

قياس أثر السياسة النقدية على التضخم باستخدام نموذج ARDL واختبار السببية

أ.د. محمد ناظم حنفى*
أ.د. يسرى حسين طاحون**
أ.م.د. فاروق فتحى الجزار***
عبد الرحمن عبد الرحمن داود****

(*) أ.د. محمد ناظم حنفى: استاذ الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة طنطا .

Email : mohamed.hanfy@commerce.tanta.edu.eg

(**) أ.د. يسرى حسين طاحون: استاذ الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة طنطا .

Email : yousry.tahoon@commerce.tanta.edu.eg

(***) أ.م.د. فاروق فتحى الجزار: استاذ الاقتصاد المساعد كلية التجارة جامعة طنطا

Email : farouk.elgazar@commerce.tanta.edu.eg

(****) عبد الرحمن عبد الرحمن داود: باحث ماجستير اقصاد - كلية التجارة - جامعة طنطا .

Email : abdulrahmandawood777@gmail.com

ملخص البحث : -

تسعى هذه الدراسة الى قياس أثر السياسة النقدية على معدل التضخم فى كلٍ من مصر واختبار السببية ARDL ونيوزيلاندا خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠ باستخدام نموذج واختبارات جذر الوحدة واختبار الحدود للتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين السياسة النقدية والتضخم ، ولقد تم اختيار نيوزيلاندا نظراً لكونها أولى الدول التى قامت بتجربة تطبيق سياسة استهداف التضخم حيث بدأت أولى تجارب استهداف التضخم كنظام لإدارة السياسة النقدية فى نيوزيلاندا سنة ١٩٩٠ م وقد خلصت الدراسة إلى أنه بالنسبة لمصر توجد علاقة طردية بين سعر الصرف والتضخم خلال الفترة الأولى وعلاقة عكسية فى فترات لاحقه وأن هناك علاقة طردية بين المعروض النقدى والتضخم ، وبالنسبة لنيوزيلاندا تلاحظ أن زيادة سعر الصرف فى فترة ما يؤدى إلى انخفاض التضخم لنفس الفترة وبالنسبة للمعروض النقدى فإن زيادته فى فترة ما يؤدى إلى انخفاض التضخم لنفس الفترة وهى علاقة عكسية ويظهر من النتائج أيضا ان هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والتضخم، ولقد أوضح اختبار السببية بالنسبة لمصر أنه لا توجد علاقة بين النمو الاقتصادى والتضخم و توجد علاقة احادية الاتجاه من التضخم الى سعر الفائدة اى ان التضخم هو الذى يسبب سعر الفائدة فى مصر وتوجد علاقة احادية الاتجاه من سعر الصرف الى التضخم أى ان سعر الصرف يسبب التضخم وتوجد علاقة ثنائية الاتجاه بين المعروض النقدى والتضخم فى مصر اى ان التضخم يسبب المعروض النقدى والمعروض النقدى يسبب التضخم وبالنسبة لنيوزيلاندا أوضح اختبار السببية وجود علاقة احادية الاتجاه بين سعر الصرف والتضخم من سعر الصرف الى التضخم اى ان سعر الصرف هو الذى يسبب التضخم ولا توجد علاقة بين كلٍ من سعر الفائدة و المعروض النقدى و النمو الاقتصادى وبين التضخم

المصطلحات الأساسية :

السياسة النقدية - ARDL - اختبار السببية - اختبار الحدود

Research Summary

This study seeks to measure the impact of monetary policy on the inflation rate in each of Egypt and New Zealand during the period from 1990 to 2020 using (ARDL) model, Causality testing, unit root tests, and bounds testing to ensure the existence of a long-term relationship between monetary policy and inflation. New

Zealand was chosen due to it being the first country to experiment with implementing an inflation targeting policy. The first experiments with inflation targeting as a system for managing monetary policy began in New Zealand in 1990, and it was concluded. The study indicates that for Egypt there is a positive, significant relationship between the exchange rate and inflation during the first period and an inverse relationship in later periods, and that there is a positive, significant relationship between the money supply and inflation. As for New Zealand, it is noted that an increase in the exchange rate in a given period leads to a decrease in inflation for the same period and for the money supply. Increasing it in a certain period leads to a decrease in inflation for the same period, which is a significant relationship. The results also show that there is a significant relationship between the interest rate and inflation. The causality test for Egypt has shown that there is no relationship between economic growth and inflation. There is a unidirectional relationship from inflation to... The interest rate, meaning that inflation is what causes the interest rate in Egypt, and there is a unidirectional relationship from the exchange rate to inflation, meaning that the exchange rate causes inflation, and there is a two-directional relationship between the money supply and inflation in Egypt, meaning that inflation causes the money supply and the money supply causes inflation. As for New Zealand, it is clearer. Testing causality: There is a unidirectional relationship between the exchange rate and inflation, from the exchange rate to inflation, meaning that the exchange rate is what causes inflation, and there is no relationship between the interest rate, money supply, economic growth, and inflation.

Key Words:

Monetary policy - ARDL - causality test - Limit test .

المقدمة

تعتبر ظاهرة التضخم من أكثر الظواهر شيوعاً وهى ممتدة منذ عصور سابقة حتى وقتنا الحالى ولقد أصبح التضخم أحد المؤشرات الرئيسية التى توضح مدى تحكم الدولة فى اوضاع الاقتصاد الكلى ، ونجد أن المقصود من التضخم فى الفترة ما بين الحربين العالميتين لدى الكثير من الدول أنه " اصدار النقود بصفة مطلقة دون النظر الى حتمية وجود عوامل أخرى تقوم بغطاء هذا الاصدار النقدي " ... إلا أن هذا المفهوم قد تغير فيما بعد حيث أصبح المقصود منه هو " فائض النقد من السلع والخدمات " وذلك تأثراً بالنظريات والمفاهيم الكينزية ، وهناك من عرف التضخم بالتركيز على الأسباب المنشئة للتضخم مع تفاوت التركيز على هذه الأسباب بين تعريف وآخر ، فمنهم من عرف التضخم بأنه ناتج عن كل زيادة فى كمية النقد المتداول تؤدى الى زيادة فى المستوى العام للأسعار ، ومنهم من عرفه بأنه الارتفاع المستمر فى المستوى العام

للأسعار الناتج عن فائض الطلب عن المعروض من السلع والخدمات (١) خلال فترة زمنية معينة فى دولة ما ، كما أن كينز عرف التضخم بأنه زيادة المقدرة الشرائية التى لا يقابلها زيادة فى حجم الانتاج ، ونلاحظ أن جميع التعريفات التى تناولت ظاهرة التضخم تشير إلى ارتفاعات متوالية فى المستوى العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، وللتضخم أنواع مختلفة ومتعددة إلا أنها تشترك جميعها فى خاصية واحدة وهى : " عجز النقود عن أداء وظائفها أداءً كاملاً " ... ومن الجدير بالذكر أن للتضخم آثاراً اقتصادية مؤثرة فى مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، ومن أبرز هذه الآثار ارتفاع الأسعار بصفة عامة وخاصة أسعار السلع الاستهلاكية التى تؤثر بالسلب على أصحاب الدخل المحدودة... كما أنه من الآثار الاقتصادية للتضخم انخفاض القوة الشرائية للنقود ، ومن الآثار السلبية للتضخم أيضاً إضعاف ثقة الأفراد فى العملة المحلية وفقدان النقود لوظيفتها كمخزن للقيمة مما يؤدى الى حالة من الادخار السلبي ومن الآثار السلبية للتضخم أيضاً أن ميزان المدفوعات يحدث به اختلال متأثراً بارتفاع أسعار السلع المحلية التى (٢) تؤدى إلى انخفاض القدرة التنافسية للمنتجات المحلية مما يحد من التصدير ، و التضخم ما هو الا انعكاساً طبيعياً للاختلالات التى تحدث فى القوى الاقتصادية التى تكون فى حالة توازن فيحدث تأثيراً اقتصادياً يؤدى الى نتائج غير مرغوب فى حدوثها حيث تؤدى تلك النتائج الى التأثير بالسلب على المجتمع من الناحيتين الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء ، وسوف اتناول فى هذه الدراسة

المقارنة بين مصر ونيوزيلاندا وتحليل اثر سعر الفائدة والمعروض النقدي وسعر الصرف على

معدل التضخم فى كل من مصر و نيوزيلاندا خلال فترة الدراسة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠ ولقد تم اختيار نيوزيلاندا للمقارنة مع مصر بالدراسة والتحليل حيث أنها أولى الدول التى قامت بتجربة استهداف التضخم سنة ١٩٩٠ وحقت خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠ م نجاحاً ملحوظاً فى استهدافها للتضخم .

(١) غازى حسين عناية ، التضخم المالى ، دار الجبل ، بيروت الطبعة الأولى ، سنة ١٩٩٢ ، ص ١٩ . ٢٠

(٢) زكى ، رمزي ، مشكلة التضخم فى مصر أسبابها وتناجها مع مقترحات لمكافحة الغلاء ، القاهرة ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ،

١٩٨٠ ، ص ٦٠١ ، ٦٠٢ .

*** مشكلة البحث :**

أصبح التضخم مؤشراً اقتصادياً هاماً فى قياس معدلات النمو الاقتصادى وأصبح يستدعى من السلطات النقدية احتواءه ومعالجة أسبابه ، فبقدر كونه مشكلة اقتصادية يتوجب على السلطات النقدية لجمهورية مصر العربية استخدام أدواتها للحد منه وإزالة آثاره السلبية والتي هى حجر الزاوية لمشكلة البحث حيث يؤثر على المستوى العام للأسعار بشكل لا يقابله زيادة فى الدخل الحقيقى للأفراد مما أثر على الوضع الاقتصادى من جهة ومن جهة أخرى أصبح يستدعى من السلطات النقدية احتواءه ومعالجة أسبابه ، فبقدر كونه مشكلة اقتصادية يتوجب على السلطات النقدية لجمهورية مصر العربية استخدام أدواتها للحد منه وإزالة آثاره السلبية والتي هى حجر الزاوية لمشكلة البحث حيث يؤثر على المستوى العام للأسعار بشكل لا يقابله زيادة فى الدخل الحقيقى للأفراد مما أثر على الوضع الاقتصادى من جهة ومن جهة أخرى على الوضع الاجتماعى خلال المدة الزمنية التى تتناولها الدراسة مما يثير تساؤلاً رئيسياً هو :

هل يمكن للسياسة النقدية المستخدمة أن تقوم باستهداف التضخم وتحقيق الاستقرار فى المستوى العام للأسعار داخل مصر ؟

ويتبع هذا السؤال الرئيسى مجموعة من الأسئلة الفرعية نوجزها فيما يلى :-

- ١ - هل لسعر الفائدة تأثير على التضخم ؟
- ٢ - هل للمعروض النقدى تأثير على التضخم ؟
- ٣ - هل لسعر الصرف تأثير على التضخم ؟

*** فروض البحث :**

لكى نجيب على مشكلة البحث نحيل مجموعة من الفرضيات كما يلى :-

* هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المعروض النقدى وبين معدل التضخم فى كلٍ من مصر ونيوزيلاندا

* هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر الفائدة وبين معدل التضخم فى كلٍ من مصر ونيوزيلاندا

* هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر الصرف وبين معدل التضخم فى كلٍ من مصر ونيوزيلاندا

* أهداف البحث :

يهدف البحث الى تأكيد فرضيته وبالتالي الوقوف على أهداف السياسة النقدية المستخدمة من خلال تبني سياسات اقتصادية رشيدة تساعد على الحد من التضخم واستهدافه واستقرار الأسعار وفقاً لما يلي :-

- ١ - معرفة أثر السياسة النقدية المستخدمة على معدل التضخم خلال المدة الزمنية للدراسة .
- ٢ - تحليل وإبراز إيجابيات وسلبيات السياسة النقدية التي استخدمتها السلطة النقدية.
- ٣ - تحديد الآثار الاقتصادية والاجتماعية للضغوط التضخمية وتأثيرها في الاقتصاد المصرى.
- ٤ - إبراز النتائج والتوصيات التي تساعد فى علاج الخلل فى هيكل الاقتصاد المصرى.

* أهمية البحث :

تبدو أهمية البحث فيما يلي :-

- ١ - يوضح دور السياسة النقدية التي تستخدمها السلطة النقدية فى تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية

- ٢ - يوضح أهمية السياسة النقدية فى التأثير على معدل التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادى

* منهج البحث :

يستخدم الباحث المنهج الاستقرائى لتجميع وتحليل البيانات الخاصة بالدراسة مع استخدام بعض أساليب التحليل القياسى لاختبار صحة الفرض الأساسى للدراسة .

* الحدود الزمنية للبحث :

حدود الزمان تشمل الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م

* الحدود المكانية للبحث :

تقتصر حدود المكان على جمهورية مصر العربية ودولة نيوزيلاندا

* خطة الدراسة:

ينقسم البحث الى الاقسام التالية بالإضافة الى المقدمة السابقة

أولاً : الدراسات السابقة

ثانياً: أثر السياسة النقدية على التضخم(دراسة تجارب دولية - مصر ونيوزيلاندا) خلال الفترة من

١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م

ثالثاً : النموذج القياسى

رابعاً : النتائج والتوصيات

أولاً : الدراسات السابقة :

لقد تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع أثر السياسة النقدية على التضخم ومنها: دراسة : (Dhakal and Kandil ,1994) والتي تناولت محددات معدل التضخم في الولايات المتحدة " : تحقيق بشأن ضريبة القيمة المضافة " و لقد ناقشت هذه الدراسة أهم محددات مستوى التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي متضمناً أهم العوامل الاقتصادية التي تؤثر على المستوى العام للأسعار في الاقتصاد الأمريكي وقد توصلت هذه الدراسة الى أن التغير في كل من عرض النقود والأجور وأسعار الطاقة وعجز الموازنة تعتبر من العوامل الرئيسية التي تؤثر في مستوى التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية ، بالإضافة الى ان تلك الدراسة بينت من خلال استخدام اسلوب التباين أن التغيرات النقدية مثل عرض النقود تؤثر بشكل كبير في مكونات التضخم الأمريكي .

واستهدفت دراسة (Uabide , 1997) اهم محددات معدل التضخم في موزمبيق خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ١٩٩٦ م ، حيث كان معدل التضخم في موزمبيق مرتفعاً باستمرار حتى عام ١٩٩٥ ، ثم انخفض في عام ١٩٩٦ إلى ١٧ في المائة من ٧٠ في المائة في عام ١٩٩٤ ، وتشير هذه الدراسة إلى أن نمط التضخم في موزمبيق هو مزيج من الاتجاه "الأساسي" الذي حددته السياسات الاقتصادية ، والسلوك الموسمي الذي يتبع ذلك بشدة من الزراعة ، ومجموعة من الأحداث غير المنتظمة التي تتوافق بشكل أساسي مع الظروف الزراعية المناخية ، وتظهر النتائج التجريبية أن التشديد الملحوظ للسياسة النقدية في عام ١٩٩٦ كان السبب النهائي للسيطرة على التضخم في عام ١٩٩٦ ، وبالتالي يبدو أنه يتوافق مع تغيير في الاتجاه "الأساسي" للتضخم الذي قد يكون له آثار طويلة الأمد .

بينما دراسة: (Domac , Elbirt,1998) قام فيها المؤلفان بالبحث في سلوك ومحددات التضخم في ألبانيا ، حيث في عام ١٩٩٥ ، سجلت ألبانيا معدل تضخم بنسبة ٦٪ ونمو اقتصادي بنسبة ١٣.٣٪ وهو ثاني أدنى معدل تضخم بعد كرواتيا ، وأعلى نمو اقتصادي بين جميع اقتصادات الدول التي تمر بمرحلة انتقالية فكانت التطورات الإيجابية على مستوى الاقتصاد الكلي في الفترة من ١٩٩٣ إلى ١٩٩٥ م ، ومع ذلك انعكست في

عام ١٩٩٦ - إلى حد كبير بسبب السياسات المالية المتراخية ، وبطء التقدم في الإصلاحات الهيكلية ووجود

نظام مؤسسي ضعيف وانهيار المخططات والاضطرابات المدنية اللاحقة في أوائل عام ١٩٩٧ أدت إلى المزيد من تدهور ظروف الاقتصاد الكلي ونتيجة لذلك ارتفع معدل التضخم من ٥ في المائة في عام ١٩٩٥ إلى ١٧.٤ في المائة في عام ١٩٩٦، و اعتباراً من سبتمبر ١٩٩٧ ارتفع معدل التضخم إلى ٣١.٦ في المائة (على أساس سنوي) مما حذى بالباحثين سنة ١٩٩٨ الى استخدام ثلاث طرق لبحث محددات واسباب التضخم أولى هذه الطرق تقوم بتحليل التضخم إلى أربعة مكونات (الموسمية والدورية والاتجاهية والعشوائية) باستخدام اختبار السببية المستخدم على نطاق واسع ، باستخدام بيانات مفصلة عن كل من مؤشر أسعار المستهلك (CPI) والمتغيرات الاقتصادية الرئيسية ؛ وتطبيق تقنيات التكامل المشترك وتصحيح الخطأ على عملية التضخم باستخدام نموذج نظري بسيط باستخدام النهج الأول ، استنتجوا أن التضخم يُظهر أنماطاً موسمية قوية مرتبطة بالموسمية الزراعية تتوافق القيم والقيعان في المجاميع النقدية مع معدلات التضخم ، مع تأخر لمدة شهرين. يُظهر سعر الصرف أيضاً موسمية مستقرة ، حيث وصل إلى أدنى مستوياته في أغسطس ويميل إلى الانخفاض في وقت مبكر من العام ، و يوضح اختبار سببية جرانجر أن M1 (العملة المتداولة بالإضافة إلى الودائع تحت الطلب) وسعر الصرف يحتويان على محتوى تنبؤي لمعظم عناصر مؤشر أسعار المستهلك .

ولقد خلصت هذه الدراسة الى بحث اسباب التضخم فى جمهورية ألبانيا وتوصلت نتائجها الى أن التضخم يرتبط بعلاقة معنوية ايجابية مع معدل نمو عرض النقود وسعر الصرف وأن التضخم فى نفس الوقت يرتبط بعلاقة عكسية مع معدل نمو الدخل الحقيقى للأفراد الا أن هذه النتيجة تختلف مع وجهة نظر المدرسة الكينزية التى ترى ان ارتفاع معدل الدخل الحقيقى يؤدى الى ارتفاع المستوى العام للأسعار .

أما دراسة (Honda,2000) فلقد تناولت بعض الاختبارات حول تأثيرات استهداف التضخم في نيوزيلندا وكندا والمملكة المتحدة وذلك بغرض توضيح اثار استهداف التضخم على متغيرات الاقتصاد الكلى باستخدام نموذج VAR حيث تم استخدام متغيرات أربعة هى معدل التضخم ، معدل نمو الناتج المحلى الحقيقى الاجمالى ، معدل التغير فى السعر الاسمى للصرف ، ومعدل الفائدة الاسمى فى الوقت قصير الأجل وذلك خلال الفترة من ١٩٧٨ حتى ١٩٩٧ لكل من نيوزيلندا ، كندا وانجلترا حيث قام فى البداية بتقدير هذه المعادلة لكل متغير فى كل من الدول الثلاثة وحساب المجموع التريعى للبواقي عن طريق استخدام البيانات فى ظل السياسة السابقة لسياسة استهداف

التضخم حيث تم تطبيقها على نيوزيلاند خلال الفترة من ١٩٧٨ حتى ١٩٨٩ وعلى كندا من سنة ١٩٧٨ حتى سنة ١٩٩٠ وعلى المملكة المتحدة من ١٩٧٨ حتى ١٩٩٢ ثم قام بحساب معيار احصاءات اختبار شو Chow فأظهرت النتائج أنه لا يمكن رفض فرضية عدم أى لا يوجد تغير هيكلي فى جميع تلك الدول عند مستوى الدلالة ٥% وقام بتفسير النتائج التى حصل عليها بتفسيرين اثنين هما :-

اولاً : ان استهداف التضخم يمكن ان يكون له تأثير كبير على متغيرات الاقتصاد الكلى .

ثانياً : قد يكون عدد معلمات النموذج كبير جداً فى اغلب الملاحظات التجريبية .

وخلص من ذلك الى ان فعالية استهداف التضخم مشكوك فيها فى وقت القيام بدراسته لها الأمر الذى جعله يوصى بالقيام بمزيد من البحث والتحقق لاتاحة البيانات ثم وضع نماذج بديلة .

و لقد حاولت دراسة (Minella , 2001) البحث فى العلاقة بين السياسة النقدية وبين العناصر الأساسية للاقتصاد الكلى والتى تتطوى على العلاقة بين الانتاج ومعدل التضخم ومعدل الفائدة والنقود فى البرازيل باستخدام نموذج الانحدار الذاتى VAR خلال الفترة من ١٩٧٥ حتى ٢٠٠٠م ، وفى تلك الدراسة قام الباحث بالمقارنة بين ثلاثة فترات مختلفة تشهد تغيرات فى التضخم حيث تمثلت تلك التغيرات فى الزيادة المعتدلة للتضخم خلال الفترة من ١٩٧٥ حتى ١٩٨٥ م ثم الفترة من ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٠م ، ولقد استنتج من خلال الدراسة مجموعة من الاستنتاجات الرئيسية هى :-

أ - صدمات السياسة النقدية تؤثر بشدة على حجم الانتاج

ب - خلال الفترتين الأولى والثانية لم تحفز تلك الصدمات على انخفاض معدل التضخم ولكنه لاحظ وجود مؤشرات أخرى تدل على ان تلك الصدمات لها قدرة فى التأثير على الأسعار بعد تبني سياسة استهداف التضخم

ج - السياسة النقدية لم تستجيب بفاعلية لمعدل التضخم والانتاج خلال الفترة الأخيرة

د - لاحظ وجود تراجع نقدي خلال الفترات الثلاث بالتزامن مع صدمات أسعار الفائدة الايجابية

بينما دراسة (Monhanty, klau M., 2001) تناولت اقتصاديات ١٤ أربعة عشر دولة ناشئة باستخدام بيانات سنوية مجمعة لمعرفة محددات التضخم ولقد أسفرت هذه الدراسة عن تأثير الجانب الهيكلي للاقتصاد فى المستوى العام للأسعار بشكل أساسى و أن أسعار السلع الغذائية تتأثر بشكل ملحوظ بالظروف المناخية لدول الدراسة وأن التوسع فى عرض النقود وزيادة الطلب لهما تأثير فى التضخم فى البعض من دول الدراسة كما بينت الدراسة أن تأثير أسعار النفط على التضخم يختلف

من دولة الى أخرى وذلك بسبب تباين استجابة هذه الدول لصدمات أسعار النفط وخلصت تلك الدراسة الى أن مستوى التضخم فى تلك الدول يتأثر بعوامل العرض مثل أسعار الصرف و أسعار الواردات والصدمات التى تنشأ فى القطاع الزراعى .

بينما فى دراسة (Eser, T.,2002) تناول من خلال دراسته تطبيق استهداف التضخم فى الاقتصاد التركى خلال الفترة من ١٩٨٠ حتى ٢٠٠١م باستخدام أربع نماذج VAR مختلفة حيث قام فى البداية باستخدام نموذج يضم متغيرين هما عرض النقود والأسعار ثم أضاف بعد ذلك أدوات السياسة النقدية الأخرى مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف الإسمية بغرض تقييم أثر مساهمتها فى نظام VAR بالنسبة لتركيا ثم أضاف بعد ذلك سلسلة الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى لمعرفة آثارها على مستوى الأسعار حيث تضم هذه السلسلة نماذجاً موسمية فخلصت هذه الدراسة الى ضرورة توافر شرطين فى تركيا لاستهداف التضخم هما :

أ - استقلالية البنك المركزى التركى وتحرره من هيمنة الحكومة .

ب - استقرار الأسعار باعتبارها هدفاً وحيداً بالإضافة الى توافر المرونة فى سعر الصرف .
وبعد تلك الدراسة القياسية حول العلاقة بين أدوات السياسة النقدية تحصل على النتائج التالية:-

أ - هناك علاقة مباشرة بين أدوات السياسة النقدية ولكنها ضعيفة

ب - أن التضخم ليس مستقراً ولا يمكن التنبؤ به

ج - أن التوقعات التضخمية من بين الأسباب الرئيسية لارتفاع معدلات التضخم فى تركيا وبناءً عليه يتعين على السلطات النقدية العمل على تقليل تأثير التوقعات التضخمية بانتهاج سياسات أكثر شفافية من خلال اعلام الجمهور بالتغيرات فى السياسة النقدية مع توضيح أسباب هذه التغيرات وتوضيح الهدف من سياسة استهداف التضخم باعتبارها سياسة جديدة .

بينما هدفت دراسة Bayo, F., Adekunle Ajasin University,2003 الى محاولة التعرف على محددات التضخم فى نيجيريا خلال الفترة من ١٩٨١ حتى ٢٠٠٣م نظراً لما تعرض اليه الاقتصاد النيجيرى من موجات تضخمية حادة خلال تلك الفترة بسبب الاعتماد الكبير على الواردات مما ترتب عليه من عجز فى ميزان المدفوعات حيث بلغ عجز الموازنة سنة ١٩٩٩م مبلغ ٢١.٦ مليار دولار بما يزيد على أربعة أضعاف عجزالموازنة خلال سنة ١٩٨٣م حيث كان ٥.٣٩ مليار دولار ، ومع تبني خطط اصلاحية من خلال تطبيق برامج الاصلاح الهيكلى حيث قامت الحكومة بتخفيض الانفاق على الدعم فانخفض العجز وصاحب ذلك ارتفاع معدل التضخم ليصل

الى ٥٧% خلال عام ١٩٩٤م مما أدى الى حدوث أثراً سلبياً على كل من الادخار والاستثمار والناتج المحلى الاجمالى وميزان المدفوعات النيجيرى ، ولقد تناولت الدراسة بالتحليل محددات التضخم باستخدام تحليل الانحدار وتوصلت الى ان المتغيرات المفسرة وهى عجز الموازنة وسعر الصرف وسعر الفائدة وعرض النقود لها أثر معنوى موجب فى تفسير التضخم حيث فسرت هذه المتغيرات ٧٢% من التغيرات فى معدل التضخم بينما هدفت دراسة , Al Raisi , Pattanaik, 2005 الى معرفة مدى قوة تأثير سعر الصرف على مستوى التضخم فى سلطنة عمان باستخدام بيانات شهرية خلال المدة من عام ١٩٩٠ حتى عام ٢٠٠٤م مستخدمة فى ذلك الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين والأرقام القياسية لأسعار مبيعات الجملة باعتبارها المؤشر المحلى للتضخم فى سلطنة عمان بغرض اختبار مدى تأثير سعر الصرف على معدل التضخم وذلك باستخدام اسلوب التكامل المشترك والانحدار الذاتى من أجل تحقيق هدف الدراسة وخلصت هذه الدراسة الى أن سعر الصرف الاسمى يؤثر معنوياً على كل من الارقام القياسية لأسعار المستهلك والأرقام القياسية لأسعار مبيعات الجملة بينما استهدفت دراسة Khan , 2006, Schimmelpfennig, معرفة محددات التضخم فى باكستان ودراسة العلاقة المزدوجة بين نموذج النقديين والهيكلين لشرح ظاهرة التضخم فى باكستان خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠٠٥م وذلك باستخدام دعم أسعار القمح لتوضيح بعض القيود على جانب العرض ، وتوصلت هذه الدراسة الى أن العوامل النقدية تؤثر بشكل كبير على معدل التضخم ، حيث تبحث هذه الورقة فى الأهمية النسبية للعوامل النقدية والبنوية حيث تم تحديد نموذج تضخم منمق يتضمن المتغيرات النقدية القياسية (عرض النقود ، الائتمان الموجه إلى القطاع الخاص) ، وسعر الصرف ، وكذلك سعر دعم القمح كعامل من عوامل جانب العرض ، ولقد تم تقدير النموذج للفترة من يناير ١٩٩٨ إلى يونيو ٢٠٠٥ على أساس شهري بينما دراسة دراسة Al-Mashat, 2008 خلصت الى ان البنك المركزى المصرى اتخذ خطوات جادة على صعيد تطوير إطار السياسة النقدية بهدف تبني استهداف التضخم على المدى المتوسط حيث قامت بتحليل ديناميكيات التضخم في مصر من خلال تقدير عدد من النماذج النقدية ، وتشير النتائج التجريبية إلى أن نموذج الفجوة النقدية الذي يستند إلى السيولة المحلية يتفوق من حيث الأداء على صيغ النماذج الأخرى، كما أنه يرصد ديناميكيات التضخم على نحو أفضل.

بالإضافة إلى ذلك، وفي ضوء برنامج الإصلاح المصرفي الذي قام به البنك المركزي المصري في عام ٢٠٠٤ وأخذاً في الاعتبار خبرات الأسواق الناشئة التي تستهدف التضخم، قامت هذه الدراسة بتقييم مدى استعداد مصر لتبني إطار استهداف التضخم بالمقارنة مع البلدان الأخرى.

وخلص التحليل إلى أن الاقتصاد المصري لا يعاني من أي عوائق تجعله غير مؤهل لتبني إطار استهداف التضخم، إلا أن ذلك يتطلب اتخاذ مجموعة من الإصلاحات منها تحسين أوضاع المالية العامة وتطوير قاعدة بيانات الاقتصاد الكلي .

وجاءت دراسة (Essien, 2009) حيث تتناول هذه الدراسة فعالية السياسة النقدية في معالجة التضخم بالاقتصاد النيجيري حيث تبين فشل السياسة النقدية في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية الأساسية ووضحت تلك الدراسة مدى معاناة الشعب النيجيري من نتائج الإصلاحات الاقتصادية التي اتخذتها الحكومة النيجيرية وخاصة ارتفاع معدلات التضخم واستخدمت تلك الدراسة نموذج اقتصادي قياسي للطلب على النقود بغرض بحث تلك الإشكالية ، وقد تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى على بيانات سلسلة زمنية للفترة من ١٩٧٠ حتى ٢٠٠٦م بغرض تحديد اتجاه وطبيعة العلاقة السببية بين الطلب على النقود ومحددات هذا الطلب وقد اعتمد الباحث على النقود بمعناها الواسع ، نصيب الفرد الحقيقي من الناتج القومي الإجمالي ، معدل الفائدة ، معدل التضخم بالإضافة الى اعتماد تقنيات ثابتة مثل التكامل المشترك لفحص البيانات بغرض تحديد ما اذا كانت هناك علاقة على المدى الطويل بين المتغيرات الاقتصادية ام لا ، وقد تم تقسيم فترة العينة الى فترتين فرعيتين ، الفترة الفرعية الأولى من سنة ١٩٧٠ حتى سنة ١٩٩٢م والثانية من سنة ١٩٩٣ حتى سنة ٢٠٠٦م وذلك بغرض اختبار استقرار معامل الانحدار ، وخلصت هذه الدراسة الى أن الاستهداف النقدي باعتباره استراتيجية للسياسة النقدية ليس له تأثير فعال في السيطرة على التضخم في نيجيريا حيث ان هناك علاقة غير متوقعة وغير مستقرة بين الهدف النهائي وبين المتغيرات الوسيطة وقد أوصى الباحث بضرورة استهداف التضخم بدلا من استهداف النقود من أجل السيطرة على التضخم في نيجيريا .

وفي دراسة (المصباح، ٢٠٠٦) والتي عنوانها " محددات التضخم في سوريا خلال الفترة من ١٩٧٠ حتى سنة ٢٠٠٤م ، مجلة العلوم الاجتماعية ، مجلس النشر العلمي ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٦م "وقد تناولت هذه الدراسة محددات التضخم في سوريا خلال الفترة من ١٩٧٠ حتى سنة ٢٠٠٤م حيث استخدم الباحث أسلوب التكامل المشترك وتصحيح الخطأ باستخدام بيانات سنوية لقياس أثر

بعض المتغيرات الاقتصادية على التضخم في سوريا. خلال الفترة المذكورة . وهذه المتغيرات تشمل عرض النقود ، وأسعار الواردات ، وفجوة الطلب (مؤشر الركود الاقتصادي) وهو النسبة المئوية للفرق النسبي بين الناتج المحلي الاجمالي وبين الدخل القومي وتوصل الباحث الى أن التضخم في سوريا يتم تفسيره في الأجل الطويل بثلاث متغيرات أساسية هي : السياسة النقدية للدولة والتي يعبر عنها بنسبة العرض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، ومؤشر الركود الاقتصادي ، ومؤشر الرقم القياسي لأسعار الواردات ، واتضح للباحث أن العلاقة بين المتغيرات المفسرة تتكامل تكاملاً مشتركاً مع مؤشر التضخم (CPI) أى أن هناك علاقة طويلة الأجل بين هذه المتغيرات المفسرة من جهة وبين مؤشر التضخم من جهة أخرى، كما تبين له أن هناك علاقة سببية في الأجلين القصير والطويل تتجه من المتغيرات المفسرة إلى مؤشر التضخم ، وأن هناك علاقة متجهة في الأجل القصير من الرقم القياسي للأسعار إلى مؤشر السياسة النقدية ، وفي الأجلين القصير والطويل توجد توجد علاقة متجهة من الرقم القياسي للأسعار إلى فجوة الطلب (مؤشر الركود الاقتصادي) .

وفي دراسة (العمر ، ٢٠٠٧) والتي عنوانها : " محددات التضخم في الكويت خلال الفترة من ١٩٧٢ حتى ٢٠٠٤ م " بحثت هذه الدراسة محددات التضخم في الكويت خلال الفترة من ١٩٧٢ حتى ٢٠٠٤م ، ولقد هدفت هذه الدراسة الى معرفة المحددات الأساسية للتضخم في الكويت خلال الفترة المذكورة باستخدام اختبار جرانجر للسببية (Granger causality test) وخلصت هذه الدراسة إلى أن عرض النقود يؤثر في الأجل الطويل فقط بينما باقى المتغيرات المفسرة والتي تتمثل في الناتج المحلي الحقيقي والتضخم المستورد ليس لها أى تأثير على معدل التضخم المحلي خلال فترة الدراسة .

وفي دراسة (صالح ، ٢٠٠٨) تناولت الباحثة محددات التضخم في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من ١٩٧٠ حتى ٢٠٠٦م) ، حيث قامت الباحثة في دراستها بصياغة نموذج للتضخم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة المذكورة وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتى (VAR) ونموذج تصحيح الخطأ ، ولقد شمل نموذج التضخم الذى استخدمته الباحثة معدل التضخم العام لأسعار المستهلك (C P I) باعتباره متغيراً تابعاً ، ومتغيرين مستقلين هما كمية النقود المعروضة في التداول ، والتضخم المستورد، ولقد خلصت الدراسة إلى أن التضخم المستورد له دوراً أساسياً في تغذية الضغوط التضخمية نتيجة انفتاح المملكة العربية السعودية على العالم الخارجى مما سهل انتقاله من الدول المتقدمة الى اقتصاد المملكة العربية السعودية وذلك بسبب زيادة الواردات بالاضافة

الى زيادة السيولة النقدية كمتغير محلى لا يمكن تجاهل تأثيره على معدل التضخم وأوصت الدراسة بوجود استخدام سياسة التقليل من الواردات والتحكم فى الاصدار النقدى من أجل التخفيف من حدة التضخم .

وجاءت دراسة (رمضان ، ٢٠١٠) لتبحث " العلاقة بين عجز الموازنة والتضخم فى مصر : دراسة تطبيقية ١٩٨٠ " استخدمت الباحثة خلال دراستها نموذج قياسى وهو نموذج الانحدار الذاتى ذو فترات الابطاء الموزعة (ARDL) بغرض اختبار وجود علاقة بين عجز الموازنة والتضخم فى مصر بهدف قياس أثر عجز الموازنة العامة على التضخم خلال الفترة من ١٩٨٠ حتى ٢٠٠٦ م وتوصلت إلى أنه توجد علاقة تكامل طردية بينهما بمستوى معنوية ٩٥ % .

بينما دراسة (الزهوى ، ٢٠١٠) والتي عنوانها : "دراسة اقتصادية قياسية لمحددات التضخم فى مصر ١٩٨٦ - ٢٠٠٦م" ولقد هدفت هذه الدراسة الى تقدير معلمات دالة التضخم فى مصر فى الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة من ١٩٨٦ حتى ٢٠٠٦م وذلك باستخدام اسلوب اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ وتوصل الباحث الى أن كلاً من سعر الصرف وسعر الفائدة وعرض النقود لهم أثر معنوى فى تحديد التضخم فى مصر ، وجاءت دراسة (يحيى ، ٢٠١٤) بعنوان : محدثات التضخم فى الجزائر ، دراسة قياسية باستعمال نماذج متجهات الانحدار الذاتى المتعدد الهيكلية خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠١٢م ، و هدفت هذه الدراسة الى معرفة محدثات التضخم الأساسية فى الاقتصاد الجزائرى خلال الفترة من ١٩٧٠ - ٢٠١٢م ، وذلك باستعمال متجه الانحدار الذاتى " VAR " وتحليل التباين ودوال الاستجابة للحظية مستخدماً نموذجاً مفسراً للتضخم يضم متغيرات نقدية تتمثل فى " عرض النقود ، معدل الفائدة و سعر الصرف " ومتغيرات غير نقدية متمثلة فى " الناتج المحلى الاجمالى ، الأجور ، الايرادات ، النفقات ، وقيمة الواردات " فاستنتج أن الأجور بالاضافة الى الواردات ، الناتج المحلى الاجمالى ، المعروض النقدى والانفاق الحكومى على الترتيب تعتبر المحدد الرئيسى للتضخم فى الأجل القصير أما فى الأجل المتوسط والطويل فيكون المحدد الرئيسى للتضخم هو المعروض النقدى ، الواردات ، الأجور و الايرادات وجاءت دراسة (محسن ، ٢٠١٦) بعنوان : " استهداف التضخم كإطار لادارة السياسة النقدية فى مصر : دراسة مقارنة" ولقد استهدفت الدراسة قياس العلاقة بين الادوات الرئيسية للسياسة النقدية وبعض المتغيرات الاقتصادية لتحديد مدى استقرار العلاقة بينهما بما يساعد فى صياغة السياسة النقدية كشرط من شروط التحول نحو النظام الجديد ، ولقد توصلت الدراسة الى وجود العديد من

المعوقات التى لا تزال تمثل تحدياً امام صناع السياسة النقدية والتى تتمثل اهمها فى محدودية استقلالية البنك المركزى المصرى بسبب هيمنة الحكومة على لجنة السياسة النقدية بالاضافة الى تدنى الملائة النقدية للحكومة ومن اجل تقييم المرحلة الانتقالية لاستهداف التضخم فى الحالتين الشيلية والمصرية فقد استخدم الباحث نماذج الانحدار الذاتى والمتوسطات المتحركة ARMA ونموذج الانحدار الذاتى المشروط بعدم ثبات التباين ARCH والنسخة المعممة منه GARCH لتحليل أداء السياسة النقدية بكل من مصر وشيلي ولقد توصلت الدراسة الى عدم وجود أى دلالات تطبيقية ترجح ان المعدلات المنخفضة للتضخم فى شيلي خلال الفترة الانتقالية تعود الى الاعلان عن النظام النقدى الجديد وكذلك الامر بالنسبة للمرحلة الانتقالية فى مصر منذ يونيو من عام ٢٠٠٥ وهو تاريخ اعلان البنك المركزى عن عزمه تبني سياسة استهداف التضخم فور توافر المتطلبات الاساسية اللازمة لها وهى الفترة التى مازالت مستمره حتى تاريخ هذه الدراسة لم تشهد انخفاضاً فى معدلات التضخم عن المعدلات فى الفترة السابقة للمرحلة الانتقالية بل حدث ارتفاعاً كبيراً فى معدلات التضخم والتقلبات الخاصة به وبالنسبة لاستقرار العلاقة بين ادوات السياسة النقدية وبين المتغيرات المستهدفة فقد ثبت غياب العلاقة بين المتغيرات الداخلة فى التضخم كمتغيرات مستقلة وبين التضخم كمتغير تابع واكدت الدراسة ان التضخم الذى يحدث فى مصر يعود بالدرجة الاولى الى التغيرات التى تحدث فى الاسعار وليس بسبب متغير آخر .

بينما فى دراسة (دبات ، ٢٠١٧) والتى عنوانها : "السياسة النقدية واستهداف التضخم بالجزائر خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠١٢" تناولت الباحثة البحث عن العلاقة بين نمو الناتج المحلى الخام ، معدل إعادة الخصم فى الجزائر ، مؤشر أسعار الاستهلاك بالجزائر ، تطور الكتلة النقدية ، سعر الصرف الاسمى باستخدام نموذج " VAR " خلال فترة الدراسة من ١٩٧٠ حتى ٢٠١٢ م فكانت النتائج هى ضالة استجابة أسعار الاستهلاك لأى صدمات مفاجئة فى معدل إعادة الخصم وسعر الصرف ، كما استنتجت أن أى تغير مفاجئ فى سعر الصرف يؤدي الى تغير سلبي فى مؤشر أسعار الاستهلاك ، بينما ما يخص معدل إعادة الخصم فهناك علاقة متبادلة بينه وبين مؤشر أسعار الاستهلاك خلال الفترات الأولى فقط ، أما الكتلة النقدية فكان تأثيرها فى حالة تذبذب بين الارتفاع والانخفاض وجاءت دراسة (الخربوطلى ، ٢٠١٩) وعنوانها: "ممرات السياسة النقدية واستهداف التضخم ، معهد والبحوث البيئية " حيث استهدفت الدراسة تقييم فعالية ممرات السياسة النقدية ومدى كفاءتها فى تحقيق اهم اهدافها وهو استمرار استقرار المستوى العام للأسعار مع تحقيق

مستوى منخفض من معدلات التضخم بغرض بناء الاطار اللازم لتبنى استهداف التضخم فى جمهورية مصر العربية وتحليل الأهمية النسبية لممرات انتقال أثر السياسة النقدية فى التأثير على معدلات التضخم خلال الفترة من ١٩٩٧ حتى ٢٠١٧م عن طريق قياس العلاقة بين أهم مخرجات السياسة النقدية وبين معدلات التضخم وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتى متعدد المتغيرات بالاعتماد على بيانات ربع سنوية تغطى فترة الدراسة ولقد خلصت الدراسة الى وجود علاقة معنوية بين التغير فى سعر الصرف ومعدل التضخم وتحليل الأهمية النسبية لممرات انتقال اثر السياسة النقدية تبين ارتفاع الأهمية النسبية لممر سعر الصرف بالمقارنة بالممرات الأخرى ، واوصت الدراسة بضرورة المحافظة على استقرار البيئة الاقتصادية الكلية مع تبنى استهداف تضخم مرن مع الاستفادة من البيئة الاقتصادية والتي من اهم عناصرها نظام تعويم سعر الصرف الذى تم اعتماده فى نوفمبر من عام ٢٠١٦م.

واختتم الدراسات السابقة بدراسة (البرماوى ، الجزار ، ٢٠٢٢) والتي_عنوانها : " التأثير غير المتماثل لصددمات سعر الفائدة على معدل التضخم باستخدام نموذج (NARDL) ، دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصرى " حيث_قامت هذه الدراسة بتقديم أدلة تطبيقية للتأثير الغير متماثل لصددمات سعر الفائدة على معدل التضخم وذلك من خلال استخدام بيانات شهرية من اول عام ٢٠١٦ حتى نهاية عام ٢٠٢٠ لكل من سعر الفائدة ومعدل التضخم وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتى ذو الفجوات الموزعة غير الخطى (NARDL) ، ولقد توصلت الدراسة الى ان :

١ - العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل التضخم علاقه غير خطية حيث تبين الباحثان ان تأثير الصدمات الموجبة لسعر الفائدة على معدل التضخم يختلف عن تأثير الصدمات السالبة لسعر الفائدة حيث أثبتنا ذلك من خلال اختبار Wald Test .

٢ - ان العلاقة بين الصدمات الموجبه لسعر الفائدة ومعدل التضخم فى الأجل القصير علاقة طردية وذات معنوية احصائية بمعلمة تقدر ب ٦٤ . عند مستوى معنوية ٥% ولكن عند وجود فترة ابطاء واحده تصبح هذه العلاقه غير معنوية ، بينما فى الأجل الطويل تكون العلاقه غير معنوية .

٣ - لاحظ الباحثان أن تأثير الصدمات السالبة لسعر الفائدة على معدل التضخم غير معنوى سواء كان فى الأجل القصير أو فى الأجل الطويل .

٤ - تبين لهما ارتفاع قيمة المضاعفات الديناميكية للصدمات الموجبة لسعر الفائدة عن المضاعفات الديناميكية للصدمات السالبة.

* الفجوة البحثية :

هناك من تكلم عن السياسة النقدية في مصر وهناك من تكلم عن السياسة النقدية في نيوزيلاندا وهناك من تناولها في دول أخرى ولكن في مجال المقارنة بين مصر ونيوزيلاندا فيما يخص تحديد أثر السياسة النقدية على التضخم في مصر مقارنةً بنيوزيلاندا لم تظهر أى دراسات سابقة تناولت تلك المقارنة بالبحث والتحليل .

* ثانياً: أثر السياسة النقدية على التضخم (دراسة تجارب دولية - مصر ونيوزيلاندا) خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م.

أ : السياسة النقدية والتضخم في مصر

* تطور السياسة النقدية والمالية لعلاج التضخم في مصر بدءاً من عام ١٩٩٠م

بالرغم من ان السياسة النقدية تعد من السياسات الرئيسية في تحقيق النمو والاستقرار إلا انها تختلف من دولة الى اخرى وذلك بحسب متغيرات كل دولة ، فإن نظرة الدول النامية للسياسة النقدية من حيث الاهداف تختلف عنها في الدول المتقدمة ، حيث ان هدف السياسة النقدية في الدول المتقدمة هو تحقيق الاستقرار النقدي وخفض معدلات التضخم اما في الدول النامية فان هدف السياسة النقدية هو تحقيق النمو الاقتصادي والاستقرار النقدي واستقرار اسواق صرف العملات الاجنبية ، إلا أن التضخم مشكلة تعاني منها مصر منذ زمن مما دفع السلطات النقدية ووزارة المالية الى تبني سياسات لخفض معدلات التضخم خاصة وتحقيق التنمية الاقتصادية عامة ، فلجأت الحكومة المصرية الى مجموعة من الاساليب لمعالجة مشكلة التضخم كالتوجه نحو الدول لالغاء بعض ديونها فاستجابت بعض الدول كاليابان والولايات المتحدة الامريكية واسقطت بعض الديون عن مصر، وتشجيع الاستثمارات الاجنبية والخصخصة وخفض الدعم الحكومي، (١) بالإضافة الى استخدام ادوات السياسة النقدية و المالية لعلاج التضخم

١ - البكرى ، جواد كاظم ، دراسة في بعض تجارب العالم في التضخم ، جامعة بابل ، ٢٠١١، ص ١ : ٢ .

١ - أدوات السياسة النقدية المستخدمة في مصر في الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٤

لقد كان أثر تزايد حجم المديونية وخدمة الدين العام والعجز في الموازنة واختلال ميزان المدفوعات وارتفاع معدلات التضخم لها دور كبير في تحول دور السياسة النقدية والمالية وتطورها وتغيير أهدافها ، رغم ان السياسة النقدية تعد من السياسات الرئيسية في تحقيق النمو والاستقرار إلا انها تختلف من دولة الى اخرى وذلك بحسب متغيرات كل دولة ، فإن نظرة الدول النامية للسياسة النقدية من حيث الاهداف تختلف عن نظيرتها في الدول المتقدمة ، حيث ان هدف السياسة النقدية في الدول المتقدمة هو تحقيق الاستقرار النقدي وخفض معدلات التضخم اما في الدول النامية فالهدف هو تحقيق النمو الاقتصادي والاستقرار النقدي واستقرار اسواق صرف العملات .

ومع بداية عام ١٩٩١ وقعت مصر اتفاقية مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير للتخفيف من حدة الاختلالات الهيكلية التي كان يعاني منها الاقتصاد المصري ، ففي السنة المالية ١٩٩٠:١٩٩١ كان الاقتصاد المصري على وشك الانهيار بسبب حرب الخليج فبلغ عجز الموازنة حوالي ٢٠% من الناتج المحلي الاجمالي وبلغت نسبة التضخم حوالي ٢٠% ووصل اجمالي الديون الى ١٥١% من الناتج المحلي ، واتضح ان الاقتصاد المصري افتقر الى الفاعلية في تغطية هذه التسهوات وبالتالي اعتمد برنامج الاصلاح النقدي على استخدام الادوات غير المباشرة في الاصلاح النقدي ، فتم استخدام اذون الخزانة العامة كأداة لتنظيم السياسة النقدية وتفعيل دورها من خلال أدواتها والتي منها :-

* نسبة الاحتياطي :-

تم تخفيض نسبة الاحتياطي اعتبارا من عام ١٩٩٠ لتصبح ١٥% من اجمالي الودائع بالجنيه المصري ، وفي عام ٢٠٠١ قرر البنك المركزي تعديل نسبة الاحتياطي وتوفير اكبر قدر ممكن من الاموال طويلة الاجل المحررة من نسبة الاحتياطي وكان اجمالي الاحتياطي النقدي بالاسعار الجارية للدولار الامريكي في عام ١٩٩٠ وصل الي ٣.٦٢ مليار دولار وفي عام ١٩٩٣ وصل الي ١٣.٨٥ مليار دولار وفي عام ١٩٩٧ وصل الي ١٩.٣٧ مليار دولار حتي وصل عام ١٩٩٩ الي ١٥.١٩ مليار دولار .

عمليات السوق المفتوحة : بدأ البنك المركزي في التدخل في السوق عام ١٩٩٣ بأسلوب اتفاقات اعادة شراء اذون الخزانة التي نشطت في عام ١٩٩٦ واستخدمت بكثافة في عام ١٩٩٧ والتي كانت تتراوح اجمالها ما بين ٣:١٤ يوم ، وفي عام ٢٠٠١ استحدث نظاما يسمح للبنوك وفقا لضوابط معينة باجراء عمليات اعادة شراء اذون الخزانة لمدة يوم واحد وفقا لسعر الاقراض والخصم المعلن من البنك المركزي ، وقدمت البنوك المركزية تسهيلات من خلال توفير التمويل اللازم للبنوك في الحالات الطارئة.

سعر الخصم : تم ربط سعر الخصم الذى يحدده البنك المركزى المصرى باتجاهات اسعار الفائدة على اذون الخزانة العامة لمدة ٩١ يوم حيث اصبح تغير سعر الفائدة مؤشر لتغير سعر الخصم المعلن ، ونجحت هذه السياسة فى بداية تطبيق البرنامج ولكن منذ عام ١٩٩٥ اصبح لا يوجد ارتباط بين سعر الخصم والفائدة لانه انخفض سعر الفائدة على اذون الخزانة وتجمد سعر الخصم ، فسعر الخصم فى نهاية ١٩٩١ وصل الى ٢٠% ونهاية العام التالى ١٨.٤% ووصل عام ١٩٩٣ الى ١٦.٥% اما عن عام ١٩٩٤ كان ١٤% والعام التالى وصل لـ ١٣.٥% وانخفض فى عام ١٩٩٦ الى ١٣% ، واصبح ثبات سعر الاقراض والخصم واضح منذ عام ١٩٩٨ ومع التطورات التى لحقت بالاداء الاقتصادى انخفض سعر الخصم عام ٢٠٠١ ليستقر عند ١١%

* سعر الفائدة : بعد تحرير اسعار الفائدة عام ١٩٩٠ اوضح الاتجاه العام لاسعار الفائدة المدينة والدائنة اتجاها تناقصيا مع الانخفاض الذى تحقق مع تخفيض البنك المركزى لسعر الخصم ، وفى عام ١٩٩٧ يلاحظ الثبات النسبى لاسعار الايداع والاقراض على الرغم من قيام البنك المركزى المصرى بتخفيض سعر الخصم اكثر من مرة وكان اخرها عام ٢٠٠١ لحفظ النشاط الاقتصادى ، اما بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقى فقد رأت بعض الدراسات ان وجود سعر فائدة حقيقى موجب يؤدى الى زيادة النشاط المالى وتحقيق نمو اقتصاديا ، وبالنسبة للوضع فى مصر كان سعر الفائدة الحقيقى سالبا حوالى ٦% وذلك نظرا لان معدلات التضخم كانت تفوق اسعار الفائدة الاسمية، ولعلاج ذلك ومع بداية عام ١٩٩١ تم تحرير اسعار الفائدة وازالة القيود الاسمية على ارتفاعها ، و تم استخدام اذون الخزانة ذات الأجل المختلف سواء ٩١ يوم او ١٨٢ يوم او ٣٦٠ يوم لإمتصاص السيولة فى السوق ، وبالتالي فان ازالة القيود على اسعار الفائدة وتركها تتحدد طبقا لقوى العرض والطلب فى السوق كان اول خطوة فى تضيق الفجوة بين اسعار الفائدة ومعدلات التضخم ، وكنتيجة طبيعية لارتفاع أسعار الاسمية وانخفاض معدل التضخم أدى الى

سعر فائدة حقيقى موجب (١) أما بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقى فقد رأت بعض الدراسات ان وجود سعر فائدة حقيقى موجب يؤدى الى زيادة النشاط المالى وتحقيق نمو اقتصاديا ، وبالنسبة للوضع فى مصر كان سعر الفائدة الحقيقى سالبا حوالى ٦% وذلك نظرا لان معدلات التضخم كانت تفوق اسعار الفائدة الاسمية ، ولعلاج ذلك ومع بداية عام ١٩٩١ بتحرير اسعار الفائدة وازالة القيود الاسمية على ارتفاعها تم استخدام اذون الخزانة ذات الأجل المختلف سواء ٩١ يوم او ١٨٢ يوم او ٣٦٠ يوم لإمتصاص السيولة فى السوق ، وبالتالي فان ازالة القيود على

اسعار الفائدة وتركها تتحدد طبقا لقوى العرض والطلب فى السوق كان اول خطوة فى تضيق الفجوة بين اسعار الفائدة ومعدلات التضخم ، وكنتيجه طبيعى لارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض (٢) معدل التضخم أدى الى وجود سعر فائدة حقيقي موجب وبالتالي فان سعر الفائدة الحقيقي فى مصر كان خلال الفترة (٢٠١١.١٩٩٢) ملائم لسعر صرف الجنيه المصري واستقرار المستوى العام للأسعار ولكن فى هذه الفترة لم تستطع الحكومه تحقيق الاهداف المرجوة فالحكومة لم تستطع الحفاظ على مستوى ملائم لسعر الصرف وتضاعف معدل التضخم ليصل الى ١١.٢٧% عام ٢٠٠٤ رغم انخفاض معدلات التوسع المالى .

فى عام ٢٠٠٥ اعلن البنك المركزى عزمه على وضع وتنفيذ اطار متكامل للسياسة النقدية لخفض معدلات التضخم ، ولقد استخدمت السلطة النقدية فى مصر عرض النقود (m2) كهدف وسيط للسياسة النقدية منذ بداية الاصلاح الاقتصادى والتكيف الهيكلى فى ١٩٩١ حتى الان بغرض تحقيق اهدافاً ثلاثة هى تحقيق استقرار الاسعار و استقرار سعر الصرف بالاضافة الى تحقيق النمو الاقتصادى ولتحقيق ذلك استخدمت السلطات النقدية حجم الاحتياطيات الزائدة بين البنوك باعتباره هدفاً تشغيلياً للسياسة النقدية خلال الفترة من ٢٠٠٥ حتى الآن بالاضافة الى استخدامها سعر الفائدة بين البنوك ليلة واحدة كهدف تشغيلى ايضاً خلال نفس الفترة ولتحقيق اياً من هذين الهدفين استخدمت السلطة النقدية الادوات المباشرة والغير مباشرة للسياسة النقدية مع التركيز اكثر خلال برنامج الاصلاح الاقتصادى والتكيف الهيكلى على الادوات الغير مباشرة .

* سوق الاوراق المالية فى مصر : نظرا للدور المهم الذى تؤديه اسواق المال فى ظل الاقتصاديات المفتوحة فإن الحكومة المصرية اهتمت بشكل خاص بإحياء دور سوق الاوراق المالية لما لها من تاثير ايجابي على جذب الاستثمار ، ولكن سوق الاوراق المالية فى مصر فى فترة الاصلاح الاقتصادى لم يشهد تطوراً ملموساً وذلك نظراً لوجود تحيز فى المعاملة الضريبية تجاه الاستثمار فى الاوراق المالية وضعف الاجراءات التنظيمية داخل سوق المال وعدم وجود شفافية فى المعلومات ، ولكن عقب فترة الاصلاح الاقتصادى اهتمت الحكومة بتطوير سوق المال واتخذت العديد من الاجراءات واستحدثت العديد من النظم لتسهيل تدفق العمل داخل البورصة ،

١ - عمران ، محمد ، أداء ومصادر النمو الاقتصادى : دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصرى ، www.amf.org.ag ، ص ص ١٤ : ١٣ .

٢ - على ، ساره ، سعيد ، سمر ، اثر السياسة المالية والسياسة النقدية على النمو الاقتصادى ، دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصرى خلال المدة من ١٩٩١ حتى

٢٠١٣ ، المركز الديمقراطى العربى ٢٠١٣ ، ص ص ١٣ : ١٦ .

وفي منتصف عام ١٩٩٦ قامت الحكومة بإلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية على الاسهم والسندات التي كانت تبلغ ٢% والتي طبقتها سنة ١٩٩٤ ، وقد انعكس هذا التوجه على أداء سوق الاوراق المالية في مصر بشكل ايجابي.

* الاجراءات التي يجب ان نتبع لبنى سياسة استهداف التضخم في مصر

لقد اصبح الاقتصاد المصري يعاني من العجز المالى والضغوط التضخمية وتباطؤ النمو الاقتصادى فى ظل تراجع موارد الدولة من النقد الاجنبى وانخفاض الاحتياطي النقدى وبالتالي حدوث خفض بشكل متتالى لقيمة الجنيه المصري ، ونتيجة لذلك اصبح البنك المركزى بمختلف ادواته النقدية عاجزاً عن تحقيق هدفه ضبط معدلات معدل التضخم واستقرار قيمة العملة المحلية ،بالاضافة الى ان خفض قيمة الجنيه ادت بدورها الى تصاعد معدلات التضخم فى ظل تباطؤ البنك المركزى فى معالجته للمتغيرات والعوامل الفعلية المحركة للتضخم فى مصر، مما أدى الى قيام البنك المركزى برفع معدلات الفائدة على الإيداع والإقراض معلنا بانه بذلك يستهدف المعدلات المرتفعة من التضخم.

ولكى يستطيع البنك المركزى السيطرة على معدل التضخم فى مصر فقد اعلن عزمه على وضع وتنفيذ اطار متكامل للسياسة النقدية بالتنسيق مع السياسة المالية بهدف تقليل التضخم وانه يسعى الى تطبيق استهداف التضخم كاطارا رسميا للسياسة النقدية بمجرد استكمال الشروط اللازمة وذلك عن طريق عدد من العوامل اهمها زيادة اسعار الفائدة قصيرة الاجل وبالرغم من قيام البنك المركزى بزيادة اسعار الفائدة الا ان معدل التضخم استمر فى ارتفاعاته .

ومن هنا نجد ان مصر مازالت فى نطاق استكمال الخطوات اللازمة لتطبيق سياسة استهداف التضخم وان البنك المركزى لم يعلن تاريخا محددا لتطبيق سياسة الاستهداف ولم يقم بالاعلان الصريح أو الضمنى عن رقم او نطاق مستهدف للتضخم ومتى يكون هناك استعداد للتطبيق الرسمى لسياسة استهداف التضخم حتى سنة ٢٠١٩م والتي قررت السلطات النقدية فيها الاستهداف الفعلى للتضخم،ولكى تتبنى مصر سياسة استهداف التضخم يجب ان تزيل العوائق التي تحيل دون استكمال كافة الشروط اللازمة لتطبيق تلك السياسة بشكل رسمى فى مصر حيث يعاني الاقتصاد المصرى من عجز مالى مرتفع و معدلات متصاعدة للدين العام وانخفاض لقيمة العملة المحلية ايضا بالاضافة الى سيطرة الدولة وتدخلها فى مهام البنك المركزى مما يؤدي الى تقييد حرية البنك المركزى فى توجيه ادواته لتحقيق الهدف المرجو منه كما ان ضعف العلاقة بين ادوات السياسة النقدية وبالاخص سعر الفائدة ومعدل التضخم يؤدي الى عدم قدرة البنك المركزى على تحديد التوقعات التضخمية حيث لا يستطيع تحديد معدل التضخم الحقيقي وبالتالي عدم قدره على التوقعات للمعدلات المستهدفة بشكل واضح ، حيث ان تلك التوقعات تتأثر باختلالات الهيكلية

التي يعانى منها الاقتصاد المصرى والتي تتمثل فيضعف الانتاج ، نقص المعروض السلعى ، تشوهات اسعار السلع والخدمات مما يجعل سلوك البنك المركزى تجاه استهداف التضخم بعيدا عن التشخيص الفعلى ، حيث انه بذلك يستهدف المعدل نفسه دون ان يستهدف مسبباته .
كما ان البنك المركزى يوجه ادواته لتحقيق التنمية الاقتصادية النمو الاقتصادى وخفض عجز الموازنة ومعدلات البطالة و استقرارسعر العملة المحلية بالاضافة الى تحجيم معدلات التضخم ، وبالتالي فانه يفقد شرطاً من شروط استهداف التضخم ، لذلك فان مواجهة التضخم تقتضى الأخذ بالمحاور التالية :

- أ - زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية مع طاقاتها الانتاجية فى القطاعات الانتاجية المختلفة
 - ب - القضاء على الطاقات العاطلة فى قطاعات الاقتصاد القومى .
 - ج - اصلاح الهياكل التنظيمية والمؤسسية .
- وبالتالى فان مصر غير مؤهلة رسميا فى الوقت الحالى لاستهداف التضخم ولكن من الممكن ان تتبنى هذه السياسة اذا اتبعت الاتى :
- ١ - استقلالية البنك المركزى حيث انها احد اهم الشروط التى تساعد السياسة النقدية على الاستهداف .
 - ٢ - ان يقوم البنك المركزى بالاعلان الصريح عن المعلومات التى تتعلق بتحديد نسبة معدل التضخم المستهدف والمدة الزمنية التى تتطلبها للوصول للهدف المرجو .
 - ٣ - توافر البنية التحتية والتقنية المتطورة حيث يتعين على البنك المركزى ان يتمتع باساليب تكنولوجية وحسابية متطورة تتضمن انجاز كل تلك التوقعات بكفاءة عالية تتجسد فى القدرة على جمع البيانات واستخدامها بشكل فعال .
 - ٤ - استقرار الاقتصاد الكلى ومعالجة التشوهات الحقيقية والهيكلية التى تزيد من الضغوط التضخمية وتجعلها خارج سيطرة البنك المركزى مع توافر درجة عالية من الشفافية والمصادقية والاستقلالية
 - ٥ - ألا تخضع السياسة النقدية لقيود الموازنة العامة للدولة كما يجب التقليل من امكانية التمويل النقدى لتغطية العجز الحكومى.
 - ٦ - استقرار القطاع المالى وتطوره مع توافرسوق مالى متطور وذات حجم كبيرحتى يمكن لمصر تبنى سياسة استهداف التضخم .

جدول سعر الفائدة الحقيقي في مصر مقاساً بالنسبة المئوية (%) ومقرباً لأقرب رقمين عشريين ويبرزه الفرق بين سعر الفائدة الاسمي وبين معدل التضخم خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م

السنة	سعر الفائدة الحقيقي	السنة	سعر الفائدة الحقيقي	السنة	سعر الفائدة الحقيقي	السنة	سعر الفائدة الحقيقي	السنة	سعر الفائدة الحقيقي
١٩٩٠	١.٠٧	١٩٩٦	٧.٩١	٢٠٠٢	١٠.٣٠	٢٠٠٨	٠.١١	٢٠١٤	٠.٤١
١٩٩١	٣.٢١	١٩٩٧	٣.٥٦	٢٠٠٣	٦.٣٣	٢٠٠٩	٠.٧١	٢٠١٥	١.٥٤
١٩٩٢	١.٦٧	١٩٩٨	١٠.٣٩	٢٠٠٤	١.٥٣	٢٠١٠	٠.٨٢	٢٠١٦	٦.٩٢
١٩٩٣	٩.١٠	١٩٩٩	١١.٩٤	٢٠٠٥	٦.٥٢	٢٠١١	٠.٥٦	٢٠١٧	- ٣.٨٧
١٩٩٤	٧.٤٤	٢٠٠٠	٨.٩٢	٢٠٠٦	٤.٨٨	٢٠١٢	-٦.٢٦	٢٠١٨	- ٢.٥٦
١٩٩٥	٤.٥٥	٢٠٠١	١١.٢٢	٢٠٠٧	٠.٠٩	٢٠١٣	٣.٢٩	٢٠١٩	٢.٢٠
								٢٠٢٠	٥.٤٨

المصدر: بيانات البنك الدولي

جدول معدل التضخم في مصر مقاساً بالنسبة المئوية (%) ومقرباً لأقرب رقمين عشريين وفقاً لمؤشر أسعار المستهلك المصري خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م

السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم
١٩٩٠	١٦.٧٦	١٩٩٦	٧.١٩	٢٠٠٢	٢.٧٤	٢٠٠٨	١٨.٣٢	٢٠١٤	١٠.٠٧
١٩٩١	١٩.٧٥	١٩٩٧	٤.٦٣	٢٠٠٣	٤.٥١	٢٠٠٩	١١.٧٦	٢٠١٥	١٠.٣٧
١٩٩٢	١٣.٦٤	١٩٩٨	٣.٨٧	٢٠٠٤	١١.٢٧	٢٠١٠	١١.٢٧	٢٠١٦	١٣.٨١
١٩٩٣	١٢.٠٩	١٩٩٩	٣.٠٨	٢٠٠٥	٤.٨٧	٢٠١١	١٠.٠٧	٢٠١٧	٢٩.٥١
١٩٩٤	٨.١٥	٢٠٠٠	٢.٦٨	٢٠٠٦	٧.٦٥	٢٠١٢	٧.١١	٢٠١٨	١٤.٤٠
١٩٩٥	١٥.٧٤	٢٠٠١	٢.٢٧	٢٠٠٧	٩.٣٢	٢٠١٣	٩.٤٧	٢٠١٩	٩.١٥
								٢٠٢٠	٥.٠٥

المصدر: بيانات البنك الدولي

ويتضح من الجدول أعلاه أن مصر استهدفت التضخم في ٢٠١٩ ولكن نتائجه ظهرت في ٢٠٢٠

جدول سعر صرف الجنيه المصرى مقاساً بالدولار الأمريكى ومقرباً لأقرب رقمين
عشرين خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م

السنة	سعر الصرف	السنة	سعر الصرف	السنة	سعر الصرف	السنة	سعر الصرف	السنة	سعر الصرف
١٩٩٠	١.٥٥	١٩٩٦	٣.٣٩	٢٠٠٢	٤.٥٠	٢٠٠٨	٥.٤٣	٢٠١٤	٧.٠٨
١٩٩١	٣.١٤	١٩٩٧	٣.٣٩	٢٠٠٣	٥.٨٥	٢٠٠٩	٥.٥٥	٢٠١٥	٧.٦٩
١٩٩٢	٣.٣٢	١٩٩٨	٣.٣٩	٢٠٠٤	٦.٢٠	٢٠١٠	٥.٦٢	٢٠١٦	١٠.٠٣
١٩٩٣	٣.٣٥	١٩٩٩	٣.٤٠	٢٠٠٥	٥.٧٨	٢٠١١	٥.٩٣	٢٠١٧	١٧.٧٨
١٩٩٤	٣.٣٩	٢٠٠٠	٣.٤٧	٢٠٠٦	٥.٧٣	٢٠١٢	٦.٠٦	٢٠١٨	١٧.٧٧
١٩٩٥	٣.٣٩	٢٠٠١	٣.٩٧	٢٠٠٧	٥.٦٤	٢٠١٣	٦.٨٧	٢٠١٩	١٦.٧٧
								٢٠٢٠	١٥.٧٦

المصدر: بيانات البنك الدولي

ويتضح من الجدول أعلاه أن سعر صرف الجنيه المصرى مقابل الدولار الأمريكى فى سنتى ١٩٩٠، ١٩٩٢ كان معتدلاً الى حد ما ولكنه ارتفع جدا فى السنوات الاخيرة نظراً لتحرير سعر الصرف وعدم ربط الجنيه بالدولار .

* ب : السياسة النقدية والتضخم فى نيوزيلاندا

بدايةً نفترض أن المهتمين باستهداف التضخم قد توصلوا بالفعل إلى أن الهدف الصحيح للسياسة النقدية هو توفير نقطة ارتكاز اسمية ، وأن استهداف التضخم هو بديل محتمل للأهداف الوسيطة لتحقيق هذا الهدف مع أخذ هذه الأشياء كأمر مسلم به ، ولنفترض امكان حدوث ما يلى :-
أولاً : يمكن إعداد أهداف التضخم واستهداف التضخم بطرق مختلفة
ثانياً : يمكن أيضاً أن تختلف الترتيبات المؤسسية التي يتم تضمين استهداف التضخم فيها ، فماذا تقول تجربة نيوزيلندا في كلتا الحالتين ؟

غالباً ما تعاني دراسات الحالة من نقص في السياق ، لذلك فإن نقطة البداية هي وصف كيف دخلت نيوزيلندا في استهداف التضخم - والذي يوفر أيضاً الفرصة لتبديد بعض الصور المضللة التي تم الحصول عليها من قراءة الأدبيات الأكاديمية وسأحاول الوصف بعبارات تتيح المقارنة مع الآخرين ، ووصف التطور في هذا النهج على مدى أكثر من ١٥ عاماً حيث تم توجيه السياسة النقدية في المقام الأول للسيطرة على التضخم ، والسنوات العشر الإضافية التي استغرقها هيكल استهداف التضخم الرسمي ، وسوف يتم تقديم بعض التقييم للنهج والنتائج ، بالإضافة إلى مناقشة القضايا والتحديات الحالية .

(1)

ان استهداف التضخم ، على غرار تجربة نيوزيلندا ، له أربع ميزات - بعضها موجود وليس كلها في جميع ترتيبات استهداف التضخم:

١ - يتم التعرف على المتغير الاسمي (مثل مستوى السعر أو معدل التضخم) باعتباره الهدف الوحيد الذي يمكن تحقيقه على المدى المتوسط للسياسة النقدية.

٢ - محاولة لدفع السياسة مباشرة نحو الهدف متوسط الأجل من خلال هدف تضخم محدد بإحكام ، وليس بشكل غير مباشر عبر هدف متوسط.

٣ - هيكل مؤسسي يوضح جلياً الأدوار والمسؤوليات الخاصة بالجهات الفاعلة الرئيسية (البنك المركزي والحكومة).

٤ - الاعتماد الشديد على الشفافية لدعم الترتيب وتغطية "نقاط الضعف" في الهيكل المؤسسي. إن وجود هذه العناصر الأربعة مجتمعة معاً هو الذي يحدد نهاية حلم نيوزيلندا لمستهدفات التضخم - نهاية الحلم الذي جذب الكثير من الاهتمام بين الأكاديميين المهتمين بتفاعل حوافز "الاختيار العام" و التوقعات .

و فيما يتعلق باعتماد التضخم المنخفض باعتباره الهدف الوحيد متوسط الأجل للسياسة النقدية ، فقد مرت نيوزيلندا بسنوات عديدة من التجارب السيئة ذات الأهداف المتعددة أدى خلالها ارتفاع متوسط التضخم ، انخفاض متوسط نمو الناتج ، وعدم استقرار الاقتصاد الكلي الناجم عن التبديل بين الأهداف الاسمية قصيرة المدى والأهداف الحقيقية ، إلى إقناع صانعي السياسات بأمرين هما : -

أولاً: يجب أن تكون الفكرة القائلة بأن "منحنيات فيليبس قصيرة المدى لا يمكن استغلالها بطريقة مستمرة" صحيحة حيث أن منحنى فيلبس يعبر عن التضخم والبطالة الأمر الذي معه نجد أن هناك علاقة عكسية بين معدلات البطالة والأجور في الأجل القصير فنجد أن معدلات الأجور ترتفع في الفترات التي تتخفف فيها معدلات البطالة

ثانياً: إن وجود أهداف متنافسة يريك عملية صنع القرار المتسقة ، خاصة إذا كانت عملية صنع القرار تهيمن عليها آفاق قصيرة المدى (كما هو الحال في سياسات الدورات الانتخابية)

لذلك لم تكن خطوة فكرية ناضجة لتوجيه السياسة النقدية باستمرار نحو خفض التضخم - وهي الخطوة التي حدثت في عام ١٩٨٤ ، لكن اعتماد استقرار الأسعار كنقطة نهاية لعملية خفض التضخم ، واعتماد تضخم واضح المسار كهدف كل ذلك جاء لاحقاً ، ففي البداية كان مجرد خفض التضخم باتجاه معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أمراً جيداً بما فيه الكفاية ، وللقيام بذلك

كان من المتصور أن الجمع بين سعر الصرف العائم وشكل من أشكال الهدف الأساسي النقدي سيوفر آلية بدائية ولكنها فعالة ، وبدلاً من ذلك عززت نتائج أسعار الصرف وأسعار الفائدة الجامحة سلسلة من عمليات إعادة التفكير في الآلية ، وتحول الاهتمام تدريجياً من الكميات المالية إلى الأسعار المالية ، اعترافاً بعدم الاستقرار المحتمل في العلاقات الكمية نظراً للإصلاح الكبير في القطاع المالي ، ومع ذلك بدلاً من توافر مسارات مستهدفة للأسعار المالية مشروطة بمسار التضخم المستهدف فإن التضخم كان مرتفعاً بدرجة كافية بحيث أن خفض معدله كان تحدياً كافياً للهدف ؛ وبينما كان الحكم الأولى على ما إذا كانت أسعار الفائدة وسعر الصرف عند مستويات شديدة القسوة تعريفاً كافياً لوظيفة تفاعل السياسة، مما سبق نرى ان الموقف فى نيوزيلندا كان يستدعي وظيفة رد فعل سياسية محددة جيداً وعندما نظرت السلطات النقدية فى نيوزيلندا(بنك الاحتياطي النيوزيلندي) في الخيارات ، كان التفكير يميل إلى إعادة النظر في الأهداف الوسيطة، لكن استهداف سعر الصرف أدى إلى نتائج سيئة بالنسبة لنيوزيلندا - تميل تعديلات ربط العملة إلى التحقق من السيولة النقدية السابقة - وكما لوحظ بالفعل ، كانت العلاقات الكمية غير مستقرة إلى حد كبير، والمثير للدهشة إلى حد ما أن الاعتماد اللاحق لهدف التضخم لم يأت كحل لهذه المشكلة ، بل جاء من اتجاه آخر حيث كان إصلاح القطاع العام في نيوزيلندا مدفوعاً من منظور حل مشاكل المعلومات والحوافز الرئيسية ولقد تم تطوير وصفة بسيطة مؤداها " إعطاء مديري القطاع العام هدفاً محدداً بوضوح ؛ سلطة الإدارة ؛ والمساءلة لتحقيق الهدف مدعومة بمعلومات واضحة عن النتائج، كما أن إصلاح البنك الاحتياطي كان قيد النظر وذلك بدافع الرغبة من وزير المالية في توفير مزيد من الاستقلال للبنك عن السياسة ، وذلك لجعل العودة إلى وظيفة متعددة الأهداف أكثر صعوبة ، و لقد وثق الوزير في قيام البنك الاحتياطي بالشيء الصحيح أكثر مما كان يثق بوزراء المالية في المستقبل ، وعندما تم وضع الإصلاح الخاص بالبنك في سياق إصلاح القطاع العام أصبحت المهمة تتمثل في إيجاد تحديد موضوعي واضح فيما يتعلق بمنح البنك السلطة ومساءلته عن النتائج .

(١)

1 - David J. Archer, Assistant Governor, Reserve Bank of New Zealand , Previous reference . , p.5

2 - David J. Archer, Assistant Governor, Reserve Bank of New Zealand , Previous reference 0 , p.6

وبحلول الوقت الذي تم فيه اعتماد استهداف التضخم والذي كان مناسباً لتوضيح أكثر وضوحاً للهدف العام للسياسة النقدية - بحلول ذلك الوقت - كان التضخم قد انخفض إلى أرقام فردية - أى انخفاض المعدل الى أقل من عشرة بالمائة - وكانت هناك حدود زمنية لمدى استدامة نهج " تخفيضه فقط ". ولكن كان الاختيار والمفاضلة بين هدف بعيد يتمثل في خفض التضخم إلى مستويات الشركاء التجاريين ، على سبيل المثال ، أو إلى مستوى يتوافق بشكل عام مع استقرار الأسعار بشكل يجسد استهداف التضخم .

كما أن اختيار استقرار الأسعار في الأفضلية على تضخم الشريك التجاري جاء سريعاً ، وذلك نتيجة حرص الوزير على البحث عن أفضل النتائج بدلاً من الاكتفاء بالمتوسط ، وليس نتيجة لتحليل مطول ، وجاء اختيار استهداف التضخم لأن بعض الأهداف المحددة لكل فترة زمنية كانت مطلوبة بموجب وصفة إصلاح القطاع العام ، ولم يُنظر إلى أي من الإجمالي النقدي أو أهداف سعر الصرف على أنها قابلة للتطبيق .

نهج التطبيق في نيوزيلندا

من بين السمات الأربع لإطار نيوزيلندا المذكور أعلاه ، هناك ثلاث سمات مقيدة بشدة بالهيكل التشريعي لقانون بنك الاحتياطي النيوزيلندي الصادر سنة ١٩٨٩ ، ومن المثير للاهتمام أنه من بين الميزات الأربع ، أن استهداف التضخم هو الميزة غير المرتبطة بشدة بالترتيبات القانونية بمعنى انه سيتم تطبيقه دون اللجوء لقوانين أو ترتيبات .

ومن الجدير بالذكر أن قانون بنك الاحتياطي النيوزيلندي والهيكل المؤسسي المرتبط به له الخصائص الرئيسية التالية: -

* بالنسبة للسياسة النقدية ، يتم تحديد الهدف الأساسي على أنه الحفاظ على "الاستقرار في المستوى العام للأسعار" (على عكس البيان الموضوعي للقانون السابق الذي وجه السياسة النقدية نحو النمو والتوظيف الكامل وتوازن ميزان المدفوعات - وأخيراً في القائمة - ثبات السعر)

* لإضفاء قدر أكبر من التحديد على هدف استقرار الأسعار ، يتطلب القانون أن يتفاوض الحاكم وأمين الخزانة ويتفقان على اتفاقية أهداف السياسة (PTA) - وهو عقد فعال يوفر للحاكم ، لاستخدام مصطلحات الاستشاريين الإداريين و مؤشرات الأداء الرئيسية الخاصة به .

* و بمجرد التوقيع على اتفاقية التجارة التفضيلية ، يكون الحاكم حراً في تنفيذ السياسة النقدية دون الرجوع إلى الحكومة أو توجيهها ، كما يمكن عزل الحاكم - وهو الشخص الذي تُخول له جميع

سلطات اتخاذ القرار. وذلك فى حالة الأداء غير الملائم فيما يتعلق بالهدف المحدد فى قانون منع الإرهاب .

* . وبالإضافة الى ذلك - ينص القانون أيضاً على أنه يمكن للحكومة من جانب واحد تجاوز الهدف الأساسي (ودخلت اتفاقية التجارة التفضيلية على أساس هذا الهدف) ، و يجب أن يتم تنفيذ هذا التجاوز من خلال عملية رسمية وقانونية وعامة

ومن ثم فإن الإطار التشريعي يتكون من :-

أولاً : يقدم هدفاً اسماً واحداً متوسط الأجل للسياسة النقدية - استقرار الأسعار - كمسألة قانونية
ثانياً : يدرك أنه إذا كان يتعين اتخاذ أي خيارات بشأن المفاضلات بين استقرار الأسعار على المدى المتوسط وأهداف السياسة الاقتصادية الأخرى متوسطة الأجل ، فإن هذه الخيارات هي امتياز للحكومة المنتخبة ، بما يتفق مع النسخة الحالية من الديمقراطية.
ثالثاً : فرض ممارسة الحكم على مثل هذه المقايضات على الرأي العام ، مما يجعلها شفافة للمجتمع ككل.

رابعاً : يمنح محافظ البنك الاستقلال الفعلي لتنفيذ السياسة النقدية كما يراه ضرورياً لتحقيق الهدف المتعاقد عليه وبدون قيود على التقنية ، باستثناء تلك القرارات "يجب أن تراعي كفاءة وسلامة النظام المالي. " (وبالتالي ، فإن البنك يعتمد على الهدف ولكنه مستقل عن الأداة).

خامساً : يحدد مسئولية المحافظ (الشخصية والفردية) عن القرارات المتعلقة بتنفيذ السياسة النقدية
سادساً : يحدد الآليات الرئيسية لتحقيق المساءلة المنشودة تحديداً واضحاً شرط أن ينشر البنك بيان السياسة النقدية كل ستة أشهر على الأقل

سابعاً : توافر بند ينص على قيام لجنة برلمانية محددة بمراجعة بيانات السياسة النقدية للبنك بشكل صريح والمراجعة الضمنية لأسلوب تعامله مع السياسة النقدية ؛

ثامناً : إنشاء أغلبية من المديرين غير التنفيذيين في مجلس إدارة البنك وشرط أن يراجعوا أداء المحافظ فيما يتعلق باتفاقية التعمير التوقيفي ، وإبلاغ آرائهم إلى الوزير والتوصية بإقالة المحافظ إذا استنتجوا أن أدائه أو أدائها كان غير كافٍ

تاسعاً : للوزير الحق أن يكون مخولاً له التوصية بإقالة الحاكم بسبب الأداء غير الملائم فيما يتعلق بقانون منع الإرهاب.

* كما سبق أن أشرنا ، لا يشير وصف الإطار التشريعي والمؤسسي إلى استهداف التضخم ، ولا يوجد شيء في الإطار يتطلب استهداف التضخم في حين أن هناك شرطاً لاتفاقية أهداف السياسة ، وهو أن ما تتضمنه هذه الاتفاقية غير محدد - بصرف النظر عن التحذير بأنه يجب أن يكون متسقاً مع الهدف القانوني لاستقرار الأسعار.

* على الرغم من أن اعتماد نهج الاستهداف الوسيط قد ترك مفتوحاً عن عمد كاحتمال لاتفاقية أهداف السياسة PTA ، فقد تم تنظيم منطقة التجارة التفضيلية منذ البداية حول نهج استهداف التضخم ، كما أن الإطار التشريعي لنيوزيلندا لا يتطلب استهداف التضخم ، ولكن من الطبيعي أن يكون هناك سؤالاً مثيراً للاهتمام حول ما إذا كان تضمين استهداف التضخم في إطار مؤسسي محدد جيداً سيحدث أي فرق في النتائج ومن المثير للاهتمام أيضاً ما هو الاختلاف الذي قد تحدثه تفاصيل نهج استهداف التضخم .

ولقد تم تحديد الاستهداف كنطاق ، و هو ثلاثة بالمائة للتضخم السنوي لأسعار المستهلك على مستوى الاقتصاد، ولقد تم اختيار تضخم أسعار المستهلك بسبب معرفته لدى الجمهور ، لكنه ليس الإجراء الوحيد الممكن وقد يكون له بالفعل بعض العيوب وذلك لكونه مقياساً متوسطاً ، فيمكن أن يتأثر مؤشر أسعار المستهلكين بحركات الأسعار النسبية التي لا تشكل تضخماً مستمراً ومعمماً ، وتتوفر اتجاهات مختلفة أو مقاييس أساسية للتضخم ولقد احتوى مؤشر أسعار المستهلك حتى وقت قريب ، على أسعار الفائدة على الرهن العقاري ، وبالتالي فإن تشديد السياسة النقدية سيؤدي إلى زيادة معدل التضخم المقاس ، والعكس صحيح ، ولقد كان هذا أحد الدوافع لحساب معدل التضخم "الأساسي" ، وهو الدافع الذي اختفى مع إزالة أسعار الفائدة من المؤشر في أواخر عام ١٩٩٩ .

إن مؤشر أسعار المستهلك هو مقياس للأسعار على مستوى الاقتصاد ككل ، وتشير بعض تجارب المحاكاة إلى أن مقياس التضخم "المحلي" قد ينتج عنه نتائج أفضل (تباين أقل في التضخم والإنتاج وأدوات السياسة) ، لكن هذه النتيجة تعتمد بشكل كبير على كيفية تصرف سعر الصرف في الاستجابة للصدمات ، والطبيعة النموذجية لتلك الصدمات ، والطريقة التي تستجيب بها الأسعار ، وقد تكون محددة النموذج.

على الرغم من هذه المشكلات ، فقد تم استهداف تضخم أسعار المستهلكين باعتباره محور تركيز اتفاقية التجارة الحرة ، وتم التراجع بالفعل عن محاولات "صياغة" معالجة أحداث المشكلة ، ويمكن التعامل مع أحداث المشكلة بطرق أخرى ، في المقام الأول من خلال توجيه السياسة نحو عوامل الاتجاه وقبول الاحتمالية الناتجة عن التغيرات في مسار التضخم .

إن المدى الذي تنظر إليه السياسة في المستقبل يؤثر أيضاً على قنوات نقل السياسة المختلفة التي يتم التأكيد عليها كما أشير بالفعل ، عندما ركزت السياسة في نيوزيلندا على تطورات التضخم في غضون ١٢ شهراً ، تم التركيز بشكل كبير على تأثيرات الأسعار المباشرة لتحركات أسعار الصرف ، وبالتالي أصبح التأثير على مسار سعر الصرف من خلال التعديلات الفعلية أو المهددة لأدوات السياسة المستخدمة جزءاً أساسياً من تنفيذ السياسة النقدية ، مع الوضع في الاعتبار إطار زمني أطول .

الشفافية

يتم إيلاء أهمية كبيرة للشفافية في جميع مراحل تصميم الإطار ، وحتى أكثر من ذلك في التطبيق العملي للسياسة النقدية ، تُستخدم الشفافية كأداة لتخفيف مشاكل الحوافز التي قد تنشأ من المناطق التي يُسمح فيها بالتقدير (1) كجزء أساسي من آلية المساءلة ؛ وللمساعدة في مواعمة التوقعات مع هدف السياسة .ضمن الهيكل الرسمي كما أن هناك مجالات مهمة حيث يمكن لممارسة السلطة التقديرية أن تغير بشكل جوهري اتجاه السياسة والغرض منها كما يمكن للحكومة أن تتجاوز البنك الاحتياطي ، حتى إلى درجة توجيه السياسة النقدية إلى غير الهدف القانوني لاستقرار الأسعار . ووفقاً لاتفاقية أهداف السياسة ، يمكن للبنك أن يختار عدم موازنة اضطرابات التضخم التي ستأخذ التضخم خارج النطاق المستهدف في حين أن هناك بعض التوجيهات بشأن طبيعة الاضطرابات التي قد يختار البنك استيعابها .

وفيما يتعلق بالمساءلة ، تكمن المشكلة في صعوبة تقييم الأداء من خلال نتائج التضخم وحدها . هذا هو الحال بشكل خاص عندما لا يظهر تأثير إجراءات السياسة اليوم لبعض الوقت . من أجل تعزيز هيكل المساءلة ، يجب على الحاكم - الشخص الذي يخضع للمساءلة - أن يوضح ويشرح نواياه وأفعاله بشكل كامل وصريح . للآخرين ، بما في ذلك الأسواق المالية ، تقييم جودة وصحة تلك التفسيرات ، ومن هذا المنطلق يفسر الغرض الأساسي .

في سياق استهداف التضخم التطلعي ، فإن تحديد نوايا المرء يؤدي بطبيعة الحال إلى نشر توقعات التضخم ولقد بدأ بنك الاحتياطي النيوزيلاندي بنشر توقعات التضخم التفصيلية في نفس الوثيقة التي يتم فيها وصف قرارات السياسة ولقد كانت هذه التوقعات حتى عام ١٩٩٧ في الشكل القياسي وهو احتساب التضخم المتوقع على أساس افتراض عدم تغيير السياسة . يمكن للمراقبين أن يربطوا بسهولة قرارات السياسة بالتنبؤات من حيث الاتجاه ، ولكن ليس من حيث الحجم ، ويتم نشر المسارات المتوقعة لأسعار الفائدة وأسعار الصرف بما يتفق مع تحقيق هدف التضخم لدى السلطات النقدية ، و يمكن قراءة مدى الضغط التضخمي أو المضاد للتضخم الذي يُعتقد أنه سيكون موجوداً خلال الفترة المقبلة مباشرة من المدى الذي من المتوقع أن تتكيف معه أدوات السياسة .

إجراءات السياسة الوقائية

من ناحية أخرى ، هناك جوانب سلبية يكشف التنبؤ الصريح عن أخطاء التنبؤ بشكل مباشر تماماً بالنظر إلى أن أخطاء التنبؤ شائعة ، فقد تكون محرجة ، وهناك خطر من تآكل الثقة في قدرة البنك المركزي ، مما خلق صعوبة في نقل الرسائل القائلة بأن التوقعات محاطة بعدم اليقين ، وأن العلاقة بين التوقعات وقرارات السياسة ليست آلية.

تقييم إطار العمل لاستهداف التضخم في نيوزيلندا: - (1)

للاستفادة من تقييم إطار العمل ، من المفيد أولاً تحديد الميزات التي تبرز على أنها مختلفة وذلك مع خطورة المبالغة في التبسيط ونعرض ذلك في إطار نيوزيلندا:

- ١ - يتم تضمين استهداف التضخم في هيكل مؤسسي رسمي أكثر مما هو معتاد ، مع التركيز بشكل كبير على الآليات الرسمية للمساءلة.
- ٢ - يتم تحديد هدف التضخم بإحكام نسبياً ويبدو أنه يتطلب وظيفة رد فعل عدوانية على صعيد السياسة.

- ٣ - يتم وضع السياسة في إطار استشاري ، مع إجراءات السياسة التي تحدد توقعات التضخم.
- ٤ - يتم التركيز بشكل كبير على الشفافية ، مع إعلانات السياسة المصحوبة بتوقعات تضخم مفصلة تحتوي على مسار السياسة النقدية المحلية كخلفية لفحص كل نقطة من هذه النقاط ، يجرى تحديد الأرقام ، ويوضح الجدول أدناه الرقم القياسي فيما يتعلق بالتضخم والنمو الحقيقي وسعر الصرف الحقيقي وأسعار الفائدة الحقيقية خلال السنوات الأخيرة حيث تحتوي الفترة منذ عام ١٩٨٥ على السنوات التي تم خلالها توجيه السياسة النقدية فقط للسيطرة على التضخم في نيوزيلندا و تحتوي الفترة منذ عام ١٩٩٠ على السنوات التي تم خلالها استخدام هيكل استهداف التضخم الرسمي و الفترة منذ ١٩٩٣ تحتوي على السنوات التي تضمن خلالها استهداف التضخم للحفاظ على معدل تضخم منخفض ومستقر

16.p - David J. Archer, Assistant Governor, Reserve Bank of New Zealand , Previous reference , p.16

18.p - David J. Archer, Assistant Governor, Reserve Bank of New Zealand , Previous reference , p.18

جدول معدل التضخم فى نيوزيلاندا مقاساً بالنسبة المئوية (%) ومقرباً لأقرب رقمين

عشرين وفقاً لمؤشر أسعار المستهلك النيوزيلاندى خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٠م

السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم	السنة	معدل التضخم
١٩٩٠	٦.١٠	١٩٩٦	٢.٢٩	٢٠٠٢	٢.٦٨	٢٠٠٨	٣.٩٦	٢٠١٤	١.٢٣
١٩٩١	٢.٦٠	١٩٩٧	١.١٩	٢٠٠٣	١.٧٥	٢٠٠٩	٢.١٢	٢٠١٥	٠.٢٩
١٩٩٢	١.٠٢	١٩٩٨	١.٢٧	٢٠٠٤	٢.٢٩	٢٠١٠	٢.٣٠	٢٠١٦	٠.٦٥
١٩٩٣	١.٢٩	١٩٩٩	٠.١١	٢٠٠٥	٣.٠٤	٢٠١١	٤.٠٣	٢٠١٧	١.٨٥
١٩٩٤	١.٧٥	٢٠٠٠	٢.٦٢	٢٠٠٦	٣.٣٧	٢٠١٢	١.٠٦	٢٠١٨	١.٦٠
١٩٩٥	٣.٧٦	٢٠٠١	٢.٦٣	٢٠٠٧	٢.٣٨	٢٠١٣	١.١٣	٢٠١٩	١.٦٢
								٢٠٢٠	١.٧٢

المصدر : بيانات البنك الدولى

ويتضح من الجدول أعلاه أن نيوزيلاندا استهدفت التضخم فى ١٩٩٠ ولكن نتائجه ظهرت فى ١٩٩١

ثالثاً : النموذج المستخدم: دراسة مقارنة لتجارب مصر ونيوزيلاندا لتحديد اثر السياسة النقدية على التضخم

أولاً توصيف النموذج القياسى : -

إنطلاقاً من النظرية الإقتصادية والدراسات السابقة التى تم إستعراضها سابقاً مثل دراسة الخربوطلى ٢٠١٩ ودبات ٢٠١٧ وغيرها يمكن القول أن العديد من العوامل أو المتغيرات تؤثر فى استهداف التضخم وبالتالي يمكن صياغة النموذج التطبيقي للبحث كما يلى : -

والذى يشمل على أهم هذه العوامل والتى تمثل متغيرات السياسة النقدية ومتغيرات تحكمية فى نموذج واحد يتم تطبيقه على مصر ونيوزيلاندا وتركيا والبرازيل

$$INF_t = Bo + B1 \text{ EXRATE}_t + B2 \text{ gdpg}_t + B3 \text{ i BRDM_GDP}_t + Bs \text{ INTERST}_t + E_t$$

حيث أن :

INF : معدل التضخم السنوى مقاساً بالرقم القياسى لاسعار المستهلك (المتغير التابع).

EXRATE : سعر الصرف الرسمى (عدد وحدات العملة المحلية لكل دولة مقابل الدولار) كدالة للسياسة النقدية.

gdpg : معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى كمتغير حاكم .

BRDM_GDP : المعروض النقدي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الاجمالي كاداة للسياسة النقدية .

INTERST : سعر الفائدة كأحد ادوات السياسة النقدية

t : الزمن .

E : الخطأ العشوائى .

وسوف يتم إستخدام بيانات فترة الزمنية الممتدة من ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٢٠ التى تم الحصول عليها من بيانات مؤشرات التنمية التى يصدرها البنك الدولى (world bank) بالإضافة إلى بيانات من الجهاز المركزى للتعبئة العامة والاحصاء.

ثانيا : الاساليب الاحصائية المستخدمة

سوف نتبع في تحليلنا القياسى الخطوات التالية .

١- إجراء إختبار ديكى فوللر الموسع (ADF) (Dickey – Augmented Deckey – Fuller (1991 and Fuller) لإختبار مدى سكون البيانات .

٢- إذا كانت المتغيرات كلها متكاملة من الرتبة الأولى (١) ا سوف نجرى اختبار جوهانسون للتكامل المشترك (Johansen 1991) . أما إذا كانت متكاملة من رتب مختلفة أى

بعضها (١) والبعض الآخر (٠) او (2) ا سنقوم بتقدير النموذج بطريقة (ARDL) (١) (Pesaran and Shin 1998) ثم إجراء إختبار الحدود Bounds test لإختبار وجود علاقة طويلة الأجل cointegration (Pesaran , Shin et al . 2001) حيث يسمح بتحليل العلاقة في المدى الطويل والقصير في معادلة واحدة ويمكن تطبيقه على العينات الصغيرة الحجم ويأخذ عدد كافى من فترات الإبطاء للحصول على أفضل مجموعة من البيانات من النموذج القاعدى (أدريوش ٢٠١٣ ، ص ١٥٨).

٣- إذا تم رفض العرض العدمى لإختبار الحدود والذى ينص على عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات نقوم بتقدير النموذج باستخدام (ARDI) ونقدر معامل تصحيح الخطأ Error correction coffecient (EC) بالإضافة لتقدير معاملات الأجل الطويل Long run coefficients ومعاملات الأجل القصير Short run coefficients .

(١) إختبار إستقرار السلاسل الزمنية : والذى تهدف إلى فحص خواص السلاسل الزمنية كلا على حده لمعرفة مدى استقرارها من خلال إختبار الفرض العدمى $\lambda = 0$: H_0 أى يوجد جذر وحدة في السلسلة الزمنية وبالتالي فإن السلسلة الزمنية غير مستقرة في مقابل الفرض البديل H_1 : $\lambda < 0$ أى أن السلسلة الزمنية لا يوجد بها جذر الوحدة (الناقة ، ١٩٩٩)

وتم الاختبار باستخدام اختبار (ADF) لجذور الوحدة وقد جاءت النتائج كما يلى لكل دولة .

جدول رقم (١) مصر نتائج إختبار ADF جذر الوحدة باستخدام Eviews.9

المتغير	إختبار ADF						قرار
	المستوى			الفرق الأول			
	فترات الإبطاء	الاتجاه	إحصائية الاختبار	فترات الإبطاء	الاتجاه	إحصائية الاختبار	
INF	0	ثابت	-2.99 (0.046)	0	ثابت	-6.73 (0.00)	I(0)
EXRATE	0	ثابت	-0.05 (0.94)	0	ثابت	-4.01(0.004)	I(1)
GDPG	0	ثابت	-3.27 (0.025)	0	ثابت	-7.91 (0.000)	I(0)
BRDM_GDP	1	ثابت	-2.66 (0.09)	0	ثابت	-4.21 (0.002)	I(0)
INTERST	0	ثابت	-2.93 (0.05)	1	ثابت	-5.83 (0.000)	I(0)

الأرقام بين الأقواس هي قيمة P- Value لإحصائية إختبار ADF ، فترات الإبطاء تم إختيارها اتوماتيكياً إعتماًداً على قاعدة (Schwarz info criterion)

جدول رقم (٢) نيوزيلندا نتائج إختبار ADF جذر الوحدة باستخدام Eviews.9

المتغير	إختبار ADF						قرار
	المستوى			الفرق الأول			
	فترات الإبطاء	الاتجاه	إحصائية الاختبار	فترات الإبطاء	الاتجاه	إحصائية الاختبار	
INF	4	ثابت	-4.76 (0.000)	4	ثابت	-1.71 (0.411)	I(0)
EXRATE	1	ثابت	1.811 (0.99)	0	ثابت	-6.44(0.000)	I(2)
GDPG	0	ثابت	-5.68 (0.000)	0	ثابت	-9.39 (0.000)	I(0)
BRDM_GDP	0	ثابت	-0.56 (0.86)	0	ثابت	-7.09 (0.000)	I(1)
INTERST	1	ثابت	-0.65 (0.84)	0	ثابت	-7.74 (0.000)	I(1)

الأرقام بين الأقواس هي قيمة P- Value لإحصائية إختبار ADF ، فترات الإبطاء تم إختيارها اتوماتيكياً إعتماًداً على قاعدة (Schwarz info criterion)

التعليق على الجداول السابقة

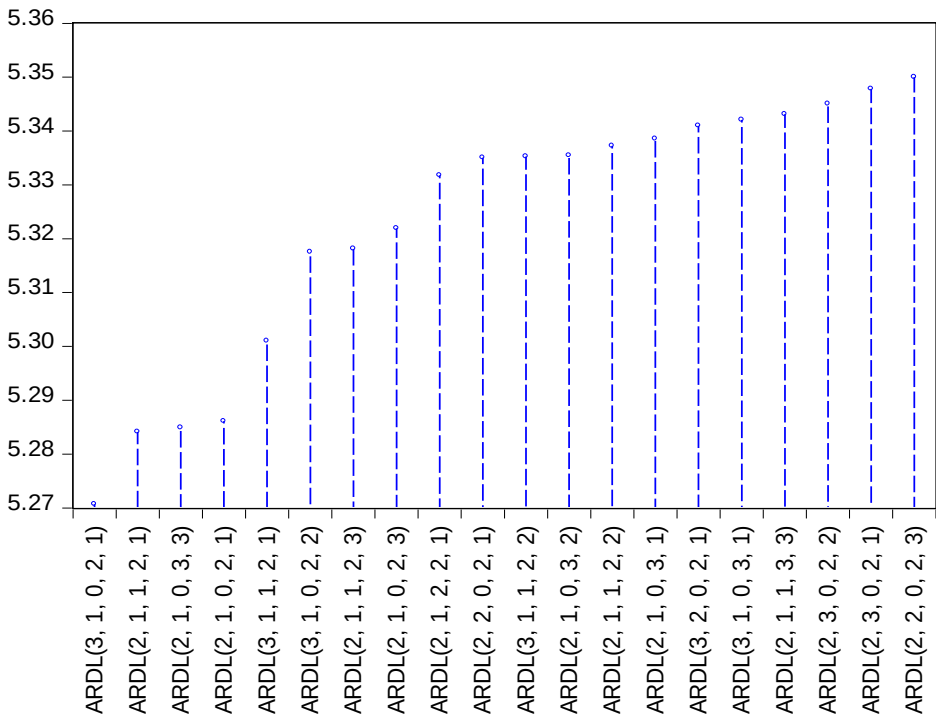
نلاحظ من النتائج السابقة أن متغيرات الدراسة خليط من المتغيرات المتكاملة بين المرتبة الأولى أى (1) ومتغيرات من المرتبة صفر (0) ومتغيرات من المرتبة الثانية أى (2) فالنسبة لمصر تم رفض الفرض العدمى بالنسبة لكل من معدل التضخم ومعدل النمو الاقتصادى والمعرض النقدى وسعر الفائدة عند مستوى معنوية اقل من ٥%، ١٠% وفي الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يدل على أن هذه المتغيرات متكاملة من الرتبة (0) . وقد تعذر رفض فرض العدمى القائل بوجود جذر الوحدة لمتغير سعر الصرف عند مستوى معنوية ٥% أو أقل ولكن تم رفضه لنفس المتغيرات في الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يعنى أنه متكامل من الرتبة الاولى (1) ، وبالنسبة لنيوزيلندا تم رفض الفرض العدمى بالنسبة لكل من معدل التضخم ومعدل النمو الاقتصادى عند مستوى معنوية اقل من ١%، ٥% وفي الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يدل على أن هذه المتغيرات متكاملة من الرتبة (0) . وقد تعذر رفض فرض العدمى القائل بوجود جذر الوحدة لمتغير سعر الصرف وسعر الفائدة عند مستوى معنوية ٥% أو أقل ولكن تم رفضه لنفس المتغيرات في الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يعنى أنه متكامل من الرتبة الاولى (1) وبالنسبة لمتغير المعرض النقدى وجد انه متكامل من الرتبة (2) 1 بناء على نتائج إختبار جذر الوحدة الموضحة سابقا يمكننا إستخدام (نموذج ARDL) نماذج الانحدار الذاتى للفجوات الزمنية الموزعة حيث إن نموذج الإطار العام لـ ARDL يأخذ عدد كافى من فترات التخلف الزمنى للحصول على أفضل تقدير كما هو موضح فى النتائج أدناه ونقوم بتحديد عدد فترات الإبطاء الأمثل بناء على أقل قيمة لمعيارى شوارز وأكايك ويأخذ النموذج العام الصيغة التالية (أدريوش ، ٢٠١٣ ، ص١٦٤)

$$\begin{aligned} INF_t = & \alpha_0 + \sum_{t=i}^n B_i(INF)_{t-i} + \sum_{j=0}^m \sigma_j(EXRATE)_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^m \sigma_j(GDPG)_{t-j} + \sum_{j=0}^m \sigma_j(BRDM_GDP)_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^m \sigma_j(INTERST)_{t-j} \end{aligned}$$

+U_t: عدد فترات إبطاء المتغير التابع وهو معدل التضخم. n.

حيث عدد فترات إبطاء المتغيرات المستقلة وهى سعر الصرف والنمو الاقتصادى والمعرض النقدى والاتفاق الحكومى وسعر الفائدة. ويتحدد عدد فترات الإبطاء الأمثل على أساس أقل قيمة لمعيار AIC وبالتالي فإن النموذج يكتب $ARDL(n, m)$ أي نموذج ARDL من الرتبة (n, m) . ولتقدير النموذج لا بد أولاً من تحديد العدد الأمثل لفترات الإبطاء n, m للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع على التوالى واللازمة لى لا تكون البواقي مرتبطة ارتباطاً تسلسلياً وأن تكون ثابتة التباين وتم استخدام قاعدة Akaike information criteria AIC بحد أقصى ثلاث فترات إبطاء لتقدير النموذج عدد من المرات ثم إختيار النموذج الذى يجعل قيمة AIC أقل ما يمكن وقد تم عمل ذلك عن طريق تقدير النموذج ٧٦٨ مرة وبمقارنة القيم المقابلة لإحصائية AIC تم إختيار النموذج $ARDL(3, 1, 0, 2, 1)$ بالنسبة لمصر وكذلك بالنسبة لنيوزيلاندا ويوضح ذلك الرسومات والناتج التالية : شكل رقم (١) مصر

Akaike Information Criteria (top 20 models)



جدول (٣) نتائج تقدير نموذج (ARDL) كما يلي لمصر

Dependent Variable: INF

Method: ARDL

Date: 11/02/21 Time: 10:23

Sample (adjusted): 1993 2020

Included observations: 28 after adjustments

Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (3 lags, automatic): EXRATE GDPG BRDM_GDP

INTERST

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 768

Selected Model: ARDL(3, 1, 0, 2, 1)

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.2804	1.117331	0.168836	0.188646	INF(-1)
0.1618	1.466809	0.139411	0.204490	INF(-2)
0.2457	1.204956	0.119258	0.143701	INF(-3)
0.0719	1.927538	0.733465	1.413782	EXRATE
0.0279	-2.418604	0.716352	-1.732572	EXRATE(-1)
0.1281	1.604964	0.486722	0.781172	GDPG
0.6785	-0.422136	0.147605	-0.062309	BRDM_GDP
0.0408	2.225264	0.287346	0.639421	BRDM_GDP(-1)
0.0992	-1.750425	0.270911	-0.474209	BRDM_GDP(-2)
0.4973	-0.694624	0.211868	-0.147169	INTERST
0.0315	-2.357411	0.239176	-0.563836	INTERST(-1)
0.6436	-0.471584	7.905817	-3.728257	C

9.300214	Mean dependent var	0.849907	R-squared
5.779166	S.D. dependent var	0.746717	Adjusted R-squared
5.270674	Akaike info criterion	2.908493	S.E. of regression
5.841619	Schwarz criterion	135.3493	Sum squared resid
5.445218	Hannan-Quinn criter.	-61.78944	Log likelihood
2.004291	Durbin-Watson stat	8.236384	F-statistic
		0.000110	Prob(F-statistic)

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

ومن الجدول السابق نستخلص المعادلة التالية :

$$INF = 1.413 (EXRATE) - 1.732 EXRATE (-1) + 0.639 BRDM_GDP(-1) - 0.474 BRDM_GDP(-2) - 0.563 INTERST(-1).$$

ومن المعادلة السابقة والجدول السابق نلاحظ: أن زيادة سعر الصرف بنسبة ١% في فترة ما يؤدي إلى زيادة التضخم لنفس الفترة بمقدار ١.٤% وإنخفاضه في الفترة التي تليها بمقدار ١.٧٣% وبالنسبة للنواتج المحلى الإجمالى فهناك علاقة طردية ضعيفة جدا (غير معنوية) مع التضخم لنفس الفترة وبالنسبة للمعروض النقدى فإن زيادته بـ ١% في فترة ما يؤدي إلى زيادة التضخم للفترة التالية بـ 0.63 وهى علاقة طردية معنوية تتفق مع النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة. وإنخفاضه بعد فترتين بـ 47, ويظهر من النتائج أيضا ان هناك علاقة عكسية معنوية بين سعر الفائدة والتضخم بفترة ابطاء واحدة .

(Cointegration) بين متغيرات النموذج نقوم بإجراء اختبار الحدود (Bounds test)
 ٣- للتحقق من وجود علاقة طويلة الأجل من خلال إستخدام إحصائية (Joint F- statistic) وذلك لإختبار الفرضية $H_0 : B1 = B2 = 0$ والتي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج أى غياب علاقة توازنية طويلة الأجل ضد $H1 : B1 \neq B2 \neq 0$ الفرض البديل والذي ينص على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج حيث تقارن قيمة الإحصائية (f) المحسوبة مع القيم الجدولية الحرجة التى قدمها (Pesaran and Ai , 2001) ويشير الجدول التالى إلى نتيجة هذا الاختبار بالنسبة لمصر

جدول (٤) نتيجة اختبار الحدود لمصر

ARDL Bounds Test

Date: 11/02/21 Time: 10:26

Sample: 1993 2020

Included observations: 28

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

K	Value	Test Statistic
4	1.704240	F-statistic

Critical Value Bounds

l1 Bound	l0 Bound	Significance
3.09	2.2	10%
3.49	2.56	5%
3.87	2.88	2.5%
4.37	3.29	1%

من الجدول نلاحظ أن إحصائية F المشتركة لإختبار الحدود تساوى 1.70 وهي أقل من القيم الحرجة للحد الأعلى عند كل مستويات المعنوية وبالتالي يمكننا القول بغياب علاقة تكامل مشترك أى علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والتضخم أى بين سعر الصرف والنمو الاقتصادى والمعرض النقدى وسعر الفائدة والتضخم.

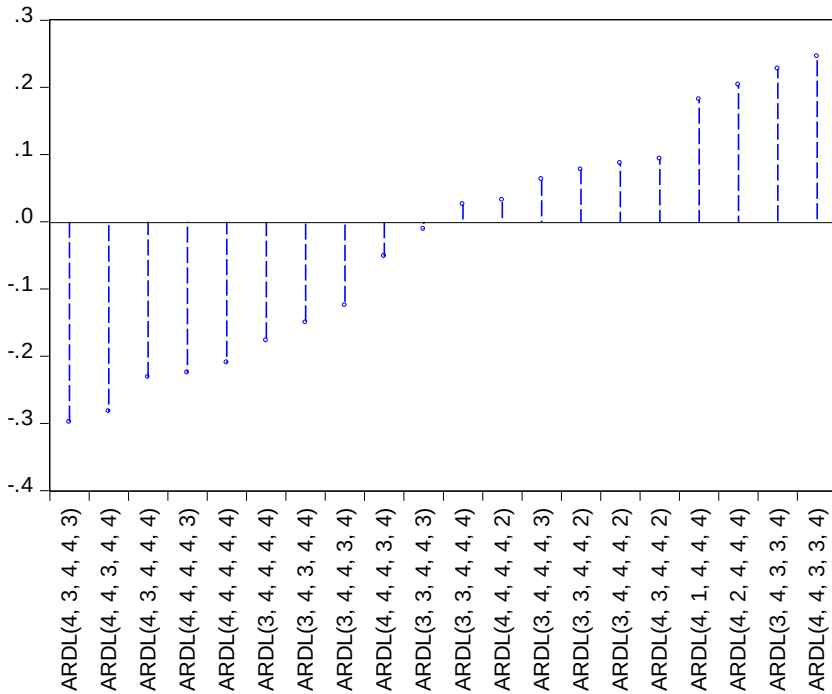
بالنسبة لنيوزيلاندا

لتقدير النموذج لا بد أولاً من تحديد العدد الأمثل لفترات الإبطاء m , n للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع على التوالى واللازمة لكى لا تكون البواقي مرتبطة إرتباطاً تسلسلياً وأن تكون ثابتة التباين وتم استخدام قاعدة Akaike information criteria AIC بحد أقصى اربع فترات إبطاء لتقدير النموذج عدد من المرات ثم إختيار النموذج الذى يجعل قيمة AIC أقل ما يمكن وقد تم عمل ذلك عن طريق تقدير النموذج ٢٥٠٠ مرة وبمقارنة القيم المقابلة لإحصائية AIC تم إختيار النموذج

ARDL (٤,٣,٤,٤,٣)

شكل (٢) - نيوزيلاندا

Akaike Information Criteria (top 20 models)



جدول (٥) نتائج تقدير نموذج (ARDL) لننوزيلاندا

Dependent Variable: INF

Method: ARDL

Date: 11/02/21 Time: 10:43

Sample (adjusted): 1994 2020

Included observations: 27 after adjustments

Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (4 lags, automatic): EXRATE GDPG BRDM_GDP

DEINTERST

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 2500

Selected Model: ARDL(4, 3, 4, 4, 3)

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3138	-1.151243	0.153206	-0.176377	INF(-1)
0.0116	-4.412691	0.134360	-0.592891	INF(-2)
0.0079	-4.925114	0.127926	-0.630048	INF(-3)
0.2575	-1.319487	0.100531	-0.132649	INF(-4)
0.0127	-4.293953	0.883514	-3.793767	EXRATE

0.0535	2.711384	0.940984	2.551369	EXRATE(-1)
0.1409	1.832190	0.892477	1.635187	EXRATE(-2)
0.0988	-2.142289	0.981293	-2.102213	EXRATE(-3)
0.0007	-9.449457	0.118423	-1.119033	GDPG
0.0051	-5.561391	0.112056	-0.623188	GDPG(-1)
0.1317	-1.890069	0.122159	-0.230889	GDPG(-2)
0.5595	-0.635762	0.072887	-0.046339	GDPG(-3)
0.0363	3.096630	0.042307	0.131009	GDPG(-4)
0.0517	-2.744584	0.032999	-0.090570	BRDM_GDP
0.4413	-0.853933	0.044762	-0.038223	BRDM_GDP(-1)
0.0269	-3.416057	0.043855	-0.149810	BRDM_GDP(-2)
0.7351	0.362881	0.053516	0.019420	BRDM_GDP(-3)
0.0583	-2.628060	0.059411	-0.156137	BRDM_GDP(-4)
0.1733	1.654717	0.142872	0.236412	DEINTERST
0.0290	-3.333608	0.173517	-0.578438	DEINTERST(-1)
0.0041	-5.901094	0.163678	-0.965879	DEINTERST(-2)
0.1983	-1.540404	0.184775	-0.284628	DEINTERST(-3)
0.0035	6.169690	9.340384	57.62728	C
1.980704	Mean dependent var	0.993134	R-squared	
1.093673	S.D. dependent var	0.955371	Adjusted R-squared	
-0.298245	Akaike info criterion	0.231045	S.E. of regression	
0.805616	Schwarz criterion	0.213528	Sum squared resid	
0.029990	Hannan-Quinn criter.	27.02631	Log likelihood	
3.273645	Durbin-Watson stat	26.29901	F-statistic	
		0.002972	Prob(F-statistic)	

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection

INF = -0.592 INF (-2) -0.630 INF (-3) - 3.793 (EXRATE) + 2.55 EXRATE (-1) -2.102 EXRATE (-3) -1.11 GDPG -0.623 GDPG (-1) + 0.131 GOPG (-4) - 0.090 BRDM_GDP- 0.149 BRDM_GDP(-2) - 0.156 BRDM_GDP(-4) - 0.578 INTERST(-1) - 0.965 INTERST(-2).

ومن المعادلة السابقة والجدول السابق نلاحظ: أن زيادة سعر الصرف بنسبة ١% في فترة ما يؤدي إلى انخاض التضخم لنفس الفترة بمقدار 3.7 % وزيادته في الفترة التي تليها بمقدار ٢.٥٥% وانخاضه بعد ٣ فترات ب 2.1% وبالنسبة للنتائج المحلى الإجمالى فهناك علاقة عكسية مع التضخم لنفس الفترة ولفترة ابطاء واحدة وطردية لاربع فترات ابطاء هذا يعنى أن زيادة الناتج المحلى ب ١% يؤدي إلى انخفاض التضخم ب 1.1% لنفس السنة و 0.62% بعد سنة وزيادته ب 0.14% بعد ٤ فترات ابطاء وبالنسبة للمعروض النقدى فإن زيادته ب ١% في فترة ما يؤدي إلى انخفاض التضخم لنفس الفترة ب 0.09% وبعد فترتين 0.14% وبعد اربع فترات ب 0.15% وهى علاقة عكسية

معنوية ويظهر من النتائج أيضا ان هناك علاقة عكسية معنوية بين سعر الفائدة والتضخم بفترة ابطاء واحدة وبفترتى ابطاء.

جدول (٦) نتيجة اختبار الحدود نيوزيلاندا

ARDL Bounds Test

Date: 11/02/21 Time: 10:45

Sample: 1994 2020

Included observations: 27

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

K	Value	Test Statistic
4	0.983192	F-statistic
Critical Value Bounds		
I1 Bound	I0 Bound	Significance
3.09	2.2	10%
3.49	2.56	5%
3.87	2.88	2.5%
4.37	3.29	1%

من الجدول نلاحظ أن إحصائية F المشتركة لإختبار الحدود تساوى 98. وهي أقل من القيم الحرجة للحد الأعلى عند كل مستويات المعنوية وبالتالي يمكننا القول بغياب علاقة تكامل مشترك أى علاقة النقدى وسعر الفائدة والتضخم فى نيوزيلاندا.

جدول رقم (٧) نتائج اختبارات النموذج لمصر

Test	f- statistic	P - value
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	0.340	0.717
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey	0.343	0.961
ARCH	0.152	0.699
Ramsey t	.117	0.736

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.9.

جدول رقم (٨) نتائج اختبارات النموذج لنيوزيلاندا

Test	f- statistic	P – value
Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test	8.865	0.101
Heteroskedasticity Test: Breusch–Pagan–Godfrey	2.377	0.208
Normality test Jarque – Bera	0.601	.740
Ramsey t	1.178	0.357

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.9.

اختبار السببية لجرانجر

يستخدم لتحديد العلاقة بين المتغيرات هل هي احادية الاتجاه ام ثنائية الاتجاه ام لا توجد علاقة بينهم وكذلك تحديد اى المتغيرات تتسبب فى نمو المتغيرات الاخرى وايضا اتجاه التأثير وفيه يتم اختبار الفروض التالية بالنسبة لمصر ونيوزيلاندا .

الفرض العدمى الاول النمو الاقتصادى لا يسبب التضخم ضد الفرض البديل النمو الاقتصادى يسبب التضخم.

الفرض العدمى الثانى سعر الفائدة لا يسبب التضخم ضد الفرض البديل سعر الفائدة يسبب التضخم
الفرض العدمى الثالث سعر الصرف لا يسبب التضخم ضد الفرض البديل سعر الصرف يسبب التضخم.

الفرض العدمى الرابع المعروض النقدى لا يسبب التضخم ضد الفرض البديل المعروض النقدى يسبب التضخم وقد كانت نتائج اختبار السببية فى الجدول ومنه نلاحظ النتائج التالية لمصر ونيوزيلاندا.

١- لا توجد علاقة بين النمو الاقتصادى والتضخم فى مصر

٢- توجد علاقة احادية الاتجاه من التضخم الى سعر الفائدة اى ان التضخم هو الذى يسبب سعر الفائدة فى مصر حيث تم رفض الفرض العدمى وهو ان التضخم لايسبب سعر الفائدة وقبول الفرض البديل ان التضخم يسبب سعر الفائدة حيث ان اقل من ١٠% (Prob=.08)

٣-توجد علاقة احادية الاتجاه من سعر الصرف الى التضخم فى مصر، اى ان سعر الصرف يسبب التضخم حيث تم رفض الفرض العدمى وهو ان سعر الصرف لايسبب التضخم وقبول الفرض البديل وهو ان سعر الصرف يسبب التضخم اقل من ٥%(Prob=.03)

- ٤- توجد علاقة ثنائية الاتجاه بين المعروض النقدي والتضخم فى مصر أى ان التضخم يسبب المعروض النقدي والمعرض النقدي يسبب التضخم عند مستوى معنوية ١% و ٥%
 ٥- توجد علاقة احادية الاتجاه بين سعر الصرف والتضخم فى نيوزيلاندا من سعر الصرف الى التضخم أى ان سعر الصرف هو الذى يسبب التضخم فى نيوزيلاندا اقل من ٥% (Prob=.04)
 حيث تم رفض الفرض العدمى وقبول الفرض البديل
 ٦- لا توجد علاقة بين سعر الفائدة والتضخم فى نيوزيلاندا
 ٧- لا توجد علاقة بين المعروض النقدي والتضخم فى نيوزيلاندا
 ٨- لا توجد علاقة بين النمو الاقتصادى والتضخم فى نيوزيلاندا
- نتائج اختبار السببية لمصر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/25/23 Time: 07:25

Sample: 1990 2020

Lags: 5

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.6705	0.64349	26	GDPG does not Granger Cause INF
0.1699	1.81730	INF	does not Granger Cause GDPG
0.2351	1.54515	26	INTERST does not Granger Cause INF
0.0822	2.44675	INF	does not Granger Cause INTERST
0.0338	3.27541	26	EXRATE does not Granger Cause INF
0.8461	0.39284	INF	does not Granger Cause EXRATE
0.0003	9.63158	26	BRDM_GDP does not Granger Cause INF
0.0791	2.48123	INF	does not Granger Cause BRDM_GDP

نتائج اختبار السببية لنيوزيلاند

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/25/23 Time: 08:12

Sample: 1990 2020

Lags: 2

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.2279	1.57382	29	GDPG does not Granger Cause INF
0.3130	1.21975	INF	does not Granger Cause GDPG
0.0468	3.48831	29	EXRATE does not Granger Cause INF
0.6452	0.44636	INF	does not Granger Cause EXRATE
0.6959	0.36805	29	DEINTERST does not Granger Cause INF
0.7232	0.32855	INF	does not Granger Cause DEINTERST
0.5284	0.65517	29	BRDM_GDP does not Granger Cause INF
0.6477	0.44226	INF	does not Granger Cause BRDM_GDP

رابعاً : النتائج والتوصيات:النتائج :أ : وفقاً للنموذج المستخدم:* بالنسبة لمصر نجد أن :

١ - وفقاً للنموذج المستخدم تلاحظ وجود علاقة سببية قصيرة الأجل بين أحد متغيرات السياسة النقدية المستخدمة الممثلة في المعروض النقدي وبين معدل التضخم وهي علاقة طردية ضعيفة حيث تتأثر بها الاسعار بعد فترة من زيادة المعروض النقدي وهي تتفق مع النظرية الاقتصادية وتؤكد ما توصلت اليه الدراسات السابقة حيث تحدث في اتجاه واحد وذلك بسبب هيمنة الحكومة المالية على معظم حجم الاقراض الذى يمنحه البنك المركزى وتلاحظ ذلك فى السنوات التى يتناولها النموذج بالتحليل حيث ارتفع حجم القروض التى منحها البنك المركزى

للحكومة عن مجموع إيرادات الموازنة العامة للدولة مما أدى الى صعوبة أداء السياسة النقدية المستخدمة لاستهداف التضخم.

٢ - سعر الصرف له تأثير كبير وسريع على معدل التضخم حيث أن التضخم في فترة الاستخدام الأولى لسعر الصرف تلاحظ وجود علاقة طردية بين سعر الصرف وبين معدل التضخم حين تمت زيادة سعر الصرف بمقدار واحد بالمائة تسارع معدل التضخم في الارتفاع بنسبة واحد وأربعة من عشرة بالمائة وذلك بسبب حدوث تضخم مستورد مع الواردات بسبب انخفاض قيمة الجنيه المصرى بالنسبة للدولار أدى هذا التضخم المستورد الى ارتفاع المستوى العام للأسعار الممثل في الرقم القياسى لأسعار المستهلك، ولكنه في الفترة التالية لفترة تحريك سعر الصرف تلاحظ وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وبين معدل التضخم حيث ان الوظائف الثلاثة لسعر الصرف القياسية والتطويرية والتوزيعية متكاملة فيما بينها حيث يقوم سعر الصرف بقياس ومقارنة القوة الشرائية للعملة المحلية بالقوة الشرائية للعملة الأجنبية، وهذا ما يساعد على معرفة القطاع الذي يتمتع بوفرة في عوامل الإنتاج والذي يحتاج إلى تطوير وبذلك تتخصص الدولة في القطاع الأقل تكلفة وأكثر ربحية (حيث يتم تطوير السلعة الأخص في السوق المحلية مقارنة بنفس السلعة في الأسواق الأجنبية).

٣ - لقد أوضح تحليل التباين أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة وبين معدل التضخم تتفق مع النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة وذلك سببه ان المقترضين يحجمون عن الاقتراض في حالة ارتفاع سعر الفائدة حين تخشى الشركات المقترضة من تحقيق الخسائر المترتبة على ارتفاع المصروفات التمويلية الناتجة عن ارتفاع معدل الفائدة وكذلك الأسر فينخفض معدل التضخم بسبب تلك السياسة النقدية المتشددة التي تطبقها السلطات النقدية ، ويحدث العكس في حالة انخفاض معدل الفائدة فيرتفع معدل التضخم .

٤ - تلاحظ من تحليل التباين لاختبار ردة الفعل لمعدل التضخم لأية صدمات تحدث في متغيرات السياسة النقدية الممثلة في سعر الفائدة وسعر الصرف والمعروض النقدي .

حيث تبين تأثير موجب بين معدل التضخم والمعروض النقدي وتأثير سالب بين معدل التضخم وكلا من سعر الفائدة وسعر الصرف وتوضح هذه المتغيرات المفسرة ٥٠% من التغيرات التي تحدث فيها تؤثر في معدل التضخم في المدى الطويل وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية ونتائج الدراسات السابقة حيث ان نجاح الساسة النقدية في المدى المتوسط والطويل في تحقيق اهدافها يؤكد قدرتها

على تحقيق سياسة استهداف التضخم وخاصة سياسة سعر الصرف حيث انه اظهر تأثيراً سريعاً على معدل التضخم .

ب : بالنسبة لباقي الدراسة النظرية :

١ - تمثل سياسة استهداف التضخم إطاراً جديداً لإدارة السياسة النقدية؛ بالتركيز على هدف استقرار الأسعار في المدى الطويل كهدف نهائي لهذه السياسة.

يعد معدل التضخم الرقمي أوالمدي مستهدف استهدافاً وسيطاً لهذه السياسة مع وجود علاقة واضحة بين معدل التضخم المستهدف و أدوات السياسة النقدية كما تعد هذه لسياسة أكثر فعالية من سياسة الاستهداف النقدي التي تقوم على مقارنة غير مباشرة كمواجهة التضخم.

٢ - لضمان فعالية استهداف التضخم لابد من توفر شروط اولية وجوهرية إلى جانب شروط عامة نستطيع من خلالها تحديد مدى الالتزام بتطبيق استهداف التضخم من عدمه.

نجد ان تاريخ البدء باستخدام سياسة الاستهداف مابين عامي (١٩٩٠ - ١٩٩٩) مما يجعل عقد التسعينات هو عقد الاختبار الرئيسي لهذه السياسة على الرغم من التفاوت في نقطة البدء لدول اكثر تقدماً لما تمتلكه هذه الدول من ادوات اكثر فاعلية في مجال السياسة النقدية وقدر اكبر على اعطاء البنك المركزي استقلالية افضل عما تتمتع به من استقرار مؤسسي وتعزيز الشفافية في استهداف التضخم في هذه البلدان

٣ - لايمكن استخدام سياسة استهداف التضخم في جمهورية مصر العربية في الوقت الحاضر لعدم توافر الشروط العامة والشروط الاولية ولكن بالامكان الاعتماد علي هذا الاسلوب في إدارة السياسة النقدية في المستقبل من خلال تبني السلطة النقدية لهدف استقرار الاسعار واعطاء استقلالية اكبر للسلطة النقدية الممثلة في البنك المركزي واعتماد النظرة المستقبلية في الاجل الطويل كهدف أساسي للسياسة النقدية والتنبؤ بمعدل التضخم.

٤- استهداف التضخم بمعرفة السلطات النقدية المصرية يواجه كثيراً من الانتقادات منها انه لا يوجد ضمانات كافية بأن يكون البنك المركزي ناجحاً في استخدام ادواته وسياساته النقدية لوضع سياسات نقدية ملائمة تستجيب لمنع الصدمات المحتملة نتيجة وجود فترات ابطاء زمنية في عملية التنبؤ بمعدل التضخم بالإضافة الى احتمال تعارض تلك السياسات مع السياسة المالية في تحقيق الاهداف الاقتصادية.

٥ . نظرا للتدهور فى اداء الاقتصاد المصرى وتصادد معدلات التضخم وقعت الحكومة المصرية اتفاقا فى فترة التسعينات مع صندوق النقد الدولى بتنفيذ برنامج الاصلاح الاقتصادى ،ويتضمن عددا من السياسات النقدية والمالية لعلاج الاختلالات الهيكلية التى ساهمت فى تغذية الضغوط التضخمية ، ونجح هذا البرنامج فى اولى فتراته ثم بعد ذلك ارتفع معدل التضخم مرة اخرى ،ثم حدث تطور فى السياسة النقدية فى مصر باتباع سياسة نقدية انكماشية لتقليل معدل التضخم ونجحت فى ذلك فى بادئ الامر ولكن عاد معدل التضخم الى الارتفاع مرة ثانية مما جعل الحكومة المصرية تقرر فى سنة ٢٠٠٤م العمل على استهداف التضخم دون ان تعلن صراحة عن ذلك باعتبار ان تلك الفترة انتقالية لحين استقلال السلطة النقدية بقراراتها والتنسيق بين السياسة المالية والنقدية وعلاج الاختلالات الهيكلية فى الاقتصاد للوصول لمستوى عام للأسعار مستقر .

٦ . مما سبق نستنتج من تجارب الدول السابقة ان تحقيق معدلات منخفضة من التضخم فى كلا من البرازيل وتركيا بعد حالات التضخم العالية التى مرت بها منذ ١٩٩٠ حتى الان عملت على تطبيق الشروط والاجراءات التى تساعدها على تخفيف حدة التضخم والسيطرة عليه.

٧ . من اهم النتائج نلاحظ ان مصر لم تعمل بعد على تحقيق كافة شروط استهداف التضخم وتوافرها ، مثلها مثل كثير من الدول النامية التى قامت باستهداف التضخم و لم تستطع التنسيق بين سياساتها الاقتصادية ومؤسساتها الداخلية لتحقيق مستوى عام مستقر للأسعارالا فى عام ٢٠١٩ والتى وضحت نتيجتها جلية فى انخفاض نسبة التضخم فى عام ٢٠٢٠م .

التوصيات

- حتى يتم تفعيل سياسة استهداف التضخم كإطار جديد لإدارة التضخم في مصر نقترح الآتي:
- ١ . عدم الإفراط في الاعتماد على مصادر التمويل التضخمي خاصة في ظروف جمود الجهاز الانتاجي مما يؤدي إلى ظهور الفجوات التضخمية.
 - ٢ . ضرورة اجراء اصلاحات للاقتصاد المصرى تزامناً مع عملية الاستهداف التى بدأت بالفعل فى عام ٢٠١٩ م واتخاذ اجراءات تتعلق بمعالجة الاسباب الهيكلية لظاهرة التضخم في مصر من خلال تفعيل جانب العرض الكلي الذي لايزال لا يواكب الطلب الكلي والاسراع في تطبيق برامج الإصلاحات الاقتصادية.
 - ٣ . التنسيق بين السياسة النقدية والمالية بحيث تكون اجراءتهما متناغمة وغير متقاطعة.

- اعطاء استقلالية اكبر للسلطة النقدية والجهة التي ستقع عليها مسؤولية الاعلان عن سياسات استهداف التضخم لغرض ضمان حق مسائلتها عن الهدف الذى تم رسمه.
- ٤ - البحث عن نماذج قياسية تربط معدل التضخم بأدوات السياسة النقدية حتى تتمكن من توفير الشروط التي تتطلبها سياسة استهداف التضخم الممكن تطبيقها في الاقتصاد المصري إلى جانب اعتماد النظرة المستقبلية في التنبؤ بمعدل التضخم في المستقبل للتمكن من توفير بيئة مستقرة تساعد على دفع النمو الاقتصادي.
- ٥ - الاستفادة من تجارب الاسواق المتقدمة والناشئة والوقوف على مواطن القوة التي ساعدت في تحقيق نجاحها ووصولها إلى الهدف المحدد ومواطن الضعف التي عرقلت سير عملية الاستهداف وتسببت بحصول انحرافات خطيرة عن المعدل المستهدف.
- ٦ - وبالتزامن مع كل ما سبق يجب منح المزيد من الحرية للسلطات النقدية للاستقلال بقراراتها دون تدخل من الحكومة في هذا الشأن الا للرقابة على أداء السياسة النقدية المستخدمة ومدى تأثيرها على استقرار الأسعار.
- ٧ - وضع قيود على الاقتراض من البنك المركزى وخاصة القروض الحكومية التي افترطت في اقتراضها في السنوات الأخيرة بحيث يصل الاقتراض الى حدوده الدنيا نظرا لان الاعتماد من الحكومة على البنك المركزى في تمويل عجز الموازنه ما هو الا قيد على اداء البنك المركزى
- ٨ - يجب ان تعتمد السلطات النقدية على سياسة سعر الصرف بالاضافة الى سعر الفائدة حيث انهما من اهم القنوات التي تؤثر في معدل التضخم المستهدف .
- ٩ - وضع الناتج المحلى الاجمالى ضمن أهداف السياسة النقدية حيث ان النموذج المستخدم اثبت ان الناتج المحلى الاجمالى تأثيره ضعيف جداً على معدل التضخم •
- ضرورة الإشارة إلى دراسات مستقبلية مرتبطة بموضوع البحث.

الدراسات المستقبلية

سوف يتم اضافة عوامل أخرى قد تساعد في توضيح أثر السياسة النقدية على التضخم سواء كانت نوعية أو كمية وتحديد تأثيرها على التضخم وادخال مزيد من الدول في دراسات أعمق وبشكل أكبر وتفسير أسباب نتائج العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبين التضخم •

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

- ١ - المصباح ، عماد الدين ، محدثات التضخم فى سوريا خلال الفترة من ١٩٧٠ حتى سنة ٢٠٠٤م ، مجلة العلوم الاجتماعية ، مجلس النشر العلمى ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٦م
- ٢ - العمر ، حسين ، ٢٠٠٧ ، محدثات التضخم فى الكويت خلال الفترة من ١٩٧٢ حتى ٢٠٠٤ م ، كلية الدراسات التجارية ، الكويت ، ديسمبر ٢٠٠٧
- ٣ - صالح ، نجلاء ، محدثات التضخم فى الاقتصاد السعودى خلال الفترة من ١٩٧٠ حتى ٢٠٠٦م،رسالة ماجستير ، كلية الدراسات العليا ، جامعة الملك سعود ، سنة ٢٠٠٨م.
- ٤ - رمضان ، رانيا ، العلاقة بين عجز الموازنة والتضخم فى مصر : دراسة تطبيقية ١٩٨٠
- ٥ - ٢٠٠٦ ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ٢٠١٠م
- ٦ - الزهوى ، حسين عبدالمنعم دراسة اقتصادية قياسية لمحدثات التضخم فى مصر ١٩٨٦ - ٢٠٠٦ ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، ٢٠١٠
- ٧ - يحى ، عبدالله ، محدثات التضخم فى الجزائر ، دراسة قياسية باستعمال نماذج متجهات الانحدار الذاتى المتعدد الهيكلية خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠١٢م ، ٢٠١٤
- ٨ - دبات ، أمينة ، السياسة النقدية واستهداف التضخم بالجزائر خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠١٢ ، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ٣١، العدد ٣١، ٢٠١٧
- ٩ - محسن ، بهاء جمال بسيونى ، استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية فى مصر : دراسة مقارنة ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، جامعة بنها ، ٢٠١٦
- ١٠ - الخربوطلى ، ماجد محمد يسرى ، ممرات السياسة النقدية واستهداف التضخم ، معهد والبحوث البيئية ، جامعة عين شمس ، ٢٠١٩
- ١١ - البرماوى، ادهم محمد السيد ، الجزار ، فاروق فتحى السيد ، التأثير غير المتماثل لصدمات سعر الفائدة على معدل التضخم باستخدام نموذج (NARDL) ، دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصرى ، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية ، كلية التجارة ، جامعة دمياط ، المجلد الثالث ، العدد الاول ، الجزء الثالث ، يناير ٢٠٢٢
- ١٢ - البرماوى، ادهم محمد السيد ، الجزار ، فاروق فتحى السيد ، أثر الصدمات غير المتماثلة لسعر الصرف على معدل التضخم باستخدام نموذج (NARDL) ، دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصرى ،

- المجلد الثالث والعشرون ، العدد الثانى لمجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ، ابريل ٢٠٢٢ .
- ١٣- بوخارى ، لجلو موسى ، سياسة الصرف الاجنبى وعلاقتها بالسياسة النقدية ، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع ، لبنان ، سنة ٢٠١٠
- ١٤- مفتاح ، صالح ، " النقود والسياسة النقدية " ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، مصر ، ٢٠٠٥م ، ص ٩٨
- ١٥ - مصطفى ، احمد فريد ، حسن ، سهير محمد السيد ، السياسات النقدية والبعد الدولى لليورو ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، سنة ٢٠٠٠ ، ص ٣٩
- ١٦- الفيل ، اسامة احمد ا ، مقلد ، رمضان محمد ، " النظرية الاقتصادية الكلية " ، دار التعليم الجامعى للطباعة والنشر والتوزيع ، الاسكندرية ، سنة ٢٠١٢
- ١٧ - الناقه ، احمد ابوالفتح ، نظرية النقود والأسواق المالية ، مكتبة الشعاع ، الاسكندرية ، الطبعة الأولى ، سنة ٢٠٠١م
- ١٨ - عبدالحميد ، عبدالمطلب ، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومى تحليل كلى ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، مجموعة النيل العربية ، سنة ٢٠٠٣
- حداد ، اكرم ، النقود والمصارف ، مدخل تحليلى ونشرى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الاولى ، سنة ٢٠٠٥
- ١٩ - الناقه ، احمد ابوالفتح ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، ١٩٩٨ ،
- ٢٠ - الناقه ، احمد ، مبارك ، عبدالمنعم ، النقود والصيرفة والنظرية النقدية ، الاسكندرية ، مطبعة سامى . ١٩٩٣
- ٢١ - على ، مغاورى شلبى ، اليورو ، القاهرة ، مكتبة زهراء الشرق ، ٢٠٠٠
- ٢٢ - لنجفى ، سالم توفيق ا ، سياسات التثبيت الاقتصادى والتكيف الهيكلى وأثرها فى التكامل الاقتصادى العربى ، الطبعة الأولى ، بغداد ، بيت الحكمة سنة ٢٠٠٢م
- ٢٣ - شودوفيسكى ، ميشيل ، عولمة الفقر وتأثير اصلاحات صندوق النقد والىك الدوليين ، ترجمة جعفر على حسين ، الطبعة الأولى ، بغداد ، بيت الحكمة ، سنة ٢٠٠١

- ٢٤- قاسم ، منى ، الاصلاح الاقتصادى فى مصر ، دور البنوك فى الخصخصة وأهم التجارب الدولية الطبعة الأولى ، القاهرة ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، سنة ١٩٩٨ ،
- ٢٥ - البلبل ، على احمد وآخرون ، التطور والهيكل المالى والنمو الاقتصادى ، حالة مصر ، ١٩٧٤ : ٢٠٠٢ ، صندوق النقد العربى ، أبوظبى ، ٢٠٠٤
- ٢٦ - الروبى ، نبيل ، التضخم فى الاقتصاديات المختلفة ، مصر ، مؤسسة الثقافة العربية ، دون تاريخ نشر
- ٢٧ - سلمان ، مصطفى و آخرون ، مبادئ الاقتصاد الكلى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، طبعة أولى ، الأردن ، سنة ٢٠٠٠
- ٢٨ - شيعه ، مصطفى رشدى ، الاقتصاد النقدى والمصرفى ، الدار الجامعية ، بيروت ، ١٩٨١
- ٢٩ - عبدالهادى ، سامر وآخرين ،مبادئ الاقتصاد الكلى ، داروائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، سنة ٢٠١٣ ،
- ٣٠ - النسور ، إياد عبدالفتاح ، أساسيات الاقتصاد الكلى ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، الأردن ، سنة ٢٠١٣
- ٣١ - العيسى ، نزار سعد الدين و قطن ، ابراهيم سليمان ، الاقتصاد الكلى مبادئ وتطبيقات ، الطبعة الاولى ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠٠٦
- ٣٢ - السمان ، محمد مروان وآخرين ، مبادئ التحليل الاقتصادى الجزئى والكلى ، الطبعة الأولى ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، الأردن ، سنة ٢٠٠٨ ،
- جامع ، احمد ، النظرية الاقتصادية السياسة والتطبيقات ، الجزء الثانى ، الطبعة الثانية ، سنة ١٩٧٥م
- ٣٣ - الناقة ، احمد ابوالفتوح ، نظرية النقود والأسواق المالية ، مكتبة الاشعاع ، الاسكندرية ، الطبعة الاولى ، ٢٠٠١ ،
- ٣٤ - معتوق ،سهى محمود ، الاتجاهات الحديثة فى التحليل النقدى ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٨م
- ٣٥ - قريصة ، صبحى تادرس قريصة ، نعمة الله ، أحمد رمضان اقتصاديات النقود والبنوك ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ١٩٩٠ ،
- ٣٦ - الحلاق ، سعيد سامى ، العجلونى محمد محمود ا، " النقود والبنوك والمصارف المركزية ، اليازورى للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠١٠
- ٣٧ - أحمد ، عبدالرحمن يسرى ، اقتصاديات النقود والبنوك ،الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ٢٠٠٣
- ٣٨ - حداد ، أكرم ، هذلول ، مشهور ، النقود والمصارف ، دار وائل للنشر ، الأردن ، ٢٠٠٥

المراجع الأجنبية :

- 1 – Honda, Y. , Some tests on the effects of inflation targeting in New Zealand, Canada, and the UK, Osaka Gakuin University, Economics Letters, January 2000.
- 2 – Domac, I. and Elbirt,C. , The main determinants of inflation in Albania,1998
- 3 - Mr. Uabide, A . , Determinants of inflation in Mozambique, working paper, International Monetary Fund, 01 Oct 1997
- 4 - Dhakal and Kandil , Determinants of the inflation rate in the United States: An investigation of the value-added tax,1994
- 5 - Kim, B. Y. , Provided in Cooperation with Bank of Finland, Helsinki Determinants of Inflation in Poland : A Structural Cointegration Approach , Discussion Papers , No. 16,2001
- 6 - Batini, N. and Nelson, E., "Optimal Horizon for Inflation Targeting", 2000
- 7 - Jacobson, T. et.... All, Monetary Policy analysis and Inflation Targeting in small open Economy : A VAR Approach, Journal of Applied Econometrics,2001
- 8 - Delamini, A.,et ...all , A Cointegration Analysis of the Determinate of Inflation in Swaziland 1974-2000,2001
- 9 - Minella, A. , Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975 – 2000) : A VAR estimation"Working Papers Series 33, Central Bank of Brazil, Research Department. ,2001
- 10 - Monhanty, M S. and klau M., What Determines Inflation in Emerging Market Countries ? " BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Modelling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries, volume 8, pages 1-38, Bank for International Settlements., 2001
- 11 - Eser Tutar, Inflation Targeting in Developing countries and Its Applicability to the Turkish Economy,18-7-2002
- 12 - Bayo, F., Adekunle Ajasin University ,Nigeria : An Empirical Analysis Determinants of Inflation in Department of Economics,2003
- 13 - Al-Rassisi, Ali H., Pattanaik , S., Pass-Through of Exchange Rate Changes to Domestic Prices in Oman, " Central Bank of Oman, No.2005-1, 2003 , 2005
- 14 - Khan , M. S. , Schimmelpfennig A., Inflation in Pakistan: Money "or Wheat, " , IMF Working Paper 06: 60, April 2006

- 15 - Al-Mashat, R., Monetary Policy in Egypt: A Retrospective and Preparedness for Inflation Targeting, Egyptian Center for Economic Studies (ECES), Working Paper No. 134, June 2008.
- 16 - Essien, A., An econometric Analisis of Monetary Policy and the Inflation : Nigerian Case , 1970 – 2006, University of Uyo, Uyo; University of Lagos, Akoka, Date Written: January 4, 2009
- 17 - Black,L., Hancock,D.v and Passmore,W., The Bank Lending Channel of Monetary Policy and Its Effect on Mortgage Lending , Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC,May2010
- 18 - Allsopp,C. A, Kara & E, Nelson, (2006), “United Kingdom Inflation Targeting and the Exchange Rate”, The Economic Journal, Oxford University Press on behalf of the Royal Economic Society, <https://www.jstor.org/stable/3876414>, Jun, Vol.116, No.512, PP. F232-F244.
- 19 - Anari,A. & J, Kolari, (2016), “Dynamics of interest and inflation rates”, Journal of Empirical Finance, 39, pp. 129-144.
- 20 - Edward F. Buffie, M. Airaudo, Felipe Zanna, (2018), “Inflation targeting and exchange rate management in less developed countries”, Journal of International Money and Finance.
- 21 - Josifidis,K. J-P, Allegret & E ,B, Pucar, (2011), “Inflation Targeting and Exchange Rate Regimes in Serbia and Selected Transition Economies”, Eastern European Economics, Taylor & Francis, Ltd. Vol.49, No.4, pp. 88-105.
- 22- Krusec,D. (2011), “Is Inflation Targeting Effective? Monetary Transmission in Poland, The Czech Republic, Solvackia, and Jungary, Eastern European Economics, Taylor & Francis, Ltd., pp. 52-71
- 23 – Bernanke, B., Gertler M., Gilchris, S., The Financial Accelerator and the Flight to Quality, The Review of Economics and Statistics, Vol. 78, No. 1. (Feb., 1996), pp. 1-15
- 24 - Labonte , M. " Monetary policy and the Fedral Reserve : Current Policy and Conditions, Congressional research Services" , 12 February 2013
- 25 - Edward , Ch." Open market operations in the 1990,s " Federal Reserve Bulletin, November 1997 .
- 26 - Gabriel Gland et Alain Grandjean " La monnaie devoilee , l' harmattan , 1996