

دراسات إقتصادية

قنوات انتقال أثر السياسة النقدية  
إلى الاقتصاد الحقيقي

إعداد : د. أحمد شفيق الشاذلي



صندوق النقد العربي  
ARAB MONETARY FUND



صندوق النقد العربي  
ARAB MONETARY FUND

## قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي

إعداد

د. أحمد شفيق الشاذلي

الدائرة الاقتصادية والتقنية

## صندوق النقد العربي 2017

### حقوق الطبع محفوظة

يُعدُّ أعضاء الدائرة الاقتصادية والفنية، وأعضاء الدوائر الفنية الأخرى بصندوق النقد العربي دراسات اقتصادية، وأوراق بحثية، يصدرها الصندوق، وينشرها على موقعه الرسمي بشبكة الإنترنت. تتناول هذه الإصدارات قضايا تتعلق بالسياسات النقدية والمصرفية والمالية والتجارية وأسواق المال وانعكاساتها على الاقتصادات العربية.

الآراء الواردة في هذه الدراسات والأوراق البحثية لا تمثل بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي، وتبقى معبرة عن وجه نظر مُعد الدراسة.

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذه الدراسات أو ترجمتها أو إعادة طباعتها بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي إلا في حالات الاقتباس القصير بغرض النقد والتحليل، مع وجوب ذكر المصدر.

توجه جميع المراسلات على العنوان التالي:

الدائرة الاقتصادية والفنية

صندوق النقد العربي

ص.ب 2818، أبو ظبي - دولة الامارات العربية المتحدة

هاتف: 6171552 - 2 - 971+

فاكس: 6326454 - 2 - 971+

البريد الإلكتروني: [economic@amfad.org.ae](mailto:economic@amfad.org.ae)

Website: <http://www.amf.org.ae>

## المحتويات

رقم الصفحة	
1	■ مقدمة.....
2	■ أولاً: مفهوم وأهداف السياسة النقدية.....
3	- مفهوم السياسة النقدية.....
4	- أهداف السياسة النقدية.....
5	(أ) الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....
7	(ب) الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية.....
9	(ج) مستهدفات إعداد السياسة النقدية.....
	■ ثانياً: أدوات السياسة النقدية وقنوات انتقال أثر استخدامها إلى الاقتصاد الحقيقي.....
11	.....
12	- الأدوات المباشرة للسياسة النقدية.....
13	- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية.....
16	- قنوات انتقال السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي.....
	■ ثالثاً: العلاقة بين السياسة النقدية والسياسات الاقتصادية الأخرى.....
24	.....
33	■ رابعاً: الملامح الرئيسية للسياسات النقدية في بعض الدول العربية.....
40	■ الخلاصة والتوصيات.....
42	■ المراجع.....

## مقدمة

تُعَدُّ السياسة النقدية أحد المكونات الرئيسية لإطار السياسات الاقتصادية الكلية، الذي يتم من خلاله رسم الخطط والاستراتيجيات التي تحدد المسار الاقتصادي للدولة خلال فترة مقبلة. يأتي ضمن هذا الإطار، إلى جانب السياسة النقدية، السياسة المالية وسياسة سعر الصرف وسياسة التجارة الخارجية وغيرها من السياسات. تجدر الإشارة إلى أن بعض الدول تعتبر سياسة إدارة الدين العام بشقيه الداخلي والخارجي سياسة مستقلة، والبعض الآخر يعتبرها إحدى السياسات الفرعية للسياسة المالية. وبوجه عام، يجب ألا تعمل كل من هذه السياسات بمعزل عن الأخرى بل لابد من التنسيق بينها وتكاملها لتحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية.

تهدف السياسة النقدية، بوجه عام، إلى تحقيق الاستقرار النقدي بشقيه الداخلي والخارجي، حيث يتمثل الاستقرار النقدي الداخلي في استقرار المستوى العام للأسعار المحلية، في حين يتحقق الاستقرار النقدي الخارجي من خلال المحافظة على استقرار تحركات أسعار الصرف في حدود مقبولة. أما السياسات التجارية، فتستهدف في المقام الأول، تشجيع الصادرات وحماية الصناعات الوطنية من المنافسة الأجنبية الغير عادلة، والحد من العجز التجاري في ميزان المدفوعات. في حين تستهدف السياسة المالية تخصيص الموارد العامة بكفاءة وفعالية، بما يحقق النمو في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ويحد من مستوى البطالة، ويحقق العدالة في توزيع الدخل، ويعمل على الاستقرار في الأداء الاقتصادي الكلي من خلال استخدام أدوات النفقات العامة (الأجور، الدعم، الاستثمارات...)، ومن خلال استخدام أدوات الإيرادات العامة، وفي مقدمتها الضرائب في تمويل عجز الموازنة العامة وإدارة وترشيد هذا العجز بالتنسيق مع السياسة النقدية.

تحتل السياسة النقدية الأولوية الأولى ضمن اهتمامات واضعي السياسات الاقتصادية الكلية الرامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي. وبالرغم مما قد يبدو أحياناً من وجود تعارض بين أهداف السياسة النقدية وأهداف بعض السياسات الاقتصادية الأخرى، إلا أنه لا يمكن لسياسة ما العمل بمنأى عن السياسات الأخرى حيث تشترك جميعها في تحقيق الهدف الرئيسي الموضح سلفاً للسياسة الاقتصادية الكلية وهو تحقيق معدلات نمو عالية قابلة للاستمرار، وخلق فرص العمل المنتج والمستدام. ويعد التنسيق بين إجراءات وأدوات السياسة النقدية، وبين السياسات الاقتصادية الأخرى أمراً بالغ الأهمية لضمان فاعليتها وتحقيق أهدافها. كما تجدر الإشارة إلى الآثار المترتبة على استخدام أدوات السياسة النقدية تظهر في الاقتصاد الحقيقي من خلال التأثير الذي تحدثه على جانب الطلب سواء المحلي أو الخارجي.

تتكون الورقة من ثلاثة أجزاء: يستعرض الجزء الأول مفهوم وأهداف السياسة النقدية ومنهجيات إعدادها، ويتناول الجزء الثاني عرض وتحليل أدوات السياسة النقدية وقنوات انتقال أثر استخدامها إلى الاقتصاد الحقيقي، ويستعرض الجزء الثالث التأثيرات المتبادلة بين السياسة النقدية والسياسات الاقتصادية الأخرى، ثم تستعرض الورقة في الجزء الأخير بشكل موجز ملامح السياسات النقدية المتبعة في بعض الدول العربية.

### أولاً: مفهوم وأهداف السياسة النقدية.

على الرغم من أن التفكير والبحث المتعلق بالقواعد والإجراءات النقدية قد بدأ مع موجة التضخم التي اجتاحت كل من إسبانيا وفرنسا في القرن السادس عشر، فضلاً عن التحديات المالية التي ظهرت في نهاية القرن السابع عشر في بريطانيا، والتضارب بين النقود الورقية والمعدنية في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن بداية ظهور مصطلح السياسة النقدية كان في القرن التاسع عشر، كنتيجة لتطور الفكر الاقتصادي، وتسارع الأحداث الاقتصادية. وفي القرن العشرين أصبحت السياسة النقدية جزءاً لا يتجزأ من أطر السياسة الاقتصادية الكلية<sup>(1)</sup>.

منذ بداية القرن العشرين، برزت السياسة النقدية لتصبح في مقدمة السياسات التي يُعَوَّل عليها لتحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة ومستدامة وخلق فرص العمل المنتج، حيث ظهرت أهمية السياسة النقدية في رفع أو خفض قيمة النقود، والتي تعد بدورها وسيلة لتنشيط الإنتاج والتأثير في توزيع الدخل. عليه، فقد تم الاعتماد، منذ بداية القرن العشرين، على السياسة النقدية كأداة وحيدة لتحقيق الاستقرار والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش.

استمر هذا الوضع حتى قبل حدوث أزمة الكساد العظيم عام 1929، وما خلفته من آثار وخيمة على اقتصاديات العالم، حيث كشفت هذه الأزمة عن أوجه قصور، وعدم إمكانية الاعتماد على السياسة النقدية وحدها آنذاك للخروج من الأزمة، أو حتى الحد من انتقال تداعياتها إلى كافة القطاعات الاقتصادية<sup>(2)</sup>.

في ضوء الدروس المستفادة من الأزمات المالية الكبرى التي شهدتها الاقتصاد العالمي بداية من الأزمة المالية الآسيوية، ووصولاً إلى الأزمة المالية العالمية التي اندلعت شرارتها في أواخر عام 2008، يتضح ضرورة إعادة النظر في السياسات النقدية ومدى إمكانية توسيع مجال عملها الذي كان يقتصر على استقرار المستوى العام

(1) أ. د. رمزي زكي، 1997، "الاقتصاد السياسي للبطالة: تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة"، سلسلة عالم المعرفة، العدد 226.

(2) Kang, Joong-Hong, "Monetary and exchange rate policies in a newly industrializing economy. The Korean experience". Bank of Korea, October 1994.

للأسعار ليشمل التنسيق مع السياسات الاقتصادية الأخرى لتحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

بدأ من جديد التركيز على أهمية إعداد نماذج للاستقرار المالي ومؤشرات الإنذار المبكر للآزمات التي تُركِّز على ضرورة إجراء اختبارات التحمل (Stress Tests)، المتعلقة بتقييم مدى كفاية الموارد الذاتية للمصارف الكبرى والموجهة للإقراض، ودراسة ومتابعة الطفرات الائتمانية، والارتفاع المبالغ فيه في قيم الأصول التي كانت أحد الأسباب الرئيسية وراء غالبية الأزمات المالية التي شهدتها العالم منذ بداية التسعينيات من القرن العشرين<sup>(3)</sup>.

### ❖ مفهوم السياسة النقدية.

تعددت مفاهيم السياسة النقدية في الأدبيات الاقتصادية، فقد عرَّفها الاقتصادي (G.L Bash) على أنها " ما تقوم به السلطة النقدية من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت نقدية أو ودائع أو سندات حكومية"<sup>(4)</sup>. كما عُرِّفت السياسة النقدية بأنها "مجموعة الخطط والاستراتيجيات التي تُمكن السلطات النقدية من مراقبة عرض النقود، بما يخدم تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية"<sup>(5)</sup>. وتُعرَّف السياسة النقدية أيضاً بأنها " تلك السياسة التي تؤثر على الاقتصاد من خلال النقود". وهناك تعريف شامل للسياسة النقدية قدمه الاقتصادي (Einzig) هو: " تشمل السياسة النقدية جميع القرارات والإجراءات التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية"<sup>(6)</sup>. في ضوء التعريفات السابقة للسياسة النقدية، فإنه يلزم لوضع أي إطار للسياسة النقدية أن يتضمن مجموعة المفاهيم والمكونات التالية:

- الإجراءات والتدابير العملية التي تقوم بها السلطة النقدية، المتمثلة عادة في البنك المركزي، لمواجهة تحديات اقتصادية قائمة أو التحوط ضد وقوع تحديات محتملة.

(3) د. فؤاد حمدي بسيسو، "إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي"، بحث مقدم خلال "المؤتمر العلمي العاشر للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية تحت عنوان "الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية" بيروت -لبنان 2009.

(4) J. Pierre Patta، Monnaie, Institution Fin. et Poli. Monétaires, 4 éd, Eco., Paris, 1987.

(5) G.L Bach، "Federal Reserve policy making", (N.Y Alfred A. Knopf. 1950).

(6) inzig، M. P. : Means and Ends, Penguin Books Harmondsworth Midlesex , 1964.

- الفصل بين السياسة النقدية والنظرية النقدية، حيث تهتم النظرية النقدية بصورة أساسية بمحاولة تفسير الظواهر الاقتصادية، وتبيان طرق معالجتها، ذلك من منظور علمي مجرد، بحيث يتم وفق هذا المنظور رسم صورة نظرية لما يجب أن يكون عليه النظام الاقتصادي، في حين أن السياسة النقدية تهتم بالإجراءات العملية للتعامل مع تلك الظواهر وتوجيهها إلى ما يحقق المصالح الاقتصادية المرجوة.
- الوسائل التي تُمكن السلطات النقدية، بما يتاح لها من وسائل، من القيام بالمتابعة والرقابة المباشرة على المتغيرات النقدية، كسعر الفائدة وحجم الائتمان الممنوح، وسعر الصرف، والتعاملات في أسواق ما بين المؤسسات المالية (الإنترنتك) لضبط الممارسات التي تؤثر في عملية خلق وعرض النقود.
- الأهداف التي تعمل السياسة النقدية على تحقيقها.

#### ❖ أهداف السياسة النقدية.

تختلف أهداف السياسة النقدية من دولة لأخرى، وترتبط مستهدفاتها بدرجة التقدم الاقتصادي وهيكلية السياسات الاقتصادية الكلية، ودرجة انفتاح الاقتصاد على الاقتصادات العالمية. وعلى ذلك، تختلف مستهدفات وضع السياسات النقدية في الدول النامية، عنها في الدول المتقدمة، حيث تتميز السياسة النقدية في الدول الصناعية المتقدمة بالتركيز بصورة أكبر على تحقيق هدف استقرار الأسعار واستهداف التضخم كهدف رئيسي للسياسة النقدية. هذا في حين تتعدد أهداف السياسة النقدية المطبقة في الدول النامية، واقتصادات الأسواق الناشئة، لتشمل إلى جانب استقرار المستوى العام للأسعار، واستقرار سعر الصرف، وتحقيق درجة أكبر من التنافسية لمنتجاتها الوطنية في الأسواق العالمية، كذلك استهداف معدلات للفائدة تسهم في زيادة الاستثمارات، وغيرها من الأهداف

تتمحور أهداف السياسة النقدية بوجه عام حول هدف رئيسي هو استقرار المستوى العام للأسعار، الذي يُعَوَّل عليه في تعزيز النمو الاقتصادي والمحافظة على قيمة العملة الوطنية، بالقدر الذي يعزز الوضع الخارجي، ويدعم تنافسية الصادرات الوطنية. وفي سبيل تحقيق هذا الهدف، تسعى السلطات النقدية لتحقيق مجموعة من الأهداف التشغيلية والأهداف الوسيطة<sup>(7)</sup>.

(7) عطية عيد الواحد، 1993، "دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، التوزيع العادل للدخل في التنمية الاجتماعية، ضبط التضخم"، دار النهضة العربية، مصر.



تتمثل الأهداف الوسيطة في المجاميع النقدية، وأسعار الفائدة متوسطة وطويلة الأجل، في حين تتمثل الأهداف التشغيلية في الاحتياطات الفائضة للبنوك، وأسعار الفائدة قصيرة الأجل.

تجدر الإشارة إلى أن هناك مفهوم خاطئ بشأن أهداف السياسة النقدية أنها تسعى فقط نحو تخفيض المستوى العام للأسعار وتخفيض معدل التضخم إلى أدنى مستوى ممكن، حيث أن السياسة النقدية تسعى دائماً إلى تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار عند مستويات مقبولة وتؤثر إيجاباً على تحقيق معدل نمو مستدام. على ذلك، فهي تستهدف مستوى للتضخم قابل للاستمرار وفي الحدود التي تسهم في تحقيق النمو، فهي ليست بالضرورة تسعى إلى تخفيض المستوى العام للأسعار بقدر ما تسعى إلى استقرار المستوى المستهدف تحقيقه.

تقوم السلطات النقدية باتخاذ مجموعة من الإجراءات تُمكنها من إدارة المعروض النقدي باستخدام مجموعة من الأدوات المباشرة وغير المباشرة للسياسة النقدية من أجل تحقيق الهدف التقليدي لها المتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار. يمثل سوق الإقراض النقدي المجال الرئيسي لاستخدام تلك الأدوات، وتُمثل البنوك التجارية المتعامل الرئيسي في هذا السوق إلى جانب المؤسسات المالية الأخرى. ويتولى البنك المركزي مسؤولية التنظيم والإشراف على هذا السوق بصفته المسؤول عن إعداد وتنفيذ السياسة النقدية.

### (أ) الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

نظراً لاختلاف السياسات النقدية المطبقة من دولة لأخرى، تختلف وفق ذلك الأهداف التي ترمي السلطات النقدية لتحقيقها<sup>(8)</sup>. كما أن وجود هدف رئيسي، شبه متفق عليه، في غالبية السياسات النقدية، وهو الاستقرار في المستوى العام للأسعار يجعل الاختلاف في الأهداف النهائية يقتصر على عدد هذه الأهداف وليس على مضمونها. يأتي ضمن الأهداف النهائية الشائعة، ما يلي:

#### 1. تحقيق الاستقرار النقدي.

يأتي هدف الاستقرار النقدي في مقدمة الأهداف النهائية للسياسات النقدية، ذلك انطلاقاً من خطورة النتائج المترتبة عن عدم الاستقرار النقدي، وتأثيرها على النمو الاقتصادي بوجه عام. فمن ناحية ينتج عن ارتفاع التضخم، عن المستويات المستهدفة، في اقتصاد ما، تراجع الدخل الحقيقي للأفراد، ومن ثم تراجع الاستهلاك الذي يؤدي في المدى

(8) سهير محمود معتوق، 1987 "السياسة النقدية في التحليل الكينزي والنقدي، مجلة مصر المعاصرة، تصدر عن الجمعية المصرية للاقتصاد والتشريع والإحصاء، العددان: 407-408.

المتوسط والطويل إلى تراجع الاستثمارات ومستوى التشغيل. من ناحية أخرى، يؤدي الانكماش إلى تراجع الإنتاج وارتفاع تكلفته، بما يؤدي أيضاً إلى الدخول في نفس الحلقة متضمناً تراجع الاستثمارات والدخول والاستهلاك والنمو الاقتصادي<sup>(9)</sup>.

في هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن الآثار السلبية الناتجة عن الانكماش الاقتصادي تتطلب فترة أطول لعلاجها والعودة مرة أخرى لمعدلات الأداء الاقتصادي قبل الدخول في هذه المرحلة، ذلك مقارنة بالمدى الزمني اللازم لعلاج التحديات المترتبة عن ارتفاع مستوى التضخم عن المستوى المستهدف. كما أن قدرة السلطات النقدية على التحرك لمواجهة الآثار المترتبة عن عدم الاستقرار النقدي، تتوقف إلى حد كبير على درجة استقلالية البنوك المركزية، ومرونة سياسات سعر الصرف المتبعة.

## 2. إحداث توازن في ميزان المدفوعات.

يمكن للسلطات النقدية أن تسهم بدور في تحسين وضع ميزان المدفوعات بطريقة غير مباشرة من خلال التأثير على سعر صرف العملة المحلية وتخفيض قيمتها بالتدخل في سوق الصرف كمتعامل، وهو ما يعكس في تراجع أسعار الصادرات بالعملة الأجنبية بما يمنحها ميزة تنافسية أكبر في الأسواق العالمية، وإن كان ذلك يتطلب انتهاج الدولة لسياسة سعر صرف مرنة. أما في حالة تثبيت سعر الصرف فإن السياسة النقدية تبقى قاصرة عن استخدام هذه النافذة في تحقيق هدف توازن ميزان المدفوعات ويمكن، في هذه الحالة، استخدام السياسة المالية لإحداث هذا التوازن من خلال توجيه قدر أكبر من الاستثمارات لإحلال الواردات ودعم الصادرات، وتخفيض العجز المالي.

## 3. استيعاب الصدمات الناتجة عن التقلبات الاقتصادية.

يُعَوَّل على السياسة النقدية بشكل كبير في مواجهة تداعيات التقلبات الاقتصادية، حيث يُمكن للسياسة النقدية الاضطلاع بالدور الأكبر في تلافي الآثار السلبية لهذه التقلبات من خلال التأثير في حجم الائتمان بانتهاج سياسة ائتمانية توسعية، في أوقات الانكماش، وسياسة ائتمانية تقييدية، في أوقات الرواج التي عادة ما يصاحبها معدلات تضخم مرتفعة<sup>(10)</sup>. تأخذ التقلبات الاقتصادية عموماً الطابع الدوري، وتنقسم إلى أربعة مراحل تتمثل في: التوسع، والانكماش، والتطهير، والعودة إلى الانطلاق. وتؤثر مثل هذه التقلبات على اقتصاديات الدول، خاصة في مرحلة الانكماش حيث تنعكس على الأداء الاقتصادي ومعدلات التوظيف.

(9) أكرم نعمان الطيب، "أثر التحرر الاقتصادي على الجهاز المصرفي المصري"، رسالة مقدمة للحصول على الماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2001.

(10) د. هابل مسعود، "السياسة النقدية، الأهداف والغايات والأدوات والآثار"، مجلة المحاسب العربي.

#### 4. تحقيق النمو الاقتصادي الشامل والمستدام.

يأتي هدف تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع ومستدام في مقدمة أهداف السياسات الاقتصادية، ولا يعني ترتيب ذكره في سياق الحديث عن الأهداف، كونه أقل أهمية من الأهداف السابقة عليه، إنما لكون كافة الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية وكافة السياسات الاقتصادية الأخرى تنصهر في بوتقة واحدة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة ومستدامة<sup>(11)</sup>.

في هذا الصدد، تكون مساهمة السياسة النقدية فيما يتعلق بتحقيق هذا الهدف من خلال تحقيق معدل مرتفع للادخار والتأثير على معدل الاستثمار من خلال التوسع الائتماني. كما يمكن للسياسة النقدية رفع مستوى النمو الاقتصادي عن طريق تخفيض معدلات الفائدة مما يشجع المستثمرين على زيادة استثماراتهم بالتالي توظيف عمالة أكثر وزيادة الدخل والاستهلاك، وبما يصب في النهاية في رفع مستوى المعيشة والنمو.

#### (ب) الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية.

تتضمن مراحل تحقيق الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، متابعة تطور بعض المتغيرات النقدية التي تتميز بوجود علاقة مستقرة بينها وبين الهدف أو الأهداف النهائية، تتمثل هذه المتغيرات في الآتي:

##### 1. المجاميع النقدية.

تُمثل المجاميع النقدية مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، تعكس قدرة المتعاملين في السوق المحلية على الإنفاق، وتتضمن وسائل الدفع المتاحة لديهم. ويطلق على هذه المؤشرات المسح النقدي. يوفر المسح النقدي معلومات للسلطات النقدية تُمكنها من تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلاتها<sup>(12)</sup>.

##### 2. أسعار الفائدة متوسطة وطويلة الأجل.

تستهدف السلطات النقدية معدل فائدة "غالباً ما يكون سعر الفائدة الحقيقي"، كهدف وسيط للسياسة النقدية، يسهم في تحقيق أهدافها الرئيسية، حيث قد يؤدي

(11) د. أحمد سماحة، "دور السياسات الحكومية في تحقيق التنمية المستدامة للمستقرات الحضرية بجمهورية مصر العربية" ورقة مقدمة خلال ندوة المؤسسة العامة للإسكان والتطوير الحضري بعنوان "نظم وأنماط البناء منخفضة التكاليف في المستقرات الحضرية" عمان - الأردن 2005.

(12) البنك المركزي المصري، ملاحق النشرة الإحصائية الشهرية، العدد الرابع، 2011.

تجاهل الأخذ في الاعتبار التضخم المتوقع عند استهداف سعر الفائدة، كهدف وسيط لتحقيق الأهداف النهائية إلى إضعاف أهمية سعر الفائدة كمؤشر. وقد يكون التأثير في سعر الفائدة السائد في سوق ما بين المؤسسات المالية (الإنتربنك) هو الوسيلة الفعالة لتحقيق هذا الهدف. كما يُمكن للسلطات النقدية التأثير على أسعار الفائدة أيضاً من خلال إحداث تغييرات في أسعار الفائدة الرسمية كسعر البنك المركزي للخصم والإيداع، وأسعار عقود إعادة الشراء. تتوقف فعالية استخدام هذه الأدوات في تمكين السلطات النقدية من تحقيق سعر الفائدة الحقيقي المستهدف على درجة ديناميكية الاقتصاد، أو بمعنى آخر المدي الزمني اللازم لانتقال آثار استخدام أدوات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، وهي تختلف من دولة لأخرى بحسب مرونة السياسات الاقتصادية ودرجة التقدم الاقتصادي، واستقلالية سياسات وقرارات البنك المركزي.

تجدر الإشارة إلى أن التغييرات في سعر الفائدة لا تعكس فقط نتائج جهود السياسة النقدية، إنما تعكس أيضاً عوامل السوق، التي تؤثر عليها بعض العوامل والسياسات الأخرى. يرى علماء الاقتصاد النقديون، أن اتجاه معدل الفائدة يتوازى مع اتجاه الدورة التجارية، حيث يميل معدل الفائدة إلى الارتفاع في أوقات الرواج الاقتصادي، والعكس في أوقات الكساد، بالتالي، يصعب على البنك المركزي أن يحدد بدقة الآثار المترتبة على سياسته النقدية، من خلال مراقبة معدلات الفائدة وحدها (13).

### 3. سعر الصرف (هامش تحركات سعر الصرف).

يستخدم سعر الصرف، كهدف وسيط للسياسة النقدية، في الدول التي تتبع سياسة مرنة لسعر الصرف، حيث يُمكنها التدخل في أسواق الصرف، للحفاظ على سعر يحقق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، وعلى وجه الخصوص السياسات التجارية. أما في حالة الدول التي تربط عملتها بعملة دولة أخرى، فيكون تدخل السلطات النقدية من خلال التأثير غير المباشر على أسعار الفائدة المحلية، ذلك في حالة اختلاف أسعار الفائدة، السائدة في السوق المحلية، عنها في دولة عملة الربط، للحيلولة دون تحول حائزي الودائع بالعملة المحلية للاحتفاظ بالعملة الأجنبية للاستفادة من فروقات أسعار الفائدة (14).

(13) أسامة بشير الدباغ، وأثيل عبد الجبار الجورمد، مرجع سبق ذكره، ص: 158-167.

(14) المركز المصري للدراسات الاقتصادية " السياسة النقدية في مصر: تحديات الحاضر وأولويات المستقبل"، المنشور الدوري تحت عنوان "آراء في السياسة الاقتصادية"، ص: 63-69، يوليو 201 .

**(ت) مستهدفات السياسة النقدية (Monetary Policy Anchors)**

ترتبط السياسة النقدية التي تتبعها الدول بطبيعة هياكلها الاقتصادية ودرجة انفتاحها على العالم الخارجي، ودرجة تطور القطاع المالي والمصرفي. فتقوم بعض الدول بانتهاج سياسة نقدية قائمة على استهداف سعر الصرف، وتقوم دول أخرى بانتهاج نظام قائم على استهداف المجاميع النقدية. حالياً، تنتهج دول متعددة سياسات نقدية قائمة على استهداف التضخم. تتطلب هذه التوجهات عند تصميم السياسات النقدية، رفع كفاءة الإحصاءات النقدية، وزيادة درجة الموثوقية فيها، وهو ما يعد عاملاً أساسياً لنجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها. ونستعرض فيما يلي بمزيد من التفصيل بعض مستهدفات السياسة النقدية:

**1. استهداف سعر الصرف.**

يرتكز الإطار العام للسياسة النقدية في ظل هذه السياسات على ربط قيمة العملة المحلية بعملة دولة أخرى ذات مستوى منخفض من التضخم، وبحيث يُنْتَظَر معه أن يقترب معدل التضخم في الدولة المُطَبِّقَة للنظام لمستواه في دولة عملة الربط. يتميز هذا النظام بالبساطة والوضوح. في حين تتمثل أهم التحديات المرتبطة بتطبيق هذا النظام، في انخفاض درجة استقلالية السياسة النقدية، وضعف إمكانية استخدامها لمواجهة الصدمات المالية الداخلية غير المرتبطة بدولة عملة الربط. كذلك، لا يمنع هذا النظام انتقال الصدمات التي تواجهها دولة عملة الربط إلى الدولة المُطَبِّقَة له، كما يمكن أيضاً أن يُعْرَض الدولة المُطَبِّقَة له لحدوث تعاملات مضاربيه على عملتها، وزيادة فرص تعرضها للأزمات المالية، خاصة في حالة عدم امتلاك الدولة للاحتياطيات الكافية لمساندة العملة المحلية في مواجهة تلك المضاربات<sup>(15)</sup>.

**2. استهداف المجاميع النقدية.**

تعمل السياسة النقدية في ظل هذا النظام على استهداف متغير نقدي (مثل المعروض النقدي بمفهومه الواسع، M2)، بحيث يكون مرتبطاً بصورة قوية بمعدل التضخم المستهدف أو الدخل الإسمي، بما يعزز من قدرة السلطات النقدية على التحكم به.

يتميز هذا النظام بقدرة السلطات النقدية على تسيير السياسة النقدية بصورة تتماشى مع الاعتبارات المحلية، كما يُمكنها من تحديد معدل التضخم المستهدف بحرية. يُتيح هذا النظام أيضاً إمكانية مساءلة السلطات النقدية، إذا لم تحقق

<sup>(15)</sup> ندى مسعود، "أزمة العملات في الأسواق الناشئة وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، 2000.

الأهداف المُعلَّنة، إلا أن هذا النظام قد تواجهه بعض التحديات في حالات عدم الاستقرار أو تغير العلاقة بين الإجمالي النقدي والتضخم والناتج الإسمي، وحدث ضعف في تحكُّم السلطات النقدية في المُتغيِّر النقدي المستهدف<sup>(16)</sup>.

### 3. استهداف معدل التضخم.

في إطار هذه السياسة، تُعَلِّن السلطات النقدية عن هدف كمي للتضخم، وعن استراتيجية لتحقيق هذا الهدف. يلزم لنجاح هذه الاستراتيجية توافر درجة عالية من الشفافية، فيما يتعلق بالسياسة النقدية المُتَّبَعَة، ذلك من خلال تحسين وسائل الاتصال مع الأسواق والمتعاملين بشأن الأهداف، والخطط، والأدوات المستخدمة. كما يتطلب الأمر أيضاً، رفع درجة مساءلة السلطات النقدية بشأن تحقيقها لأهداف التضخم. يتميز نظام استهداف التضخم بالتركيز على الاعتبارات المحلية، وكيفية الاستجابة للصدمات التي قد يواجهها الاقتصاد المحلي، ووجود علاقة قوية ومستقرة بين النقود والتضخم. كما تتميز السياسات النقدية في ظل هذا التوجه بسهولة فهم المتعاملين لأهدافها (وهو ما لا يتوفر بدرجة مماثلة في ظل استهداف النقود).

تشير بعض الأدبيات الاقتصادية إلى أن هناك مفهومين لاستهداف التضخم هما: الاستهداف التام (Strict Inflation Targeting)، والمرن (Flexible Targeting Inflation). في ظل الاستهداف التام للتضخم، يكون الهدف الوحيد للبنك المركزي هو تحقيق المعدل المستهدف للتضخم<sup>(17)</sup>. في الواقع العملي، لا يوجد بنك مركزي يستهدف معدلات التضخم استهدافاً تاماً، حيث تتجه البنوك المركزية غالباً إلى الاستهداف المرن لمعدلات التضخم، بحيث يكون تحقيق استقرار الأسعار هو الهدف طويل الأجل للسياسة النقدية، مع العمل على تحقيق الاستقرار في بعض المتغيرات الحقيقية الأخرى، التي عادة ما تتمثل في الناتج وسعر الصرف الحقيقي.

فعلى سبيل المثال، يرى (Bernanke and Mishkin 1997) أن استهداف التضخم ما هو إلا شكل من أشكال حرية التصرف المُقيَّدة (Constrained Discretion)، وليس قاعدة جامدة للسياسة النقدية. تتضح أهمية استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية في أنه يعد حلاً عملياً لمشكلة الميل التضخمي

<sup>(16)</sup> Mishkin, F. S., March 1999, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", NBER Working Paper 7044.

<sup>(17)</sup> Bernd Hayo and Carsten Hefeker, "Do We Really Need Central Bank Independence? A Critical examination", University of Basel, Discussion Paper 01/0 3, March 2001.

للسياسة النقدية، ذلك من خلال تحديد هدف محدد ومعلن للتضخم يسعى البنك المركزي لتحقيقه (18).

#### 4. استهداف مثبت إسمي ضمني (Implicit Nominal Anchor).

في ظل هذا النظام، لا يتم الإفصاح عن مثبت إسمي للسياسة النقدية، لكن يعتمد على إدراك المتعاملين لاهتمام السلطات النقدية بالتحكم في التضخم في الأجل الطويل، وقيامها بتحركات مسبقة (Preemptive Strikes) ضد تهديدات الضغوط التضخمية. يتميز هذا النظام بالمرونة، وإعطاء درجة كبيرة من الحرية للسلطات النقدية في تقييمها لأهمية العوامل التي قد تؤدي لضغوط تضخمية. إلا أن هذا الأسلوب يعاني من ضعف الشفافية، بما قد يؤدي إلى حدوث تقلبات في الأسواق نتيجة لتباين توقعات المتعاملين بشأن التحركات المستقبلية للسياسة النقدية. كذلك يعاني هذا النظام من ضعف المساءلة بما قد يزيد من مخاطر انتهاج السلطات النقدية لأهداف في الأجل القصير قد لا تتفق مع هدف استقرار الأسعار في الأجل الطويل. كما أن هذا النظام يعاني من اعتماده بالدرجة الأولى على تفضيلات ومهارات ودرجة ثقة الأفراد في مراكز اتخاذ القرار في السلطة النقدية.

#### ثانياً: أدوات السياسة النقدية وقنوات انتقال أثر استخدامها إلى الاقتصاد الحقيقي.

تؤثر السياسة النقدية بصفة أساسية على الطلب الكلي في الاقتصاد من خلال قدرتها على تحديد القيمة الإسمية أو النقدية للسلع والخدمات، حيث توضح توجهات المستوى العام للأسعار التغير في القوة الشرائية للنقود عبر الزمن. وليس لأدوات السياسة النقدية وإجراءاتها تأثيراً مباشراً على جانب العرض. يناط بالبنك المركزي بصفته المسئول عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية استخدام مجموعة من الأدوات والوسائل لتحقيق أهداف السياسة النقدية الموضوعية. يمكن تقسيم الأدوات المستخدمة من جانب البنك المركزي في هذا الخصوص إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة.

تستهدف الأدوات المباشرة توجيه الائتمان الممنوح بالقطاع المصرفي لقطاعات أو لأغراض معينة، بينما تستهدف الأدوات غير المباشرة التأثير على الحجم الكلي للائتمان.

(18) Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", The Journal of Economic Perspectives, Vol.11, No.2, Spring 1997.

## ❖ الأدوات المباشرة للسياسة النقدية.

تتميز الأدوات المباشرة للسياسة النقدية بقدرتها على إحداث آثار اقتصادية على المدى القصير، وإن كان استخدامها يجب أن يكون بحذر، وخلال مدى زمني مُحدّد، وفي إطار برنامج اقتصادي واضح الأهداف، حيث أن الإفراط في استخدام هذه الأدوات، أو الاستمرار في استخدامها لأجل طويلة قد يفضي إلى آثار عكسية على الاقتصاد، من خلال التشوه الذي قد يحدث في طريقة تخصيص الموارد. تتمثل هذه الأدوات في الآتي:

### 1) تحديد سقف قطاعي للائتمان الممنوح من القطاع المصرفي.

يقصد به إصدار توجيهات من البنك المركزي بعدم تجاوز الإقراض من البنك الواحد لقطاع معين نسبة معينة، ومثال ذلك التعليمات الصادرة من البنك المركزي المصري بعدم تجاوز الائتمان الممنوح بكل بنك للنشاط العقاري نسبة 5 في المائة من إجمالي الائتمان الممنوح من هذا البنك. يأتي هذا الإجراء ضمن الإجراءات التنظيمية التي تعتمد عليها السلطات النقدية في التأثير على توزيع القروض على القطاعات ذات الأولوية في إطار الاستراتيجية التنموية المُتَّبَعَة، والحد من زيادة الائتمان الموجه لقطاعات أخرى.

تتمثل الإيجابيات المترتبة على استخدام هذه الأداة في إحداث قدر من التوازن بين القطاعات المختلفة في الحصول على الائتمان، بما يحقق أهداف السياسة الاقتصادية بخلاف تحقيق النمو، كهدف التشغيل والتنمية الاجتماعية، إضافة إلى الدور الذي تلعبه هذه الأداة في تجنب القطاع المصرفي مخاطر تركيز الائتمان في قطاع اقتصادي معين، في حالة مواجهة هذا القطاع لتحديات تسفر عن انخفاض إنتاجه، أو تغير الظروف الخارجية، كإنخفاض الطلب على صادراته من جانب الشركاء التجاريين، ناتج عن مشكلات غير متوقعة بتلك الدول. ولا يخلو استخدام هذه الأداة من الجوانب السلبية التي قد تكون في صورة إحداث تشوه قطاعي وتعطيل لآليات العرض والطلب في سوق الائتمان<sup>(19)</sup>.

### 2) فرض البنك المركزي حداً أدنى للسيولة.

بموجب هذه الأداة، يُلزم البنك المركزي البنوك المسجلة لديه الاحتفاظ بنسبة محددة من الرصيد الإجمالي للحسابات الجارية المفتوحة لديها، بالعملات المحلية

(19) د. موفق السيد حسن، "التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية مفهوم النقد والطلب عليه" مجلة جامعة دمشق - المجلد الأول - العدد الأول، 1999.



والأجنبية، يمثل حداً أدنى من السيولة لمواجهة طلبات السحب، ويسهم استخدام هذه الأداة في زيادة الثقة بالقطاع المصرفي.

### 3) قيام البنك المركزي ببعض العمليات المصرفية.

تستخدم البنوك المركزية هذا الأسلوب في البلدان التي تكون فيها أدوات السياسة النقدية محدودة الأثر، حيث تقوم البنوك المركزية ببعض الأعمال المصرفية كتقديمها القروض لبعض القطاعات الأساسية في الاقتصاد.

### 4) إصدار تعليمات مباشرة من البنك المركزي بشأن منح الائتمان.

يمكن للبنك المركزي، من خلال إصدار تعليمات تنظيمية مباشرة، التأثير على هيكلية وحجم الائتمان الممنوح من البنوك، كذلك المتعلقة بنسبة الائتمان الممنوح للعميل الواحد أو الموجهة لقطاع معين أو لمناطق معينة. لا تُمَثَل هذه التعليمات، في كل الأحيان، نوعاً من التدخل في عمل المصارف، حيث قد تتضمن أحياناً منح حوافز للبنوك التي تزاوَل عملياتها في مناطق معينة بغرض التأثير على عملية الانتشار المصرفي، أو قد تتضمن تسهيلات أخرى يقدمها البنك المركزي لتلك البنوك، لتشجيعها على منح التمويل لمشروعات تنموية محددة.

من الانتقادات الموجهة للاعتماد على الأدوات المباشرة في تنفيذ السياسة النقدية، إضعاف وتيرة التنافس بين البنوك نتيجة وضع شروط وسقوف عامة للنشاط الإقراض، وهو ما يأتي في غير صالح المؤسسات المصرفية التي تتمتع بميزة نسبية في قطاع معين، سواءً من ناحية الخبرات السابقة في التعامل مع هذا القطاع أو بما لديها من كوادر متخصصة، حيث يمثل وضع سقوف ائتمانية إهداراً لهذه الميزة، فضلاً عن ما قد يفرضي إليه الإفراط في استخدام الأدوات المباشرة للسياسة النقدية من عدم الكفاءة في تخصيص الموارد نتيجة التمييز بين القطاعات.

### ❖ الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

تعتمد هذه الأدوات على تفعيل آليات السوق للتأثير في عرض وطلب النقد، بالشكل الذي يخدم في النهاية تحقيق الأهداف الموضوعية للسياسة الاقتصادية الكلية. ومن أهم الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية ما يلي:

#### 1- عمليات السوق المفتوحة

تتمثل هذه الأداة في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، التي يقوم بها البنك المركزي في السوق النقدية للتأثير في حجم الكتلة النقدية باستخدام ما بحوزته وحوزة البنوك من أوراق مالية. يلزم لنجاح استخدام هذه النافذة في تحقيق أهداف

السياسة النقدية وجود أسواق نقدية ومالية متطورة ومُنظمة وتتمتع بقدر كبير من الديناميكية، كما يتوقف نجاحها أيضاً على حجم ومكونات محفظة الأوراق المالية لدى البنك المركزي، وحجم الطلب عليها، ودرجة تقدم وتطور سوق السندات الحكومية وأدوات الخزانة. كما يُمكن لعمليات السوق المفتوحة إعادة توجيه أسعار الفائدة والحد من انحرافها عن المستوى المستهدف لها، ذلك بطريقة غير مباشرة من خلال تأثيرها على حجم الأموال المتاحة للائتمان لدى البنوك<sup>(20)</sup>.

## 2- نسبة الاحتياطي الإلزامي

يشكل الاحتياطي الإلزامي (القانوني) نسبة من إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية تحتفظ بها في شكل رصيد سائل لدى البنك المركزي. يستهدف البنك المركزي عند تحديد هذه النسبة من جهة، تحقيق حماية للمودعين لدى تلك البنوك، ومن جهة أخرى تُمثل أحد أدواته للتأثير على حجم الائتمان الإجمالي الممنوح من القطاع المصرفي، حيث يقوم البنك المركزي بتخفيض هذه النسبة في أوقات الكساد، بما يسهم في زيادة التسهيلات الائتمانية وتنشيط المعاملات. تؤثر هذه النسبة بصورة غير مباشرة على أسعار الفائدة حيث ينعكس تخفيضها في انخفاض أسعار الفائدة على القروض الممنوحة، مع مراعاة المعايير الأخرى لمنح الائتمان، وهو ما يسهم في تخفيض تكلفة الاستثمار، بالتالي زيادة الدخل الحقيقي والاستهلاك والتشغيل. كذلك قد يلجأ البنك المركزي لرفع نسبة الاحتياطي الإلزامي في حالة ارتفاع التضخم.

كما تستخدم أداة الاحتياطي الإلزامي للتأثير على هيكلية الودائع ومكوناتها من حيث العملات (محلية – أجنبية)، أو من حيث الأجل، فيتم فرض نسبة مرتفعة على نوع من الودائع كالودائع تحت الطلب، بما ينعكس في تخفيض البنوك لأسعار الفائدة عليها لصالح نوع آخر من الودائع كالودائع لأجل، لتحقيق الاستقرار للسياسة الائتمانية لدى القطاع المصرفي. يتوقف نجاح هذه الأداة في تحقيق الأهداف المرجوة من استخدامها على درجة شموليتها لجميع أنواع الودائع، كما يتوقف نجاحها أيضاً على مدى توافر المصادر الأخرى المتاحة للبنوك للحصول على موارد نقدية كالاقتراض من مؤسسات مالية أخرى بهدف إعادة الإقراض، إضافة إلى قدرة البنك المركزي على إدارة الأرصدة النقدية المتراكمة لديه، ودورية مراجعة تلك الأرصدة تبعاً لتغيرها لدى البنوك التجارية<sup>(21)</sup>.

(20) د. محمود أبو العيون، "تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية"، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 78، فبراير 2003.

(21) أ.د. عبد الهادي عبد القادر سويفى، "السياسة النقدية في ظل الانفتاح الاقتصادي"، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، العددان 392 ص: 120-126، يوليو 1983، و 391 ص: 19 إبريل 1983.

على الرغم من أهمية أداة الاحتياطي الإلزامي كأحد أدوات السياسة النقدية، إلا أنه لا يجب أن يتم الاعتماد عليها كثيراً في التأثير على الائتمان الممنوح، حيث أن تغيير حجم الائتمان لا يرجع بالضرورة إلى تغير النسبة المحتفظ بها من الودائع لدى البنك المركزي. فقد يتاح للمصارف الحصول على موارد من مصادر أخرى لإعادة إقراضها، بالتالي فإن قدرة البنوك على منح الائتمان تتأثر بالدرجة الأكبر بحجم النشاط الاقتصادي، خاصة إذا كان هناك مؤسسات مالية غير مصرفية تتلقى الودائع وتعيد استثمارها كمؤسسات الرهن العقاري.

كما أن ارتفاع معدلات الاحتياطي الإلزامي تؤدي في بعض الأحيان إلى زيادة تكلفة الإقراض، للحفاظ على مستوى مناسب من الربحية، ذلك عندما لا تتساوى قدرات المصارف في الحصول على موارد من مصادر أخرى.

كذلك فإن نسبة الاحتياطي الإلزامي قد تؤثر سلباً على استقرار أسواق الأوراق المالية (البورصات)، من خلال لجوء البنوك في حالة رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى التخلص من ملكية بعض الأوراق المالية لتعويض نقص السيولة اللازمة لمواجهة الطلب على القروض بما يخفض من أسعار هذه الأوراق، بدون أسباب تتعلق بأداء الشركات المُصدِّرة لها.

### 3- سعر الإقراض والخصم

يُمثِّل سعر الإقراض والخصم سعر الفائدة الذي يستخدمه البنك المركزي في إطار دوره كملاد أخير، عندما يقوم بتزويد البنوك التجارية المسجلة لدى بالسيولة اللازمة مقابل خصم أوراق مالية تقدمها البنوك كضمان للبنك المركزي. وكناحية تنظيمية، يحدد البنك المركزي سعراً لهذه المعاملات يُعْلِن عنه، وهو سعر الإقراض والخصم لدى البنك المركزي.

وحيث يُعْتَبَر سعر الإقراض والخصم بمثابة تكلفة الحصول على السيولة من جانب البنوك، كما يعد محدداً استرشادياً لأسعار الفائدة المعمول بها بالقطاع المصرفي للإقراض أو للإيداع. ومن ثَمَّ يُمكن للبنك المركزي تحقيق معدل التضخم المستهدف بإحداث تغييرات في سعر الإقراض والخصم.

من المآخذ على قدرة هذه الأداة في تحقيق أهداف السياسة النقدية، أنه في البلدان التي يتمتع قطاعها المالي بحرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى الدولة، يقتصر دورها على كونها مؤشر للبنوك التجارية على توجهات السياسة النقدية، من ناحية كونها توسعية أم تقييدية. كما أنه في العديد من البلدان لا يمكن الاعتماد على سعر الخصم في المدى

الطويل، حيث يتم تغيير هذا السعر وفق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية للدولة وليس نتيجة للتحويلات في ظروف العرض والطلب النقدي<sup>(22)</sup>.

على الرغم من الانتقادات الموجهة لقدرة وفعالية بعض الأدوات في تحقيق أهداف السياسة النقدية، تظل أسعار الفائدة الرئيسية كسعر الإقراض والخصم، وأسعار اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو) من المستهدفات الرئيسية للسياسة النقدية. تتميز الاقتصادات المتقدمة بقدرة التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية على التأثير المباشر، في المدى القصير، على أسعار الأصول، الممثلة بصورة أساسية في الأوراق المالية. إلا أن طبيعة بعض الأسواق المالية وهيكلية اقتصاداتها قد تُحد من سرعة انتقال أثر استخدام تلك الأدوات على أسعار الأصول.

كما أن التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية قد لا يكون لها أثر ملموس على أسعار الصرف في بعض الدول، خاصة تلك التي تنتهج سياسة تثبيت عملاتها مقابل عملة دولة أخرى، أو تقوم بشكل دائم بالتدخل في أسواق الصرف للحفاظ عليه عند مستوى يحقق أهداف ميزان المدفوعات. توسعت البنوك المركزية في استخدام الأدوات المباشرة للتحكم في المعروض النقدي في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2008)، ذلك للحد من تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي والحيولة دون انهيار القطاع المصرفي في العديد من الدول. كان في مقدمة هذه الأدوات، عمليات السوق المفتوحة، ( Open Market Operations-OMOs)، ونسبة الاحتياطي الإلزامي.

#### ❖ قنوات انتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي، وآليات تأثيرها.

تأتي السياسة النقدية في مقدمة السياسات المستخدمة للتأثير على توجهات الاقتصاد الحقيقي خلال الفترة منذ بداية ثمانينات القرن العشرين، حيث تم التعويل عليها كثيراً لتحقيق النمو المستدام من خلال التركيز على تحقيق الهدف الرئيس للسياسة النقدية وهو استقرار الأسعار. في هذا السياق، لم يقتصر الاهتمام على رسم السياسة النقدية بل امتد ليشمل التأكيد على كفاءة وفعالية إدارة السلطات النقدية لها، من خلال الفهم الكامل للقنوات التي تؤثر من خلالها على المتغيرات الاقتصادية المختلفة<sup>(23)</sup>.

على الرغم من الاختلاف بين المهتمين بالسياسة النقدية حول هذه القنوات وفعالية كل منها، إلا أنه يوجد شبه اتفاق حول خمس قنوات رئيسية تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد، Monetary Policy Transmission

(22) د. عبد الحميد القاضي، "السياسات النقدية والائتمانية كأداة للتنمية الاقتصادي"، مجلة مصر المعاصرة، العدد 355، يناير 1974.

(23) أحمد عبد الحافظ عبد الوهاب، "دور السياسة النقدية في التأثير على هيكل الائتمان في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي" رسالة ماجستير كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة عين شمس 2001.

(Mechanism)، وإن اختلفت كل من هذه القنوات فيما يتعلق بالمدى الزمني لانتقال آثار السياسة النقدية من خلالها، إلا أنها تتفق في قدرتها على التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية. تتمثل القنوات الخمس لانتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد في الآتي:

(1) قناة أسعار فائدة السوق (Market Interest Rate)

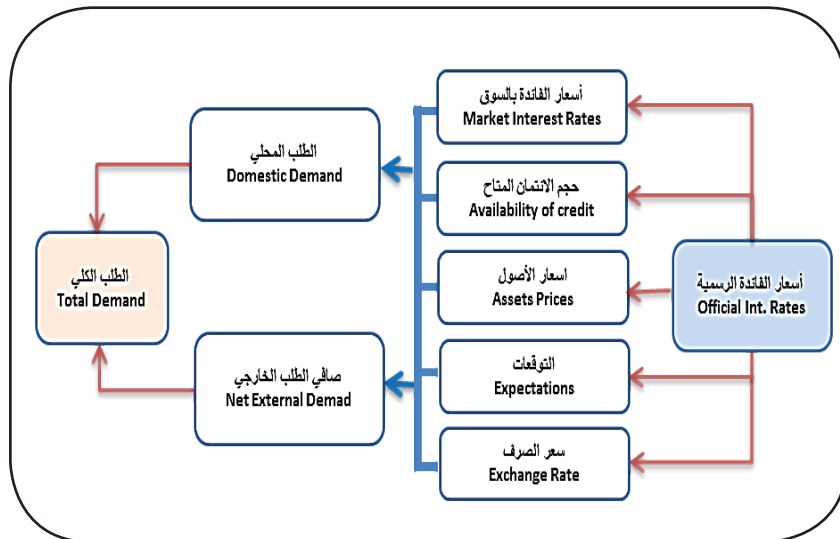
(2) قناة توفر الائتمان (Credit Availability Channel)

(3) قناة أسعار الأصول (Asset Prices Channel)

(4) قناة سعر الصرف (Exchange Rate Channel)

(5) قناة التوقعات (Expectation Channel)

شكل (1): آلية انتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي



المصدر: Bank of England, "The transmission of Monetary Policy", p43, 2006

## (1) قناة أسعار الفائدة بالسوق (Market Interest Rates)

تأتي أهمية هذه القناة من خلال قدرتها في التأثير المباشر على الاقتصاد الحقيقي، وخلال مدى زمني قصير نسبياً، حيث أن تخفيض أسعار الفائدة، عند إتباع سياسة نقدية توسعية، لمواجهة زيادة المعروض النقدي، يؤدي بدوره إلى تخفيض تكلفة رأس المال، مما ينتج عنه زيادة في كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري من ناحية، وزيادة الطلب الكلي والنتاج من ناحية أخرى، وذلك هو ما توضحه العلاقة التالية<sup>(24)</sup>:



حيث: تشير اتجاهات الأسهم إلى: ارتفاع ↑ انخفاض ↓ ينتج عنه →

M: المعروض النقدي      i: سعر الفائدة      I: الاستثمار أو التكوين الرأسمالي

C: الاستهلاك      Yd: الطلب الكلي      π : مستوى التضخم

في المقابل، فإن انتهاج السلطات النقدية لسياسة نقدية تقييدية، ذلك برفع أسعار الفائدة، يترتب عليه في غالب الأمر، إجماع الأفراد عن الاستهلاك، والعمل على زيادة مدخراتهم للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة وتأجيل استهلاكهم إلى المستقبل وهو ما يعرف بأثر الإحلال (Substitution effect)<sup>(25)</sup>. من السمات الهامة لهذه القناة التأكيد على أن أسعار الفائدة الحقيقية، وليست الإسمية، هي التي تؤثر بشكل كبير على قرارات المستهلكين والمستثمرين. كما تؤكد هذه القناة على أن الأثر الأكبر على الإنفاق يكون لأسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل.

<sup>(24)</sup> البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي، قناة سعر الصرف ودورها في نقل أثر السياسة النقدية" سلسلة مفاهيم مالية، العدد الثاني.

<sup>(25)</sup> Peter Van Els, Alberto Locarno, Julian Morgan and Jean-Pierre Villetelle, Monetary Policy Transmission In The Euro Area: What Do Aggregate And National Structural Models Tell Us?, European Central Bank, working paper No. 94, December 2001.

## (2) قناة توفر الائتمان (Credit Availability Channel)

تأتي أهمية هذه القناة في نقل آثار السياسة النقدية للاقتصاد من خلال العلاقة الوطيدة بين حجم الائتمان والإنفاق الكلي. تتوقف كفاءة وفعالية انتقال أثر السياسة النقدية من خلال قناة توفر الائتمان للاقتصاد على آلية عمل أسواق الائتمان، ومدى توفر الائتمان المصرفي، والمراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة، حيث يرتبط توفر الائتمان المصرفي باتباع سياسة نقدية توسعية، يترتب عليها زيادة حجم الاحتياطيات والودائع لدى البنوك، مما يُمكّن من زيادة الإقراض المصرفي، وينتج عن ذلك زيادة الإنفاق الاستثمائي، بالتالي زيادة الدخل وارتفاع الإنفاق الاستهلاكي، وهو ما ينعكس في زيادة الناتج الإجمالي. يكون التأثير الأكبر في هذه الحالة على المشروعات الصغيرة التي غالباً لا يتوفر لها مصادر أخرى للتمويل بخلاف الائتمان المصرفي، وهذا هو ما توضحه العلاقة التالية<sup>(26)</sup>:



بالنسبة للسياسة النقدية التوسعية، التي تتضمن إجراء تخفيضات في أسعار الفائدة الرئيسية، فيمكنها التأثير على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة، بالتالي زيادة أسعار الأوراق المالية المصدرة منها، ومن ثمّ زيادة صافي ثروتها، بما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثمائي، فيزيد الطلب الكلي والناتج<sup>(27)</sup>. في الوقت نفسه، تؤدي هذه السياسة التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة الإسمية، مما يزيد من التدفقات النقدية للشركات، فتحسن مراكزها المالية. ويلاحظ أن تراجع أسعار الفائدة الإسمية قد يؤثر سلباً على مدخرات القطاع العائلي.

## (3) قناة أسعار الأصول (Asset Prices Channel)

يقصد بالأصول هنا الأوراق المالية بحوزة القطاع المصرفي والمؤسسات المالية الأخرى، ويمكن لأسعار الأوراق المالية أن تنقل تأثير السياسة النقدية من خلال قناتين فرعيتين تتمثلان في قناة السندات، والاستهلاك.

<sup>(26)</sup> Ben Bernanke and Mark Goertley, inside the black box: The Credit Channel of Monetary Transmission, national bureau of economic research (NBER), WP No.5146, June 1995.

<sup>(27)</sup> شريف فهمي محمد شبانة، قنوات انتقال وآليات تأثير السياسة النقدية" كلية التجارة - قسم الاقتصاد، 2001.

بالنسبة للسندات، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى تراجع أسعار الفائدة الحقيقية للسندات، ما يجعلها أقل جاذبية مقارنة بالأسهم. ينتج عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات (ep) مقارنة بتكلفة رأس المال، مما يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة ومن ثم زيادة حجم الأسهم (eq)، واستخدام العائد المحقق في زيادة الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات بوجه عام، وانعكاس ذلك في زيادة حجم الطلب الكلي ومن ثم ارتفاع مستوى الأسعار (28). وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$\uparrow M \rightarrow \downarrow i \rightarrow \uparrow ep \rightarrow \uparrow eq \rightarrow \uparrow I \rightarrow \uparrow Yd \rightarrow \uparrow \pi$$

تتمثل القناة الفرعية الأخرى لقناة أسعار الأصول في قناة الثروة والاستهلاك، حيث ينتقل أثر السياسة النقدية للاقتصاد بالتأثير على الاستهلاك من خلال التأثير على مستوى الدخل الدائم للفرد. يشمل هذا الدخل رأس المال الحقيقي، إلى جانب الثروة المالية، التي تُمثّل الأسهم أحد أكبر مكوناتها. وحيث يسهم ارتفاع أسعار الأسهم (ep) من قيمة الثروة (W)، مما يحفز على زيادة مستويات الاستهلاك (C)، والطلب الكلي (Yd)، ومن ثم ترتفع الأسعار (π). تجدر الإشارة إلى أن التعريف الشامل للثروة وأثرها، يتسع ليشمل الأراضي والعقارات، ويمكن توضيح مسار انتقال آثار السياسة النقدية في التأثير على معدل التضخم من منظور أثر التغيرات في أسعار الأصول من خلال العلاقة التالية:

$$\uparrow M \rightarrow \downarrow i \rightarrow \uparrow ep \rightarrow \uparrow w \rightarrow \uparrow C \rightarrow \uparrow Yd \rightarrow \uparrow \pi$$

#### (4) قناة سعر الصرف (Exchange Rate Channel)

تعتبر قناة سعر الصرف إحدى أهم القنوات التي ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية، خاصة في الاقتصادات التي تتسم بدرجة كبيرة من الانفتاح على

(28) Frederic S. Mishkin, "The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy", National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617, Dec. 2001, pp 1-5, <http://www.nber.org>.



الأسواق الخارجية. تزيد أهمية هذه القناة في الدول التي تتسم أسعار الفائدة فيها بعدم المرونة، حيث يلعب اختلاف أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة على العملات الدولية الرئيسية دوراً رئيسياً في تحول المدخرين إلى حيازة العملات ذات العائد الأعلى، التي تتسم أسعار صرفها بالثبات النسبي والقابلية للتحويل. يختلف المدى الزمني لانتقال آثار تغيرات سعر الصرف وحجمها على الناتج والتضخم من دولة لأخرى، حسب درجة الانفتاح على العالم الخارجي، ودرجة تحرر القطاع المالي بها.

كما يُعدُّ سعر الصرف أحد أدوات السياسة النقدية للتحكم في المستوى العام للأسعار في الدول المستوردة الصافية، إلا أنها قد تلعب دوراً في انتقال التحديات، التي قد تنشأ في الدول الشركاء الرئيسيين في التجارة، إلى الاقتصاد المحلي، وهو ما يعرف بالتضخم المستورد.

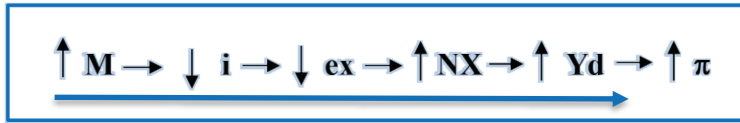
بناءً على ذلك، يجب على السلطات النقدية، عند اعتمادها على قناة سعر الصرف، الانتباه إلى مستوى التضخم لدى الشركاء التجاريين الرئيسيين. وحتى في الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت فإنها ليست بمنأى عن مواجهة صعوبات، لأنه في النهاية سوف يقع عبء التضخم المستورد على عاتق الدولة وميزان المدفوعات على وجه الخصوص. يعمل سعر الصرف على نقل تأثير السياسة النقدية من خلال قناتين من القنوات الفرعية، هما قناة الطلب والعرض الكليين، وقناة التضخم<sup>(29)</sup>.

ينتقل أثر السياسة النقدية من خلال هاتين القناتين بصورة غير مباشرة للاقتصاد الحقيقي، إذ تؤثر تحركات سعر الصرف على الطلب والعرض الكليين، مما يؤثر بدوره على معدل التضخم بصورة غير مباشرة، ففي حالة إتباع سياسة نقدية توسعية، تنخفض أسعار الفائدة المحلية الحقيقية، مما ينعكس في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى خارج الدولة، ويصاحب ذلك أن تصبح الودائع بالعملات المحلية أقل جذاباً من مثيلاتها بالعملات الأجنبية، فيزيد الحجم النسبي للأخيرة بالنسبة إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي. يترتب على هذين الأثرين انخفاض سعر الصرف، الذي يؤثر بدوره على الاقتصاد عن طريق أثر الأسعار، والأثر على المراكز المالية. لذلك تُعرَّف هاتان القناتان باسم "أثر الانتشار غير المباشر – Indirect Pass Through Effect".

(29) The Transmission Mechanism of Monetary Policy, The Monetary Policy Committee, Bank of England, pp 4-6, www.bankofengland.co.uk

كما يؤدي التراجع في قيمة العملة إلى انخفاض أسعار الصادرات، وزيادة أسعار الواردات، وبالتالي نمو قيمة الصادرات من ناحية، وزيادة كل من الطلب الكلي والناتج من ناحية أخرى. بالنسبة لجانب العرض، فيؤدي انخفاض سعر الصرف إلى زيادة أسعار المدخلات المستوردة، مما يدفع المشروعات إلى زيادة أسعار السلع المحلية، وإن كان ذلك قد يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم في حالة عدم تغير مستوى العرض الكلي.

تحتل قناة سعر الصرف أهمية خاصة في حالة الاقتصادات الصغيرة النامية، التي تعتمد بشكل كبير على المدخلات المستوردة، وكما يتضح من العلاقة التالية، فمع انتهاء البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية، عن طريق زيادة المعروض النقدي (M)، تنخفض أسعار الفائدة في السوق (i)، نتيجة تفاعل آليات العرض والطلب على الائتمان، كما يؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية (ex) لتراجع حافز حيازة العملة الوطنية والتخلي عن حيازة العملة الأجنبية، مما ينعكس في زيادة قيمة صافي الصادرات، حيث تصبح الصادرات في تلك الحالة أكثر تنافسية في السوق العالمي، في حين ترتفع تكلفة الواردات، مما يُجِدُّ من الطلب عليها، من ثمَّ زيادة صافي الصادرات (NX)، وتساعد الطلب الكلي (Yd)، وارتفاع الأسعار (π).



كذلك، تؤثر التغيرات في سعر الصرف على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية "Balance Sheet Effect". ففي العديد من الدول، تتضمن المحافظ المالية للأفراد والشركات التزامات بالعملات الأجنبية، وإذا لم يكن لهذه المديونيات مقابل من الأصول بالعملات الأجنبية، فإن تغيرات سعر الصرف تؤثر على صافي الثروة، وعلى نسب الديون إلى الأصول، مما يؤدي إلى بعض التغيرات في الإنفاق والاقتراض. كما قد يسفر انخفاض سعر الصرف عن عدم استقرار المراكز المالية لهذه الوحدات، مما ينتج عنه انكماش في الطلب الكلي. من جهة أخرى، فإن سعر الصرف يؤثر في التضخم بصورة مباشرة، عن طريق ما يعرف باسم "أثر الانتقال المباشر Direct Pass Through Effect"، حيث تؤثر تغيرات سعر الصرف على التضخم مباشرة عن طريق زيادة أسعار الواردات<sup>(30)</sup>.

<sup>(30)</sup>Jan Przystupa, The Exchange Rate In The Monetary Transmission Mechanism, Bureau of Macroeconomic Research, National Bank of Poland, WP, P6.

تجدر الإشارة، إلى أن الآلية السابقة تعمل في ظل نظام سعر صرف مرن. أما في إطار نظام سعر الصرف الثابت، أو المدار بواسطة السلطة النقدية، فإن فعالية السياسة النقدية تقل، وإن كانت لا تتلاشى تماماً، حيث أن السياسة النقدية يمكن أن تؤثر، حتى في حالة ثبات سعر الصرف الإسمي، على سعر الصرف الحقيقي، من خلال تأثيرها على المستوى العام للأسعار. مما سبق، يمكن أن نخلص إلى أن قناة سعر الصرف تكون أكثر فعالية في ظل نظم سعر الصرف المرن. وقد أصبح هناك اتفاق في الأدبيات الاقتصادية على أن الاقتصاد المفتوح، الذي يسمح بقدر كبير من المرونة في تحركات رؤوس الأموال، يحتاج لإتباع سعر صرف مرن نسبياً.

### (5) قناة التوقعات (Expectation Channel)

تُمثل التوقعات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، وتوجهات سياسة البنك المركزي أهمية بالغة في نجاح الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية في تحقيق الأهداف المرجوة منها. في هذا الصدد، تتضمن هذه القناة إعداد ونشر مجموعة من التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن أن تؤثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة على المستوى العام للأسعار ومن ثم على مستقبل النمو الاقتصادي بوجه عام. من الجدير بالذكر، أن التحديد الواضح والمُعْلَن لأسلوب عمل السلطات النقدية، وعدم الاعتماد على الوسائل الضمنية غير المعلنة، إضافة إلى التحديد الواضح لمواعيد الاجتماعات الدورية للسلطات النقدية، وتوقيت نشر التقارير عن نتائج هذه الاجتماعات، يسهم بشكل كبير في تحقيق أهداف السياسة النقدية<sup>(31)</sup>.

يتوقف نجاح هذه القناة في نقل آثار السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي، بالقدر والمدي الزمني المناسبين، على مدى دقة البيانات الصادرة عن البنك المركزي، حيث أنه إذا حظيت التقارير الناتجة عن اجتماعات السلطات النقدية بقدر كبير من الدقة، فإن ذلك يعد أمراً هاماً في نجاح استخدام قناة التوقعات لضمان نقل آثار السياسة النقدية للاقتصاد، وتعزيز قدرتها على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وبما ينعكس إيجابياً في تحقيق النمو الاقتصادي.

(31) Gordon H. Sellon, "Expectations and the monetary policy transmission mechanism", Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, fourth quarter, 2004.

### ثالثاً: العلاقة بين السياسة النقدية والسياسات الاقتصادية الأخرى

ترتبط السياسات المكونة للسياسة الاقتصادية الكلية بعلاقات تبادلية حيث تُعزز بعضها بعضاً، في معظم الحالات، لتحقيق الهدف الرئيس للسياسة الاقتصادية، المتمثل في تحقيق النمو الاقتصادي الشامل والمستدام من خلال الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، والتوصل إلى مستوى التشغيل الكامل. في هذا الإطار، تؤثر سلامة النظام المالي وكفاءة السياسة النقدية في درجة كفاءة إدارة السياسة المالية، ذلك على الرغم من اختلاف المسؤوليات والأهداف وآليات تنفيذ كل من السياستين.

لا يمكن للسياسة النقدية أن تمارس دورها في الحفاظ على مستويات ملائمة من التضخم بشكل منفرد، فمن الضروري أن تعمل السياسة المالية على مساندة<sup>(32)</sup>، حيث تُسهّم السياسة المالية بشكلٍ كبير، بالتنسيق مع السياسات الاقتصادية الأخرى، في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة، من خلال توظيف أدواتها الرئيسية المتمثلة في إيرادات الموازنة من الضرائب والرسوم، وما في حكمها، فضلاً عن الإيرادات غير الضريبية، كذلك من خلال الأدوات المتعلقة ببند النفقات العامة بشقيها الجاري والاستثماري<sup>(33)</sup>، وهو ما ينعكس، في غالبية الأحيان، في المستوى العام للأسعار.

#### - دور السياستين المالية والنقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية

على الرغم من اختلاف السياسة النقدية عن السياسة المالية من ناحية الإجراءات والأدوات المستخدمة لتحقيق الأهداف الخاصة بكل منهما، فإن هناك مجموعة من الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية ترتبط، إلى حد كبير، ببرنامج الحكومة كذلك التي يتم اتخاذها للتأثير في حجم وتكلفة الأموال التي يقدمها النظام المصرفي للقطاعين العام والخاص، ذلك من خلال تغيير حجم الاحتياطي الإلزامي بالبنوك التجارية أو بواسطة تغيير معدل إعادة الخصم، وإجراء عمليات السوق المفتوحة. كما ينعكس التغيير في عجز الموازنة في تغيير حجم السندات الحكومية المصدرة لأغراض تمويل العجز المالي<sup>(34)</sup>.

كما يتضح الأثر المالي للسياسة النقدية، من خلال قدرتها على التأثير في القيمة الحقيقية للدين المستحق على الحكومة، عبر تأثيرها على المستوى العام

(32) محمد فتحي محمد، "دور الحكومة في التعامل مع أزمة السيولة والركود"، المؤتمر السنوي الخامس لإدارة الأزمات والكوارث، وحدة بحوث الأزمات، جامعة عين شمس، 2000.

(33) أ.د. عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات المالية العامة"، السلسلة الاقتصادية الحديثة، الناشر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010.

(34) Michael Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability", NBER Working Paper No. 8072, 2001.

لأسعار، حيث قد يؤدي توجه السياسة النقدية نحو تخفيض معدل التضخم إلى آثار مالية غير مرجوة، قد تتمثل في ارتفاع كلفة اقتراض الحكومة من القطاع المصرفي لسد عجز الموازنة، ما يستدعي توفير مصادر أخرى للتمويل لمواجهة أعباء خدمة الدين المرتفعة، التي قد تكون في صورة إصدار سندات مرتبطة بمؤشر الرقم القياسي للأسعار (Index-Linked Bonds)، وإسناد مهمة إصدار تلك السندات إلى البنك المركزي بشرط تمتعه بقدر كبير من الاستقلالية، وتمتع السياسة النقدية المتبعة بدرجة عالية من المصداقية<sup>(35)</sup>.

### - نقاط الالتقاء والاختلاف بين السياستين المالية والنقدية

تتميز الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية بالمرونة، وبالسرعة النسبية في انتقال آثارها إلى الاقتصاد الحقيقي، حيث يُمكن تعديلها في وقت قصير، مثل إحداث التغييرات في أسعار الفائدة أو الخصم أو نسبة الاحتياطي النقدي القانوني.

أما الإجراءات المتعلقة بالسياسة المالية فعادة ما تتطلب مدى زمني أطول نسبياً لتحقيق الغرض من اتخاذها، علاوة على المدى الزمني اللازم لاتخاذها من الأساس، حيث يتطلب عدد منها موافقة السلطات التشريعية<sup>(36)</sup>.

ترجع زيادة المدى الزمني لانتقال آثار السياسة المالية للاقتصاد الحقيقي إلى سببين، يرتبط الأول بكون السياسة المالية يتم ترجمتها في صورة الموازنة العامة للدولة، التي يتطلب اعتمادها الحصول على موافقات تشريعية وقانونية. بالتالي، فإن أي تغيير في هذه السياسة يكون عبر المراحل التي مرت بها الموازنة الأصلية، وهو ما يجعلها أكثر بطئاً من السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد الحقيقي. مع ذلك، فمن الإيجابيات التي تميزها عن السياسة النقدية، اتساع نطاق عملها لتشمل كافة القطاعات الاقتصادية، في حين ينحصر نطاق عمل السياسة النقدية في القطاع المصرفي والمالي<sup>(37)</sup>.

<sup>(35)</sup> Hugo Frey Jensen, "The Central Bank's Role in Debt and Reserve Management: The Danish Experience" in "Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems", IMF Institute and Monetary and Fiscal systems Department, 2003.

<sup>(36)</sup> صندوق النقد الدولي، "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ"، سبتمبر 1999.

<sup>(37)</sup> Mervyn, King, "Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline", in "Budget Deficit and Debt : Issues and Options", Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995.

كما أن تحقيق مزيد من الانضباط المالي يسهم في الحد من عجز الموازنة، ومن ثم تراجع نمو حجم السندات الحكومية ذات العائد، إضافة إلى تراجع صافي الائتمان المحلي. عليه، فإن مدى قدرة الحكومة على النفاذ إلى أسواق الائتمان لتمويل عجز الموازنة يؤثر بدرجة كبيرة على عملية خلق النقود وبالتالي على إمكانية تحقيق الهدف الرئيسي للسياسة النقدية وهو استقرار المستوى العام للأسعار<sup>(38)</sup>.

على الرغم من أن أهداف السياسة النقدية غالباً ما تتمحور حول توجيه المستوى العام للأسعار نحو مستوى التضخم المستهدف، لتحقيق الإستقرار المالي الذي يدعم الأداء الاقتصادي الكلي، فقد يكون لإجراءات السياسة النقدية أثراً توسعياً في المدى القصير<sup>(39)</sup>. أما بالنسبة لتأثير السياسة النقدية على السياسة المالية، فقد يترتب على السياسة النقدية التقييدية معدلات مرتفعة لأسعار الفائدة الإسمية قصيرة الأجل، التي تؤثر بدورها على المعدلات متوسطة وطويلة الأجل، لذا فإن أعباء خدمة حجم ثابت من الدين العام سترتفع، وقد تؤدي تلك التكاليف إلى ارتفاع عجز الموازنة العامة للدولة. بالتالي، فإن على البنك المركزي أن ينظر بعين الاعتبار لأثر القرارات التي يتخذها للحفاظ على التضخم ضمن المستويات المستهدفة على أسعار الفائدة<sup>(40)</sup>.

في المقابل، تشير نسب العجز والدين المنخفضة إلى توقعات أن المالية العامة قابلة للاستمرار، وتبث الثقة في سياسات الإنفاق، والنظم والمعدلات الضريبية، وهو ما يسهم في تعزيز توقعات النمو الاقتصادي، ويخلق بيئة داعمة للإدخار في الأجل الطويل ولقرارات الاستثمار في الأجل المختلفة. وعلى العكس، إذا ما كانت إيرادات الحكومة، خلال فترة زمنية طويلة، أقل بكثير من إجمالي الإنفاق العام، فإن ذلك يترتب عليه اختلالات اقتصادية، تؤدي إلى تراجع النمو بسبب توقعات القطاع الخاص أن الوضع المالي غير قابل للاستمرار، بالتالي يُخَفِّض من استثماراته، خاصة الاستثمار الرأسمالي الثابت، الذي يعتبر حساساً للزيادات الضريبية، نتيجة حالة عدم التيقن بشأن التغيرات الضريبية المستقبلية، بالتالي الهيكل الضريبي<sup>(41)</sup>.

(38) Goodhart, Charles A.E., Pojanart Sunirand, and Dimitrios P. Tsomocos. (2004a). "A Model to Analyze Financial Fragility: Applications." Journal of Financial Stability.

(39) Momi Dahan, "The Fiscal Effects of Monetary Policy", International Monetary Fund, Working Paper.

(40) Domenech, R.; Taguas, D. and Varela, I. (2000). "The Effects of Budget Deficit on National Saving in the OECD", Economics Letters, 69 (3).

(41) Tanzi, V. (2004). "The Economic Role of the State in the XXI Century", mimeo, paper prepared for presentation at a seminar at Politeia, London.

## - العلاقة بين السياسة المالية والتضخم

ترتكز العلاقة بين السياسة المالية والمستوى العام للأسعار على كون التضخم مُحدِّداً رئيسياً لحجم المديونية العامة، وبالأخص حجم الجزء المحلي الذي يرتبط بعلاقة طردية مع معدل التضخم نظراً لتأثيره المباشر على بندي الدعم والمصرفيات الاجتماعية الأخرى، واللذين يشكلان جزءاً كبيراً من المصرفيات العامة في غالبية الاقتصادات الناشئة. ففي حالة ارتفاع نسبة التضخم يزداد قيمة هذين البندين، مما ينعكس في زيادة عجز الموازنة، في الأجلين المتوسط والطويل<sup>(42)</sup>. يتزامن ظهور الآثار التضخمية لعجز الموازنة مع عدم وجود أسواق مالية فعالة وكفوة، وضعف النظام الضريبي، وهو ما قد يدفع الحكومة إلى الاعتماد على مصادر تضخمية لتمويل العجز المالي كالاقتراض من البنك المركزي، مما يفاقم من الضغوط التضخمية، وانعكاساتها السلبية على الاستثمار والتشغيل.

## - سبل الموائمة بين السياستين النقدية والمالية

يُعنى بالموائمة بين السياستين المالية والنقدية، مجموعة القرارات والإجراءات والتدابير التي يقوم بها القائمين على إعداد وتنفيذ كل منهما، التي لا تُؤثر بصورة مباشرة على السياسة الأخرى<sup>(43)</sup>.

تعد مشاركة السلطات النقدية والمالية معاً في مرحلتها تحديد الأهداف والاستراتيجيات المتعلقة بتحقيقهما، من المحددات الرئيسية التي تحكم عملية التنسيق، وتسهم في نجاح كل من السياستين في تحقيق الأهداف المرجوة منهما.

كما تشير بعض الأدبيات الاقتصادية إلى مفهوم آخر للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، حيث ترى إحداها أن هذا التنسيق يتمثل في الآلية التي يتم من خلالها التشاور بين البنك المركزي والحكومة، لتحقيق أفضل النتائج المرجوة من كليهما، وخلق الإطار الملائم لتنفيذ ورفع كفاءة أداء كلتا السلطتين<sup>(44)</sup>. كما تشير دراسة

(42) Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", International Monetary Fund, Working Paper. No.25, March 1998.

(43) Iain Begg, "Running Economic and Monetary Union: The Challenges of Policy Co-ordination" in "Europe: Government and Money", the Federal Trust for Education and Research, 2002.

(44) Pawel Marszalek, "Coordination of Monetary and Fiscal Policy", The Poznan University of Economics, Volume 3, Number 2, 2003.

أخرى إلى ضرورة أن يُنظر إلى قضية التنسيق، باعتبارها علاقة بين سلطتين مستقلتين وليست كعلاقة بين سلطتين تعتمد كلٌّ منهما على الأخرى<sup>(45)</sup>.

تقوم السياسات المالية والنقدية معاً، بدور هام في خلق مناخ اقتصادي مستقر، وتحقيق معدلات مستدامة من النمو الاقتصادي تتناسب مع القدرات الإنتاجية المتاحة، والحفاظ في نفس الوقت على معدلات التضخم في حدود المعدلات المستهدفة. كذلك، ترمي هاتين السياستين بصورة عامة إلى التقليل من الآثار السلبية، التي قد تنشأ جراء التذبذبات والتقلبات الاقتصادية المختلفة، أو ما يسمى بتقلبات الدورة الاقتصادية<sup>(46)</sup>.

قد تسعى السلطات النقدية لاتباع سياسات توسعية بغرض رفع معدلات النمو وحفز النشاط الاقتصادي إذا كان مستوى الناتج أقل من المستوى التقديري المطلوب تحقيقه (مستوي الناتج الذي يمكن الحصول عليه بالتشغيل الكامل لكل عوامل الإنتاج)، ودون توليد ضغوط تضخمية، بينما تنتهج سياسات انكماشية إذا كان الطلب الكلي عالياً للدرجة التي تنذر بضغوطات تضخمية مُضِرّه بالنمو الاقتصادي.

وفق ما سبق، يتضح أن الاعتماد كُلياً على إحدى السياستين في تحقيق الإستقرار الاقتصادي يعد أمراً غير قابل للتنفيذ، ولابد من إحداث نوع من التنسيق بين السياستين في مجال اتخاذ القرارات والإجراءات لتحقيق الهدف الرئيسي للسياسة الاقتصادية الكلية وهو تحقيق نمو اقتصادي شامل ومستدام، يسهم في خلق فرص العمل المنتج.

#### - سياسة سعر الصرف كمحدد لنجاح الموائمة بين السياستين المالية والنقدية

تتراجع فعالية السياسة النقدية لصالح السياسة المالية في ظل نظم أسعار الصرف المثبتة، حيث تنصب الإجراءات والترتيبات الخاصة بالسياسة النقدية نحو الحفاظ على سعر الصرف في الإطار المستهدف له، وهو ما قد يقلص بدوره من قدرة البنك المركزي على استخدام أدوات السياسة النقدية لمواجهة التداعيات المحتملة للصدمات الخارجية. وفي ظل اتباع نظام سعر الصرف الثابت، فإن الاقتصادات الصغيرة المنفتحة على العالم الخارجي، التي تتمتع بحرية انتقال رؤوس الأموال،

(45) Herman Bennett and Norman Loayza, "Policy Biases When the Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives", Central Bank of Chile, Working Paper No. 66, March 2000.

(46) د. أحمد أبو بكر علي بدوي "الحوافز المالية والنقدية في الدول العربية إبان الأزمة المالية العالمية ومآلاتها على جهود الإصلاح المالي" أوراق بحثية صادرة عن صندوق النقد العربي، 2011.



وجود حجم كبير من السلع القابلة للتبادل التجاري، فإن السياسة المالية في هذه الحالة تتسم بكونها أكثر فعالية في التأثير على الطلب الكلي (47).

أما في ظل نظم أسعار الصرف المرنة، فإنه يتم الاعتماد بصورة أساسية على السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية، ذلك مروراً باستقرار المستوى العام للأسعار ووصولاً إلى تحقيق النمو الاقتصادي ومستوى التشغيل المستهدف، حيث تكون الركيزة الأساسية للسياسة النقدية هي استهداف مستوى محدد للتضخم، وليس استهداف سعر صرف كما هو الحال في نظم أسعار الصرف المثبتة.

كما تركز السياسة النقدية في ظل نظم أسعار الصرف المرنة على الإجماليات النقدية، ويسهم استهداف التضخم في منح السياسة النقدية قدراً أكبر من الاستقلالية، ويكون الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي لأغراض تمويل العجز المالي في أضيق الحدود، وهو ما يعطي مصداقية أكبر لكل من السياستين المالية والنقدية معاً، الجدول رقم (1).

جدول (1): انعكاسات نظم أسعار الصرف على فعالية السياستين المالية والنقدية في ضوء هيكلية وخصائص الاقتصاد الكلي

نظام سعر الصرف	خصائص وهيكلية الاقتصاد الكلي	فعالية السياستين المالية والنقدية
ثابت	حرية كاملة لانتقال رؤوس الأموال.	السياسة النقدية فعالة في التأثير على الطلب الكلي.
	حجم كبير من السلع قابل للتبادل التجاري.	السياسة النقدية غير فعالة وأسعار الصرف متساوي دائماً الأسعار الدولية.
	حرية أقل لانتقال رؤوس الأموال.	السياستين المالية والنقدية تلعبان أدواراً فعالة في التأثير على الطلب الإجمالي.
مرن	حرية كاملة لانتقال رؤوس الأموال.	السياسة النقدية وحدها فعالة، ويمكنها امتصاص الصدمات الخارجية
	حرية أقل لانتقال رؤوس الأموال.	السياستان المالية والنقدية فعالتان

المصدر: Faika Elrefsie, "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt" op.cit.

(47) Cardoso, Eliana & Ahmed Galal, "Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East", the ECES, 2002.

## - محددات نجاح الموائمة بين السياستين المالية والنقدية

ينشأ التعارض بين السياستين النقدية والمالية حين يُمَثَّل الحصول على تمويل من البنك المركزي المصدر الرئيسي لتمويل عجز الموازنة، وهو ما قد يتسبب في إحداث خلل في تحقيق أهداف كل من السياستين، وتلجأ الحكومة إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم وجود أسواق فعالة للإصدارات من السندات الحكومية سواءً الأولية منها أو الثانوية. ويُجَدُّ تمويل عجز الموازنة من خلال الاقتراض المباشر من البنك المركزي من قدرته على التحكم في المعروض النقدي وتحقيق معدلات التضخم المستهدفة، كما يُقَلَّل من فعالية السياسة النقدية.

من المتعارف عليه، أن تطوير أسواق السندات الحكومية يسهم إلى حد كبير في تحقيق الكفاءة في إدارة السيولة وإدارة السياسة النقدية، حيث أن وجود سوق نشط، وعلى درجة عالية من السيولة لتلك الأوراق من شأنه أن يُمكن البنك المركزي من التحكم في المعروض النقدي بسهولة من خلال عمليات السوق المفتوح، بالتالي تحقيق النسبة المستهدفة للنقود بمعناها الواسع (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي، كذلك نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان.

إدراكاً من صندوق النقد العربي لأهمية وجود أسواق فعالة للسندات الحكومية لتفعيل كل من السياستين النقدية والمالية، جاء تطوير أسواق تداول السندات الحكومية ضمن أهم أولويات برامج ومبادرات تطوير القطاع المالي بالدول العربية، كما تم توجيه العديد من برامج الإصلاح، التي يدعمها الصندوق نحو تحقيق هذا الهدف، من خلال المساعدة على تقوية النظم الإشرافية على تلك الأسواق، وتعزيز الأطر المؤسسية لها. في هذا الإطار، أطلق الصندوق المبادرة العربية لتطوير أسواق السندات بالدول العربية، بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، وبعض المؤسسات الدولية ذات الصلة، التي تعنى بتوفير المعونة الفنية، وتعزيز الجهود الرامية لإرساء البنية التحتية الملائمة لتطوير أسواق تداول الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية<sup>(48)</sup>.

<sup>(48)</sup> Antonio Fatás & Andrew K. Rose, "Do Monetary Handcuffs Restrain Leviathan?" Fiscal Policy in Extreme Exchange Rate Regimes". IMF, Staff Papers, Vol.47. Special Issue, IMF Annual Research Conference, 2001.

## - العلاقة بين السياسة النقدية وإدارة الدين العام

نشأت علاقة البنوك المركزية بالدين الحكومي، من خلال قيام البنوك المركزية في العديد من دول العالم بدور الوكيل المالي للحكومة، حيث يمنح الإطار التشريعي المُنظَّم لإدارة الدين العام السلطة لوزارة المالية للاقتراض نيابة عن الحكومة، بينما يتمتع البنك المركزي بصفة مستشار الحكومة ووكيلها المالي.

يمارس البنك المركزي أدواراً متعددة، من أبرزها أنه بنك الحكومة، حيث يحتفظ البنك المركزي لديه بحسابات الوزارات والمؤسسات العامة، وجميع أجهزة الدولة. كما قد يتولى البنك المركزي تقديم القروض قصيرة الأجل لتغطية بعض الالتزامات الموسمية أو الطارئة التي قد تتعرض لها الحكومة. في غالبية الأحيان يتولى البنك المركزي إدارة الدين العام والإشراف على الاكتتاب في السندات الحكومية وأذون الخزانة، وتسديد فوائد وكوبونات هذه الأوراق.

يجدر التنويه إلى صعوبة الفصل بين إدارة الدين العام والسياسة النقدية في بلد ما، ما لم توجد في هذه الدولة أسواق مالية تستوفي حداً معيناً من التطور، ذلك حيث أن مستوى أسعار الفائدة وكفاءة أداء سوق رأس المال المحلية قد يكون لهما تأثير كبير على عمليات إدارة الدين<sup>(49)</sup>.

تعد "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام" الصادرة عن صندوق النقد الدولي من أهم الوثائق والأدلة التي ساهمت في الارتقاء بإدارة الدين العام، حيث تستهدف مساعدة صانعي السياسات على تحديد الإصلاحات التي تُعزز كفاءة إدارة الدين العام، وتُجد من تداعيات الصدمات المالية الدولية على موقف الدين السيادي للدولة. لا تتضمن تلك المبادئ ممارسات مُلزمة أو معايير جامدة، إنما تضمنت معايير مرنة، بحيث تسمح باختلاف تطبيقها من دولة إلى أخرى، حسب ظروف هذه الدولة ومرحلة التطور المالي لأسواقها المالية المحلية.

### • الجهة المنوط بها وظيفة إدارة الدين العام

تختلف الجهة المنوط بها إدارة الدين العام، كذلك يختلف نشاط هذه الجهات في سوق الإصدار أو السوق الثانوية من دولة إلى أخرى، ففي بعض الأحيان قد تتولى الخزانة العامة بوزارة المالية مسؤولية إدارة الدين العام، وفي بعض الدول الأخرى، قد تتم إدارة الدين العام من خلال وحدة تابعة للبنك المركزي. وقد يتم تكوين مكتب منفصل يختص بإدارة الدين العام من المسؤولين بكل من البنك المركزي ووزارة

(49) صندوق النقد الدولي (IMF)، "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام"، أعدها خبراء صندوق النقد والبنك الدوليين، 21 مارس 2001.

المالية، خاصة عندما تُمَثَّل القروض بالعملة الأجنبية جزءاً ملموساً من الدين العام الإجمالي.

تجدر الإشارة إلى أن إدارة الدين العام من قِبَل هيئة مُفَصَّلة يسهم في تجنب التعارض بين رغبة الحكومة في خفض أعباء خدمة الدين وبين أهداف السياسة النقدية، وسواء كان البنك المركزي يمارس دور بنك الحكومة أو لا، فلا بد من التنسيق بين إدارة السلطات المالية للتدفقات النقدية للحكومة من جهة، والبنك المركزي من جهة أخرى<sup>(50)</sup>.

#### ● محددات الموائمة بين سياسة إدارة الدين العام والسياسة النقدية

يتمثل الهدف الرئيسي لإدارة الدين العام في ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة والوفاء بالالتزامات المالية المستحقة عليها بأقل تكلفة ممكنة وفي المواعيد المحددة لها. تلعب هيكلية الدين الحكومي سواء من ناحية الأجل أو المكونات (عملة محلية – عملية أجنبية) دوراً رئيسياً في نجاح سياسة إدارة الدين العام وتجنب النتائج المترتبة عن التعثر في سداد الدين السيادي على الاقتصاد الكلي، وعلى موثوقية الحكومة وقدرتها على تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية على المدى الطويل.

من بين المخاطر التي ترتبط بسياسة إدارة الدين العام، تلك المتعلقة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، حيث تتعكس التغيرات في تلك الأسعار على تكلفة خدمة الدين سواء من ناحية التأثير المباشر على تكلفة الإصدارات من الأوراق المالية الحكومية لتمويل الديون الجديدة، أو إعادة تجديد الديون، خاصة في ظل سعر صرف معوم. ويبلغ تأثير الأسعار على سياسة إدارة الديون السيادية ذروته في حالة الديون قصيرة الأجل، أو تلك التي تعتمد قيمة الالتزامات المترتبة عليها على سعر الصرف. قد تواجه الحكومات تحدياً في حالة الارتفاع الكبير في تكلفة تجديد الدين أو خدمته نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف. قد تصل درجة المخاطر إلى حد عدم إمكانية تجديد الدين على الإطلاق، ذلك في حالة التقلبات الحادة في تلك الأسعار، أو سيادة حالة من عدم التيقن، نتيجة عدم وجود سياسات نقدية واضحة وراسخة، تنطوي على مجموعة من الأدوات والمقومات، التي تكفل نجاحها في الحفاظ على قدر مناسب من الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

في ضوء ما سبق، تتضح أهمية وجود قدر مناسب من التنسيق بين الجهات المنوط بها إدارة الدين العام والقائمين على إدارة السياسة النقدية فيما يتعلق بأهداف وملامح كل من السياستين، وهو ما يفرضه وجود ارتباط كبير بين التغيرات في أدوات السياسة النقدية وتكلفة خدمة الدين العام، فقد تؤدي إجراءات السياسة النقدية الهادفة

<sup>(50)</sup> Adam, M. and Ginsburgh, V. [ 1985] “The Effects of Irregular Markets on Macroeconomic Policy: Estimates for Belgium” European Economic Review, Vol. 29.

إلى تخفيض التضخم، من خلال الحد من النمو النقدي لرفع أسعار الفائدة، ومن ثم زيادة نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

تنشأ حالة التعارض بين أهداف كل من السياسة النقدية وسياسة إدارة الدين العام من خلال تركيز إدارة الدين على الوفاء بالالتزامات التمويلية للحكومة بأقل قدر من التكلفة والمخاطر، في حين تستهدف السياسة النقدية الحفاظ على مستوى مستقر للأسعار من خلال استخدام أدواتها المباشرة وغير المباشرة، التي تأتي في مقدمتها أسعار الفائدة المحلية وسعر الصرف. في ظل عدم القدرة على التنبؤ بتحركات أدوات السياسة النقدية، فإن وضع استراتيجية لإدارة الدين على المدى الطويل ينطوي على قدر كبير من المخاطر. كما أنه لدواعي الحفاظ على مقدره الدولة، خاصة في حالة اعتمادها في التمويل على أسواق المال الخارجية، فإنه من الضروري الفصل بين أهداف ومسؤوليات إدارة الدين وأهداف ومسؤوليات السياسة النقدية بشكل واضح.

#### رابعاً: الملامح الرئيسية للسياسات النقدية في بعض الدول العربية.

في إطار الدعم المتواصل الذي يقدمه الصندوق للدول العربية، في المجالات النقدية والمصرفية، وجهوده لتعزيز دوره في نقل وتبادل تجارب الدول العربية في المجالات الاقتصادية المختلفة، والعمل بصورة استباقية لتسليط الضوء على القضايا التي من شأنها التأثير على القطاعات المصرفية العربية، وتوجهات السياسة النقدية، نظم الصندوق، بالتعاون مع بنك التسويات الدولية، اجتماع مجموعة عمل السياسة النقدية في الدول العربية، خلال الفترة 25-26 نوفمبر 2015، بمدينة أبو ظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة. ذلك لأول مرة بالمنطقة العربية، على غرار الاجتماعات الإقليمية السنوية التي تعقد على مستوى المنطقة الآسيوية، وأمريكا اللاتينية، ومنطقة وسط أوروبا.

هدف الصندوق من تنظيم هذا الاجتماع إلى استخلاص الدروس المستفادة من التجارب العالمية في هذا الشأن، خاصة فيما يتعلق بتجارب الدول النامية واقتصادات الأسواق الناشئة، حيث حضر الاجتماع ممثلي 24 مصرفاً مركزياً عربياً وعالمياً، من بينها 16 مصرفاً مركزياً عربياً، و8 مصارف مركزية من خارج المنطقة العربية، إضافة إلى عدد من كبار المسؤولين من المؤسسات المالية العربية. تم خلال الاجتماع استعراض التطورات والأفاق الاقتصادية على المستويين الإقليمي والعالمي، وتبادل وجهات النظر حول دور وانعكاسات السياسات النقدية والمالية في اقتصادات الدول بالمنطقة العربية.

كذلك ناقش الاجتماع عدداً من القضايا من بينها "انعكاسات التطورات الاقتصادية والسياسات النقدية المتبعة على اقتصادات الدول العربية"، و"انعكاسات تراجع الأسعار العالمية للنفط على أداء الاقتصاد الكلي في الدول العربية"، و"إدارة

السيولة في القطاع المصرفي، والتحديات التي تواجه القطاع المصرفي بالدول العربية بشأن إدارة السيولة ودور المصارف المركزية في هذا الخصوص"، وأهمية تطوير أسواق النقد وأسواق إصدارات الدين المحلية كأولوية ملحة لزيادة مستويات كفاءة إدارة السيولة في القطاع المصرفي. كما تطرقت المناقشات لموضوعات تتعلق بإدارة السيولة بالبنوك الإسلامية على ضوء الوزن النسبي المتزايد لنشاط البنوك الإسلامية في بعض الدول العربية.

استحوذت الأمور الفنية المتعلقة بالسياسات النقدية المتبعة بالدول العربية، على جزء كبير من المناقشات، حيث تم إلقاء الضوء على انعكاسات التطورات الاقتصادية الحالية على المستويين العالمي والإقليمي على تنفيذ السياسات النقدية بالدول العربية، ومدى اختلاف هذه الانعكاسات من دولة لأخرى بالمنطقة، وكيفية استجابة البنوك المركزية للنتائج المترتبة على بعض هذه التطورات. إضافة إلى ذلك، استعرض الاجتماع دور السياسات النقدية في رفع معدلات النمو الاقتصادي، وتحقيق الاستقرار السعري، فضلاً عن إلقاء الضوء على الإصلاحات الهيكلية البارزة التي قامت بها المصارف المركزية بالدول العربية، فيما يتعلق بالسياسات النقدية بهدف زيادة فعاليتها.

أصدر الصندوق بعد الاجتماع كتاباً يتضمن تجارب الدول العربية بعنوان "الأطر التشغيلية للسياسة النقدية وإدارة السياسة النقدية"، يتضمن تجارب الدول العربية في هذا الصدد، ويوثق الموضوعات التي تمت مناقشتها خلال الاجتماع، حيث تم نشره بالتنسيق مع بنك التسويات الدولية على الموقع الرسمي للصندوق على الشبكة الإلكترونية<sup>(51)</sup>. يستعرض هذا الجزء من الورقة الملامح الرئيسية للسياسات النقدية المتبعة في بعض الدول العربية، حيث يمكن ملاحظة الاختلافات في الأدوات المستخدمة لتنفيذ السياسة النقدية، كذلك قنوات انتقال أثر استخدام هذه الأدوات للاقتصاد، بحسب الإطار التنظيمي والقانوني المُنظَّم لرسم وتنفيذ السياسة النقدية، ودرجة استقلالية البنك المركزي. فيما يلي عرض لملامح السياسة النقدية المتبعة في كل من مصر، والجزائر، والسعودية، وتونس، ولبنان، والأردن:

### 1. الملامح الرئيسية للسياسة النقدية في مصر:

يُحدّد الهدف الرئيسي للسياسة النقدية بموجب قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم 88 لسنة 2003، الذي يعهد للبنك المركزي المصري بوضع

<sup>51</sup>Central Bank Papers on "Monetary Policy Frameworks in the Arab Countries", AMF-BIS Working Party Meeting on Monetary Policy in the Arab Region, Abu Dhabi - United Arab Emirates, 25-26<sup>th</sup>, November 2015, <http://www.amf.org.ae>.

وتنفيذ السياسة النقدية، حيث ينص القانون على أن استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية الذي يتقدم على غيره من الأهداف. يلتزم البنك المركزي المصري - في المدى المتوسط - بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تساهم في بناء الثقة، وخلق البيئة المناسبة لتحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي.

في إطار قيام البنك المركزي باستهداف التضخم، كإطار رسمي للسياسة النقدية، فإنه يسعى نحو تحقيق هدف تشغيلي سعري من خلال التأثير في سعر العائد في سوق ما بين البنوك (الإنترنت) لليلة واحدة، والعمل منذ عام 2005 بنظام الحدود القصوى والدنيا لأسعار الفائدة (الكوريدور)، بدلاً من الهدف التشغيلي الكمي المتمثل في فائض الاحتياطيات. يعتبر هذا النظام الأداة الرئيسية لتنفيذ السياسة النقدية، حيث يشمل سعرين للعائد لليلة واحدة في تعاملات البنك المركزي مع البنوك، تقرهما لجنة السياسة النقدية، أحدهما للإيداع والآخر للإقراض. يمثل سعر عائد الإيداع لليلة واحدة الحد الأدنى لسعر الفائدة بالنظام، بينما يمثل سعر عائد الإقراض لليلة واحدة الحد الأقصى له.

يستخدم البنك المركزي المصري الأدوات التشغيلية (صكوك البنك المركزي - شهادات إيداع البنك المركزي المصري ذات آجال حدها الأقصى سنة، وإصدارات الدين العام) من خلال عمليات السوق المفتوحة (OMOs)، لامتناس أو ضخ السيولة في السوق بجدول زمني واضح يتسم بالشفافية.

يتمثل الإطار التنظيمي لوضع وتنفيذ السياسة النقدية من لجنة السياسة النقدية التي يتم تشكيلها بقرار من مجلس إدارة البنك المركزي المصري وتضم في عضويتها سبعة أعضاء وهم محافظ البنك المركزي المصري، نائبي المحافظ، وأربعة أعضاء من مجلس الإدارة، ويتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية بواسطة تلك اللجنة.

تجتمع لجنة السياسة النقدية يوم الخميس كل ستة أسابيع. ولتعزيز شفافية السياسة النقدية، يتم إعلان الجدول الزمني لاجتماعات اللجنة خلال العام على موقع البنك المركزي على الشبكة الإلكترونية (الإنترنت)، كما ينشر على ذات الموقع بياناً وملخصاً لحثثيات القرارات بعد كل اجتماع.

## 2. الملامح الرئيسية للسياسة النقدية في السعودية:

يتمثل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية في الحفاظ على استقرار كل من المستوى العام للأسعار، وسعر صرف الريال مقابل الدولار الأمريكي.

يتضمن الإطار العام للسياسة النقدية مجموعة من الأدوات الاحترازية التي تستخدم كمؤشرات للاستقرار المالي والنقدي. تشمل أدوات السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية ثلاثة أدوات رئيسية هي:

➤ **نظام الكوريدور (Corridor System) :** وهو النظام الذي يتضمن حداً أقصى وحداً أدنى لأسعار الفائدة في سوق ما بين المؤسسات المالية (الإنتربنك). نظراً لطبيعة سوق الصرف الأجنبي، وربط سعر صرف الريال بالدولار الأمريكي، فإن أسعار الفائدة المستخدمة في نظام الكوريدور يتم تحديدها اهتداءً بأسعار الفائدة المعلنة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. يمثل سعر الاقتراض من مؤسسة النقد العربي السعودي (البنك المركزي) الحد الأقصى لسعر الفائدة في النظام، في حين يتمثل الحد الأدنى في سعر الإيداع لديها. يتراوح سعر الفائدة بسوق ما بين البنوك (Saudi inter-bank offered rate-SIBOR) بين سعري الكوريدور.

➤ **الاحتياطي القانوني (Statutory Reserve):** تعد هذه الأداة من أكثر الأدوات التي تستخدمها مؤسسة النقد العربي السعودي فعالية في إدارة المبالغ المتاحة للائتمان، وحالياً يبلغ الاحتياطي الإلزامي نسبة 7 في المائة من إجمالي الودائع تحت الطلب، ونسبة 4 في المائة من الودائع الادخارية ولأجل<sup>52</sup>. كما تلتزم البنوك بالاحتفاظ بنسبة 20 في المائة من الودائع عالية السيولة لمواجهة الحالات الطارئة.

➤ **إصدارات مؤسسة النقد العربي السعودي ( Issuance of SAMA Bills):** بهدف امتصاص السيولة الزائدة لدى المؤسسات المالية (مصرفية وغير مصرفية)، تصدر مؤسسة النقد العربي السعودي أذون تترأح بين أسبوع و52 أسبوع، ويحدد سعر الفائدة عليها بواقع 80 في المائة من سعر الفائدة على الودائع لمدة 3 شهور في سوق الإنتربنك، مع وضع سقف للإصدارات الأسبوعية من الأذون الموجهة للبنوك يبلغ 9 مليار ريال، في حين تستثنى المؤسسات المالية غير المصرفية من هذه السقف.

تمثل قناة الائتمان الرئيسية لتمرير أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد، حيث تسهم في تحقيق استقرار كل من المستوى العام للأسعار، وسعر الصرف. ينعكس التغير في سعر إعادة الشراء (Repo Rate) في سعر الفائدة في سوق الإنتربنك (سعر الفائدة على الودائع لمدة 3 شهور)، ومن

(52) مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير التطورات النقدية والمصرفية، الربع الأول 2017، معدل العائد والاحتياطي القانوني. <http://www.sama.gov.sa/ar-sa>, access at July 31st 2017.



ثم يؤثر على أسعار الفائدة على الائتمان الممنوح من البنوك، بالتالي الطلب عليه سواء من جانب القطاع العائلي أو الشركات. كما يؤثر التغيير في نسبة الاحتياطي بصورة مباشرة في قدرة البنوك على منح الائتمان.

### 3. الملامح الرئيسية للسياسة النقدية في الأردن:

تستهدف السياسة النقدية التي يضعها وينفذها البنك المركزي الأردني بصورة رئيسية تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، ومن أبرز الأدوات المستخدمة في تنفيذ السياسة النقدية أسعار الفائدة الرئيسية وعمليات السوق المفتوحة، يهدف البنك المركزي من استخدام هذه الأدوات حث البنوك التي لديها فوائض سيولة كبيرة على منح الائتمان وتوظيف مصادر أموالها بفعالية أكبر.

تعتمد السياسة النقدية في الأردن سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي ( CBJ "Main Rate") كسعر فائدة رئيسي لغايات إدارة السياسة النقدية، وتم تحديده بمدى سعري يعبر عنه بسعري فائدة اتفاقيات إعادة الشراء لأجل أسبوع، بهدف إعطاء إشارات واضحة حول موقف السياسة النقدية، وتوجيهاتها إزاء التطورات النقدية والاقتصادية محلياً وخارجياً.

يصدر البنك المركزي شهادات إيداع بالدينار لأجال وأحجام محددة، بهدف استقطاب جزء من السيولة لدى البنوك بما يمكنها من إدارة سيولتها بكفاءة وفعالية، يتم التعامل عليها من خلال مزادات سعريّة ضمن مدى تسعيري يحدده البنك المركزي وفق الشروط المعلنة لهذه الأداة.

### 4. الملامح الرئيسية للسياسة النقدية في الجزائر:

يتمثل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية التي يضعها وينفذها البنك المركزي الجزائري في الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار من خلال إدارة المعروض النقدي، وحجم الائتمان الممنوح من المصارف، وسوق النقد الأجنبي (سعر الصرف).

يتضمن الإطار العام للسياسة النقدية استهداف معدل للتضخم، يُحدّد من جانب مجلس النقد والائتمان. يراعى عند تحديد معدل التضخم المستهدف تحقيق الاستقرار في سعر صرف الدينار الجزائري. كذلك يضع البنك المركزي أهدافاً كمية لكل من المعروض النقدي والائتمان كأهداف تشغيلية. تتمثل الأدوات الرئيسية المستخدمة في تنفيذ السياسة النقدية في عمليات السوق المفتوحة (OMOs)،

وتسهيلات يقدمها بنك الجزائر لمواجهة طلبات السيولة من البنوك ( Standing facilities)، وعمليات الإقراض والخصم، إضافة للاحتياطي الإلزامي.

بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة (OMOs)، يحدد البنك المركزي سعر الفائدة على التعاملات ضمن السوق المفتوح، حيث تتراوح آجال الأدوات المستخدمة في التعاملات بين 7 أيام إلى 12 شهراً. يجري البنك المركزي مزادات لإتمام التعاملات. تنقسم التعاملات في السوق المفتوح لثلاث فئات هي: خصم أوراق مالية حكومية وخاصة بشروط محددة لدى البنك المركزي، وقبول ودائع مؤقتة من البنوك لدى البنك المركزي، وقيام البنك المركزي بشراء وبيع أوراق مالية بصورة نهائية.

أما بالنسبة للتسهيلات (Standing facilities) التي يقدمها بنك الجزائر (البنك المركزي) لمواجهة طلبات السيولة من البنوك، فتجدر الإشارة إلى أن هذه التسهيلات قد تم البدء في تقديمها اعتباراً من عام 2014 مع تأثر مستويات السيولة لدى البنوك بتراجع الأسعار العالمية للنفط، ومنها تسهيل الإقراض بالهامش (Marginal lending facility)، حيث يقدم البنك المركزي السيولة المطلوبة للبنوك (لمدة ليلة واحدة) بضمان أصول مقبولة وبنسبة معينة من حجم السيولة المطلوبة يحددها البنك المركزي، كما أنه من بين التسهيلات التي يقدمها بنك الجزائر في إطار إدارته للسياسة النقدية ربط ودائع بفائدة لدى البنك المركزي لمدة ليلة واحدة (The interest-bearing deposit facilities).

فيما يتعلق بعمليات الخصم والإقراض (Discount of credit transactions)، يسمح بنك الجزائر بخصم الأوراق المالية الحكومية أو المضمونة من الحكومة، التي في حوزة المؤسسات المالية، بما يتضمن: أدون الخزانة قصيرة الأجل التي لا يزيد أجلها عن سنة، وأدون الخزانة متوسطة الأجل بشرط أن تكون الفترة المتبقية لاستحقاقها ثلاث سنوات فأقل. كما يقدم بنك الجزائر ائتمان للبنوك لمدة عام أو أكثر بضمان سندات أو أدون حكومية، أو ذهب، أو أوراق مالية صادرة من القطاع الخاص، بشروط محددة.

يستخدم بنك الجزائر نسبة الاحتياطي الإلزامي (Reserve Statutory) كأحد أدوات السياسة النقدية، حيث تتراوح نسبة الاحتياطي الإلزامي بين (0-15) في المائة. يتم احتساب قيمة الاحتياطي الإلزامي على أساس متوسط الرصيد اليومي خلال شهر.

## 5. الملامح الرئيسية للسياسة النقدية في تونس:

يتمثل الهدف الرئيس للسياسة النقدية التي يضعها وينفذها البنك المركزي التونسي في الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، ويستهدف البنك أسعار الفائدة

كموجه لتحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية، وتعتبر قناتي الائتمان وسعر الصرف من أهم قنوات انتقال أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد.

يعتبر المتوسط الشهري لسعر الفائدة على الإقراض والإيداع بالإنترنت من أكثر الأسعار تأثيراً في سعر الفائدة المعمول به في البنوك، خاصة فيما يتعلق بالقروض الممنوحة للقطاع العائلي. تستجيب سوق الإنترنت بصورة كبيرة للتغيرات التي يحدثها البنك المركزي في سعر فائدة السياسة النقدية، كما تنعكس التغيرات في سوق الصرف الأجنبي بصورة كبيرة في المستوى العام للأسعار.

تتمثل الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية في نسبة الاحتياطي الإلزامي، حيث يتم فرض نسبة 1 في المائة على الودائع لمدة 3 شهور، في حين تُحدّد قيمة الاحتياطي على أساس المتوسط اليومي لرصيد الودائع خلال شهر. كما يستخدم البنك المركزي التونسي المزادات الأسبوعية لتلبية طلبات البنوك للإيداع أو الاقتراض من البنك المركزي، حيث ينظم البنك مزادات أسبوعية لقبول ودائع بفائدة أو الاقتراض من البنك المركزي بضمانات تتضمن أدون الخزنة والسندات، أخذاً في الاعتبار عند قبول طلب الاقتراض جودة أصول البنك المقدمة للقطاع الخاص. قد يتضمن المزاد أكثر من سعر فائدة سواء للاقتراض أو الإيداع.

تعتبر عمليات السوق المفتوحة (OMOs) الأداة الرئيسية الثانية التي يستخدمها البنك المركزي التونسي في تنفيذ السياسة النقدية، حيث يعلن البنك عن قبول طلبات وعروض البنوك لشراء وبيع الأوراق المالية الحكومية، ويتم تحديد حد أدنى لسعر الفائدة على عمليات البيع في حين لا يوجد حد أقصى للسعر عند التقدم بطلب الشراء.

يقوم البنك المركزي التونسي بمقايضة العملات الأجنبية (FX Swaps)، حيث يعلن البنك عن مزادات لبيع وشراء العملات الأجنبية في حوزة البنوك مقابل العملة المحلية، على أن يتم إعادة الشراء أو البيع في فترة لاحقة مقابل هامش فائدة يتم تحديده اهتداءً بمتوسط أسعار الفائدة المعمول بها في سوق ما بين البنوك (الإنترنت)، بسعر صرف يتم تحديده بعقد المقايضة، هذا إضافة إلى الأداة التقليدية التي يستخدمها البنك لإدارة السياسة النقدية المتمثلة في الإقراض والخصم لمدة ليلة واحدة (facilities deposit-lending Overnight).

## الخلاصة والتوصيات

- تعد السياسة النقدية أحد المكونات الرئيسية لإطار السياسات الاقتصادية الكلية، الذي يتضمن إلى جانب السياسة النقدية، السياسة المالية وسياسة سعر الصرف وسياسة التجارة الخارجية وسياسة إدارة الدين العام بشقيه الداخلي والخارجي، وغيرها من السياسات. ولا يجب أن تعمل كل من هذه السياسات بمعزل عن الأخرى بل لابد من التنسيق بينها وتكاملها لتحقيق الأهداف الاقتصادية.
- تهدف السياسة النقدية، إلى تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار المحلية، وتحقيق الاستقرار النقدي الخارجي من خلال المحافظة على استقرار أسعار الصرف.
- بالرغم مما قد يبدو أحياناً من وجود تعارض بين أهداف السياسة النقدية وأهداف بعض السياسات الاقتصادية الأخرى، إلا أنه لا يمكن لسياسة ما العمل بمنأى عن السياسات الأخرى حيث تشترك جميعها في تحقيق الهدف الرئيسي الموضح سلفاً للسياسة الاقتصادية الكلية وهو تحقيق معدلات نمو عالية، قابلة للاستمرار، وخلق فرص العمل المنتج. كما يُعدُّ التنسيق بين السياسة النقدية، والسياسات الاقتصادية الأخرى أمراً بالغ الأهمية لضمان فاعليتها وتحقيق أهدافها.
- تنتقل الآثار المترتبة على استخدام أدوات السياسة النقدية لتحقيق أهدافها عبر القطاعات الفرعية للاقتصاد إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال التأثير الذي تُحدثه على جانب الطلب سواء المحلي أو الخارجي. لضمان تحقيق أهداف السياسة النقدية التي تتمحور حول هدف رئيس هو استقرار الأسعار.
- يلزم أن يُراعي الإطار العام للسياسة النقدية الإجراءات والتدابير العملية التي تقوم بها السلطات النقدية، لمواجهة التحديات الاقتصادية القائمة، أو التحوط ضد التحديات المحتملة. هذا إلى جانب ضرورة مراعاة الكيفية التي تُمكن السلطات النقدية، بما يتاح لها من وسائل، من القيام بالمتابعة والرقابة المباشرة على المتغيرات النقدية، كسعر الفائدة وحجم الائتمان الممنوح، وسعر الصرف، والتدخل في أسواق ما بين المؤسسات المالية للتأثير على الممارسات التي تؤثر في عملية خلق وعرض النقود.
- يمكن التفرقة بين نوعين من أهداف السياسات النقدية، يُكْمِل كل منهما الآخر، وهما: الأهداف النهائية والأهداف الوسيطة. تجدر الإشارة في هذا الصدد، إلى أن السلطات النقدية لا تعمل على تحقيق الأهداف التشغيلية بمنأى عن الأهداف النهائية، إنما تضع في اعتبارها عند العمل على تحقيق الأهداف التشغيلية أن

يسفر تحقيقها في نهاية الأمر عن تحقيق الهدف الرئيس، وهو تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، الذي يعد مُعَوِّلاً رئيساً للنمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمارات، ومن ثم رفع مستوى التشغيل والدخل والاستهلاك.

- ترتبط التوجهات الحديثة، فيما يتعلق بمستهدفات السياسة النقدية، بطبيعة الهياكل الاقتصادية للدول، ودرجة انفتاحها على العالم الخارجي، ودرجة تطور القطاع المالي والمصرفي. فتقوم بعض الدول بانتهاج نظام للسياسة النقدية قائم على استهداف سعر الصرف، وتقوم دول أخرى بانتهاج نظام قائم على استهداف الإجماليات النقدية. ينتهج عدد كبير من الدول سياسات نقدية قائمة على استهداف التضخم. وعموماً تتطلب هذه التوجهات في تصميم السياسات النقدية، رفع كفاءة الإحصاءات النقدية وزيادة درجة الموثوقية فيها، الذي يعد عاملاً أساسياً لنجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها.

- من بين مستهدفات السياسات النقدية شائعة الاستخدام، استهداف سعر الصرف، وسياسات نقدية تقوم على استهداف المجاميع النقدية، وسياسات نقدية تقوم على استهداف معدل التضخم، وسياسة نقدية ذات مثبت اسمي ضمني.

- لتنفيذ السياسة النقدية، يستخدم البنك المركزي بصفته المسؤول عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية مجموعة من الأدوات والوسائل لتحقيق أهداف السياسة النقدية الموضوعية، ويُمكن تقسيم الأدوات المستخدمة من جانب البنك المركزي في هذا الخصوص إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة. حيث تستهدف الأدوات المباشرة توجيه الائتمان الممنوح بالقطاع المصرفي لقطاعات أو لأغراض معينة، بينما تستهدف الأدوات غير المباشرة التأثير على الحجم الكلي للائتمان، وأسعار الفائدة السوقية. وينتقل أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد من خلال خمس قنوات رئيسية تتمثل في: قناة سعر الفائدة السوقية، وقناة توفر الائتمان، وقناة أسعار الأصول، وقناة سعر الصرف، وقناة التوقعات.

- بحكم ارتباط السياسات المُكوِّنة للسياسة الاقتصادية الكلية بعلاقات تبادلية، حيث تعزز بعضها بعضاً، في معظم الحالات، لتحقيق الهدف الرئيسي للسياسة الاقتصادية، فإن هناك تأثيرات متبادلة بين السياسة النقدية والسياسات الاقتصادية الأخرى. على سبيل المثال تؤثر درجة كفاءة السياسة النقدية في تحسين إدارة السياسة المالية، على الرغم من اختلاف المسؤوليات والأهداف وآليات تنفيذ كل من السياستين. عليه، يلزم ألا تمارس السياسة النقدية دورها بشكل منفرد، بل لابد من أن تعمل السياسة المالية على مساندتها.

## المراجع

### - مراجع باللغة العربية:

- | رقم | المرجع   |
|-----|--|
| 1   | أ. د. رمزي زكي، 1997، الاقتصاد السياسي للبطالة: تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة، سلسلة عالم المعرفة، العدد 226.   |
| 3   | د. فؤاد حمدي بيسيوس، "إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي"، بحث مقدم خلال "المؤتمر العلمي العاشر للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية تحت عنوان "الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية" بيروت - لبنان 2009.                           |
| 7   | عطية عبد الواحد، 1993، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، التوزيع العادل للدخول في التنمية الاجتماعية، ضبط التضخم، دار النهضة العربية، مصر.  |
| 8   | سهير محمود معتوق، 1987 "السياسة النقدية في التحليل الكينزي والنقدي، مجلة مصر المعاصرة، تصدر عن الجمعية المصرية للاقتصاد والتشريع والإحصاء، العددان: 407-408.   |
| 9   | أكرم نعمان الطيب، "أثر التحرر الاقتصادي على الجهاز المصرفي المصري"، رسالة مقدمة للحصول على الماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2001.   |
| 10  | د. أحمد سماحة، "دور السياسات الحكومية في تحقيق التنمية المستدامة للمستقرات الحضرية بجمهورية مصر العربية" ورقة مقدمة خلال ندوة المؤسسة العامة للإسكان والتطوير الحضري بعنوان "نظم وأنماط البناء منخفضة التكاليف في المستقرات الحضرية" عمان - الأردن 2005. |
| 11  | البنك المركزي المصري، ملاحق النشرة الإحصائية الشهرية، العدد الرابع، 2011.  |
| 12  | أسامة بشير الدباغ، وأثيل عبد الجبار الجورمد، مرجع سبق ذكره، ص: 158-167.  |
| 13  | المركز المصري للدراسات الاقتصادية " السياسة النقدية في مصر: تحديات الحاضر وأولويات المستقبل"، المنشور الدوري تحت عنوان "آراء في السياسة الاقتصادية"، ص: 63-69، يوليو 201.  |
| 15  | ندى مسعود، "أزمة العملات في الأسواق الناشئة وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، 2000.   |
| 18  | د. موفق السيد حسن، "التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية مفهوم النقد والطلب عليه" مجلة جامعة دمشق - المجلد الأول - العدد الأول، 1999.   |
| 19  | د. محمود أبو العيون، "تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية"، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 78، فبراير 2003.  |
| 20  | أ.د. عبد الهادي عبد القادر سويفي، "السياسة النقدية في ظل الانفتاح الاقتصادي"، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، العددان 392 ص: 120-126، يوليو 1983، و 391 ص: 19، أبريل 1983.   |
| 21  | د. عبد الحميد القاضي، "السياسات النقدية والائتمانية كأداة للتنمية الاقتصادية"، مجلة مصر المعاصرة، العدد 355، يناير 1974.   |
| 22  | أحمد عبد الحافظ عبد الوهاب، "دور السياسة النقدية في التأثير على هيكل الائتمان في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي" رسالة ماجستير كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة عين شمس 2001.  |
| 23  | البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي، قناة سعر الصرف ودورها في نقل أثر السياسة النقدية" سلسلة مفاهيم مالية، العدد الثاني.  |
| 26  | شريف فهمي محمد شبانة، "قنوات انتقال وآليات تأثير السياسة النقدية"، كلية التجارة - قسم الاقتصاد، 2001.  |

- 31 محمد فتحي محمد، "دور الحكومة في التعامل مع أزمة السيولة والركود"، المؤتمر السنوي الخامس لإدارة الأزمات والكوارث، وحدة بحوث الأزمات، جامعة عين شمس، 2000.
- 32 أ.د. عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات المالية العامة"، السلسلة الاقتصادية الحديثة، الناشر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010.
- 35 صندوق النقد الدولي، "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ"، سبتمبر 1999.
- 46 د. أحمد أبوبكر علي بدوي "الحوافز المالية والنقدية في الدول العربية إبان الأزمة المالية العالمية ومآلاتها على جهود الإصلاح المالي" أوراق بحثية صادرة عن صندوق النقد العربي، 2011.
- 48 صندوق النقد الدولي، "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ"، سبتمبر 1999، الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت.
- 51 مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير التطورات النقدية والمصرفية، الربع الأول 2017، معدل العائد والاحتياطي القانوني.
- 52 بنك السودان المركزي "توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية" مخطط إدارة السياسة النقدية والتمويلية" الخرطوم: مطبوعات بنك السودان المركزي، 2006.
- 54 صندوق النقد الدولي (IMF)، "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام"، أعدها خبراء صندوق النقد والبنك الدوليين، 21 مارس 2001.

- NO. المرجع
- 2 Kang, Joong-Hong, "Monetary and exchange rate policies in a newly industrializing economy. The Korean experience". Bank of Korea, October 1994.
- 4 J. Pierre Pattat , Monnaie, Institution Fin. et Poli. monétaires , 4 éd , Eco. , paris , 1987.
- 5 G.L Bach , "Federal reserve policy making ", ( N.Y Alfred A . Knopf. 1950).
- 6 Einzig , M. P. : Means and Ends , Penguin Books Harmondsworth Middlesex , 1964 .
- 14 Mishkin, F. S., March 1999, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", NBER Working Paper 7044.
- 16 Bernd Hayo and Carsten Hefeker, "Do We Really Need Central Bank Independence? A Critical Re -examination", University of Basel, Discussion Paper 01/0 3, March 2001.
- 17 Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", The Journal of Economic Perspectives, Vol.11,No.2, Spring 1997.
- 24 Peter Van Els, Alberto Locarno, Julian Morgan and Jean-Pierre Villetelle, Monetary Policy Transmission In The Euro Area: What Do Aggregate And National Structural Models Tell Us? European Central Bank, working paper No. 94, December 2001.
- 25 Ben Bernanke and Mark Goertley, inside the black box: The Credit Channel of Monetary Transmission, national bureau of economic research (NBER), WP No.5146, June 1995.
- 27 Frederic S. Mishkin, The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy, national bureau of economic research, Working Paper 8617, Dec. 2001, pp 1-5, <http://www.nber.org>.
- 28 The Transmission Mechanism of Monetary Policy, The Monetary Policy Committee, Bank of England, pp 4-6, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
- 29 Jan Przystupa, The Exchange Rate in The Monetary Transmission Mechanism, Bureau of Macroeconomic Research, National Bank of Poland, WP, P6.
- 30 Gordon H.Sellon, Expectations And The Monetary Policy Transmission Mechanism, Federal reserve bank of Kansas city, economic review, fourth quarter, 2004.
- 33 Michael Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability", NBER Working Paper No. 8072, 2001.
- 34 Hugo Frey Jensen, "The Central Bank's Role in Debt and Reserve Management: The Danish Experience" in "Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems", IMF Institute and Monetary and Fiscal systems Department, 2003.
- 36 Mervyn, King, "Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline" , in " Budget Deficit and Debt : Issues and Options " , Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995.



- 37 Goodhart, Charles A.E., Pojanart Sunirand, and Dimitrios P. Tsomocos. (2004a). "A Model to Analyze Financial Fragility: Applications." *Journal of Financial Stability*.
- 38 Momi Dahan, "The Fiscal Effects of Monetary Policy", *International Monetary Fund*, Working Paper.
- 39 Domenech, R.; Taguas, D. and Varela, I. (2000). "The Effects of Budget Deficit on National Saving in the OECD", *Economics Letters*, 69.
- 40 Sargent, T. (1999). "A primer on Monetary and Fiscal Policy". *Journal of Banking and Finance*.
- 41 Tanzi, V. (2004). "The Economic Role of the State in the XXI Century", mimeo, paper prepared for presentation at a seminar at Politeia, London.
- 42 Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", *International Monetary Fund*, Working Paper. No.25, March 1998.
- 43 Iain Begg, "Running Economic and Monetary Union: The Challenges of Policy Co-ordination" in "Europe: Government and Money", the Federal Trust for Education and Research, 2002.
- 44 Pawel Marszalek, "Coordination of Monetary and Fiscal Policy", *The Poznan University of Economics*, Volume 3, Number 2, 2003.
- 45 Herman Bennett and Norman Loayza, "Policy Biases When the Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives", *Central Bank of Chile*, Working Paper No. 66, March 2000.
- 47 Faika El-Refaie, "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt", *The Egyptian Centre for Economic Studies (ECES)*, the 5th book, April 2002.
- 49 Cardoso, Eliana & Ahmed Galal, "Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East", the ECES, 2002.
- 50 Antonio Fatás & Andrew K. Rose, "Do Monetary Handcuffs Restrain Leviathan?" *Fiscal Policy in Extreme Exchange Rate Regimes*". *IMF, Staff Papers*, Vol.47. Special Issue, *IMF Annual Research Conference*, 2001.
- 51 *Central Bank Papers on "Monetary Policy Frameworks in the Arab Countries"*, AMF-BIS Working Party Meeting on Monetary Policy in the Arab Region, Abu Dhabi - United Arab Emirates, 25-26th, November 2015, <http://www.amf.org.ae>.
- 53 Stanley Fischer, "Modern Approaches to Central Banking", *NBER Working Paper Series*, No. 5068 March 1995.
- 55 Adam, M. and Ginsburgh, V. [ 1985] "The Effects of Irregular Markets on Macroeconomic Policy: Some Estimates for Belgium" *European Economic Review*, Vol. 29.
- 56 Lawrence J. Christiano and Terry J. Fitzgerald, "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", *NBER Working Paper No. 7668*, April 2000.

<http://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي  
ARAB MONETARY FUND