

مدى فعالية السياسة النقدية فى استهداف التضخم فى مصر دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢١)

د / مروة صلاح الدين فهمي

أستاذ الاقتصاد المساعد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

د / تامر فكري عطيفة النجار

مدرس الاقتصاد بكلية التجارة بنين - جامعة الأزهر

ملخص:

تناولت الدراسة أثر متغيرات السياسة النقدية والمتمثلة فى سعر الصرف، وسعر الفائدة، وعرض النقود بمعناه الواسع، والائتمان الخاص (كمتغيرات مستقلة) على معدّل التضخم (كمتغير تابع) فى مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢١)، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً معنوياً لجميع المتغيرات على معدّل التضخم خلال الفترة محل الدراسة فى الأجلين القصير والطويل.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين سعر الفائدة ومعدّل التضخم، وقد جاءت هذه العلاقة عكسية، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الفائدة بنسبة ١٪ يترتب عليه انخفاض معدّل التضخم بمعدّل ٠,٨٪، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية وعكسية بين الائتمان الخاص ومعدّل التضخم، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع الائتمان الخاص بنسبة ١٪ يترتب عليه انخفاض معدّل التضخم بمعدّل ٠,٦٪. أيضاً توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية وطردية بين سعر الصرف ومعدّل التضخم، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الجنيه بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدّل التضخم بمعدّل ٠,٦٪. وأخيراً توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية وطردية بين عرض النقود ومعدّل التضخم، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع المعروض النقدي بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدّل التضخم بمعدّل ٠,٤٪.

الكلمات المفتاحية: استهداف التضخم - سعر الصرف - سعر الفائدة - الائتمان الخاص - عرض النقود.

The Effectiveness of monetary policy in targeting inflation in Egypt. An empirical evidence (1990 - 2021)

Dr. Marwa Salah EL-Din Fahmy

Associate professor of Economics - Sadat Academy for Management Sciences, Egypt

Dr. Tamer Alnagar

Assistant professor - Al-Azhar University

Abstract

This study analyzes the impact of monetary policy variables represented in the exchange rate, interest rate, money supply, and private credit (as independent variables), on the inflation rate (as a dependent variable) in Egypt during the period (1990-2021). The study concluded that there is a significant effect of all variables on the inflation rate during the period under study in the short and long terms. The study concluded that there is a significant relationship between the interest rate and the inflation rate, and this relationship was inverse, and the value of the estimated parameter indicates that an increase in the interest rate by 1% leads to a decrease in the inflation rate by 2.8%, and the study also found a significant and inverse relationship between private credit and the inflation rate. The value of the estimated parameter indicates that an increase in private credit by 1% leads to a decrease in the inflation rate of 1.6%. The study also found that there is a significant and positive relationship between the exchange rate and the inflation rate, and the value of the estimated parameter indicates that an increase in the dollar exchange rate against the Egyptian pound by 1% leads to an increase in the inflation rate by 1.6%. Finally, the study concluded that there is a significant and positive relationship between the money supply and the inflation rate, and the value of the estimated parameter indicates that an increase in the money supply by 1% leads to an increase in the inflation rate by 0.4%.

Keywords: Inflation - Exchange rate - Interest rate - Private credit - Money supply.

مقدمة:

تعدُّ السياسة النقدية من أهم الأدوات التي تُحقِّق الاستقرار والتوازن الاقتصادي العام، حيث إنها من أكثر الأساليب استخداماً فى السياسة الاقتصادية، ولكن مدى نجاحها من دولة لأخرى مرتبط بمدى دقة وحسن التعامل معها. تحتلُّ السياسة النقدية مكانة هامة بين السياسات الاقتصادية الأخرى؛ لما تلعبه من دور حاسم فى التأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية، ويظهر ذلك جلياً من خلال دورها فى التخفيف من حدة التضخم وانخفاض القيمة المحلية للعملة، وذلك من خلال تفعيل أدواتها المختلفة؛ لتكثيف عرض النقود مع مستوى النشاط الاقتصادي، ومن ذلك تعمل السياسة النقدية على استهداف التضخم من خلال الأدوات الكمية والكيفية لها.

عملت السياسة النقدية فى مصر منذ ٢٠١٥ على استهداف التضخم أملاً فى الوصول إلى معدّل تضخم معتدل يدعم الاستقرار الاقتصادي، ذلك أن الهدف الأساسي للسياسة النقدية فى أي دولة من دول العالم هو الوصول إلى معدّل تضخم مستقر (استهداف التضخم) يدعم الاستقرار الاقتصادي ويجعل الاقتصاد المصري فى حالة توازن حركي (ديناميكي) منظم يعمل على زيادة الناتج المحلي الإجمالي، بمعنى ضمان معدّل تضخم يدعم الاستقرار الاقتصادي، ويضمن فى نفس الوقت تحقيق الأهداف التنموية للاقتصاد القومي، حيث إن الإخلال بالاستقرار الاقتصادي يجعل الاقتصاد ينمو بشكل غير متوازن ديناميكياً، وينعكس ذلك سلباً على معدّل نمو الناتج المحلي، ممّا يُشكل خطورة على برامج الإصلاح الهيكلي التي يتبنّاها الاقتصاد القومي.

يُعدُّ التضخم من أهم الظواهر الاقتصادية التي تُواجه الاقتصادات المتقدمة والناشئة على حد سواء، ونتيجة للاهتمام المتزايد بهذه الظاهرة، ظهر على الساحة ما يُسمّى بسياسة استهداف التضخم « Inflation Targeting » كأحد الإستراتيجيات الحديثة لإدارة السياسة النقدية لأي دولة، بهدف تحقيق الاستقرار فى المستوى العام للأسعار، حيث يمكن للبنك المركزي من خلال إدارته لأدواته المختلفة من استهداف معدّل للتضخم يقلُّ أو يزيد بـ ٢% عن المعدّل الأمثل للتضخم، والمحافظة على استقرار الأسعار فى الأجل الطويل.

من هذا المنطلق تسعى الدراسة للوقوف على مدى فعالية السياسة النقدية فى استهداف معدّل للتضخّم، وذلك من خلال خمسة أقسام رئيسية، يُقدّم القسم الأوّل: مفهوم سياسة استهداف التضخّم، ويعرض القسم الثانى: شروط تطبيق سياسة الاستهداف، أمّا القسم الثالث: فيعرض عدداً من التجارب الدولية فى تطبيق سياسة الاستهداف، وفي القسم الرابع: يتمّ استعراض أهم الدروس المستفادة من هذه التجارب، وفي القسم الخامس: تسعى الدراسة إلى قياس أثر سياسة استهداف التضخّم كإطار لإدارة السياسة النقدية فى مصر.

إشكالية الدراسة:

إن الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار ضمن المستوى المقبول يُعدّ أحد أهم أهداف السياسة النقدية، حيث عانت معظم الدول على اختلاف أنظمتها الاقتصادية ودرجة تطورها الاقتصادي من ظاهرة التضخّم، ونتيجة للآثار السلبية جرّاء هذه الظاهرة قامت العديد من الدول - وصلت إلى ٤٠ دولة حتى عام ٢٠٢٠ - بتفعيل أو تطبيق سياسة الاستهداف؛ رغبة منها فى تحقيق معدّل تضخّم منخفض من جهة، وزيادة معدّلات النمو الاقتصادي من جهة أخرى، وكان فى مقدمة هذه الدول نيوزيلاندا فى بداية تسعينيات القرن العشرين، ومنذ ذلك التاريخ اعتمدت هذه السياسة فى العديد من الدول المتقدمة والناشئة على حد سواء، حيث إن ارتفاع معدّل التضخّم يُؤثر سلباً على كافة الجوانب الاقتصادية والاجتماعية، بالإضافة إلى أنها تحدّ من النمو الاقتصادي الذى تهدف إليه السياسات الاقتصادية.

ويُعتبر بقاء معدّلات التضخّم ضمن المستوى المقبول مؤشراً هاماً يدلّ على صحة الاقتصاد القومي لأيّ دولة، عليه تتمثل مشكلة الدراسة فى محاولة التوصل إلى تحديد مدى ملائم لاستهداف التضخّم فى الاقتصاد المصري، يضمن إلى حد كبير نمواً مستداماً ومستقرّاً للاقتصاد القومي ويجنّب الآثار السلبية لارتفاع معدّل التضخّم على النمو المستدام.

تطرح الدراسة عدداً من التساؤلات التى تسعى إلى الإجابة عنها للتخفيف من حدة المشكلة البحثية:

١. إلى أي مدى تتوافر متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخّم فى مصر؟

٢. كيف يُمكن الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في تطبيق سياسة استهداف التضخم في مصر؟

٣. ما هي أهم أدوات السياسة النقدية التي تُؤثر في معدّل التضخم المستهدف في مصر؟

أهمية الدراسة:

تكمُن الأهمية العلمية للدراسة في أن الإستراتيجية الجديدة لإدارة السياسة النقدية والمعروفة بسياسة استهداف التضخم، والتي تهدف إلى تحقيق معدّل مقبول ومستقر في المستوى العام للأسعار قد تبنتها الكثير من دول العالم، وحققت العديد منها نجاحات متميّزة في الوصول إلى معدّل منخفض ومستقر لمستوى الأسعار، ممّا كان له بالغ الأثر في تعزيز معدّل النمو الاقتصادي المستدام، وقد قامت مصر بتطبيق هذه السياسات عام ٢٠١٧ وحققت فيها نجاحات كبيرة، إلا أنه في الآونة الأخيرة (٢٠٢١-٢٠٢٢) ونتيجة للعديد من الصدمات الخارجية (مثل أزمة كورونا والحرب الروسية الأوكرانية) والداخلية (مثل الاختلالات في بعض المتغيرات الاقتصادية)، الأمر الذي يستدعي دراسة إمكانية تبني هذه السياسة مرة أخرى، مع إعادة تقدير معدّلات الاستهداف في ظلّ المتغيرات العالمية؛ وذلك من أجل السيطرة على معدّلات التضخم العالية؛ وذلك لتحقيق معدّلات نمو مستدامة، من خلال الاستفادة من تجارب الدول المختلفة في تطبيق هذه السياسة، ومعرفة مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في استهداف معدّل التضخم في مصر.

هدف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى الإلمام بالجوانب التالية:

١. شروط تطبيق سياسة استهداف التضخم، وهل هذه الشروط مطبّقة في مصر.

٢. تجارب بعض الدول في تطبيق سياسة الاستهداف، وكيفية الاستفادة منها.

٣. قياس أثر أدوات السياسة النقدية على استهداف التضخم في مصر.

فرضية الدراسة: يسعى البحث إلى اختبار الفرضيات التالية:

هناك علاقة معنوية وطردية بين سعر الصرف ومعدّل التضخم.

هناك علاقة معنوية وعكسية بين سعر الفائدة ومعدّل التضخم.

هناك علاقة معنوية وطردية بين عرض النقود بمعناه الواسع ومعدّل التضخّم.
هناك علاقة معنوية وعكسية بين الائتمان الخاص ومعدّل التضخّم.
وستعمل الدراسة على اختبار مدى صحة هذه الفرضيات من عدمها.
الدراسات السابقة:

دراسة: أحمد سماحي، دور السياسة النقدية في استهداف التضخّم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة ٢٠٠٢-٢٠١٦، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بو علي، العدد ١٩، الجزائر، ٢٠١٨.

تناولت الدراسة إلى أي مدى تُؤثر متغيرات السياسة النقدية - سعر الصرف الحقيقي، سعر الفائدة، وعرض النقود - في التضخّم خلال الفترة محل الدراسة، من خلال نموذج التكامل المتزامن، وقد توصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف الحقيقي هو المتغير الوحيد الذي يُؤثر على معدّل التضخّم طرديًا، سواء في المدى القصير أو الطويل، أما باقي المتغيرات المستقلة فلم يكن لهم أي تأثير يُذكر على التضخّم.

دراسة: عصام أحمد عبد العظيم، مدى فعالية السياسة النقدية في تطبيق سياسة استهداف التضخّم في الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، العدد ٦، كفر الشيخ، مصر، ٢٠١٩.

تناولت الدراسة مدى جدوى وفعالية سياسة استهداف التضخّم في الاقتصاد المصري، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك مجموعة من المشاكل تواجه تطبيق هذه السياسة في الاقتصاد المصري، وهي غياب المنهجية العلمية السليمة لأغراض التنبؤ بالتضخّم، بالإضافة إلى مشكلة بناء المؤشرات الإحصائية للتضخّم، أيضًا غياب التنسيق بين السياسة النقدية والمالية، وتوصل البحث في الشق القياسي إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات السياسة النقدية ومعدّل التضخّم مقاسًا بالرقم القياسي للأسعار للمستهلكين، فضلًا عمّا سبق، فكان لسعر الصرف الأثر الأكبر في نقل أثر السياسة النقدية على التضخّم سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

دراسة: جميلة وجدي، نعيمة برودي، سياسة استهداف التضخّم: دراسة قياسية لحالة المغرب خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٨، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، جامعة القدس المفتوحة، المجلد ٥، العدد ١٤، فلسطين، ٢٠٢٠.

تهدف الدراسة إلى بيان مدى نجاح تطبيق سياسة استهداف التضخم في المملكة المغربية، وتم استخدام نموذج التكامل المشترك، من خلال الاعتماد على أربعة متغيرات، وهي: الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف، سعر الفائدة، ومعدل التضخم، خلال الفترة محل الذكر، وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها «أنه لا يمكن تطبيق سياسة استهداف التضخم في المغرب، نظرًا لعدم توفر متطلبات نجاح هذه السياسة.

دراسة: ماجد يسري، ممرات السياسة النقدية واستهداف التضخم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، القاهرة، مصر، ٢٠٢٠.

تناولت الدراسة تأثير دور السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار، وكذلك تحليل الأهمية النسبية لممرات انتقال أثر السياسة النقدية في التأثير على معدل التضخم في مصر، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن السياسة النقدية نجحت خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٢ في تحقيق الاستقرار في الأسعار من خلال استخدام أدواتها، عن طريق تقليص حجم الطلب، خفض المعروض النقدي، والمحافظة على ثبات سعر الصرف. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف ومعدل التضخم، فضلاً عن ذلك، فقد وجدت الدراسة ارتفاع الأهمية النسبية لممر سعر الصرف بالمقارنة مع الممرات الأخرى، والمتمثلة في سعر الفائدة والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص والمعروض النقدي.

دراسة: محمد نشيد، فعالية أدوات السياسة النقدية في ظل استهداف التضخم؛ دراسة قياسية- حالة الجزائر خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠١٨، مجلة دراسات وأبحاث، جامعة الجلفة، المجلد ١٢، العدد ٤، الجزائر، ٢٠٢٠.

تناولت الدراسة تحليل وقياس تباين العلاقة التوازنية بين أدوات السياسة النقدية واستهداف التضخم، وقد توصلت الدراسة من خلال منهجية الانحدار الذاتي للضغوط الزمنية المتباطئة إلى أن هناك أثرًا طويل الأجل بين أدوات السياسة النقدية ومعدل التضخم، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين كل من سعر إعادة الخصم والناتج المحلي الحقيقي والتضخم في الأجلين القصير والطويل، بينما باقي المتغيرات المستقلة المتمثلة في (سعر الصرف الاسمي، سعر الفائدة، وعرض النقود بمعناه الواسع) فلم يكن هناك أي تأثير يذكر لها.

دراسة: سمر حسين، منصور أحمد، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في السودان - دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٨) مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول الرائدة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المركز القومي للبحوث، المجلد ٥، العدد ٢٠، فلسطين، ٢٠٢١.

تناولت الدراسة التعريف بسياسة استهداف التضخم وعرض الشروط اللازمة لنجاح تطبيق هذه السياسة، وقد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج منها، وجود متجهان للتكامل المشترك لنموذج التضخم ومحدداته، وعدم معنوية كل من المعروض النقدي بمعناه الواسع والإنفاق الحكومي؛ مما يعني أنه يجب العمل على خفض الإنفاق الحكومي غير المنتج، وأيضاً تسبب مرونة سعر الصرف التي يتطلبها استهداف التضخم إلى عدم الاستقرار المالي، وعليه أوصت الدراسة بعدم اتخاذ سياسات نقدية توسعية، مع العمل على ترشيد الإنفاق الحكومي وتحسن سعر الصرف في البلاد.

دراسة: ظافر حسين، دور السياسة النقدية في مواجهة التضخم الاقتصاد العراقي: دراسة حالة للمدة ٢٠٠٣-٢٠١٥، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، المجلد ١٤، العدد الأول، العراق، ٢٠٢٢.

تناولت الدراسة فحص العلاقة بين بعض متغيرات السياسة النقدية، والمتمثلة في المعروض من النقود بالمفهوم الواسع، سعر الفائدة، وسعر الصرف كمتغيرات مستقلة ومعدلات التضخم كمتغير تابع، وقد توصلت الدراسة إلى أن التضخم يتبع تغيرات السياسة النقدية، إلا أن التأثير الأكبر كان لسعر الصرف في مواجهة التضخم، أما سعر الفائدة فبالرغم من تحريكه نحو الزيادة أو الانخفاض إلا أنه لم يكن له أثر واضح.

الفجوة البحثية:

من خلال عرض الدراسات السابقة نجد أنها بحثت في تحديد أهم متطلبات سياسة استهداف التضخم وبيان مدى نجاح تطبيق هذه السياسة في العديد من الاقتصادات المختلفة ومنها الاقتصاد المصري، والدور الذي تلعبه السياسة النقدية في سياسة استهداف التضخم، وتختلف هذه الدراسة في أنها سوف تقوم باستخدام نموذج (Vector Auto Regressive) في حالة الاقتصاد المصري، وهو نموذج يتضمن علاقات

ديناميكية يجعلها أنسب النماذج الاقتصادية لدراسة فاعلية السياسة النقدية فى استهداف التضخم، كما أن هذه الدراسة تقوم بدراسة أثر صدمات المتغيرات المستقلة الداخلة فى النموذج على مستوى التضخم المستهدف.

منهجية الدراسة:

يعتمد البحث على المنهج الاستقرائي التحليلي، حيث يصف الباحث الظاهرة محل البحث، وتتبع تطوّر الإحصائيات المتعلقة بها، هذا بالإضافة إلى استخدام الأسلوب القياسي لاختبار العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة، وحتى يسهل تقدير علاقات منضبطة لهذه العلاقة (Exactions).

خُطة الدراسة:

فى ضوء إشكالية الدراسة وأهميتها وتحقيقاً لأهدافها، تمّ تقسيم هذه الدراسة إلى المحاور التالية:

المحور الأوّل: مفهوم سياسة استهداف التضخم.

المحور الثانى: شروط تطبيق سياسة استهداف التضخم.

المحور الثالث: تجارب دولية فى استهداف التضخم.

المحور الرابع: الدروس المستفادة من تجارب الدول الأخرى.

المحور الخامس: قياس أثر سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية فى مصر.

المحور السادس: النتائج والتوصيات.

المحور الأول

مفهوم سياسة استهداف التضخم

على الرغم من حداثة تطبيق سياسة استهداف التضخم، إلا أنه تم تبنيها من قبل العديد من الدول، وتحديدًا منذ بداية التسعينات من القرن العشرين، وجاء تبني هذه السياسة مواكبًا للأزمات التي نتجت عن تطبيق إستراتيجيات بديلة، حيث تعرض العديد من الدول التي تبنت إستراتيجية استهداف سعر التضخم لأزمة عملات كبيرة، ليس فقط على مستوى الدولة بل أيضًا على المستوى الإقليمي والعالمي^(١)، بالإضافة إلى أن تبني هذه السياسة يُعتبر جزءًا من الدعم الفني، أو من شروط الاستدانة من طرف صندوق النقد الدولي^(٢). وكانت نيوزيلندا أول دولة قد استهدفت التضخم وذلك في مارس ١٩٩٠^(٣).

وتعرف سياسة استهداف التضخم بأنها: « إستراتيجية حديثة للسياسة النقدية، تهدف إلى تحقيق معدل محدد مسبقًا - معلن - من التضخم، في إطار زمني محدد، مع الاعتراف الظاهر بأن الهدف الأساسي والرئيسي للسياسة النقدية هو استقرار مستوى التضخم في المدى الطويل »^(٤).

(1) Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting for emerging-market countries. *American Economic Review*, 90(2), 105-109.

(٢) مشروع حلول للسياسات البديلة في مصر، السياسة النقدية تحت إطار إستراتيجية استهداف التضخم، ورقة عمل مشروع حلول للسياسات البديلة، الجامعة الأمريكية، القاهرة، مصر، ٢٠١٨، ص: ٩.

(3) <https://www.project-syndicate.org/blog/is-inflation-targeting-dead>, Visit Last6/2/2023. 12.35 PM

(4) Tutar, E. (2002). Inflation Targeting in Developing countries and its applicability to the Turkish Economy (Doctoral dissertation, Virginia Tech).

المحور الثاني

شروط تطبيق سياسة استهداف التضخم

لتطبيق سياسة استهداف التضخم ينبغي توافر العديد من الشروط والمتطلبات في الاقتصاد، وتنقسم هذه الشروط إلى شروط عامة وشروط أولية، وذلك كما يلي^(١)؛

أ. الشروط العامة؛ وهي الشروط الأساسية التي يجب توافرها في الاقتصاد، ومن ثم فإن عدم توفر شرط من هذه الشروط يترتب عليه فشل تطبيق أي دولة لهذه السياسة، وتتمثل هذه الشرط فيما يلي^(٢)؛

١. الإعلان الصريح والعام عن رقم محدد ومستهدف يزيد أو يقل ($\pm 2\%$) عن المعدل المستهدف لمعدل التضخم في الأجل المتوسط، وأن تلتزم الإدارة النقدية بتحقيق هذا المعدل في إطار زمني محدد^(٣).

٢. يتمثل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية بتحقيق الاستقرار في الأسعار في المدى الطويل، وتتعهد الإدارة النقدية بتحقيق هذا الهدف.

٣. زيادة درجة الشفافية، أي: أن البنك المركزي يلتزم بالإعلان عن الأهداف المحددة بكل شفافية للحكومة والجمهور على حد سواء.

٤. توفر البيانات اللازمة بالمتغيرات المختلفة التي يعتمد عليها البنك المركزي - ليس فقط للتحكم في معدل التضخم - وإنما أيضاً للتنبؤ به، وعليه ينبغي التدقيق والتحديث المستمر لهذه البيانات وفق المتغيرات الاقتصادية حتى تكون القرارات التي يتم اتخاذها من قبل السياسة النقدية مبنية على أساس علمي.

٥. إخضاع البنك المركزي للمساءلة بخصوص ما تم إنجازه بشأن سياسة الاستهداف وتحقيق الاستقرار في الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية في المدى الطويل.

ب. الشروط الأولية؛ بجانب الشروط العامة لاستهداف التضخم، هناك شروط أساسية يجب توفرها حتى نصل إلى تحقيق الأسعار في المدى الطويل، وتتمثل هذه الشروط فيما يلي؛

(١) العبيقة الوزيرة، صالح تومي، أثر المتغيرات النقدية على معدل التضخم في إطار استهداف التضخم؛ دراسة حالة الجزائر للفترة ٢٠٠٢-٢٠١٧، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، المجلد ٢٣، العدد ١، الجزائر، ٢٠٢٠، ص: ١٢٩٦-١٢٩٧.

(٢) جميلة وجدي، عيمة برودي، سياسة استهداف التضخم؛ دراسة قياسية لحالة المغرب خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠١٥، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد ٥، العدد ١٤، فلسطين، ٢٠٢٠، ص: ١١٢-١١٤.

(٣) محمد محمود عطوة، وآخرون، أثر تطبيق سياسة استهداف التضخم على النمو الاقتصادي (نموذج قياسي مقترح)، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد ٢، طنطا، مصر، ٢٠١٨، ص: ٢٤٢.

١. استقلالية البنك المركزي: ويقصد بها إعطاء البنك المركزي الحرية كاملة في التعامل مع أدواته النقدية المختلفة وصولاً إلى معدّل التضخّم المستهدف، وعدم التدخّل الحكومي في عمل البنك لإجباره على اتباع إجراءات لها دوافع سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية^(١). أو زيادة طلبه والحاحه على الإصدار النقدي مما يترتب عليه ارتفاع الأسعار^(٢)، ولا يعني بالاستقلالية هنا رفض تبني الأهداف النقدية للحكومة، فالاستقلالية في هذه الحالة نسبية، وتعني: أن القرارات النقدية ترجع إلى البنك المركزي، ولا مانع من اتخاذ القرارات بعد التشاور مع الحكومة؛ وذلك نظراً لأهمية التنسيق بين السياسة النقدية والمالية^(٣).

٢. عدم وجود أهداف أخرى وسيطة - مثل سعر الصرف أو معدّل البطالة - تتعارض مع الهدف الأساسي للسياسة النقدية، وهو هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار في الأجل الطويل، فعندما تطبّق دولة ما نظام سعر الصرف الثابت على سبيل المثال فإنها في هذه الحالة تكون غير قادرة على بلوغ معدّل التضخّم المستهدف وسعر الصرف الثابت في نفس الوقت، وعليه يجب تبني نظام صرف مرن بالقدر الذي يكون فيه للتضخّم الأولوية عند حدوث مثل هذا التضارب^(٤).

٣. استقرار الاقتصاد الكلي، أي: يجب أن يكون هناك علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية من جهة ومعدّل التضخّم من جهة أخرى، حيث إن اختلال هذه العلاقة يترتب عليه فشل تطبيق هذه السياسة.

٤. قوة الوضع المالي للدولة، حيث إن العجز المالي الكبير في الموازنة العامة للدولة، وتزايد الديون المحلية يُمكن أن يُؤدّي إلى فشل السيطرة على التضخّم، خاصة إذا كانت الدولة تعتمد على البنك المركزي لتغطية هذا العجز والذي سيؤول في النهاية إلى تزايد المعروض النقدي من ثم زيادة معدّل التضخّم^(٥).

(١) أحمد خليل، علاء سعدون، تقييم تجربة استهداف التضخّم في العراق: دراسة قياسية للمدة (٢٠٠٠-٢٠١٥)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، المجلد ١٠، العدد ٢، العراق، ٢٠١٨، ص: ١٨٥.
(٢) أحمد محي الدين، أثر استقلالية البنوك المركزية على استهداف التضخّم مع الإشارة إلى مصر، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، العدد ٨، الإسكندرية، مصر، ٢٠١٩، ص: ١٢.
(٣) أحمد صديقي، حسين العاربية، سياسة استهداف التضخّم كبدائل لإدارة السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٧، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ٢، المجلد ٢١، العدد ١، الجزائر، ٢٠١٨، ص: ٩١.

(٤) عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، ٢٠١٣، ص: ٢٧٩.
(٥) عصام أحمد البدر، مدى فاعلية السياسة النقدية في تطبيق سياسة استهداف التضخّم في الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، العدد رقم ٦، كفر الشيخ، مصر، ٢٠١٩، ص: ٧٤٤.

وتجدر الإشارة إلى أنه إذا استوفت أي دولة الشروط العامة كاملة والشروط الأولية أو جزءاً منها يُمكنها تطبيق سياسة استهداف التضخم وتحقيق المعدل المستهدف الوصول إليه^(١).

بعد استعراضنا للشروط العامة والأولية يبقى سؤال: هل هذه الشروط متوفرة فى مصر؟ يمكن القول: أن الاقتصاد المصري يعاني من بعض الاختلالات التي يجب تصحيحها قبل تطبيق سياسة الاستهداف، منها على سبيل المثال: تزايد الدين العام، وارتفاع عجز الموازنة، وعدم استقرار القطاع المالي وعدم تطوره، بالإضافة إلى عدم تمتع البنك المركزي بالاستقلالية الكاملة، وافتقار الشفافية فى السياسة النقدية وغياب المساءلة. وعلى الرغم من ذلك يُمكن لمصر أن تقوم بانتهاج سياسة استهداف التضخم وان لم يتوافر لديها جميع الشروط، فبحد أدنى الشروط الضرورية، ثم العمل على توفير باقي الشروط الأولية تبعاً.

(١) بلعزوز بن علي، طيبة عبد العزيز. السياسة النقدية واستهداف التضخم فى الجزائر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٦). مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد ٤١، القاهرة، مصر، ٢٠٠٨، ص: ٤٧.

المحور الثالث

تجارب دولية في استهداف التضخم

بداية من تسعينيات القرن العشرين اتبعت العديد من الدول إستراتيجية حديثة في السياسة النقدية تمثّلت في تطبيق سياسة الاستهداف؛ بغية تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وقد عرفت هذه الإستراتيجية باسم « سياسة استهداف التضخم »، وتجدر الإشارة إلى أنه بلغ عدد الدول التي قامت بتطبيق هذه السياسة نحو ٤٠ دولة، ذلك حتى عام ٢٠١٩، توزّعت هذه الدول ما بين دول متقدمة ودول ناشئة. كما تنوّعت هذه الدول ما بين دول مرتفعة الدخل، ودول منخفضة الدخل، وبين هذا وذاك دول متوسطة الدخل ذات الشريحة العليا، ودول متوسطة الدخل ذات الشريحة الدنيا. والجدول التالي يوضّح الدول التي طبّقت سياسة استهداف التضخم خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

جدول رقم (١)

الدول التي طبقت سياسة استهداف التضخم خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩

الدول	تصنيف الدول طبقاً لمستوى الدخل	سنة التطبيق	الدول	تصنيف الدول طبقاً لمستوى الدخل	سنة التطبيق
نيوزيلندا	مرتفعة الدخل	١٩٩٠	جواتيمالا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٥
كندا	مرتفعة الدخل	١٩٩١	إندونيسيا	متوسطة الدخل - الشريحة الدنيا	٢٠٠٥
المملكة المتحدة	مرتفعة الدخل	١٩٩٢	رومانيا	مرتفعة الدخل	٢٠٠٥
أستراليا	مرتفعة الدخل	١٩٩٣	صربيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٦
السويد	مرتفعة الدخل	١٩٩٣	تركيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٦
التشيك	مرتفعة الدخل	١٩٩٧	أرمينيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٦
إسرائيل	مرتفعة الدخل	١٩٩٧	غانا	متوسطة الدخل - الشريحة الدنيا	٢٠٠٧
بولندا	مرتفعة الدخل	١٩٩٨	أوروغواي	مرتفعة الدخل	٢٠٠٧
البرازيل	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	١٩٩٩	ألبانيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٩
تشيلي	مرتفعة الدخل	١٩٩٩	جورجيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٩
كولومبيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	١٩٩٩	باراجواي	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠١١
جنوب إفريقيا	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٠	أوغندا	منخفضة الدخل	٢٠١١
تايلاند	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠٠	جمهورية الدومنيك	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠١٢
هنغاريا - المجر	مرتفعة الدخل	٢٠٠١	اليابان	مرتفعة الدخل	٢٠١٣
المكسيك	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	٢٠٠١	الهند	متوسطة الدخل - الشريحة الدنيا	٢٠١٣

٢٠١٥	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	مولودوفا	٢٠٠١	مرتفعة الدخل	إيسلندا
٢٠١٥	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	كازاخستان	٢٠٠١	مرتفعة الدخل	كوريا الجنوبية
٢٠١٥	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	روسيا	٢٠٠١	مرتفعة الدخل	النرويج
٢٠١٦	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	الأرجنتين	٢٠٠٢	متوسطة الدخل - الشريحة العليا	بيرو
٢٠١٧	متوسطة الدخل - الشريحة الدنيا	مصر	٢٠٠٢	متوسطة الدخل - الشريحة الدنيا	الفلبين

المصدر:

١. رنا محمد البطرني، تجارب دولية في سياسة استهداف التضخم وإمكانية الاستفادة منها في مصر: دراسة نظرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد ١٢، العدد الأول، الإسماعيلية، مصر، ٢٠٢١، ص: ٩٧.

٢. تصنيف الدول طبقاً لمستويات الدخل، بيانات البنك الدولي^(١)، متاح على الرابط التالي:

وتجدر الإشارة إلى أن اختيار سياسة الاستهداف يختلف من دولة إلى أخرى، فهناك بعض الدول تختار نطاقات مستهدفة في تحديد أهدافها المتعلقة بالتضخم مثل تايلاند ونيوزيلندا وأستراليا، وهناك دول أخرى قد فضّلت في إستراتيجيتها تحديد هدف محدد للتضخم كاليابان والنرويج وتركيا والسويد والمملكة المتحدة، وهناك دول أخرى قد فضّلت تحديد هدف للتضخم مقترن بنطاق وهوامش للتقلبات صعوداً وهبوطاً مثل البرازيل وكندا وغانا والمكسيك والفلبين ورومانيا وصربيا وكوريا الجنوبية^(٢). ونستعرض في السياق التالي تجارب بعض الدول التي طبقت استهداف التضخم، وتمّ مراعاة أن تكون هذه الدول من الدول النامية، وأن تصنّف هذه الدول من الدول ذات الدخل المتوسط، وهذه الدول هي غانا واندونيسيا، والبرازيل، بالإضافة إلى تجربة مصر.

١. تجربة غانا:

تعدّ دولة غانا ثاني دولة أفريقية تتبنّى سياسة استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية، حيث أعلن البنك المركزي الغاني عام ٢٠٠٧ استهداف معدل

(١) يتمّ تصنيف الدول طبقاً لمستويات الدخل القومي طبقاً لنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي بالسعر الحالي للدولار الأمريكي، فدول الشريحة الأعلى يكون نصيب الفرد أكبر من ١٢٥٣٥ دولاراً، والدول منخفضة الدخل يكون نصيب الفرد أقل من ١٠٣٦ دولاراً، أما الدول متوسطة الدخل الشريحة الدنيا فيتراوح نصيب الفرد من ١٠٣٦-٤٠٤٥ دولار، وأخيراً الدول متوسطة الدخل الشريحة العليا فيتراوح نصيب الفرد ما بين ٤٠٤٦-١٢٥٣٥ دولار، متاح على الرابط التالي =

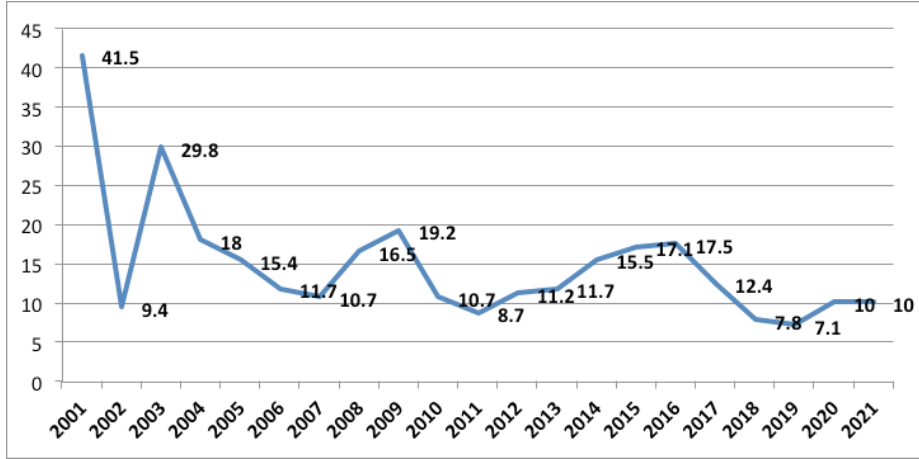
<https://blogs.worldbank.org/ar/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2020-2021>, Visit Last 11/2/2023. 1:05 AM

(٢) هبة عبد المنعم، الوليد طلحة، استهداف التضخم: تجارب عربية ودولية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٢٠، ص: ٢٩.

للتضخم يبلغ ٠.٨٪ مع وضع هامش للتقلب في حدود ٢٪ صعوداً وهبوطاً^(١). ويوضح الشكل التالي تطوّر معدّل التضخم في غانا خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠٢١.

شكل رقم (١)

تطوّر معدّل التضخم في غانا (الأسعار التي يدفعها المستهلكون ٪)



Source: World Bank, 2023.

يُوضّح الشكل السابق أن معدّل التضخم شهد تقلباً خلال الفترة محل الذكر، إلا أن الملاحظ أنه منذ تطبيق سياسة الاستهداف في عام ٢٠٠٧ فإن معدّل التضخم لم يقترب من المعدّل المستهدف إلا خلال الفترة من عام ٢٠١٨ - ٢٠٢١ وهو ما يرجع طبقاً لدراسة (Bleaney, 2020) إلى أن غانا قد لا تزال تعاني من ضعف المؤسسات المالية، والتي بدورها تخلق مشكلة الهيمنة المالية، مما يجعل من الصعب على البنك المركزي أو يوائم توقعات التضخم مع المعدّل المستهدف المعلن^(٢).

وفي دراسة (Abango, 2019) وعلى الرغم من معدلات التضخم المنخفضة نسبياً إلا أن متوسط معدّل التضخم قد بلغ ١٣,٤ ٪ خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٥، وهي أعلى بكثير من الهدف متوسط المدى البالغ ٨٪، لذلك وطبقاً لنتائج الدراسة، فإن أحد

(١) البنك المركزي الغاني، متاح على الرابط التالي:

<https://www.bog.gov.gh/>, Visit Last 12/2/2023. 3:45 PM

(2) Bleaney, Michael, Atsuyoshi Morozumi, and Zakari Mumuni. "Inflation targeting and monetary policy in Ghana." *Journal of African Economies* 29.2 (2020): 121-145.

الأسباب الرئيسية في ذلك هو التوسع في المعروض النقدي^(١). والجدير بالذكر أن متوسط معدل نمو المعروض النقدي في غانا قد بلغ ٤,٣١٪ خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٦، إلا أن معدل نمو المعروض النقدي قد تراجع خلال السنوات الأخيرة من الفترة محل الدراسة ليبلغ ٤,٢٠٪^(٢).

وفي هذا الصدد، فقد اهتمت بعض الدراسات بقياس محددات استهداف التضخم في دولة غانا، فعلي سبيل المثال توصلت دراسة (Adu, G., & Marbuah, G 2011) إلى أهمية كل من الناتج الحقيقي، وسعر الصرف الاسمي، وعرض النقود، وسعر الفائدة الاسمي، والعجز المالي في تفسير التضخم في غانا، وقد توصلت الدراسة إلى أن التحكم في التوسع النقدي هو مفتاح نجاح جهود تخفيف التضخم في غانا^(٣).

وقد توصلت دراسة (Gyebi, F., & Bofo, G. K, 2013) إلى أن الإنتاج الحقيقي وعرض النقود هما المتغيرات الأكثر تأثيراً في تقليل مستوى التضخم، وعليه فإن تخطيط موارد المؤسسات ساعد في تقليل مستوى التضخم في غانا، الأمر الذي أكد على أن برنامج تخطيط موارد المؤسسات قد حقق هدفه الأساسي المتمثل في تخفيض الاتجاه التضخمي في غانا^(٤).

وقد تناولت دراسة (Ahiabor, G, 2013) العلاقة القائمة بين المتغيرات الأربعة، سعر الفائدة وسعر الصرف وعرض النقود مقابل معدلات التضخم. وكيف يمكن للبلاد أن تقلص بشكل كامل معدلات التضخم إلى الحد الأدنى، وقد توصلت الدراسة إلى أن السياسة النقدية وحدها غير قادرة على السيطرة على التضخم. لذلك ينبغي أن يكون هناك تنسيق بين السياسة النقدية والمالية من خلال اتخاذ التدابير المالية الفعالة للسيطرة على الإنفاق الحكومي ونفقات الاستهلاك الشخصي والاستثمار الخاص والعام^(٥).

(1) Abango, M. A., Yusif, H., & Issifu, A. (2019). Monetary aggregates targeting, inflation targeting and inflation stabilization in Ghana. *African Development Review*, 31(4), 448-461.

(٢) البنك الدولي، متاح على الرابط التالي:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FM.LBL.BMNY.ZG?locations=GH>

(٣) Adu, G., & Marbuah, G (٢٠١١). Determinants of inflation in Ghana: An empirical investigation. *South African Journal of Economics*, ٦٩(٣), ٢٥١-٢٦٩.

(4) (Gyebi, F., & Bofo, G. K. (2013). Macroeconomic determinants of inflation in Ghana from 1990-2009. *International journal of business and social research (IJBSR)*, 3(6), 81-93.

(5) Ahiabor, G. (2013). The effects of monetary policy on inflation in Ghana. *Developing Country Studies*, 3(12), 82-89.

مما سبق يُمكن القول: أن تجربة دولة غانا في استهداف التضخم لم تنجح على المدى القصير؛ بسبب - طبقاً للدراسات التي أُجريت- التوسُّع في المعروض النقدي، بالإضافة إلى ضعف المؤسسات المالية وغياب التنسيق بين كل من السياسة النقدية والمالية، إلا أنه على المدى الطويل ونتيجة لتراجع معدّل نمو المعروض النقدي فقد تراجعت مستويات التضخم إلى المعدّل المستهدف.

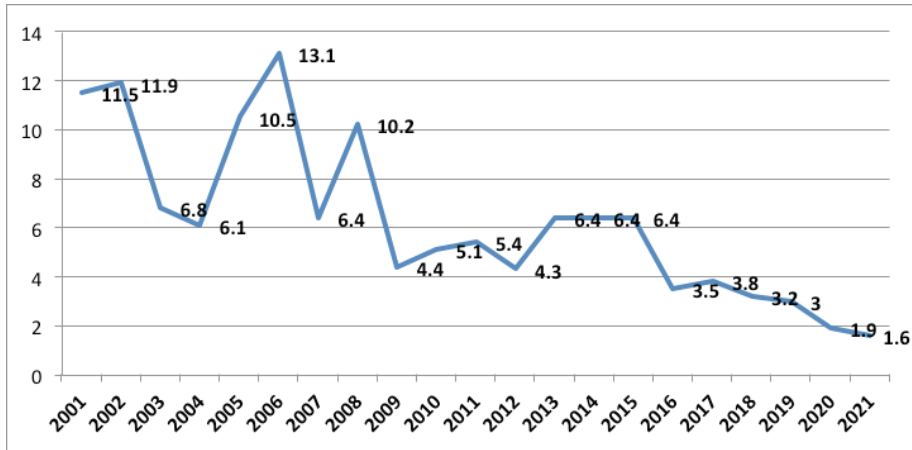
٢. تجربة إندونيسيا:

اتبعت إندونيسيا سياسة استهداف التضخم بدايةً من يوليو ٢٠٠٥، وعلى الرغم من أن السلطات النقدية كانت تستهدف معدّلات للتضخم قبل ذلك التاريخ، إلا أن عملية الاستهداف أصبحت رسمية بعد صدور قانون البنك المركزي رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٩، حيث ضمن هذا القانون الاستقلالية الكاملة للبنك المركزي، بما يُعزّز من مصداقية البنك المركزي الإندونيسي، وقد تمّ اعتماد معدّل مستهدف للتضخم بلغ ٤٪ لعامي ٢٠١٦ و ٢٠١٧، ومعدّل ٣,٥٪ لعام ٢٠١٨، مع حدود مسموح بها (±١٪)^(١).

ويوضّح الشكل التالي تطوّر معدّل التضخم في إندونيسيا خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠٢١.

شكل رقم (٢)

تطوّر معدّل التضخم في إندونيسيا (الأسعار التي يدفعها المستهلكون %)



Source: World Bank, 2023.

(١) سمر حسين، منصور أحمد، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في السودان: دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٨) مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول الرائدة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المركز القومي للبحوث، المجلد ٥، العدد ٢٠، غزة، فلسطين، ٢٠٢١، ص: ١٤٦.

يُوضَّح الشكل السابق تطوُّر معدَّل التضخُّم في إندونيسيا خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٢١، وكما أنه يتضح من الشكل تراجع معدَّلات التضخُّم إلى المعدَّلات المستهدفة خلال السنوات المستهدفة، وهي سنوات ٢٠١٦، ٢٠١٧، حيث تراجعت معدَّلات التضخُّم إلى ٣,٨%، ٣,٣% على الترتيب وهو ما يتوافق مع سياسة الاستهداف والتي اعتمدت معدَّل ٤% (±١%) خلال العامين محل الذكر، كما شهد عام ٢٠١٨ تراجع معدَّل التضخُّم إلى ٢,٢% وهو ما يتوافق أيضًا مع المعدَّل المستهدف من السُّلطات النقدية وهو ٣,٥% (±١%).

وقد تناولت دراسة (Rohmana, 2023) استهداف التضخُّم في إندونيسيا كإطار للسياسة النقدية، وقد هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على انتقال السياسة الإسلامية والتقليدية من خلال قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان وقناة سعر الصرف إلى التضخُّم في إندونيسيا، وقد توصلت الدراسة إلى أن جميع المتغيرات في النموذج قادرة على تثبيت معدَّل التضخُّم في غضون ثلاثة إلى سبعة أشهر، بينما يستغرق استقرار نمو القطاع الحقيقي من أربعة إلى ثمانية أشهر، كما أشارت النتائج إلى أن إجمالي الائتمان المصرفي التقليدي له التأثير الأكبر على التضخُّم، كما تلعب الأدوات النقدية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل الصكوك دورًا كبيرًا في السيطرة على التضخُّم، لكن التأثير ليس كبيرًا مثل الأدوات النقدية التقليدية^(١).

وتجدر الإشارة إلى أن إندونيسيا تعدُّ من أكثر الدول المُصدرة للصكوك في العالم، كما استحدثت صكوكًا إسلامية تُسمَّى بالصكوك الخضراء - مختصةً بالمناخ والبيئة -، حيث بلغت قيمتها في إندونيسيا ٤,٣ مليارات دولار، وتتراوح مدة الصكوك الخضراء من ٥ أعوام إلى ٣٠ عامًا، وبلغ معدَّل العائد عليها في ٢٠٢١، نحو ٣,٥٥%، وقد أثرت هذه الصكوك الخضراء في الاقتصاد الأخضر بشكل كبير، وأسهمت في بناء خطوط سكك حديدية مزدوجة وإنشاء مشروعات طاقة شمسية، وليست مشروعات كبيرة فحسب، وإنما مشروعات صغيرة للتعليم أيضًا والحياة الاجتماعية كذلك^(٢).

مما سبق يتضح تراجع معدَّلات التضخُّم في إندونيسيا إلى المستوى المستهدف من قِبَل السُّلطات النقدية. وهو ما يرجع إلى التزام كلِّ من البنك المركزي الإندونيسي

(1) (Rohmana, Y., & Utami, S. A. (2023). Inflation Through the Transmission Of Islamic And Conventional Monetary Policy In Indonesia. Amwaluna: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Syariah, 7(1), 29-57.

(٢) خالد المشاوي، توقعات بتجاوز إصدارات الصكوك ٤,٣ تريليون دولار في ٢٠٢٣، متاح على الرابط التالي: <https://www.independentarabia.com/node/339306/>, Visit Last 12/2/2023. 9.55 PM

بتحقيق المعدل المستهدف من خلال أدوات السياسة النقدية وبدعم من السياسة المالية أيضًا، بالإضافة إلى طرح أدوات تمويلية جديدة تتوافق مع الشريعة الإسلامية كالصكوك^(١).

٣. تجربة البرازيل:

ترتّب على السياسة الاقتصادية الليبرالية - تقلل من دور الدولة- التي اتبعتها البرازيل إلى تفاقم الهشاشة الخارجية للبرازيل، وبالتالي تعرّضت البلاد لثلاث هجمات مضاربة على عملتها خلال فترة السنوات من ١٩٩٥-١٩٩٨، علاوة على ذلك من الربع الثالث من عام ١٩٩٨ إلى الأول من عام ١٩٩٩، ومن ثم تميّز الاقتصاد البرازيلي بعدم استقرار الاقتصاد الكلي، مما ساعد على تدفق حادّ لرأس المال قصير الأجل. بالإضافة إلى ما سبق كانت الأزمات المالية في فترات زمنية قصيرة (أي: أزمة جنوب شرق آسيا والأزمة الروسية، إلى جانب الركود العالمي ١٩٩٧-١٩٩٨) ساهم في تدهور الاقتصاد البرازيلي. وهو الأمر الذي ترتّب عليه اضطرار البرازيل إلى التخلي عن سعر الصرف الزاحف وتبني نظام سعر الصرف العائم. ومن ثم انخفض سعر الصرف مما نتج عنه عواقب سلبية حتمية على معدلات التضخم، وعليه اتجهت البرازيل إلى سياسة استهداف التضخم^(٢).

بناءً على ما سبق تبنت البرازيل استهداف التضخم رسميًا منذ العام ١٩٩٩، وقد اعتمدت في إستراتيجية الاستهداف على عدد من النماذج الاقتصادية الكلية وثيقة الصلة بالسياسة النقدية، مع مراعاة عدد من المتغيرات مثل فجوة الناتج، وصدّات الطلب، وسعر الفائدة الحقيقي، وتحرير التجارة، وخصخصة الشركات العامة^(٣)، بالإضافة إلى تأسيس المجلس النقدي القومي؛ بهدف إدارة العملة وتثبيت الاضطراب المالي والتخفيف من حدة التضخم، أيضًا عملت البرازيل على تبني سعر صرف مرن؛ بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما اشتملت سياسة استهداف التضخم في البرازيل على الشفافية والمساءلة المنتظمة^(٤). وقد أعلنت البرازيل عن

(١) هبة عبد المنعم، الوليد طلحة، استهداف التضخم؛ تجارب عربية ودولية، مرجع سبق ذكره، ص: ٤٢.

(2) Arestis, P., Ferrari-Filho, F., & de Paula, L. F. (2011). Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics*, 25(2), 127-148.

(٣) جميلة وجدي، نعيمة برودي، السياسة النقدية وسياسة استهداف التضخم؛ دراسة قياسية لحالة البرازيل خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٥، مجلة المشكاة في الاقتصاد، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت، المجلد ٥، العدد ١٠، الجزائر، ٢٠١٩، ص: ١٠٨.

(4) Banco Central Do Brazil, Inflation Targeting.

<https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/Inflationtargeting>, Visit Last 13/2/2023. 8.45 AM

استهداف معدّل للتضخّم يبلغ ٠.٨٪ مع هامش تقلب في حدود (±٠.٢٪)، وتم اتخاذ عدة إجراءات لاستيفاء المتطلبات أو الشروط الأساسية لسياسة الاستهداف وهي ما يلي^(١):

أ. تم إعادة هيكلة القطاع المصرفي، مما جعل النظام المصرفي في البرازيل مهياً لتطبيق سياسة استهداف التضخّم.

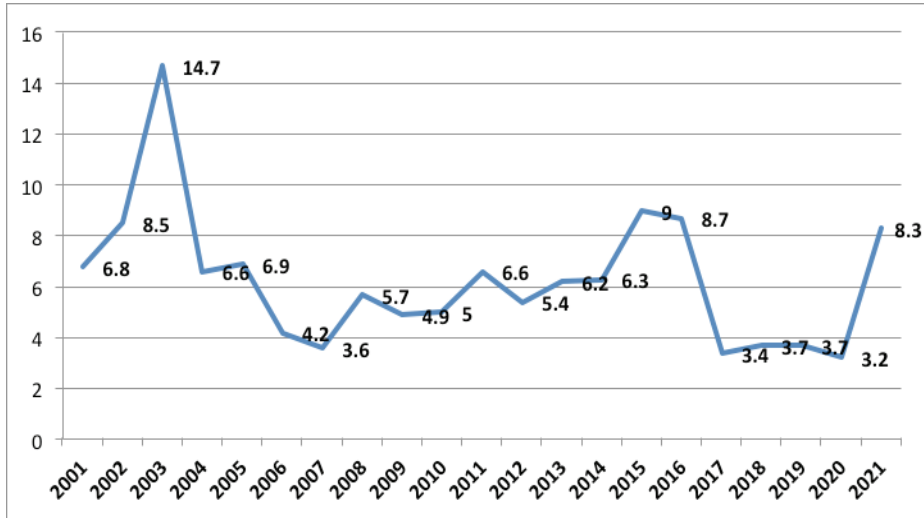
ب. لم يكن هناك قانون صريح يُعطي الاستقلالية التامة للبنك المركزي البرازيل، ويُعطي الأولوية لهدف تحقيق استقرار الأسعار، وقد تمّ ذلك بموجب قرار رئاسي.

ج. كان من ضمن المهام الأساسية للبنك المركزي البرازيلي الإدارة الرشيدة لأسعار الفائدة.

يُوضّح الشكل التالي تطوّر معدّل التضخّم في البرازيل خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠٢١.

شكل رقم (٣)

تطوّر معدّل التضخّم في البرازيل (الأسعار التي يدفعها المستهلكون ٪)



Source: World Bank, 2023.

(١) لبنى أحمد جلال، السياسة النقدية واستهداف التضخّم في مصر خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٥، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، المجلد ٠٢، العدد ٠٤، الإسكندرية، مصر، ٢٠١٧، ص: ٢٢٨.

يُوضَّح الشكل السابق انخفاض معدلات التضخم في البرازيل، حيث بلغ متوسط معدل التضخم خلال الفترة ٢٠٠٦،٢٪، وهو ما يدلُّ على نجاح سياسة استهداف التضخم في البرازيل.

مما سبق يتضح أن نجاح سياسة استهداف التضخم في البرازيل، جاء نتيجة للتحسُّن الكبير الذي تحقَّق في مجال زيادة شفافية السياسة النقدية، والمساءلة المنتظمة للبنك المركزي، وتلاشي المخاوف الأولية المرتبطة بمخاطر الهيمنة المالية الناتجة عن تحرير سعر الصرف، فضلاً عن الاستقلالية التامة للبنك المركزي، كلُّ هذا أدَّى إلى انضباط السياسة النقدية بما يتلاءم ومتطلبات النظام الجديد.

٤. التجربة المصرية في استهداف التضخم:

مع منتصف عام ٢٠١٦ شرعت الدولة المصرية، بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، في برنامج للإصلاح الاقتصادي، لاحتواء الاختلالات الاقتصادية، حيث إن الاقتصاد المصري قد وصل إلى حالة اقتصادية غير مسبوقة، من تضاؤل في نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى ٣٪، وزيادة العجز المالي إلى ١١،٣٪، وارتفاع معدل التضخم إلى ١٤،١٪ في سبتمبر ٢٠١٦. بالإضافة إلى ارتفاع معدل البطالة إلى ١٢،٨٪، وانعكس ذلك سلباً على عجز الحساب الجاري حيث زادت نسبة العجز من ٣،٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي في ٢٠١٤/٢٠١٥ إلى ٦٪ في ٢٠١٦/٢٠١٧. أيضاً تم تخفيض سعر الصرف الرسمي بنسبة ١٢٪ في مارس ٢٠١٦، كما بلغ إجمالي الاحتياطات الدولية ١٧,١ مليار دولار في يونيو ٢٠١٦، أي ما يسمح بتغطية حوالي ٣ أشهر من الواردات المتوقعة. الأمر الذي دعا الحكومة المصرية في نوفمبر ٢٠١٦ إلى إبرام برنامج للإصلاح الاقتصادي؛ يهدف إلى تقليص عجز الموازنة العامة واحتواء الضغوط التضخُّمية وإعادة هيكلة منظومة دعم الطاقة وزيادة معدل التوظيف وتعزيز مشاركة القوى العاملة (النساء والشباب) وتعزيز تدابير الحماية الاجتماعية لتوفير الحماية القصوى للاقتصاد القومي^(١).

في أعقاب هذه الفترة ومع بدء تحسُّن ملموس في معظم مؤشرات أداء الاقتصاد المصري خاصة فيما يتعلَّق بالتوازنات الداخلية والخارجية، ركَّز البنك المركزي

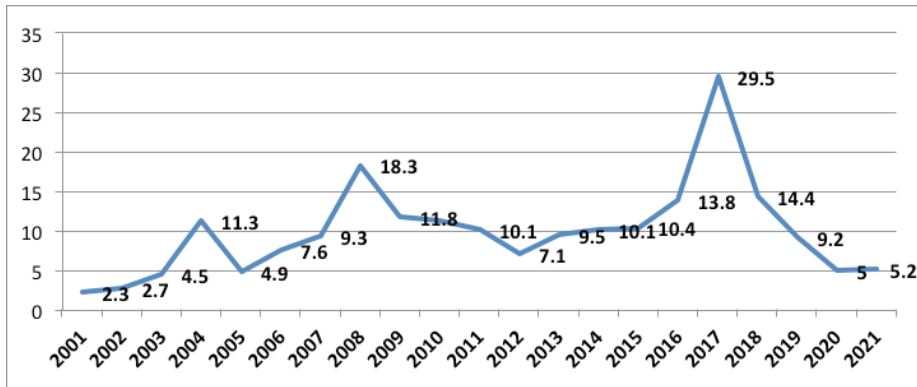
(١) ندى مسعود، مصر تتحرك نحو بناء إصلاح اقتصادي قوي: لمحة على البرنامج القومي للإصلاحات الهيكلية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مجلس الوزراء المصري، ١٥ مايو ٢٠٢١، متاح على الرابط التالي:

<https://idsc.gov.gov/DocumentLibrary/View/4641>, Visit Last, 13/2/2023, 5.05 PM

المصري على تفعيل إطار السياسة النقدية المتمثل في استهداف التضخم، حيث أعلن البنك المركزي المصري رسمياً في مايو ٢٠١٧ عن استهدافه معدل تضخم معن بنسبة ٣±% (٣±%) بنهاية عام ٢٠١٨، وهو ما تمكّن البنك فعلياً من تحقيقه في الوقت المحدد، حيث تراجع معدل التضخم إلى ١٤,٤% خلال عام ٢٠١٨ مقارنة بحوالي ٣٠% عام ٢٠١٧، ومن ثم انحسرت الضغوط التضخمية الناتجة عن تحرير سعر الصرف في نوفمبر ٢٠١٦^(١). ويوضّح الشكل التالي تطوّر معدل التضخم في جمهورية مصر العربية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠٢١.

شكل رقم (٤)

تطوّر معدل التضخم في مصر (الأسعار التي يدفعها المستهلكون %)



Source: World Bank, 2023

يتضح من الشكل السابق تقلب معدلات التضخم خلال هذه الفترة، إلا أن التضخم وصل ذروته خلال عام ٢٠١٧ كنتيجة أساسية لتحرير سعر الصرف في نوفمبر ٢٠١٦، إلا أنه بدأ في الانخفاض خلال السنوات الأخيرة، ومن ثم يمكن القول: بنجاح سياسة استهداف التضخم في مصر خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢١.

من جهة أخرى، فإنه وعلى الرغم من التحسّن الملموس للنشاط الاقتصادي إلا أن مسارات التعاليف تواجه بعض التحديات لعل من أهمها التحديات المتعلقة بسياسة استهداف التضخم نتيجة الضغوطات التضخمية الناتجة عن الصدمات المؤقتة (ومعظمها صدمات خارجية تتمثل في كوفيد ١٩، الحرب الروسية الأوكرانية)،

(١) صندوق النقد العربي، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، الإصدار التاسع، أبريل ٢٠١٩، ص: ٣٣.

والتأكد من عدم تحوُّل الصدمات المؤقتة للأسعار المحلية إلى ضغوطات تضخُّمية ذات طبيعة مستدامة قد يُؤثر سلباً على مسارات التعاليف الاقتصادية^(١).

وتجدر الإشارة إلى أن إدارة السياسة النقدية قد قرَّرت في بيانها الصحفي في ٣٠ مارس ٢٠٢٣ على ضرورة تقييد السياسة النقدية كشرط أساسي لتحقيق معدَّلات التضخم المستهدفة من قبل البنك المركزي المصري والبالغة ٧% (± 2 نقطة مئوية)، وذلك في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ و٥% (± 2 نقطة مئوية)، في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦^(٢). وذلك على الرغم من ارتفاع معدَّل التضخم في فبراير ٢٠٢٣ إلى ٣٢% تقريباً^(٣)، وهي بلا شك سياسة تفاؤلية، ولكنه تفاؤل حذر.

المحور الرابع: الدروس المستفادة من تجارب الدول الأخرى: هناك عددٌ من الدروس المستفادة من تجارب الدول الأخرى، تُوضِّح الدراسة أهمها فيما يلي:

إن معظم الدول التي تبنت سياسة استهداف التضخم هي الدول التي اعتمدت في سياستها على أسعار الصرف المرنة.

تتمتع البنوك المركزية في الدول التي تبنت سياسة الاستهداف بالاستقلالية الكاملة في إدارة السياسة النقدية، بما يُعضد من قدرتها على إنجاز أهدافها. التنسيق الكامل والمستمر بين كلٍّ من السياسة النقدية والمالية.

ويمكن القول: بأن استهداف التضخم يُعدُّ عاملاً هاماً في الإبقاء على معدَّلات التضخم دون مستويات معينة، وأن هذا الاستهداف يُعدُّ عاملاً هاماً في تخفيض مستويات التضخم الحالية (٢٠٢٢-٢٠٢٣) خلال السنة المالية الحالية، إلا أنه وللمحافظة على هذا المعدَّل المستهدف في الأجل الطويل يستلزم زيادة معدَّل النمو الاقتصادي وزيادة التوظيف وأن يُعبَّر سعر الصرف عن قيمته الحقيقية.

المحور الخامس: قياس أثر سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في مصر:

لغرض اختبار العلاقة بين بعض المتغيرات المتمثلة أساساً في: متغير تابع وهو معدَّل التضخم (INF)، وأربعة متغيرات مستقلة، وهم: سعر الصرف الرسمي للعملة

(١) صندوق النقد العربي، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، الإمارات العربية المتحدة، الإصدار الخامس عشر، أكتوبر ٢٠٢١، ص: ٣٥.
(٢) البنك المركزي المصري، بيان صحفي للسياسة النقدية، لجنة السياسة النقدية ترفع أسعار العائد الأساسية بواقع ٢٠٠ نقطة أساس، ٣٠ مارس ٢٠٢٣.
(٣) المرجع السابق.

المحلية مقابل الدولار متوسط الفترة (TC)، وسعر الفائدة على الودائع % (IR)، ومعدل نمو المعروض النقدي بمعناه الواسع % (M2)، والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي % (Pbsc) خلال الفترة الممتدة من ١٩٩٠-٢٠٢١، تم الاعتماد على منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للضجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL، وقد تحصلنا على جميع البيانات استناداً على بيانات سنوية من موقع البنك الدولي، وقد تم إجراء القياس من خلال برنامج EViews١٠، وفيما يلي عرض للبيانات المستخدمة في النموذج وتوضيحها:

أ. البيانات المستخدمة في النموذج: يُوضَّح الجدول التالي البيانات المستخدمة في النموذج بعد تحويلها من خطية إلى اللوغاريتمية:

جدول رقم (٢)

البيانات المستخدمة في النموذج

L TC	L IR	L Pbsc	L M2	L inf	
0.438255	2.484907	3.238678	3.356897	2.821379	1990
1.144223	2.484907	3.095578	2.960105	2.980619	1991
1.199965	2.484907	3.104587	2.965273	2.61007	1992
1.20896	2.484907	3.169686	2.580217	2.493205	1993
1.22083	2.4681	3.328627	2.415914	2.104134	1994
1.22083	2.388763	3.487375	2.292535	2.753661	1995
1.22083	2.351375	3.597312	2.379546	1.974081	1996
1.22083	2.282382	3.681351	2.379546	1.526056	1997
1.22083	2.24071	3.841601	2.379546	1.360977	1998
1.22083	2.219203	3.951244	1.740466	1.131402	1999
1.244155	2.251292	3.951244	2.451005	0.993252	2000
1.378766	2.251292	4.005513	2.580217	0.832909	2001
1.504077	2.230014	3.996364	2.533697	0.993252	2002
1.766442	2.104134	3.98713	3.058707	1.504077	2003
1.824549	2.04122	3.988984	2.785011	2.424803	2004
1.754404	1.974081	3.93574	2.442347	1.589235	2005
1.745716	1.791759	3.897924	2.70805	2.028148	2006

1.729884	1.808289	3.817712	2.949688	2.230014	2007
1.691939	1.88707	3.756538	2.351375	2.906901	2008
1.711995	1.871802	3.586293	2.251292	2.4681	2009
1.726332	1.824549	3.499533	2.517696	2.424803	2010
1.780024	1.88707	3.440418	1.902108	2.312535	2011
1.80171	2.028148	3.310543	2.509599	1.960095	2012
1.927164	2.04122	3.265759	2.939162	2.251292	2013
1.957274	1.931521	3.242592	2.76001	2.312535	2014
2.039921	1.931521	3.269569	2.923162	2.341806	2015
2.305581	2.066863	3.529297	3.676301	2.624669	2016
2.878074	2.493205	3.349904	3.020425	3.38439	2017
2.877512	2.509599	3.238678	2.587764	2.667228	2018
2.819592	2.388763	3.178054	2.587764	2.219203	2019
2.757475	2.054124	3.299534	2.980619	1.609438	2020
2.749832	2.00148	-	-	1.648659	2021

المصدر: البنك الدولي، وقد تمَّ تحويل البيانات بواسطة الباحثين.

ب. توصيف النموذج: سوف نستخدم في هذه الدراسة نموذج الانحدار الذاتي للضجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، ومن مميزات هذه المنهجية أن السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمتها، وقيم المتغيرات المستقلة وابطانها لفترة واحدة أو أكثر. الأمر الذي يترتب عليه التغلب على مشكلة التحيز التي قد تعاني منها النماذج الأخرى^(١).

وتجدر الإشارة إلى أن منهجية التكامل المشترك (ARDL) تمتاز عن أساليب التكامل المشترك الأخرى مثل (Engle and Granger) و (Johansen) من خلال إمكانية تطبيق منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك (ARDL Bounds Testing Approach to Cointegration) بغض النظر عما إذا كانت السلاسل الزمنية للمتغيرات الداخلة في النموذج ساكنة عند المستوى الأصلي أو الفرق الأول أو خليط بينهما، إلا أنه يتطلب أن يكون المتغير التابع ساكناً عند الفرق الأول، وأن المتغيرات المستقلة تصل إلى السكون دون الحاجة إلى أخذ الفروق الثانية^(٢).

(١) ماجد محمد يسري، ممرات السياسة النقدية واستهداف التضخم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، القاهرة، مصر، ٢٠٢٠، ص: ٦٤١.

(٢) أحمد مير، حنان بورعدة، دور السياسة النقدية الحديثة في استهداف التضخم دراسة قياسية للفترة ٢٠٠١-٢٠١٧، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، المجلد ٢، العدد ١٣، الجزائر، ٢٠١٩، ص: ١٦٢-١٦٣.

كما هو متبع في معظم الدراسات الاقتصادية يتم إدخال الصيغة اللوغاريتمية على المتغيرات وتحويل صيغة النموذج إلى الصيغة الخطية^(١)، ومن ثم فإن الهيكل العام للنموذج سيأخذ الصيغة التالية:

$$(INF)_t = \beta_0 + (INF)_{t-1} + \beta_1(TC)_{t-1} + \beta_3(IR)_{t-1} + \beta_4(Pbsc)_{t-1} + \mu t$$

ج. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية بالاعتماد على اختبار «ديكي فولر» الموسع ١٩٨١:

يستخدم هذا الاختبار للتعرف على ما إذا كانت المتغيرات الداخلة في النموذج مستقرة أم لا، حيث إن طبيعة السلاسل الزمنية تكون غير ساكنة مما يؤدي إلى ما يُعرف بظاهرة «الانحدار الزائف»، وقد تم الاعتماد على اختبار (Dickey- Fuller) لقياس سكون هذه المتغيرات، وقد جاءت النتائج كما يلي:

جدول رقم (٢)

نتائج اختبارات استقرار متغيرات النموذج باستخدام اختباري (ADF)

Variable	Level			1 st difference			Decision
	ADF			ADF			
	trend and intercept	intercept	None	trend and intercept	intercept	None	
INF	-2.20 (0.472)	-2.18 (0.216)	-1.039 (0.26)	-5.85 (0.00)	.948 (0.00)	-5.99 (0.00)	I(0)
TC	-2.56 (0.30)	0.064 (0.96)	1.78 (0.97)	-5.97 (0.00)	-6.05 (0.00)	-5.80 (0.00)	I(1)
IR	-2.52 (0.31)	-2.39 (0.15)	-0.74 (0.38)	-5.28 (0.00)	-4.55 (0.00)	-4.58 (0.00)	I(1)
M2	-3.73 (0.03)	-3.50 (0.01)	-0.41 (0.52)	-0.57 (0.00)	-5.70 (0.00)	-0.58 (0.00)	I(0)
Pbsc	-1.25 (0.87)	-1.02 (0.73)	0.01 (0.67)	-4.00 (0.02)	-3.49 (0.02)	-3.55 (0.00)	I(1)

المصدر: الباحثان اعتماداً على برنامج Eviews 10، واستناداً إلى البيانات المستخدمة في الجدول رقم (٢).

(١) محمد نشيد، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية: دراسة قياسية حالة الجزائر ١٩٨٠-٢٠١٥، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي مهيدي، المجلد ٦، العدد ٢، الجزائر، ٢٠١٩، ص: ١٢٤.

من الجدول (٣) يتضح أن جميع المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، باستثناء متغير عرض النقود $M2$ حيث استقر عند المستوى الأصلي. بناءً عليه ونظرًا لعدم استقرارية السلاسل الزمنية في نفس الدرجة، وهو ما يمنعنا من تطبيق منهجية E-granger و Johansen للتكامل المشترك، مما يلزم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات المتباطئة ARDL.

د. اختبار فترات الإبطاء: قبل تقدير العلاقة في الأجلين الطويل والقصير وفق نموذج ARFL يستلزم معرفة فترة الإبطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في النموذج، والتي تُحَقَّق أفضل قيمة لمعايير «AKaike» و «Schwarz»، وقد كانت النتائج كما يلي:

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	42.82793	NA	3.75e-08	-2.909841	-2.667899	-2.840171
1	69.64829	41.26208*	3.40e-08	-3.049868	-1.598219	-2.631846
2	84.81698	17.50234	9.22e-08	-2.293614	0.367744	-1.527239
3	131.3507	35.79513	3.68e-08	-3.950050	-0.078984	-2.835323
4	227.8840	37.12820	1.23e-09*	-9.452613*	-4.371838*	-7.989533*

من النتائج أعلاه نلاحظ أن فترة الإبطاء الملائمة هي فترة واحدة حسب معيار LR وأربع حسب باقي المعايير (أخذنا قيمة ٤ حسب مبدأ الأغلبية وحسب معيار SC و AIC).^٥

ه. اختبار الحدود (BOUND TEST):

كمرحلة أولى في منهجية ARDL لا بُدَّ من التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة، وذلك من خلال اختبار الحدود (BOUND TEST)، ولمعرفة هل توجد علاقة توازنية على المدى الطويل بين كل من المتغيرات التابعة والمستقلة، نقوم باختبار الفرضية التالية:

لا توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات H_0 .

توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات H_1 .

والنموذج التالي يُخص هذه النتائج.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	51.23983	10%	2.2	3.09
k	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37

من خلال النموذج السابق نلاحظ أن قيمة F المحسوبة كانت ٥١,٢٣، وهي أكبر من القيم الجدولية للاحتتمالات الأربعة (١-٢,٥-٥-١٠%) سواء الحد الأدنى I(٠) أو الحد الأعلى I(١)، وبالتالي نستنتج وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات خلال فترة الدراسة؛ مما يعني أنها تسلك سلوكاً متشابهاً في المدى الطويل ولا تبتعد عن بعضها البعض.

و. معادلة التكامل المشترك في الأجل الطويل (تقدير النموذج):

بناءً على ما سبق وتأكيدنا من وجود تكامل متزامن نستطيع الاعتماد على منهجية ARDL، والنموذج التالي يوضح ما توصلنا إليه.

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIR	-2.880809	0.160095	-17.99436	0.0031
DPBSC	-1.663445	0.057039	-29.16335	0.0012
DTC	1.618950	0.191573	8.450811	0.0137
M2	0.420690	0.038313	10.98034	0.0082
C	-1.191808	0.090619	-13.15185	0.0057

بناءً على النموذج السابق يمكن استنتاج ما يلي:

وجود علاقة معنوية وعكسية بين سعر الفائدة ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الفائدة بنسبة ١% يترتب عليه انخفاض معدل التضخم بمعدل ٠,٨%.

وجود علاقة معنوية وعكسية بين الائتمان الخاص ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع المنطق الاقتصادي، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع الائتمان الخاص بنسبة ١% يترتب عليه انخفاض معدل التضخم بمعدل ٠,٦%.

وجود علاقة معنوية وطردية بين سعر الصرف ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الصرف بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم بمعدل ١,٦٪.

وجود علاقة معنوية وطردية بين عرض النقود ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع المعروض النقدي بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم بمعدل ٠,٤٪.

ز. نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

بناءً على ما سبق، وبعد تأكدنا من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات الداخلة في النموذج، قمنا بتقدير الآثار في الأجل القصير، وخرجت الدراسة بالنتائج التالية:

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINF(-1))	2.687143	0.110015	24.42516	0.0017
D(DINF(-2))	1.823633	0.077942	23.39725	0.0018
D(DINF(-3))	0.508164	0.039181	12.96959	0.0059
D(DIR)	-1.887503	0.130819	-14.42837	0.0048
D(DIR(-1))	5.626086	0.297876	18.88732	0.0028
D(DIR(-2))	5.345960	0.260428	20.52761	0.0024
D(DIR(-3))	-0.847308	0.194653	-4.352915	0.0489
D(DPBSC)	0.319309	0.129303	2.469458	0.1322
D(DPBSC(-1))	2.204344	0.216771	10.16899	0.0095
D(DPBSC(-2))	1.927770	0.223891	8.610325	0.0132
D(DTC)	4.398920	0.163400	26.92118	0.0014
D(DTC(-1))	-0.828109	0.169474	-4.886346	0.0394
D(DTC(-2))	0.172949	0.131521	1.314990	0.3191
D(DTC(-3))	-0.641970	0.066164	-9.702675	0.0105
D(M2)	-0.316636	0.037244	-8.501705	0.0136
D(M2(-1))	-1.808732	0.080027	-22.60163	0.0020
D(M2(-2))	-1.208127	0.056708	-21.30451	0.0022
D(M2(-3))	-0.983018	0.056494	-17.40026	0.0033
CointEq(-1)*	-4.703654	0.143391	-32.80299	0.0009

أظهر نموذج تصحيح الخطأ أن معظم المتغيرات في النموذج معنوية عند مستوى ١٪، كما يتضح أن معدل التضخم في السنوات الثالثة والثانية والأولى يُؤثر على معدل التضخم الحالي، أي: أن مستوى التضخم في الفترة الحالية يتأثر بنفسه في الفترات السابقة، كما أظهر النموذج أن سعر الصرف بالنسبة للسنة السابقة يُؤثر

في معدل التضخم بالنسبة للسنة الحالية، الأمر كذلك بالنسبة للمعروض النقدي، حيث أظهرت نتائج النموذج أن المعروض النقدي في السنوات الثلاث السابقة يؤثر على مستوى التضخم بالنسبة للسنة الحالية.

كما يتضح من النموذج السابق أن قيمة معامل تصحيح الخطأ بلغت (-٠,٧٠٣) عند مستوى معنوية ١٪، وهو ما يعني أن ٤٧٠٪ من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في وحدة الزمن سنويًا من أجل الرجوع إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل.

ح. القدرة التفسيرية للنموذج؛

يوضح النموذج التالي مدى تأثير مستوى التضخم بالمتغيرات الداخلة في النموذج، بالإضافة إلى اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية للسلاسل الزمنية (دربن واتسون)، وقد جاءت النتائج على النحو التالي:

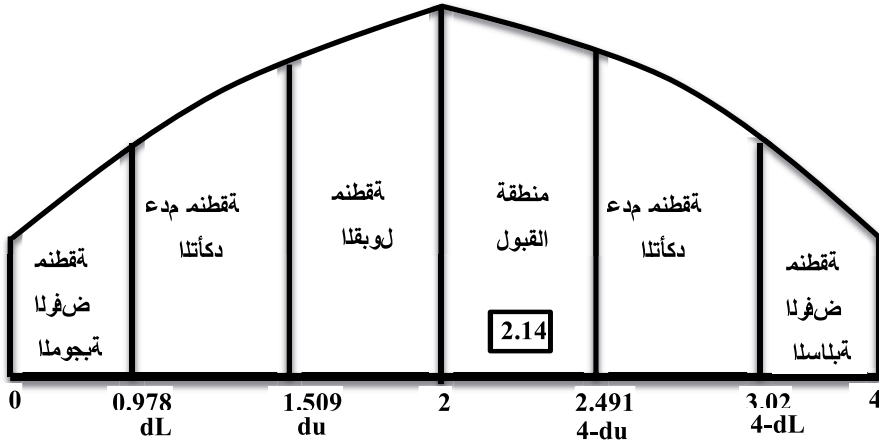
R-squared	0.999238	Mean dependent var	-0.008488
Adjusted R-squared	0.997278	S.D. dependent var	0.726907
S.E. of regression	0.037928	Akaike info criterion	-3.556924
Sum squared resid	0.010070	Schwarz criterion	-2.637546
Log likelihood	65.24001	Hannan-Quinn criter.	-3.292176
Durbin-Watson stat	2.144953		

يوضح النموذج السابق أن قيمة معامل التحديد بلغت (٠,٩٩)، أي: أن ٩٩٪ من التغيرات في المتغير التابع (مستوى التضخم) يرجع إلى التغير في المتغيرات المستقلة المتمثلة في (سعر الصرف، وسعر الفائدة، وعرض النقود، والائتمان الخاص).

جاءت قيمة اختبار (دربن واتسون) (٢,١٤)، وهي قريبة من العدد ٢، وتعني: أنه «لا يوجد ارتباط ذاتي خطي بين الأخطاء العشوائية»، وللتأكيد على ذلك يمكننا الاستعانة بالشكل التالي:

شكل رقم (٥)

اختبار درين واتسون



المصدر/ من عمل الباحثين اعتمادًا على:

The Durbin-Watson, Test for Serial Correlation when There Is No Intercept in the Regression." (1980). *Econometrica*, vol. 48. 1980. pp. 1553-1563.

تم الحصول على القيم في الشكل بناءً على جدول درين واتسون، وعند حجم عينة = ٣٢، وعدد متغيرات مستقلة $K=٤$ ، متاح على الرابط التالي:

https://www3.nd.edu/~wevans1/econ30331/Durbin_Watson_tables.pdf

يتضح من الشكل السابق أن قيمة «درين واتسون» تقع في منطقة القبول، فقد بلغت هذه القيمة في النموذج السابق ٢,١٤٤ ومن ثم فإنها تقع بين القيمة (٢) والقيمة (٢,٤٩١)، أي منطقة القبول، وبالتالي يمكن القول: بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي خطي بين الأخطاء العشوائية.

ط. تقييم النموذج المقدر قياسياً: للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل والقياس وحُلوه من المشاكل القياسية يلزم إجراء الاختبارات التالية:

اختبار الفروق أو الأخطاء:

يلاحظ من النموذج التالي أن قيمة F بلغت (٠,٢٥٢٨) وهي أكبر من مستوى معنوية ٥٪، وبالتالي لا يمكن رفض فرضية عدم القائلة بوجود ارتباط خطي للأخطاء، وعليه فإن النموذج لا يوجد به ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	5.684574	Prob. F(1,1)	0.2528
Obs*R-squared	22.11045	Prob. Chi-Square(1)	0.2514

اختبار عدم ثبات التباين:

يلاحظ من النموذج التالي أن قيمة F بلغت (٠,٨٢٥٠) وهي أكبر من مستوى معنوية ٥٪، وبالتالي لا يمكن رفض فرضية عدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ في النموذج، وعليه فإن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.531279	Prob. F(23,2)	0.8250
Obs*R-squared	22.34303	Prob. Chi-Square(23)	0.4996
Scaled explained SS	0.129080	Prob. Chi-Square(23)	1.0000

اختبار مدى ملائمة صحة الشكل الدالي (Ramsey-RESEST):

يوضح النموذج التالي أن قيمة اختبار T بلغت (٠,٣١٥) بقيمة احتمالية ٠,٨٠٥ وهي أكبر من مستوى المعنوية ٥٪، وكذلك بالنسبة لاختبار F حيث بلغت قيمته ٠,٠٩٩ وبقيمة احتمالية ٠,٨٠٥٢ وهي أكبر من مستوى المعنوية ٥٪، وعليه لا يمكن رفض فرضية عدم القائلة بصحة النموذج.

Omitted Variables: Squares of fitted values

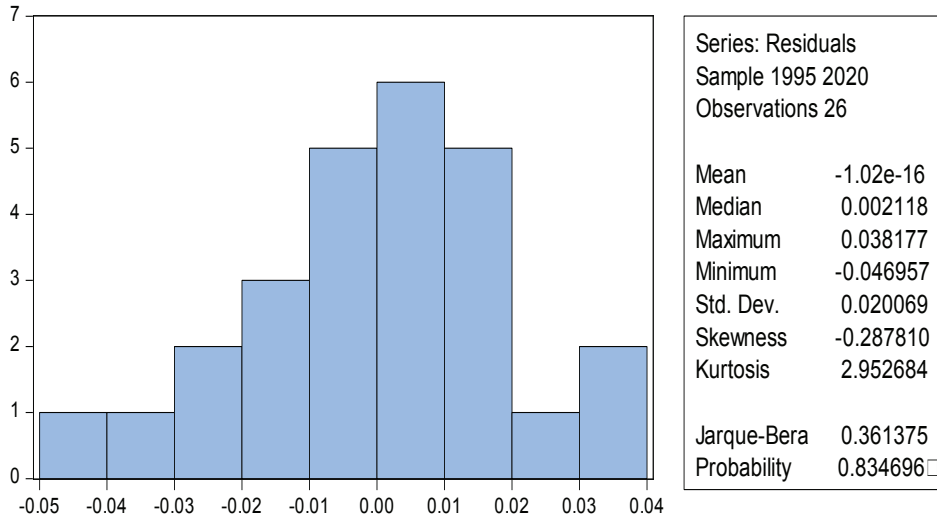
	Value	df	Probability
t-statistic	0.315913	1	0.8052
F-statistic	0.099801	(1, 1)	0.8052

اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية:

سيتمُّ الاعتماد على اختبار (Normality Test) من أجل القيام باختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية، من خلال مقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولية. وكانت النتائج كما يلي:

شكل رقم (٦)

التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية

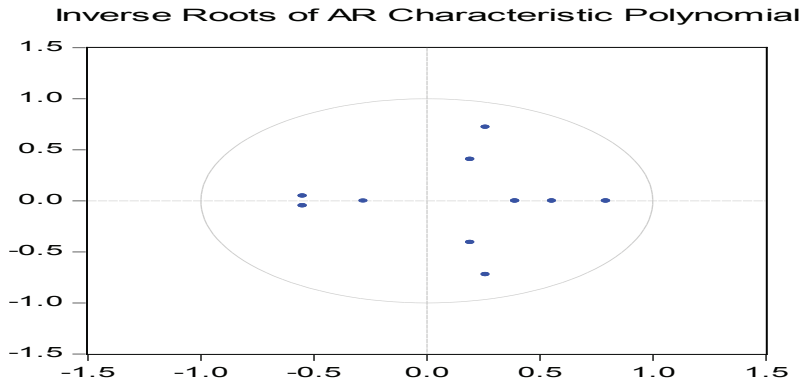


المصدر: من إعداد الباحثين، اعتماداً على برنامج (Eviews 10)

يتضح من الشكل السابق أن القيمة الاحتمالية (٠,٨٢) وهي أكبر من مستوي معنوية ٥%، وهذا ما يدلُّ على أن القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وعليه يتمُّ قبول فرضية العدم التي تنصُّ على أن البواقي تتبع توزيع طبيعي في هذا النموذج.

- اختبار استقرار النموذج: حتى يكون النموذج مستقرًا يجب علينا القيام باختبار جذور النموذج، فإذا كانت جميع النقاط تقع داخل دائرة واحدة، فهذا يعني أن جميع المعاملات أصغر من الواحد، وبالتالي النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط الأخطاء أو عدم تجانس التباين، وعليه تتمثل نتائج هذا الاختبار فيما يلي:

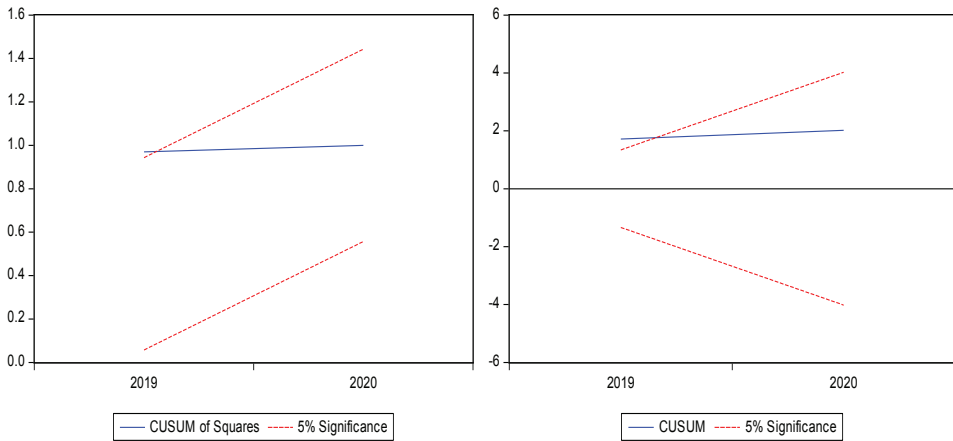
بناءً على نتائج الاختبار السابق، يُمكننا استنتاج أن النموذج لا يُعاني من مشكلة ارتباط الأخطاء أو عدم ثبات التباين.



- اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج: من أجل التأكد من صلاحية النموذج المقدر وإمكانية استخدامه من الناحية الإحصائية يُمكننا الاستعانة بالشكلين التاليين:

شكل رقم (٧)

الاستقرار الهيكلي للنموذج



نلاحظ أن كلا من الاختبارين انحراف لمدة قصيرة وخرج عن مجال الثقة ثم عاد، ولكن يُمكننا الاعتماد على هذا النموذج وافترض استقراريته على المدى الطويل. وعليه، بما أن النموذج يخلو من المشاكل القياسية فيمكننا قبول النموذج من الناحية الإحصائية.

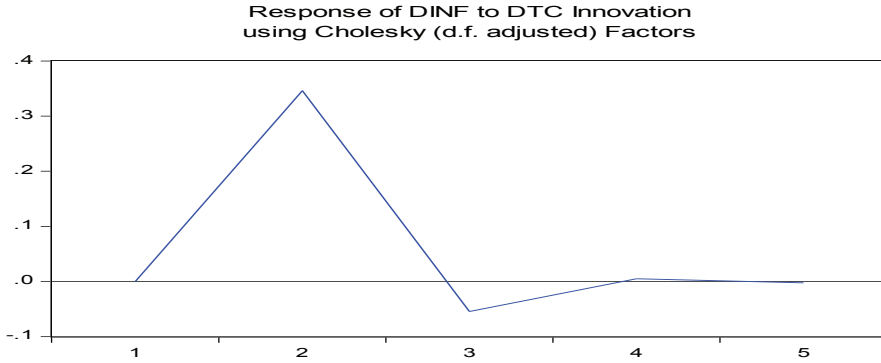
ي. دراسة أثر صدمات المتغيرات المستقلة على المتغير التابع:

يُمكن من خلال السياق التالي دراسة أثر صدمات كل متغير مستقل على حدة على المتغير التابع، كما يلي:

١. دراسة مدى استجابة التضخم لصدمة أسعار الصرف: الشكل التالي يوضح إلى أي مدى يستجيب معدّل التضخم المستهدف للصدمة التي تحدث في أسعار الصرف على مدار خمس سنوات، كما يلي:

شكل رقم (٨)

مدى استجابة التضخم لصدمة أسعار الصرف

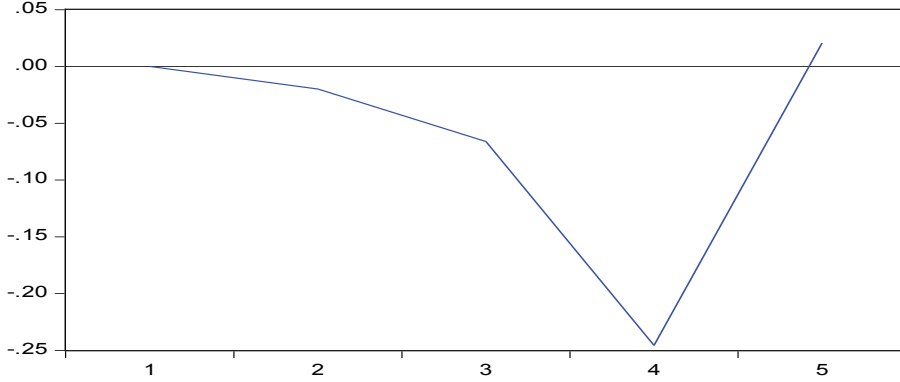


يُوضّح الشكل السابق أن ارتفاع سعر الصرف (تخفيض قيمة العملة المحلية) يترتب عليه ارتفاع معدّل التضخم في أوّل عام، ثم يبدأ في التراجع بداية من السنة الثانية، ثم يبدأ التوازن بداية من منتصف السنة الثالثة.

٢. دراسة مدى استجابة التضخم لصدمة أسعار الفائدة: الشكل التالي يوضح إلى أي مدى يستجيب معدّل التضخم المستهدف للصدمة التي تحدث في أسعار الفائدة على مدار خمس سنوات، كما يلي:

شكل رقم (٩)

مدى استجابة التضخم لصدّات أسعار الفائدة

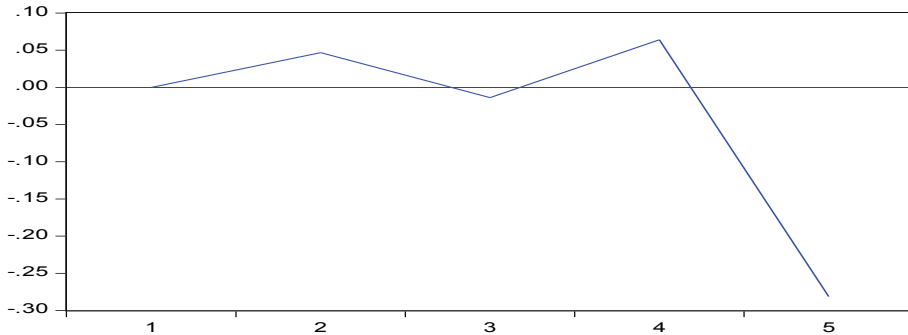
Response of DINF to DIR Innovation
using Cholesky (d.f. adjusted) Factors

يُوضِّح الشكل السابق أن ارتفاع سعر الفائدة يترتب عليه انخفاض معدل التضخم تدريجياً ثم يبدأ في التزايد بداية من السنة الرابعة.

٣. دراسة مدى استجابة التضخم لصدّات الائتمان الخاص: الشكل التالي يوضِّح إلى أي مدى يستجيب معدل التضخم المستهدف للصدّات التي تحدث في الائتمان الخاص على مدار خمس سنوات، كما يلي:

شكل رقم (١٠)

مدى استجابة التضخم لصدّات الائتمان الخاص

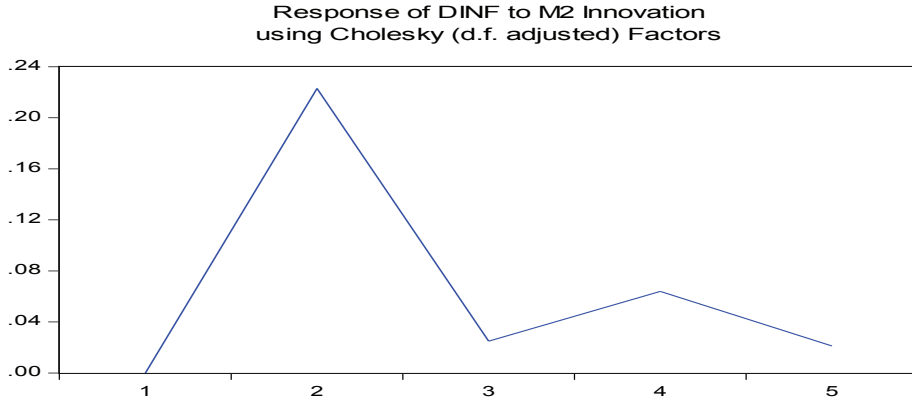
Response of DINF to DPBSC Innovation
using Cholesky (d.f. adjusted) Factors

يُوضَّح الشكل السابق أن ارتفاع الائتمان الخاص يترتب عليه حدوث تقلب في معدّل التضخّم خلال الفترة، حيث يرتفع في البداية ثم ينخفض ثم يرتفع ثم ينخفض بصورة كبيرة، وهو ما يُمكن أن يرجع إلى زيادة المعروض النقدي، ومن ثم حجم السيولة المحلية.

٤. دراسة مدى استجابة التضخّم لصدّامات السيولة النقدية: الشكل التالي يوضّح إلى أيّ مدى يستجيب معدّل التضخّم المستهدف للصدّامات التي تحدث في المعروض النقدي على مدار خمس سنوات، كما يلي:

شكل رقم (١١)

مدى استجابة التضخّم لصدّامات المعروض النقدي



يُوضَّح الشكل السابق أن زيادة المعروض النقدي في المجتمع يترتب عليه في البداية زيادة معدّلات التضخّم، وبداية من السنة الثانية يبدأ معدّل التضخّم في الانخفاض، ثم يبدأ في التقلّب ولكن بصورة قليلة نسبياً.

بناءً على نتائج النموذج، يُمكن القول: بأن هناك علاقة طردية بين كلٍّ من سعر الصرف وعرض النقود من جهة ومعدّلات التضخّم من جهة أخرى، وفي المقابل فإن هناك علاقة عكسية بين كلٍّ من سعر الفائدة والائتمان الخاص من جهة ومعدّلات التضخّم من جهة أخرى، وهو ما يتفق مع فرضيات الدراسة.

الخاتمة:

عملت السياسة النقدية في مصر منذ ٢٠١٥ على استهداف التضخم أملاً في الوصول إلى معدل تضخم معتدل يدعم الاستقرار الاقتصادي، ذلك أن الهدف الأساسي للسياسة النقدية في أي دولة من دول العالم هو الوصول إلى معدل تضخم مستقر (استهداف التضخم) يدعم الاستقرار الاقتصادي، ويجعل الاقتصاد المصري في حالة توازن حركي (ديناميكي) منظم، يعمل على زيادة الناتج المحلي الإجمالي، بمعنى: ضمان معدل تضخم يدعم الاستقرار الاقتصادي، ويضمن في نفس الوقت تحقيق الأهداف التنموية للاقتصاد القومي، حيث إن الإخلال بالاستقرار الاقتصادي يجعل الاقتصاد ينمو بشكل غير متوازن ديناميكياً، وينعكس ذلك سلباً على معدل نمو الناتج المحلي، مما يُشكل خطورة على برامج الإصلاح الهيكلي التي يتبناها الاقتصاد القومي.

وقد تناولت الدراسة أثر متغيرات السياسة النقدية والمتمثلة في سعر الصرف، وسعر الفائدة، وعرض النقود بمعناه الواسع، والائتمان الخاص (كمتغيرات مستقلة)، على معدل التضخم (كمتغير تابع) في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢١)، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً معنوياً لجميع المتغيرات على معدل التضخم خلال الفترة محل الدراسة في الأجلين القصير والطويل.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين سعر الفائدة ومعدل التضخم، وقد جاءت هذه العلاقة عكسية، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الفائدة بنسبة ١٪ يترتب عليه انخفاض معدل التضخم بمعدل ٢,٨٪، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية وعكسية بين الائتمان الخاص ومعدل التضخم، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع الائتمان الخاص بنسبة ١٪ يترتب عليه انخفاض معدل التضخم بمعدل ١,٦٪. أيضاً توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية وطردية بين سعر الصرف ومعدل التضخم، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الصرف الدولار مقابل الجنيه بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم بمعدل ١,٦٪. وأخيراً توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية وطردية بين عرض النقود ومعدل التضخم، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع العروض النقدي بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم بمعدل ٠,٤٪.

المحور السادس النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

وجود علاقة معنوية وعكسية بين سعر الفائدة ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الفائدة بنسبة ١٪ يترتب عليه انخفاض معدل التضخم بمعدل ٠,٨٪.

وجود علاقة معنوية وعكسية بين الائتمان الخاص ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع المنطق الاقتصادي، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع الائتمان الخاص بنسبة ١٪ يترتب عليه انخفاض معدل التضخم بمعدل ٠,٦٪.

وجود علاقة معنوية وطرديّة بين سعر الصرف ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع سعر الصرف بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم بمعدل ٠,٦٪.

وجود علاقة معنوية وطرديّة بين عرض النقود ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتُشير قيمة المعلمة المقدرة إلى أن ارتفاع المعروض النقدي بنسبة ١٪ يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم بمعدل ٠,٤٪.

أظهر نموذج تصحيح الخطأ أن معظم المتغيرات في النموذج معنوية عند مستوى ١٪، كما يتضح أن معدل التضخم في السنوات الثالثة والثانية والأولى يُؤثر على معدل التضخم الحالي، أي: أن مستوى التضخم في الفترة الحالية يتأثر بنفسه في الفترات السابقة، كما أظهر النموذج أن سعر الصرف بالنسبة للسنة السابقة يُؤثر في معدل التضخم بالنسبة للسنة الحالية، الأمر كذلك بالنسبة للمعروض النقدي، حيث أظهرت نتائج النموذج أن المعروض النقدي في السنوات الثلاثة السابقة يُؤثر على مستوى التضخم بالنسبة للسنة الحالية.

بالنسبة لأثر صدمات المتغيرات المستقلة على المتغير التابع فقد خلص النموذج إلى أن ارتفاع سعر الصرف (تخفيض قيمة العملة المحلية) يترتب عليه ارتفاع معدل التضخم في أول عام ثم يبدأ في التراجع بداية من السنة الثانية ثم يبدأ التوازن بداية من منتصف السنة الثالثة، وبالنسبة لسعر الفائدة فاتضح أن ارتفاع سعر

الفائدة يترتب عليه انخفاض معدّل التضخّم تدريجيًا ثم يبدأ في التزايد بداية من السنة الرابعة، وبالنسبة للانتمان الخاص فإن ارتفاع الائتمان الخاص يترتب عليه حدوث تقلب في معدّل التضخّم خلال الفترة، حيث يرتفع في البداية ثم ينخفض ثم يرتفع ثم ينخفض بصورة كبيرة، وهو ما يمكن أن يرجع إلى زيادة المعروض النقدي، ومن ثم حجم السيولة المحلية، وأخيرًا فإن زيادة المعروض النقدي في المجتمع يترتب عليه في البداية زيادة معدّلات التضخّم، وبداية من السنة الثانية يبدأ معدّل التضخّم في الانخفاض، ثم يبدأ في التقلب ولكن بصورة قليلة نسبيًا.

ثانيًا: التوصيات: بناءً على النتائج السابقة توصي الدراسة بما يلي:

ضرورة تطبيق برامج الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية على الصعيد المحلي قبل البدء في تطبيق سياسة استهداف التضخّم.

الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة في تطبيق سياسة الاستهداف، والوقوف على مواطن القوة في هذه التجارب والتي ساعدت على الوصول إلى الهدف المحدّد، بالإضافة إلى معرفة مواطن الضعف في هذه التجارب والتي أعاققت عملية الاستهداف.

يجب أن تكون السياسة النقدية الأهم هي المحافظة على استقرار الأسعار. وأن يكون هذا الهدف محدّدًا بدلالة معدّل مستهدف للتضخّم يتسم بالوضوح والاستقرار على مدار الزمن.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

١. الكتب:

- عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر-٢٠١٣.

٢. المجالات العلمية:

- أحمد خليل، علاء سعدون، تقييم تجربة استهداف التضخم في العراق؛ دراسة قياسية للمدة (٢٠١٥-٢٠٠٠)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، المجلد ١٠، العدد ٢، العراق، ٢٠١٨.
- أحمد سماحي، دور السياسة النقدية في استهداف التضخم في الجزائر؛ دراسة قياسية للفترة ٢٠٠٢-٢٠١٦، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، العدد ١٩، الجزائر، ٢٠١٨.
- أحمد صديقي، حسين العاربي، سياسة استهداف التضخم كبديل لإدارة السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٧، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ٣، المجلد ٢١، العدد ٢، الجزائر، ٢٠١٨.
- أحمد محيي الدين، أثر استقلالية البنوك المركزية على استهداف التضخم مع الإشارة إلى مصر، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، العدد ٨، الإسكندرية، مصر، ٢٠١٩.
- أحمد مير، حنان بورعدة، دور السياسة النقدية الحديثة في استهداف التضخم دراسة قياسية للفترة ٢٠٠١-٢٠١٧، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، المجلد ٣، العدد ٣، الجزائر، ٢٠١٩.
- بلعزوز بن علي، طيبة عبد العزيز، السياسة النقدية واستهداف التضخم في الجزائر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٦)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد ٤١، القاهرة، مصر، ٢٠٠٨.

- جميلة وجدي، عيمة برودي، سياسة استهداف التضخم: دراسة قياسية لحالة المغرب خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠١٥، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد ٥، العدد ١٤، فلسطين، ٢٠٢٠.
- جميلة وجدي، نعيمة برودي، السياسة النقدية وسياسة استهداف التضخم: دراسة قياسية لحالة البرازيل خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٥، مجلة المشكاة في الاقتصاد، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت، المجلد ٥، العدد ١٠، الجزائر، ٢٠١٩.
- جميلة وجدي، نعيمة برودي، سياسة استهداف التضخم: دراسة قياسية لحالة المغرب خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٨، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، جامعة القدس المفتوحة، المجلد ٥، العدد ١٤، فلسطين، ٢٠٢٠.
- رنا محمد البطرني، تجارب دولية في سياسة استهداف التضخم وإمكانية الاستفادة منها في مصر: دراسة نظرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد ١٢، العدد الأول، الإسماعيلية، مصر، ٢٠٢١.
- سمر حسين، منصور أحمد، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في السودان: دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٨) مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول الرائدة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المركز القومي للبحوث، المجلد ٥، العدد ٢٠، غزة، فلسطين، ٢٠٢١.
- سمر حسين، منصور أحمد، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في السودان - دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٨) مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول الرائدة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المركز القومي للبحوث، المجلد ٥، العدد ٢٠، فلسطين، ٢٠٢١.
- ظافر حسين، دور السياسة النقدية في مواجهة التضخم الاقتصاد العراقي: دراسة حالة للمدة ٢٠٠٣-٢٠١٥، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، المجلد ١٤، العدد الأول، العراق، ٢٠٢٢.

- عصام أحمد عبد العظيم، مدى فعالية السياسة النقدية في تطبيق سياسة استهداف التضخم في الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، العدد ٦، كفر الشيخ، مصر، ٢٠١٩.
- العيقة الوزيرة، صالح تومي، أثر المتغيرات النقدية على معدل التضخم في إطار استهداف التضخم: دراسة حالة الجزائر للفترة ٢٠٠٢-٢٠١٧، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ٣، المجلد ٢٣، العدد ٢، الجزائر، ٢٠٢٠.
- لبنى أحمد جلال، السياسة النقدية واستهداف التضخم في مصر خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٥، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، المجلد ٢، العدد ٤، الإسكندرية، مصر، ٢٠١٧.
- ماجد يسري، ممرات السياسة النقدية واستهداف التضخم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، القاهرة، مصر، ٢٠٢٠.
- محمد محمود عطوة، وآخرون، أثر تطبيق سياسة استهداف التضخم على النمو الاقتصادي (نموذج قياسي مقترح)، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد ٢، طنطا، مصر، ٢٠١٨.
- محمد نشيد، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية: دراسة قياسية حالة الجزائر ١٩٨٠-٢٠١٥، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي مهدي، المجلد ٦، العدد ٢، الجزائر، ٢٠١٩.
- محمد نشيد، فعالية أدوات السياسة النقدية في ظل استهداف التضخم: دراسة قياسية- حالة الجزائر خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠١٨، مجلة دراسات وأبحاث، جامعة الجلفة، المجلد ١٢، العدد ٤، الجزائر، ٢٠٢٠.

٣. التقارير والنشرات وأوراق العمل:

- البنك المركزي المصري، بيان صحفي للسياسة النقدية، لجنة السياسة النقدية ترفع أسعار العائد الأساسية بواقع ٢٠٠ نقطة أساس، ٣٠ مارس ٢٠٢٣.
- صندوق النقد العربي، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، الإصدار التاسع، أبريل ٢٠١٩.
- صندوق النقد العربي، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، الإمارات العربية المتحدة، الإصدار الخامس عشر، أكتوبر ٢٠٢١. ١.
- هبة عبد المنعم، الوليد طلحة، استهداف التضخم: تجارب عربية ودولية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٢٠.
- مشروع حلول للسياسات البديلة في مصر، السياسة النقدية تحت إطار إستراتيجية استهداف التضخم، ورقة عمل مشروع حلول للسياسات البديلة الجامعة الأمريكية، القاهرة، مصر، ٢٠١٨.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

1. journals

- Abango, M. A., Yusif, H., & Issifu, A. (2019). Monetary aggregates targeting, inflation targeting and inflation stabilization in Ghana. *African Development Review*, 31(4).
- Adu, G., & Marbuah, G. (2011). Determinants of inflation in Ghana: An empirical investigation. *South African Journal of Economics*, 79(3).
- Ahiabor, G. (2013). The effects of monetary policy on inflation in Ghana. *Developing Country Studies*, 3(12).
- Arestis, P., Ferrari-Filho, F., & de Paula, L. F. (2011). Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics*, 25(2)
- Banco Central Do Brazil, Inflation Targeting.
- Bleaney, Michael, Atsuyoshi Morozumi, and Zakari Mumuni. "Inflation targeting and monetary policy in Ghana." *Journal of African Economies* 29.2 (2020).

- Gyebi, F., & Boafo, G. K. (2013). Macroeconomic determinants of inflation in Ghana from 1990-2009. International journal of business and social research (IJBSR), 3(6).
- Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting for emerging-market countries. American Economic Review, 90(2).
- Rohmana, Y., & Utami, S. A. (2023). Inflation Through the Transmission Of Islamic And Conventional Monetary Policy In Indonesia. Amwaluna: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Syariah, 7(1).
- "The Durbin-Watson, Test for Serial Correlation when There Is No Intercept in the Regression." (1980). Econometrica. vol. 48. 1980.

2. dissertation Thesis

- Tutar, E. (2002). Inflation Targeting in Developing countries and its applicability to the Turkish Economy (Doctoral dissertation, Virginia Tech).

ثالثاً: مواقع الإنترنت:

- البنك الدولي، متاح على الرابط التالي:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FM.LBL.BMNY.ZG?locations=GH>

- البنك المركزي الغاني، متاح على الرابط التالي:

<https://www.bog.gov.gh/>, Visit Last 12/2/2023.

- خالد المنشاوي، توقعات بتجاوز إصدارات الصكوك ٢,٤ تريليون دولار فى ٢٠٢٢، متاح على الرابط التالي:

<https://www.independentarabia.com/node/339306/>, Visit Last 12/2/2023.

- محمد دحماني، سلسلة محاضرات فى الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليابس، ٢٠١٢-٢٠١٣، ص: ١٥٩. متاح على الرابط التالي:

https://drive.google.com/file/d/1K2Vgra2eVS6uLlrtHL_gmdliqxb9kFKP/view

- ندى مسعود، مصر تتحرك نحو بناء إصلاح اقتصادي قوي: لمحة على البرنامج القومي للإصلاحات الهيكلية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مجلس الوزراء المصري، ١٥ مايو ٢٠٢١، متاح على الرابط التالي:
 - <https://idsc.gov.eg/DocumentLibrary/View/4641>, Visit Last, 13/2/2023.
 - <https://www.project-syndicate.org/blog/is-inflation-targeting-dead>, Visit Last 6/2/2023.
 - <https://blogs.worldbank.org/ar/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2020-2021>, Visit Last 11/2/2023.
 - <https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/Inflationtargeting>, Visit Last 13/2/2023