

مقدمة:

تكتسب السياسات النقدية أهمية كبيرة كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية لأنها تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي. يتضح هذا الدور أكثر في مساهمتها في تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار، باعتباره هدفها النهائي، وهو ما يضمن الحفاظ على القدرة الشرائية لذوي الدخل المحدود، تحقيق العدالة الاجتماعية باعتبار التضخم ضريبة يدفعها الفقراء للأغنياء، إلى جانب تعزيز الاستثمار الخاص لأن المستثمرين يتحكمون في تكاليف الاستثمار في فترات انخفاض معدلات التضخم.

تعمل السياسة النقدية وفق استراتيجية متكاملة تتكون من السلطة المسؤولة عن رسمها وتنفيذها، ومجموعة من الأدوات (مباشرة وغير مباشرة، وأدوات أخرى)، والأهداف (أولية، وسيطة ونهائية). إضافة لما سبق، يجب أن تكون السلطات النقدية على دراية كافية وتقدير دقيق لتوقيت تأثير قراراتها على المتغيرات الاقتصادية الكلية الاسمية والحقيقية، مما يستلزم منها ضرورة الفهم الجيد للقنوات التي يُنقل من خلالها أثر قراراتها إلى الأهداف المراد تحقيقها، خاصة في ظل طول المدة التي تفصل ما بين اتخاذ القرار وآثاره على المتغيرات المستهدفة. يزيد هذا من أهمية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية في فهم وتطبيق الاستراتيجية السابقة الذكر.

إن تقديم مدخل شامل للأطر النظرية للسياسة النقدية يتطلب التطرق إلى الإستراتيجية الشاملة السابقة الذكر، وذلك في

العناصر التالية:

أولاً: تعريف السياسة النقدية؛

ثانياً: أدوات السياسة النقدية؛

ثالثاً: أهداف السياسة النقدية؛

رابعاً: قنوات انتقال آثار السياسة النقدية.

أولاً: تعريف السياسة النقدية

في البداية، يجب التأكيد على اختلاف تعاريف الأكاديميين والمختصين للسياسة النقدية، لعدة عوامل، أهمها تباين الانتماءات الفكرية للباحثين واختلاف الفترة الزمنية والتي انعكست في تباين رؤيتهم لدور السياسة النقدية وإجراءاتها العملية. من هذا الواقع، يمكننا عرض عدة تعاريف من استخلاص مفهوم شامل للسياسة النقدية كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية.

تُعرف السياسة النقدية هي إحدى الأدوات المستخدمة من طرف السلطات الحكومية للتأثير في توجه الاقتصاد وإيقاعه، والذي يمتد انعكاسه ليس إلى الناتج الحقيقي فحسب، بل يشمل كذلك المستوى العام للأسعار.

كما تُعرف على أنها أحد مكونات السياسة الاقتصادية، وهي تلك الإجراءات المستخدمة من طرف السلطة النقدية (البنك المركزي) للتحكم في المعروض النقدي والرقابة على الائتمان والتأثير فيه، لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

وتُعرف أيضاً على أنها مختلف الإجراءات التي تمكن السلطات النقدية من ضبط العرض النقدي ليتماشى وحاجة الأعوان الاقتصاديين. وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط الائتمان.

تتضمن السياسة النقدية التغييرات التي تمس سعر الفائدة الرئيسي، والتي تنتقل بدورها للتأثير في العرض على النقود، ومن ثم معدلات نمو الطلب الكلي، وفي نهاية المطاف المستوى العام للأسعار.

هناك من يرى السياسة النقدية، كجزء من سياسة الاقتصاد الكلي، لها دور وسيط تلعبه في تنفيذ سياسة الاقتصاد الكلي الشاملة. ويتوقع من السياسة النقدية خلق والحفاظ على بيئة مالية مستقرة يمكن من خلالها توسيع النشاط الاقتصادي العام. لن يتم تحقيق أي من الأهداف النهائية لسياسة الاقتصاد الكلي في بيئة من ظروف مالية غير مستقرة. على الرغم من أن الاستقرار المالي الشامل في حد ذاته لا يمكن أن يضمن تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي النهائية، إلا أنه شرط مسبق مهم للوصول إلى تلك الأهداف.

إن الملاحظ من مختلف التعاريف الواردة أنها تضمنت عدة اختلافات، وهي ليست بسيطة بل جوهرية، لأنها تعكس أولويات السياسات النقدية، إجراءاتها العملية، أهدافها النهائية، ومدى استقلالية السلطات المكلفة برسمها وتنفيذها. هذه الجوانب تبقى موضوع جدل مستمر بين المفكرين الاقتصاديين وواضعي السياسات النقدية.

إن تجاوز الحالة السابقة ليس بالأمر الهين، لأنها تعكس اختلافات فكرية تمتد أيضاً إلى الممارسة العملية للسياسة النقدية. ولتجاوز هذه المشكلة يمكن تقديم تعريف شامل للسياسة النقدية، والذي يتمثل في ضرورة تضمنه لأربعة عناصر أساسية تشكل البناء التنظيمي والإجرائي للسياسة النقدية. ويتعلق الأمر بأهداف السياسة النقدية (الأهداف النهائية)، المؤسسات المكلفة بإدارتها (وبالتالي مواضيع الاستقلالية، المصادقية والشفافية)، طبيعة التدابير التي تقوم بها هذه المؤسسات (أدوات السياسة النقدية) وموضوع التدخل (الأهداف الوسيطة والتشغيلية). وستوسع في تحليل هذه الجوانب كلها في العناصر الموالية.

ثانياً: أدوات السياسة النقدية

يعتمد البنك المركزي على مجموعة من الأدوات أو الوسائل لممارسة السياسة النقدية، وتنقسم بدورها إلى أدوات مباشرة وأدوات غير مباشرة.

1- الأدوات المباشرة للسياسة النقدية

يقصد بالأدوات المباشرة تلك الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي، انطلاقاً من امتلاكه صلاحيات تنظيمية واسعة، للتأثير في الأسعار (أسعار الفائدة)، والكميات (حجم الائتمان وتوجيهه). يستهدف بها التأثير في ميزانيات المصارف التجارية.

توجد تشكيلة واسعة من هذه الأدوات، تتمثل أساساً في الضوابط المفروضة على أسعار الفائدة، تحديد حدود عليا أو سقف للائتمان لكل مصرف على حدة، التوجيه الانتقائي للقروض، حصص أو سقف إعادة الخصم لكل مصرف على حدة.

يقصد بالضوابط المفروضة على أسعار الفائدة تدخل السلطات النقدية وفرض حدود قصوى لأسعار الفائدة على المصارف بشكل مباشر، كأن يتم تحديد أسعار فائدة منخفضة على الإقراض بهدف تشجيع الشركات العامة وزيادة تنافسيتها، أو ضمان التمويل المصرفي بسعر فائدة منخفض ومحدد إداريا لبعض القطاعات التي تراها الحكومة ذات أولوية في سياساتها التنموية، كالصناعات الثقيلة. نقصد بوضع سقف للائتمان لكل مصرف (وهي التي تعرف كذلك بأداة تأطير القروض) تدخل السلطة النقدية للتأثير في القدرة الاقتراضية للمصارف التجارية. بحيث تُحدد خلال فترة زمنية معينة مبلغ القروض المسموح لكل مصرف بإقراضه.

يقوم البنك المركزي، في إطار أداة التوجيه الانتقائي للقروض، وبما يتلاءم ورغبة السلطات الحكومية، بإجبار المصارف على منح التمويل للقطاعات التي تراها الحكومة ذات أولوية في سياسات التنمية، بحيث يتم توجيه كل التمويل المصرفي أو نسبة معتبرة منه إليها. يستخدم البنك المركزي أداة مباشرة أخرى تتمثل في وضع سقف إعادة الخصم لكل مصرف على حدة. وفيها يحدد المبلغ المسموح لكل مصرف بالحصول عليه في إطار إعادة الخصم خلال فترة محددة. وقد تُطبق هذه الأداة في إطار عام، وفيها يحدد البنك المركزي المبلغ المسموع بإعادة خصمه لتمويل المصارف، دون أن يترافق مع ذلك تحديد حصة كل مصرف على حدة. والملاحظ في أداة إعادة الخصم أنها في الأصل أداة غير مباشرة للسياسة النقدية، لكن تطبيقها قد يحولها إلى أداة مباشرة.

قد تُطبق البنوك المركزية الأدوات السابقة الذكر بشكل أحادي أو تجمع بين أداتين أو أكثر في نفس الفترة. وعلى الرغم من أن الأدوات السابقة الذكر تمتاز ببعض الإيجابيات، إذ توفر رقابة مباشرة من السلطات النقدية على تخصيص التمويل المصرفي، وتساهم في احتواء آثار التسعير غير التنافسي للائتمان. فإنها في مقابل ذلك تنطوي على عدة سلبيات، لعل أهمها:

- ❖ تؤدي الضوابط المفروضة على سعر الفائدة إلى الحد من عمل آليات السوق المتعلقة بتخصيص الائتمان، وبهذا فإنها تنطوي على عدة مساوئ، لعل أهمها تثبيط الوساطة المالية خاصة عند تحديد أسعار فائدة عند مستوى أقل من مستوى التوازن، لأنها تضعف الحافز على الادخار وتزيد من معدلات الاكتناز، كما تؤدي إلى سوء تخصيص الموارد وتقييد الائتمان.
- ❖ تؤثر أداة وضع سقف للائتمان لكل مصرف سلبا في كفاءة تخصيص الائتمان وتؤدي إلى الاستغناء عن الوساطة المالية ككل، كما أنها تزيد من تكلفة الاستثمار. تؤدي إلى خلق المنافسة وحماية المصارف التي تفتقر إلى الكفاءة.
- ❖ تؤدي أداة التوجيه الانتقائي للقروض عمليا إلى جعل تخصيص الموارد الموجودة لا يستند إلى قوى السوق، ما ينعكس بدوره في جعل الاستثمار أقل من المستوى الأمثل. تؤدي هذه الأداة أيضا إلى إلغاء مسبق لأي منافسة بين المصارف، وتغيب عامل مهم في الوساطة المالية والمتمثل في اختيار وحدات العجز بناءً على حسابات المردودية والملاءة المالية، ما يزيد من حدة المخاطر وتركيزها.
- ❖ يؤدي تطبيق سقف إعادة الخصم لكل مصرف على حدة، إلى نوع من التراخي من طرف المصارف في بذل جهود لتعبئة الادخار، ما يفضي إلى نتيجتين هامتين؛ الأولى ارتفاع مستوى الاكتناز والدائرة المالية غير الرسمية. والثانية هي الدور الشكلي للمصارف في متابعة وضمان استرداد القروض.

❖ تمتد الإختلالات من تطبيق هذه الأدوات إلى القطاع الحقيقي؛ إذ تؤدي سهولة الحصول على التمويل إلى سيادة عقلية إنكالية لدى الشركات العامة والتي تستمد وجودها واستمرارها من أولوية تجسيد مشاريع خطة التنمية، أي من خيار إيديولوجي غير مرتبط بأدائها، ما يؤدي إلى تراكم ديونها وضعف إنتاجيتها.

❖ بما أن هذه الأدوات مرتبطة بتغيب دور الميكانيزمات النقدية خاصة سعر الفائدة، وتغيب دور قوى السوق، فإنها تنعكس سلبا في تخلف الأسواق النقدية وأسواق رأس المال، وحتى في حال وجودها فإنها تمتاز بأنها ضيقة، ضعيفة السيولة، ومحدودية تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها.

تعتبر السلبيات السابقة الذكر عوامل حفزت مختلف دول العالم على التخلي التدريجي على استخدام هذه الأدوات والانتقال إلى الأدوات غير المباشرة.

2- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

توصف الأدوات غير المباشرة بكونها أدوات مستندة إلى قوى السوق تستهدف التأثير على العرض والطلب في السوق النقدية. توجد ثلاثة أنواع من الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية هي إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة، وأداة الاحتياطي الإجمالي. يعتمد المصرف المركزي في أداة إعادة الخصم على تغيير معدل إعادة الخصم حسب الوضع النقدي وتوجهاته المستقبلية؛ فإذا كان الاقتصاد في حالة رواج ما يزيد من فرص ارتفاع معدلات التضخم، يقوم برفع معدل إعادة الخصم، مُحملاً بذلك تكلفة إضافية على المصارف، فيقل توجهها لطلب إعادة التمويل وفق هذه الأداة، فتراجع سيولتها، وتنخفض قدرتها على منح قروض مصرفية إضافية، ما من شأنه أن ينعكس إيجاباً في تراجع معدلات التضخم. يقوم المصرف المركزي في حالة الانكماش بعكس ما قام به في حالة الرواج، فينتعش الطلب الكلي. إن تغيير معدل إعادة الخصم يؤثر بدوره على أسعار الفائدة المدينة. إن التأثير المزدوج لهذه الأداة على حجم وتكلفة القروض المصرفية السابق ذكره، يحدث بشكل طوعي، أي بدون وجود أي تدخل مباشر للمصرف المركزي في قرارات المصارف لإعادة خصم السندات.

على الرغم من المزايا السابق ذكرها، قد تعترضها بعض القيود أثناء تطبيقها، ويمكن أن نخشي ثلاثة منها؛ أولاً أن المصارف قد تكون في حالة فائض في السيولة، وبالتالي، لأنها لا تلجأ أصلاً لطلب إعادة التمويل؛ ثانياً هو ضعف تأثير المصارف بتغيير إعادة الخصم لوجود مصادر أخرى لحصول المصارف على السيولة، كالأسواق النقدية. ثالثاً هو أن المصرف المركزي يمتلك قرار تغيير معدل إعادة الخصم، لكن المبادرة بطلب إعادة التمويل ترجع في العديد من الحالات للمصارف.

تعتبر **عمليات السوق المفتوحة** من أكثر أدوات السياسة النقدية تفضيلاً في دول العالم خاصة المتقدمة لأنها تمتلك أسواقاً نقدية متطورة وعميقة تساعد على تطبيقها. تُمارس هذه الأداة في الواقع العملي بتدخل البنك المركزي في السوق مشترياً أو بائعاً للسندات، وهو ما يترك بدوره أثراً على سيولة السوق وأسعار الفائدة فيها. فعندما يكون الاقتصاد في حالة رواج يقوم البنك المركزي ببيع السندات للمصارف التجارية، ما ينعكس في انخفاض مستوى السيولة وارتفاع أسعار الفائدة في السوق لتراجع أسعار السندات، فتتقلص تبعاً لذلك قدرة المصارف على منح القروض مع ارتفاع أسعار الفائدة عليها. يحدث العكس تماماً في حالات الانكماش. وتتميز السياسة النقدية المستندة إلى عمليات السوق المفتوحة مقارنة بإعادة الخصم بأنها تمنح البنوك المركزية مرونة كبيرة في نقل آثارها، بشرط أن تكون السوق النقدية متطورة.

يستخدم المصرف المركزي أداة **الاحتياطي الإجمالي** للتحكم في حجم القروض التي تمنحها المصارف، وذلك بإلزامها بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع في حساباتها لديه، ولا تكون متاحة لها للإقراض. بتغيير هذه النسبة، يستطيع المصرف المركزي ممارسة السياسة النقدية نتيجة الآثار المتعددة التي تتركها. أولاً التأثير في سيولة المصارف في الاتجاه المرغوب، فإذا كان الوضع يشير إلى اتجاه معدل التضخم للارتفاع، يزيد المصرف المركزي من معدل الاحتياطي الإجمالي، فيقلص من سيولة المصارف (مبلغ الودائع المتاحة للإقراض)، والعكس صحيح في حالات الانكماش. ثانياً التأثير في أسعار الفائدة بشكل عام، سواءً أعلق الأمر بأسعار الفائدة المدينة (تكلفة القروض المصرفية)، أو أسعار الفائدة في السوق النقدية. ثالثاً هو التأثير في قدرة المصارف على إنشاء النقود الكتانية لأن رفع نسبة الاحتياطي الإجمالي يُخفف من قيمة مضاعف القروض، ويُقلص من قدرة المصارف التجارية على منح قروض جديدة.

وعلى الرغم من قدرة البنك المركزي على ممارسة تأثير يمس كل مؤسسات الإقراض بأداة الاحتياطي الإجمالي كما لاحظنا سابقاً، إلا أنه في حالة امتلاك مؤسسات الإقراض لاحتياطات حرة كبيرة تنخفض فعالية هذه الأداة، لأن تحديد معدلات مرتفعة للاحتياطي القانوني يشجع على الاستغناء عن أداء الوساطة المالية. يُضاف لما سبق ذكره، تراجع الاعتماد على هذه الأداة بسبب تأثيرات الاضطراب التي تنجم عنها. وهي لا تُستخدم لإدارة السيولة في الأجل القصير، لأن التغييرات المتواترة خاصة تلك التي تأخذ اتجاهات تصاعدياً تؤدي إلى اضطراب إدارة المصارف للحواظ. فضلاً عن ذلك، تمثل هذه الأداة ضريبة على مؤسسات الإقراض وتؤثر تأثيراً غير منتظم عليها بحسب أوضاع ميزانياتها العمومية.

إلى جانب الأدوات السابقة الذكر، تستخدم البنوك المركزية في الدول المتقدمة أداة حديثة لممارسة سياساتها النقدية، تسمى في الأدبيات الاقتصادية بعدة أسماء أهمها: الاقناع الأدبي، أو أثر الإعلان أو إدارة التوقعات، أو استراتيجية الاتصال. وقد أدت إلى بروز قناة جديدة للسياسة النقدية هي قناة أثر الإعلان. يرتبط تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد بتوقعات الأعوان الاقتصاديين المستقبلية، لأنهم يستشرفون المستقبل عند تحديد اتجاه وحجم قراراتهم بشكل عام، آخذين بعين الاعتبار توقعاتهم حول الوضع الذي ستكون عليه معدلات التضخم ومختلف التطورات الاقتصادية. إن إدراك الجمهور لقرارات المصارف المركزية، واقتناعهم بأن قراراتها تتماشى مع أهدافها، مع قدرتها على تحقيقها، سيساعد في إدماج توقعات الجمهور في استراتيجية السياسة النقدية ويزيد من سهولة تحقيق الأهداف النهائية.

3- الانتقال من استخدام الأدوات المباشرة إلى الأدوات غير المباشرة: المزايا والشروط

سبق وذكرنا أن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية تنطوي على العديد من السلبيات، والتي كانت سببا في اتجاه الدول للتوجه لاستعمال الأدوات غير المباشرة. بشكل عام، تتميز الأدوات غير المباشرة بمجموعة من الإيجابيات، لعل أهمها أنها توفر إدارة أو ضبط نقدي أكثر فاعلية، لأنها لا تشجع على التحايل، وتعمل من خلال الأسواق (قوى السوق) وليس بالالتفاف عليها. كما تعطي قدرا أكبر من المرونة للبنوك المركزية لأنها تمكنها من إحداث تغييرات صغيرة ومتكررة في السياسات. فضلا عن ذلك، يساعد الاعتماد على قوى السوق في تحرير صياغة وممارسة السياسة النقدية وتخصيص الائتمان من التأثيرات السياسية. وقد ساعد اتجاه الدول إلى اعتماد الأدوات غير المباشرة إلى سعيها الحثيث لتوفير شروط ملائمة لذلك، والتي منها تطوير الأسواق المالية من خلال إصدار أوراق مالية حكومية ذات جدارة ائتمانية، وحاجتها إلى إدارة مخاطر أسعار الفائدة. يضاف لما سبق ذكره، أن الأدوات غير المباشرة توفر للبنوك المركزية إشارات سريعة تفيد في صياغة السياسات النقدية. كما عزز استخدامهما في العديد من الدول من تطوير الوساطة المالية لأنها ساهمت في توجيه الائتمان إلى المجالات الأكثر إنتاجية، ما ساهم بدوره في تحسين نوعية الاستثمارات والادخارات المالية.

إن تحقيق التحول المنشود من استخدام الأدوات المباشرة للسياسة النقدية إلى الأدوات غير المباشرة، يتطلب توفر مجموعة من الشروط، تشمل الأسواق المالية المتطورة، وضع الاقتصاد الكلي قريب لمستوى اتوازن. فضلا عن ذلك، فإن أسعار الفائدة، وإن كانت مقيدة في عدة حالات، إلا أنها كانت قريبة من مستويات توازن السوق ولم تسبب تشوهات كبيرة.

تساهم عدة معوقات في عدم نجاح عملية الانتقال أهمها: وجود نظام غير تنافسي لأنه مملوك للقطاع العام، وتجزؤ سوق النقد والسوق المصرفية، ونقص الإشراف والرقابة المصرفية، وانخفاض مستوى استقلالية البنوك المركزية، وارتفاع معدلات التضخم، ووجود أسعار فائدة حقيقية سالبة، ووجود عجوزات مالية كبيرة، ووجود السيولة الفائضة بشكل كبير.

ثالثا: أهداف السياسة النقدية

تستعين المصارف المركزية بمتغيرات تسمى الأهداف التشغيلية والأهداف الوسيطة، لنقل قراراتها إلى الأهداف النهائية.

1- الأهداف التشغيلية

تندرج الأهداف التشغيلية للسياسة النقدية في تلك المتغيرات التي يستطيع المصرف المركزي توجيهها من خلال عملياته في المدى القصير (والتي قد تكون يومية)، أي أن تعديلها يساعد المصارف المركزية على مواجهة الأوضاع الاقتصادية في المدى القصير. تتأثر الأهداف التشغيلية مباشرة بأدوات السياسة النقدية وتنقل هذا الأثر إلى الأهداف الوسيطة، وتنقسم إلى نوعين هما: سعر الفائدة في السوق النقدية، واحتياطات (سيولة) النظام المصرفي أو ما يعرف بالنقود المركزية. وتشكل الاحتياطات المصرفية إلى جانب النقود في التداول لدى الأعوان الاقتصاديين غير المالىين ما يُعرف بالقاعدة النقدية أو نقود البنك المركزي.

في البداية، تتكون الاحتياطات المصرفية من الاحتياطات الإلزامية التي يحددها البنك المركزي والاحتياطات الزائدة التي تحتفظ بها المصارف مع تحملها تكلفة عدم إقراضها أو توظيفها، أي أنها دالة عكسية في سعر الفائدة في السوق النقدية؛ وتكون هذه الاحتياطات موجودة في حساباتها لدى المصرف المركزي (باعتبارها بندا من بنود خصوم المصرف المركزي).

وبغية التعمق في تبيان الجانب العملي للأهداف التشغيلية، يجب توضيح آلية عمل سوق الاحتياطات المصرفية وكيفية تأثير البنك المركزي عليها، وانتقال ذلك إلى أسعار الفائدة في السوق النقدية.

في هذا الصدد، يسعى البنك المركزي إلى ممارسة رقابة على سعر الفائدة القصير الأجل في سوق الاحتياطات المصرفية، من خلال التأثير في عرض الاحتياطات المصرفية، أي في أوضاع السيولة لدى المصارف، وذلك بأدوات السياسة النقدية المختلفة، وتتعديل تبعاً لذلك أسعار الفائدة في السوق النقدية بما يسمح بإعادة التوازن بين عرض وطلب الأرصدة الاحتياطية. إن البنك المركزي يملك في الواقع سلطة التأثير في السيولة المصرفية ولكن بشروط السوق.

2- الأهداف الوسيطة

يسمح انتقال قرارات المصرف المركزي بإحدى أدوات السياسة النقدية إلى الأهداف التشغيلية، بالتمهيد للتأثير في الأهداف الوسيطة. وتعتبر هذه الأخيرة غاية في الأهمية في صياغة وممارسة السياسات النقدية، لأن تطوراتها تكون تحت تأثير أدوات السياسة النقدية، هذا من جهة؛ ومن جهة أخرى، تشكل تطوراتها معلومات مهمة عن الضغوط التضخمية ومستوى الطلب الكلي، ما يسهل من صياغة سياسة نقدية فعالة، خاصة وأن تأثير الهدف الوسيط على الهدف النهائي يجب أن يكون مستقراً وقابلاً للتنبؤ به بدقة.

يضاف لما سبق ذكره، تعتبر الأهداف الوسيطة بمثابة إعلان عن استراتيجية السياسة النقدية، ومن ثم، فالإعلان عن الأهداف الوسيطة يكتسي أهمية بالغة بالنسبة للأعوان الاقتصاديين لتوجيه توقعاتهم بما يتلاءم مع استراتيجية السياسة النقدية.

وليست كل الأهداف الوسيطة قابلة للاستخدام من طرف كل البنوك المركزية، بل يجب أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط؛ توجد في الواقع ثلاثة شروط أساسية يجب أن تتوفر في متغير معين ليعتمد كهدف وسيط للسياسة النقدية هي: يجب أن يكون الهدف الوسيط قابلاً للقياس، ويمكن للبنك المركزي ممارسة تأثير قوي عليه بالآلية السابقة الذكر (تأثير أداة السياسة النقدية على الهدف التشغيلي، ثم الهدف الوسيط)، وأن يكون له تأثير واضح على الأهداف النهائية للسياسات النقدية.

يعتبر قياس المتغير الوسيط بدقة وفي الوقت المناسب أمراً أساسياً للحكم على مدى فعالية إجراءات السياسة النقدية. وتعتبر رقابة البنك المركزي على الهدف الوسيط أمراً أساسياً لإعادته إلى المسار المستهدف بسرعة في حالة خروجه عن ذلك المسار. ويتقوى أهم معيار لاختيار الهدف الوسيط هو إمكانية التنبؤ بتأثيره، لأنه حتى إن كان المتغير قابلاً للرقابة والقياس من قبل المصرف المركزي، فلا يمكن الاعتماد عليه ما دام يتعذر التنبؤ بتأثيره على الهدف النهائي للسياسة النقدية.

توجد عدة متغيرات يمكن أن تكون أهدافاً وسيطة للسياسة النقدية، تتمثل في المجاميع النقدية، معدل الفائدة، معدل الصرف، عرض القروض.

3- الأهداف النهائية

تستعمل المصارف المركزية الاستراتيجية السابقة الذكر القائمة على تأثير السياسة النقدية على الأهداف التشغيلية، وانتقال هذا الأثر إلى الأهداف الوسيطة، بغرض بلوغ الأهداف النهائية. تشمل هذه الأخيرة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية، وتخفيض البطالة، وتحقيق استقرار المستوى العام للأسعار، إلى جانب التوازن الخارجي مثلاً في استقرار ميزان المدفوعات. إضافة لما سبق ذكره، فإن أزمة الرهن العقاري لعام 2008 زادت من تركيز المصارف المركزية لسياساتها لتحقيق استقرار النظام المالي ككل. نلاحظ أن الأهداف السابقة الذكر يصعب تحقيقها دفعة واحدة لأنها تمتاز بالتعارض، فتعزيز معدلات النمو والتشغيل يكون على حساب تحقيق هدف استقرار الأسعار، والعكس صحيح. خاصة في ظل غياب نظام لتحديد الهدف الذي يتمتع بالأولوية في حالة التعارض. هذا الأمر دفع المصارف المركزية إلى التركيز على هدف استقرار المستوى العام للأسعار كهدف نهائي للسياسات النقدية، لأن التحكم في معدلات التضخم يضمن تعزيز الطلب الكلي (الاستثمار والاستهلاك)، التوزيع العادل للثروة، وحماية الطبقات الضعيفة والهشة (ذوي الدخل المحدود).

رابعاً: قنوات انتقال آثار السياسة النقدية

كما سبق وشرنا، فإن استراتيجية السياسة النقدية تتضمن مجموعة من الأدوات والأهداف، ولكن لا يكفي للسلطة النقدية تحديد هدف (أهداف) نهائية تسعى لبلوغها واستعمال مجموعة الأدوات المتاحة لديها فحسب، بل هي بحاجة إلى فهم دقيق للمسار الذي تسلكه قراراتها لبلوغ تلك الأهداف، إضافة إلى الزمن اللازم لذلك، لغياب تأثير مباشر بين اتخاذ القرار وتحقيق الهدف، وهو ما يستوجب من القائمين على السياسة النقدية فهما دقيقا لما يعرف بقنوات نقل الأثر النقدي.

وُعرف آلية تأثير السياسة النقدية بأنها تلك العملية التي يُنقل من خلالها أثر قرارات السياسة النقدية إلى تغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل التضخم. أي أنها عبارة عن مختلف القنوات التي يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر من خلالها على الناتج والمستوى العام للأسعار عادة بعد فترات زمنية طويلة ومتغيرة، ويعتبر الفهم الجيد لمختلف القنوات شرطا ضروريا لتنفيذ سياسة نقدية فعالة، لأنه سيسمح بتكوين رأي حول نطاق وتوقيت تأثير قرار السياسة النقدية على الهدف (أو الأهداف) المراد تحقيقها.

1- قناة سعر الفائدة

في ظل قناة سعر الفائدة، تؤدي السياسة النقدية التوسعية ممثلة في زيادة العرض النقدي إلى انخفاض سعر الفائدة الاسمي، فينخفض سعر الفائدة الحقيقي في ظل فرضية جمود الأسعار في الأجل القصير، مما يخفض من تكلفة رأس المال، ويزيد من الإنفاق على الاستثمار وبالتالي الطلب الكلي، مما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي والتشغيل. أكدت العديد من الدراسات اللاحقة على أن الاستثمار في العقار وطلب العائلات للسلع المعمرة سيتأثر كذلك بانخفاض سعر الفائدة الحقيقي في نفس اتجاه تأثير الطلب الاستثماري للشركات، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي باعتبار الاستثمار والاستهلاك مكونين رئيسيين منه، مما سينعكس إيجابا في زيادة الناتج.

إن الخاصية الأساسية لقناة سعر الفائدة هي اعتبار **سعر الفائدة الحقيقي - وليس الاسمي -** الآلية التي تنقل تغيرات السياسة النقدية للتأثير على قرارات المستهلكين والشركات، وأكثر تحديدا **سعر الفائدة الحقيقي للأجل الطويل**، وهو ما يستوجب منا معرفة كيفية تأثير تغير سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل كأداة للسياسة النقدية على أسعار الفائدة الحقيقية قصيرة وطويلة الأجل؟

ونجد إجابة التساؤل السابق في أنه في ظل فرضية جمود الأسعار، فإن انخفاض سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل سيؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي قصير الأجل، وهو ما يؤدي إلى تغير تناسبي لسعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل. وهذه العلاقة تجد تفسيرها في **نظرية التوقعات المتعلقة بهيكل آجال أسعار الفائدة**، والتي ترى بأن سعر الفائدة طويل الأجل يساوي متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل المتوقعة مستقبلا، أي أن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي قصير الأجل سيؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي زيادة استثمارات الشركات، والاستثمار في العقار، إضافة إلى تزايد الطلب الاستهلاكي للعائلات على السلع المعمرة، كل ذلك يعني زيادة الطلب الكلي مما يسمح بزيادة الناتج، هذه الزيادة لا تكون كلية في **الأجل القصير** (لأن تغير الناتج يكون في الأجل الطويل أساسا ومرتبطة بعوامل متعلقة بالعرض كرأس المال، التكنولوجيا...)، ففي الأجل القصير وفي الحالة العادية غالبا ما تكون زيادة الطلب الكلي أعلى من مستوى الناتج الممكن، وهو يؤدي إلى خلق ضغوط تضخمية (أي حدث ارتفاع في النمو الاقتصادي لكنه تضخمي).

2- قناة الإقراض

توجد عدة مبررات لوجود قناة الإقراض تشمل تبعية وحدات عجز للمصارف في التمويل كالأسر والشركات الصغيرة، إلى جانب دور المصارف في الحد من حالة عدم تماثل المعلومات في النظام المالي ككل. تؤدي المصارف من خلال عرض القروض وتكلفته (أسعار الفائدة المدينة) دورا مهما في نقل قرارات السياسة النقدية للنمو واستقرار الأسعار، ويكون ذلك بقناتين هما:

1-1 قناة الإقراض الضيقة

تقوم قناة الإقراض الضيقة على الدور الأساسي الذي تؤديه المصارف في النظام المالي ككل، نتيجة مساهمتها الفعالة في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وفي ظل وجود وحدات عجز تابعة في تمويل طلبها الاستثماري والاستهلاكي للمصارف أساسا كما اتضح سابقا. في قناة الإقراض الضيقة، فإن قرارات المصرف المركزي لا تؤثر فقط في طلب القروض (مثلا هو موجود في قناة سعر الفائدة)

نتيجة تغير تكلفة الاقتراض بتغير سعر الفائدة الحقيقي، إنما أيضا تؤثر في عرض القروض، أي أنها لا تؤثر على المقترضين فحسب، بل تؤثر أيضا على المقترضين (المصارف). وتعمل هذه القناة في ظل فرضية فرضيتين هما: تبعية المصارف لإعادة التمويل على مستوى المصرف المركزي، وتبعية وحدات العجز للتمويل المصرفي. وفي ظل هذه الفروض تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى زيادة السيولة المصرفية المتاحة للإقراض، وبالتالي، التوسع في منح القروض (عرض القرض)، مما يساهم في تخفيض تكلفتها، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الاستثماري والاستهلاكي، وينعكس في زيادة الناتج.

2-2 قناة الاقتراض الواسعة

تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى تراجع أسعار الفائدة مما يزيد من أسعار الأصول الحالية سواءً المالية (أسهم) أو الحقيقية (العقارات)، مما يعني تحسن المركز المالي للمقترضين (صافي الثروة)، وهذا مؤشر إيجابي على تحسن مقدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم السابقة الناتجة عن الاقتراض. كنتيجة لارتفاع قيمة ثروة قطاع العائلات والقيمة السوقية للشركات (بشرط امتلاك هذه الأصول في حوافضهم)، تزداد الضمانات التي يوفرها المقترضون للمقرضين، وهذا ما يعني انخفاض المخاطر التي قد يتحملها المقرض كنتيجة لوجود مشكلة عدم تماثل المعلومات، مما يشجع الاقتراض وبالتالي زيادة الطلب الاستثماري والاستهلاكي، والذي بدوره يترك أثرا إيجابيا على الناتج.

3- قناة أسعار الأصول

تؤدي أسعار الأصول دورا رئيسيا في نقل تغيرات السياسة النقدية للتأثير على الناتج، سواءً عن طريق التأثير في حجم استثمار الشركات المنتجة والاستثمار في العقار، أو على حجم استهلاك قطاع العائلات (عبر قناة الثروة). بالنسبة للاستثمار، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأسهم وأسعار العقارات. يعني ارتفاع أسعار الأسهم انخفاض تكلفة تمويل الشركات لاستثماراتها الجديدة بإصدار أسهم جديدة، فتتوسع في الاستثمار الإنتاجي الممول من الأسهم. يعني ارتفاع أسعار العقارات القديمة مقارنة بتكلفة بناء عقار جديد زيادة الاستثمار في بناء عقارات جديدة، فيزداد الاستثمار في قطاع العقار. لا شك أن هذا سيكون له بالغ الأثر الإيجابي على النمو.

بالنسبة للاستهلاك، تؤدي السياسة النقدية على القطاع الحقيقي، انطلاقا من التغير الحاصل في استهلاك قطاع العائلات والناتج عن تغير أسعار الأصول المالية والحقيقية الموجودة في محافظه الاستثمارية (الأسهم والعقارات). تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية، وبالتالي، زيادة ثروة قطاع الأسر، ما يترك أثرا إيجابيا على الاستهلاك، ومن ثم النمو الحقيقي.

4- قناة سعر الصرف

بفعل الانفتاح المتزايد للاقتصادات على العالم الخارجي، وزيادة اندماجها وزيادة التدفقات رؤوس الأموال، ومع تبني نظام سعر الصرف المرن في العديد من الدول، فقد أصبح لقناة سعر الصرف دورا مهما في نقل تأثير تغيرات السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي. ومع انخفاض سعر الفائدة المحلي الناتج عن السياسة النقدية التوسعية، سينخفض الطلب على العملة المحلية (في ظل انخفاض معدل العائد على التوظيف بالعملة المحلية)، مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية، ما يترك أثرا إيجابيا. لأن انخفاض قيمة العملة المحلية يزيد من معدل التضخم المحلي عن طريق ارتفاع أسعار السلع المستوردة المرتفعة. في حين أن الأثر غير المباشر، إذ انخفاض قيمة العملة المحلية إلى انخفاض في نسبة الأسعار المحلية مقارنة بالأجنبية وبالتالي ارتفاع الأرباح من الصادرات ما يزيد من الطلب على السلع المحلية ومن ثم الناتج الحقيقي، وفي النهاية تتحول الزيادة في الطلب الكلي على السلع والخدمات المحلية إلى ضغوطات على الأسعار والأجور باتجاه الارتفاع.

المطلب الخامس: قناة أثر الإعلان

يتعلق تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد بتوقعات الأعوان الاقتصاديين المستقبلية، ويرجع دور وأهمية التوقعات إلى تأثيرها على السلوك الفعلي للأعوان الاقتصاديين، لأنهم يستشفون المستقبل عند تحديد اتجاه وحجم إجراءاتهم بشكل عام آخذين بعين الاعتبار توقعاتهم حول الوضع الذي سيكون عليه معدلات التضخم ومختلف التطورات الاقتصادية العامة. لذلك يتوقف أثر السياسة النقدية على

القطاع الحقيقي ليس فقط على أوضاع السياسة النقدية السائدة، بل يتوقف كذلك على موقفها المتوقع من المستقبل، ولا شك أن أهمية التوقعات السابقة الذكر تتأثر بالطريقة المعتمدة من طرف المصرف المركزي في تطبيق سياسته النقدية وعلى مصداقيته لدى الجمهور. يؤثر الإعلان الصادر عن المصرف المركزي على توقعات مختلف الأعوان الاقتصاديين، سواء العائلات والشركات أو الوسطاء الماليين، فبالنسبة لهذه الأخيرة، يمكن للمصرف المركزي أن يؤثر على سعر الفائدة اليومي للقروض في السوق ما بين المصارف، انطلاقاً من إعلانه حول سعر الفائدة المستهدف لعمليات الإقراض والاقتراض التي تتم في هذه السوق، وبالتالي يؤثر على هذه المعدلات تؤثر السياسة النقدية على الوسطاء الماليين وتغير من توقعاتهم حول مستقبل السياسة النقدية. مما سبق، تمتلك المصارف المركزية القدرة على التحكم في سعر الفائدة اليومي ليس من خلال عمليات السوق المفتوحة فحسب، وإنما من خلال إعلانها عن سعر الفائدة المستهدف في السوق، والتأكيد على موقف وقدرة السلطة النقدية لبلوغه (Demiralp, 2001, p.3). وإذا كانت تتمتع بالمصداقية لدى الوسطاء الماليين في السوق، فإنهم يقومون بإجراء عمليات الإقراض والاقتراض بناءً على توقعاتهم وذلك بعد قيام المصرف المركزي بالإعلان، وبالتالي، سيتغير معدل الفائدة الحالي قصير الأجل في السوق ما بين المصارف ويصل إلى وضع جديد وكأن المصرف المركزي قد تدخل عن طريق أداة عمليات السوق المفتوحة، وتتغير تبعاً لذلك أسعار الفائدة المتوقعة مستقبلاً.

ولابد من التأكيد على أن تغير سعر الفائدة قصير الأجل الحالي في السوق ما بين المصارف لا يمكن أن يكون هو الهدف من الإعلان الصادر عن المصرف المركزي، لأنه لا يؤثر على القرارات المختلفة، إنما المستهدف هي أسعار الفائدة للأجل الطويل، التي تؤثر على أسعار الأصول، وبالتالي على الأسواق. وبما أنه حسب نظرية التوقعات المتعلقة بهيكل آجال أسعار الفائدة، فإن سعر الفائدة للأجل الطويل الحالي هو متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل المتوقعة مستقبلاً، هذا ما يؤدي إلى تغير سعر الفائدة للأجل الطويل، سعر الصرف، أسعار الأصول. ما يسمح بالتأثير على مختلف قرارات الاستهلاك والاستثمار والتوظيف.