مستواه الحقيقي وكان أعلى من قيمته الحقيقية مما جعل بوادر السوق السوداء تظهر شيئا فشيئا خاصة في ظل القيود المفروضة لدخول المتعاملين لسوق الصرف الرسمية ووجود حدود لا يمكن تجاوزها لتحويل الدينار فيما يتعلق بالصفقات غير المنظورة في الحساب الجاري، وأصبح المهاجرون يفضلون تحويل أموالهم عن طريق السوق الموازية بدل القطاع البنكي بسبب انحراف سعر الصرف الرسمي عن سعر الصرف الموازي كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي خلال الفترة 1970-1987

السنة	1970	1974	1977	1980	1987
السوق الرسمية	1.0	1.0	1.3	0.62	0.8
السوق الموازية	1.0	1.1	1.5	2.0	4.0

المصدر: سمير ايت يحي، المرجع السابق، ص: 153.

تعكس زيادة الهوة بين سعر الصرف الرسمي والموازي العراقي المفروضة للطلب على الصرف الأجنبي في الاقتصاد الجزائري في ظل عدم توفر مكاتب الصرف والتسعير الإداري لسعر صرف الدينار الجزائري الذي لا يعكس توازن العرض والطلب في ظل الإختلالات الهيكلية للاقتصاد الجزائري باعتبار البنك المركزي العارض الوحيد للعملة الأجنبية، حيث تسيطر صادرات قطاع المحروقات على نسبة كبيرة من العوائد التي يجب التنازل عنها للبنك المركزي وعدم التنازل للمصدرين سوى ما نسبته 50% من عوائد الصرف وتخفيف هذه القيود قد يحفز من سوق الصرف بين البنوك ويقلص الهوة الموجودة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي (1).

الفرع الثالث: التسيير الديناميكي

أدى التدهور المفاجئ لسعر النفط 1986 الذي تشكل إيراداته المورد الرئيسي للبلاد من العملة الصعبة إلى دخول الاقتصاد الجزائري في أزمة حادة تميزت بعجز مزدوج في ميزانية الدولة وميزان المدفوعات، مما استوجب إجراء إصلاحات نقدية ومالية جذرية تهدف إلى إعادة الاعتبار لوظيفة تخصيص الموارد،

1 -International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Monetary and Capital Markets Department, 56th issue, 2005, P P: 37-39.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

وذلك على الصعيدين الداخلي الخارجي، وتهدف الإجراءات المتبعة إلى تحقيق الاستقرار النقدي في الداخل (استرجاع دين الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي وإيقاف تنفيذ عجز الميزانية وتقييد السلف التي يمنحها المصرف المركزي للدولة والتطهير المالي للمؤسسات والمصارف) وكانت لا بد أن تتبعها إجراءات لتحقيق الاستقرار على المستوى الخارجي⁽¹⁾.

تمت عملية تعديل معدل صرف الدينار الجزائري وفق أربعة طرق أساسية:

- الإنزلاق التدريجي؛
- التخفيض الصريح؛
- تقنية التسيير المسماة (fixing session)؛
- سوق الصرف مابين البنوك.

أولاً: الإنزلاق التدريجي

تم تطبيق هذه الطريقة خلال فترة طويلة نسبياً امتدت من نهاية 1987 إلى سبتمبر 1992 وفي ظل هذه الطريقة انتقل معدل صرف الدينار من 4.936 دينار للدولار الواحد في نهاية 1987 إلى 17.7653 في نهاية مارس 1991 مقابل الدولار الواحد، وقد استقر معدل صرف الدينار خلال هذا المستوى طيلة الأشهر الستة الموالية وتم اعتماد طريقة التخفيض الصريح طبقاً لمل اتفاق عليه من مع صندوق النقد الدولي في إطار الترتيب المساند⁽²⁾ (standby arrangement) ومن أجل بلوغ هذا الهدف قامت السلطات النقدية من بداية 1987 إلى تعديل سعر صرف الدينار الجزائري للوصول إلى معدل صرف يتحدد حسب قوى السوق عن طريق القيام بانزلاق تدريجي في سعر صرف الدينار كما هو موضح بالجدول رقم (06) الموالي.

1- كريم جودي، السياسة النقدية في الجزائر، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية (السياسات النقدية في البلدان العربية)، سلسلة بحوث ومناقشات، العدد الثاني، أيام 4-9 ماي 1996، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 314-315.

2- كريم جودي، المرجع السابق، ص: 315.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الجدول رقم (06) : تطور سعر صرف الدينار مقابل الدولار في نهاية الفترة (الفترة 1987- 1990).

السنوات	الفصل	التسعير DA/USD	تطور DA/USD (ب % لسنة 1986 = 100)
1987	1	4.668	96.786
	2	4.851	100.580
	3	5.082	105.370
	4	4.936	102.342
1988	1	5.297	109.827
	2	5.965	123.678
	3	6.601	136.865
	4	6.731	139.560
1989	1	7.066	146.506
	2	7.712	159.500
	3	8.094	167.820
	4	8.032	166.535
1990	1	7.967	165.187
	2	8.731	181.082
	3	9.492	196.806
	4	12.191	252.767

المصدر : صندوق النقد الدولي، إحصائيات المالية الدولية.

تم خلال هذه الفترة اتخاذ مجموعة من الإجراءات ذات طابع اقتصادي وقانوني لإعطاء نفس جديد للاقتصاد الوطني مثل قانون الاستقلال الذاتي للمؤسسات 1988 وقانون النقد والقرض 1990 وقانون الأسعار، كان الهدف الأساسي من وراء هذه القوانين هي تقليل احتكار الدولة للتجارة الخارجية وتأهيل المؤسسات الخاصة للدخول في اقتصاد السوق وضمان استقلالية البنك المركزي في علاقته مع الخزينة العمومية، في أكتوبر 1991 تم تخفيض قيمة الدينار من طرف مجلس النقد والقرض بقيمة 22% في مقابل الدولار الأمريكي تماشيا مع الاتفاق الثاني مع صندوق النقد الدولي وكان الهدف من وراء هذا التخفيض(1):

- محاولة تقليل الفجوة بين سعر الصرف الإسمي وسعر الصرف الموازي؛
- ضمان قابلية تحويل الدينار الجزائري؛
- رفع الإعانات على المنتجات المحلية وترك الأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب؛

1- Boucetta yahia, **Étude des facteurs déterminant du taux de change du dinar algérien**, thèse pour l'obtention de doctorat en science économique, option: finance, faculté des science économiques, commerciales et des sciences de gestion, université ABOU-BAKR BELKAID TLEMCEM, 2013-2014, P : 77.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

- جعل الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحرقات أكثر تنافسية في السوق العالمية.

ثانيا: التخفيض الصريح

قرر مجلس النقد والقرض في أيلول 1991 تخفيض سعر صرف الدينار بالنسبة للدولار حسب الاتفاق المبرم مع صندوق النقد الدولي بنسبة 22% ليصل سعر الصرف إلى 22 دينار مقابل الدولار واستمر الوضع على هذا النحو إلى غاية مارس 1994، والاستقرار الذي عرفه سعر الصرف في سبتمبر 1991 وسبتمبر 1994 لا يعكس الأساسيات الاقتصادية حيث حدثت صدمة معاكسة في شروط التبادل بالإضافة إلى التوسع في السياسات الميزانية والنقدية الذي جعل مستوى التضخم في الجزائر أعلى من مستوى التضخم السائد لدى الشركاء التجاريين، وبالتالي فإن قيمة الدينار الجزائري بالمعدلات الحقيقية كانت قد ارتفعت من بنسبة 50% بين نوفمبر 1991 ونهاية 1993 بينما ارتفعت النسبة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي في بداية 1994 إلى أربعة أضعاف بعد أن كانت قد انخفضت من حوالي خمسة أضعاف في منتصف الثمانينات إلى ضعفين في سنة 1991، كما تم إجراء تخفيض إضافي في قيمة الدينار الجزائري ليصل إلى مستوى 36 دينار مقابل الدولار الأمريكي قبل إبرام الاتفاق الجديد مع صندوق النقد الدولي في أفريل 1994 وكان أهم أهداف هذا التخفيض الآتي: (1)

- ضمان قابلية تحويل الدينار على المستوى المتوسط؛
 - ربط سياسة سعر الصرف بحجم الواردات وذلك باختيار توليفات مختلفة لسعر الصرف؛
 - إعادة تكوين احتياطي الصرف بتنويع الصادرات خارج قطاع المحروقات وتحرير الواردات من سلع وخدمات والبحث عن تمويل متعدد الأطراف للدين الخارجي؛
 - الحد من التضخم المستورد وتعديل الكتلة النقدية وتطبيق أسعار فائدة ملائمة.
- من بين أهم الأهداف المنشودة من تخفيض الدينار هي الوصول إلى قابلية تحويل الدينار الجزائري للمعاملات الجارية، عملية جعل العملة قابلة للتحويل تتطلب توفر أربعة شرط ضرورية (2):

- تخفيض حجم المديونية الخارجية؛
- مداخل هامة ومتنوعة من العملة الصعبة؛
- اقتصاد متنوع منفتح وتنافسي، مما يفرض أن هذه الإصلاحات أدت إلى نتائج إيجابية؛
- احتياطات صرف هامة لدعم العملة الوطنية في الأسواق الدولية.

1- لحو موسى بخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية-دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية

لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2010،

ص: 299.

2- Salah Mouhoubi, l'Algérie à l'épreuve des réformes économiques, Office de la publication universitaire, Alger, 1998, P: 35.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

بالرجوع إلى بنية الاقتصاد الجزائري يمكن القول أن تخفيض قيمة الدينار سياسة غير فعالة حسب تحليل الخبراء الرسميين⁽¹⁾:

- الصادرات الجزائرية يتحدد سعرها في السوق العالمي، كما أن تنوع الصادرات غير محتمل بسبب عدم كفاءة نظام الإنتاج (نوعية رديئة وغلاء السلع، غياب فوائض التصدير إلى غيرها من الأمور الأخرى المتعلقة بجهاز الإنتاج).
- بالنسبة للواردات فإن زيادة الأسعار المحلية عن طريق قناة سعر الصرف، تؤثر على المجتمع وتزيد من التكلفة الاجتماعية سواء بطريقة مباشرة عن طريق تكلفة السلع الغذائية أو بطريقة غير مباشرة عن طريق المدخلات و السلع التجهيز، وحقق الميزان التجاري بعض النتائج الايجابية مع تراجع يمكن تفسيره بانخفاض الصادرات البترولية وغير البترولية وزيادة الواردات وزيادة مخاطر الصرف للواردات إلى غاية التخفيض الثاني 1994، بينما كانت نسبة تغطية الصادرات للواردات ايجابية لكن مع تسجيل تدهور متتالي في نسبة تغطية الصادرات للواردات خلال سنوات التخفيض.

الفرع الرابع: سوق الصرف مابين البنوك

يمكن القول ضمنا أن سوق الصرف ما بين البنوك بدأت ملامحها تظهر من خلال نظام جلسات التسعير أين يتم تحديد سوق الصرف عن طريق قوى العرض والطلب حيث تم إرساء سوق الصرف فعليا خلال سنة 1995.

أولا: جلسات التسعير

تعتبر هذه الطريقة احد تقنيات التسعير بالمزاد العلني لتحديد سعر صرف الدينار الجزائري بداية من الثلث الأخير لعام 1994 إلى غاية أواخر سنة 1995 وتعتمد هذه الطريقة على جلسات يومية تعقد في مقر البنك المركزي وتجمع ممثلي المصارف برئاسة ممثل البنك المركزي، استطاعت هذه التقنية الجديدة من تحديد سعر صرف شبه حقيقي يخضع لقانون العرض والطلب بالإضافة إلى نجاح البنك المركزي في توجيه سعر الصرف من جانب واحد بصفته العارض الوحيد من العملة من العملات الأجنبية بسبب قلة حجم الصادرات خارج قطاع المحروقات وذلك بما يتوافق مع الأهداف المتعلقة باحتياطات الصرف والسياسة النقدية⁽²⁾.

1- طريقة عمل نظام جلسات التسعير (fixing)

تعتمد طريقة نظام التسعير على جلسات يومية تعقد في مقر بنك الجزائر وتجمع ممثلي البنوك التجارية

1- Hocine Benissad, L'Algérie de la planification socialistes à l'économie de marché, ENAG Edition, Alger, 2004, P P : 108-109.

2- لحو موسى بخاري، المرجع السابق، ص: 299.

المقيمة برئاسة ممثل بنك الجزائر حيث كانت تعقد الجلسات أسبوعيا، وقد سمحت هذه الطريقة بتلبية طلب المتعاملين على العملات الأجنبية ووفرت فرصة للصيارفة لتعميق معارفهم وإدراك تأثير المعلومات السياسية والاقتصادية والمالية على سلوك سعر الصرف، كما مكنت من التحضير لإعداد التنظيمات والإجراءات والموارد البشرية الضرورية لإنشاء سوق الصرف، لكن الأمر المهم هو أن هذه الطريقة ساعدت في تحديد سعر صرف حقيقي يخضع لقانون العرض والطلب.

ما ميز تقنية التسعير (fixing) التي استمر العمل بها إلى غاية 1995 هو نجاح بنك الجزائر في توجيه سعر الصرف من جانب واحد دون اضطرابات، بما يتوافق مع الأهداف المتعلقة باحتياجات الصرف والسياسة النقدية، ويرجع ذلك إلى أحكام الصرف التي تجبر المصدرين على التنازل عن مداخيل الصادرات بالعملة الأجنبية بنسبة تقدر بـ 50% لدى بنك الجزائر، وبالنظر إلى طبيعة الاقتصاد الجزائري أين يتواجد العديد من طالبي العملة الأجنبية مقابل عارض وحيد (البنك المركزي) سمح للبنك المركزي بتوجيه صرف الصرف بطريقة فعالة، كما أن تواجد احتياطي صرف مقبول مهد لإرساء قابلية التحويل للدينار الجزائري وتحرير الواردات والشروع في إعداد سوق الصرف ما بين البنوك، واستمر هذا النظام إلى غاية 1995/12/31 أي دام خمسة عشر شهرا فقط⁽¹⁾.

2 - نتائج نظام التثبيت

بإدخال نظام التثبيت تكون الجزائر قد قطعا شوطا مهما في تسعير سعر الصرف حسب قوى العرض والطلب، والتخلص من التسعير الإداري لسعر الصرف، حيث أن سعر الصرف المحدد في نظام التثبيت يعتبر سعر صرف شبه حقيقي ناتج عن احتياجات ومواد السوق الجزائرية من العملات الأجنبية، وتعتبر جلسات التسعير مرحلة انتقالية تمهيدا لقيام سوق الصرف ما بين البنوك وسمح هذا النظام بما يلي⁽²⁾:

- تحديد سعر صرف الدينار بالمناقصة؛

- تعزيز قابلية تحويل الدينار في إطار سعره الرسمي؛

- تقليل الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي.

تعتبر مرحلة العمل بنظام جلسات مرحلة صغيرة امتدت إلى غاية 1995/12/31 لكنها تعتبر المرحلة

1- بلحش عائشة، سعر الصرف الحقيقي التوازني -دراسة حالة الدينار الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نفود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014، ص: 491.

2- بن قدور علي، دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر (1970-2010)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص: 130-131.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

التي بدا فيها التخلي بصفة نهائية عن أسعار الصرف الثابتة وتحديد سعر الصرف حسب قوى العرض والطلب بما يتوافق مع احتياطات سعر الصرف وطلبات المتعاملين وأهداف التنمية ومما ساعد النظام الجديد هو:

- نجاح برنامج الاستقرار والتحكم في الوضع النقدي؛
- اتجاه معدلات التضخم نحو الانخفاض؛
- تمركز احتياطي الصرف لدى بنك الجزائر.

ثانيا: سوق الصرف بين البنوك وانتقال الدينار إلى التعويم الموجه

تعتبر سوق الصرف بين البنوك المكان الذي يتم فيه النقاء العرض مع الطلب على العملات الأجنبية وتم تأسيسه من طرف البنك المركزي حسب اللائحة رقم 95-08 في ديسمبر 1995 المتعلقة بسوق الصرف والأمر رقم 95-78 في ديسمبر 1995 المتعلقة بقواعد ومراكز الصرف والأمر رقم 95-79 المؤرخ في ديسمبر 1995 المتعلقة بطريقة وعمل سوق الصرف بين البنوك الذي يهدف إلى معالجة جميع عمليات الصرف من بيع وشراء على الحساب ولأجل بين العملة المحلية والعملات الأجنبية، وقد بدأت أول العمليات في سوق الصرف بين البنوك تتحقق انطلاقا من 02 جانفي 1996 ومنذ تلك الفترة أصبحت إدارة سعر الصرف تتم وفق التعويم الموجه حيث يمكن للبنك المركزي تعديل سعر الصرف حسب متطلبات الاقتصاد الوطني دون الإعلان المسبق لمسار التعويم ويحتوي سوق الصرف بين البنوك على نوعين⁽¹⁾

- سوق الصرف الفوري (spot).

- سوق الصرف الآجل (forward).

يكون تدخل البنك المركزي في هذا السوق في إطار تسيير الاحتياطات من العملة الأجنبية والذهب بواسطة مداخل صادرة المحروقات والمنتجات المنجمية ويشغل سوق الصرف بين البنوك بصورة مستمرة وتعالج العمليات بواسطة الهاتف أو التلكس أو السويفت (SWIFT). تم تدعيم سوق الصرف ما بين البنوك بأنظمة مراقبة مراكز الصرف، للتدابير الاحترازية ويتوجب على البنوك والمؤسسات المالية احترام ما يلي⁽²⁾:

1- تحديد نسبة قصوى 10% بين مركز الصرف لكل عملة وبين قيمة الأموال الخاصة.

2- تحديد نسبة قصوى 30% بين مراكز الصرف لكل العملات وقيمة الأموال الخاصة.

على هذا الأساس للوكلاء المعتمدين والمؤسسات المالية التي تتدخل في سوق الصرف، امتلاك نظام

1- سمير ايت يحي، مرجع سبق ذكره، ص: 166.

2- اللائحة رقم 95-07 المؤرخة في 23 ديسمبر 1995 المتعلقة بنظام مراقبة الصرف الأجنبي.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

دائم للقياس يسمح بتسجيل العمليات بالعملات الأجنبية وحساب مركز الصرف لكل عملة أجنبية ومراكز الصرف لكل العملات وإرسال التقارير بصفة دورية إلى بنك الجزائر.

ثالثا: تقييم سوق الصرف ما بين البنوك

يمكن ايجاز أهم نقاط تقييم سوق الصرف ما بين البنوك فيما يلي⁽¹⁾:

- بقاء سوق الصرف محتكرا من طرف عارض وحيد؛
- وجود عيوب تنظيمية لدى اغلب الوسطاء المعتمدين؛
- عدم وجود ربط بين غرف الصرف (المكتب الأمامي، المكتب الوسطي والمكتب الخفي).

لا يزال سوق الصرف ما بين البنوك مُحتكرا من طرف بنك الجزائر بصفته العارض الوحيد للعملات الصعبة في هذه السوق، كما أن سعر صرف الدينار الجزائري الحقيقي بقي بعيدا عن الأساسيات الاقتصادية، مع بقاء سعر الصرف منخفض والسبب الرئيسي وراء إبقاء سعر الصرف منخفض بالرغم من تحسن المؤشرات الاقتصادية يكمن في توصيات صندوق النقد الدولي وذلك لتشجيع الصادرات خارج المحروقات وتشجيع الاستثمار الأجنبي كما أن سعر صرف منخفض يساهم في مسح مديونية الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي (2000 مليار دج سنة 2002)⁽²⁾.

المطلب الثاني: تطور معدل التضخم في الجزائر

عرف معدل التضخم في الجزائر عدة تطورات حسب تغير الظروف الاقتصادية حيث عرف مستويات كبيرة خلال فترة التصحيح الهيكلي مع تراجع مستمر خلال السنوات الأخيرة بفضل تدخل بنك الجزائر وامتصاص السيولة الزائدة من القطاع المصرفي واستهداف معدل ثابت ومستقر من مستوى التضخم في حدود 4%.

الفرع الأول: الفترة 1970-1990

لقد تطلب تطبيق إستراتيجية التنمية في الجزائر تمويلا نقديا كبيرا وأمام عجز الادخار الوطني على تلبية الاحتياجات الضرورية لتمويل الاستثمارات لجأت السلطات العمومية إلى الاقتراض إضافة إلى الإصدار النقدي بدون مقابل من المنتجات.

كان معدل التضخم يقدر سنة 1970 ب 6.6% ثم بلغ الذروة في الفترة ما في السنتين 1985، 1986 حيث قدر على التوالي 10.48%، 12.37% وكان ذلك بسبب الإصدار النقدي لمواجهة عجز الميزانية نتيجة انهيار أسعار البترول ابتداء من مارس 1983 والذي بلغ أدنى مستوى له في أوت 1986 حيث بلغ

1- سمير ايت يحي، مرجع سابق، ص: 167.

2- Nordine GRIN, L'économie algérienne otage de la politique, CASBAH édition, Alger, 2004, P: 92.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

سعر برميل النفط 8 دولارات ويرجع التضخم في الجزائر إلى عدم مرونة جهاز العرض خاصة السلع الزراعية واعتماد الجزائر على قطاع النفط وعدم تنوع قطاع الصادرات مما أدى إلى خلق فجوة بين الطلب والعرض في الاقتصاد، كما أن السياسة النقدية كانت غير واضحة المعالم بالإضافة إلى الإختلالات المالية والهيكلية التي كانت تعاني منها المؤسسات العمومية في تلك الفترة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الفترة 1989-1998

تميزت هذه الفترة من 1989 إلى 1994 باستقرار نسبي لمعدل التضخم الذي انتقل من 16.62% سنة 1990 إلى 25.88% سنة 1990 ليصل إلى معدل أقصاه 31.67% سنة 1992، هذا الارتفاع في معدل التضخم يمكن تفسيره بعاملين أساسيين⁽²⁾:

- تحرير الأسعار ابتداء من سنوات التسعينات والتوجه نحو اقتصاد السوق حيث تم تحرير

حوالي 85% من الأسعار والتقليل من الأعباء التي تتحملها الخزينة؛

- التوجه نحو التخفيض التدريجي في قيمة الدينار بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي مما أدى إلى ارتفاع السلع المستوردة التي انتقل تأثيرها إلى مؤشر أسعار الاستهلاك في الاقتصاد الوطني.

منذ بداية 1994 زاد تدهور الحالة الاقتصادية وظهور الإختلالات على المستوى الكلي بسبب استمرار ضعف أسعار البترول، هذا التدهور في الحالة الاقتصادية أدى بالسلطات الجزائرية إلى الاعتماد على برامج التصحيح الهيكلي المبرمة مع صندوق النقد الدولي في الفترة ما بين ماي 1994 وماي 1998 حيث مر هذا البرنامج بمرحلتين المرحلة الأولى تمتد من ماي 1994 إلى ماي 1995 وتسمى هذه المرحلة بالنهوض، تم خلالها دراسة وضعية الاقتصاد الجزائري والشروط الملائمة لتحرير السوق والمرحلة الثانية كانت من ماي 1995 إلى ماي 1998 حيث في هذه المرحلة الشروع في تطبيق توصيات برنامج التصحيح الهيكلي من خلال تحرير الأسعار جزئيا لبعض المنتجات وتخفيض الدعم عن المنتجات الغذائية والطاقوية مما أدى إلى ارتفاع الأسعار إلى 100% ما بين (1994-1995) وبنسبة 60% ما بين سنتي (1995-1996)، لكن اثر تحرير الأسعار والتخفيض الثاني للدينار لم يدم طويلا حيث انخفض إلى 29.78% نهاية 1995 ليستقر حول 4.95% سنة 1998⁽³⁾.

1- بن بركة الزهرة، دراسة قياسية لتأثير سعر الصرف على التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2011، أبحاث إدارية واقتصادية- العدد الثالث عشر، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جوان 2013، ص ص : 209-210.

2- نفس المرجع السابق، ص: 120.

3- نفس المرجع السابق، ص ص: 210-211.

الفرع الثالث: الفترة من 2000-2016

بداية من سنوات 2000 بدأ الاقتصاد الجزائري يعرف نوع من التحسن والتعافي ويعود ذلك بنسبة كبيرة إلى ارتفاع أسعار النفط في السوق العالمي مما أدى إلى تراكم احتياطات صرف معتبرة وتزايد مستويات الادخار الوطني هذا أدى بالسلطات المحلي إلى إنشاء صندوق للادخار الوطني للمحافظة على نوع من الدخل للأجيال القادمة، لكن الاقتصاد الوطني يعتبر حساسا بصورة كبيرة إلى الانخفاض في العائدات الهيدروكربونية حيث تشكل هذه الأخيرة ابتداء من سنة 2002 أين بدأت أسعار النفط بالارتفاع إلى غاية سنة 2014 أين بدأت أسعار النفط بالانخفاض ما يقارب 98% من الصادرات و69% من العوائد الجبائية و 36% من الناتج الداخلي الخام⁽¹⁾ ومعدل التضخم يتأثر أيضا بالتقلبات الناتجة عن عدم استقرار أسعار النفط بسبب تأثير عدم استقرار أسعار النفط على مستويات الكتلة النقدية وأسعار السلع العالمية التي ينتقل أثرها إلى الاقتصاد المحلي عن طريق قناة أسعار الصرف من خلال أسعار السلع المستوردة بسبب ضعف البنية التحتية والهيكلية والتنظيمية للأسواق المحلية المنتجة للسلع الغذائية وعرف معدل التضخم في الجزائر نوع من الاستقرار حول المستوى المستهدف من طرف السلطات النقدية بالرغم من ارتفاعات الأسعار في سنة 2004 و2009، لكن بداية من سنة 2012 وصل معدل التضخم في الجزائر إلى مستوى غير مسبوق وقدر بحوالي 11%⁽²⁾ في بداية سنة 2012 والتي كانت ترجع بنسبة كبيرة إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية في السوق العالمي واستعمل البنك المركزي عدة وسائل للتقليل من حدة التضخم وهي على الخصوص⁽³⁾:

- زيادة أحجام مزايدات الودائع (deposit auction)؛
 - زيادة معدلات الفائدة في العديد من المرات على التعاملات في السوق النقدي؛
 - زيادة أجال استحقاق نسبة كبيرة من مزايدات الودائع من أسبوع إلى ثلاث أشهر؛
 - التعامل بتسهيلات الودائع ليوم واحد (overnight deposit facility) لتصحيح اختلالات السيولة قصيرة الأجل في القطاع البنكي؛
 - زيادة متطلبات الاحتياطي من 9% إلى 11% في الثلاثي الثاني والثالث من سنة 2012.
- يرجع ارتفاع معدل التضخم في الجزائر خلال هذه الفترة بنسبة كبيرة إلى ارتفاع أسعار المواد الاستهلاكية المكونة لسلة مؤشر أسعار الاستهلاك في الجزائر والتي تمثل حوالي 43.9% من إجمالي المؤشر كما يظهر من الجدول رقم (07) الموالي وأغلب هذه المواد تخضع إلى التسعير الإداري والدعم

1 - International Monetary Fund, **Article IV consultation-press release and staff report**, IMF country report NO: 16/127, 19/06/2016. P: 04.

2 - S. Ben Naceur, **Understanding inflation in Algeria**, International Monetary Fund, IMF country report NO: 13/48, 2013, P: 22.

3 - IBID, P P: 12-13.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

كما تتأثر هذه المواد الغذائية بالمشاكل المتعلقة باختلال جوانب العرض في الاقتصاد الوطني كالعقبات المتعلقة بالبنية التحتية ومشاكل التخزين والتوزيع ووجود نوع من الاحتكارات، كما أن معدل التضخم يتأثر بارتفاع أسعار المواد المستوردة عن طريق قناة سعر الصرف والجدول الموالي يوضح تكوين مؤشر أسعار الاستهلاك وأوزان مختلف البنود التي تشكل هذه المؤشر⁽¹⁾.

الجدول رقم (07): مكونات مؤشر أسعار الاستهلاك في الجزائر والتذبذب (ماي 2016)

	الأوزان	معامل التغير ماي 2015 / ماي 2016
غذاء ومشروبات	%43.9	3.90
ملابس وأحذية	%7.45	13.94
السكن وتبعاته	%9.29	6.89
أثاث وملحقات	%4.96	5.36
العناية الصحية	%6.20	6.75
النقل والمواصلات	%15.85	12.23
التعليم والثقافة والترفيه	%4.52	3.97
أخرى	%8.64	10.74

المصدر: <http://www.ons.dz/-Prix-a-la-consommation-.html>

من خلال الجدول يتضح أن نسبة كبيرة في تكوين هذا المؤشر ترجع إلى المواد الغذائية وبالتالي فإن أي اختلال في أسعار المواد الغذائية سوف ينعكس بشكل مباشر على مستويات التضخم في الجزائر سواء على المستوى المحلي (المناخ) أو المستوى الدولي (ارتفاع أسعار المواد الغذائية على المستوى الدولي)، كما أن نسبة كبيرة من هذه المواد (حوالي الثلث) تتحدد إداريا وتخضع إلى الدعم من طرف الحكومة كما هو موضح في الجدول رقم (08) الموالي:

1 - International Monetary Fund, Staff report, **Op-cit**, P: 06.

الجدول رقم (08): مقدار الدعم في الجزائر لسنة 2015

المبلغ (مليار دينار)	
926	الإعانات الصريحة
357	الإسكان
109	التعليم
225	الغذاء
74	الكهرباء، الغاز، والمياه
160	معدلات الفائدة
1367	الإعانات الضمنية
67	الإسكان
1300	الطاقة (وقود، غاز، كهرباء)

المصدر: International Monetary Fund, 2016 article IV consultation, Op-cit, P:13

تجاوز في سنة 2015 متوسط معدل التضخم 4.8 % المستوى المستهدف ومن المحتمل أن يرجع ذلك بنسبة كبيرة إلى انخفاض أسعار الصرف الفعلية الاسمية وارتفاع أسعار السلع (ومن بينها أسعار السلع المقننة) وأيضا المشاكل المتعلقة بالعرض في الاقتصاد الوطني (ضعف البنية التحتية وجود نوع من احتكار القلة OLIGOPOLIES) مما يؤثر على كفاءة التسعير في الاقتصاد الوطني كما انه من المحتمل ان يبقى معدل التضخم فوق المستوى المستهدف من طرف البنك المركزي بسبب الانخفاض المتواصل في قيمة العملة الوطنية وزيادة مستويات الأسعار الإدارية للطاقة في قانون المالية لسنة 2016(1).

المطلب الثالث: تطور نظام الرقابة على الصرف وإدارة سعر الصرف في الجزائر

عرف نظام الرقابة على الصرف عدة تطورات اختلفت باختلاف أهداف التنمية المنشودة مثل حماية الاقتصاد الوطني وترقية الصادرات وكذلك حسب القيود المفروضة مثل ضعف البنية الاقتصادية وشح موارد العملة الصعبة.

الفرع الأول: المرحلة الأولى (1962-1970)

تميزت هذه المرحلة بسلسلة من الإجراءات التي تهدف إلى حماية الاقتصاد الوطني من المنافسة الأجنبية وتخليص البلاد من الوصاية المفروضة عليها من البلد المستعمر وذلك بإقامة علاقات اقتصادية أوسع مع البلدان الأخرى وتنشيط التجارة الخارجية، وتم الاعتماد في هذه المرحلة على نظام الحصص والاحتكار والاتفاقيات الثنائية من جهة أخرى(2).

1 - IBID, P P: 6-10.

2- محمود حميدات، المرجع السابق، ص ص:172-174.

عرفت هذه الفترة العديد من المشاكل أبرزها الهروب المكثف لرؤوس الأموال نحو الخارج بموجب اتفاقيات التعاون الاقتصادي والمالي مع البلد المستعمر، وعليه أخذت السلطات العمومية مجموعة من الإجراءات ترمي إلى إضفاء طابع الصرامة في الرقابة على الصرف من خلال نظام الحصص، ويخص هذا النظام كل العمليات المسددة بعملات أجنبية حيث أصبحت خاضعة إلى تراخيص من قبل وزارة المالية واحترام الحصص المقررة بالإضافة إلى الهيئات الاحتكارية الوطنية المسيرة من طرف الدولة (الدواوين الوطنية) وتتمثل الأهداف الرئيسية لنظام الحصص ما يلي⁽¹⁾:

- إعادة توجيه الواردات حسب قدرات كل منطقة؛
- الحد من السلع الكمالية وتوفير العملات الصعبة؛
- حماية الإنتاج الوطني؛
- تحسين وضع الميزان التجاري.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية (1971-1977)

عرفت هذه المرحلة سيطرة وتحكم كلي للدولة على الاقتصاد حيث شهدت إنشاء مكثفا للاحتكارات المسيرة من طرف الشركات الوطنية لحساب الدولة، بالإضافة إلى التسارع الكبير لمستوى النشاط الاقتصادي التابع عن تنفيذ المخطط الرباعي الأول والثاني، كما تميزت هذه المرحلة بفرض مزيد من القيود على التجارة الخارجية خاصة فيما يتعلق بالواردات حيث تم وضع ترخيص إجمالي للواردات كم تمت مراقبة كل العمليات التجارية بين المؤسسات الوطنية والأجنبية، بالإضافة إلى التخلي عن النصوص التجارية والمالية التي تربط بين الجزائر وفرنسا التي جاءت بعد الاستقلال⁽²⁾.

من القيود الأساسية التي ميزت هذه المرحلة وجود إشعارات الصرف التي تحكم المؤسسات والإدارات العمومية بالمؤسسات الأجنبية والدعائم المالية لقانون الاستثمارات وطبيعة كل من التمويل الخارجي والاستدانة الخارجية⁽³⁾.

الفرع الثالث: المرحلة الثالثة (78-87)

شهدت هذه المرحلة مصادقة المجلس الشعبي الوطني على القانون المتضمن احتكار الدولة للتجارة الخارجية التي تعني إقصاء الوسطاء الخواص في مجال التجارة الخارجية، كما حدد القانون فترة انتقالية

1- نفس المرجع السابق، ص: 174.

2 - دوحة سلمى، اثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها-دراسة حالة الجزائر -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير، جامعة محمد خيصر بسكرة، 2014-2015، ص: 176.

3- محمود حميدات، مرجع سابق، ص: 177.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

تميزت بتوسيع نظام الاحتكار والحصص ليشمل مجال الصادرات حيث أصبحت كل السلع والخدمات التي لا تخضع لنظام الاحتكار خاضعة للترخيص المسبق للتصدير مما يعني الرقابة على مجموع النشاط الاقتصادي مع بقية العالم، بالإضافة إلى ما سبق فإن قانون السوق العمومية قد أضفى على العلاقات بين المؤسسات العمومية الوطنية طابع الديمومة والاستقلالية في إطار المبادلات الدولية، مما أعطى دفعا قويا لتوحيد النصوص التنظيمية التي تحكم الصرف من منظور السياسة الاقتصادية الجديدة للبلاد(1).

تدعمت هذه الأحكام بالبحث عن عقود متعددة السنوات واتفاقيات ثنائية مع الحكومات الأجنبية قصد حماية البلاد من كل التأثيرات السلبية الناتجة عن علاقات القوى السائدة في مجال التجارة الخارجية، وتم السماح في هذا الإطار للأشخاص الطبيعيين الجزائريين بفتح حسابات بالعملة الأجنبية في الجزائر وتستفيد هذه الحسابات من المكافأة على أرصدها بالإضافة إلى التنازل لفائدة شركات الاقتصاد المختلط في قطاع السياحة ما نسبته 20% من إيرادات العملة الصعبة المحققة، كما صدر في هذه الفترة النظام الجديد المتعلق بالبنوك والقرض الذي أعطى دور أكثر أهمية للبنوك التجارية والبنك المركزي في الاستعادة التدريجية لصلاحياتها في مجال الصرف، فأصبحت بمقتضى ذلك تشارك في إعداد التشريعات والتنظيمات المتعلقة بالصرف والتجارة الخارجية، كما تعمل على تقييم أثارها على العملة الوطنية وفي هذا الإطار أسندت مهمة التشريع والتنظيم المتعلقة بالصرف إلى البنك المركزي الجزائري(2).

الفرع الرابع: مرحلة استقلالية المؤسسات العمومية

تميزت هذه المرحلة بصدور عدة قوانين تتضمن في مجملها على توفير شروط استقلالية المؤسسات العمومية وإرساء الطابع التجاري لمعاملاتها، بالإضافة إلى المشاركة الفعالة لمؤسسات القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي للبلاد ورفع القيود على التجارة الخارجية وإلغاء نظام التراخيص على الصادرات والواردات وإعطاء نوع من الاستقلالية للمؤسسات العمومية، وأدى هذا التطور إلى تكريس دور البنك المركزي ودور البنوك التجارية التي تقوم بالرقابة على البرنامج العام للتجارة بتفويض من البنك المركزي الذي اقتصر دوره في الرقابة على الصرف مع وزارة المالية، كما تم إنشاء لجنة الاقتراض الداخلي التي مقرها في البنك المركزي وتشرف على متابعة ومراقبة ومنح الموافقة على القروض الخارجية التي تتعدى 2 مليون دينار، ومع تطور الإصلاحات الاقتصادية خلال هذه الفترة التي تميزت بميلاد قانون النقد والقرض الذي ركز بشكل ذو أهمية أكبر على المبادئ الأساسية للرقابة على الصرف

1- محمود حميدات، خليلي كريم، سياسات وإدارة أسعار الصرف في الجزائر، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات، العدد الثالث، أيام 21-25 سبتمبر 1997، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 162-163.

2- محمود حميدات، خليلي كريم، المرجع السابق، ص: 163.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

وجعلها من اختصاص البنك المركزي الذي أصبح يعرف بموجب هذا القانون ب (بنك الجزائر) كما جاء هذا القانون بتعليمات جديدة تتعلق بتنظيم القطاع البنكي مع منح مزيد من المرونة في إدارة سعر الصرف بما يتوافق مع متطلبات اقتصاد السوق والقيود المفروضة على الاقتصاد الجزائري⁽¹⁾.

الفرع الخامس: الرقابة على الصرف في قانون النقد والقرض

شرع البنك المركزي منذ 1990 في وضع الأدوات اللازمة للرقابة على سعر الصرف والمتعلقة بالاستيراد والتصدير والاستثمارات الأجنبية في الجزائر والاستثمارات الوطنية في الخارج وحسابات العملاء بالعملة الصعبة والعمليات الجارية الأخرى مستخدما مجموعة من الضوابط والآليات التي تتمثل في(2):

- يتم تحويل الأموال سواء إلى الجزائر أو الخارج عن طريق إحدى الوسائط المالية المعتمدة أو المرخص لها بالعمل في الجزائر؛
- يتمتع بحق التحويل كل شخص طبيعي أو معنوي مقيم في الجزائر، كما يسمح لغير المقيمين بفتح حسابات بالعملة الصعبة لدى الوكلاء المعتمدين؛
- يقوم الوسيط المعتمد بمنح المستورد العملة الصعبة اللازمة لعملية الاستيراد وفق الشروط المحددة من طرف بنك الجزائر والتأكد من شروط توفر القدرة المالية للمستورد وتوفير الضمانات الكافية؛
- يقوم الوسيط المعتمد عقب استلام عوائد الصادرات باقتطاع جزء من العملة الصعبة وباقي المبلغ يحول إلى حساب المصدر بالدينار، حيث تختلف النسبة المقتطعة حسب نوع النشاط (10% للنقل والتأمين، 20% للسياحة، 50% للمحاصيل الزراعية والصيد، 100% لكل القطاعات الأخرى باستثناء المعادن والمحروقات).

تميزت سياسة الحكومة الجزائرية في ظل هذه الفترة بنوع من التناقض حيث تهدف الحكومة الجزائرية إلى منح مزيد من الحرية للاستثمارات الأجنبية والوطنية الأمر الذي يتناقض مع فرض نوع من الرقابة على الصرف حيث تتمتع الاستثمارات الأجنبية والوطنية بعدة مزايا مقارنة بالسنوات السابقة سواء فيما يتعلق بنوع الشراكة (شركة رؤوس أموال أجنبية، شركة ذات أسهم، شركة ذات مسؤولية محدودة، وكلاء، بائعين بالجملة) أو فيما يتعلق بتصدير العوائد والأرباح، لكن يتطلب أن تتماشى هذه الاستثمارات مع مخططات التنمية المرتقبة وترقية المورد البشري الوطني وإحداث مناصب الشغل وتوفير التكنولوجيا⁽³⁾، كما أن إيداع موارد العملات الصعبة تستفيد من مكافآت تختلف باختلاف مدة الإيداع بعد

1- دوحة سلمى، مرجع سابق، ص: 177.

2- بلحشر عائشة، مرجع سابق، ص: 362.

3- محمود حميدات، مرجع سابق، ص ص: 184-188.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

اقتطاع جزء من عائدات العملة الصعبة في حسابات أجنبية⁽¹⁾، الأمر الذي يعتبر كنوع من التقييد ويتناقض أيضا مع مبدأ اقتصاد السوق وحرية الاستثمار وهذا بسبب العوائق التي تحيط بالاقتصاد الجزائري مثل ضعف قطاع التصدير خارج المحروقات وضرورة توفير حد من الاحتياطات الأجنبية لمجابهة إختلالات ميزان المدفوعات.

المبحث الثاني: متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم في الجزائر

تتطلب سياسة استهداف التضخم توفر مجموعة من الشروط الأساسية مثل استقلالية البنك المركزي وتوفير مستويات عالية من الشفافية والمساءلة والمصداقية بالإضافة إلى تطور البنية المالية والمصرفية للاقتصاد وغياب السيطرة الضريبية ووجود قدرات واعدة بمستوى التنبؤ بالتطورات المستقبلية لمستوى التضخم وذلك للقيام بإدارة السياسة النقدية بمستوى عالي من الكفاءة كما هو معمول به في العديد من البلدان.

المطلب الأول: الاستدامة المالية (Fiscal sustainability)

يلعب غياب سيطرة المالية العامة دورا مهما في سياسة استهداف التضخم حيث يكون التضخم في هذه الحالة ذو جذور نقدية وليست مالية مما يسهل التحكم فيه بكفاءة من السلطة النقدية.

الفرع الأول: وضع الاستدامة المالية في الجزائر

تعتبر موارد الطاقة الأحفورية مثل البترول والغاز موارد زائلة وغير قابلة للتجدد وتتحدد أسعارها خارج الاقتصاد الجزائري حيث تعتمد الجزائر بنسبة كبيرة على عوائد الجباية البترولية في إعداد الميزانية ونتيجة لذلك فإن تذبذب أسعار المحروقات سوف ينتقل أثره إلى الميزان الجبائي خارج قطاع المحروقات (nonhydrocarbon fiscal balance) مما يؤثر سلبا على⁽²⁾:

- مستويات الطلب الكلي والقطاع الخاص؛
- كفاءة وجودة السياسة المالية؛
- مستويات الاستثمار المخططة؛
- العدالة بين الأجيال (intergeneration equity)؛
- مصداقية صناع السياسة حيث أن هناك ميل لعدم تقليل مستوى الإنفاق في حالة شح الموارد خاصة في البلدان التي تعاني من ضعف الحوكمة وانتشار الفساد.

1- النظام رقم 90-02 المؤرخ في 08/09/1990 المتعلق بتحديد شروط فتح وسير الحسابات بالعملة الصعبة.

2- Holger Floerkemeier, **Fiscal management of hydrocarbon revenues**, International monetary fund, IMF country report No: 05/52, Algeria selected issues, February 2005, P P: 15-17.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

بينت الدراسات التجريبية أن أسعار المحروقات صعبة التوقع وليس هناك إجماع واضح ما إذا كانت أسعار المحروقات مستقرة ويمكن التنبؤ بها (mean reverting process) أو تتبع سيرورة عشوائية (random walk)، مما ينبغي على الحكومة استهداف مستوى من الدخل الدائم بدلا من الدخل الجاري أو استهداف الميزان الأولي خارج قطاع المحروقات the primary nonhydrocarbon fiscal balance لعدم اعتماد هذا الأخير على أسعار المحروقات المتذبذبة واحتياطات الصرف المحققة في السنوات السابقة أو يمكن الاعتماد على قاعدة مالية (fiscal rule) لإدارة الإنفاق والعوائد من خلال قوانين الميزانية بحيث يمكن فهمها من طرف الجمهور مما يعزز من مستويات الشفافية والمساءلة لصناع السياسة من خلال ما يلي:

- وضع سقف على السحب من صندوق ضبط الإيراد لإعطاء نوع من الشفافية في الإنفاق وتقليص مستويات السيولة في القطاع البنكي وتحسين سوق رأس المال من خلال الاعتماد على إصدارات المديونية لتحسين سوق رأس المال(1).
- الاعتماد على متوسط متحرك في إعداد الأسعار المرجعية للبتروال الخاصة بالميزانية حيث أن اللجوء إلى السحب من صندوق ضبط الإيراد جعل من السعر المرجعي الحقيقي المعتمد هو 89 دولار للبرميل بدل 37 دولار للبرميل المعلن عنه (2)، كما أن اعتماد المتوسطات المتحركة يساهم في تمهيد (SMOOTHING) مستويات الإيراد والإنفاق كما هو معمول به في العديد من البلدان، والجدول رقم (09) الموالي يوضح قواعد السعر في بعض البلدان المختارة(3).

الجدول رقم (09): قواعد السعر الخاصة بإعداد الميزانية في بلدان مختارة

البلدان	الوصف	القاعدة
غانا	متوسط متحرك 5 سنوات لأسعار البترول في السنوات السابقة	0/0/5
الشيلي	متوسط متحرك 10 سنوات لأسعار البترول في السنوات السابقة	0/0/10
ترينيداد وتوباغو	متوسط 5 سنوات سابقة-السعر الحالي-اسعار 5 سنوات مستقبلية	5/1/5
المكسيك	متوسط 10 سنوات سابقة-السعر الحالي-وسعر ثلاث سنوات مستقبلية مرجح ب 75-50-25	3/1/10
منغوليا	متوسط 12 سنة سابقة-السعر الحالي-أسعار ثلاث سنوات مستقبلية	3/1/12

المصدر: S.A-j.Taposba, Op,cit, P: 26

1- Andrew Jewell, Meeting ALGERIA's fiscal challenges, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 14/342, December 2014, P: 06.

2 - Daniela Gressani et al, Preserving macroeconomic stability in ALGERIA, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 13/47, February 2013, P: 16.

3 - S.A-j.Taposba, Designing a fiscal framework for Algeria, International monetary fund, country report No: 14/34, Algeria selected issues, February, 2014, P: 26.

الفرع الثاني: النشاطات شبه المالية

تمثل النشاطات الشبه المالية إنفاق خفي وعادة غير منظور وتستفيد منه مجموعات ضيقة من المجتمع، وهي نشاطات تقوم بها البنوك الممنوحة للدولة والمؤسسات وبعض شركات القطاع الخاص حيث تكون الأسعار المطبقة أقل من أسعار السوق مثل القروض المدعومة التي يمنحها البنك المركزي والبنوك المملوكة للدولة والخدمات العمومية غير التجارية التي تمنحها المؤسسات التابعة للدولة مثل بعض الأسعار التي تطبقها شركة سونطراك وشركة سونلغاز والجزائرية للمياه التي تمنح أسعار أقل من أسعار السوق، كذلك القروض الممنوحة للمؤسسات العمومية المفلسة من طرف الخزينة العمومية التي تمثل دعم ضمني للأسعار ولا تتماشى مع معايير الشفافية المدرجة في قانون صندوق النقد الدولي وعلى الأقل يجب الإبلاغ عنها بطريقة شفافة وإدراجها في التقارير المالية للحكومة⁽¹⁾.

الفرع الثالث: الشفافية المالية

تعتبر كل من الشمولية والوضوح والموثوقية واختيار الأفق الزمني المناسب وتوفير الإفصاح عن ماضي وحاضر ومستقبل المالية العمومية أمور بالغة الأهمية لإدارة جيائية فعالة تضمن للحكومة صورة واضحة وصادقة أثناء إعداد القرارات الاقتصادية بما فيها تكاليف ومنافع تغيرات السياسة والأخطار المحتملة المرتبطة بها، كما تمنح المشرعين وأصحاب المصلحة بالمعلومات الملائمة لمساءلة الحكومة وتحديد الأدوار والمسؤوليات، والجزائر كعضو في صندوق النقد الدولي وتساهم في تطبيق قانون الممارسات الجيدة والشفافية غير أن هناك العديد من جوانب النقص يمكن تلخيصها في مايلي⁽²⁾:

- يتم تقييم الاحتياطي القانوني للبنوك إلى مستوى أقل حيث تتلقى البنوك عائد 2.5 % سعر فائدة أي أقل من العائد السوقي على استثمار تلك الأموال.
- ينص الأمر رقم 01-04 المؤرخ في أوت 2001 الخاص بتنظيم وإدارة عمليات الخصخصة على أن هذه الأخيرة يجب أن تتم وفق قواعد الشفافية والإفصاح، لكن بعض عمليات الخصخصة تمت وفق اتفاقيات مشتركة غير منشورة وحولت عوائدها إلى حسابات خاصة غير خاضعة للضرائب (compte d'affectation special) مما يحد من شفافية هذه التحويلات.
- لا توجد تقارير منشورة عن عمليات الاستحواذ وحيازات الملكية الناتجة عن مساهمات بعض المؤسسات العمومية في المشاريع المشتركة (joint venture) التي يحوز القطاع العام على جزء منها.
- مشاركة الحكومة بشكل مكثف في إعداد ميزانيات الجماعات المحلية حيث جزء كبير من التمويل

1- Mohsin et al, **Report on the observance of standards and codes-Fiscal Transparency Module**, IMF Country Report No: 05/68, International Monetary Fund, December 2004, P: 05.

2 - **IBID**, P P: 6-26.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

- ينأتى عن طريق التحويلات الحكومية الخاصة بللصندوق المشترك للجماعات المحلية مما يؤثر على استقلالية هذه الجماعات المحددة في قانون البلدية والولاية، كما تقوم الحكومة بامتصاص جزء من ديون الجماعات المحلية في علاقاتها مع المؤسسات العمومية.
- تعقيد في بعض الأحكام التشريعية كإعفاءات الرسم على القيمة المضاعفة ونظام الضريبة الجزافية (taxe forfaitaire) يعطي هامش من حرية التصرف الإدارية في تنفيذ القوانين والحد من شفافية العمليات في ظل محدودية الحوار مع الشركاء الاجتماعيين.
 - وجود النظام شبه المالي (the parafiscal) يعني أن العبء الضريبي غير ظاهر كلية من خلال قانون الميزانية (الضرائب شبه الجبائية هي كل الحقوق والرسوم المحققة لفائدة شخص اعتباري من غير الحكومة الوطنية والمحلية)، بالإضافة إلى أن ضرائب الحكومة المحلية غير مدرجة في تقارير بحيث يطلع عليها الجمهور.
 - المؤونات المخصصة لمواجهة النزاعات الضريبية موجودة ومعمول بها قانونيا لكنها غير كافية مع وجود تناقضات في تطبيق القوانين مما يستدعي استقلالية النظام القضائي.
 - يتم تسجيل العمليات على أساس قاعدة النقد المعدلة (Basis modified cash) التي تأخذ بعين الاعتبار بعض البنود في انتظار الدفع بعين الاعتبار وتنفيذ عمليات الموازنة في نهاية السنة يستعمل ما يعرف فترة الموازنة التكميلية لأجال متغيرة التي قد تدوم إلى بضعة أشهر مما يعقد من إعداد القوائم المالية ويضعف من شفافية العمليات، لكن الجزائر تقوم بإصلاحات جارية لإدراج وتنفيذ أساس الاستحقاق المحاسبي (Accrual basis accounting).
 - بالرغم من المادة رقم 16 من الأمر 95-20 تنص على إصدار التقارير السنوية لمجلس المحاسبة الذي يتم توجيهه إلى رئيس الجمهورية والمجلس التشريعي، وإصداره في الجريدة الرسمية، فإنه لم يتم نشر سوى التقارير السنوية الخاصة بسنة 1996 و1997، كما أن مشروع مراجعة قانون الموازنة وتقرير التقييم المقدم إلى الهيئة التشريعية يرجع إلى سنة 1982.

الفرع الرابع: متطلبات تحسين الشفافية المالية

- من أجل تحسين مستوى الشفافية ينبغي القيام ببعض التدابير المستعجلة بناء على الأنظمة والأطر التشريعية الموجودة بغية زيادة مستوى الإبلاغ مع مختلف أصحاب المصلحة حول تنفيذ العمليات المالية الحكومية وإبلاغ البيانات للجمهور والمجتمع المدني حيث يؤثر مثل هذه الإجراءات على إعداد وتنفيذ ومراقبة الميزانية (1).
- ينبغي تقديم قوائم شاملة لكل وزارة توضح الإعتمادات المقترحة لكل من ميزانية التجهيز والتسيير كما

1- IBID, P P: 26-27.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

تقدم بطريقة توضح مراحل تنفيذ المشروع فيما يتعلق بتراخيص البرامج وإعتمادات الدفع.

- ينبغي تقديم قانون الموازنة مع ملاحق توضح: تقييم لكل مداخيل الضرائب والنسب الممنوحة للجماعات المحلية ومختلف الوكالات، توقعات مفصلة لمداخيل ونفقات حسابات الخزينة الخاصة وتوقعات لمستويات الإنفاق الضريبي وتقييم الأصول المالية الحكومية والضمانات والإعانات الناتجة عن النشاطات الشبة المالية التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المملوكة للدولة.
- ينبغي إصدار بيانات عن تنفيذ الميزانية في موقع وزارة المالية كل شهر بناء على ميزان الحسابات المجمع المحرر من طرف الوكالة المحاسبية المركزية للخزينة وكذلك القوائم الممركزة (CENTRALIZED STATEMENTS) بمزيد من التفصيل للسماح بمراقبة توافق وانسجام البيانات.
- ينبغي عرض تقارير دورية ومفصلة عن مستويات الدين العمومي على الهيئة التشريعية وإفصاح هذه البيانات.
- ينبغي إصدار بيانات مجمعة ومركزة وموحدة حول الجماعات المحلية كل فصل من طرف المديرية العامة للمحاسبة من أجل معرفة المشاكل المالية التي تواجه هذه الكيانات المستقلة وإيجاد الحلول لتعزيز قابلية استمراريتها.
- ينبغي إرسال تقارير مجلس المحاسبة إلى السلطة التشريعية ومناقشتها وإصدارها في الجريدة الرسمية وموقع مجلس المحاسبة حتى تتمتع السلطة التشريعية بحق مراقبة التقارير مثل رئيس الجمهورية، كما ينبغي إعداد آليات متابعة لضمان الاستفادة من مراقبة التقارير عن طريق إجراء تحسينات على الأمر 95-20 الصادر في جويلية 1995.

المطلب الثاني : النظام المالي والبنكي

يلعب النظام البنكي والمالي دورا أساسيا في استهداف التضخم بكفاءة حيث أن صلاية القطاع البنكي والمالي وتطوره يسمح للاقتصاد بالتصدي للالتزامات وفهم إشارات السياسة النقدية المحتملة كما أن كفاءة التوقعات في ظل تطور النظام المالي والبنكي تسهم بدور فعال في فهم وقراءة نوايا السلطة النقدية بشكل جيد وكل هذه الأمور تتطلب بنية مادية وبشرية متطورة وتتماشى مع المعايير الدولية المعمول بها.

الفرع الأول: وضع القطاع المالي في الجزائر

مازال النظام المالي في الجزائر متكونا أساسا من البنوك حيث يبقى نمو سوق المال وقطاع التأمين ضعيف ويتميز النظام المالي بنسب منخفضة من الوساطة حيث يشكل مجموع القروض المقدمة إلى الاقتصاد حوالي 27% من الناتج الداخلي الخام الذي يمنح في الأساس إلى المؤسسات المملوكة للدولة والقطاع الخاص، وتبقى هذه النسبة ضعيفة نسبيا إذا ما تم مقارنتها بالنسب المتعامل بها دوليا بالرغم من الإعانات الحكومية الموجهة لتحفيز القطاع المالي، وهذا يعكس الآثار الناجمة عن بطئ الإصلاحات

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الهيكلية التي تقف عائقا أمام نمو القطاع الخاص والبيئة التنظيمية التي لا تزال في طور الإصلاح وكذلك غياب البنية التحتية المتطورة وسيطرة الإقراض المباشر من طرف الحكومة⁽¹⁾.

يتميز سوق رأس المال بالصغر من ناحية عدد المؤسسات المدرجة حيث يصل تعددها إلى أربعة مؤسسات فقط مع انعدام أحجام التداول تقريبا كما لا توجد سوق خاصة بالمشنقات المالية و التوريق، بينما سوق السندات التي بدأت في التطور في السنوات الأخيرة يهيمن عليها الأوراق المالية الحكومية وتبقى مستويات التمويل ضعيفة مقارنة مع دول الجوار والدول ذات المستوى المماثل من النمو، حيث تراهن الحكومة على تطوير السوق المالي حيث أعلنت وزارة المالية في 2013 أن هناك ثمانى مؤسسات مرشحة للإدراج في السوق المالي لكن الإطار الزمني لم يتم تحديده بعد⁽²⁾.

ينفق الاقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم ونضج سوق رأس المال نذكر منها حجم السوق، درجة السيولة، ودرجة التركيز⁽³⁾.

- حجم السوق: يقاس بمعدل رسملة السوق وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ويرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، كما يمكن استعمال مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة.

- سيولة السوق: وتعني القدرة على بيع وشراء الأوراق المتداولة بسهولة وتقاس بمعدل قيمة الدوران وهو عبارة عن الأسهم المتداولة مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، حيث انه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة غير أن حجم التداول قد يكون صغيرا، كما يمكن استعمال معدل الدوران الذي هو عبارة عن الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق.

- درجة التركيز: ويعطي فكرة عن ماذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدود من الشركات والجدول رقم (10) التالي يبين حالة بعض المؤشرات في بورصة الجزائر في سنة 2006.

الجدول رقم (10): حالة بعض المؤشرات في بورصة الجزائر في سنة 2006

السنة	حجم السوق	سيولة السوق	معدل الدوران
2006	%0.16	149 مليون دينار	%0.35

المصدر: الشريف ريحان، مرجع سابق، ص ص 53-57.

1 -Christopher Towe et al, **Financial system stability assessment in ALGERIA**, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund, IMF Country Report No:14/161, 2014, P: 9.

2 - Daniela Gressani, David Marston, **Recent Economic Developments in ALGERIA**, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 14/32, 2014, P: 08.

3- الشريف ريحان، حمداوي الطاوس، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية -، التواصل في العلوم الإنسانية و الاجتماعية، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، عدد 34، جوان 2013، ص: 52.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

يظهر من خلال الجدول أعلاه ضعف هذه المؤشرات إذ ما قورنت بالمؤشرات الخاصة ببعض الأسواق الناشئة العربية، حيث أن حجم السوق في المغرب يبلغ 44.1% والسعودية 33% والأردن 79% مما يعكس ضيق بورصة الجزائر، كما أن عدد الشركات المدرجة قليل (ثلاث شركات فقط في عام 2006) في حين يبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية مثلا 744 شركة خلال نفس السنة، مما يتطلب بذل الجهود من أجل النهوض ببورصة الجزائر.

الفرع الثاني: وضع القطاع البنكي في الجزائر

تبقى البنوك المملوكة للدولة اللاعب الأساسي في القطاع المالي حيث أن 86% من إجمالي الأصول البنكية تعود إلى ستة بنوك مملوكة للدولة في نهاية 2012 وتساهم بشكل كبير في تمويل المشاريع الحكومية بينما البنوك الخاصة تركز أكثر على تمويل التجارة الخارجية وكلها ذات ملكية أجنبية بينما قد تساهم الإجراءات الحكومية مثل دعم الفوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإدراج سقوف على رسوم الائتمان التجاري في توجيه البنوك الخاصة نحو دعم النشاطات المتعلقة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويظهر القطاع البنكي بحالة جيدة من ناحية الرسملة والسيولة الذي يرجع إلى دعم الدولة ولكن هناك ضعف في المنافسة بين البنوك بسبب تركيز نسب كبيرة من قروض وودائع القطاع العمومي لدى بعض البنوك، ولجوء الدولة إلى إعادة رسملة المؤسسات المملوكة للدولة وضعف قواعد الحوكمة يقلل من المبادرات التنافسية لدى مسيري البنوك كما أن زيادة متطلبات رأس المال وإدراج حدود على الاستثمار الأجنبي حيث لا يمكن أن تتجاوز الملكية 49% من رأس المال قد يؤثر بشكل مباشر على مستوى التنافسية لدى البنوك وتظهر المؤشرات التالية وضعية القطاع المصرفي⁽¹⁾.

- رأس المال : جودة رأس المال مرتفعة حيث تمثل حقوق الملكية 73% من رأس المال الإلزامي، حيث ترجع النسبة المرتفعة من رأس المال في البنوك الخاصة إلى متطلبات الزيادة الأخيرة في رأس المال الأدنى، كما استفادت الميزانيات العمومية للبنوك المملوكة للدولة من الدعم الحكومي الذي ساهم في تخفيض نسبة القروض غير الناجعة من 21% سنة 2009 إلى 11.5% سنة 2012.
- جودة الأصول : مستوى المخصصات أو المؤونات ملائم ويغطي 70% من القروض غير الناجعة.
- العوائد: العوائد على الأصول وحقوق الملكية مرتفعة مقارنة مع بلدان الجوار، بسبب إعادة الرسملة الحكومية التي ساهمت في تخفيض القروض غير الناجعة كما تعتبر هوامش الفوائد أحد أهم مصادر الدخل حيث تمثل 67% من إيرادات التشغيل (operating income).

1 - Christopher Towe et al, **Op-cit**, P: 11.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

– السيولة: في المتوسط فإن البنوك تتمتع بنسب عالية من السيولة مع تباين قليل في أجال الاستحقاق (little maturity mismatch) حيث 46% من إجمالي الأصول تعتبر أصول سائلة التي تتجاوز بنسبة كبيرة ودائع الأفراد التي تمثل 52% من الالتزامات وتتركز السيولة بنسبة كبيرة لدى أحد البنوك العمومية التي يلعب دور كبير صادرات قطاع المحروقات والجدول الموالي يبين حالة بعض مؤشرات الاستقرار المالي.

الجدول رقم (11): بعض مؤشرات الاستقرار المالي في الجزائر خلال الفترة (2009-2012)

2012	2011	2010	2009	
23.4	23.7	23.6	26.2	كفاية رأس المال
21.6	21.9	21.7	23.9	البنوك العمومية
31.9	31.2	31.6	35.2	البنوك الخاصة
16.2	19.4	21.2	33.9	القروض غير الناجعة/كفاية رأس المال
20.4	25.1	27.5	46.0	البنوك العمومية
3.4	2.3	3.0	1.5	البنوك الخاصة
11.5	14.5	18.3	21.2	نسبة القروض غير الناجعة
12.4	16.1	20.5	23.6	البنوك العمومية
5.2	4.0	4.1	3.8	البنوك الخاصة
23.3	24.7	26.7	26.0	العائد/حقوق الملكية
22.7	26.1	29.8	27.9	البنوك العمومية
24.8	21.4	20.3	20.9	البنوك الخاصة
2.0	2.1	2.2	1.8	العائد على الأصول
1.6	1.8	1.8	1.5	البنوك العمومية
4.6	4.5	4.6	3.7	البنوك الخاصة
45.9	50.2	53.0	51.8	الأصول السائلة / إجمالي الأصول
45.1	51.1	54.2	52.7	البنوك العمومية
50.9	43.2	43.7	44.1	البنوك الخاصة

المصدر: Christopher Towe et al, Op-Cit, P: 18

الفرع الثالث: إختبار المقاومة (stress testing)

أجريت عدة اختبارات للمقاومة لتقييم مدى حساسية القطاع البنكي لمختلف الأخطار، وبما أن البيانات المتوفرة على القروض غير الناجعة تغطي فقط فترة قصيرة تم استعمال اختبارات الحساسية لاكتشاف نقاط ضعف القطاع البنكي بدلا من التصورات الاقتصادية المعتمدة على اختبارات الملاءة - solvency-based tests و أعتمد الاختبار على تحليل تنازلي من القمة إلى القاعدة (top-down analysis)

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

يغطي 20 بنكا وكذلك اختبار مقاومة تنازلي (BOTTOM UP STRESS TEST) الذي اعتمد على ستة بنوك عمومية باستعمال معطيات نهاية سنة 2012، واعتمد مخطط الاختبار على افتراض صدمة نفطية عالمية واستعمال المعطيات والتوقعات الخاصة لصندوق النقد الدولي.

يوضح اختبار المقاومة أن الائتمان وتمركز القروض هي أهم إخطار القطاع البنكي وبلبن البنوك العمومية تتميز بوضعية هشّة في مجال القروض ومنح الائتمان والمخاطر حيث أن زيادة بنسبة 10% في القروض غير الناجعة سوف تؤثر بالسلب على ثلاث بنوك عمومية والتي تمثل 27% من إجمالي الأصول حيث تنخفض نسبة متطلبات كفاية رأس المال إلى مادون 8% لكن تبقى نسبة الملاءة في حدود جيدة وبما أن هذه البنوك هي ملك للدولة فإن نسبة إعادة الرسملة (RECAPITALIZATION) ما يعادل (0.5% من الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات) قد يتم تعويضها من الموازنة كما حدث في السنوات الماضية، بالإضافة إلى أن البنوك العمومية تتعرض بنسبة كبيرة إلى الصدمات القطاعية جراء زيادة المخاطر المتعلقة بالمؤسسات المالية المملوكة للدولة العاملة في مجال التجارة والبناء والصناعة والتي تمثل حوالي 38% من إجمالي القروض، وإذا أخفقت هذه المؤسسات على الوفاء بالتزامات الدين قد يؤدي هذا الوضع بستة بنوك (خمسة بنوك عمومية) إلى الإعسار نظرا للنسبة الكبيرة من مخاطر التمرکز (CONCENTRATION RISKS) في هذه البنوك (1).

من أجل تقييم مقدرة البنوك على مجابهة السحب اليومي للودائع بنسب تتراوح ما بين 5% إلى 10% يوميا على فترة 5 أيام تم إجراء اختبار مقاومة (STRESS TEST) للسيولة وبينت نتائج الاختبار بان البنوك استطاعت مجابهة سحب الودائع لمدة 5 أيام، حيث أن معظم البنوك لديها مخزون كبير من الأصول السائلة وقدرت نسبة إجمالي الأصول السائلة 108% من إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل في سنة 2012 التي سوف يكون لها اثر مخفف للصدمات في حالة السحب المفاجئ للودائع أو تأزم أوضاع التمويل في البلد، كما أن البنوك لديها نسبة تعرض منخفضة إلى إخطار سعر الفائدة حيث بين نتائج اختبار المقاومة بان البنوك ليست حساسة للارتفاعات الصاعدة في سعر الفائدة المقدرة ب 400 نقطة أساس (BASIS POINTS) ولم يتم استعمال اختبار الأدوات المالية بسبب غياب السلاسل الزمنية الطويلة على هذه الأخيرة، وفيما يتعلق بسعر الصرف، فإن الصدمات لها اثر ضئيل بسبب صغر مراكز الصرف للبنوك ومحدودية التصدير خارج قطاع المحروقات، وأظهرت الصدمات متعددة القطاع (MULTI-SECTOR SHOCKS) أن البنوك الخاصة لها أداء أحسن في مجابهة الصدمات مقارنة بالبنوك العمومية(2).

1- Christopher towe, Daniela Gressani, **Financial system stability assessment in Algeria**, Monetary and capital markets Department, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 14/161, 2014, P P: 17-18.

2- **IBID**, P: 18.

المطلب الثالث: إستقلالية البنك المركزي

وجدت العديد من الدراسات التجريبية علاقة قوية ومعنوية بين استقلالية البنك المركزي والتحكم في معدلات التضخم المتوقعة والمستهدفة، حيث أن هذه الاستقلالية تعطي للسلطة النقدية هامش حرية كامل في تحقيق معدلات التضخم بدون وجود سيطرة المالية العامة والتدخل من أصحاب السياسة لتحقيق أهداف تتنافى مع هدف استقرار التضخم المعلن.

الفرع الأول: مفهوم الاستقلالية

تعني الاستقلالية بمفهومها القانوني حجم السلطات المخولة للبنك المركزي في صياغة السياسة النقدية وإدارتها ومن ثم مدى إمكانية مساءلة البنك المركزي عن تحقيق الأهداف المنشودة والإبقاء على استقرار الأسعار وذلك في إطار النظام الأساسي للبنك المركزي والدستور، وقد أسهم العديد من الاقتصاديين ومحافظي البنوك المركزية في تحديد العناصر المختلفة لاستقلالية البنك المركزي، وان كان من الملاحظ عدم تعرض أحد هؤلاء لكافة العناصر والمتغيرات المتعلقة بالاستقلالية، ومن بين أفضل الآراء التي توضح جوانب الاستقلالية يذكر رئيس البنديز بنك (SCHESINGER 1993) بأن استقلالية البنك المركزي تعني (1).

- استقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة والبرلمان "استقلالية مؤسساتية"؛
 - إتاحة أدوات السياسة النقدية بالكامل والحرية السياسية والاقتصادية في استخدام هذه الأدوات "استقلالية الأدوات"؛
 - تعيين الأشخاص المكلفين بصناعة القرار من الأعضاء الذين يستقلون في آرائهم عن أي رأي خارج البنك المركزي "الاستقلالية الشخصية"؛
- يتضح أنه كلما تضمن النظام الأساسي للبنك المركزي احتمالاً أكبر للتدخل من جانب الحكومة أو السلطة التشريعية أو القضائية، كلما انخفض مستوى الاستقلالية وانخفضت معه إمكانية مساءلة البنك المركزي عن نتائج السياسة النقدية وخاصة فيما يتعلق بتحقيق هدف استقرار الأسعار وأهم المعايير المعتمدة هي:
- طول مدة تعيين المحافظ والجهة التي تقوم بالتعيين؛
 - إمكانية إقصاء المحافظ ومدى ممارسة المحافظ لمهام أخرى الجهة المخولة بإصدار الإذن بذلك؛
 - مدى انفراد البنك المركزي بصياغة السياسة النقدية؛
 - مدى مساهمة البنك المركزي في إعداد الموازنة العامة؛

1- منصوري زين، استقلالية البنك المركزي وأثرها على استقلالية السياسة النقدية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- واقع وتحديات- يومي 14 و 15 ديسمبر 2004، جامعة الشلف، ص ص: 424-425.

- أهداف البنك المركزي؛
- مدى إمكانية منح قروض للخرينة العامة؛
- طبيعة القروض الممكن منحها وشروطها؛
- حدود الإقراض الممكن منحه، وشروطه؛

الفرع الثاني: إستقلالية البنك المركزي الجزائري

لقد كان ميلاد الاستقلالية للسلطة النقدية في الجزائر مع ظهور قانون النقد والقروض، حيث رغم الإصلاحات المتعلقة بقانون البنك والقروض وقانون استقلالية البنوك، غير أن قانون 90-10 كان أول نص تشريعي يطالب بإعادة هيكلة كل النظام المصرفي الجزائري حيث تجسدت في منح استقلالية تامة للبنك المركزي وجعله يعمل على أنه مؤسسة مالية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي حيث تجسدت فكرة الاستقلالية من خلال ما يلي⁽¹⁾:

الفصل بين الدائرة النقدية والحقيقية حيث أصبحت قرارات البنك المركزي تتخذ على أساس الأهداف النقدية.

الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة الخزينة وذلك من خلال:

- استقلال البنك المركزي عن الدور المتعاضم للخرينة؛
- تقليص ديون الخزينة تجاه البنك المركزي؛
- تهيئة الظروف الملائمة لتطبيق السياسة النقدية بشكل فعال وتقليص الحصول على التسبيقات حيث تنص المادة 78 من قانون النقد والقروض على أن الخزينة يمكنها الحصول على تسبيقات من البنك المركزي في حدود 10% من الإيرادات العامة لميزانية الدولة المسجلة في السنة المالية السابقة.

الفصل بين دائرة الخزينة ودائرة القرض: تم إبعاد الخزينة في منح القروض للاقتصاد وأصبح النظام المصرفي هو المسؤول عن منح القروض في إطار مهامه التقليدية. إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة: تتمثل في مجلس النقد والقروض وإبعاد وزارة المالية والخزينة العمومية عن هذا الدور.

وضع النظام البنكي على مستويين: من خلال التمييز بين نشاط البنك المركزي كسلطة نقدية ونشاط البنوك التجارية كموزعة للقروض، وبموجب هذا الفصل أصبح البنك المركزي يمثل بنك البنوك

1- عزوز علي، قياس استقلالية البنك المركزي الجزائري في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة، مداخلة في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، 11-12 مارس 2008، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص ص: 16-17.

والمقرض الأخير فأصبح مجبرا على مراقبة نشاطها وعملياتها.

الفرع الثالث: قياس استقلالية البنك المركزي

تقاس الاستقلالية العملية للبنك المركزي من خلال المهام و الأهداف المكلف بها، وللتمكن من معرفة مدى استقلالية بنك الجزائر حسب قانون 90-10 يجب أن نستعمل مختلف مؤشرات ومعايير الاستقلال التشريعي للبنك المركزي، مع أن هذه المعايير لا تعني بالضرورة إمكانية قياس درجة الاستقلالية بدقة كبيرة ويمكن استعمال الأوزان والترتيبات التالية لمحاولة قياس الاستقلالية الكلية للبنك المركزي كما يلي⁽¹⁾:

من ناحية المحافظ: الوزن النسبي له 0.2:

فترة الوظيفة 6 سنوات (حسب المادة 22 من قانون 90-10) ومنه درجة الترتيبية تساوي 1.00؛
تعيين المحافظ: من قبل رئيس الجمهورية (المادة 20 من قانون 90-10) ومنه درجة الترتيبية تساوي 0؛
الرفض أو الطرد لأسباب لا تتعلق بالسياسة (المادة 22 من قانون 90/10) ومنه درجة الترتيبية 0.83؛
هل تقلد وظائف أخرى في الحكومة: لا (المادة 23 من قانون 90-10) ومنه درجة الترتيبية تساوي 1
وبذلك يمكن حساب درجة الاستقلالية بالنسبة لمعيار المحافظ كمتوسط حسابي للترتيبات ويساوي 0.7075.

من ناحية درجة الاستقلالية بالنسبة لصياغة السياسة النقدية الوزن النسبي لها 0.15:

الجهة الموكل لها صياغة وإعداد السياسة النقدية: حسب المادة 56 من قانون 90-10 البنك المركزي يوصي الحكومة فقط ومنه درجة الترتيبية 0.33؛
حل التنازع: حسب المادة 46 من قانون 90-10 الكلمة الأخيرة تعود للمصرف ومنه درجة الترتيبية تساوي 1؛

دور البنك في الموازنة: غير منصوص عليه في القانون ومنه درجة الترتيبية تساوي 0.00؛

وبالتالي يمكن حساب درجة الاستقلالية لهذا المعيار كمتوسط حسابي وتساوي قيمته 0.4433

من ناحية أهداف البنك المركزي: الوزن النسبي 0.15

الأهداف التي يسعى البنك المركزي إلى تحقيقها تتناغم مع الاستقرار النقدي واستقرار قيمة العملة ومنه درجة الترتيبية تساوي 0.60 وبالتالي درجة الاستقلالية في رسم الأهداف ومحاولة بلوغها تساوي 0.60
من ناحية حدود الإقراض الحكومي: الوزن النسبي لها 0.50 ودرجة الاستقلالية بنفس الطرق السابقة، وحساب استقلالية البنك المركزي وفق هذه المعايير محددة في الجدول أدناه، حيث يظهر من خلال

1- نفس المرجع السابق، ص ص: 17-18.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الجدول أن البنك المركزي مستقل بنسبة 50% فقط.

الجدول رقم (12): درجات استقلالية البنك المركزي الجزائري في قانون النقد و القرض

درجة الترتيب	الوزن	توصيف المتغير
0.7075	0.2	I - المحافظ
1.00		1- فترة الوظيفة.....
0.00		2- تعيين المحافظ
0.83		3- الرفض أو الطرد.....
1.00		4- هل تقلد المحافظ وظائف أخرى في الحكومة؟.....
0.4433		II - صياغة السياسة النقدية
	0.15	1- من يصوغ السياسة النقدية.....
0.33		2- من له الكلمة الأخيرة في حل التعارض
1.00		3- دور المصرف في عملية إعداد الموازنة.....
0.00		III - الأهداف
0.6		IV - الحدود على الإقراض
0.2452	0.15	1- التسليف غير المورق
0.33	0.50	2- التسليف المورق.....
0.67	0.15	3- شروط الإقراض.....
0.33	0.10	4- المقترضون المحتملون من المصرف.....
1.00	0.10	5- حدود إقراض المصرف
0.33	0.05	6- استحقات القرض.....
0.67	0.025	7- أسعار الفائدة على القروض
0.50	0.025	8- المصرف المركزي ممنوع من شراء أو بيع أوراق مالية للحكومة.....
0.00	0.025	
0.499	1	درجة الاستقلالية الكلية

المصدر: عزوز علي، المرجع السابق، ص: 18.

المطلب الرابع: السوق النقدية وسوق الصرف

تلعب السوق النقدية وسوق الصرف دورا كبيرا حيث أن دراسة فعالية السياسة النقدية من خلال أثر أدوات السياسة النقدية على الأهداف النهائية المعلنة يساهم بدور كبير في كفاءة سياسة استهداف التضخم، كما أن تجارب العديد من البلدان بينت أهمية سعر الصرف وسوق الصرف في إدارة سياسة استهداف التضخم بكفاءة.

الفرع الأول: السوق النقدية في الجزائر

كانت السوق النقدية في الجزائر قبل الشروع في الإصلاحات المصرفية مجرد أداة في يد السلطات النقدية للقيام بعمليات إعادة الخصم بأسعار فائدة محددة إداريا، كما كانت تقوم بدور السوق ما بين البنوك وتتم عمليات الإقراض والاقتراض بينهما لتحقيق السيولة بمعدل محدد سلفا، وبمجرد بداية الإصلاح المصرفي أعيدت هيكلة السوق النقدية في سنة 1989 بصورة كلية، بحيث أصبحت أكثر تنظيما وتوسيعا خاصة مع صدور قانون النقد والقرض والتعليم رقم 95-28 المحددة لكيفية القيام بالعمليات في السوق النقدية، كما تحديد المتدخلين في هذه السوق: المصارف، المؤسسات المالية، المؤسسات المالية غير المصرفية، وشركات التأمين⁽¹⁾.

يقوم البنك المركزي بالتدخل في السوق النقدية لتنظيم السيولة ويقوم بعدة عمليات أهمها عمليات السوق المفتوحة، نظام مزادات القروض، ونظام مزادات أذون الخزانة العامة⁽²⁾:

- نظام مزادات القروض: تم استخدام هذا النوع من الأدوات المالية في ماي 1995 وذلك بغرض توفير السيولة اللازمة للمصارف وطبقا لهذا النظام يقوم بنك الجزائر بالإعلان عن سعر فائدة أدنى قبل المزاد ثم تقوم بعد ذلك المصارف بعبءاتها في شكل أسعار فائدة وأحجام ائتمان؛
- نظام مزادات أذون الخزانة العامة: تقوم الخزينة العمومية بإصدار سندات عمومية من خلال بنك الجزائر طبقا لاحتياجات الخزينة العامة التي تؤسس قرار إصدارها على القروض المقدمة في إطار شروط السوق النقدية وتتراوح مدة هذه الأذونات (13، 26، 56) أسبوعا ولمدة سنة وسنتين وخمسة سنوات؛
- **عمليات السوق المفتوحة**: يقوم بنك الجزائر بشراء وبيع سندات عمومية في السوق النقدية على أن يكون تاريخ استحقاق تلك السندات أقل من ستة أشهر كما يقوم ببيع وشراء سندات خاصة قابلة للخصم ويقوم بمنح القروض بضمان تلك السندات.

تطورت السوق النقدية بداية من سنة 1994 سواء من ناحية الأدوات المستعملة أو من ناحية عدد المتدخلين، إذ وصل عدد المتدخلين عام 2002 إلى 24 مصرفا ومؤسسة مالية بالإضافة إلى 14 مؤسسة غير مصرفية كصناديق الضمان الاجتماعي ومؤسسات التأمين.

عرفت السوق النقدية نشاطا ملحوظا في عام 2002، وأصبحت بمثابة قناة لإعادة تمويل المصارف التي تميزت بتحسن من ناحية السيولة وتراجع إعادة تمويل المصارف لدى البنك المركزي بسبب توفر السيولة، كما نتج عن السيولة المرتفعة في القطاع البنكي منذ سنة 2000 إلى استعمال أداة جديدة تسمى

1- لحو موسى بخاري، مرجع سابق، ص: 255.

2- نفس المرجع السابق، ص: 256.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

استرجاع السيولة بالمناقصة، حيث وصلت القيم المسترجعة عن طريق هذه الأداة الجديدة إلى 250 مليار دينار في سنة 2003 لترتفع إلى 400 مليار دينار سنة 2004 في ظل السيولة المرتفعة لدى القطاع البنكي.

يوصل بنك الجزائر إمتصاص السيولة من السوق النقدي، حيث سجل تقلص في مستوى السيولة يقدر بـ 625.92 مليار دينار نهاية جوان 2015 نظرا إلى انخفاض ودائع قطاع المحرقات بسبب انخفاض أسعار البترول، وسجلت سوق النقد زيادة في الأحجام المتداولة تقدر بـ 370.50 مليار دينار في مقابل 96.5 مليار دينار في ديسمبر 2014 ومن المحتمل أن ترجع البنوك والمؤسسات المالية إلى إعادة التمويل من طرف بنك الجزائر في نهاية سنة 2015 عن طريق سياسة إعادة الخصم التي لم يتم العمل بها منذ 2004 بسبب السيولة المرتفعة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أدوات السوق النقدية في الجزائر

كانت إرتفاعات السيولة النقدية السمة الغالبة لوضع السياسة النقدية من سنة 2000، حيث أن ارتفاع صافي الأصول الخارجية (NET FOREIGN ASSETS) الناتجة عن ارتفاع حصيلة عوائد المحرقات وارتفاع مستويات الإنفاق العمومي ساهمت في زيادة السيولة في القطاع البنكي وكانت العمليات المسجلة في السوق النقدي قليلة في سنة 2012 إذا ما قورنت بالسنوات السابقة حيث تم تسجيل ما متوسطه 184 صفة بين سنة 2007 وسنة 2011 وذلك بسبب ضعف احتياجات التمويل في القطاع البنكي الناجمة عن ارتفاع مستويات السيولة ونتيجة لذلك انتقل البنك المركزي إلى استعمال أدوات إدارة السيولة ومزايدات الودائع والاحتياطي الإجباري لمحاولة تقليص مستوى السيولة في ظل مستوى تضخم منخفض ومستقر الذي يرجع إلى كون أن 26% من السلع المكونة لمؤشر أسعار الاستهلاك هي أسعار مقننة بالإضافة إلى استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومستويات أسعار السلع في السوق العالمي⁽²⁾.

تهدف السياسة النقدية في الجزائر إلى تحقيق كل من الاستقرار الداخلي والخارجي للعملة واستقرار الأسعار، وكانت القاعدة النقدية أو النقد الأساسي أهم أداة وسيطة للسياسة النقدية، بينما تستهدف سياسة سعر الصرف المدار في الجزائر إلى محاولة الحفاظ على سعر صرف فعلي حقيقي بالتوازي مع المحددات الأساسية (يستعمل نموذج سعر الصرف الحقيقي الفعلي كل من: معدلات التبادل (TERMS OF TRADE)، الإنتاجية مقارنة مع الشركاء التجاريين والإنفاق الحكومي)، ويستعمل بنك الجزائر ثلاث أدوات أساسية في السياسة النقدية: أدوات إدارة السيولة (الاحتياطي الإجباري وتسهيلات الودائع)، أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وفي سياق السيولة المرتفعة في الاقتصاد كانت أدوات إدارة السيولة الأكثر

1- Bank of ALGERIA, **Conjuncture notes**, Monetary and financial trends in the first semester of 2015, P P: 6,7.

2- A. lahreche, **Enhancing the effectiveness of monetary policy in ALGERIA**, IMF Country Report No:14/34, International Monetary Fund, ALGERIA selected issues, February 2014, P P: 3-6.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

إستعمالا من طرف بنك الجزائر حيث تم إدراج مزادات تسهيلات الودائع لأجل ثلاث أشهر (3-months deposit auction facility) مع تسهيلات الودائع المغلة للفائدة في سنة 2005، كما تم إدراج مزاد تسهيلات الودائع المغلة للفائدة لأجل ستة أشهر في 2013، وكان بنك الجزائر يستعمل الاحتياطي الإجباري بصورة نشطة منذ 2004 نتيجة ضعف احتياجات التمويل في القطاع البنكي التي أدت بالبنك المركزي إلى التخلي عن إعادة الخصم كأداة من أدوات السياسة النقدية، بينما كانت سياسة سعر الصرف تستهدف الحفاظ على مستوى التنافسية في الاقتصاد والحد من ضغوطات الأسعار نظرا لوضع بنك الجزائر كصانع أسعار (price-maker) في سوق الصرف بوصفه العارض الوحيد للنقد الأجنبي والقنوات الأخرى لنقل السياسة النقدية هي (1):

– **العرض النقدي:** ينقل العرض النقدي الصدمات إلى مخزون النقد ومتطلبات الاحتياطي، ومتطلبات الاحتياطي المرتفعة تقلص من حجم الودائع ومخزون النقود وترفع من تكلفة الإقراض وبالتالي تقلص من مستوى الطلب الكلي، وتتميز السياسة النقدية في الجزائر بامتصاص كبير للسيولة من القطاع البنكي ووجود تسربات مرتفعة خارج النظام البنكي وبالتالي فإن استعمال العرض النقدي سوف يكون له اثر محدود وينعكس في مستوى منخفض نسبيا في مضاعف النقود (THE MONEY MULTIPLIER)؛

– **معدلات الفائدة:** تؤثر معدلات السوق النقدية المرتفعة على تكلفة الاقتراض والطلب على القروض وتخفض أسعار الأصول وبالتالي ثروة الأصول المحمولة مما يؤثر على الطلب الكلي ومستوى التضخم؛

– **تغيرات أسعار الصرف:** تؤثر أسعار الصرف على صافي الأصول الخارجية والكتلة النقدية ويوجد مستوى نفاذ موجب (THE PASS-THROUGH) لأثر أسعار الصرف نحو التضخم وبالتالي فإن أسعار الصرف لهل إمكانية التأثير على الطلب الكلي عبر الأسعار المحلية.

الفرع الثالث: قيود السياسة النقدية في الجزائر

– **السياسة النقدية في الجزائر لها عدة جوانب من القصور تحد من أثرها على الأهداف النهائية وتفيد البنك المركزي في تحقيق الأهداف المعلنة والمنشودة والتي يمكن إيجازها في مايلي (2):**

- توجد نسبة كبيرة من الأسعار المقننة والمدارة تمثل حوالي 26% من مؤشر أسعار الاستهلاك، مما يعطي صورة مغلوبة عن مستوى التضخم الحقيقي ويعقد قرارات السياسة النقدية؛
- السوق الموازية تمثل حصة كبيرة من مستوى العرض النقدي (27% من عرض النقد) وذلك في صورة سيولة نقدية (CASH) ووجود تسربات كبيرة من النقد خارج المنظومة البنكية مما يحد من

1 - IBID, P: 6.

2 -IBID, P: 6-7.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

- استعمال أدوات السوق النقدي بصورة فعالة مما يحتم استخدام نظام الصكوك للمبالغ الكبيرة وعصرنة المنظومة البنكية؛
- معدلات الفائدة سلبية بالقيم الحقيقية، بسبب وجود أسعار الفائدة المدعومة الموجهة للعديد من القطاعات الاقتصادية مما يزيد من مخاطر محفظة البنوك ويعقد أهداف السياسة كما هو موضح بالجدول الموالي:

الجدول رقم(13):أسعار الفائدة المدعومة في بعض القطاعات

القطاع	الإستثمار السياحي	الإستثمار	المؤسسات المملوكة للدولة	قروض الشباب	قروض الفلاحة	قروض الإسكان
النسبة المئوية	%3	%5.5	%5.5	%0	%0	%1

المصدر: A. lahreche, Op-Cit, P: 7

- وضع البنك المركزي كصانع أسعار في سوق الصرف يحد من سياسة سعر الصرف كآلية لامتناس السيولة في القطاع البنكي؛
- وجود أطر قانونية تمنع الشركة الوطنية للمحروقات بالاحتفاظ بجزء من العوائد في سوق الصرف، أو ودائع في الأسواق الدولية حيث أن عوائد هذه الشركة تودع بالدينار في القطاع البنكي مما يزيد من نسب السيولة في السوق البنكي؛
- تعتبر احتياجات التمويل للحكومة من النظام البنكي ضعيفة ويتم التمويل بالاعتماد على السحب من صندوق ضبط الإيراد وودائع الحكومة لدى البنك المركزي مما يساهم في إضعاف سوق رأس المال؛
- نسبة كبيرة من القروض غير الناجعة موجهة للمؤسسات المملوكة للدولة مما ينبغي فتح رأس مال هذه المؤسسات واللجوء إلى إصدارات المديونية لتطوير سوق رأس المال.

الفرع الرابع: سوق الصرف في الجزائر

تلعب سوق الصرف المتطورة دورا فعالا في سياسة استهداف التضخم، وذلك لأهمية قناة سعر الصرف في السياسة النقدية حيث تلعب هذه القناة دورا كبيرا في نقل آثار الأسعار الدولية إلى الأسعار المحلية من خلال السلع القابلة للتجارة دوليا مما يؤثر على انتقال الصدمات ومستويات الطلب المحلي والتنافسية الدولية ويعتبر سوق الصرف مكان التقاء العرض والطلب على العملات الأجنبية وفيه يتحدد سعر الصرف، وسوق الصرف في الجزائر تم إنشاؤها في سنة 1996، وتهدف سياسة سعر الصرف إلى الإبقاء على مستقر من سعر الصرف الحقيقي في مقابل سلة من العملات مرجحة حسب أهميتها في التجارة الخارجية، ويتدخل البنك المركزي في سوق الصرف بصورة فعالة بصفته العارض الوحيد للعملة

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الأجنبية ووجود قيود على صفقات حساب رأس المال والحساب الجاري وذلك من أجل تعديل سعر الصرف الاسمي بغية الوصول إلى سعر الصرف الحقيقي المستهدف(1).

الفرع الخامس: قيود سوق الصرف في الجزائر

تعاني سوق الصرف في الجزائر من عدة صعوبات مثل سيطرة البنك المركزي على العملة الأجنبية بسبب اعتماد قطاع التصدير على سلعة واحدة مما يحد من توفر العملة الصعبة لدى القطاع الخاص حيث يلجأ هذا الأخير إلى سوق الصرف الموازي في ظل القيود المفروضة على الطلب على العملة الأجنبية من القنوات الرسمية ولتحسين سياسة سعر الصرف يمكن للسلطات النقدية القيام بما يلي(2):

- تنويع عرض الصرف الأجنبي من خلال تخفيف متطلبات التنازل عن العملة الأجنبية لصالح البنك المركزي الخاصة بشركات قطاع النفط؛
- تخفيف المادة 49/51 المتعلقة بالاستثمار من أجل زيادة عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف؛
- إلغاء القيود الخاصة بالتنازل عن عائدات الصادرات (50%) لصالح البنك المركزي؛
- تخفيف نسب متطلبات الاحتياطي عن الودائع بالعملة الأجنبية الخاصة بالشركات والأفراد،
- إلغاء العلاوة الخاصة بسوق الصرف الموازية (حوالي 40%) الناتجة على الطلب المتزايد على العملة الأجنبية في سوق الصرف الموازية بسبب القيود المفروضة على العملة الأجنبية في السوق الرسمية، مما ينبغي على السلطات رفع النسب الخاصة بحقوق الصرف (السفر والعلاج والدراسة) إلى نسب معقولة أو إلغاؤها كما هو معمول به في العديد من البلدان كما هو مبين في الجدول رقم (14) الموالي.

الشكل رقم (14): حرية تحويل العملة لمدفوعات السفر في بعض البلدان العربية (القيم بالدولار)

البلدان	الجزائر	البحرين	الكويت	قطر	العربية السعودية	اليمن	مصر	الأردن	لبنان	المغرب	تونس
مدفوعات السفر	نعم	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم
القيمة لكل سنة	200	/	/	/	/	/	/	/	/	4700	3800

المصدر : Daniela Gressani et al, Preserving macroeconomic stability, IMF country Report : No:13.47, International Monetary Fund, 2013, P: 14.

تعتبر حرية تحويل الدينار عملية أساسية لتمكين الجزائر من الانفتاح على العالم الخارجي، حيث

1- Taline Koranchelian, The equilibrium exchange rate in commodity exporting country, ALGERIA's experience, IMF Country Report No: 05/52, 2005, P: 78.

2- Daneila Gressani et al, Consolidating macroeconomic and financial stability, IMF Country Report No: 14/342, International Monetary Fund, 2014, P: 15.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

أشارت بعثة صندوق النقد الدولي للدعم التقني للدول الأعضاء بعض المشاكل المتعلقة بتطبيق حرية تحويل الدينار للتحويلات والمدفوعات المتعلقة بالصفقات الدولية الجارية خاصة تلك المتعلقة بالصفقات غير المنظورة واستيراد بعض الخدمات، كما أشارت بعثة صندوق النقد الدولي إلى المشاكل المتعلقة بإفصاح المعلومات المتعلقة بتحويل الدينار للبنوك والجمهور، حيث يعتبر نظام الصرف في الجزائر بيروقراطي ومعقد حيث يجهل الجمهور بصفة عامة إمكانية تجاوز الحدود العليا السنوية الممنوحة للعديد من الصفقات غير المنظورة حسب اختبار (bona fide test) مما ينبغي للسلطات النقدية القيام بما يلي⁽¹⁾:

- إصدار تعليمية جديدة لتأييد حرية تحويل الدينار لمدفوعات الصفقات غير المنظورة (الصحة والتعليم والسفر) ونشر هذه السياسة بشكل واسع للجمهور البنوك؛
- إلغاء الحدود الحالية على تحويل العملة فيما يتعلق بالصفقات الدولية غير المنظورة؛
- إصلاح الأطر التنظيمية والتشريعية للصرف.

الفرع السادس: تسيير احتياطي الصرف في الجزائر

تشير الاحتياطات إلى الأصول المحررة بعملات أجنبية إضافة إلى الذهب وتلعب الإحتياطات دورا كبيرا في المحافظة على استقرار العملة والحد من أزمات ميزان المدفوعات سواء في البلدان النامية أو البلدان المتطورة حيث أظهرت الأزمات التي تعرضت لها البلدان في السنوات الأخيرة أهمية بناء مستوى ملائم من الاحتياطات لمجابهة الأزمات المالية خاصة أزمات الحساب الجاري أو أزمات رأس المال خاصة إذا كانت الدولة تتبنى نوع من التثبيت في أسعار الصرف، كما أن الاحتياطات من العملة تساهم في دعم السياسة النقدية والمحافظة على مستويات من الدخل للأجيال القادمة وبالرغم من أهمية احتياطات الصرف غير أنه لا يوجد اتفاق محدد على المستوى الملائم من احتياطي الصرف الواجب اعتماده في بلد معين، ويتم في العادة اعتماد ثلاث مؤشرات تقليدية لتقييم مدى ملاءمة الاحتياطات من العملة الأجنبية وهي⁽²⁾:

- مدى مساهمة الاحتياطات في تغطية الواردات في حالة حدوث أزمات في ميزان المدفوعات خاصة في البلدان التي ليس لها انفتاح كبير في أسواق رأس المال حيث يتم اعتماد ثلاث أشهر كمعيار (BENCHMARK) لمدى استدامة الواردات في حالة حدوث أزمات؛
- مدى مساهمة الاحتياطات في تغطية الديون قصيرة الأجل ويتم استعماله كمؤشر لخطر الأزمات

1- Amor Tahari et al, **Algeria: 2005 Article IV Consultation**, Staff Report, IMF Country Report No: 06/93, International Monetary Fund, March 2006, P: 18.

2 - Nathan Porter, Kenji Moriyama, **Assessing reserve adequacy: specific proposal**, International Monetary Fund, December 19, 2014, P: 15-17.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

في البلدان المنفتحة على الأسواق الخارجية، وينبغي على الاحتياطات أن تغطي نسبة 100% من الديون قصيرة الأجل؛

- نسبة الإحتياطي إلى النقود الموسعة (broad money) وتستعمل لتحديد أخطار خروج رأس المال في حالة الأزمات، خاصة في البلدان التي تعاني من ضعف القطاع البنكي حيث أن العديد من أزمات حساب رأس المال تترافق مع خروج رؤوس الأموال الأجنبية (الودائع) وتكون هذه النسبة في حدود 20%

أدى ارتفاع أسعار النفط في العشرية الأخيرة إلى تراكم احتياطات معتبرة من الصرف لدى البلدان المصدرة للنفط حيث أن أغلب هذه الدول تجاوزت النسب التقليدية من كفاءة احتياطي الصرف في مجابهة الأزمات كما يوضحه الجدول الموالي:⁽¹⁾

الجدول رقم (15): نسب كفاءة الإحتياطي الدولي لمجموعة مختارة من البلدان في سنة 2010

نسبة الإحتياطي الدولي إلى النقود (M2)	نسبة الإحتياطي الدولي إلى الدين قصير الأجل	نسبة الإحتياطي إلى الواردات	(القيم بالنسب المئوية)
147.6	545.4	38.7	الجزائر
23.9	1.4	9.4	الكويت
42.7	1.1	6.2	قطر
31.6	2.1	5.5	تونس
154.2	10.1	25.4	السعودية

المصدر: Jose Gijon and Ernesto Crivelli, Op-cit, P:30

تم اعتماد مقارنة في صندوق النقد الدولي (2011) للمستوى الملائم من احتياطات الصرف بناء على المخاطر التي يتعرض لها البلد، وأظهرت النتائج التجريبية في 2013 أن هذه المقاربة لها قدرة على التنبؤ بتفسير الضغوطات التي تتعرض لها الأسواق مقارنة بالمؤشرات التقليدية وهي مقارنة تختص بتقييم الأخطار النسبية لأربع مؤشرات أساسية (الصادرات، عرض النقود، المديونية قصيرة الأجل، التزامات ومطلوبات أخرى) وأثرها على ميزان المدفوعات خلال الصدمات وترجيحها بأوزان معينة تعكس المخاطر وهذه الأوزان تختلف باختلاف الخصائص السوقية لكل بلد وتعتمد على الخبرات السابقة في التعامل مع الأزمات وكذلك نوع نظام الصرف المتبع ويمكن تلخيصها في الجدول رقم (16) الموالي:⁽²⁾

1 - Jose Gijon, Ernesto Crivelli, **Optimal international reserve in Algeria**, International Monetary Fund, country report No: 12/22, 2012, P P: 30-31.

2 - Nathan Porter, Kenji Moriyama, **Op-cit**, P P: 18-19.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الجدول رقم (16): معيار صندوق النقد الدولي لتقييم المستوى الملائم من الاحتياطي في العملة الأجنبية (2011)

(القيم بالنسب المئوية)	الدين قصير الأجل	عرض النقد الواسع	الصادرات	إلتزامات أخرى
سعر صرف الثابت	30	10	10	20
سعر صرف عائم	30	5	5	15

المصدر: Nathan Porter, Kenji Moriyama, Op-cit, P: 19

المطلب الخامس: ممارسات الشفافية ونشر البيانات

يلعب نشر البيانات والإفصاح عن العمليات دور بالغ الأهمية في سياسة استهداف التضخم، حيث يسمح نشر البيانات والإفصاح عنها ببناء توقعات صادقة حول سلوك المتغيرات الاقتصادية الكلية ومعرفة مدى مصداقية البنك المركزي في استهداف المتغيرات النهائية.

الفرع الأول: الإفصاح والشفافية

تعتبر الشفافية هي توفير المعلومات الواضحة والمفصلة عن كيفية إعداد السياسة للجمهور فالبنك المركزي الأوروبي يعرف الشفافية في موقعه الإلكتروني بأنها "تعني الشفافية منح الجمهور بكل المعلومات ذات الصلة بإستراتيجية البنك المركزي الأوروبي والتقييم وقرارات السياسة بالإضافة كذلك إلى الإجراءات المعمول بها في هذا المجال بطريقة واضحة ومفصلة وفي أوقات زمنية محددة"، في القرنين الماضيين أصبحت العديد من البنوك المركزية أكثر شفافية، هذا الاتجاه الذي ترافق مع التحول نحو تحقيق استقلالية أكبر للبنك المركزي واستهداف التضخم، ومثل الإصلاحات الأخرى ساهمت نظريات توقعات التضخم إلى حد ما في بروز وتطور مفهوم الشفافية (1).
ويقدم المصرفيون المركزيون عدة أسباب للتوجه نحو الشفافية والتي من بينها (2):

- أحد هذه الأسباب سياسي، العديد من الاقتصاديين يدعمون استقلالية البنك المركزي لكن هذا الوضع يكون غير مناسب في ظل تدخل أعضاء الحكومة لتحقيق أهداف انتخابية ، ويعتقد الاقتصاديون أن صناعات السياسة النقدية المركزية ينبغي أن يكونوا مطالبون بشرح إجراءات السياسة للجمهور لان سلطتهم في النهاية تشتق من الجمهور؛
- دافع آخر نحو الشفافية هو أثرها على توقعات التضخم، فصناعة السياسة يريد من الجمهور تصديقهم بشأن الإبقاء على معدل التضخم في مستوى مستقر، وهذا التصديق يرتبط بشكل كبير بالتفاصيل التي سوف يقدمها صناعات السياسة حول الإجراءات المتخذة لضبط مستوى التضخم؛
- أخيرا، تساعد الشفافية صناعات السياسة على التحكم في معدلات الفائدة طويلة الأجل فالإنفاق

1- Laurence M. ball, **Op-cit**, P: 512.

2- **IBID**, P P: 512-513.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الكلي يتأثر بهذه المعدلات والذي بدورها تتعلق بالتوقعات الخاصة بمعدلات الفائدة قصيرة الأجل المحددة من طرف البنك المركزي، فالبنك المركزي الذي يتمتع بالشفافية يستطيع التأثير على معدلات الفائدة طويلة الأجل بقيادة توقعات معدلات الفائدة قصيرة الأجل، فعلى سبيل المثال رفع معدلات الفائدة طويلة الأجل عن طريق إخبار الجمهور بلقن معدلات الفائدة قصيرة الأجل سوف ترتفع في المستقبل.

يعرف الإفصاح بأنه " عملية إظهار وتقديم المعلومات الضرورية عن الوحدات الاقتصادية، للأطراف التي لها مصالح حالية أو مستقبلية بتلك الوحدات الاقتصادية، وهذا يعني أيضا أن تعرض المعلومات بالقوائم والتقارير المالية بلغة مفهومة للقارئ الواعي دون لبس أو تضليل ، إذن فالإفصاح هو تقديم المعلومات إلى المهتمين بها، في شكل قوائم تختلف باختلاف المنفعة المنشودة، على أن تشمل هذه التقارير جميع المعلومات اللازمة والضرورية، لإعطاء مستخدمى هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة الاقتصادية بصفة عامة(1).

حددت لجنة إجراءات التدقيق المنبثقة عن المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين، ماهية الإفصاح المحاسبي المناسب بما يلي " إن معطيات عرض المعلومات في القوائم المالية، وفقا لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها، تقتضي بتوفير عنصر الإفصاح المناسب في هذه القوائم، وذلك بشأن جميع الأمور المادية (الجوهرية)، وإن عنصر الإفصاح المقصود هنا على صلة وثيقة بشكل ومحتوى القوائم المالية والمصطلحات المستخدمة فيها وأيضا بالملاحظات المرفقة بها، وبمدى ما فيها من تفاصيل، وذلك بكيفية تجعل لتلك القوائم قيمة إعلامية من وجهة نظر مستخدمى هذه القوائم" حسب المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين، فإن مفهوم الإفصاح يرتبط بشكل ومحتوى القوائم المالية والمصطلحات المستخدمة فيها، والتي من شأنها تؤدي إلى زيادة قيمة وجودة المعلومات التي تحتويها تلك القوائم وذلك من وجهة نظر مستخدمىها، حيث يعتبر الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير(2).

1 صباحي نوال، أثر الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية على جودة المعلومة المحاسبية، الملتقى الدولي الثالث حول آليات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجزائري ومطابقتها مع معايير المحاسبة الدولية وتأثيره على جودة المعلومة المحاسبية، جامعة الوادي، أيام 17 و18 نوفمبر 2013، ص: 04.

2 - أمال عياري، أبو بكر خوالد، تطبيق مبادئ الحوكمة في المؤسسات المصرفية، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري، مخبر مالية، بنوك وإدارة أعمال، جامعة بسكرة أيام 06-70 ماي 2012، ص: 06.

الفرع الثاني: نشر البيانات والإفصاح عنها في الجزائر

هناك عدم كفاية في منح البيانات لكن بصورة عامة تعتبر ملائمة لعمليات الرقابة، فحسب توصيات دائرة الإحصاءات لصندوق النقد الدولي فان الديوان الوطني للإحصائيات يحرر ويدون الحسابات الوطنية السنوية بأسعار السنة السابقة وفقا نظام الحسابات القومية لصندوق النقد الدولي، لكنه لا يأخذ بعين الاعتبار الهيئات غير الربحية التي تقدم الخدمات لقطاع العائلات كما أن الديوان يقوم بجهود من أجل توفير بيانات ربع سنوية عن الحسابات حسب توصيات نظام الإفصاح العام عن البيانات القومية الصادر عن صندوق النقد الدولي، مع تحسن ملحوظ في نشر البيانات الخاصة بالأسعار التي كانت تعرف تأخر قد تصل إلى عدة أشهر مما يعيق عمليات اتخاذ القرار وتقدير المخاطر⁽¹⁾.

بالنسبة للبيانات المتعلقة بإحصاءات مالية الحكومة (government finance statistics) فإنها تعرف عدة جوانب من القصور حيث تقتصر عمليات التغطية على موازنة الحكومة المركزية، والموازنة العامة والملحقة وحسابات الخزينة الخاصة (special treasury accounts)، كما أن هناك بعض العيوب في التقسيم وتأخر طويل في إعداد الإحصاءات، الذي يرجع جانب كبير منه إلى ضعف الموارد المخصصة لعمليات جمع البيانات الإحصائية وعدم وجود تنسيق بين مختلف الوكالات المعنية بالأمر وكذلك القلق الناتج حول مدى دقة البيانات المعروضة ومطابقتها للواقع الذي قد يزيد المخاوف من عرض هذه البيانات.

تتوافق الإحصاءات النقدية إلى حد كبير مع منهجية صندوق النقد الدولي المعروضة في دليل الإحصاءات المالية والنقدية والدليل المرافق له لسنة 2008 كما أن النقائص المسجلة سابقا من طرف البنوك التجارية المملوكة للدولة في ما يخص توقيت التقارير قد تحسنت بصفة معتبرة في السنة الأخيرة حيث يتم توفير الإحصائيات على شركات الإيداع والتمويل في أجال لا تفوق شهرين أو ثلاث أشهر، كما أن صيغ التقارير (الميزانية العمومية والملاحق) قد تم تحديثها وتعزيزها وفق معيار نشر البيانات للصندوق، مع ملاحظة بعض النقص المتعلق ببيانات شركات التأمين التي لم يتم جمعها، لكن بنك الجزائر مع الدعم المقدم من دائرة الإحصاءات لصندوق النقد الدولي سوف يضع خطط مستقبلية تتعلق بهذا الشأن، إحصاءات ميزان المدفوعات تتميز على العموم بنوعية جيدة، مع وجود بعض النقص في توفير بيانات مركز الاستثمار الدولي (INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION) بسبب ضعف الموارد والقدرات الخاصة بجمع موجودات الاستثمار، وفيما يتعلق بالمعايير والجودة الخاصة بالبيانات فللجزائر بدأت المشاركة في النظام العام لنشر البيانات (THE GENERAL DATA dissemination system) في

1 - The international monetary fund, **Assessment of data adequacy for surveillance in ALGERIA - statistical issues**, IMF Country Report No: 14/341, 2014, P: 07.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

سنة 2009 ولكن لم يتم توفير معلومات لحد عن تقرير احترام المعايير والمواثيق REPORT ON OBSERVANCE OF STANDARDS AND CODES الخاص بصندوق النقد الدولي(1).

الجدول رقم (17): دورية البيانات وإصدار البيانات لبعض المؤشرات المشهورة في 2016

البنود	دورية البيانات	دورية الإصدار
أسعار الصرف	يومي	يومي
الاحتياطي الدولي من الأصول والخصوم للسلطات النقدية	يومي	ربع سنوي
النقود بالمفهوم الواسع	يومي	ربع سنوي
الميزانية العامة للبنك المركزي	يومي	ربع سنوي
الميزانية العمومية المجمعة للنظام المصرفي	شهري	ربع سنوي
أسعار الفائدة	شهري	ربع سنوي
مؤشر أسعار الاستهلاك	شهري	شهري
الإيرادات والنفقات الحكومية المركزية	شهري	سنوي
مخزون الديون المضمونة للحكومة المركزية	غير منتظم	سنوي
ميزان الحساب الجاري الخارجي	ربع سنوي	ربع سنوي
الواردات والصادرات من السلع والخدمات	ربع سنوي	ربع سنوي
إجمالي الدين الخارجي	ربع سنوي	ربع سنوي
مركز الاستثمار الدولي	غير منتظم	غير متاح

المصدر: The international monetary fund, Staff report, Op-cit, P: 08

الفرع الثالث: الشفافية ومؤشر الموازنة المفتوحة

تعتبر شفافية العمليات من الجوانب الأساسية والمهمة لسياسة استهداف التضخم، حيث تسمح للمتعاملين بتقييم العوائد والمخاطر واتخاذ القرارات الصائبة في المستقبل وتعزز من درجات المساءلة للبنك المركزي.

أولاً: شفافية العمليات في الجزائر.

يشير رصيد متنامي من البحوث التجريبية إلى أن البلدان ذات نظم الحوكمة الجيدة تحقق نجاح أكبر في توليد الاستثمار وتحقيق النمو وتوليد فرص العمل وأن الشفافية مطلب أساسي للحوكمة الرشيدة لأنها تساعد في توضيح القواعد والمؤسسات، حيث تساهم في تقليص حيز الفساد بزيادة إمكانات الاطلاع العام على المعلومات مما يجعل القواعد أكثر وضوحاً ويخضع واضعوها إلى درجة أكبر من المساءلة، كما أن الشفافية تحسن تخصيص الموارد وتعزز الثقة مع تحسن إمكانات الاطلاع على المعلومات يصبح الأفراد أكثر قدرة على مراقبة الأحداث وتقييم الخيارات وإدارة المخاطر سواء على المستوى العام أو الخاص⁽²⁾.

1 - IBID

2- كارولين عيغنيات، الجلسة المواضيعية الثانية: تعزيز الشفافية والحوكمة الرشيدة، مؤتمر بناء المستقبل، الوظائف والنمو والمساواة، صندوق النقد الدولي، 2014، ص ص: 1-2.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

- على المستوى العام فإن المعلومات تمكن المواطنين من مراقبة جودة الخدمات الحكومية واستخدام الموارد العامة؛
- على مستوى القطاع الخاص فإن المعلومات تساعد المستثمرين على التمييز بين فرص الأعمال الواعدة بدرجة أكبر وتلك الواعدة بدرجة أقل، كما تسمح للبنوك بالتمييز بين العميل الجيد والعميل السيئ وتساعد بالتالي على توجيه الموارد نحو أفضل استخدام.

يعتبر تقدير حجم المداخل غير مشروعة في الجزائر بشكل دقيق أمر يصعب تحقيقه في ظل غياب الإحصائيات الدقيقة والتستر وكذلك توجد صعوبات في تتبع حالات الفساد، ومن بين المؤشرات المستعملة هو مؤشر الشفافية الدولية ويتدرج من صفر إلى عشرة، حيث يمثل الصفر سيطرة الفساد بشكل كلي وتمثل العشرة الخلو من الفساد، واستند هذا المؤشر على طرح أسئلة على إطارات المؤسسات في أكثر من 133 دولة في سنة 2003 وبلغ عدد الدول 146 في سنة 2004 وتدرج ترتيب الجزائر من 15 نقطة سنة 2006 إلى سنة 2007 مما يعني أن البلد تشهد معدلا خطيرا للفساد مما يؤثر سلبا على مجهودات جلب الاستثمار لمواجهة البطالة والحد من الفقر وهو ما أدى إلى تراجع تنافسية الجزائر ب 18 درجة حسب تقرير المنتدى الاقتصادي العالمي لسنتي 2009/2008 حيث احتلت المرتبة 99 عالميا من مجموع 134 دولة سنة 2008 مقابل المرتبة 81 من مجموع 131 دولة للسنة التي قبلها(1).

ثانيا: مؤشر الموازنة المفتوحة

حصلت الجزائر على تقييم ضعيف في مؤشر الموازنة المفتوحة مما يعني أن الحكومة تمنح معلومات محدودة إلى الجمهور حول موازنة الحكومة المركزية والنشاطات المالية خلال السنة المالية، الأمر الذي يؤدي إلى خلق صعوبات لدى الجمهور في مساءلة الحكومة حول إدارة المال العام وقيم مؤشر الموازنة المفتوحة كمية ونوع المعلومات التي توفرها الحكومة إلى الجمهور في الوثائق الثمانية الرئيسية وتعتبر وثيقة الموازنة التنفيذية المقترحة من أهم هذه الوثائق وينبغي أن يحتوي على المخططات التنفيذية للحكومة في العام القادم مع تكاليف النشاطات المقترحة وينبغي أن يكون متاح للجمهور والهيئة التشريعية على الأقل ثلاث أشهر قبل انطلاق السنة المالية للسماح بالمراجعة الكافية وهذا المقترح غير متاح للجمهور في الجزائر مما يعني أن المواطنين ليس لهم صورة واضحة ومفهومة حول مخططات الحكومة حول الإنفاق والضرائب في العام اللاحق، بالإضافة إلى أن هناك صعوبة في تتبع الإنفاق وتحصيل الإيراد حيث أن الحكومة لا تصدر تقارير أثناء السنة أو تقرير المراجعة نصف السنوية التي من شأنها تعزيز مستوى المساءلة حول كيفية تطبيق الموازنة خلال السنة بالإضافة إلى صعوبت في تقييم كفاءة

1- خليل عبد القادر، دراسة اقتصادية لظاهرة الفساد في الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول أهمية حماية المال العام ومكافحة الفساد، كلية الحقوق، جامعة يحي فارس المدية، أيام 5-6 ماي 2009، ص ص: 9-10.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الموازنة في الجزائر عند انتهاء السنة المالية حيث لا يتم إصدار تقرير نهاية السنة للجمهور مما يعيق مقارنة ما تم موازنته وما تم إنفاقه أو تحصيله فعليا، كما لا يتم نشر تقارير التدقيق للجمهور أيضا وما اذ تم أخذ توصيات تقارير التدقيق بعين الاعتبار أم لا كما أن الولوج لمعلومات دقيقة حول الموازنة التي تتطلبها عملية تقييم تطور الحكومة في انجاز مشروع معين او نشاط معين مازال محدود مع أنه يمكن الحصول على بعض المعلومات من موقع وزارة المالية ، مع ذلك فلين الجزائر لم تقنن بعد حق الولوج إلى المعلومات الحكومية كما أن الوزارة لا تتجاوب مع طلبات الحصول على المعلومات⁽¹⁾.

يقيم مؤشر الموازنة المفتوحة ما إذ كانت الحكومة المركزية في كل البلدان المشمولة بدراسة إستقصائية تتيح للجمهور ثماني وثائق رئيسية من الميزانية، وكذلك ما إذ كانت البيانات الواردة في هذه الوثائق شاملة وتم توفيرها في وقت مناسب، ويستخدم المسح المعايير المقبولة دوليا لتقييم الشفافية التي وضعتها المنظمات الدولية المتعددة الأطراف، مثل صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والمنظمة الدولية للمؤسسات العليا لمراجعة الحسابات، وتستخدم درجات نتائج الاستطلاع من 95 إلى 125 سؤالا مفتوحا لحساب الشفافية وتشكل هذه الدرجات مؤشر الموازنة المفتوحة وهو المعيار الدولي النسبي المستقل والوحيد لشفافية الميزانية، وحصلت الجزائر على درجة 13 من 100 عام 2012 وهو أقل بكثير من متوسط الدرجات للدول التي شملتها الدراسة، و أقل أيضا من درجات البلدان الأخرى في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا كالأردن ولبنان والمغرب، ودرجة الجزائر تشير أن الحكومة توفر للجمهور معلومات هزيلة عن ميزانية الحكومة الوطنية وأنشطتها المالية خلال سنة الموازنة وهذا يعتبر تحديا للمواطنين عن محاسبة الحكومة في إدارة الأموال العامة⁽²⁾.

جدول رقم (18): مؤشر الموازنة المفتوحة لبعض الدول 2015

الدول	نيوزلندا	فرنسا	السويد	تونس	الجزائر	المغرب	الأردن	مصر	تركيا
مؤشر الموازنة المفتوحة	88	76	87	42	19	38	55	19	44

المصدر: P: 02; <http://www.internationalbudget.org/op-cit>;

يتألف مؤشر الموازنة من النقاط الفرعية لكل من وثائق الميزانية الثمانية الرئيسية المقررة في المسح، وهي البيان التمهيدي للموازنة، مقترح الموازنة التنفيذية، الميزانية المقررة، موازنة المواطن، التقارير أثناء العام والمراجعة النصف السنوية وتقرير نهاية السنة وتقرير هيئات تدقيق الحسابات العليا، حيث

1- http://www.internationalbudget.org/wp-content/uploads/2011/04/cs_algeria.pdf visited 20/01/2016

2- بركان حسين، مسح الموازنة المفتوحة -الجزائر-، جامعة تلمسان، 2012، ص ص: 1-2

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

ينبغي لكل دولة أن توفر هذه الميزانيات الثمانية لتعزيز الشفافية والمساءلة والمشاركة الشعبية في اتخاذ القرارات وهذه النقاط الفرعية تمثل متوسط الدرجات التي تم تحصيلها من مجموعة أسئلة المسح التي تقيس توفر البيانات للجمهور وكم المعلومات في تلك الوثائق النقاط الفرعية قابلة للمقارنة عبر الدول التي شملها المسح⁽¹⁾.

تم طرح 109 سؤال على الجزائر تتعلق بالميزانيات سألها الذكر التي على أساسها تم حساب مؤشر الموازنة المفتوح كما هو مبين في الجدول الموالي رقم (19).

الجدول رقم (19): مسح الموازنة المفتوحة في الجزائر سنة 2015

مراقبة الموازنة		المشاركة الشعبية	الشفافية	المقياس
هيئات التدقيق العليا	الهيئة التشريعية			
100/34	100/36	100/0	100/19	العلامة

المصدر: <http://survey.internationalbudget.org/#profile/DZ>

بداية من 2012 رفعت الحكومة الجزائرية معلومات الموازنة المفتوحة عن طريق إصدار تقارير أثناء سريان السنة المالية؛ ومع ذلك فإن الحكومة الجزائرية قد خفضت كم المعلومات المتاحة بسبب عدم شمولية الموازنة المقررة (the enacted budget) كما فشلت في إحراز التقدم في النقاط التالية⁽²⁾.

- عدم إتاحة البيان التمهيدي للموازنة إلى الجمهور؛
- عدم استحداث وإصدار موازنة المواطن، المراجعة نصف السنوية، وتقرير نهاية العام وتقرير التدقيق؛
- إتاحة معلومات قليلة في مقترح الموازنة التنفيذية (the executive budget proposal)؛
- لا تحوز الهيئة التشريعية على مكاتب بحث متخصصة حول الموازنة؛
- لا يتلقى الجهاز التنفيذي الموافقة المسبقة من الهيئة التشريعية قبل تنفيذ الموازنة التكميلية، كما لا يتم استشارة الهيئة التشريعية حول الإنفاق المتعلق بالمداخيل العرضية و الالتزامات العرضية والتحويلات غير المحددة في الميزانية المقررة؛
- يمكن عزل رئيس مجلس المحاسبة بدون الإجازة القانونية أو التشريعية مما يؤثر على استقلالية هذا الأخير.

1-<http://www.internationalbudget.org/opening-budgets/open-budget-initiative/open-budget-survey/country-info/?country=dz> visited 25/01/2016.

2-<http://www.internationalbudget.org/opening-budgets/open-budget-initiative/open-budget-survey/country-info/?country=dz> visited 25/01/2016.

ثالثاً: تعزيز ممارسات الشفافية في إعداد الموازنة

من أجل تعزيز المساءلة والشفافية والمشاركة ينبغي القيام بالأولويات التالية (1).

- نشر البيان التمهيدي للموازنة (the pre-budget statement)؛
- إستحداث وإصدار موازنة المواطن، المراجعة نصف السنوية، تقارير ختم السنة المالية، تقارير تدقيق الحسابات؛
- زيادة شمولية مقترح الموازنة التنفيذية بعرض معلومات أكثر حول تقسيمات الإنفاق للسنة المالية موضوع الموازنة وتقديرات الإنفاق للسنوات المستقبلية؛
- إستحداث آليات فعالة وذات مصداقية (جلسات سماع، استطلاع الرأي) لضبط تطلعات المواطنين حول إجراءات الميزانية؛
- إستحداث آليات رسمية لضمان مساهمة المواطنين في برامج هيئات التدقيق العليا والتحقيقات؛
- إستحداث مكتب بحث متخصص في الموازنة تحت تصرف الهيئة التشريعية؛
- ضمان الإجازة المسبقة من طرف الهيئة التشريعية قبل تنفيذ الموازنة التكميلية؛
- ضمان استقلالية جهاز التدقيق وضمان الموافقة المسبقة القانونية والتشريعية قبل عزل رئيس الجهاز.

1 - **IBID**, visited 25/01/2016.

المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية

نهتم من خلال هذه الدراسة التطبيقية بدراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين متغيرات الدراسة، وكذلك التأثيرات المتبادلة بين المتغيرات وأثار الصدمات على المتغيرات بالإضافة إلى العلاقات السببية بين المتغيرات، تهتم دراسة العلاقة السببية باستجابة المتغير التابع لآثار المتغيرات المبثثة في النموذج أو كيفية تأثير المتغيرات المستقلة المبثثة بالتطورات الحاضرة والمستقبلية لمتغير الاستجابة حيث أن معرفة هذه المتغيرات ودرجة معنويتها قد تفيد صناع السياسة بمعرفة المتغيرات التي تؤثر بدرجة أكبر في متغير الاستجابة، ويتطلب اختبار السببية حسب مفهوم غرانجر أن تكون المتغيرات مستقرة وبواقي النموذج خالية من المشاكل التي تؤثر على الاختبارات الإحصائية، وذلك من خلال إختيار النموذج المناسب، إذا كانت المتغيرات موضوع الدراسة متكاملة من نفس الدرجة فإنه حسب نظرية تمثيل غرانجر يكون التوفيق الخطي بين هذه المتغيرات مستقر، وبعبارة أخرى فإنه في هذه الحالة توجد علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات يتم تمثيلها في شكل نموذج تصحيح الخطأ أي الزمن اللازم لعودة المتغيرات إلى التوازن طويل الأجل بعد الانحراف عنه في الأجل القصير.

المطلب الأول: دراسة الإستقرارية وتشخيص نموذج الانحدار الذاتي

من أجل أن تكون الاختبارات الإحصائية اختبارات صحيحة وذات موثوقية فإنها تتطلب أن تكون السلاسل الزمنية موضوع الدراسة مستقرة كما تتطلب أيضا تشخيص نموذج شعاع الإنحدار الذاتي للتأكد من غياب مشاكل عدم التوزيع الطبيعي للبواقي ومشاكل عدم ثبات التباين وغياب الارتباط التسلسلي.

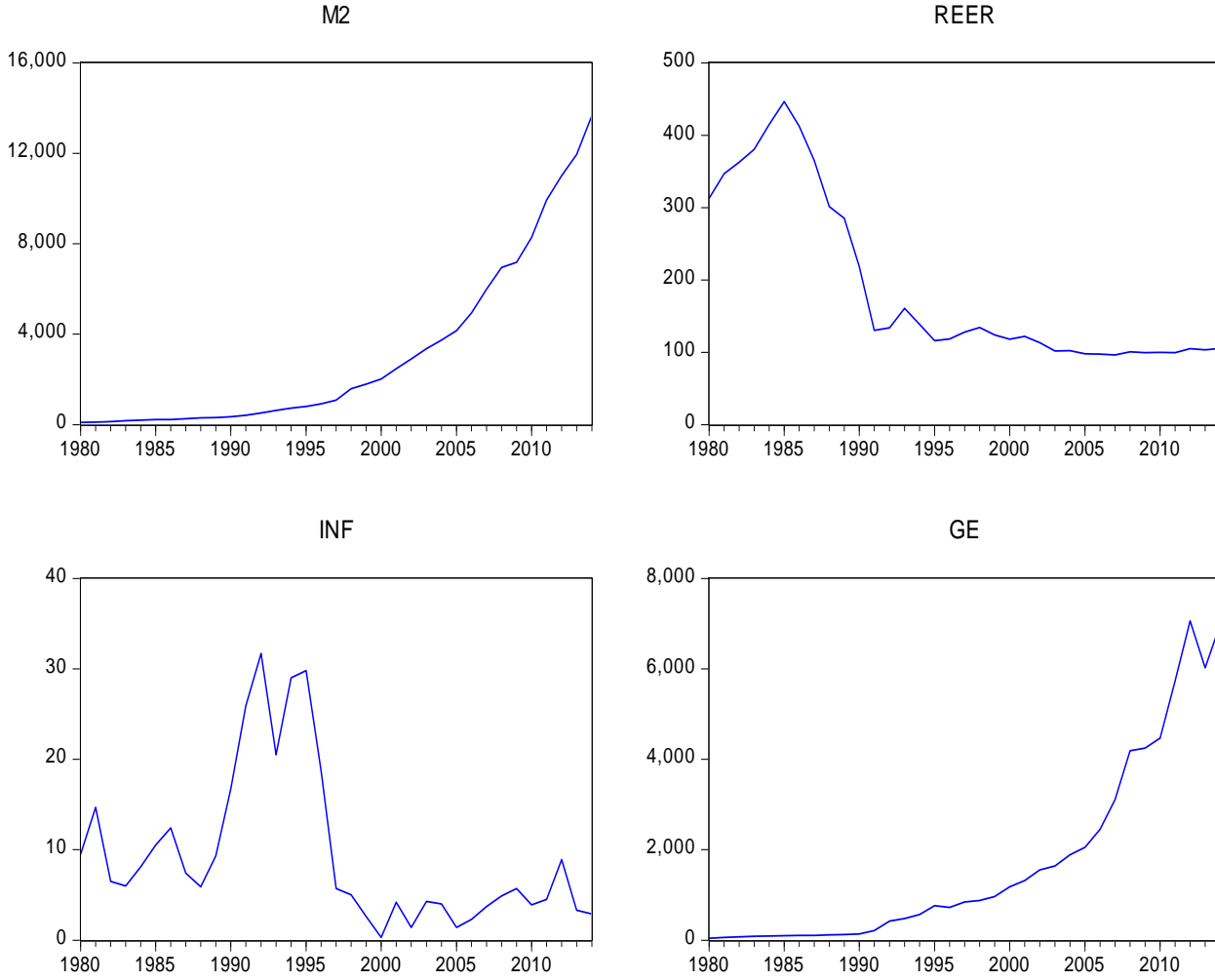
الفرع الأول: وصف السلاسل الزمنية موضوع الدراسة

السلاسل الزمنية موضوع الدراسة عبارة عن معدل التضخم inflation (مؤشر أسعار الاستهلاك) التغير المئوي السنوي البيانات من البنك العالمي وتغطي الفترة من 1980 إلى 2014، والسلسلة الثانية عبارة النقد بالمفهوم الواسع (broad money) مقاسه بالمليار دينار لفترة الدراسة كقياس للعرض النقدي في الاقتصاد الجزائري البيانات من البنك العالمي، والسلسلة الثالثة عبارة عن سعر الصرف الحقيقي الفعــــــــــــــــال (REER) حيث البيانات مأخوذة من صندوق النقد الدولي إحصائيات المالية الدولية ($\text{international financial statistics}$) حيث سنة الأساس المعتمدة هي سنة 2010 وذلك كقياس لمستويات النفاذ (the pass-through) أو انتقال آثار التضخم الدولي إلى مستويات التضخم في الاقتصاد الجزائري والسلسلة الرابعة هي مستوى الإنفاق الحكومي ($\text{Government expenditure}$) في الجزائر مقاسا بالمليار دينار بالأسعار الثابتة للعملة المحلية خلال نفس الفترة ويوضح الشكل البياني الموالي تطور السلاسل الزمنية للمتغيرات موضوع الدراسة.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الشكل رقم(15): تطور معدل التضخم، الكتلة النقدية، سعر الصرف الحقيقي الفعال، والإنفاق الحكومي في الجزائر من

2014-1980



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج EViews 9

الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

لدراسة إستقرارية السلاسل الزمنية موضوع الدراسة تم تحويل جميع قيم السلاسل الزمنية إلى اللوغاريتم مع الاعتماد على النموذج الثاني (وجود الثابت) في السلاسل والنموذج الثالث (وجود الثابت والاتجاه العام) لأن كل السلاسل تحتوي على الحد الثابت the intercept (الإنفاق الحكومي، العرض النقدي، سعر الصرف الفعلي الحقيقي، معدل التضخم) وبعض السلاسل تحتوي بالإضافة إلى الحد الثابت على الاتجاه العام trend (الإنفاق الحكومي، العرض النقدي، سعر الصرف الفعلي الحقيقي) وباستخدام اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented dickey-fuller) تم الحصول على النتائج في الجدول رقم (20) الموالي:

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الجدول رقم (20): إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية موضوع الدراسة

النموذج : وجود ثابت فقط intercept		
السلاسل	قيمة p value في المستوى	قيمة p value في الفرق الأول
معدل التضخم INF	0.1244	0.0000
عرض النقد M2	0.8355	0.0005
سعر الصرف الفعلي الحقيقي REER	0.5850	0.0179
الإنفاق الحكومي GE	0.7611	0.0007
النموذج : وجود ثابت واتجاه عام intercept and trend		
السلاسل	قيمة p value في المستوى	قيمة p value في الفرق الأول
معدل التضخم INF	0.1589	0.0000
عرض النقد M2	0.7589	0.0052
سعر الصرف الفعلي الحقيقي REER	0.9503	0.0009
الإنفاق الحكومي GE	0.6885	0.0044

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج 9 EViews

يظهر من خلال الجدول أن كل السلاسل الزمنية تصبح مستقرة عند أخذ الفرق الأول في السلاسل الزمنية حيث أن كل قيم (P value) أقل من 0.05 مستوى المعنوية المختار في الدراسة.

الفرع الثالث: إختيار فجوة النموذج

لاختيار الفجوة الملائمة لإدراجها في نموذج شعاع الانحدار الذاتي تم الاعتماد على مجموعة من دوال المعلومات التي تقارن بين مزايا التصغير الناتج في الأخطاء عند إضافة فجوات جديدة وتكلفة الفقد في درجات الحرية عند إضافة هذه الفجوات، حيث يظهر من خلال الجدول أن مستوى الفجوة الملائم عند أغلب دوال المعلومات لنموذج شعاع الانحدار الذاتي في المستوى هو 3 فجوات، وبما أن شعاع الانحدار الذاتي سوف يتم تقديره عند الفروقات الأولى فمستوى الفجوات أو التأخير الملائم في هذه الحالة هو فجوتين والنتائج موضحة خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (21): إختيار التأخير الملائم في نموذج شعاع الانحدار الذاتي

LAG	AIC	SC	HQ	FBE
0	3.315701	3.682135	3.437164	0.000324
1	-3.682079	-2.58277	-3.317692	3.01e-07
2	-3.333187	-1.50101	-2.725874	4.57e-07
3	-4.195767	-1.63072	-3.345529	2.28e-07

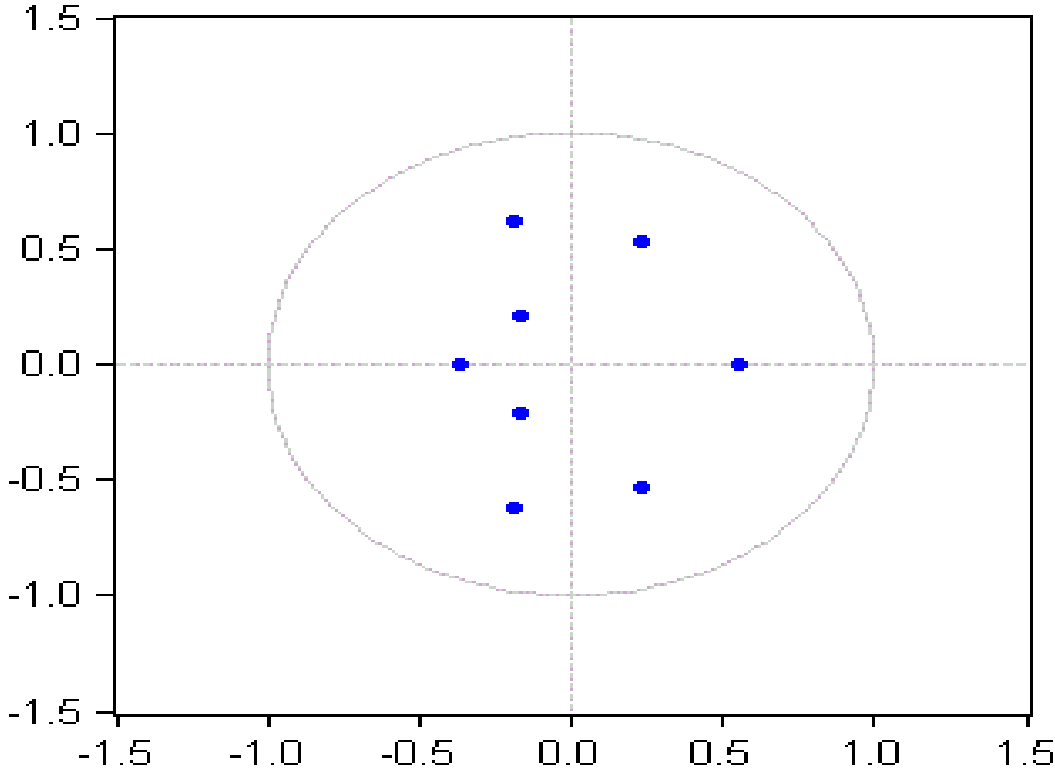
AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: hanna-Quinn information criterion
 FBE : Final predictor error

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج 9 EViews

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

يلاحظ من خلال الشكل البياني الموالي رقم (16) أن كل الجذور العكسية لشعاع الانحدار الذاتي تقع داخل دائرة الوحدة وبالتالي فإن شعاع الانحدار الذاتي يحقق شرط الاستقرار عند أخذ الفروقات الاولى.

الشكل رقم (16): شرط الاستقرار لنموذج شعاع الانحدار الذاتي



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج EViews 9

الفرع الرابع: تشخيص النموذج

يتطلب النموذج الجيد لشعاع الانحدار الذاتي أن تكون البواقي موزعة توزيعا طبيعيا وخالية من مشاكل الارتباط التسلسلي وعدم ثبات التباين لتكون الاختبارات صحيحة وعمليات التنبؤ ذات موثوقية.

أولا: التوزيع الطبيعي للبواقي

تم إستعمال إختبار (Jerque and bera) على نموذج الانحدار الذاتي، الذي يقوم على مبدأ مقارنة معامل الالتواء (skewness) ومعامل التفرطح الزائد (the excess kurtosis) للتوزيع الطبيعي ومقارنتها مع تلك المعاملات الخاصة بالبواقي موضوع الاختبار، حيث الفرض الصفري هو كون البواقي تتوزع طبيعيا أي أن معامل الالتواء والتفرطح الزائد معدومة معا ⁽¹⁾، ونتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول رقم (22) الموالي:

1- Chris brooks, **Op-cit**, P: 210.

الجدول رقم (22): إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Jarque-bera)

Var residuals normality tests			
Null hypothesis residuals are multivariate normal			
Sample 1980 2014			
Included observations 31			
component	Jarque-bera	df	Probability
1	0.679176	2	0.7121
2	1.498537	2	0.4727
3	0.965516	2	0.6171
4	0.073814	2	0.9638
joint	3.217042	8	0.9200

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج 9 EViews

بما أن قيمة (P value =0.92) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% لا يتم رفض الفرض الصفري (البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا) أي أن الأخطاء في نموذج الانحدار الذاتي تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانيا: إختبار الارتباط التسلسلي للأخطاء

تم إستعمال الإختبار العام للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء (breusch-goldfrey) أو ما يعرف ب (LM test) مع إختيار عدد مختلف من الفجوات في كل نموذج إلى غاية الفجوة الرابعة، حيث تؤثر مشكلة الارتباط الذاتي على كفاءة المعلمات المقدرة مما يؤدي إلى قرارات خاطئة فيما يخص إختبارات الفرضيات⁽¹⁾.

الجدول رقم (23): إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (إختبار LM test)

VAR Residual Serial Correlation LM Test		
Null Hypothesis: no serial correlation at l		
Sample: 1980 2014		
Included observations: 31		
Lags	LM-Stat	Prob
1	17.30964	0.3658
2	14.81952	0.5379
3	18.30108	0.3066
4	8.767850	0.9227
Probs from chi-square with 16 df.		

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج 12 STATA

يلاحظ من خلال الجدول عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي للأخطاء في نموذج شعاع الانحدار

1- Damodar Gujarati, Econometrics by example, Palgrave Macmillan, First Edition, USA, 2011, P: 132.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الذاتي إلى غاية الفجوة الرابعة حيث أن قيمة (P value) عند الفجوة الأولى والثانية والثالثة والرابعة أكبر من 5% مستوى المعنوية المختار وبالتالي لا يتم رفض الفرض الصفري (عدم وجود الارتباط التسلسلي للأخطاء) وبالتالي النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي للأخطاء.

ثالثاً: عدم ثبات التباين:

من أجل اختبار المشكلة المتعلقة بعدم ثبات التباين تم استعمال اختبار (breusch-pagan-goldfrey) حيث تؤثر مشكلة عدم ثبات التباين على تباين المعلمات المقدرة (المعلمات المقدرة ليست لها تباين أقل) مما يؤثر على صحة الاختبارات مثل اختبار F الذي تقوم عليه سببية قرانجر، والفرضية الصفرية في إختبار وايت هو أن تباين حد الخطأ ثابت (homoscedastic).

الجدول رقم (24) : إختبار عدم ثبات التباين (إختبار WHITE test)

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)		
Sample: 1980 2014		
Included observations: 31		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
244.4053	240	0.4089

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج EVIEWS 9

بما أن قيمة (P value) تعادل 0.4089 أكبر من مستوى المعنوية المختار لا يتم رفض الفرض الصفري في اختبار وايت، أي أن البواقي لا تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

المطلب الثاني: إختبار السببية والصدمات

تهتم اختبارات السببية بمدى مساهمة المتغيرات المبطنة المدرجة في النموذج بتفسير التطورات الحاضرة والمستقبلية في متغير الاستجابة، أما دوال الاستجابة الدفعية فتهدف إلى تحديد المسار الزمني لمتغير الاستجابة الناتج عن الصدمات في النموذج.

الفرع الأول: إختبار السببية

تكون هناك سببية حسب مفهوم قرانجر من متغير Y1 إلى متغير Y2 إذا كانت الفجوات المبطنة (القيم السابقة للمتغير) للمتغير المستقل Y1 معنوية إحصائياً في معادلة Y2، وإذا كان المتغير Y1 يسبب حسب قرانجر المتغير Y2، لكن المتغير Y2 لا يسبب حسب قرانجر المتغير Y1، فإن المتغير Y1 يكون في

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

هذه الحالة (strongly exogenous) متغير يتحدد خارج النموذج⁽¹⁾.

الجدول رقم (25): إختبار سببية غرانجر على نموذج شعاع الانحدار الذاتي

Var Granger causality Included observations 31 Dependent variable DL_INF				Var Granger causality Included observations 31 Dependent variable DL_M2			
Excluded	Chi-sq	df	Prob	excluded	Chi-sq	df	Prob
DL_M2	9.385862	3	0.0246	DL_INF	3.359890	3	0.3394
DL_REER	5.288052	3	0.1519	DL_REER	2.341896	3	0.4877
DL_GE	6.853333	3	0.0767	DL_GE	3.209370	3	0.3605
ALL	13.14413	9	0.1562	ALL	10.93389	9	0.2803
Dependent variable DL_Reer				Dependent variable DL_GE			
excluded	Chi-sq	df	Prob	excluded	Chi-sq	df	Prob
DI_INF	7.094668	3	0.0689	DL_INF	0.569168	3	0.9035
DI_M2	3.747230	3	0.2901	DL_M2	4.139068	3	0.2468
DI_GE	2.677419	3	0.4289	DL_REER	20.93684	3	0.0001
ALL	12.57523	9	0.1828	ALL	29.93684	9	0.0006

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستعمال برنامج Eviews 9

من خلال نتائج اختبار السببية المدونة في الجدول أعلاه، يتضح أن هناك سببية قصيرة الأجل من متغير الكتلة النقدية نحو معدلات التضخم وذلك عند مستوى معنوية 5%، أي أن تطورات الكتلة النقدية في الجزائر تساهم في تفسير التطورات الحاضرة والمستقبلية لمعدل التضخم، كما يساهم الإنفاق الحكومي في تفسير تطورات معدل التضخم، وذلك عند مستوى معنوية 8% بينما لا يعتبر متغير سعر الصرف الحقيقي الفعال من المتغيرات المساهمة في تفسير تطورات التضخم أي لا يوجد مستويات عبور (pass-through) معنوية من الأسعار العالمية نحو الأسعار المحلية حسب اختبار السببية وربما يرجع ذلك إلى مستويات الدعم الحكومي للأسعار المحلية التي تبقىها عند مستوى ثابت بالرغم من ارتفاع الأسعار في الأسواق العالمية، وبالتالي لا يعتبر سعر الصرف كقناة أساسية لنقل تغيرات الأسعار العالمية إلى الأسعار المحلية، كما يظهر أيضا من خلال نتائج الاختبار أن السببية لا تسري في الاتجاه المعاكس بمعنى أن التضخم لا يسبب حسب غرانجر التطورات الحاصلة في الإنفاق الحكومي وأسعار الصرف الحقيقية الفعالة ومستويات الكتلة النقدية وبالتالي يمكن للسلطات النقدية ضبط مستويات التضخم عند المستوى المستهدف 4% بالاعتماد على السياسة النقدية من خلال ضبط الكتلة النقدية ومستويات السيولة وكذلك بالاعتماد على السياسة المالية من خلال ضبط وتعقيم مستويات الإنفاق الحكومي.

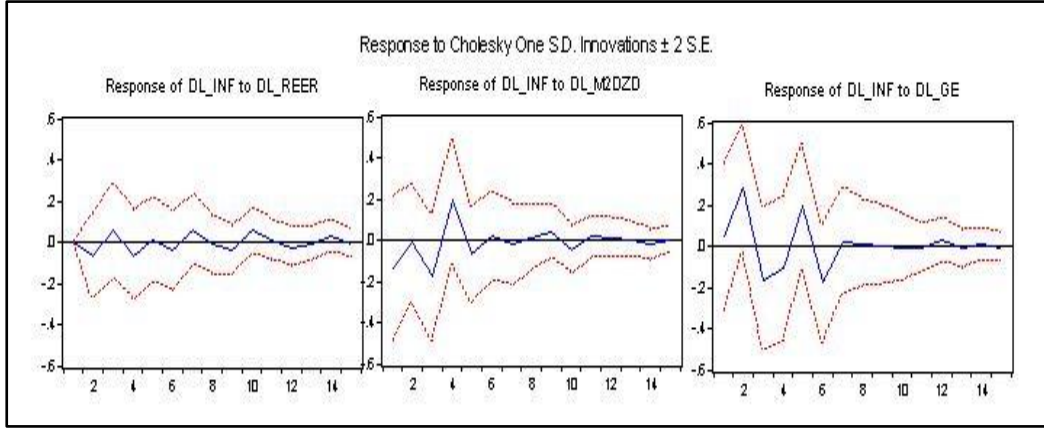
1 - Chris brooks, Introductory econometrics for finance, Op-cit, P: 291.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الفرع الثاني: إختبار الصدمات

تهتم دوال الاستجابة الدفعية بتحديد أثر الصدمات الحادثة في النموذج بفرض أن النموذج تمت صياغته بطريقة صحيحة (correctly specified) وذلك على القيم الحاضرة والمستقبلية للمتغير المستجيب للصدمة.

الشكل رقم(17): إستجابة معدل التضخم للصدمات الناتجة في سعر الصرف الحقيقي، الكتلة النقدية ومستوى الإنفاق الحكومي



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج EVIEWS 9

يظهر من خلال الشكل أن الصدمات الحادثة في الإنفاق الحكومي ومستويات الكتلة النقدية لها تأثير أكبر على معدل التضخم مقارنة بالصدمات التي تحدث في سعر الصرف الحقيقي، حيث أن البنك المركزي يتدخل بصورة مستمرة في السوق النقدي للحفاظ على مستوى سعر صرف حقيقي قريب من المستوى التوازني المستهدف المحدد عن طريق الأساسيات الاقتصادية (الإنفاق الحكومي، مستويات الإنتاجية، أسعار البترول)، كما أن الحكومة تقوم بدعم عدد كبير من السلع الأساسية الأمر الذي يحد نوع ما من انتقال آثار صدمات الأسعار الدولية نحو الأسعار المحلية.

صدمات الإنفاق الحكومي والكتلة النقدية لها علاقة قوية مع طبيعة الاقتصاد الوطني الذي يعتمد بصورة أساسية على عائدات قطاع المحروقات حيث تمثل عائدات الجباية البترولية نسبة معتبرة مقارنة مع عائدات الجباية العادية مما يتطلب من السلطة النقدية والمالية استعمال أدوات السياسة النقدية والمالية عن طريق التحكم في مستويات السيولة الناتجة عن هذا الإنفاق وترشيد مستويات الإنفاق بما يتلاءم من مستويات الدخل القابل للاستدامة.

المطلب الثالث: تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة

يمكن دراسة العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة من نموذج التكامل المتزامن، ومعرفة سرعة التعديل نحو التوازن في حالة الابتعاد عن المستوى التوازني طويل الأجل، وكذلك قوة ومدى معنوية

العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

الفرع الأول: إختبار التكامل المتزامن

يتطلب إختبار التكامل المتزامن وفق طريقة يوهانسون أن تكون السلاسل الزمنية موضوع الدراسة متكاملة من نفس الدرجة (integrated of the same ordre) وبما أن السلاسل موضوع الدراسة (معدل التضخم، العرض النقدي، الإنفاق الحكومي، سعر الصرف الحقيقي الفعلي) مستقرة عند أخذ الفروقات الأولى فإن كل هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى وبالتالي يمكن إجراء إختبار يوهانسون (Johansen cointegration test) لمعرفة ما إذ كانت السلاسل موضوع الدراسة تحتوي على علاقة معنوية في الأجل الطويل.

السلاسل موضوع الدراسة تحتوي على اتجاه عام في المستوى (at level) والاتجاه العام في المستوى يمكن التعبير عنه عن طريق وجود الثابت عند التعبير عن المتغيرات بواسطة الفروقات، حيث أن أخذ الفروقات يلغي الاتجاهات الزمنية في المتغيرات كما أن وجود المنحى الزمني التربيعي (quadratic trend) في المتغيرات عند المستوى يتم التعبير عنه عن طريق وجود المنحى الزمني الخطي (linear trend) في المتغيرات عند أخذ الفروقات الأولى ويمكن صياغة معادلة نموذج شعاع تصحيح الخطأ في الحالة العامة بالشكل⁽¹⁾:

$$\Delta y_t = u + \delta t + \alpha\beta'(y_{t-1} + v + \rho t) + \sum_{i=1}^{p-1} \psi_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

في الدراسة التطبيقية تم الاعتماد على الفرضية $\delta = 0$ و $\rho = 0$ بمعنى وجود المنحى الزمني الخطي في البيانات عند المستوى وجود الثابت فقط عند أخذ الفروقات (أخذ الفروقات يلغي أي منحى زمني خطي موجود في البيانات الأصلية) ومعادلة التكامل المتزامن مستقرة حول ثابت وليس منحى زمني، بالاعتماد على هذه الصياغة تم إختبار التكامل المتزامن وفق منهجية يوهانسون كما هو موضح في الشكل رقم (18) الموالي:

1 -Sean Beckatti, **An Introduction to time series Using Stata**, First Edition, Stata Press Publication, United states of America, 2013, P: 391.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الشكل رقم (18): إختبار وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين لوغاريتم معدل التضخم، لوغاريتم الكتلة النقدية،

لوغاريتم سعر الصرف الحقيقي الفعلي، لوغاريتم الإنفاق الحكومي وفق منهجية يوهانسون

Included observations: 32 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: LOG_INF LOG_M2 LOG_REER LOG_GE Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.575106	55.25824	47.21	54.46
At most 1	0.353220	27.86891	29.68	35.65
At most 2	0.285262	13.92493	15.41	20.04
At most 3	0.094542	3.178058	3.76	6.65
Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels *(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None *	0.575106	27.38933	27.07	32.24
At most 1	0.353220	13.94398	20.97	25.52
At most 2	0.285262	10.74688	14.07	18.63
At most 3	0.094542	3.178058	3.76	6.65
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 1% level *(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level				

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق (01) باستخدام برنامج EViews 9

من خلال الشكل يتضح وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات لأن القيمة المحسوبة تتعدى القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 5% ($47.21 < 55.25$) وكذلك عند مستوى معنوية 1% ($54.46 < 55.25$) وذلك وفق إحصائية الأثر (trace statistics) كما أن اختبار التكامل وفق إحصائية القيمة العظمى الخاصة للمصفوفة (max-eigenvalue statistics) يبين وجود علاقة تكامل متوازن بين المتغيرات وذلك عند مستوى معنوية 5% حيث أن القيمة المحسوبة تتعدى القيمة المجدولة وبالتالي يمكن رفض الفرض الصفري (عدم وجود علاقة تكامل متوازن طويلة الأجل)، لكن لا يمكن رفض الفرض الصفري: وجود أكثر من علاقة تكامل طويلة الأجل بين المتغيرات سواء باستعمال إحصائية الأثر أو إحصائية القيمة الخاصة العظمى.

الفرع الثاني: تقدير مصفوفة سرعة التعديل نحو التوازن

وفق نظرية (ENGLE AND GRANJER) فإن أي علاقة تكاملية طويلة الأجل يمكن تمثيلها عن طريق نموذج تصحيح الخطأ الذي يحتوي على المركبات قصيرة الأجل وطويلة الأجل في النموذج ومقدار التصحيح اللازم عند الابتعاد عن المستوى التوازني طويل الأجل وتجاهل المركبة طويلة الأجل

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

طويلة الأجل عند نمذجة نموذج شعاع الانحدار الذاتي يؤدي إلى أخطاء في صياغة النموذج(1).

بالاعتماد على الصياغة السابقة (وجود الميل الزمني الخطي في البيانات الأصلية وعلاقة التكامل مستقرة حول ثابت) تم تقدير نموذج شعاع تصحيح الخطأ (vector error correction model) بالاعتماد على فجوتين في المتغيرات المستقرة (المتغيرات في صيغة الفروق الأولى) وتظهر النتائج من خلال الشعاع التالي α الذي يبين سرعة الرجوع إلى التوازن:

$$\alpha = \begin{pmatrix} -0.094 \\ 0.084 \\ 0.290 \\ -0.067 \end{pmatrix}$$

يظهر أن متغيرات الإنفاق العمومي وسعر الصرف الحقيقي الفعلي تستجيب معنويا للاختلالات الناتجة عن الابتعاد عن المستوى التوازني طويل الأجل مقارنة بالأجل القصير، حيث أن قيم (P value) على الترتيب 0.001 و 0.015 أقل من مستوى المعنوية المختار، بينما يستجيب متغير الكتلة استجابة ضعيفة لأي إختلالات في المستوى التوازني طويل الأجل (قيمة P value= 0.071) أكبر من مستوى المعنوية المختار 5% بينما يعتبر النموذج جيد من ناحية إشارة تعديل التوازن حيث أن ارتفاع معدل التضخم وسعر الصرف الحقيقي الفعلي يتطلب تخفيض الكتلة النقدية ومستوى الإنفاق الحكومي للرجوع إلى المستوى التوازن طويل الأجل.

الشكل رقم (19): معلمات سرعة التعديل نحو التوازن لمتغيرات الدراسة ومعنوية وإشارة هذه المعلمات

alpha	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]
D_LOG_INF _ce1 L1.	-.0945903	.1978913	-0.48	0.633	-.4824501 .2932696
D_LOG_GE _ce1 L1.	.083984	.0262308	3.20	0.001	.0325726 .1353954
D_LOG_M2 _ce1 L1.	.029069	.0160855	1.81	0.071	-.002458 .0605961
D_LOG_REER _ce1 L1.	-.0676008	.0278037	-2.43	0.015	-.122095 -.0131065

المصدر : من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 والإعتماد على الجدول رقم (01) في الملحق (01).

1 - Christopher F Baum, **Var, svar and vecm** models: Applied Econometrics, Boston College, spring 2013, <http://www.bc.edu/schools/cas/economics/faculty-and-staff/faculty-listing/baum-christopher>, P: 38, visited 10/10/2016.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الفرع الثالث: تقدير معلمات العلاقة التوازنية طويلة الأجل

يحتوي شعاع التكامل المتزامن على المعلمات B المعرفة في المعادلة التالية:

$$\Delta y_t = u + \delta t + \alpha\beta'(y_{t-1} + v + \rho t) + \sum_{i=1}^{p-1} \psi_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

التي تبين مقدار استجابة المتغير التابع (التضخم) للمتغيرات الكتلة النقدية، الإنفاق الحكومي وسعر الصرف الحقيقي في الأجل الطويل في الصياغة المفروضة للنموذج $\delta = 0$ و $\rho = 0$ (وجود المنحنى الزمني في البيانات الأصلية وشعاع التكامل مستقر حول ثابت) حيث يظهر الشكل التالي تقدير شعاع التكامل المتزامن:

الشكل رقم (20): تقدير شعاع التكامل المتزامن

Identification: beta is exactly identified						
Johansen normalization restriction imposed						
beta	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
_cel						
LOG_INF	1	.	.	.	.	.
LOG_GE	-7.54167	1.121932	-6.72	0.000	-9.740617	-5.342723
LOG_M2	5.853431	.9170609	6.38	0.000	4.056025	7.650837
LOG_REER	-6.089545	1.075882	-5.66	0.000	-8.198236	-3.980854
_cons	35.82977	.	.	.	.	.

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج stata 12 والإعتماد على الجدول رقم (01) في الملحق (01).

في هذا النموذج تم فرض نوع من القيود على المعلمات لكي تصبح تامة التحديد حيث أن الكتابة $\alpha\beta'$ ليست وحيدة (1) حيث تم في هذه النموذج فرض قيود من نوع (JOHANSEN) على معلمة معدل التضخم وجعلها مساوية للوحدة وبالتالي لا يظهر الانحراف المعياري وقيم (P VALUE) لأن القيمة الوحيدة ليس لها انحراف معياري، يظهر من خلال الجدول أن معدل التضخم يستجيب معنويا لكل من متغير الكتلة النقدية، الإنفاق الحكومي وسعر الصرف الحقيقي حيث أن كل قيم P VALUE المستخرجة من التوزيع الطبيعي معدومة (قيم معاملات شعاع التكامل تتقارب نحو التوزيع الطبيعي كلما زاد حجم العينة (2)) وأقل من مستوى المعنوية سواء 5% أو 1% ويظهر أن معدل التضخم يستجيب بصفة أكبر للإنفاق الحكومي (المعامل 7.54) مقارنة بالكتلة النقدية (5.85) وسعر الصرف (6.08) لكن متغير الكتلة النقدية له إشارة تتعكس مع النظرية الاقتصادية حيث يظهر أن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى

1 - Eric Zivot, **Op-cit**, P: 476.

2- Helmut Lütkepohl, **Applied Time Series Econometrics**, First Edition, Cambridge university press, United Kingdom, 2004, P: 98.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

انخفاض معدل التضخم في الأجل الطويل مما يستوجب فرض بعض القيود على معلمة الكتلة النقدية في الأجل الطويل ويمكن كتابة معادلة التكامل المتزامن بناء على معطيات الشكل (19) والشكل (20) على النحو التالي :

$$\begin{pmatrix} -0.094 \\ 0.084 \\ 0.290 \\ -0.067 \end{pmatrix} (1 \quad -7.54 \quad 5.85 \quad -6.08) \begin{pmatrix} \text{LOG_INF}_{t-1} \\ \text{LOG_GE}_{t-1} \\ \text{LOG_M2}_{t-1} \\ \text{LOG_REER}_{t-1} \end{pmatrix} + 35.82 \rightarrow I(0)$$

المطلب الرابع: إختبار الفرضيات حول العلاقة التوازنية طويلة الأجل

من مميزات تمثيل يوهانسون على خلاف مقاربة انقل وجرانجر أنه يسمح باختبار الفرضيات حول معلمات سرعة التعديل نحو التوازن والمعلمات الخاصة بأشعة التكامل المتزامن من خلال نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي.

الفرع الأول: إختبار الفرضيات حول سرعة التعديل نحو التوازن

يمكن من خلال اختبار جوهانسون للتكامل المتزامن باختبار الفرضيات حول سرعة التعديل نحو التوازن THE SPEED OF ADJUSTMENT TOWARDS EQUILIBRIUM وإذا كانت سرعة التعديل ليست معنوية يمكن إسقاط هذا المتغير من النموذج لأنه لا يستجيب للاختلالات التوازنية طويلة الأجل وهو ما يطلق عليه (THE WEAK EXOGENEITY PROBLEM) وتحدث مشكلة ضعف التأثير الخارجي إذا كانت سرعة التعديل نحو التوازن غير معنوية وبالتالي لا تؤثر معلمات شعاع (المصفوفة B المعرفة للمعاملات طويلة الأجل) التكامل على هذا المتغير التابع وبمعنى آخر أن هذا المتغير لا يتحدد من داخل النموذج ويمكن إدراجه كمتغير خارجي وتقدير نموذج تكامل شرطي على هذا المتغير (1)، الشكل الموالي يبين إختبار سرعة التعديل لمتغيرات نموذج شعاع تصحيح الخطأ (VECM).

الشكل رقم (21): تقدير معنوية معاملات سرعة التعديل نحو التوازن لنموذج الدراسة

Impact parameters			
Equation	Parms	chi2	P>chi2
D_LOG_INF	1	.2284755	0.6327
D_LOG_GE	1	10.25109	0.0014
D_LOG_M2	1	3.265814	0.0707
D_LOG_REER	1	5.911502	0.0150

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج STATA 12 و الإعتقاد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

1- G. S. Maddala, In-Moo Kim, **Unit Roots, Cointegration, and Structural Change (Themes in Modern Econometrics)**, Cambridge University Press, United States of America, 1999, P: 188.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

يظهر من خلال الشكل رقم (21) أن كل من متغير الإنفاق الحكومي ومتغير سعر الصرف الحقيقي يستجيب معنوياً (مستوى المعنوية 5%) للاختلافات التي تحدث في المستوي التوازني طويل الأجل بينما لا يستجيب متغير التضخم والكتلة النقدية استجابة معنوية للاختلافات التي تحدث في المستوي التوازني طويل الأجل بينما يستوجب فرض بعض القيود على معاملات التوازن B المعرفة لشعاع التكامل المتزامن.

الفرع الثاني: إختبار الفرضيات على معاملات العلاقة التوازنية طويلة الأجل.

إذا كانت المصفوفة المحددة للعلاقات التوازنية طويلة الأجل π من الشكل $\pi = \alpha\beta'$ حيث α المصفوفة المحددة لسرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل والمصفوفة β مصفوفة المعاملات المحددة لأشعة التكامل المتزامن فان وجود أي مصفوفة H ذات محدد غير معدوم تؤدي إلى الحصول على معاملات جديد لتحديد التوازن طويل الأجل كما في المعادلة (1).

$$\pi = \alpha\beta' = \alpha HH^{-1}\beta' = (\alpha H)(H^{-1}\beta') = \alpha^*\beta'^*$$

مما يتطلب فرض بعض القيود على معاملات العلاقات التوازنية طويلة الأجل لتحديد أشعة التكامل المتزامن، واختبار وجود تناسب ايجابي بين الكتلة النقدية ومعدل التضخم في الأجل الطويل تم تقييد تصحيح الخطأ الشعاعي (VECM) بوضع قيمة المعلمة طويلة الأجل الموافقة للكتلة النقدية مساوية للوحدة مع تعيين معدل التضخم كمتغير تابع حيث يظهر من خلال الشكل أن قيمة (P VALUE) أقل من مستوى المعنوية المختار 5%، وبالتالي يتم رفض الفرض الصفري أي لا توجد علاقة تناسبية موجبة بين معدل التضخم والكتلة النقدية في الأجل الطويل للاقتصاد، أي أن زيادة الكتلة النقدية لا تؤدي إلى زيادة التضخم بنفس النسبة حسب النظرية الكمية للنقود ويظهر الشكل رقم (22) إختبار وجود التناسب بين الكتلة النقدية والتضخم في الأجل الطويل.

الشكل رقم (22): إختبار العلاقة التناسبية بين التضخم والكتلة النقدية في الأجل الطويل في الاقتصاد الجزائري

(1) [_ce1]LOG_INF = 1						
(2) [_ce1]LOG_M2 = 1						
beta	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
_ce1						
LOG_INF	1	.	.	.	.	.
LOG_GE	-3.884827	.8631649	-4.50	0.000	-5.576599	-2.193055
LOG_M2	1	.	.	.	.	.
LOG_REER	-8.613736	2.345967	-3.67	0.000	-13.21175	-4.015725
_cons	59.89859	.	.	.	.	.
LR test of identifying restrictions: chi2(1) = 8.606 Prob > chi2 = 0.003						

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج STATA 12 والإعتماد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

واختبار مدى مساهمة كل متغير في العلاقة التوازنية طويلة الأجل موضحة في الشكل رقم (23) الموالى:

الشكل رقم (23): إختبار معنوية المتغيرات المكونة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل

<p>Vector Error Correction Estimates Sample (adjusted): 1983 2014 Included observations: 32 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []</p> <hr/> <p>Cointegration Restrictions: B(1,1)=0 Convergence achieved after 19 iterations. Not all cointegrating vectors are identified LR test for binding restrictions (rank = 1): Chi-square(1) 6.774533 Probability 0.009247</p>	<p>Vector Error Correction Estimates Sample (adjusted): 1983 2014 Included observations: 32 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []</p> <hr/> <p>Cointegration Restrictions: B(1,2)=0 Convergence achieved after 36 iterations. Not all cointegrating vectors are identified LR test for binding restrictions (rank = 1): Chi-square(1) 11.51156 Probability 0.000692</p>
<p>Vector Error Correction Estimates Sample (adjusted): 1983 2014 Included observations: 32 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []</p> <hr/> <p>Cointegration Restrictions: B(1,3)=0 Convergence achieved after 27 iterations. Not all cointegrating vectors are identified LR test for binding restrictions (rank = 1): Chi-square(1) 9.406858 Probability 0.002162</p>	<p>Vector Error Correction Estimates Sample (adjusted): 1983 2014 Included observations: 32 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []</p> <hr/> <p>Cointegration Restrictions: B(1,4)=0 Convergence achieved after 53 iterations. Not all cointegrating vectors are identified LR test for binding restrictions (rank = 1): Chi-square(1) 13.32932 Probability 0.000261</p>

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج EVIEWS 9 والإعتماد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

يظهر من خلال الشكل المبين لمعنوية المتغيرات المشكلة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل أن كل المتغيرات المشكلة لشعاع التكامل المتزامن معنوية عند كل من مستوى المعنوية 1% و 5% أي لا يمكن رفض أي متغير من متغيرات الدراسة في تفسير العلاقة التوازنية طويلة الأجل في ظل عدد الأشعة المتكاملة الموجودة والمحددة برتبة المصفوفة أو عدد الأشعة المستقلة خطيا الموجودة في مصفوفة المعاملات المكونة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل، حيث أن رتبة المصفوفة في هذه الحالة مساوية للواحد (rank=1) وتبين أن عدد الأشعة المتكاملة المعنوية الموجودة عن طريق اختبار trace statistics أو max-eigenvalue statistics محددة بشعاع واحد فقط.

المطلب الخامس: تشخيص النموذج

من أجل أن يكون نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي يتمتع بقدرة تفسيرية صحيحة من ناحية إختبار الفرضيات يجب أن تكون البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً وثابتة التباين وغير مرتبطة تسلسلياً من خلال الزمن كما أن إختبار القدرة التنبؤية لهذا النموذج يتطلب أن تكون المعلمات المقدرة تتميز بنوع من الاستقرار عبر الزمن.

الفرع الأول: إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

تسمح فرضية البواقي المتمثلة التوزيع والمستقلة والموزعة توزيعاً طبيعياً بوسط معدوم وتباين منتهي باشتقاق دالة الأرجحية العظمى (the maximum likelihood function)، وإذا كانت البواقي متمثلة التوزيع ومستقلة عن بعضها لكنها لا تتوزع طبيعياً فإن المعلمات المقدرة سوف تكون متسقة لكن لا تتميز بالكفاءة⁽¹⁾.

الشكل رقم (24): إختبار Jarque-Bera للتوزيع الطبيعي للبواقي

Jarque-Bera test			
Equation	chi2	df	Prob > chi2
D_LOG_INF	1.628	2	0.44298
D_LOG_GE	0.517	2	0.77227
D_LOG_M2	8.330	2	0.01553
D_LOG_REER	1.233	2	0.53973
ALL	11.709	8	0.16468

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 والإعتماد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

يظهر من خلال الشكل أن قيمة P VALUE المعادلة ل 0.1947 أكبر من مستوى المعنوية المختار 5% وبالتالي لا يتم رفض الفرض الصفري (البواقي تتوزع طبيعياً) وبالتالي فإن بواقي نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي في مجملها تتوزع توزيعاً طبيعياً وبالتالي فإن المعلمات المقدرة سوف تتمتع بالكفاءة والاتساق.

الفرع الثاني: إختبار الارتباط التسلسلي للبواقي

تؤثر مشكلة ارتباط البواقي عبر الفجوات الزمنية في النموذج على كفاءة المعلمات المقدرة حيث لا تصبح الانحرافات المعيارية للمعلمات المقدرة موثوقة، مما يؤثر على القيم الاحتمالية للتوزيعات حتى في حالة زيادة حجم العينة⁽²⁾، وإختبار الارتباط التسلسلي للبواقي في متغيرات الدراسة موضحة من خلال الشكل رقم (25) الموالي:

1- <http://www.stata.com/bookstore/time-series-reference-manual/P15.visited> 12/12/2016.

2- Damodar Gujarati, **Op-cit**, P: 113.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الشكل رقم(25): إختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي للبواقي

Lagrange-multiplier test			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	11.0186	16	0.80833
2	11.0526	16	0.80623
3	15.0106	16	0.52386
4	13.2685	16	0.65303

H0: no autocorrelation at lag order

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 و الإعتداد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

يظهر من خلال الشكل عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء إلى غاية الفجوة الزمنية الرابعة، حيث أن قيم (P value) في جميع هذه الفجوات أكبر من مستوى المعنوية المختار 5% وبالتالي لا يتم رفض الفرض الصفري (عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي).

الفرع الثالث: إختبار التباين

مشكلة عدم ثبات التباين لا تؤثر على عدم تحيز المعلمات المقدرة والاتساق لكنها تؤثر على تباين المعلمات المقدرة وتصبح المعلمات المقدرة ليس لها تباين أقل مما يؤدي نتائج خاطئة فيما يخص معنوية المعلمات المقدرة واختبار الفرضيات⁽¹⁾.

الشكل رقم (26): إختبار white لمشكلة عدم ثبات التباين في نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي

VEC Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)		
Sample: 1980 2014		
Included observations: 32		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
195.8881	180	0.1980

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Eviews 9 والإعتداد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

يظهر من خلال الشكل رقم (26) أن البواقي لا تعاني من مشكل عدم ثبات التباين، حيث أن القيمة الاحتمالية (0.1980) أكبر من مستوى المعنوية للاختبار 5%.

1 - IBID, P: 96.

الفصل الرابع: سعر الصرف ومتطلبات سياسة استهداف التضخم في الجزائر

الفرع الرابع: إختبار إستقرارية النموذج

في نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي الذي يحتوي على k متغير يتحدد من خلال النموذج و r علاقة تكامل متزامن سوف يتضمن $k-r$ قيمة خاصة وحدوية (unit eigenvalue) وتكون السيرورة مستقرة إذا كانت القيمة المطلقة (the modulus) للقيم الخاصة المتبقية r أقل من الواحد⁽¹⁾.

الشكل رقم (27): إستقرارية نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي

Eigenvalue stability condition

Eigenvalue	Modulus
1	1
1	1
1	1
$-.05084694 + .7985133i$	.800131
$-.05084694 - .7985133i$	.800131
$.5412871 + .3850465i$	.664268
$.5412871 - .3850465i$	.664268
$-.2240895 + .6173573i$	.656769
$-.2240895 - .6173573i$	.656769
.6356432	.635643
$-.4147136 + .07517658i$	.421472
$-.4147136 - .07517658i$	.421472

The VECM specification imposes 3 unit moduli.

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 والإعتماد على بيانات الجدول رقم (01) في الملحق (01).

النموذج المدروس يحتوي على أربع متغيرات وشعاع متكامل وحيد $rank=1$ وبالتالي عدد الأشعة غير المتكاملة وغير المستقرة ثلاثة $k-r=4-1=3$ وبما أن كل القيم الخاصة المتبقية أقل من الواحد وبالتالي فإن نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي لا يعاني من مشكل عدم الصياغة (the misspecification)، ووجود القيمة المطلقة لبعض القيم الخاصة مساوية للواحد سوف يجعل بعض الصدمات التي تحدث في النموذج صدمات دائمة (permanent shock) وبعض الصدمات سوف يكون لها أثر مؤقت وتتلاشى عبر الزمن (transitory shock).

1- Christopher F Baum, Op-cit, P: 61.

خلاصة الفصل

عرفت سياسة استهداف التضخم انتشارا كبيرا بين البلدان في السنوات الأخيرة بفضل الميزات الكثيرة التي تمنحها في إدارة السياسة النقدية بكفاءة، وذلك بشرط توفر العناصر الأساسية لنجاح هذه السياسة، مثل استقلالية البنك المركزي وتوفر درجات جيدة من الشفافية والمساءلة والمصادقية وغياب سيطرة سياسة المالية العامة، وبالنظر إلى حالة الجزائر فإن هناك عدة تحديات من أجل إرساء هذه السياسة بنجاح حيث أن عوائد الجباية البترولية تمثل نسبة كبيرة من العوائد مما يضع الجزائر في وضعية هشّة اتجاه الصدمات، كما أن نسبة كبيرة من الأسعار التي تدخل في تكوين مؤشر أسعار الاستهلاك هي أسعار مداراة من خلال توفر الدعم الحكومي على الأسعار، مما يؤدي عدم وضوح أهداف السياسة النقدية كما أن السياسة النقدية لا توفر إشارات واضحة يمكن الاعتماد عليها من طرف الخواص والجمهور لإرساء التوقعات في ظل أسعار الفائدة الحقيقية السالبة وغياب سوق رأس المال وسيطرة البنوك المملوكة للدولة بالإضافة إلى أن قناة سعر الصرف لا تعطي صورة صادقة عن سعر الصرف الحقيقي بسبب اختلال موازين العرض والطلب من خلال احتكار بنك الجزائر لنسبة كبيرة من عرض العملة في سوق الصرف، وعدم توفير الطلب على العملات الأجنبية بسبب القيود المفروضة على تحويل سعر الصرف مما أدى إلى بروز السوق الموازية للصرف لإرضاء الطلب في ظل ضعف استقلالية بنك الجزائر وتوفر نسبة كبيرة من السيولة في القطاع البنكي، مما يؤدي ارتفاع معدل التضخم وصعوبة التحكم به في ظل ارتفاع وتذبذب الإنفاق الحكومي تبعا لتذبذب مداخل قطاع المحروقات التي تغذي السيولة المرتفعة في الاقتصاد وصعوبة إدارة هذه السيولة في ظل ارتفاع النقد خارج القطاع المصرفي مما يضع الجزائر أمام تحديات كثيرة قبل الشروع في تبني هذه السياسة.

الخاتمة العامة

الخلاصة العامة

يعتبر النظام النقدي الدولي مجموعة القواعد والاتفاقات الدولية والمؤسسات الداعمة التي تهدف إلى تشجيع التجارة الدولية والاستثمار بين الدول، وقد عرف النظام النقدي الدولي عدة تطورات من أنظمة الصرف الثابتة نحو أنظمة الصرف الحالية، تمثل قاعدة الذهب وقاعدة العملات الإرتكازية القابلة للتحويل إلى ذهب مثل الدولار أهم صيغ أنظمة الصرف الثابتة، وكانت لأنظمة الصرف الثابتة نتائج ايجابية مثل تشجيع التجارة واستقرار الأسعار، لكن أنظمة أسعار الصرف الثابتة لم تدم طويلاً وعرفت العديد من الصعوبات مثل عدم تناسب مخزون الذهب مع حجم النمو في التجارة العالمية والعراقيل المفروضة على حرية حركة رأس المال اللازمة لتعديل موازين المدفوعات، يرجع انهيار نظام الصرف الثابت الخاص بالدولار القابل للتحويل بالأساس إلى العجز الكبير في ميزان المدفوعات للولايات المتحدة الأمريكية وتراكم مخزون معتبر من الدولارات لدى الدول الأخرى بنسبة تجاوزت حجم الذهب، حيث لم تستطع الولايات المتحدة تحويل كل الدولارات لدى الدول الأخرى إلى ذهب ولجأت إلى سياسات حمائية بدل الوفاء بالالتزامات مما أدى إلى انهيار أنظمة الصرف الثابتة، وتمت عدة محاولات للرجوع إلى أنظمة الصرف الثابتة من خلال اتفاقية سيموثيان لكنها باءت بالفشل وتم التأكيد بصفة نهائية على أسعار الصرف المعومة وحرية كل دولة في اختيار نظام الصرف الملائم لها من خلال اتفاقية جمايكا.

نتج عن شيوع أنظمة الصرف الثابتة تطور معتبر في أسواق الصرف، حيث وصل المتوسط اليومي لحجم الصفقات في سوق الصرف حسب بنك التسويات الدولية إلى 5088 مليار دولار في أبريل 2016 بينما كان في حدود 1210 مليار دولار في 2001 حيث تعتبر سوق الصرف أكبر سوق العالم، وهي سوق غير محددة بمكان معين وتعمل بصفة مستمرة ويتحدد من خلالها سعر الصرف، ويتم التمييز بين أسواق الصرف التقليدية التي تتكون بالأساس من سوق الصرف الفوري والآجل وأسواق الصرف المشتقة مثل الخيارات والعقود المستقبلية والمبادلات حيث تسمح آجال العمليات بالتفريق بين سوق الصرف الفوري والآجل، بينما لا يتم تبادل العملات بحد ذاتها في الأسواق المشتقة بل أصول أو عقود تتحدد قيمتها من خلال العملات الأجنبية.

يتحدد سعر الصرف في سوق الصرف الأجنبي من خلال العرض و الطلب على العملات، لكنه يرتبط مع العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم وأسعار الفائدة والعرض النقدي ومستويات الناتج والعوائد والمخاطر المتوقعة من الاستثمار المالي وهناك عدد كبير من النظريات المفسرة لتشكيل سعر الصرف من أهمها:

- نظرية تعادل القوة الشرائية : تحدد سعر الصرف في الأجل الطويل، حيث أن سعر السلعة الواحدة والمتجانسة ينبغي أن يكون نفسه في جميع البلدان في ظل حرية حركة انتقال السلع

الخاتمة العامة

وغياب الممارسات التمييزية والضرائب والتعريفات وتكاليف النقل والتأمين لأن عمليات المراجعة سوف تلغي أي فروقات للأسعار بين البلدان في هذه الحالة وسعر الصرف يعكس حسب هذه النظرية فوارق معدلات التضخم.

- **نظرية تعادل معدلات الفائدة:** في ظل حرية حركة رأس المال، فإن اختلاف العوائد بين الأسواق المالية المختلفة سوف يؤدي إلى انتقال رأس المال مما يؤثر تبعاً على سعر الصرف، ويتحدد سعر الصرف حسب هذه النظرية عن طريق فوارق العائد الموجود بين البلدان.

- **المناهج النقدية:** تعتمد على كيفية تأثير القوى النقدية مثل عرض النقد وأسعار الفائدة ومستويات الناتج في دوال الطلب والعرض على النقد التي تؤثر على الأسعار والتي تؤثر بدورها على أسعار الصرف من خلال تعادل القوة الشرائية وتختلف هذه المناهج حسب مرونة أو جمود الأسعار.

- **منهج توازن المحفظة المالية:** يعتبر نموذج المحفظة توسيع للنموذج النقدي ويتحدد سعر الصرف في ظل هذا النموذج عن طريق توازن العرض والطلب على الأصول المالية بفرض أنها غير تامة الإحلال عند اختلاف العوائد والمخاطر على هذه الأصول ومستوى التوقعات حول النشاط الاقتصادي وكذلك مستوى التوقعات المستقبلية حول معدلات التضخم وأسعار الصرف

- **نموذج مندل فلمنغ:** يقوم نموذج مندل وفلمنغ على تحقيق التوازن الداخلي من خلال توازن سوق السلع والخدمات وتوازن سوق النقد والتوازن في السوق الخارجي من خلال توازن الحساب الجاري مع حساب رأس المال وتحديد فعالية السياسة المالية والسياسة النقدية عند الأوضاع المختلفة لأنظمة أسعار الصرف بافتراض مستويات من المرونة لتجاوب ميزان المدفوعات التي تتحدد بسرعة حركة رأس المال.

تعتبر سياسة استهداف التضخم من السياسات التي ظهرت في بداية سنوات التسعينات بعد فشل المقاربات الأخرى البديلة للتحكم في معدلات التضخم مثل الاستهداف النقدي واستهداف سعر الصرف، التي تعتمد على استهداف التضخم بطريقة غير مباشرة، وتعتمد سياسة استهداف التضخم على استهداف التضخم بطريقة مباشرة عن طريق استهداف معدل للتضخم في الأجل المتوسط والطويل بسبب وجود التعارضات بين الأهداف المتعددة في الأجل القصير مثل الناتج والبطالة ومعدلات النمو والتضخم، بالإضافة إلى أن السياسة النقدية لا يمكنها التأثير على المتغيرات الحقيقية في الأجل الطويل بل تؤثر على المتغيرات الاسمية فقط، بالإضافة إلى صعوبة التحكم في معدل الاستهداف عن طريق المتغيرات الوسيطة مثل النقود وأسعار الصرف، لكن سياسة استهداف التضخم تتطلب توفر مجموعة من الشروط المبدئية مثل الشفافية والاستقلالية والمساءلة التي تعتبر ناتج طبيعي لاستقلالية السلطة النقدية حيث لا يمكن مساءلة بنك المركزي عن نتائج السياسة إذا كان لا يتوفر على الاستقلالية في إدارة السياسة النقدية، كما تتطلب

الخاتمة العامة

سياسة استهداف التضخم درجة كبيرة من المصدقية لأنها تساعد البنك المركزي في تحقيق الأهداف المعلنة في حالة الحياد عنها، حيث تساعد الثقة الممنوحة للسلطة النقدية من طرف الجمهور والقطاع الخاص في بلوغ الأهداف المنشودة، كما أن المصدقية تقي من الوقوع في مشكل التعارض الزمني الذي يحدث عندما تستغل السلطة النقدية المبادلة الموجودة بين التضخم والبطالة أو بين النمو والتضخم لتحقيق مكاسب أخرى بعيدا عن الأهداف المعلنة في بداية الأمر وهي تحقيق المستوى المستهدف من التضخم، حيث يؤثر مشكل التعارض الزمني بدرجة كبيرة على مصداقية السياسة النقدية التي تعتبر حجر الأساس في سياسة استهداف التضخم، كما تتطلب سياسة استهداف التضخم وجود البنية المالية والمصرفية المتطورة التي تفهم إشارات السياسة النقدية وتساعد السلطة النقدية على بلوغ الأهداف، كما تعتبر غياب سيطرة المالية العامة أمر ضروريا في استهداف التضخم، حيث أن رفع معدلات الفائدة لزيادة الطلب على الدين الحكومي قد يؤدي إلى نتائج سلبية إذا كانت هناك درجة مخاطرة كبيرة على الوفاء بالديون الحكومية ويؤدي رفع الفائدة إلى رفع التضخم بدلا من تخفيضه مما يؤدي إلى عدم نجاعة السياسة النقدية كما حدث في البرازيل في سنة 2003، ويصبح للتضخم جذور مالية وليست نقدية.

إدارة سعر الصرف في خاصة في ظل أنظمة من الربط الشديد تؤدي إلى مشاكل متعددة مثل فقدان المصدقية وأزمات الصرف وهجمات المضاربة، وتلجأ الدول وخاصة الدول الناشئة إلى إدارة سعر الصرف بالتوازي مع استهداف التضخم بسبب أهمية سعر الصرف في سياسات التثبيت لهذه البلدان وترجع أهمية إدارة سعر الصرف إلى مستويات النفاذ الكبيرة لأسعار الصرف نحو الأسعار المحلية والتضخم وزيادة مستويات المديونية بالعملات الأجنبية في هذه البلدان وهشاشة الأنظمة النقدية و المالية حيث يؤثر سعر الصرف بدرجة كبيرة على التوازنات المالية لهذه الدول، كما يستعمل سعر الصرف في هذه البلدان لتحسين مستويات التنافسية وكرزية اسمية لتثبيت معدلات التضخم، لكن التركيز بشكل أكبر على سعر الصرف مع إهمال التضخم يؤدي إلى فقدان مصداقية وكفاءة سياسة استهداف التضخم التي لعل دور كبير في إرساء التوقعات التضخمية، وحسب رأي بعض الاقتصاديين مثل Edwin Truman و Taylor فإنه يمكن للدول الناشئة اعتماد سعر صرف يتمتع بنوع من المرونة بدون الحاجة إلى التعويم المطلق مع استهداف التضخم لكن مع التركيز على استهداف التضخم أو رفع آجال التضخم المستهدف دون إهمال تحركات سعر الصرف ويمكن استعمال سعر الصرف كمؤشر وليس كمتغير مستهدف، حيث أن وجود المراسي المتعددة سيؤدي إلى تعارض الأهداف في النهاية وينبغي أن تكون السلطة النقدية واضحة من حيث المتغير الذي سوف تكون له الأولوية في حالة وجود التعارض بين هذه الأهداف المتعددة.

الخاتمة العامة

عرف نظام الصرف في الجزائر عد تطورات، حيث انتقل نظام الصرف في الجزائر من أسعار الصرف المثبتة لعملة واحدة مع الفرنك الفرنسي، إلى نظام سلة من العملات لأهم الشركاء التجاريين ذات أوزان تعكس أهمية كل دولة في التجارة الخارجية لمنح نوع من الاستقرار في سعر الصرف وتقليل تكلفة المنتجات المستوردة ومخاطر الصرف، لكن التدهور المفاجئ لأسعار النفط ابتداء من سنة 1986 أدى إلى دخول الاقتصاد الجزائري في أزمة حادة تميزت بعجز مزدوج في ميزانية الدولة وميزان المدفوعات، وتم القيام بعدة تخفيضات متتالية في الدينار الجزائري بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي وذلك بغرض تحديد سعر صرف توازني يتحدد حسب قوى العرض والطلب وتقليل الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي وضمان قابلية تحويل الدينار الجزائري، وتعتبر عملية اللجوء إلى جلسات التسعير وسوق الصرف بين البنوك هي المحاولات الحقيقية لتحديد سعر صرف توازني يتحدد حسب قوى العرض والطلب، لكن يبقى سعر الصرف المحدد في سوق الصرف بعيدا عن المستوى التوازني بسبب العراقيل المفروضة في الطلب والعرض على العملات الأجنبية مثل إجبارية إيداع حصيلة الصادرات بنسبة 50% لدى البنك المركزي والسقوف غير الواقعية للطلب على العملة الأجنبية لغرض العلاج والسفر والدراسة في الخارج، حيث يلجأ المتعاملون إلى تغطية الطلب الإضافي على العملة الأجنبية في سوق الصرف الموازي مما وسع الفجوة بين سوق الصرف الرسمي وسوق الصرف الموازي، كما أن سوق الصرف في الجزائر تتميز بوجود عدد كبير من طالبي العملة الأجنبية في مقابل عارض وحيد هو بنك الجزائر، مما يتطلب إجراء إصلاحات هيكلية لتحسين عرض العملة الأجنبية، والجزائر تتبع نظام التعويم المدار حيث يتحدد سعر الصرف حسب العرض والطلب لكن يتدخل بنك الجزائر من فترة إلى أخرى لتصحيح مسار سعر الصرف بالتوازي مع الأساسيات الاقتصادية مثل أسعار البترول، فوارق مستويات الإنتاجية والإنفاق الحكومي.

عرف معدل التضخم في الجزائر عدة تطورات حسب الأوضاع الاقتصادية السائدة، حيث كان معدل التضخم مرتفع خلال سنوات الثمانينات بسبب اللجوء إلى الإصدار النقدي لمواجهة عجز الميزانية الناتج عن انهيار أسعار البترول وعدم مرونة جهاز العرض في الجزائر وعدم تنوع قطاع الصادرات وانتقال آثار الأسعار الدولية إلى الأسعار المحلية عن طريق أسعار الصرف الثابتة.

ابتداء من سنوات التسعينات بدأت معدلات التضخم تعرف نوع من الانخفاض بسبب التوجه نحو اقتصاد السوق وتحرير الأسعار وأسعار الصرف التي أدت إلى التقليل من الأعباء التي تتحملها الخزينة، وانخفاض الواردات بسبب انخفاض قيمة الدينار.

ابتداء من سنة 2000 بدأت معدلات التضخم تعرف نوعا من الاستقرار حول المستوى المستهدف المحدد من طرف السلطات النقدية وهو 4% حيث يتدخل البنك المركزي بصورة فعالة في سوق الصرف

الخاتمة العامة

والسوق النقدية لامتنعاص السيولة من القطاع البنكي الناتجة ارتفاع أسعار المحروقات، لكن عرف معدل التضخم مستوى غير مسبوق في 2012 قدر ب 11% والذي يرجع بالأساس إلى ارتفاع أسعار السلع المستوردة في السوق الدولية وعدم مرونة جهاز العرض وضعف البنية التحتية وقنوات التوزيع والتخزين ووجود السياسات الاحتكارية، ومع ذلك يبقى المستوى المستهدف من التضخم بعيد عن المستوى الحقيقي حيث تشكل الأسعار المدعومة والمحددة إداريا حوالي الثلث من مؤشر أسعار الاستهلاك ويمثل الدعم الموجة للأسعار ما قيمته 2293 مليار دولار حسب إحصاء صندوق النقد الدولي في سنة 2015.

تعتبر سياسة استهداف التضخم من المقاربات التي تعتمد على المصدقية، وتتطلب مجموعة من الشروط الأساسية لنجاحها مثل غياب سيطرة المالية العامة واستقلالية السلطة النقدية والبنية المالية والمصرفية المستقرة وتوفر مستويات من الشفافية والمساءلة وبإسقاط هذه الشروط على حالة الجزائر يتضح أن الجزائر مازالت بعيدة عن توفير شروط استهداف التضخم:

- **الاستدامة المالية:** يعتبر الوضع في الجزائر غير مستدام بسبب الاعتماد بنسبة كبيرة على الجباية البترولية المتذبذبة التي تؤدي إلى تقلب مستويات الإيراد والإنفاق بسبب تقلب عوائد المحروقات وهذا سوف يؤثر سلبا على قرارات الاستثمار والادخار والإنفاق ومستقبل الأجيال القادمة، كما لا توجد سقوف على السحب من صندوق ضبط الإيراد الأمر يجعل السعر المرجعي الحقيقي للميزانية يتعدى السعر المرجعي المعلن في قوانين المالية في غالب الأحيان، بالإضافة إلى أن الجزائر لا تعتمد على متوسط سعر مرجعي لسنوات سابقة وسنوات مستقبلية كما هو معمول به في العديد من البلدان لتمهيد الإيراد والإنفاق ولا تستهدف الميزان الجبائي خارج قطاع المحروقات، مما قد يؤدي إلى سيطرة السياسة المالية على السياسة النقدية في حالة حدوث صدمات في أسعار النفط.
- **استقلالية البنك المركزي:** يتمتع البنك الجزائري بمستوى استقلالية ضعيف من عدة جوانب، فمن ناحية التعيين لا يتم تعيين محافظ البنك المركزي من مجلس المصرف المركزي، كما يمكن أن يتعرض إلى الطرد لأسباب لا تتعلق بالسياسة ولا يشارك في إعداد الموازنة، كما لا يعتبر هدف استقرار الأسعار هو الهدف الوحيد ذو الأولوية في السياسة النقدية الأمر الذي يخلق تعارضات في إدارة السياسة النقدية، بالإضافة إلى أن شروط إقراض الحكومة لا تتحدد من طرف بنك المركزي وأسعار القروض الممنوحة للحكومة تتم بأسعار فائدة أقل من الحدود الدنيا.
- **الوضع المالي والمصرفي:** يبدو القطاع المصرفي في حالة جيدة من ناحية رأس المال وجودة الأصول والعوائد ومستويات السيولة، لكن هذا يرجع بالأساس إلى زيادة متطلبات الاحتياطي،

الخاصة العامة

ولجوء الحكومة إلى تغطية القروض غير الناجعة للبنوك، كما أن أغلب البنوك هي بنوك عمومية مملوكة للدولة وتشكل 86% من إجمالي الأصول البنكية، بينما يتميز سوق رأس المال بالضعف مقارنة مع دول الجوار، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة في 2006 ثلاث شركات فقط بينما يقدر عدد الشركات المدرجة في مصر خلال نفس السنة 744 شركة، وبينت اختبارات المقاومة أن تمركز القروض والصدمات القطاعية أهم أخطار القطاع البنكي، بينما صدمات السحب اليومي لمدة 5 أيام في حدود 5-10% ليست لها آثار على القطاع البنكي بسبب السيولة المرتفعة، كما بين اختبار المقاومة أخطار منخفضة لأسعار الصرف ومعدلات الفائدة بسبب صغر مراكز الصرف للبنوك وعدم حساسية القطاع البنكي لتغيرات أسعار الفائدة حيث توجد نسبة كبيرة من أسعار الفائدة المدعومة والسالبة بالقيم الحقيقية.

– السوق النقدية: أصبحت السوق النقدية أكثر تنظيمًا بعد صدور قانون النقد والقرض، حيث غلب على أدوات السياسة النقدية في السنوات الأخيرة استعمال الاحتياطي الإجمالي وأدوات استرجاع السيولة بسبب ارتفاع أحجام السيولة في القطاع البنكي وعدم حاجة البنوك إلى إعادة التمويل لدى البنك المركزي عن طريق إعادة الخصم التي لم يتم العمل بها منذ سنة 2004، لكن لا تعطي السياسة النقدية صورة كاملة عن الوضع النقدي بسبب أسعار الفائدة السالبة بالقيم الحقيقية ووجود نسبة كبيرة من النقدية خارج المنظومة البنكية، كما لا تعتمد الحكومة بصورة كبيرة على السوق النقدي وتلجأ إلى السحب من صندوق ضبط الإيراد لتغطية عجز الميزانية، ووجود نسبة كبيرة من القروض غير الناجعة يؤثر على محفظة البنوك من حيث العوائد والمخاطر.

– سوق الصرف: بالنسبة لسوق الصرف فإنها لا تعكس الوضع الحقيقي للطلب والعرض على العملات الأجنبية بسبب تمركز العملة الصعبة لدى عارض وحيد هو البنك المركزي ووجود عدة طالبين للعملات الأجنبية، كما لا يتم تغطية كل الطلب على العملات الأجنبية بسبب القيود المفروضة على تحويل الدينار لغرض العلاج والسياحة والدراسة حيث يتم تغطية الطلب المتبقي من سوق الصرف الموازية مما يزيد الهوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي، لكن سمح تمركز الاحتياطي من العملة الأجنبية لدى بنك الجزائر في النجاح في توجيه سعر الصرف بالتوازي مع الأساسيات الاقتصادية المتمثلة في الإنفاق الحكومي، أسعار النفط وفوارق الإنتاجية مع الشركاء التجاريين.

– نشر البيانات والشفافية: تعرف إحصائيات المالية الحكومية ضعف كبير من ناحية التقسيم وتأخر طويل في إعداد الإحصائيات الذي يرجع جانب منه إلى ضعف الموارد المخصصة لجمع البيانات الإحصائية وعدم وجود تنسيق بين الوكالات المعنية وكذلك القلق الناتج بشأن دقة البيانات وعدم مطابقتها للواقع، مما يزيد المخاوف من عرض هذه البيانات، بينما الإحصائيات النقدية تحسنت

الخاتمة العامة

بشكل كبير مقارنة مع السنوات السابقة مع وجود نقص في توفير بيانات وضع الاستثمار الدولي، أما فيما يخص الشفافية فالجزائر حصلت تصنيف ضعيف في مؤشر الموازنة المفتوحة وهو اقل بكثير من متوسط الدرجات للدول التي شملتها الدراسة، واقل أيضا من درجات البلدان الأخرى في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا كالأردن ولبنان والمغرب، مما يوحي أن الحكومة توفر معلومات هزيلة عن ميزانية الحكومة الوطنية وأنشطتها المالية مما يقلل من درجات المساءلة حول إدارة المال العام ويضعف تقييم الخيارات وإدارة المخاطر والاستثمار.

اختبار الفرضيات:

من خلال ما تمّ يمكن اختبار الفرضيات المطروحة على النحو التالي

الفرضية الأولى: التي مفادها أن تطور النظام النقدي سوف يؤدي إلى بروز أنظمة مختلفة لسعر الصرف، فقد تأكد صدقها فأنظمة أسعار الصرف الحالية الناتجة عن تطور النظام النقدي الدولي لم تعد محصورة في أنظمة أسعار الثابتة وأنظمة أسعار الصرف المعمومة بل تحتوي على أنظمة أسعار صرف ثابتة وأنظمة أسعار صرف معومة وأنظمة أسعار صرف وسيطة تحتوي على مزايا التعويم ومزايا التثبيت، وهذا التطور ناجم عن فشل محاولات الإبقاء على أنظمة أسعار الثابتة من خلال اتفاقية سيموثيان واتفاقية جمايكا في نهاية السبعينات، وأنظمة أسعار الصرف المثبتة في النظام النقدي الدولي الحالي تشمل المناطق المثلى للعملة والدولة ومجالس العملة، بينما أنظمة أسعار الصرف الوسيطة فهي تشمل نطاقات أسعار الصرف، ونطاق أسعار الصرف القابل للتعديل والربط الزاحف حيث تسمح هذه الأنظمة بالسماح لسعر الصرف بالعموم داخل نطاق معين مع إمكانية تغيير قيمة التعادل للتجاوب مع هجمات المضاربة وأزمات ميزان المدفوعات، وأنظمة أسعار الصرف المعمومة تشمل التعويم المدار أين يسمح للبنك المركزي بالتدخل في أوقات معينة لتلطيف حركات أسعار الصرف، كما يوجد نوع من التعويم يطلق عليه التعويم القدر أين يتدخل البنك في قيمة العملة لتحقيق مزايا تنافسية على حساب الدول الأخرى، بينما يمثل الطرف المقابل لأسعار الصرف الثابتة، أسعار الصرف المعمومة أين يتم تحديد سعر الصرف حسب قوى العرض والطلب دون تدخل البنك المركزي، ومن المميزات الأساسية لهذا النظام هو امتصاص الصدمات.

الفرضية الثانية: والتي مفادها أن سياسة استهداف التضخم تتطلب أسعار صرف مرنة، فمن خلال الدراسة فإن تعدد أهداف السلطة النقدية مثل استقرار مستوى الأسعار وإدارة سعر الصرف سوف يؤدي في النهاية إلى تعارض الأهداف، كما أن إدارة أسعار الصرف سوف تترك هامش صغير لاستقلالية السياسة النقدية في التركيز على الأهداف الداخلية مثل النمو والتشغيل، وإشكالية إدارة سعر الصرف

الخاصة العامة

تكون في الأساس خاصة بالدول الناشئة بسبب أهمية قناة سعر الصرف في هذه الدول خاصة في مستويات النفاذ، والمديونية بالعملات الأجنبية، ومستويات التنافسية والمصادقية، وضعف البنية المالية والمؤسسية، ويرى معظم الاقتصاديين في الحالة العامة انه ينبغي على هذه الدول إدارة سعر الصرف بنوع من المرونة مع سياسة استهداف التضخم، مع التحلي بالوضوح في المتغير الذي سوف يعطى الأولوية في حالة وجود التعارض مع التركيز أكثر على سياسة استهداف التضخم والسماح بإدارة سعر الصرف في حالة عدم تعارضه مع استهداف التضخم، او يمكن زيادة أجال الاستهداف للسماح للسلطة النقدية في التجاوب مع تقلبات أسعار الصرف.

الفرضية الثالثة: والتي مفادها أن الجزائر تتوفر على متطلبات استهداف التضخم والتي تبين من خلال الدراسة عدم صدق الفرضية من عدة جوانب: ضعف استقلالية البنك المركزي، عدم استدامة الوضع الجبائي، وجود الأهداف المتعددة للسلطة النقدية، هشاشة البنية المالية والمصرفية من ناحية صدمات أسعار النفط، ضيق أسعار الصرف والسوق النقدية، ضعف مستويات الشفافية والمساءلة والإبلاغ عن البيانات.

نتائج البحث:

بعد استعراضنا لمختلف جوانب البحث، من خلال دراستنا لمختلف فصوله توصلنا إلى النتائج التالية:

- نتج عن تطور النظام النقدي الدولي من أنظمة أسعار الصرف الثابتة إلى أنظمة أسعار الصرف المعمومة بروز أنظمة أسعار متعددة حيث تم التأكيد بعد انهيار أسعار الصرف الثابتة بعد التأكيد على اتفاقية جمايكا على حرية كل دولة في اختيار نظام الصرف الملائم لها بشرط أن لا يضر بمستويات الاستثمار والتجارة الدولية وان لا يؤدي إلى مزايا تنافسية على حساب الدول الأخرى.
- أنظمة أسعار الصرف الحالية هي عبارة عن أنظمة أسعار الصرف الثابتة (المناطق المتلى للعملة، الدولار، ومجالس العملة)، حيث تسمح مناطق العملة بتشجيع التجارة وتقليل مخاطر الصرف داخل دول المنطقة والعجز في موازين المدفوعات يتم تعديله عن طريق ضمان حرية تنقل رؤوس الأموال والعمالة بحرية داخل المنطقة من دول العجز إلى دول الفائض، كما تسمح الدولار ومجالس العملة باكتساب مصادقية الدول التي يتم معها الربط، والنوع الثاني: أنظمة أسعار الصرف الوسيطة التي تتميز بنوع من المرونة داخل نطاقات معينة (نطاقات أسعار الصرف، سعر الصرف القابل للتعديل داخل النطاق، والربط الزاحف) حيث تسمح هذه الأنظمة بالتجاوب مع هجمات المضاربة وأزمات ميزان المدفوعات عن طريق تعديل قيمة التعادل داخل النطاق وتحقق الاستفادة من مزايا التعويم ومزايا الربط في آن واحد، بالإضافة

الخاتمة العامة

- إلى أسعار الصرف المرنة المدارة أين يتحدد سعر الصرف بحرية حسب قوى العرض والطلب لكن يتدخل البنك المركزي لتلطيف حدة تقلبات أسعار الصرف، حيث أن التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف تضر بمستويات الاستثمار الدولي والتجارة الدولية، والجهة المقابلة للربط الشديد وهي التعويم المطلق أين يتحدد سعر الصرف بحرية حسب قوى العرض والطلب ومزايا سعر الصرف المعوم الأساسية هو امتصاص آثار الصدمات الدولية.
- حسب معضلة الثلاثية المستحيلة لمندل لا يمكن لأي دولة المزج بين إدارة أسعار الصرف والسياسة النقدية المستقلة وحرية حركة رأس المال، ومن هذا المنطلق فإن إدارة أسعار الصرف سوف يترتب عنها إما فرض قيود على حركة رأس المال للقيام بسياسة نقدية مستقلة أو السماح لحرية حركة رأس المال مع إدارة أسعار الصرف وخسارة استقلالية السياسة النقدية، أي تصبح السياسة النقدية تابعة لتحقيق أهداف استقرار سعر الصرف المدار وليس الأهداف الداخلية مثل النمو والتشغيل ومستويات التضخم المستقرة المستهدفة في إطار سياسة استهداف التضخم.
- تعتبر سياسة استهداف التضخم من السياسات المعتمدة على المصادقية أي مدى تصديق الجمهور والقطاع الخاص لأهداف البنك المركزي المعلنة وتتطلب توفر مجموعة من الشروط المبدئية كاستقلالية السياسة النقدية، وتوفير المساءلة التي تعتبر نتيجة لاستقلالية البنك المركزي وتوفير الشفافية والقدرات التنبؤية والبنية المالية والمصرفية المستقرة وغياب السيطرة الجبائية، ويعتبر هدف التضخم هو الهدف الأساسي للسلطة النقدية وتعكس هذه العناصر كلا من النظرية والتجربة التي توحى بان البنوك المركزية لا يمكنها أن تتابع وتحقق باتساق أهداف متعددة، كخفض البطالة والتضخم باستخدام وسيلة واحدة كأسعار الفائدة وتوحي أيضا بان السياسة النقدية يمكنها على المدى الطويل أن تؤثر في المتغيرات الاسمية وليس المتغيرات الحقيقية التي تتعدل وفق التضخم، وان ارتفاع التضخم يضر بالنمو والتوزيع العادل للدخل، وان التوقعات والمصادقية تؤثران تأثيرا كبيرا في مدى فعالية السياسة النقدية.
- معظم الدول الناشئة تقوم بإدارة سعر الصرف بالتوازي مع استهداف التضخم، مع أن سياسة استهداف التضخم تتطلب بالأساس أسعار صرف مرنة، وتقود الدول الناشئة بإدارة سعر الصرف لأهمية هذه القناة في سياسات التثبيت وتحسين التنافسية وضعف البنية المالية والمصرفية، ووجود مستويات عالية من المديونية بالعملات الأجنبية ومستويات النفاذ الكبيرة من أسعار الصرف نحو معدلات التضخم المحلية وفقدان المصادقية مما يؤدي إلى فشل سياسات استهداف التضخم، مما ينبغي على هذه الدول إدارة سعر الصرف بنوع من المرونة مع التركيز على سياسة استهداف التضخم بالدرجة الأولى، حيث أن وجود المراسي المتعددة

الخاتمة العامة

- سيؤدي في النهاية إلى وجود تعارض بين الأهداف، كما يمكن لهذه الدول اعتماد شكل مرن من استهداف التضخم وبدلاً من التركيز على استهداف التضخم في جميع الأوقات يمكن التركيز على استهداف التضخم على المدى المتوسط حيث تسمح هذه السياسة بالتصدي لأهداف أخرى في الأجل القصير مثل إدارة الناتج والتشغيل وأسعار الصرف.
- إدارة سعر الصرف بالتوازي مع استهداف التضخم تؤثر بشكل سلبي على مصداقية السياسة النقدية لاستهداف التضخم، بفعل تعدد الأهداف واستغلال التعدد في الأهداف للقيام بسياسات تتعارض مع مستوى التضخم المستهدف.
 - كل الدول المستهدفة للتضخم حالياً، تستهدف التضخم في إطار نطاق كمي موجب لإعطاء السياسة النقدية بعض المرونة في التجاوب مع الصدمات.
 - لا تعتبر سياسة استهداف التضخم إستراتيجية من إتباع القواعد أو حرية التصرف، فحسب Mishkin سياسة استهداف التضخم تجمع بين إيجابيات حرية التصرف من خلال إعطاء بعض المرونة للسياسة في التجاوب مع الأهداف الأخرى في الأجل القصير وإيجابيات إتباع القواعد من خلال الالتزام بهدف التضخم في الأجل المتوسط والطويل لإرساء التوقعات التضخمية وتحسين مصداقية السياسة النقدية.
 - تراكمت الأطر الزمنية القصيرة من استهداف التضخم مع العديد من المشاكل والإخفاق المتكرر في تحقيق المستوى المستهدف وعدم استقرار أدوات السياسة النقدية وتقلبات الناتج، حتى وان كانت السياسة النقدية تتميز بكفاءة عالية.
 - تركز اغلب الدول المستهدفة للتضخم على مؤشر أسعار الاستهلاك الأساسي بدل مؤشر اسعار الاستهلاك الجوهري لإعطاء مزيد من المصداقية للسياسة النقدية.
 - اغلب الدول المستهدفة للتضخم تستهدف مستوى نطاق موجب معتدل من التضخم في حدود 2% أو 3% لتجنب مشكلة انكماش الدين وفخ السيولة.
 - تشير النتائج التجريبية أن سياسة استهداف التضخم كانت لها نتائج إيجابية فيما يتعلق بتخفيض تقلبات معدلات التضخم والناتج، والصدمات الدولية، حيث أن جميع البلدان التي تتبنى سياسة استهداف التضخم لم تتخلى عن هذه السياسة مع وجود عدد متزايد من سنة لأخرى لعدد الدول التي تتبنى سياسة استهداف التضخم، لكن هذه السياسة تتطلب مجموعة من الشروط المبدئية وبإسقاط هذه الشروط على حالة الجزائر يتضح ما يلي:
- **استقلالية السلطة النقدية** : يعتبر استقلالية السلطة النقدية في الجزائر ضعيف، حيث لا يتم تعيين المحافظ من هيئة البنك المركزي مع إمكانية الإبعاد من المنصب لأهداف لا تتعلق بالسياسة، مع عدم مشاركته في إعداد الموازنة، كما شروط إقراض الحكومة لا تتحدد من

الخاتمة العامة

طرف البنك المركزي بالإضافة إلى أسعار الفوائد المقدمة للحكومة المركزية تتم وفق أسعار الفائدة الدنيا، والبنك المركزي في الجزائر لا يستهدف التضخم فقط بل يستهدف متغيرات متعددة مما قد يؤدي إلى تعارض الأهداف.

■ **السيطرة الجبائية** : يعتبر وضع الجبائية في الجزائر غير مستدام بسبب الاعتماد على الجبائية البترولية بنسبة كبيرة، وعدم الاعتماد على قاعدة ضريبية لوضع سقف على السحب من صندوق ضبط الإيراد وعدم استهداف الميزان الجبائي خارج قطاع المحروقات مما قد يرهن مستويات الدخل للأجيال القادمة ويؤدي إلى تقلبات كبيرة في الإنفاق والإيراد حسب تقلب عوائد المحروقات وهشاشة الوضع الجبائي بالنسبة لصدمات أسعار المحروقات، حيث يمكن أن تؤدي مثل هذه التقلبات إلى زيادة حدة الضغوط التضخمية في أوقات الأزمات ويكون للتضخم جذور جبائية وليست نقدية.

■ **السوق المالي والمصرفي** : يتميز سوق رأس المال بالضعف من ناحية عدد الشركات المدرجة وأحجام التداول مقارنة بدول الجوار والدول ذات المستوى المماثل من النمو، بسبب الاعتماد على السوق المصرفي وعدم وجود نية تحسين سوق رأس المال، كما أن السوق المصرفي يغلب عليه وجود البنوك المملوكة للدولة بنسبة كبيرة وتلجأ الحكومة إلى تغطية القروض غير الناجعة لهذه البنوك وزيادة متطلبات الاحتياطي في السنوات الأخيرة، ويعتبر مركز القروض أهم أخطار القطاع المصرفي حسب اختبارات المقاومة مع عدم حساسية لتحركات أسعار الفائدة وأسعار الصرف بسبب صغر مراكز البنوك من ناحية أسعار الصرف لعدم تنوع الاقتصاد ووجود أسعار السالبة والمدعومة من قبل الدولة، مما يزيد من احتمالات تعرض القطاع المصرفي لصدمات أسعار المحروقات .

■ **السوق النقدي وسوق الصرف** : يغلب عن السوق النقدي في الجزائر تواجد البنوك المملوكة للدولة، مع زيادات معتبرة في أحجام السيولة في السنوات الأخيرة، ووجود نسبة كبيرة من النقد خارج القطاع المصرفي، مع وجود أخطار مرتفعة في محفظة القروض لهذه البنوك وانخفاض العوائد بسبب تمركز القروض لدى بعض القطاعات المعينة، وعدم حساسية أسعار الفائدة المحلية لأسعار الفائدة الدولية بسبب أسعار الفائدة السلبية والقيود المفروضة على تحركات رأس المال في الحساب الجاري وحساب رأس المال، وتعكس السيولة المرتفعة في القطاع البنكي زيادة عوائد المحروقات وودائع سونطراك في القطاع المصرفي، مما يوضح هشاشة القطاع المصرفي نحو صدمات أسعار النفط، بينما سوق الصرف تتميز بعد التوازن من ناحية العرض والطلب على العملات الأجنبية بسبب وجود عارض وحيد للعملة الأجنبية بنك الجزائر مع عدة طالبين للعملة الأجنبية، بالإضافة إلى القيود المفروضة على الطلب

الخاتمة العامة

المحلي على العملة الأجنبية التي يتم استيفاؤها من سوق الصرف الموازي مما يؤدي إلى زيادة الهوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي بسبب القيود المفروضة على تحويل الدينار الخاصة بالحساب الجاري مثل مدفوعات السفر والسياحة والعلاج في الخارج.

■ **الشفافية والإبلاغ عن البيانات :** هناك ضعف كبير من ناحية الإحصاءات وتأخر في إعداد الإحصائيات وعيوب في التبويب خاصة فيما يتعلق بإحصاءات الحكومة المركزية، بسبب ضعف الموارد المخصصة لجمع البيانات مع القلق الناشئ بعدم مطابقتها للواقع الذي يزيد المخاوف من نشر هذه البيانات، والجزائر توفر معلومات هزيلة عن شفافية العمليات والصفقات التي لا يتم نشرها في غالب الأحيان مما يقلل من درجة المساءلة ويضعف تقييم الخيارات وإدارة المخاطر والاستثمار حيث تحصلت الجزائر على أدنى درجات التصنيف فيما يتعلق بالموازنة المفتوحة مقارنة بدول شمال أفريقيا والشرق الأوسط.

التوصيات:

- في ختام الدراسة، التي من شأنها أن تساهم في تحسين متطلبات استهداف التضخم والتمهيد لتبني سياسة استهداف التضخم في الجزائر.
- إلغاء الدعم على المواد الأساسية المكونة لمؤشر أسعار الاستهلاك الذي يستفيد منه الأغنياء والفقراء على حد سواء واستبداله بنظام يستهدف الطبقات الهشة من المجتمع، لإعطاء صورة صادقة عن معدل التضخم في الجزائر الذي يستهدفه البنك المركزي لتقييم مدى نجاح البنك المركزي في تحقيق المستوى المستهدف.
 - ينبغي استهداف معدل التضخم في إطار نطاق كمي موجب ومعتدل كما هو معمول به في اغلب البلدان، بدل القيمة المستهدفة الساكنة المقدرة بـ 4%، حيث إن اغلب البلدان حتى المتطورة منها تفشل في استهداف المستوى النقطي من التضخم.
 - ينبغي إعداد معدل التضخم المستهدف وفق مؤشر الأسعار الأساسي (headline CPI) بدل من مؤشر الأسعار الأساسي (core CPI) لإعطاء مزيد من المصداقية للبنك المركزي، حيث أن مؤشر الأسعار الأساسي يستثني العديد من السلع التي تعرف تقلبات كبيرة، حيث أن وجود الدعم على الأسعار في الجزائر بنسبة كبيرة يجعل البنك المركزي يستهدف معدل التضخم الجوهري بدل معدل التضخم الأساسي.
 - تنويع عرض العملات في سوق الصرف، عن طريق السماح للمصدرين بحيازة حصيلة الصادرات من العملة الأجنبية بنسبة 100% عوض 50% المعمول بها حاليا وتوظيفها في سوق الصرف،

الخاتمة العامة

- وإلغاء المادة 51/49 الخاصة بالاستثمار لزيادة العرض من العملة الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي، وتخفيض نسب متطلبات الاحتياطي على الودائع بالعملات الأجنبية.
- إلغاء الهوة بين سوق الصرف الرسمي وسوق الصرف الموازي عن طريق زيادة متطلبات تحويل الدينار الخاصة بالحساب الجاري مثل مدفوعات السياحة والعلاج والدراسة أو رفعها إلى نسب معقولة.
- تقليل السيولة خارج القطاع البنكي لزيادة كفاءة السياسة النقدية عن طريق إلزامية التعامل بالشيكات والودائع للمبالغ الكبيرة.
- إلغاء الدعم على أسعار الفائدة الموجهة لبعض القطاعات التي أصبحت سالبة بالقيم الحقيقية لإعطاء صورة صادقة عن وضع وفعالية السياسة النقدية في الجزائر.
- السماح لشركة سونطراك بتوظيف الإيرادات في شكل ودائع بالعملة الأجنبية لزيادة عرض العملة في سوق الصرف وتقليل السيولة في القطاع البنكي، وتحسين مستوى التنافسية بين البنوك، حيث أن ودائع الشركة المذكورة توضع لدى بنك معين بدل البنوك الأخرى.
- التقليل من لجوء الحكومة إلى تغطية القروض غير الناجعة للقطاع البنكي الموجهة للمؤسسات المملوكة للدولة التي تزيد من محفظة المخاطر لهذه البنوك، وخصوصة هذه المؤسسات لتحسين سوق رأس المال.
- وضع قيود على السحب من صندوق ضبط الإيراد للتقييم الصادق للسعر المرجعي للميزانية، حيث يتجاوز السعر المرجعي الحقيقي في اغلب الأحيان السعر المرجعي المعتمد في قوانين الميزانية، كما أن فرض قيود على السحب من صندوق ضبط الإيراد قد يؤدي إلى تحسين سوق السندات وسوق رأس المال والسوق النقدية عن طريق لجوء الحكومة إلى طرح السندات.
- الاعتماد على قاعدة جباتية لاستهداف الدخل الدائم وليس الدخل الجاري، لوضع حد لتقلبات الإيراد والإنفاق حسب تقلبات عوائد المحروقات وتوفير مستوى من الدخل للأجيال القادمة.
- الاعتماد على سعر مرجعي ديناميكي بدل السعر المرجعي الساكن، من خلال الاعتماد على قاعدة سعرية للسعر المرجعي من خلال متوسط متحرك مع أوزان مناسبة يرجع لسنوات سابقة وسنوات مستقبلية متوقعة لتلطيف تقلبات الإيراد والإنفاق كما هو معمول به في العديد من البلدان.
- تحسين استقلالية البنك المركزي لتحسين مستويات المساءلة لهذا الأخير عن مراجعة صلاحية التعيين ومدة العهدة وشروط الإقراض للحكومة ومعدلات الفائدة ومدتها التي وفق المعدلات الدنيا، والسماح للبنك المركزي في إعداد الموازنة.
- تحسين مستويات الشفافية والإحصائيات للتقييم الصحيح للعوائد والمخاطر وتشجيع الاستثمار والتجارة، واستحداث مكاتب بحث متخصصة في الموازنة تحت تصرف الهيئة التشريعية، وضمان

استقلالية جهاز التدقيق والموافقة المسبقة القانونية والتشريعية قبل عزل رئيس الجهاز، وعرض معلومات أكثر حول تقسيمات الإنفاق والإيراد وتقديرات الإيراد والإنفاق للسنوات المستقبلية.

أفاق البحث

يبقى موضوع إدارة سعر الصرف وسياسة استهداف التضخم من المواضيع الأساسية التي لها أهمية كبيرة في إدارة السياسة النقدية، حيث يثار الجدل في كثير من الأحيان خاصة في الدول الناشئة حول الدور الذي سوف يلعبه سعر الصرف في إطار سياسة استهداف التضخم التي تتطلب في الأساس أسعار صرف مرنة، بسبب أهمية سعر الصرف لدى الدول الناشئة بسبب زيادة مستويات النفاذ لا أسعار الصرف ومستويات المديونية بالعملة الأجنبية وضعف البنية المالية والبشرية لهذه البلدان وفقدان المصادقية ووجود السيطرة الجبائية، وكل المسائل الناجمة عن سعر الصرف تكون في الأساس ناتجة عن ضعف توفير متطلبات استهداف التضخم في هذه البلدان، حيث أظهرت سياسة استهداف التضخم نتائج إيجابية في الحد من تقلبات التضخم والناتج والوقاية من الصدمات، مما قد يفسر العدد المتزايد من البلدان التي تتبنى سياسة استهداف التضخم سواء من الدول الناشئة أو الدول المتقدمة، وتبين لنا من خلال البحث أن هناك جوانب جديرة بالدراسة والبحث لتكون إشكالية بحوث ودراسات أخرى مثل:

- السيطرة الجبائية وسياسة استهداف التضخم؛
- جدلية التعارض الزمني وسياسة استهداف التضخم؛
- سياسة استهداف التضخم بين التفويض السلمي والتفويض الثنائي؛
- مستويات النفاذ لأسعار الصرف وسياسة استهداف التضخم.

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية :

1- الكتب:

- 1- أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، السياسات النقدية و البعد الدولي للبيورو، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 2- بكري كامل، الإقتصاد الدولي التجارة الخارجية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 3- تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الثانية، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2009.
- 4- جون هرسون، مارك هرندر، ترجمة طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد علي، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1987.
- 5- حميدات محمود، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
- 6- حنفي محمد ناظم، مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1999.
- 7- سلفاتور دومينيك، نظريات ومسائل في الإقتصاد الدولي، الدار الدولية للنشر و التوزيع، القاهرة، 1998.
- 8- شيحة مصطفى رشدي، عجمية محمد عبد العزيز، النقود والبنوك و العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 9- صادق مدحت، النقود الدولية وعملية الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1997.
- 10- الطراد إسماعيل إبراهيم، إدارة العملات الأجنبية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005.
- 11- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999.
- 12- فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2002.
- 13- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2003.
- 14- لحو موسى بخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية-دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصرية للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2010.
- 15- لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2005.
- 16- مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية والآثار المحتملة على المنطقة العربية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1998.
- 17- الموسوي ضياء مجيد، الإقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 18- النعيمي عدنان تايه، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.
- 19- هالود سي بول، رونالد ماك دونالد، تعريب محمود حسن حسني، ونيس فرج عبد العال، النقود و التمويل الدولي، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2007.

2- الرسائل و الأطروحات

- 20- ايت يحي سмир، التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم للجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013-2014.
- 21- بلحشر عائشة، سعر الصرف الحقيقي التوازني -دراسة حالة الدينار الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014.

قائمة المصادر والمراجع

- 22- بن قدور علي، دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر (1970-2010)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- 23- دوحة سلمى، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 24- قحايرية أمال، الوحدة النقدية الأوروبية، الإشكاليات و الآثار على المديونية الخارجية لدول الجنوب ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006.
- 25- مشهور هذلول، العوامل المؤثرة في انتقال أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006)، أطروحة مقدمة استكمالاً لنيل شهادة دكتوراه في الفلسفة- تخصص: المصارف، كلية العلوم المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، الأردن، 2008.

3- الملتقيات و المؤتمرات

- 26- خليل عبد القادر، دراسة اقتصادية لظاهرة الفساد في الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول أهمية حماية المال العام ومكافحة الفساد، كلية الحقوق، جامعة يحي فارس المدينة، أيام 5-6 ماي 2009 .
- 27- زين منصوري، إستقلالية البنك المركزي وأثرها على إستقلالية السياسة النقدية ، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية- واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الشلف، أيام 14 و 15 ديسمبر 2004.
- 28- صبايحي نوال، أثر الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية على جودة المعلومة المحاسبية، الملتقى الدولي الثالث حول آليات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجزائري ومطابقته مع معايير المحاسبة الدولية وتأثيره على جودة المعلومة المحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الوادي، أيام 17 و 18 نوفمبر 2013.
- 29- عياري أمال، خوالد أبو بكر ، تطبيق مبادئ الحوكمة في المؤسسات المصرفية، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري، مخبر مالية، بنوك وإدارة أعمال، جامعة بسكرة، أيام 06-07 ماي، 2012.
- 30- عيغنيات كارولين، الجلسة المواضيعية الثانية: تعزيز الشفافية و الحوكمة الرشيدة ، مؤتمر بناء المستقبل، الوظائف و النمو و المساواة، صندوق النقد الدولي، 2014.

4- الدوريات و المجلات

- 31- التوني ناجي، إستهداف التضخم و السياسة النقدية، سلسلة جسر التنمية، العدد السادس، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2002 .
- 32- بن بريكة الزهرة، دراسة قياسية لتأثير سعر الصرف على التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2011، أبحاث إدارية واقتصادية- العدد الثالث عشر، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جوان 2013.
- 33- جودي كريم، السياسة النقدية في الجزائر، صندوق النقد العربي-معهد السياسات الاقتصادية (السياسات النقدية في البلدان العربية)، سلسلة بحوث و مناقشات، العدد الثاني، أيام 4-9 ماي 1996، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

قائمة المصادر والمراجع

- 34- حميدات محمود، خليبي كريم، سياسات وإدارة أسعار الصرف في الجزائر، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات، العدد الثالث، 21-25 سبتمبر 1997، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- 35- رزاق وشاح، إستهداف التضخم النقدي، ماذا يعني لدول مجلس التعاون، سلسلة اجتماع الخبراء، العدد 31، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009.
- 36- روجر سكوت، إستهداف التضخم يبلغ عامه العشرين، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010.
- 37- ريجان الشريف، حمداوي الطاوس، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، التواصل في العلوم الإنسانية و الاجتماعية، كلية الاقتصاد و علوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، عدد 34، جوان 2013.
- 38- عيشي كمال، أداء النظام المصرفي الجزائري في ضوء التحولات الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد العاشر، نوفمبر 2006.
- 5- النصوص التشريعية
39. النظام رقم 90-02 المؤرخ في 08/09/1990 المتعلق بتحديد شروط فتح وسير الحسابات بالعملة الصعبة.
40. اللائحة رقم 95-07 المؤرخة في 23 ديسمبر 1995 المتعلقة بنظام مراقبة الصرف الأجنبي.
- 6- مواقع الانترنت
- 41- بركان حسين، مسح الموازنة المفتوحة - الجزائر -، جامعة تلمسان، 2012، ص ص: 1-2. www.internationalbudget.org، تاريخ الزيارة 20/01/2016.

ثانيا : المراجع باللغة الانجليزية:

1-BOOKS

42. Ben S.Bernanke et al, Inflation targeting-lessons from international experience, First Edition, Princeton University Press, United States of America, 2001.
43. Chris brooks, Introductory econometrics for finance, Third Edition, Cambridge university press, United states of America, 2014.
44. Chris brooks, Introductory econometrics for finance, Second Edition, Cambridge university press, USA, 2008.
45. Dimitrios Asteriou, Stephan G.Hall, Applied econometrics, First Edition, Palgrave Macmillan, London, 2007.
46. Damodar Gujarati, Econometrics by example, Palgrave Macmillan, First Edition, USA, 2011.
47. Damodar Gujarati, Econometrics by example, Second Edition, Palgrave Macmillan, New York, 2015.
48. Damodar Gujarati, Dawn C.Poter, Basic econometrics, Fifth Edition, MC GRAW-HILL, United states of America, 2008.
49. David cobham et al, Twenty years of inflation targeting, Cambridge university press, First Edition, New York, 2010.
50. Dominik Salvatore, International economics, 11th Edition, Wiley, 2013.

51. Edwin M. Truman, **Inflation targeting in world economy**, Kirby Lithographic Company, United states of America, 2003.
52. Eric Zivot, **Modeling Financial Time Series with S-PLUS**, Second Edition, Springer, United states of America, 2006.
53. FRANK fabozzi, **Financial econometrics from basics to advanced modeling techniques**, First Edition, JOHN WILEY, United states of America, 2007.
54. Frederic S. Mishkin, **The economics of money, banking and financial markets**, Addison-Wesley, 7th Edition, United States of America, 2004.
55. Frederic S. Mishkin; **Macroeconomics, policy and practice**, Pearson Education, INC, Boston, USA, 2012.
56. Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and institutions**, Eight Edition, United States of America, PEARSON, 2015.
57. Frederic S. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, The MIT Press, First Edition, 2009, United state of America, 2009.
58. Gleen Hubbard, **Money, banking and financial markets**, Pearson, First Edition, United States of America, 2012.
59. G. S. Maddala et al, **Unit Roots, Cointegration, and Structural Change (Themes in Modern Econometrics)**, Cambridge University Press, United States of America, 1999.
60. Gregory Mankiw, **Macroeconomics**, Worth Publishers, 7th Edition, New York, United states of America 2010.
61. Gregory Mankiw, **Macroeconomics**, Worth Publishers, 9th Edition, New York, United states of America, 2016.
62. James H. Stock, Mark W. Watson, **Introduction to econometrics**, Third Edition, Addison-Wesley, USA, 2011.
63. John Singleton, **Central Banking in the Twentieth Century**, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, First Edition, United States of America, 2011.
64. Jeffrey M. Wooldridge, **Introductory Econometrics: A Modern Approach**, Second Edition, Cengage Learning, United states of America, 2012.
65. Helmut Lütkepohl, **Applied Time Series Econometrics**, First Edition, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, United Kingdom, 2004.
66. Heinz Hermann, **Monetary Policy Over Fifty Years**, Routledge International Studies in Money and Banking, Routledge, United states of America, 2009.
67. Helmut letkepohl, Markus kratizig, **Applied time series econometrics**, Cambridge university press, USA, 2004.
68. Krugman et al, **International economics: theory and policy**, 9th Edition, Addison-wisely, USA, 2012.
69. Lahcen Achy, Adel Boughrara, **The Journey towards Inflation targeting in Morocco, Inflation targeting in MENA countries**, Palgrave Macmillan, UK, 2011.

70. Laurence M. Paul, **Money banking and financial markets**, Second Edition, Worth publishers, USA, 2012.
71. Lloyd B. Thomas, **The Financial Crisis and Federal Reserve Policy**, First Edition, Palgrave Macmillan, United States of America, 2011.
72. Michael Melvin, Stefan Norrbin, **International money and finance**, 8th Edition, Elsevier, USA, 2013.
73. Michael W. Klein, **Exchange Rate Regimes in the Modern Era**, The MIT Press, London, England, 2010.
74. Olivier Blanchard, **Macroeconomic**, 7th Edition, Pearson, United States of America, 2016.
75. Olivier Blanchard et al, **Macroeconomics** ; A European perspectives, Pearson education limited, England, London, 2010.
76. Paul krugman, Robin Wells, **Macroeconomics**, Worth publishers, United States of America, 2006.
77. R. carter hill et al, **Principle of econometrics**, fourth Edition, JOHN-WILEY, United States of America, 2011.
78. Richard Harris, Robert Sollis, **Applied time series modeling and forecasting**, John Wiley, United kingdom, 2003.
79. Ruy S. Tsay, **Multivariate Time Series Analysis With R and Financial Applications**, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2014.
80. - Robert Carbaugh, **International Economics**, South-Western College Pub, 12th Edition, United states of America, 2015.
81. R Gleen Hubbard et al, **Macroeconomics**, Pearson Education, Prentice Hall, United States of America, 2012.
82. Sean Beckatti, **An Introduction to time series Using Stata**, First Edition, Stata Press Publication, United state of America, 2013.
83. Thammarak Moenjok, **Central Banking: Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability**, First Edition, Wiley Finance, United Kingdom, 2014.
84. Verbeek, Marno, **A Guide to modern econometrics**, John Wiley, Second Edition, UK, 2004.
85. V.L.Martin, **Econometric modeling with time series, specification estimation and testing**, Cambridge university press, United kingdom, 2012.
86. Walter Enders, **Applied time series econometrics**, Third Edition, Wiley, USA, 2009.
87. Walter Enders, **Applied time series econometrics**, Fourth Edition, Wiley, USA, 2014.
88. - William H. Greene, **Econometric Analysis**, 7th Edition, Pearson, USA, 2012.

2- WORKING PAPERS AND ARTICLES

89. Bernanke, Frederic Mishkin, **Inflation targeting: new framework for monetary policy**, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No: 2, American Economic Association, 1997.
90. Geoffrey Heenan et al, **Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications**, IMF Working Paper, WP/06/278, International Monetary Fund, 2006.

91. Mark stone et al, **The role of exchange rate in inflation targeting in emerging economies**, Occasional paper NO: 267, International monetary fund, 2009.
92. Mohammed SAIFUL ISLAM, Mohammad Taslim UDDIN, **Inflation Targeting as the Monetary Policy Framework: Bangladesh Perspective**, Economia, Seria Management, Volume 14, Issue 1, 2011.
93. Mishkin, F. S, K. Schmidt-Hebbel, **One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?**, NBER Working Paper Series, no: 8397, National Bureau of Economic Research (NBER),USA, 2001.
94. Nicoletta Batini, Douglas Laxton, **Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets**, Central bank of Chile, Working paper n: 406, 2006.
95. Oteng-abayie, Frimpong Joseph, **Bounds testing approach to cointegration: an examination of foreign direct investment trade and growth relationships**, American journal of applied science 3(11): 2079-2085, 2006.
96. Robert Kirchner, **Adopting Inflation Targeting: Overview of Economic Preconditions and Institutional Requirements**, German economic team in BELARUS, PP/06/07, Berlin/Minsk, November 2007.
97. Scoll Roger, **Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges**, IMF Working Paper, WP/09/236, International Monetary Fund, 2009.
98. Sebastian Edward, **The relationship between exchange rates and inflation targeting**, working paper No: 12136, National bureau of economic research, Cambridge, 2006.

3- Reports

99. A .lahreche, **Enhancing the effectiveness of monetary policy in ALGERIA**, IMF Country Report No: 14/34, International Monetary Fund, ALGERIA selected issues, February 2014.
100. Andrew Jewell, **Meeting ALGERIA's fiscal challenges**, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 14/342, December 2014.
101. Amor Tahari et al, **Algeria: 2005 Article IV Consultation**—Staff Report, IMF Country Report No: 06/93, International Monetary Fund, March 2006.
102. Bank of ALGERIA, **Conjuncture notes, Monetary and financial trends in the first semester of 2015**.
103. Christopher Towe et al, **Financial system stability assessment in ALGERIA**, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund, IMF Country Report No:14/161, 2014.
104. Daneila Gressani et al, **Consolidating macroeconomic and financial stability**, IMF Country Report No: 14/342, International Monetary Fund, 2014.

105. Daniela Gressani et al, **Preserving macroeconomic stability in ALGERIA**, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 13/47, February 2013.
- 106 . Daniela Gressani, David Marston, **Recent Economic Developments in ALGERIA**, International Monetary Fund, IMF Country Report No: 14/32, 2014.
107. Holger Floerkemeier, **Fiscal management of hydrocarbon revenues**, International monetary fund, IMF country report No: 05/52, Algeria selected issues, February 2005.
108. International Monetary Fund, **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions** Monetary and Capital Markets Department, 56th issue, 2005.
109. International Monetary Fund, **Article IV consultation-press release and staff report**, IMF country report NO:16/127, 19/06/2016.
110. The international monetary fund, **Assessment of data adequacy for surveillance in ALGERIA - statistical issues**, IMF Country Report NO: 14/341, 2014.
111. Jose Gijon, Ernesto Crivelli, **Optimal international reserve in Algeria**, international monetary fund, country report No: 12/22, 2012.
112. Mohsin et al, **Report on the observance of standards and codes-Fiscal Transparency Module**, IMF Country Report No:05/68, International Monetary Fund, December 2004.
113. Nathan Porter, Kenji Moriyama, **Assessing reserve adequacy: specific proposal**, International Monetary Fund, December 19, 2014.
114. Pedro Duarte Neves, Luís Morais Sarmiento, **The substitution bias of the consumer price index**, Banco de Portugal, Economic bulletin, June 1997.
115. S. Ben Naceur, **Understanding inflation in Algeria**, International Monetary Fund, IMF country report NO: 13/48, 2013.
116. S.A-j.Taposba, **Designing a fiscal framework for Algeria**, International monetary fund, country report No: 14/34, Algeria selected issues, February 2014.
117. Taline Koranchelian, **The equilibrium exchange rate in commodity exporting country, ALGERIA's experience**, IMF Country Report No: 05/52, 2005.
118. Thorarinn G. Petursson, **Exchange rate or inflation targeting in monetary policy, monetary**, bulletin 2000/1, Central bank of ICELAND, 2000.

4- websites

119. Autoregressive distributed lag (ARDL) models, EViews 9 User's Guide II, 2015.
<http://www.eviews.com/3rd-party/3rdtextbook.html> visited 03/03/2016.

120. http://www.internationalbudget.org/wp-content/uploads/2011/04/cs_algeria.pdf visited 20/01/2016

121. <http://www.internationalbudget.org/opening-budgets/open-budget-initiative/open-budget-survey/country-info/?country=dz> visited 25/01/2016.

122. <http://www.stata.com/bookstore/time-series-reference-manual/page> 15.

123. Christopher F Baum, **Var, svar and vecm** models: Applied Econometrics, Boston College, spring 2013, <http://www.bc.edu/schools/cas/economics/faculty-and-staff/faculty-listing/baum-christopher>, P:38, visited 10/10/2016.

ثالثا: المراجع باللغة الفرنسية

1- Livres

124. Bernard Guillochon et al, **l'économie international, cours et exercices corrigés**, Dunod, 8^{ème} edition, paris, France, 2016.

125. Christian. DESCAMPS, Jacques SOICHOT, **Gestion financière internationale**, litec, Paris, 1995.

126. EMMANUAL Nyahoho, **Finances internationales, Théorie, Politique et pratique**, Presses de l'université de Québec, 2000.

127. Ghislaine LEGRAND, Hubert MARTINI, **Management des opérations de commerce international**, 8^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2007.

128. Jean Klein, Bernard Marois, **Gestion financière international**, Economica, Paris, 2001.

129. Jean –Bierre Bibeau, **Introduction à l'économie international**, 4^{ème} Edition, Gaétan Morin Editor, Paris, 2006.

130. Jacque-Henrie David, **Crise financière et relations monétaires internationales**, Economica, Paris, 1995.

131. Hocine BENISSAD, **l'Algérie de la planification socialiste à l'économie de marché**, ENAG Edition, Alger, 2004.

132. Michel SION, **Gérer la trésorerie et la relation bancaire**, 3^{ème} Edition, DUNOD, 2003.

133. Yves SIMON, Samir MANNAI, **Techniques financières internationales**, 7^{ème} Edition, Economica, Paris, 2002.

134. Mohamed DAOUS et al, **Techniques financières internationales et couverture de risque du change**, Centre de publication universitaire, Tunis, 2007.

Maurice DEBEAUVAIS, **la gestion globale du risque de change**, 2^{ème} Edition, Economica, Paris, 1992.

135. Paul Krugman, Maurice Obstfeld, traduction: Achille Hannequart et Fabienne Leloup, **l'économie internationale**, 4^{ème} Edition, de Boek, 2004.

136. Régis Bourbonnais, Économétrie : Cours et exercices corrigés, 9^{ème} Edition, DUNOD, France, 2015.
137. Régis Bourbonnais, Exercices pédagogiques d'économétrie avec corrigés et rappels synthétiques de cours, 3^{ème} Edition, Economica, 2015.
138. Salah Mouhoubi, L'Algérie à l'épreuve des réformes économiques, office de la publication universitaire, Alger, 1998.
139. Teuli, P. Topscalin, Finance, Vuibert, Paris, 1994.

2- Thèses

140. Boucetta yahia, Etude des facteurs déterminant du taux de change du dinar algérien, thèse pour l'obtention de doctorat en science économique, Option; finance, faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion, université ABOU-BAKR BELKAID TLEMCEN, 2013-2014.
141. Jihéne BOUSRIH, L'adoption de la politique de ciblage d'inflation dans les marchés émergents, Apport théorique et validation empirique, thèse de doctorat en sciences économiques, Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion, L'Université de Rennes1, Soutenue le 12 Juillet 2011.
142. Zied fetiti, Politique de ciblage d'inflation, règles de conduit, efficacité, performance, thèse de doctorat en sciences économiques, Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion, université de Lyon, 2010.

3- Site d'internet

143. Gilbert Colletaz, Une présentation simplifiée de l'approche de johansen- La cointégration dans un cadre multivarié, master économétrie et statistique appliquée, université d'Orléans, 6 octobre 2015. http://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/GC/gcolletaz_E.htm visited 5/02/2016.

الملك حقيق

الملاحق

الملحق رقم (01): جدول قيم متغيرات الدراسة

الجدول رقم (01): قيم معدل التضخم (INF) والإنفاق الحكومي (GE) وسعر الصرف الحقيقي الفعال (REER) والكتلة النقدية (M2) في الجزائر خلال الفترة (1980-2014).

السنة	INF	GE	REER	M2
1980	9.50	44.01	312.70	93.53
1981	14.70	57.65	346.66	109.15
1982	6.50	72.44	362.79	137.88
1983	6.00	84.82	380.50	165.29
1984	8.10	91.59	414.64	194.71
1985	10.50	99.84	446.60	223.86
1986	12.40	101.81	412.43	227.01
1987	7.40	103.97	364.83	257.89
1988	5.90	119.70	301.36	292.96
1989	9.30	124.50	285.26	308.14
1990	16.70	136.50	218.42	343.00
1991	25.90	212.10	130.34	415.27
1992	31.70	420.13	133.75	515.90
1993	20.50	476.62	160.57	627.42
1994	29.00	566.32	138.63	723.15
1995	29.80	759.61	116.19	799.56
1996	18.70	724.60	118.51	915.05
1997	5.70	845.19	127.90	1081.51
1998	5.00	875.73	134.17	1592.46
1999	2.60	961.68	124.02	1789.35
2000	0.30	1178.12	117.94	2022.53
2001	4.20	1321.02	121.84	2473.51
2002	1.40	1550.64	113.10	2901.53
2003	4.30	1639.26	101.84	3354.42
2004	4.00	1888.93	102.20	3738.03
2005	1.40	2052.03	97.80	4157.58
2006	2.30	2453.01	97.62	4933.74
2007	3.70	3108.66	96.39	5994.60
2008	4.90	4191.05	100.65	6955.69
2009	5.70	4246.33	99.52	7173.05
2010	3.90	4466.94	100.00	8280.74
2011	4.50	5731.40	99.43	9929.18
2012	8.90	7058.32	104.79	11015.13
2013	3.30	6024.22	103.28	11941.50
2014	2.90	6996.12	105.43	13663.91

المصدر: بيانات صندوق النقد الدولي و البنك الدولي

التضخم مقاس بمؤشر أسعار الاستهلاك: التغير المئوي السنوي (بيانات البنك العالمي)، الإنفاق الحكومي مقاس بالمليار دينار بالأسعار الثابتة للعملة المحلية (بيانات البنك العالمي)، الكتلة النقدية M2 بالمليار دينار (بيانات البنك العالمي)، سعر الصرف الحقيقي الفعال سنة الأساس 2010 (بيانات صندوق النقد الدولي).

الملاحق

الملحق قم (02): نموذج شعاع الانحدار الذاتي، التشخيص و السببية

الجدول رقم (01): إختيار الفجوات المناسبة في نموذج شعاع الانحدار الذاتي

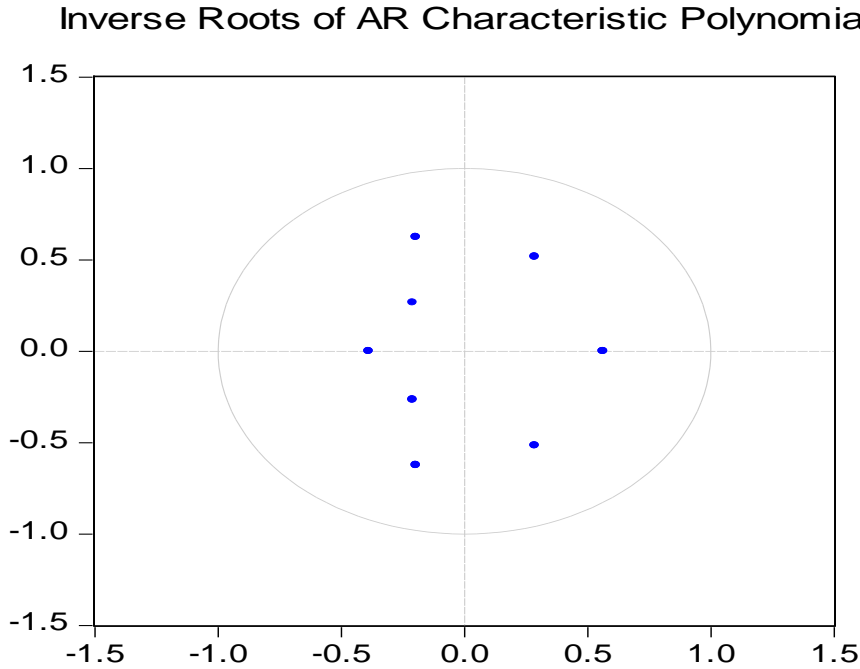
VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DL_INF DL_GE DL_REER DL_M2DZD
Exogenous variables: C
Date: 02/08/17 Time: 10:03
Sample: 1980 2014
Included observations: 30

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	39.40057	NA	1.11e-06	-2.360038	-2.173212*	-2.300271
1	59.75233	33.91960	8.41e-07*	-2.650155	-1.716024	-2.351319*
2	70.57875	15.15698	1.26e-06	-2.305250	-0.623813	-1.767344
3	94.33878	26.92804*	8.93e-07	-2.822585*	-0.393843	-2.045610
4	109.6313	13.25349	1.34e-06	-2.775418	0.400630	-1.759373

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01)

الشكل رقم (01): استقرارية جذور شعاع الانحدار الذاتي



المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) الملحق رقم (01)

الجدول رقم (02): استقرارية جذور شعاع الانحدار الذاتي

Roots of Characteristic Polynomial
Endogenous variables: DL_INF DL_GE DL_REER
DL_M2DZD
Exogenous variables: C
Lag specification: 1 2
Date: 02/08/17 Time: 10:07

Root	Modulus
-0.194709 - 0.624118i	0.653785
-0.194709 + 0.624118i	0.653785
0.287699 - 0.517292i	0.591913
0.287699 + 0.517292i	0.591913
0.563416	0.563416
-0.387023	0.387023
-0.208171 - 0.264682i	0.336737
-0.208171 + 0.264682i	0.336737

No root lies outside the unit circle.
VAR satisfies the stability condition.

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01)

الجدول رقم (03): إختبار التوزيع الطبيعي لنموذج شعاع الانحدار الذاتي

Jarque-Bera test

Equation	chi2	df	Prob > chi2
DL_INF	1.558	2	0.45882
DL_GE	0.531	2	0.76699
DL_REER	1.092	2	0.57940
DL_M2	0.213	2	0.89879
ALL	3.394	8	0.90728

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم

(01). الجدول رقم (04): إختبار التوزيع الطبيعي لنموذج شعاع الانحدار الذاتي

Lagrange-multiplier test

lag	chi2	df	Prob > chi2
1	17.3096	16	0.36584
2	14.8195	16	0.53789
3	18.3011	16	0.30656
4	8.7679	16	0.92266

H0: no autocorrelation at lag order

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

الجدول رقم (05): إختبار Wald للسببية في نموذج شعاع الانحدار الذاتي

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 02/08/17 Time: 10:57

Sample: 1980 2014

Included observations: 31

Dependent variable: DL_INF

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DL_GE	6.853333	3	0.0767
DL_M2DZD	9.385862	3	0.0246
DL_REER	5.288052	3	0.1519
All	13.14413	9	0.1562

Dependent variable: DL_GE

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DL_INF	0.569168	3	0.9035
DL_M2DZD	4.139068	3	0.2468
DL_REER	20.93684	3	0.0001
All	29.09973	9	0.0006

Dependent variable: DL_M2DZD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DL_INF	3.359890	3	0.3394
DL_GE	3.209370	3	0.3605
DL_REER	2.431896	3	0.4877
All	10.93389	9	0.2803

Dependent variable: DL_REER

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DL_INF	7.094668	3	0.0689
DL_GE	2.767419	3	0.4289
DL_M2DZD	3.747230	3	0.2901
All	12.57523	9	0.1828

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم

(01).

الجدول رقم (06): إختبار سببية Granger في نموذج شعاع الانحدار الذاتي

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
DL_INF	DL_GE	11.803	3	0.008
DL_INF	DL_REER	9.1072	3	0.028
DL_INF	DL_M2	16.165	3	0.001
DL_INF	ALL	22.637	9	0.007
DL_GE	DL_INF	.98023	3	0.806
DL_GE	DL_REER	36.058	3	0.000
DL_GE	DL_M2	7.1284	3	0.068
DL_GE	ALL	50.116	9	0.000
DL_REER	DL_INF	12.219	3	0.007
DL_REER	DL_GE	4.7661	3	0.190
DL_REER	DL_M2	6.4536	3	0.092
DL_REER	ALL	21.657	9	0.010
DL_M2	DL_INF	5.7865	3	0.122
DL_M2	DL_GE	5.5272	3	0.137
DL_M2	DL_REER	4.1883	3	0.242
DL_M2	ALL	18.831	9	0.027

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) الملحق رقم (01).

الملحق رقم (03): العلاقة التوازنية طويلة الاجل

الجدول رقم (01): إختبار وجود علاقة التوازنية طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة

Johansen tests for cointegration

Trend: constant Number of obs = 32
Sample: 1983 - 2014 Lags = 3

maximum				trace	5% critical	1% critical
rank	parms	LL	eigenvalue	statistic	value	value
0	36	77.226041		55.2582	47.21	54.46
1	43	90.920707	0.57511	27.8689*1*5	29.68	35.65
2	48	97.892696	0.35322	13.9249	15.41	20.04
3	51	103.26613	0.28526	3.1781	3.76	6.65
4	52	104.85516	0.09454			

maximum				max	5% critical	1% critical
rank	parms	LL	eigenvalue	statistic	value	value
0	36	77.226041		27.3893	27.07	32.24
1	43	90.920707	0.57511	13.9440	20.97	25.52
2	48	97.892696	0.35322	10.7469	14.07	18.63
3	51	103.26613	0.28526	3.1781	3.76	6.65
4	52	104.85516	0.09454			

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) الملحق رقم (01).

الجدول رقم (02): معاملات ومعنوية مصفوفة سرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل

Adjustment parameters

Equation	Parms	chi2	P>chi2			
D_LOG_INF	1	.2284755	0.6327			
D_LOG_GE	1	10.25109	0.0014			
D_LOG_M2	1	3.265814	0.0707			
D_LOG_REER	1	5.911502	0.0150			

alpha	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]
D_LOG_INF _ce1 L1.	-.0945903	.1978913	-0.48	0.633	-.4824501 .2932696
D_LOG_GE _ce1 L1.	.083984	.0262308	3.20	0.001	.0325726 .1353954
D_LOG_M2 _ce1 L1.	.029069	.0160855	1.81	0.071	-.002458 .0605961
D_LOG_REER _ce1 L1.	-.0676008	.0278037	-2.43	0.015	-.122095 -.0131065

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم

(01).

الملاحق

الجدول رقم (03): معاملات ومعنوية مصفوفة نموذج تصحيح الخطأ الشعاعي

Identification: beta is exactly identified

Johansen normalization restriction imposed

beta	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
_ce1						
LOG_INF	1	.	.	.	.	.
LOG_GE	-7.54167	1.121932	-6.72	0.000	-9.740617	-5.342723
LOG_M2	5.853431	.9170609	6.38	0.000	4.056025	7.650837
LOG_REER	-6.089545	1.075882	-5.66	0.000	-8.198236	-3.980854
_cons	35.82977	.	.	.	.	.

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

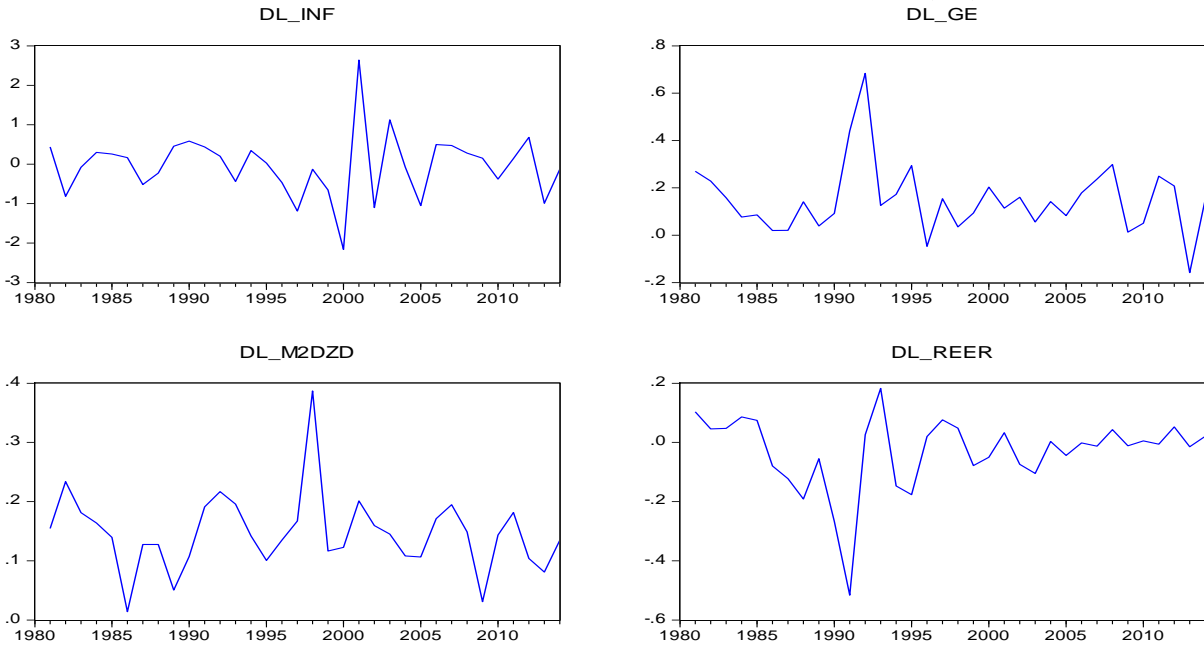
الشكل رقم (01): التمثيل الرياضي لنموذج شعاع التكامل المتزامن

$$\begin{aligned}
 D(\text{LOG_INF}) &= -0.094*(\text{LOG_INF}(-1) - 7.541*\text{LOG_GE}(-1) + 5.853*\text{LOG_M2DZD}(-1) - 6.089*\text{LOG_REER}(-1) + 36.52) - \\
 &0.401*D(\text{LOG_INF}(-1)) - 0.14*D(\text{LOG_INF}(-2)) + 2.62*D(\text{LOG_GE}(-1)) + 0.88*D(\text{LOG_GE}(-2)) - 0.82*D(\text{LOG_M2DZD}(-1)) - \\
 &6.186*D(\text{LOG_M2DZD}(-2)) - 1.45*D(\text{LOG_REER}(-1)) + 2.17*D(\text{LOG_REER}(-2)) + 0.49 \\
 D(\text{LOG_GE}) &= 0.083*(\text{LOG_INF}(-1) - 7.54*\text{LOG_GE}(-1) + 5.85*\text{LOG_M2DZD}(-1) - 6.08*\text{LOG_REER}(-1) + 36.52) - \\
 &0.044*D(\text{LOG_INF}(-1)) - 0.024*D(\text{LOG_INF}(-2)) + 0.284*D(\text{LOG_GE}(-1)) + 0.09*D(\text{LOG_GE}(-2)) + 0.15*D(\text{LOG_M2DZD}(-1)) - \\
 &0.46*D(\text{LOG_M2DZD}(-2)) - 0.143*D(\text{LOG_REER}(-1)) + 0.55*D(\text{LOG_REER}(-2)) + 0.14 \\
 D(\text{LOG_M2DZD}) &= 0.029*(\text{LOG_INF}(-1) - 7.541*\text{LOG_GE}(-1) + 5.853*\text{LOG_M2DZD}(-1) - 6.089*\text{LOG_REER}(-1) + 36.52) - \\
 &0.050*D(\text{LOG_INF}(-1)) - 0.028*D(\text{LOG_INF}(-2)) + 0.21*D(\text{LOG_GE}(-1)) - 0.05*D(\text{LOG_GE}(-2)) - 0.14*D(\text{LOG_M2DZD}(-1)) - \\
 &0.29*D(\text{LOG_M2DZD}(-2)) + 0.26*D(\text{LOG_REER}(-1)) + 0.10*D(\text{LOG_REER}(-2)) + 0.19 \\
 D(\text{LOG_REER}) &= -0.067*(\text{LOG_INF}(-1) - 7.541*\text{LOG_GE}(-1) + 5.853*\text{LOG_M2DZD}(-1) - 6.089*\text{LOG_REER}(-1) + 36.52) - \\
 &0.003*D(\text{LOG_INF}(-1)) - 0.008*D(\text{LOG_INF}(-2)) + 0.039*D(\text{LOG_GE}(-1)) + 0.04*D(\text{LOG_GE}(-2)) + 0.53*D(\text{LOG_M2DZD}(-1)) +
 \end{aligned}$$

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

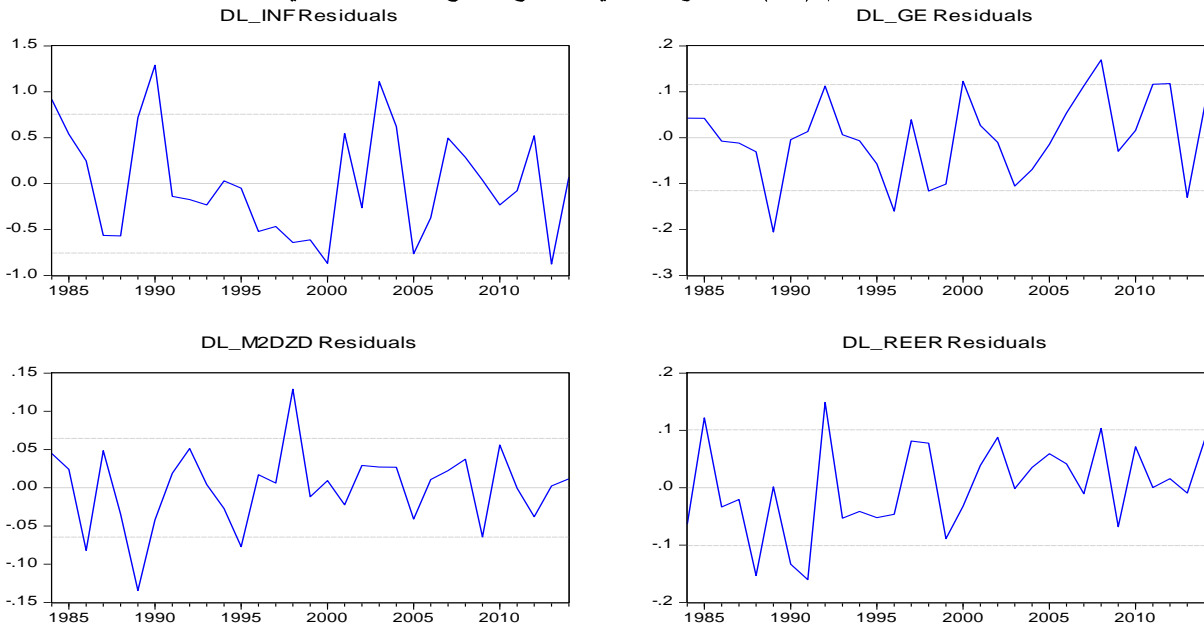
الملحق رقم (03): الأشكال البيانية

الشكل رقم (01): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة بعد أخذ الفروقات على لوغاريتم المتغيرات



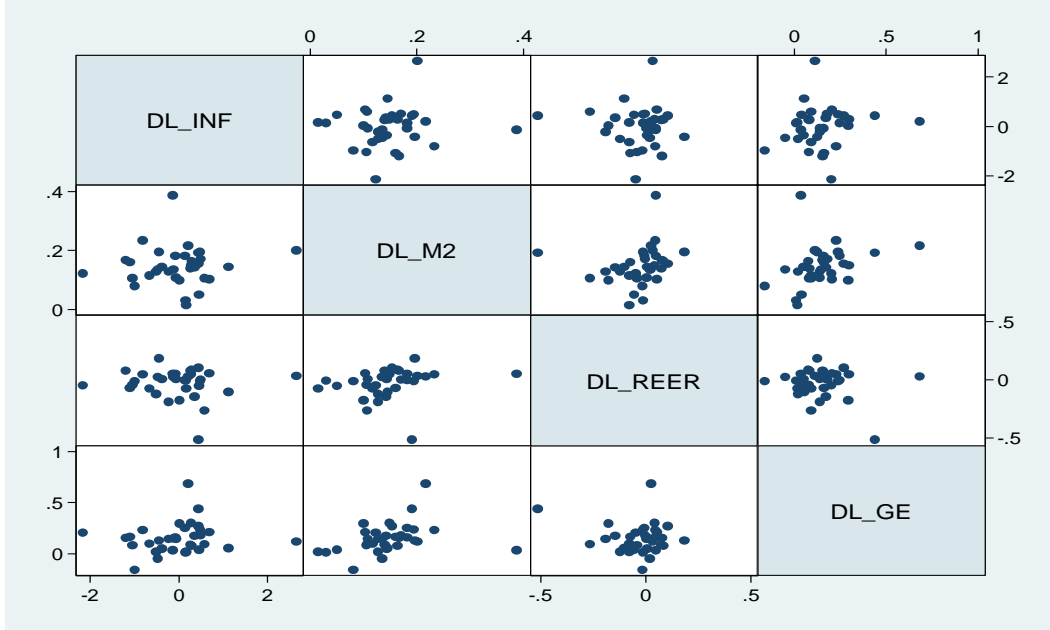
المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

الشكل رقم (02): توزيع البواقي لنموذج شعاع الاتحاد الذاتي



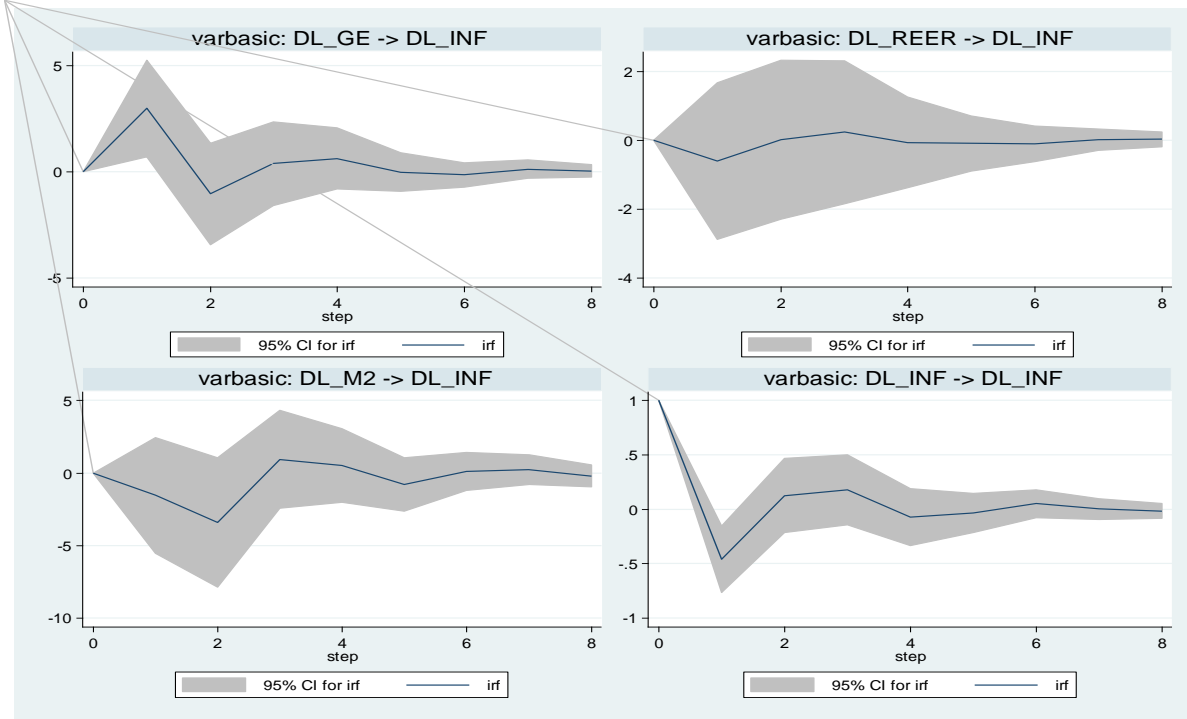
المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

الشكل رقم (03): مصفوفة شكل الانتشار لمتغيرات الدراسة



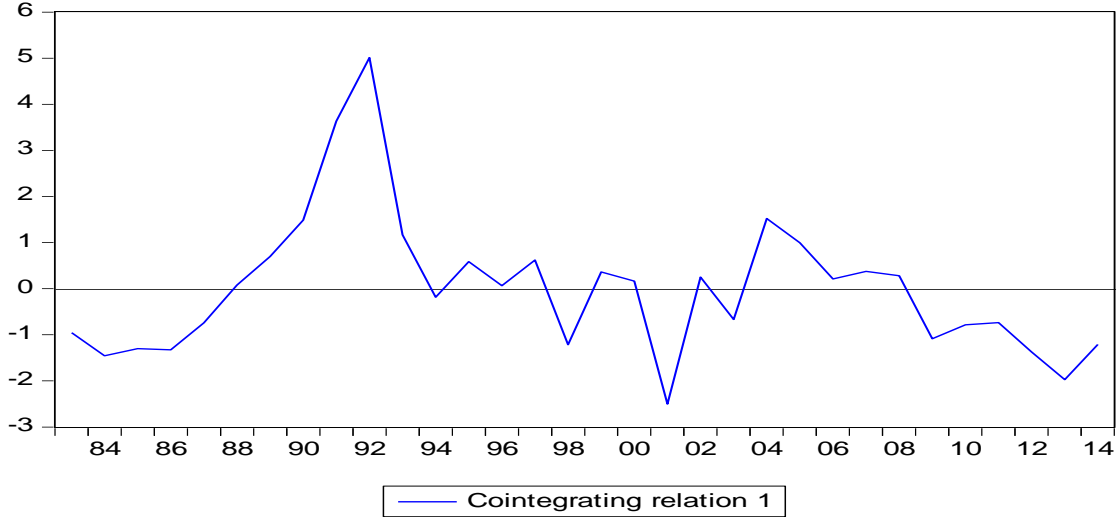
المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

الشكل رقم (04): استجابة متغيرات الدراسة للصدمة الناتجة في النموذج



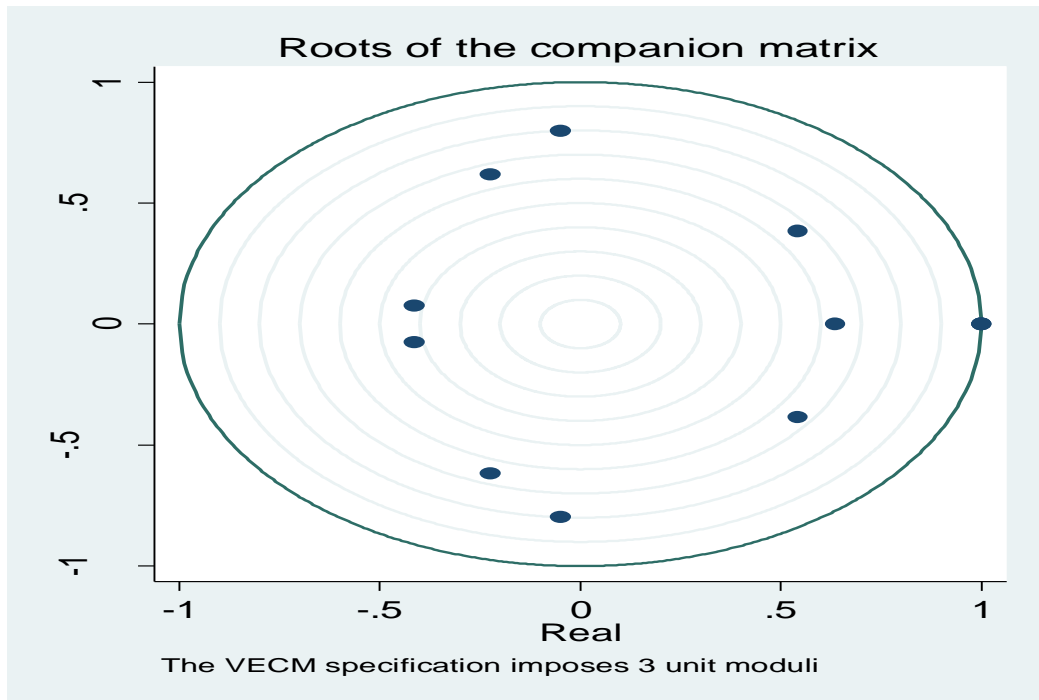
المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

الشكل رقم (05): منحني العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة المعرف بالمعادلة
 $(\text{LOG INF}(-1) - 7.541 \cdot \text{LOG GE}(-1) + 5.853 \cdot \text{LOG M2DZD}(-1) - 6.089 \cdot \text{LOG REER}(-1) + 36.52$



المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Eviews 9 بناء على معطيات الجدول رقم (01) في الملحق رقم (01).

الشكل رقم (06): الجذور المعرفة لاستقرارية نموذج شعاع التكامل المتزامن



المصدر: من إعداد الباحث باستعمال برنامج Stata 12 وبناء على معطيات الجدول رقم (01) الملحق رقم (01).

الملاحق

الملحق رقم (04): رموز العملات لبعض الدول

country	Capital	Currency Name	Code
Albania	Tirana	Albanian Lek	ALL
Algeria	Algiers	Algerian Dinar	DZD
Argentina	Buenos Aires	Argentine Peso	ARS
Australia	Canberra	Australian Dollar	AUD
Austria	Vienna	Euro	EUR
Bahrain	Al-Manamah	Bahraini Dinar	BHD
Bolivia	La Paz	Boliviano	BOB
Brazil	Brasilia	Brazilian Real	BRL
Bulgaria	Sofia	Bulgarian Lev	BGN
Cameroon	Yaounde	CFA Franc BEAC	XAF
Canada	Ottawa	Canadian Dollar	CAD
Chile	Santiago	Chilean Peso	CLP
China	Beijing	Yuan Renminbi	CNY
Costa Rica	San Jose	Costa Rican Colon	CRC
Croatia	Zagreb	Croatian Kuna	HRK
Cuba	Havana	Cuban Peso	CUP
Cyprus	Nicosia	Euro	EUR
Czech Rep.	Prague	Czech Koruna	CZK
Denmark	Copenhagen	Danish Krone	DKK
Egypt	Cairo	Egyptian Pound	EGP
European Union	Brussels	Euro	EUR
Ghana	Accra	Ghanaian Cedi	GHS
Great Britain	London	Pound Sterling	GBP
Greece	Athens	Euro	EUR
Hong Kong	Victoria	Hong Kong Dollar	HKD
Hungary	Budapest	Hungarian Forint	HUF
Iceland	Reykjavik	Iceland Krona	ISK
India	New Delhi	Indian Rupee	INR
Indonesia	Jakarta	Indonesian Rupiah	IDR
Iran	Tehran	Iranian Rial	IRR
Iraq	Baghdad	Iraqi Dinar	IQD
Ireland	Dublin	Euro	EUR
Japan	Tokyo	Japanese Yen	JPY
Jordan	Amman	Jordanian Dinar	JOD
Kuwait	Kuwait City	Kuwaiti Dinar	KWD
Lebanon	Beirut	Lebanese Pound	LBP
Libya	Tripoli	Libyan Dinar	LYD
Malaysia	Kuala Lumpur	Malaysian Ringgit	MYR
Mali	Bamako	CFA Franc BCEAO	XOF
Mauritania	Nouakchott	Mauritanian Ouguiya	MRO
Mexico	Mexico City	Mexican Nuevo Peso	MXN
Morocco	Rabat	Moroccan Dirham	MAD
Nigeria	Lagos	Nigerian Naira	NGN
Norway	Oslo	Norwegian Krone	NOK
Oman	Muscat	Omani Rial	OMR

Paraguay	Asuncion	Paraguay Guarani	PYG
Peru	Lima	Peruvian Nuevo Sol	PEN
Philippines	Manila	Philippine Peso	PHP
Poland	Warsaw	Polish Zloty	PLN
Qatar	Doha	Qatari Rial	QAR
Romania	Bucharest	Romanian New Leu	RON
Russia	Moscow	Russian Ruble	RUB
Saudi Arabia	Riyadh	Saudi Riyal	SAR
Senegal	Dakar	CFA Franc BCEAO	XOF
Serbia	Belgrade	Dinar	RSD
Sierra Leone	Freetown	Sierra Leone Leone	SLL
Singapore	Singapore	Singapore Dollar	SGD
Somalia	Mogadishu	Somali Shilling	SOS
South Africa	Pretoria	South African Rand	ZAR
Spain	Madrid	Euro	EUR
Swaziland	Mbabane	Swaziland Lilangeni	SZL
Sweden	Stockholm	Swedish Krona	SEK
Switzerland	Bern	Swiss Franc	CHF
Syria	Damascus	Syrian Pound	SYP
Taiwan	Taipei	Taiwan Dollar	TWD
Thailand	Bangkok	Thai Baht	THB
Tunisia	Tunis	Tunisian Dollar	TND
Turkey	Ankara	Turkish Lira	TRY
USA	Washington	US Dollar	USD
Ukraine	Kiev	Ukraine Hryvnia	UAH
United Arab Emirates	Abu Dhabi	Arab Emirates Dirham	AED
Venezuela	Caracas	Venezuelan Bolivar	VEF
Vietnam	Hanoi	Vietnamese Dong	VND
Yemen	San'a	Yemeni Rial	YER

<http://www.science.co.il/international/Currency-codes.php>: المصدر

visited: 15/10/2016.