

دراسات اقتصادية

استهداف التضخم: تجارب عربية ودولية

د. الوليد طلحة

إعداد د. هبة عبدالمنعم



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

استهداف التضخم: تجارب عربية ودولية

إعداد

د. الوليد طلحة

د. هبة عبد المنعم

صندوق النقد العربي
2020

© صندوق النقد العربي 2020

صندوق النقد العربي

يعد هذه الدراسات الاقتصادية أعضاء الدائرة الاقتصادية بصندوق النقد العربي، وينشرها الصندوق. تبحث هذه الدراسات في قضايا تتعلق بالسياسات النقدية والمصرفية والمالية والتجارية وأسواق المال وانعكاساتها على الاقتصادات العربية.

الآراء الواردة في هذه الدراسة لا تمثل بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي، وتبقى معبرة عن وجهات نظر مؤلفي الدراسة.

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

للحصول على الدراسة



توجه جميع المراسلات على العنوان التالي:

الدائرة الاقتصادية

صندوق النقد العربي

ص.ب 2818، أبوظبي – دولة الامارات العربية المتحدة

هاتف: 6171552 – 2 – 971+

فاكس: 6326454 – 2 – 971+

البريد الإلكتروني: economic@amfad.org.ae

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

قائمة المحتويات

3	مقدمة
5	سياسة استهداف التضخم: الإطار التشغيلي
9	الأطر المختلفة لاستهداف التضخم
11	المدى الزمني الملائم
14	الانتقال من مسارات أعلى إلى مسارات أقل للتضخم
15	الجهات المناط بها وضع الأهداف التضخمية على المدى المتوسط
16	دور تقلبات أسعار الصرف في التأثير على فرص نجاح أطر تخطيط أهداف التضخم
19	المفاضلة بين تبني معدل مستهدف للتضخم أم مسارات مستقرة للأسعار
20	كفاءة استهداف التضخم
27	استهداف التضخم: تجارب دولية
30	المملكة المتحدة:
33	اليابان:
34	تشيلي
37	البرازيل
39	تركيا
41	اندونيسيا
43	غانا
45	جنوب أفريقيا
47	استهداف التضخم: تجارب عربية
47	مصر
51	تونس
54	الجزائر
55	المغرب
57	ثلاثون عاماً على استهداف التضخم: الخلاصة والانعكاسات على صعيد السياسات

قائمة الأشكال

5	شكل رقم (1): محاور ارتكاز السياسة النقدية
22	شكل رقم (2): معدل التضخم في المملكة المتحدة (1980-2018)
23	شكل رقم (3): معدل التضخم في اليابان (1980-2018)
25	شكل رقم (4): معدل التضخم في تشيلي (1980-2018)
26	شكل رقم (5): معدل التضخم في البرازيل (1980-2018)
28	شكل رقم (6): معدل التضخم في تركيا (1980-2018)
28	شكل رقم (7): معدل التضخم الفعلي والمستهدف في تركيا (2002 – 2019)
29	شكل رقم (8): معدل التضخم في اندونيسيا (1980-2018)
30	شكل رقم (9): متوسط معدل التضخم الفعلي والمستهدف في أندونيسيا (2001-2016)
31	شكل رقم (10): معدل التضخم في غانا (1980-2018)
32	شكل رقم (11): معدل التضخم في جنوب أفريقيا (1980-2018)
35	شكل رقم (12): معدل التضخم في مصر (مارس 2016-ديسمبر 2020)

- شكل رقم (13): متوسط معدل التضخم في تونس (1980-2018)..... 37
شكل رقم (14): متوسط معدل التضخم في الجزائر (1980-2018)..... 38
شكل رقم (15): متوسط معدل التضخم في المغرب (1980-2018)..... 39

قائمة الجداول

- جدول (1): الدول التي تطبق إطار استهداف التضخم (1990-2015)..... 19
جدول (2): أنظمة السياسة النقدية في المملكة المتحدة (1971 – 2019)..... 21
جدول (3): سياسة استهداف التضخم المرن واستهداف التضخم المتكامل..... 41

مقدمة

تعد استراتيجية استهداف التضخم أو ما يعرف بـ "Inflation Targeting" واحدة من أهم التطورات البارزة على صعيد السياسة النقدية منذ عقد التسعينيات من القرن الماضي التي حظت باهتمام واسع من قبل البنوك المركزية على مستوى العالم. تشكل هذه الاستراتيجية التزاماً من قبل السلطات النقدية بتحقيق الاستقرار السعري، وتقليص معدلات التضخم من خلال تبني تحقيق معدلات مستهدفة للتضخم. يتمثل المغزى من هذه السياسة في تعزيز قدرة السياسة النقدية على دعم مسارات النمو الاقتصادي من خلال المحافظة على الاستقرار السعري. فمن خلال هذه السياسة يتحكم البنك المركزي في مسارات التضخم من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة وعلى رأسها أداة سعر الفائدة للإبقاء على معدلات التضخم ضمن الحدود المستهدفة ذلك استناداً إلى العلاقة العكسية ما بين معدلات التضخم وأسعار الفائدة، وهو ما يقود إلى زيادة مستويات الاستقرار الاقتصادي وفق مؤيدو هذه السياسة.

من خلال هذه الاستراتيجية أو السياسة يتأكد البنك المركزي بشكل دوري من تحرك مستويات الأسعار في مسارات مستقرة ويحرص عند خروجها عن مسارها على تبني الآليات والأدوات النقدية الكفيلة بعودتها لمسارها المستهدف مرة أخرى. شهد العالم أول تطبيق لهذه السياسة في نيوزيلندا عام 1990 عندما تعهد البنك المركزي باعتبار هدف السيطرة على تقلبات الأسعار وتخفيض التضخم محوراً ارتكازياً أساسياً للسياسة النقدية.

منذ ذلك الوقت تحرص العديد من دول العالم المتقدم والنامي على حد سواء على تطبيق تلك الاستراتيجية للسيطرة على التضخم وخفض تكلفة مكافحة التضخم لمستويات لا تضر بدالة الرفاهية المجتمعية، في إطار يسمح في الوقت ذاته بمراقبة التطورات في سعر الصرف، ومعالجة الصدمات المختلفة التي يتعرض لها الاقتصاد وتجاوزها دون رفع مستويات التضخم أو المساس بمستويات استقرار الأسعار.

تعزو الدراسات الاقتصادية ثلاثة أرباع التطور الاقتصادي الذي اتسمت به حقبة التسعينيات من القرن الماضي المتمثل في تراجع مستويات التضخم، والزيادة في معدلات النمو الاقتصادي العالمي إلى تحسن السياسات النقدية خلال تلك الفترة واتجاه عدد من البنوك المركزية على مستوى العالم إلى تبني استراتيجية

استهداف التضخم كمحور أساسي لارتكاز السياسة النقدية، فيما تعزو الربع المتبقي إلى استقرار البيئة الاقتصادية العالمية¹.

كان من نتائج تلك الاستراتيجية انخفاض معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر الاقتصادات العالمية من 6 في المائة في بداية عقد الثمانينيات من القرن الماضي إلى 2 في المائة بنهاية عقد التسعينيات، فيما ساعدت تلك الاستراتيجية أيضاً على ارتفاع معدل نمو الاقتصاد الأميركي من أقل من 3 في المائة في بداية التسعينيات إلى ما يفوق 4 في المائة بنهاية ذلك العقد، كما ساعدت كذلك على تراجع التقلبات في مستويات الناتج والتضخم بشكل ملحوظ في عدد من الدول المتقدمة بعد اتجاه عدد من البنوك المركزية لتطبيق تلك الاستراتيجية².

كذلك توضح دراسات أخرى أن استراتيجية استهداف التضخم ساعدت العديد من الدول الناشئة على تجاوز أزماتها الاقتصادية المتمثلة في ارتفاع مستويات التضخم لمستويات حادة تفوق 20 في المائة، وأن ذلك الإطار لم ينجح في خفض التضخم فقط، وإنما نجح أيضاً في تحقيق المزيد من الاستقرار في مستويات التضخم خلال الفترة التي اتبعت فيها الدول النامية هذا الإطار، وأشارت إلى أن استهداف التضخم مكن صانعي السياسات من السيطرة بشكل أفضل على الصدمات التضخمية غير المتوقعة وجعل مداها الزمني أقصر نسبياً مقارنة بالدول التي لم تتبع ذلك الإطار.

لكن في المقابل ذهبت دراسات أخرى إلى أن التحسن الاقتصادي الناتج عن إتباع ذلك الإطار لا يمكن أن يُعزى فقط إلى استراتيجية استهداف التضخم، إضافة لذلك تشير دراسات أخرى إلى أن استراتيجية استهداف التضخم يمكن ألا تؤدي ثمارها في حالة عدم قدرة البنك المركزي في السيطرة على معدلات الأسعار رغم تبنيه لهذه السياسة، وهو ما يؤثر على مستويات الثقة في السياسة النقدية.

بناءً على ما سبق، تهتم هذه الدراسة بإلقاء الضوء على عدد من التجارب الدولية والإقليمية لاستهداف التضخم. كما تتطرق الدراسة إلى تحديد الأطر المختلفة

¹ Cecchetti, Stephen G., et al. (2013). "Has Monetary Policy Become More Efficient?" unpublished manuscript, May.

² Cecchetti S, G, and Kim J, (2003). "Inflation Targeting, Price-Path Targeting and Output Variability", Working Paper 9672, <http://www.nber.org/papers/w9672>

لتلك الاستراتيجية، والتحديات التي تواجه صانعي السياسات عند تصميمها، ونتائج الدراسات التي اهتمت بقياس كفاءة تلك الاستراتيجية في تحسين الأداء الاقتصادي، وآراء الاقتصاديين المختلفة فيما يتعلق بمزايا وعيوب استراتيجية استهداف التضخم، كما ستعرض الدراسة في الجزء الأخير تقييم عام لسياسة استهداف التضخم خلال العقود الأربع الماضية التي مرت منذ بدء تطبيقها، والانعكاسات على صعيد السياسات استناداً إلى تجارب الدول المتقدمة والنامية في تطبيق هذه السياسة.

سياسة استهداف التضخم: الإطار التشغيلي

وفق أطر السياسة النقدية يتم اعتماد مرتكزات أساسية للسياسة النقدية للتحكم في مسار المستوى العام للأسعار. أحد هذه المرتكزات يتمثل في سعر الصرف الثابت، ومن خلاله يتم ربط قيمة العملة المحلية بعملة دولة أخرى تتمتع بمستويات منخفضة من التضخم. إلا أن السياسة النقدية في هذه الحالة تفقد استقلاليتها وتصبح تابعة للسياسة النقدية السائدة في دولة عملة الربط وهو ما يظهر تأثيره السلبي في حالة اختلاف دورات الأعمال في الدولتين. عليه، بدأت العديد من الدول في التحول تجاه تبني أسعار صرف مرنة، مما دفعها إلى اعتماد مرتكز آخر للسياسة النقدية تمثل في استهداف المجملات النقدية (Monetary aggregate) كوسيلة للتحكم في المستوى العام للأسعار. من الناحية الاقتصادية، ينجح هذا النهج إذا كان البنك المركزي قادراً على التحكم في المعروض النقدي جيداً، ومتى ما كانت دالة الطلب على النقود تتسم بالاستقرار. عملياً ظهرت بعض التحديات في استهداف البنوك المركزية للمجملات النقدية نتيجة عدد من العوامل من بينها التغيرات التي شهدتها دالة الطلب على النقود التي أصبحت غير مستقرة بسبب الابتكارات في الأسواق المالية وأدوات الدفع وعدد من العوامل الأخرى.

نتيجة لذلك، بدأ العديد من البلدان التي تتبنى نظم أسعار صرف مرنة في التحول نحو استهداف التضخم بشكل مباشر استناداً إلى الفهم الأدق لروابط وآليات انتقال أثر أدوات السياسة النقدية وعلى رأسها أسعار الفائدة إلى المستوى العام للأسعار. بناءً عليه، توصل الاقتصاديون في بداية عقد التسعينيات إلى إطار جديد للسياسة النقدية وهو ما يعرف باستراتيجية استهداف التضخم، واعتقدوا أخيراً أنه أفضل بكثير من سابقه من المرتكزات الأخرى التي كان يعتمد عليها كمحور ارتكاز اسمي للسياسة النقدية ممثلة في سعر الصرف، والمجملات النقدية، الشكل (1).

يتمثل إطار الاستهداف الكامل للتضخم (Fully fledged inflation targeting) في التزام البنك المركزي صراحة بالوفاء بمعدل تضخم محدد، أو التزامه بتحريك معدل التضخم في حدود معينة خلال فترة زمنية محددة، والإعلان الدوري عن مستهدفات التضخم للجمهور، ووجود ترتيبات مؤسسية لضمان مساهلة البنك المركزي عن تحقيق هذا الهدف.

الشكل (1)

محاور ارتكاز السياسة النقدية



من الناحية العملية تعتبر سياسة استهداف التضخم واضحة ومباشرة، حيث يقوم البنك المركزي في سياق هذا الإطار بتوقع معدلات التضخم وفق نماذج دقيقة للتوقعات المستقبلية ومن ثم مقارنة معدل التضخم المتوقع بمعدل التضخم المستهدف (المعدل الذي تعتقد الحكومة أنه مناسب للاقتصاد). وفي بعض الأحيان يتمثل في معدل التضخم الذي يتحقق عنده مستوى التشغيل الأمثل للموارد. يُحدد الفرق ما بين معدل التضخم المتوقع والمُستهدف مقدار السياسة النقدية التي يجب تعديلها. وفيما تقوم بعض البلدان باختيار مستهدفات للتضخم تقع في إطار معدل وسطي مع هامش مقبول للتقلبات ارتفاعاً وهبوطاً مقارنة بهذا المعدل الوسطي، تختار دول أخرى معدل مستهدف واحد، أو حد أعلى للتضخم. رغم ذلك تحبذ معظم البلدان استهداف رقم فردي منخفض لمعدل التضخم Single low digit inflation target مثلما هو الحال في عدد من الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، والاتحاد الأوروبي، واليابان حيث يتم استهداف معدل للتضخم بحدود 2 في المائة.

تتمثل الميزة الرئيسية لاستهداف التضخم في أنه يجمع بين عناصر "القواعد" "Rules" و"السلطة التقديرية" "Discretion" في إدارة البنوك المركزية للسياسة النقدية فيما يعرف بإطار "التقدير المقيد" الذي يمكن البنوك المركزية

من الجمع ما بين الاستهداف الدقيق للتضخم في المدى المتوسط، والاستجابة للصدمات الاقتصادية في المدى القصير متى ما استلزم الأمر ذلك. بالتالي تركز البنوك المركزية على تحقيق استهداف التضخم على المدى المتوسط - عادةً على مدى عامين إلى ثلاثة أعوام- وهو ما يتيح للبنك المركزي القدرة على تبني أدوات تساعد على تحقيق الأهداف الأخرى للسياسة النقدية مع سلطة تقديرية للبنك المركزي للاستجابة للصدمات قصيرة الأجل، بالتالي يصبح البنك المركزي غير مضطراً إلى القيام بكل ما يلزم لتحقيق الأهداف على أساس كل فترة على حدة³.

يحتاج نجاح سياسة استهداف التضخم إلى وجود أسواق نقدية ومالية متطورة كي يتم من خلالها تمرير توجهات السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي. فنقطة البداية تتمثل في وجود سعر فائدة السياسة النقدية الذي يعتمد البنك المركزي كأساس لنقل توجهات السياسة النقدية إلى القطاع المالي مثل سعر فائدة عمليات الإقراض للنيلة واحدة من قبل البنك المركزي في سوق تعاملات ما بين البنوك، أو سعر فائدة عمليات إعادة الشراء في سوق العمليات المفتوحة بحسب توجهات البنوك المركزية. بالتالي يستلزم تبني هذه السياسة تطور أدوات السياسة النقدية وكفاءة قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي (Monetary policy transmission mechanisms).

يعتمد نجاح استراتيجيات استهداف التضخم الكامل (Full-Fledged inflation targeting) على توفر ستة مقومات أساسية وهي:

- 1- عدم وجود أية محاور ارتكاز اسمية أخرى للسياسة النقدية بخلاف استهداف التضخم وهو ما يستلزم مرونة أسعار الصرف.
- 2- عدم سيطرة السياسات المالية على السياسات النقدية وتمتع الحكومة بمركز مالي مستقر وضبط أوضاع الموازنات العامة.
- 3- استقلالية البنك المركزي.
- 4- وجود آليات كفيلة بمراقبة البنك المركزي ومسائلته عن مدى نجاحه في تحقيق الأهداف.

³ Jahan S., "Inflation Targeting: Holding the Line Central banks use interest rates to steer price increases toward a publicly announced goal", IMF, F&D Magazine.

5- الشفافية والمصادقية في تعامل البنك المركزي مع الفاعلين الاقتصاديين.

6- وجود مؤسسات مالية متطورة وقنوات انتقال كفئة لنقل توجهات السياسة النقدية.

يُشار إلى أن المحاور من الثالث وحتى الخامس لازمة لنجاح أي إطار لاستهداف التضخم والذي يعتمد على مصادقية البنك المركزي وثقة الفاعلين الاقتصاديين الكبيرة في سياسته النقدية وقدرته على اتباع السياسات الكفيلة بتحقيق أهدافه المعلنة. على الرغم من أن العناصر الست السابق الإشارة إليها لازمة لتجاح استراتيجية استهداف التضخم، إلا أن التجارب العملية توضح أن بعض الدول تبنت ذلك الإطار دون أن تتوفر بها بعض أو كل تلك المقومات السابقة، فعلى سبيل المثال قام بنك إنجلترا المركزي بتطبيق استراتيجية استهداف التضخم قبل أن يتمتع بالاستقلالية الكافية لتنفيذ أدوات السياسة النقدية.

فيما طبقته دول أخرى مثل كولومبيا، وكوريا، والمكسيك، وبيرو، وجنوب أفريقيا، في وقت لم تكن سياسات البنك المركزي تنسم فيه بالشفافية ممثلةً في حرص البنوك المركزية على إصدار نشرات خاصة بالتضخم بشكل دوري، ونشر محاضر اجتماعات لجنة السياسة النقدية لإعلام الجمهور بتوجهات السياسة النقدية وتوقعات التضخم المستقبلية، التي توضح للفاعلين الاقتصاديين مسار استراتيجية استهداف التضخم وما تم إنجازه ونقاط الإخفاق والفشل في إدراك الأهداف، وذلك على النقيض من البرازيل وعدد من الدول الأخرى التي التزمت بشكل كامل بتوفير كافة مقومات نجاح استراتيجية استهداف التضخم منذ بداية التطبيق الفعلي لها⁴.

يُشار إلى أن التطبيق الفعلي لإطار استهداف التضخم خلال عقد التسعينيات كان أشبه بعملية التجربة والخطأ وكان يقوم على التعلم الذاتي والتراكم الدوري للتجارب. رغم مرور نحو ثلاثون عاماً على تطبيق هذه السياسة لا يزال الاقتصاديون والأكاديميون على مستوى العالم حتى الآن يدرسون نتائج تطبيق ذلك الإطار وقدرته على تعزيز الأداء الاقتصادي وبخاصة في الدول النامية والناشئة.

⁴ Mishkin, F and Schmidt-Hebbel K. (2001). "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", NBER Working Paper No. 8397.

يعزز إطار استهداف التضخم من استقلالية البنك المركزي واستقلالية السياسة النقدية حيث تشير الدراسات الاقتصادية وتجارب الدول السابقة إلى أن الدول التي تتمتع بنوكها المركزية باستقلالية أكبر عادة ما تلجأ إلى تطبيق أطر استهداف أهداف التضخم. وفي بعض الأحيان تفرض استراتيجية استهداف التضخم حصول البنك المركزي على استقلالية معلنه في تحقيق الاهداف وتنفيذ السياسات النقدية ذات الصلة وهو ما حدث في كل من نيوزيلندا وشيلي وذلك بخلاف دول أخرى مثل بريطانيا التي تمتع فيها البنك المركزي باستقلالية أكبر في مراحل لاحقة وبشكل تدريجي مع تنفيذه لإطار استهداف التضخم.

كما تتسم السياسة النقدية وفق استراتيجية استهداف التضخم بالمزيد من المرونة والاستجابة السريعة والمتماثلة لصددمات التضخم غير المتوقعة وذلك لأن ذلك الإطار يستجيب بشكل منظم للصددمات الإيجابية والسلبية بما يجعل عملية السيطرة على معدلات التضخم تحدث بشكل تدريجي أن تتسبب في حدوث تقلبات واسعة في مستوى الناتج، وعادة ما تسمح استراتيجية استهداف التضخم بتركيز السياسات النقدية بشكل أكبر على تحقيق الاستقرار في الأسعار وتنفيذ إجراءات أكثر صرامة وعلنية لمواجهة الصدمات التضخمية.

كما يعمق التنفيذ المتدرج لهذا الإطار من مستويات مصداقية البنك المركزي عن طريق تأكيده على أهمية التواصل الدوري ما بين البنك المركزي والفاعلين الاقتصاديين لتحقيق هدف واحد يهم المجتمع بأكمله وخلق قنوات اتصال كفؤة وذلك بخلاف النماذج الأخرى للسياسة النقدية التي قد لا تتطلب توافر ذلك القدر من التفاعل بين البنك المركزي والفاعلين الاقتصاديين.

الأطر المختلفة لاستهداف التضخم

تنقسم أطر استهداف أهداف التضخم ما بين أطر تتعامل مع مستويات مرتفعة للغاية من التضخم وأطر أخرى تستهدف استقرار التضخم عند مستويات منخفضة لتعزيز النمو الاقتصادي، حيث يتم اللجوء إلى النوع الأول من تلك الأطر بهدف استعادة الثقة والمصداقية في السياسات الاقتصادية، وخفض معدلات التضخم وبناء جسور الثقة بين الحكومة والفاعلين الاقتصاديين وفرض مسار تنازلي لمستويات التضخم.

تنطبق هذه الحالات بشكل أكبر على الدول والأسواق الناشئة التي انتهجت هذا الإطار عند وصول معدلات التضخم بها لمستويات مرتفعة تراوحت بين 15 و45 في المائة في العقود الماضية مثل شيلي وبيرو، أو تراوحت بين 7-20 في المائة مثل التشيك، وكولومبيا، والمكسيك، وبولندا، وهو ما يفرض الكثير من

التحديات على صانعي السياسات خاصة في حالة الدول التي تواجه معدلات مرتفعة للغاية من التضخم ويكون من الصعب فيها وضع وإعلان مستويات وأهداف سنوية للتضخم يمكن تحقيقها على ضوء ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة، وتراجع مستويات الثقة في السياسات، ذلك بخلاف النوع الثاني من أطر استهداف التضخم التي تلجأ إليها غالباً الدول الصناعية والمتقدمة التي تتميز بمستويات منخفضة من التضخم بهدف التحول لمستويات أكثر استقراراً للتضخم.

من جهة أخرى، تختلف أطر استهداف أهداف التضخم بشكل كبير من حيث مؤشرات الأسعار المستخدمة حيث تستخدم بعض البنوك المركزية الرقم القياسي لأسعار المستهلكين Consumer Price Index كمقياس للتضخم المُستهدف، فيما تستخدم بنوك مركزية أخرى الرقم القياسي لأسعار المستهلكين غير المتضمن لأسعار المواد الغذائية والطاقة التي تتأثر سريعاً بصدمات العرض وهو ما يعرف بالتضخم الأساسي (Core Inflation)، وهو ما يُمكن البنك المركزي من التحديد الدقيق لمكونات التضخم التي يسهل على البنك المركزي التأثير عليها من خلال سياسته النقدية ومن أبرزها مكون التضخم المدفوع بعوامل جذب الطلب (Demand pull inflation)⁵. كما تختلف استراتيجيات استهداف التضخم وفقاً للإطار الزمني المتبع لتحقيق الأهداف التضخمية، وطرق حساب وحصر عدد مرات الاخفاق والفشل في تحقيق الأهداف التضخمية.

يواجه صانعي السياسات عند تصميم استراتيجية استهداف التضخم بمجموعة من التحديات تتمثل أهمها في:

- تحديد المدى الزمني الملائم لتحقيق الأهداف.

- آلية الانتقال من مسارات أعلى إلى مسارات أقل للتضخم.

⁵ من المعروف أن ظاهرة التضخم تتكون من خمس مكونات أساسية تتمثل في التضخم المدفوع بعوامل جذب الطلب Demand-Pull inflation، والتضخم المدفوع بعوامل دفع النفقة Cost-Push inflation، وتوقعات التضخم Inflation expectations، وأثر التميرير لتغيرات سعر الصرف Pass through effect، والتضخم المستند إلى المسارات السابقة Built-in inflation. يمكن للسياسات النقدية التي تستهدف التضخم التأثير في معظم مكونات التضخم فيما عدا مكون التضخم المدفوع بعوامل دفع النفقة وخاصة فيما يتعلق بالأثر الأولي لمثل هذا النوع من الصدمات التضخمية. أنظر في هذا الصدد: هبة عبد المنعم، "ديناميكية التضخم في الدول العربية"، صندوق النقد العربي، (2013).

- تحديد ماهية الجهات المناط بها وضع الأهداف التضخمية على المدى المتوسط.
- كيفية التحكم في تقلبات أسعار الصرف أثناء تنفيذ استراتيجية استهداف التضخم.
- المفاضلة بين خيارى تبني معدل مستهدف محدد للتضخم، أم مسارات مستقرة للأسعار تتحرك في حدودها معدلات التضخم.

المدى الزمني للملائم

عادة ما يصعب على صانعي السياسات النقدية تحقيق الأهداف المتضمنة باستراتيجية استهداف التضخم في حالة اختيار مدى زمني ضيق لبلوغ تلك الأهداف واختيار نطاق محدود للأهداف التضخمية. ففي نيوزيلندا عندما أعلن البنك المركزي عام 1995 عن ارتفاع معدل التضخم السنوي المستهدف ببضعة أعشار النقطة عن المستوى المستهدف مسبقاً الذي كان يتراوح بين 0-2 في المائة، تعرض مجلس إدارة البنك للمساءلة على الرغم من حقيقة أن ذلك الارتفاع الطفيف في مستوى التضخم كان سريعاً ما سيزول، وهو ما حدث بالفعل في مراحل لاحقة، وفي حين أمكن سريعاً تجاوز التأثير السلبي لذلك الاخفاق في حالة نيوزيلندا بدون تراجع ملموس لمستويات الثقة في البنك المركزي، يمكن لفشل مماثل أن يهدد مصداقية البنك المركزي وبخاصة في الدول النامية.

كما تخلق عادة الأهداف التضخمية الضيقة مشكلتين رئيسيتين تتمثلان في صعوبة السيطرة على مستويات التضخم في المدى الزمني المحدد، والتخبط في استخدام الأدوات النقدية لخوف البنك المركزي من عدم إدراك الهدف الموضوع في الوقت المحدد.

نخلص من ذلك إلى أنه كلما كان النطاق الزمني لتحقيق أهداف التضخم ضيقاً، وكلما كان هدف التضخم الموضوع منخفضاً كلما تسبب ذلك في إحداث تقلبات سريعة في الناتج، واحتمالية فشل البنك المركزي في إدراك المستهدفات التضخمية. لمواجهة المشكلتين السابقتين هناك مسارات متاحة أمام البنك المركزي وهي كالتالي⁶:

⁶ Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001). "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting".

- تضمين نموذج استهداف التضخم بعض المسارات للإخفاق في تهديد الهدف أو شروط للتهرب Escape clauses وفقاً لبعض السيناريوهات الاقتصادية المتوقعة وغير المتوقعة.
- استهداف "التضخم الأساسي" Core inflation عوضاً عن استهداف التضخم الكلي. Head line inflation.
- توسيع المدى الزمني لنطاق أهداف التضخم.
- وضع أهداف تضخمية لعدة سنوات متلاحقة وليس هدف محدد لمرحلة زمنية واحدة.

من بين دول العالم التي اتبعت إطار استهداف التضخم كانت نيوزيلندا الدولة الوحيدة التي ضمنت إطار استهداف التضخم شرط التهرب والخروج عن مسار تحقيق الأهداف في حالات تدهور شروط التبادل التجاري، أو تغير الضرائب غير المباشرة بما يؤثر على مستويات الأسعار، أو حدوث صدمات غير متوقعة في جانب العرض نتيجة أية امراض وبائية قد تصيب الثروة الحيوانية بها.

بالنظر إلى شرط التهرب نجد أنه عادة ما يوضع لمعالجة الصدمات غير المتوقعة في جانب العرض لأنها تعتبر في هذه الحالة متغيرات خارجية مستقلة لا يمكن التأثير عليها وفق إطار السياسة النقدية المتبعة، في حين يمكن لاستراتيجية استهداف التضخم معالجة صدمات الطلب بسهولة لكونها تمثل متغيرات داخلية تدخل ضمن نطاق تأثير أدوات السياسة النقدية التي يعول عليها بشكل أساسي لاستهداف التضخم ومن أبرزها سعر فائدة السياسة النقدية، بما يساعد على تقليل نقاط الاخفاق في تحقيق الأهداف المتضمنة بالنموذج.

لذلك يمكن القول بأن شرط التهرب ورغم كونه يوفر مرونة إضافية لاستراتيجية استهداف التضخم قادراً فقط على التماشي جزئياً مع مشكلة صعوبة السيطرة على التضخم، وعدم استقرار الأدوات المستخدمة الناجمين عن ضيق الفترة الزمنية ومحدودية الهدف التضخمي المتضمن بذلك الإطار.

أما البديل الثاني المتاح أمام البنك المركزي في تلك الحالات فيتمثل في استهداف ما يعرف بالتضخم الأساسي (Core inflation) الذي يمثل كما سبق الإشارة التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بعد استبعاد السلع التي تخضع أسعارها لتقلبات دورية نتيجة لصدمات جانب العرض مثل السلع الغذائية و السلع الطاقة وكذلك السلع التي يتم تحديد أسعارها إدارياً (السلع الخاضعة للدعم الحكومي) كل ذلك حتى يمكن رسم صورة حقيقة عن طبيعة مسارات التضخم،

وذلك عوضاً عن التضخم الكلي *Headline inflation* الذي يتأثر سريعاً بصدمات العرض، ولا يدل على المستوى الحقيقي للتضخم لشموليته كذلك لأسعار بعض السلع التي يتم تحديدها إدارياً. بالتالي فإن استهداف التضخم الأساسي لا يعرض مصداقية البنك المركزي للخطر في حال حدوث صدمات في جانب العرض تؤثر على آلية عمل استراتيجية استهداف التضخم.

إلا إن استهداف التضخم الأساسي يماثل شرط التهرب في كونه يعالج فقط مشكلات صعوبة السيطرة على مستويات الأسعار وقتياً، ولكنه لن يعالج التحديات المرتبطة باستهداف التضخم حال وقوع صدمات في جانب الطلب الكلي ينتج عنها تغيرات سعرية يتعين على البنك المركزي الاستجابة لها. كما أنه من بين عيوب استهداف التضخم الأساسي الأخرى أنه لا يتضمن مستويات أعلى من الشفافية والتفاعل بين البنك المركزي والفاعلين الاقتصاديين كونه غير مفهوماً بالنسبة للكثيرين مقارنة بالتضخم الكلي (*Headline inflation*) والمفهوم بالنسبة للعديد من الفاعلين الاقتصاديين.

إلى جانب ذلك، لا يأخذ استهداف التضخم الأساسي في الاعتبار أكثر بنود الإنفاق أهمية بالنسبة للشرائح الفقيرة من المجتمع ولذا يعرض استهداف هذا النوع من التضخم البنك المركزي للوم والمسائلة لتجاهله لمشكلات ارتفاع مستويات معيشة والسلع محل إنفاق الفئات الفقيرة في الاقتصاد حتى لو نجح البنك في تحجيم مسار التضخم الأساسي.

من جهة أخرى، لا يمكن أن يمثل البديل الثالث وهو رفع الهدف التضخمي المتضمن داخل إطار استهداف التضخم حلاً ملائماً للمشكلتين السابقتين حيث تتضمن المستويات الأعلى من الأهداف التضخمية فقداناً للمصداقية في تحقيق الأهداف وتعطي البنك المركزي فرصاً أكبر لعدم الالتزام بهدف تخفيض التضخم بمرور الوقت.

في المقابل، يعتبر البديل الرابع المتمثل في إطالة الهدف الزمني اللازم لتحقيق أهداف التضخم الموضوع وإعطاء البنك المركزي الوقت الكافي لتحقيق الهدف أفضل البدائل المتاحة أمام صانعي السياسات للتغلب على مشكلة صعوبة السيطرة على التضخم وتخطب الأدوات المستخدمة، وهو ما جعل البنك المركزي

النيوزيلندي يؤكد تبنيه لمدى زمني يتراوح بين 6-8 أرباع السنة اي ما يعادل سنتين ونصف لتحقيق أهداف التضخم المستهدفة⁷.

كما اعتاد كل من بنك كندا المركزي وبنك إنجلترا المركزي من فترات طويلة التأكيد على تبنيهما لمدى زمني لا يقل عن سنتين وهو ما أصبح السمة العامة أيضاً للسياسات النقدية للبنك المركزي في شيلي. توضح بعض الدراسات أن اهتمام البنوك المركزية المتزايد بالحد من تقلبات الناتج يستدعي انتهاج سياسة تقرب بمعدلات التضخم من المعدلات الموضوععة في المدى الطويل بشكل تدريجي لا يضر بمستويات الناتج المحققة وهو ما يعني أن مسار التضخم وإن كان طويلاً على المدى الزمني سيكون أفضل بديل متاح أمام صانعي السياسات، بيد أن هذا المدى الزمني الطويل من جهة أخرى يخلق مشكلة إمكانية فقدان الثقة بسياسات البنك المركزي لطول الفترة الزمنية اللازمة لتحقيق الأهداف⁸.

ثُبتت الدراسات أن هناك بديل آخر لإطالة المدي الزمني يتضمن كفاءة أكبر ويضمن مصداقية البنك المركزي ويتمثل في تحديد عدة أهداف دورية للتضخم يتم تحقيقها عبر أكثر من فترة زمنية وبهذا الطريقة يمكن تعزيز مصداقية البنك المركزي والاقتراب تدريجياً من الهدف الموضوع للتضخم على المدى الطويل وهذا الإطار هو ما اتبعته البرازيل والمكسيك.

الانتقال من مسارات أعلى إلى مسارات أقل للتضخم

مؤخراً وجدت البنوك المركزية أن ارتفاع مستويات التضخم إلى مستويات تفوق تلك المعدلات المتوقعة في الأجل الطويل يضر كثيراً بمصداقيتها ويجعل من الصعب على السياسة النقدية التحكم والسيطرة بشكل أفضل على معدلات التضخم ولذلك وجدت في استراتيجيات استهداف التضخم وسيلة مثلي لمكافحة التضخم وتخفيض مستويات التضخم بشكل تدريجي وهي تلك الاستراتيجية التي اتبعتها شيلي عام 1999 عندما بلغ معدل التضخم 20 في المائة وعندها حدد القائمون على السياسة في البنك المركزي هدف تخفيض التضخم على رأس أولويات البنك.

⁷ Murray Sherwin, 1999. "Inflation targeting: 10 years on," Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Reserve Bank of New Zealand, vol. 62, September.

⁸ Svensson, L. (1997). "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets", European Economic Review Volume 41, Issue 6, June 1997, Pages 1111-1146.

من ذلك الوقت أصبحت أطر استهداف التضخم المعلنة تعامل على أنها تلك المستويات التي لا يجب ان تحيد عنها معدلات التضخم الفعلية وبمنتصف عام 2000 لجأ البنك المركزي الشيلي إلى إصدار دوريات للتضخم تتضمن نقاط النجاح والفشل في إدراك مستويات التضخم الموسوعة بما يماثل أطر تخفيض التضخم المعمول بها في الدول المتقدمة.

من جهة ثانية اتبعت الأرجنتين منهجاً تدريجياً لاستهداف التضخم بهدف التحول لمستويات أقل من التضخم بداية من عام 1999، حيث نجح البنك المركزي في خلال ذلك العام ولأول مرة في خفض التضخم لمستويات تقل عن 13 في المائة وهو ما حفزه لإعلان عزمه تقليص التضخم بنهاية عام 2000 وبدأ في إصدار دوريات عن التضخم تتضمن مسار العمل المتبع لتحقيق الأهداف ومع نجاح الإطار المستخدم في تقليص التضخم أعلن البنك المركزي بنهاية أكتوبر من عام 2000 نيته خفض التضخم لمستوى 3 في المائة بنهاية عام 2003.

الجهات المناط بها وضع الأهداف التضخمية على المدى المتوسط

تتفق الدراسات الاقتصادية على التفرقة بين استقلالية الهدف المتضمن باستراتيجية استهداف التضخم، واستقلالية الأدوات النقدية المستخدمة لتحقيق ذلك الهدف. ففي حين ترى غالبية الدراسات أهمية تمتع البنك المركزي باستقلالية في استخدام أدوات السياسة النقدية المستخدمة لتجنب الضغوط السياسية التي نرفضها الحكومة والمؤسسات، توضح أن الأمر يختلف كثيراً فيما يتعلق باستقلالية الهدف الموضوع الذي لا يجب أن يناط بالبنك المركزي وحده مهمة تحديده لكونه يهم كافة شرائح الفاعلين الاقتصاديين، ولذا لا بد من إشراك الحكومة وعدد من الفاعلين الاقتصاديين الآخرين في تحديد الهدف المستهدف للتضخم⁹.

يعتبر تحديد ماهية الجهة المسؤولة عن تحديد أهداف التضخم أمراً صعباً في حال ما كان الاقتصاد يواجه بمعدلات مرتفعة من التضخم أعلى من المستوى المستهدف في استراتيجية استهداف التضخم ولذلك سيكون من الصعب على الحكومة التي قد لا تمتلك المقومات الفنية الكافية تحديد الهدف التضخمي المراد الوصول إليه والمدى الزمني اللازم لذلك وذلك مقارنة بالبنك المركزي الذي

⁹ Debelle G and S Fischer (1994), 'How Independent Should a Central Bank be?' in Jeffrey C Fuhrer (ed), Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series no.38, North Falmouth, Massachusetts, pp 195–221.

يملك الكوادر الفنية المؤهلة لحساب الفترات اللازمة لكي يؤثر إطار السياسة النقدية على معدلات التضخم، وتحديد مستهدفات التضخم متوسطة المدى التي يمكن الوصول إليها.

أما إذا كانت معدلات التضخم متدنية بالأساس، ففي هذه الحالات يمكن ترك الأمر للحكومة لتحديد الهدف التضخمي المراد الوصول إليه على أن يحدد البنك المركزي الأدوات النقدية اللازمة لإدراك ذلك الهدف. إلا أن بعض الدراسات أشارت إلى أن تقضيلات الحكومة في بعض الأحيان تنعكس على السياسة النقدية المتبعة بما يعني أن الحكومة إذا ما فضلت الحد من تقلبات الناتج سينعكس ذلك على السياسة النقدية المستخدمة وسيجعل من الصعب على البنك المركزي تنفيذ أطر استهداف التضخم لا تضر بمستويات الناتج ومن ثم لن تحقق تلك الأطر أهدافها التضخمية بسهولة¹⁰.

دور تقلبات أسعار الصرف في التأثير على فرص نجاح أطر تخطيط أهداف التضخم

تؤثر التغييرات في أسعار الصرف بشكل كبير على أطر استهداف التضخم المتبعة من قبل البنك المركزي وبخاصة في حالات الاقتصادات الصغيرة المفتوحة على العالم الخارجي، فتخفيض سعر الصرف يولد ضغوطاً تضخمية متزايدة على الاقتصاد نتيجة ارتفاع أسعار الواردات وارتفاع أسعار السلع المحلية نتيجة زيادة الطلب على الصادرات، وهو ما يضع المزيد من الأعباء على عاتق صانعي السياسات بالبنك المركزي ويحول دون تنفيذ أطر استهداف التضخم بنجاح.

كما يفرض قرار تخفيض سعر صرف العملة أو رفعه المزيد من التحديات على البنك المركزي لاسيما في الدول النامية والناشئة على وجه الخصوص التي تتسم بارتفاع مستويات الدين العام المقوم بالعملة الأجنبية حيث إن احتمالات التخفيض تعني تراجع قيمة الأصول المحلية وما يستتبعه ذلك من هروب للثروات ورؤوس الأموال للخارج بما يخلق أزمات مالية واسعة مماثلة على غرار تلك التي شهدتها المكسيك 1994-1995 ودول جنوب شرق آسيا خلال عامي 1997 و1998.

¹⁰ Svensson, L. (1997). "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets", European Economic Review Volume 41, Issue 6, June 1997, Pages 1111-1146.

في مثل هذه الحالات يكون من الأفضل اتباع سياسات نقدية انكماشية تمنع المزيد من التدهور في قيمة العملة ومنع حدوث أزمات مالية، وتشير الدراسات إلى أن الدول الناشئة التي تتسم بارتفاع قيمة الديون بالعملة الأجنبية يتعين عليها على الاخص الاهتمام بترشيد التغييرات في سعر الصرف وليس منعها من الاتجاه نحو المستويات التي تحددها قوى العرض والطلب.

يتعين في مثل هذه الحالات على البنك المركزي التأثير على سعر الصرف من خلال سعر الفائدة لأنه يعد سياسة أكثر وضوحاً وشفافية مقارنة بالتدخل عبر سياسات السوق المفتوحة وعمليات التدخل في المعاملات بالنقد الأجنبي.

كما تنبع أهمية مراقبة التغييرات في سعر الصرف في إطار استراتيجية استهداف التضخم من كونها تتطلب التدخل بسياسات نقدية ملائمة تختلف وفقاً للصدمة المختلفة التي يتعرض لها سعر الصرف، فإذا ما حدث خفض في قيمة العملة المحلية بسبب صدمة تتعلق بتراجع جاذبية الأصول المحلية سيؤدي ذلك إلى ارتفاع في مستويات التضخم يُعيق نجاح استراتيجية استهداف التضخم ولذا يتعين على البنك المركزي التدخل بسياسات نقدية تقييدية تستهدف مكافحة التضخم من خلال رفع سعر الفائدة.

ذلك على خلاف الحالات التي يحدث فيها خفض قيمة العملة بسبب حدوث صدمة حقيقية تؤدي إلى تزايد الضغوط التضخمية، ومثال لذلك تراجع شروط التبادل التجاري بسبب انخفاض الطلب على الصادرات والتي ينتج عنها تراجع الطلب الكلي وانخفاض مستويات التضخم وهو ما يستلزم سياسة نقدية توسعية لخفض أسعار الفائدة.

في ضوء ما سبق، يتضح أن حرص البنوك المركزية على الحفاظ على استقرار اسعار الصرف قد يؤدي في بعض الحالات لاستخدام سياسات نقدية خاطئة تضر بفرص نجاح أطر استهداف التضخم، ومثال لذلك ما حدث في نيوزيلندا التي واجهت تراجعاً في شروط التبادل التجاري في أعقاب أزمة دول جنوب شرق آسيا بسبب انخفاض الطلب على الصادرات النيوزيلندية بما نتج عنه انخفاض قيمة عملتها. تمثلت ردة فعل البنك المركزي في اتجاهه إلى رفع أسعار الفائدة للحفاظ على قيمة العملة المحلية، إلا إن ذلك أدى إلى تراجع في مستويات الطلب وكساد تسبب في ارتفاع معدلات التضخم فوق المستويات المحددة في إطار استهداف التضخم الذي كان يستلزم في المقابل خفض سعر الفائدة لحفز مستويات الطلب وبالتالي تجاوز صدمة التغييرات في سعر الصرف، وهو ما دفع البنك المركزي النيوزيلندي في عام 1998 إلى تصحيح سياساته وإجراء

تخفيض حاد في أسعار الفائدة بعدما دخلت البلاد في موجة من ارتفاع التضخم والكساد.

على النقيض من تجربة نيوزيلندا مر الاقتصاد الاسترالي بتجربة مشابهة إلا أن ردة فعل البنك المركزي في هذه الحالة كانت متلائمة ومتوافقة مع استراتيجية استهداف التضخم فبعد اتباع البنك المركزي الاسترالي استراتيجية استهداف التضخم لجأ إلى تبني سياسة مرنة لتحديد سعر الصرف وتركه يتحرك بحرية ليعكس آليات العرض والطلب.

مع حدوث أزمة دول جنوب شرق آسيا أدرك البنك المركزي أنه لن يستطيع أن يحول دون وقف التغيرات في سعر الصرف نتيجة تدهور شروط التبادل التجاري وتحول جزء كبير من التجارة الخارجية الأسترالية لدول جنوب شرق آسيا التي قامت بخفض أسعار صرف عملاتها، ومن ثم لجأ البنك المركزي إلى خفض سعر الفائدة خمسين نقطة لتصل إلى 5 في المائة في عام 1998 ثم عاد لتخفيضها بنحو 25 نقطة بنهاية العام.

لذلك ساعدت السياسات النقدية السليمة وفق استراتيجية استهداف التضخم البنك المركزي الاسترالي على التعامل بكفاءة وسرعة مع أزمة دول جنوب شرق آسيا. فمن خلال السياسة النقدية التوسعية أمكن الحفاظ على مستويات التضخم في إطار المعدلات المستهدفة، كما أمكن من خلال تلك السياسات التغلب على الأثر العكسي الناتج عن التقلبات في سعر الصرف على مستويات الناتج. فعلى النقيض من تجربة نيوزيلندا لم تتسبب صدمة تراجع قيمة الدولار الاسترالي أمام الدولار الأميركي بما يقارب 20 في المائة في تعرض مستويات الناتج لصدمة حادة كما بقيت معدلات التضخم تحت السيطرة، وتراجعت لمستويات تتفق مع استراتيجية استهداف التضخم.

بشكل عام، يمكن القول بأن سعر الصرف يعتبر محددًا مهمًا لنجاح استراتيجية استهداف التضخم وخاصة في الدول النامية والأسواق الناشئة وذلك لصعوبة تجاهل التغييرات في سعر الصرف بسبب وجود كم ضخم من الأصول بالعملة الأجنبية والديون الأجنبية وارتفاع معدلات الدولار.

فهذه الدول تحرص على تقييد سياسة سعر الصرف سواء من خلال وضع حدود لتحركات تلك الأسعار أو عن طريق التدخل في المعاملات بالنقد الأجنبي لضمان التجاوب السريع مع التحركات في سعر الصرف من قبل السياسة النقدية، إلا أن ذلك سيعني أن سعر الصرف سيصبح بذلك مرتكزاً أساسياً للسياسة النقدية وهو ما يحول دون نجاح استراتيجية استهداف التضخم. لحل هذه

المشكلة عادة ما تلجأ البنوك المركزية إلى توسيع نطاق التقلبات المسموح بها في سعر الصرف أو تحريره بشكل كامل لضمان إتاحة الفرصة لنجاح استراتيجية استهداف التضخم.

يقود ما تم استعراضه فيما سبق إلى أن تركيز السياسة النقدية على استهداف التحركات في سعر الصرف يؤدي غالباً إلى تشويه أداء السياسات النقدية ويعيق فرص نجاح استراتيجية استهداف التضخم، إلا أن ذلك لا يعني أن البنك المركزي يجب ألا يهتم بالتغيرات في سعر الصرف، وإنما يعني ضرورة مراقبة التغيرات في سعر الصرف بشكل مستمر ضمن استراتيجية استهداف التضخم ووفق الأدوات الملائمة المتبعة لتنفيذ السياسة النقدية.

المفاضلة بين تبني معدل مستهدف للتضخم أم مسارات مستقرة للأسعار

تباينت آراء الاقتصاديين فيما يتعلق بالمفاضلة بين خيار تبني أهداف محددة للتضخم أم الحفاظ على مسارات مستقرة للأسعار وأيهما يصلح لأن يكون أساس لاستراتيجية استهداف التضخم المتبع فالبعض يرى أن ذلك الإطار لا بد وأن يركز على تحقيق معدلات مستهدفة من التضخم دون التركيز أو الاهتمام بالمسارات المختلفة للأسعار، في حين يرى آخرون أن هدف استراتيجية استهداف التضخم لا بد وأن ينصب على الحفاظ على استقرار مسارات الأسعار ضمن نطاق محدد ومن ثم العمل على خفض معدلات التضخم وضمان تحركها في هذا الإطار بغض النظر عن التغيرات في الاقتصادات المحلية أو العالمية.

وفي هذا السياق، خلصت بعض الدراسات إلى أن الهدفين يحملان الكثير من الفروقات وقدراً لا يستهان به من التضارب في السياسات¹¹، بينما ذهب دراسات أخرى إلى أن استراتيجية استهداف التضخم لا بد وأن تأخذ في الاعتبار كيفية تحقيق الهدفين معاً فيما يعرف ب (Hybrid Inflation Targeting)¹².

في حين أكدت دراسات أخرى أهمية تركيز البنك المركزي بشكل أساسي على إيجاد الحل أو السياسة التي من شأنها تدنية دالة الخسارة المجتمعية سواء تلك الناتجة عن حياض مستويات الناتج أو التضخم عن مستوياتها المثلى المستهدفة،

¹¹ Svensson, L. (1997). "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets", European Economic Review Volume 41, Issue 6, June 1997, Pages 1111-1146.

¹² Batini and Yates (2003). "Hybrid Inflation and Price-Level Targeting", Journal of money credit and banking 35(3):283-300 · February.

وذلك من خلال مرحلتين أولهما: تحديد دالة ردة فعل البنك المركزي لمجموعة مختلفة من الدوال التي تتضمن مجموعة واسعة من أطر استهداف التضخم والأسعار. وثانيهما: استخدام الحل الأمثل الذي تم التوصل إليه في المرحلة الأولى لاختيار استراتيجية استهداف التضخم أو الأسعار الملائمة لتدنية دالة الخسارة المجتمعية الذي يعد في هذه الحالة الحل الأمثل سواء تعلق الأمر باستهداف مستوى محدد للتضخم أو مسارات مستقرة للأسعار¹³. بينت هذه الدراسات ان البنك المركزي لابد وان يهتم بإيجاد الحل اللائم لدالة الخسارة المجتمعية ممثلة في مجموع انحراف كل من معدل التضخم الفعلي عن معدل التضخم المستهدف، وانحراف مستويات الناتج الفعلي عن مستويات الناتج المثلى ممثلاً في الدالة التالية:

$$L^{CB} = E \{B^t [\lambda(p_t - p_t^*)^2 + (1-\lambda)(y_t - y_t^*)^2]\}$$

حيث:

L^{CB}	دالة الخسارة المجتمعية.
B^t	معدل الخصم الزمني.
λ	درجة تفضيل البنك المركزي لاستقرار الأسعار على استقرار الناتج.
$(p_t - p_t^*)^2$	مربع الفارق بين لوغاريتم مستويات الأسعار الحقيقية والأسعار المستهدفة.
$(y_t - y_t^*)^2$	مربع الفارق بين لوغاريتم مستويات الناتج الحقيقية ومستويات الناتج المستهدفة.

كفاءة استهداف التضخم

يشكل عام تشير الأدلة التجريبية إلى نجاح إطار أداء استهداف التضخم على نطاق واسع، وإن لم يكن كلياً فهو جزئياً في تحقيق معدلات تضخم منخفضة،

¹³ Stephen G. Cecchetti, Kim, (2003). "Inflation Targeting, Price-Path Targeting, and Output Variability", NBER Working Paper No. 9672, May.

واستهداف توقعات التضخم، وتقليل تقلبات التضخم والنتائج. كما تشير الدراسات إلى أن الدول التي تبنت أطر استهداف التضخم وخاصة في أمريكا اللاتينية كانت أكثر مرونة في مواجهة الصدمات التي تعرضت لها مقارنة بأطر السياسة النقدية الأخرى في بعض البلدان بما في ذلك الصدمات التي أعقبت الأزمة المالية العالمية. كما كان اعتماد هذه السياسة مصحوباً بمستويات أكبر من انضباط السياسة المالية ورفع مستويات تطور الأسواق النقدية والمالية. كما ساهمت كذلك في تعزيز القدرات التقنية للبنوك المركزية وتحسين قدراتها على بناء النماذج الاقتصادية الكلية وصياغة التوقعات¹⁴.

من بين أهم مزايا استراتيجية استهداف التضخم التي أشارت إليها الدراسات الاقتصادية هو أنها تُمكن صانعي السياسات من السيطرة على الصدمات المفاجئة التي قد تؤدي إلى زيادات مفاجئة في الأسعار يمكن ان تحبط أية مزايا اقتصادية يخطط لتحقيقها صانعو السياسات مثلما حدث في كل من بريطانيا والسويد أبان خروجهما من آلية سعر الصرف الأوروبي، وحدث في كندا عام 1991 عندما تم فرض ضرائب على السلع، وفي كلتا الحالتين المشار إليهما ساهمت استراتيجية استهداف التضخم في تحجيم مستويات التضخم المستقبلية وأعطت إشارات واضحة وخطة عمل صريحة للسياسة النقدية¹⁵.

إضافة لما سبق، يعمل ذلك الإطار على حل المشكلة الديناميكية التي قد تؤدي إلى مستويات أعلى من التضخم كما أنه يقلل من درجة تقلب معدلات التضخم ويسهم في تحقيق المزيد من الاستقرار في الناتج ويحد من الأثر السبي الناتج عن ارتفاع التضخم على متغيرات الاقتصاد الكلي¹⁶.

كما توصل كل من نيوما وهاجين إلى أن استراتيجية استهداف التضخم تساعد على تحقيق مستويات أعلى من التقارب بين مستويات التضخم الفعلية والمتوقعة وتساعد الدول الأقل أداءً اقتصادياً على اللحاق بركب الدول الأفضل أداءً، بينما أوضحت دراسات أخرى أن استراتيجية استهداف التضخم تسهم في تقليل درجة التقلبات في الناتج لمستويات تتوافق مع درجة التقلبات التي تشهدها الدول

¹⁴ Jahan S., "Inflation Targeting: Holding the Line Central banks use interest rates to steer price increases toward a publicly announced goal", IMF, F&D Magazine.

¹⁵ Bernanke, et al. (1999). "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton, NJ: Princeton University Press.

¹⁶ Svensson, 1999. "Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability," NBER Working Papers 7276, National Bureau of Economic Research, Inc.

- المتقدمة، وتقلل من جهة أخرى من تكاليف مكافحة التضخم ممثلةً في دالة الخسارة المجتمعية السابق الإشارة إليها¹⁷.
- إضافة لما سبق، أكدت دراسات اقتصادية أخرى إلى تميز استراتيجية استهداف التضخم بخمسة مزايا رئيسية لا يوفرها اعتماد السياسة النقدية على سعر الصرف الثابت كمحور ارتكاز اسمي وهي¹⁸:
- تجاوب السياسة النقدية بشكل أفضل مع الصدمات الاقتصادية المختلفة.
 - بعكس استهداف المتغيرات النقدية الكلية لا يستلزم نجاح استراتيجية استهداف التضخم وجود علاقة ثابتة بين عرض النقود والتضخم حيث تعتمد تلك الاستراتيجية فقط على المعلومات المتوافرة لتحديد أدوات السياسة النقدية الأكثر ملائمة للتأثير على مستويات الأسعار.
 - سهولة استيعابها من قبل عامة الشعب والتفاعل مع البنك المركزي لإنجاحها.
 - تُمكن الأهداف الرقمية الموضوعية للتضخم وفق هذا الإطار من محاسبة البنك المركزي ومسائلته عن مدى ملائمة السياسات النقدية المتبعة.
 - يجنب ذلك الإطار البنك المركزي مخاطر تدخل الحكومة في سياسات البنك لفرض سياسات نقدية تقييدية أو توسعية ويعطي البنوك المركزية الاستقلالية الكافية التي تمكنها من تحقيق أهداف السياسة النقدية.
- في المقابل، يرى منتقدو هذا الإطار تضمنه لعدة عيوب من أبرزها ما يلي:
- يمثل إطاراً صارماً لتحقيق أهداف السياسة النقدية.
 - يزيد مخاطر عدم استقرار الناتج لاسيما في الأجل القصير.
 - يمكن أن يقلل معدل النمو الاقتصادي.

¹⁷ Corbo, V., Landerretche, M. O. and Schmidt-Hebbel, K. (2001). "Assessing Inflation Targeting after a Decade of World Experience". Unpublished manuscript. Central Bank of Chile.

¹⁸ Mishkin, S. (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", NBER Working Paper No. 7618.

- يصعب عملياً مسانلة البنك المركزي عن تحقيق الأهداف المتضمنة بذلك الإطار.
- لا يمنع تطبيق هذا الإطار سيطرة وهيمنة السياسة المالية.
- يمكن ان تتسبب مرونة أسعار الصرف المتضمنة وفقاً لذلك الإطار في حدوث أزمات مالية.
- لا يُمكن هذا الإطار من السيطرة على معدلات التضخم في بعض الحالات والفترات.

بناء على ما سبق، حاولت دراسات اقتصادية عديدة قياس كفاءة استراتيجية استهداف التضخم من حيث تأثيرها على مستويات الناتج والتضخم وأسعار الفائدة وقد تباينت نتائج هذه الدراسات بشكل واضح، حيث أشارت عدة دراسات إلى ان أداء المتغيرات الاقتصادية والصفات الهيكلية لاقتصادات الدول التي طبقت أطر استهداف التضخم تختلف عن تلك الخاصة بالدول التي لم تطبق ذات الإطار¹⁹.

فيما خلصت بعض الدراسات إلى إثبات وجود تأثير إيجابي لإطار استهداف على الأداء الاقتصادي من خلال المقارنة بين أداء سبعة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي انتهجت ذلك الإطار خلال عقد التسعينيات مع أداء 13 دولة أخرى من دول المنظمة لم تتبع ذلك الإطار. وأوضحت أن السبع دول المتضمنة بالعينة شهدت تراجعاً في متوسط معدلات التضخم وأصبح معدلات التضخم بها أكثر استقراراً بعد تطبيق تلك الاستراتيجية، إلا أن الدراسة أوضحت أن الدول التي لم تتبع ذات الإطار شهدت أيضاً تحسناً في الأداء الاقتصادي، وهو ما يقود إلى أن التحسن في الأداء الاقتصادي لا يمكن أن يُعزى فقط إلى استراتيجية استهداف التضخم، ويشير إلى أن الدول السبع المطبقة لذلك

¹⁹ Bernanke, et al. (1999). "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton, NJ: Princeton University Press, Cecchetti, S. and Ehrmann, M. (2000)., "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes". Working Paper 69. Central Bank of Chile., Scheater, Andrea, Mark R. Stone, and Mark Zelmer. 2000. Adopting inflation targeting: Practical issues for emerging market countries. IMF Occasional Paper no. 202. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

الإطار ربما كانت تتسم بأداء اقتصادي أسوأ قبل اتباع استراتيجية استهداف التضخم²⁰.

فيما أوضحت دراسات أخرى أن الأداء الاقتصادي المترتب على اتباع استراتيجية استهداف التضخم كان أفضل سواءً من خلال خفض معدلات التضخم، أو التوقعات الخاصة بمستويات التضخم المستقبلية الأمر الذي لم يكن يحدث دون اتباع ذلك الإطار²¹، بينما أكدت دراسات أخرى على أن تجربة بريطانيا تشير إلى أن استراتيجية استهداف التضخم لم تنجح فقط في خفض مستويات التضخم بل عملت أيضاً على ضمان مسارات أكثر استقراراً للتضخم خلال الفترة التي طبق فيها البنك المركزي، هذا الإطار، وبينت أن هذه الاستراتيجية مكنت أيضاً صانعي السياسات من السيطرة بشكل أفضل على الصدمات التضخمية غير المتوقعة وجعلت مداها الزمني ينحصر في فترات أقل نسبياً مقارنة بالدول الأخرى التي لم تطبق نفس الإطار²² (King, 2002).

لكن في المقابل ذهبت بعض الدراسات إلى أن الدول النامية التي طبقت ذلك الإطار استطاعت على المدى الزمني الطويل خفض مستويات التضخم لمعدلات لم تكن لتتحققها دون اتباع ذلك الإطار، إلا أن تلك المستويات من التضخم كانت على الرغم من ذلك أعلى من تلك المسجلة بالدول المتقدمة التي أتبعته أطر بديلة للسياسة النقدية خلال نفس الفترة، وهو ما يؤكد ان إطار استهداف التضخم وحده ليس كافياً لتعزيز النمو الاقتصادي²³.

على النقيض مما سبق، أشارت دراسات أخرى إلى أن استراتيجية استهداف التضخم يمكن أن تضر بالاقتصاد أكثر مما تنفعه، وخاصة في حال فشل البنوك المركزية في السيطرة على معدلات التضخم وتوضح أن نجاح ذلك الإطار يتطلب وجود مركز مالي قوي للحكومة وسياسات مالية مستقرة. وأوضحت أن ذلك الإطار يمكن أن يمثل سياسة ناجحة فقط في حالة الدول التي تعاني من صعوبة السيطرة على معدلات التضخم، فيما قد لا يفيد هذا الإطار الدول التي

²⁰ Ball, L. and Sheridan, N. (2003). "Does Inflation Targeting Matter?", National Bureau of Economic Research, March.

²¹ Mishkin, Frederic S. (1999). "International experiences with different monetary policy regimes". Journal of Monetary Economics 43:579–605.

²² King, Mervyn. (2002). "The inflation target ten years on", Speech delivered to the London School of Economics. 19 November, London, England.

²³ Bernanke, et al. Op cit. (1999).

نجحت من خلال خبراتها السابقة في معالجة مشكلة التضخم والتي من الأفضل بالنسبة لها تغيير منظومة السياسات الاقتصادية المتبعة فقط²⁴.

كما يرى بعض الاقتصاديين أن أطر استهداف التضخم لم تختبر بعد بالقدر الكافي للحكم على كفاءتها في مواجهة الصدمات العكسية وذلك لأن الفترة التي واكبت تنفيذ تلك الأطر تميزت بسيطرة الولايات المتحدة الأمريكية سياسياً واقتصادياً ومن ثم لم تشهد صدمات حقيقية يمكن من خلالها اختبار كفاءتها في مواجهة التحديات التي يمكن أن تفرضها تلك الصدمات.

في المقابل، يرى آخرون خطأ ما سبق لأن معظم الدول التي طبقت هذا الإطار تندرج تحت قائمة الاقتصادات الصغيرة المفتوحة على العالم الخارجي والتي تعرضت لقلبات شديدة خاصة في أعقاب أزمة دول جنوب شرق آسيا عامي 1997 و1998 وذلك بخلاف الدول المتقدمة التي لم تتعرض لنفس الأزمة بنفس القدر، وتشير تجارب تلك الدول إلى أن دول مثل استراليا، وشيلي، ونيوزيلندا التي اضطرت بعد هذه الأزمة إلى خفض أسعار صرف عملاتها، واجهت تلك الأزمة أو الصدمة بشكل أفضل وأكثر كفاءة مقارنة بالدول الأخرى ذات الظروف المماثلة التي لم تطبق نفس الإطار.

من جهة أخرى، تمثل أزمة ارتفاع أسعار النفط خلال عامي 1999 و2000 اختباراً آخر لكفاءة أطر استهداف التضخم في استيعاب الصدمات التضخمية حيث واجهت الدول النامية التي طبقت ذلك الإطار في تلك الفترة ضغوطاً تضخمية ناتجة عن ارتفاع أسعار السلع المستوردة وتخفيض أسعار صرف عملاتها المحلية، خفف من حدة تأثيرها اتباع تلك الدول لاستراتيجيات استهداف التضخم حيث لم تشهد تلك الدول سوى ارتفاعات طفيفة في مستويات التضخم المسجلة على المدى الطويل.

ما يجدر ذكره، أنه من الصعب الحكم على مدى نجاح سياسة التضخم المستهدف بصورة مطلقة. حيث يعتمد على معايير تختلف فيما بين الدول وفقاً لهيكلها الاقتصادية وتصنيفاتها. على مستوى الاقتصادات الناشئة مثلاً، تشير الدراسات إلى عدم جودة نتائج الدول التي تبنت سياسة استهداف التضخم بنفس القدر من النجاح الذي حققته الدول الصناعية الكبرى. ويُعزى ذلك إلى أن الدول الناشئة تواجه صعوبات في السيطرة على معدلات التضخم من حيث توفير متطلبات تطبيق سياسة التضخم المستهدف ما يجعل إنحرافات معدلات التضخم الفعلية

²⁴ Christopher A. Sims. (2005). "Limits to Inflation Targeting", Chapter in NBER book The Inflation-Targeting Debate.

عن المستهدف تختلف إختلافاً كبيراً من بلد لآخر نتيجة للصدمات الخارجية وأطر السياسة النقدية التي تميز كل اقتصاد عن الآخر.

من جانبٍ آخر، تختلف تجارب الدول النامية في استهداف التضخم مقارنة بالدول المتقدمة نتيجة العوامل التالية²⁵:

- ارتفاع معدلات التضخم وتذبذبها بشكل كبير، ما يؤدي إلى صعوبة التنبؤ بمعدل التضخم فضلاً عن تزايد احتمالات عدم تحقيق المستهدف في المستقبل.
- تقلبات أسعار صرف العملات الوطنية ما يجبر السلطات النقدية على انتهاج سياسات للتدخل في سوق النقد الأجنبي من أجل السيطرة عليها لتفادي ارتفاع التوقعات المستقبلية للتضخم.
- عدم فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وهو مل يُعزى ذلك إلى صغر حجم السوق النقدية والمالية ومحدودية الترابط والتنسيق بين السوقين بالإضافة إلى التدخل المباشر من قبل الدول في مجال منح الائتمان في بعض هذه الدول.
- تحتاج عملية استهداف التضخم إلى نظام معلوماتي قوي يتيح توفر كافة المعلومات والإحصاءات بشكل شفاف، وذلك ما لا يتوفر في عدد من الدول النامية، حيث يعتبر توفر المعلومات من المدخلات الأساسية في بناء النماذج القياسية التي من شأنها التنبؤ بمعدلات التضخم أحد الصعوبات التي تواجه هذه البلدان.
- ضرورة الالتزام التام من قبل السلطات النقدية بتوحيد الجهود حول هدف واحد يتمثل في تحقيق المعدل المستهدف، وذلك ما لا تلتزم به الدول النامية عادةً من حيث تعدد أهداف السياسة النقدية وبالتالي تشتيت جهود البنك المركزي.
- عدم استقلالية البنوك المركزية في الدول النامية يعتبر أحد الأسباب الرئيسية في عدم نجاح سياسة التضخم المستهدف بخلاف الدول المتقدمة التي تتمتع فيها البنوك المركزية باستقلالية أكبر.

²⁵ شوقي جباري، وحمزة العوادي (2014)، "سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وشيلي، وتركيا" كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر.

استهداف التضخم: تجارب دولية

كان أول تطبيق لإطار الاستهداف الكامل للتضخم (Fully fledged inflation targeting) في نيوزيلندا عام 1990، أعقبها كل كندا وبريطانيا في عامي 1991 و1992. منذ ذلك الوقت تحرص العديد من البنوك المركزية على تطبيقه إلى أن بلغ عدد الدول التي تتبع ذلك الإطار منذ ذلك الوقت وحتى عام 2019 نحو 40 دولة وتتنوع هذه الدول ما بين دول صناعية متقدمة ودول أخرى ناشئة أو نامية²⁶.

البنوك المركزية الوحيدة التي أوقفت استهداف التضخم بمجرد أن بدأت هي فنلندا وإسبانيا وسلوفاكيا وذلك بعد أن تبنت اليورو كعملة محلية. كما تبنت أرمينيا والتشيك وهنغاريا وبولندا استهداف التضخم في الوقت الذي كانت فيه تمر بمرحلة انتقالية من اقتصاديات السوق المخطط إلى اللامركزية. كذلك تبنت العديد من اقتصادات الأسواق الناشئة التضخم المستهدف بعد أزمة عام 1997، والتي أجبرت عددًا من البلدان على التخلي عن سياسة سعر الصرف الثابت واستهداف التضخم.

هناك أيضًا عدد من البنوك المركزية في الاقتصادات الأكثر تقدمًا -بما في ذلك البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي- التي اعتمدت العديد من العناصر الرئيسية لاستهداف التضخم لكنها لا تطلق على نفسها اسمًا بأنها مستهدفة للتضخم. تلتزم هذه البنوك المركزية بتحقيق معدل تضخم منخفض، لكن البعض لا يعلن أهدافًا رقمية صريحة (هناك استثناءات، مثل الولايات المتحدة الأمريكية، التي اعتمدت صراحةً هدفًا للتضخم بنسبة 2 في المائة في عام 2012) أو لديها أهداف أخرى، مثل تحقيق التوظيف الكامل، أو استقرار أسعار الفائدة طويلة الأجل، بالإضافة إلى استقرار الأسعار²⁷.

لكن في المقابل تشير بعض الدراسات إلى أن عدد الدول التي لديها هدفًا محددًا لاستهداف التضخم سواءً بشكل كلي أو جزئي إلى 67 دولة على مستوى العالم

²⁶ Jahan S., "Inflation Targeting: Holding the Line Central banks use interest rates to steer price increases toward a publicly announced goal", IMF, F&D Magazine.

²⁷ Jahan S., "Inflation Targeting: Holding the Line Central banks use interest rates to steer price increases toward a publicly announced goal", IMF, F&D Magazine.

في عام 2018 من بينها 20 دولة تتبنى تحقيق مستهدفات منخفضة للتضخم تتراوح ما بين 2 إلى 2.5 في المائة²⁸.

جدول (1)
الدول التي تطبق إطار استهداف التضخم (1990-2019)

الدولة	سنة التطبيق	التضخم المستهدف وقت التطبيق	الدولة	سنة التطبيق	التضخم المستهدف وقت التطبيق
نيوزيلندا	1990	1-3	جواتيمالا	2005	5 (±1)
كندا	1991	2(±1)	اندونيسيا	2005	5 (±1)
المملكة المتحدة	1992	2	رومانيا	2005	3 (±1)
استراليا	1993	2-3	صربيا	2006	4-8
السويد	1993	2	تركيا	2006	5.5 (±2)
جمهورية التشيك	1997	3(±1)	ارمينيا	2006	4.5 (±1.5)
اسرائيل	1997	2(±1)	غانا	2007	8.5 (±2)
بولندا	1998	2.5(±1)	اوروجواي	2007	3-7
البرازيل	1999	4.5(±2)	ألبانيا	2009	3 (±1)
تشيلي	1999	3(±1)	جورجيا	2009	3
كولومبيا	1999	2-4	باراجواي	2011	4.5
جنوب أفريقيا	2000	3-6	أوغندا	2011	5
تايلاند	2000	0.5-3.0	جمهورية الدومينيك	2012	5
هنغاريا	2001	3(±1)	اليابان	2013	2
المكسيك	2001	3(±1)	مولودوفا	2013	3.5-6.5
ايسلندا	2001	2.5 (±1.5)	الهند	2015	2-6
كوريا الجنوبية	2001	3(±1)	كازاخستان	2015	4
النرويج	2001	2.5 (±1)	روسيا	2015	4
بيرو	2002	2(±1)	الأرجنتين	2016	5 (±1.5)
الفلبين	2002	4 (±1)	مصر	2019	8 (±3.0)

المصدر: Hammond (2011) ; Roger (2010) ; IMF; BIS; AMF.

خلال العقود السابقة بدأت العديد من الدول استخدام سياسة استهداف التضخم كإطار رئيسي للسياسة النقدية من خلال محاولة التحكم في التوقعات التضخمية

²⁸ Fisher, P. (2019). "Why do most central banks target inflation?", The University of Warwick, May.

لتأثيرها الكبير على أسعار السلع وتحريك مسارها إلى الحدود المستهدفة أو قريباً منها.²⁹ وتختلف دول العالم فيما بينها حول الطرق المتبعة لاستهداف التضخم وكذلك المؤشرات الاقتصادية المصاحبة لعملية الاستهداف. على سبيل المثال تحرص حكومة **المملكة المتحدة** على استهداف معدل تضخم بحدود 2 في المائة من خلال التركيز على هدف الاستقرار السعري، وذلك على أساس استهداف الرقم القياسي لأسعار المستهلكين الذي يُعلن كل عام في بيان الموازنة العامة. وفي **نيوزيلندا**، يتم التفاوض على المعدل المستهدف للتضخم بين الحكومة والبنك المركزي فيما يسمى باتفاق أهداف السياسة العامة (Policy Targets Agreement (PTA)). في **تايلاند**، يتم الاعتماد على مؤشر التضخم الأساسي (Core Inflation) بعد استبعاد أسعار المواد الغذائية وأسعار الطاقة من الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.

كذلك تتباين الإجراءات المرتبطة بالمسائلة في حالة الانحراف عن تحقيق التضخم المستهدف من بلد لآخر، ففي **المملكة المتحدة**، **والفلبين**، تتم المسائلة بصورة مباشرة لمحافظ البنك المركزي الذي يتوجب عليه توضيح الأسباب الموضوعية لانحراف التضخم عن المستهدف صعوداً أو هبوطاً. أما في **تايلاند**، تشترط الحكومة على البنك المركزي شرح التدابير التي يتعين اتخاذها، فضلاً عن الفترة الزمنية المطلوبة لإعادة التضخم إلى النطاق المسموح.³⁰

يختلف اختيار هدف التضخم من بلد إلى آخر. وقد اختارت بعض البلدان نطاقات مستهدفة في تحديد أهدافها المتعلقة بالتضخم مثل **(أستراليا، ونيوزيلندا، وتايلاند)**، في حين تفضل بلدان أخرى هدفاً محدداً للتضخم مثل **(المجر، واليابان، والنرويج، والسويد، وتركيا، والمملكة المتحدة)**، أو هدفاً محدد للتضخم مقترنا بنطاق وهوامش للتقلبات حول هذا الهدف مثلما هو الحال في **(أرمينيا، والبرازيل، وكندا، وغانا، وغواتيمالا، وأيسلندا، وإندونيسيا، والمكسيك، وبيرو، والفلبين، وبولندا، ورومانيا، وصربيا، وكوريا الجنوبية)**.

تتمثل درجة المفاضلة في هذا الصدد ما بين بساطة هدف تحقيق معدل محدد للتضخم، ودرجة المرونة في امتصاص الصدمات خارج نطاق سيطرة البنك المركزي التي يسمح بها النطاق المستهدف للتضخم. في المقابل، يختلف الحال

²⁹ Faisal Rachma, (2015), "Does Inflation Targeting Framework Make a Significant Difference in Lowering Price Level?" What is Its Implication to Indonesia's Inflation Rate?

³⁰ Saakshi, Souvik, & Charan (2014), Inflation Targeting in India, Indian Institute of Management Bangalor.

كذلك بالنسبة للمؤشر المستخدم لاستهداف التضخم. فبعض الدول تعتمد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك مثل (كندا، وتشيلي، والمجر، وبيرو، والفلبين، ويولندا، وصربيا، وجنوب أفريقيا، والسويد، وتركيا، والمملكة المتحدة)، بينما تعتمد دول أخرى على الرقم القياسي المتجانس لأسعار المستهلك ³¹ Harmonized Consumer Price Index (HCPI)، كما هو الحال في (أرمينيا، والنمسا، وكولمبيا، والتشيك، وغانا، وغواتيمالا، وآيسلندا، وإندونيسيا، ونيوزيلندا، ورومانيا، وكوريا الجنوبية). فيما تستخدم بعض الدول مقياس كولومبو لأسعار المستهلك (CCPI) Colombo Consumer Price Index ³² مثل (اليابان، وتايلاند)، في حين تستخدم النرويج مقياس البيرتا لأسعار المستهلك (ACPI) Alberta consumer price index ³³.

بناء على ما سبق، يعرض الجزء التالي من الدراسة بعض التجارب الدولية في استهداف التضخم بقدر أكبر من التفصيل.

المملكة المتحدة:

تاريخياً، اتخذت السياسة النقدية في المملكة المتحدة أشكالاً عدة ولكنها في الفترة الأخيرة تمت صياغتها بحيث تستهدف الاستقرار في مستوى الأسعار كهدف رئيسي من أجل تحقيق أهدافاً أخرى على المدى القصير مثل تقليل تقلبات الأسعار المحلية، وكذلك أهدافاً أخرى على المدى الطويل مثل دعم النمو الاقتصادي. وتشير الدراسات إلى أن الاستقرار السعري في الاجل الطويل يجب أن يأخذ في الاعتبار التوزيع الكفاء للموارد في الاقتصاد.

شهدت إنجلترا خلال فترة ما بعد الازمة المالية العالمية ركوداً ما دفع البنك المركزي إلى تنشيط الطلب الكلي عن طريق سياسات نقدية توسعية لدعم الاقتصاد. يُشار إلى أن المملكة المتحدة تبنت منذ اتفاقية بريتون وودز في عام

³¹ المؤشر المتجانس لأسعار المستهلك Harmonized Consumer Price Index (HCPI): يصدره البنك المركزي الأوروبي لقياس التضخم واستقرار المستوى العام للأسعار. وهو مؤشر لأسعار السلع الاستهلاكية يتم تجميعه وفقاً لمنهجه تمت موافقتها والاتفاق عليها من قبل دول الاتحاد الأوروبي.

³² مقياس كولومبو لأسعار المستهلك (CCPI) Colombo Consumer Price Index: تعرفه الأمم المتحدة على أنه مؤشر تضخمي يقيس التغير في تكلفه سله ثابتة من المنتجات والخدمات، بما في ذلك السكن والكهرباء والغذاء والنقل، ويتم نشر مؤشر أسعار المستهلك شهرياً.

³³ مقياس البيرتا لأسعار المستهلك (ACPI) Alberta consumer price index: يقيس مع مرور الوقت النسبة المئوية للتغير في سعر سله من السلع والخدمات التي يشتريها المستهلك، حيث يتم تحديد سله المواد هذه من قبل هيئة الإحصاء الكندية.

1944، خمسة أنظمة نقدية بما في ذلك نظام استهداف التضخم، الجدول رقم (2)، كل من هذه الأنظمة لديه قيود مؤسسية وتنظيمية تختلف عن بعضها.

الجدول (2)

أنظمة السياسة النقدية في المملكة المتحدة (1971 – 2019)

فترة التبنى	النظام النقدي
1971 - 1948	سعر الصرف الثابت
1976 - 1971	سعر الصرف المرن
1987- 1976	المستهدفات النقدية
1992 - 1987	سعر الصرف المستهدف
1997 – 1992	استهداف التضخم (قبل استقلالية البنك المركزي)
1997 – حتى الآن	استهداف التضخم (بعد استقلالية البنك المركزي)

المصدر: بنك إنجلترا (2019)

تبنى بنك إنجلترا استهداف التضخم في نهاية العام 1992 بمعدل تضخم مستهدف 2.5 في المائة، فيما تم في عام 1997 تحديث الإطار العام للسياسة النقدية في 1997 مع وضوح أهداف البنك المركزي وتعزيز استقلاليته. يستهدف البنك المركزي منذ ذلك الحين وحتى عام 2003 الرقم القياسي لأسعار التجزئة Retail Prices Index RPIX لقياس معدل التضخم. في أعقاب ذلك تحول البنك المركزي إلى استخدام الرقم القياسي للمستهلك ((Consumer Price Index (CPI) مما دعا السلطات النقدية إلى تخفيض المعدل المستهدف إلى 2 في المائة. الجدير بالذكر أن معدل التضخم ظل منحرفاً فوق المستهدف لفترة 6 سنوات والتي نفذ خلالها البنك المركزي سياسات نقدية توسعية وتخفيض أسعار الفائدة لتستقر قريباً من الصفر. يُعزى ارتفاع التضخم لمعدلات تفوق المستهدف في عامين من هذه الفترة وهما عامي 2006 و2007 إلى انخفاض قيمة الجنيه الإسترليني، وزيادة أسعار السلع في الأسواق العالمية، وكذلك زيادة الضرائب.³⁴

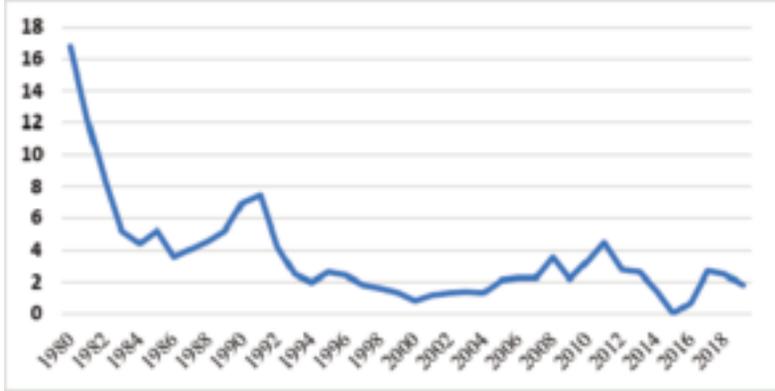
تقوم لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا وهي لجنة مستقلة بوضع السياسة النقدية الملائمة لتحقيق الأهداف التي يتم التشاور حولها بالتعاون مع جهات أخرى. تهدف السياسة النقدية في المملكة المتحدة إلى الحفاظ على قيمة العملة الوطنية إلا أنه في الفترة الأخيرة كاد البنك المركزي أن يفقد مصداقيته وعدم قدرته على السيطرة على معدلات التضخم ضمن الحدود المستهدفة نتيجة

³⁴ Magda & others (2019), "Three decades of inflation targeting", NBP Working Paper No. 314.

لارتفاعها خلاف التوقعات. حيث أثرت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (التييسير الكمي) على كفاءة سياسة استهداف المستهدف. في هذا الصدد، عزی محافظ بنك إنجلترا هذا الارتفاع إلى بعض العوامل المؤقتة. في أعقاب ذلك ومن أجل الحفاظ على استقرار الأسعار، حددت لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي التضخم المستهدف بنحو 2 في المائة سنوياً³⁵.

يحرص البنك المركزي على تعزيز شفافية السياسة النقدية (Transparency) كأحد الركائز الأساسية لاستراتيجية استهداف التضخم حيث يصدر البنك تقرير التضخم كل ثلاث أشهر، يتيح التقرير لأعضاء لجنة السياسة النقدية التداول والتحاور حول دور السياسة النقدية لتحديد التضخم المستهدف وبالتالي مساعدتهم على صنع القرار. كذلك يقوم البنك بنشر تقرير يُعزز من مبدأ المحاسبة Accountability بحيث تُسرد فيه الأسباب الفنية للانحرافات ويتم عرضها على أصحاب المصلحة.³⁶

الشكل (2) متوسط معدل التضخم في المملكة المتحدة (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

³⁵ Review of the monetary policy framework, (2013), Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty.

³⁶ Bank of England (2019), Inflation Report.

اليابان:

تعتبر اليابان من أهم الدول التي عانت من تراجع المستوى العام لأسعار Deflation لفترة طويلة من الزمن، حيث شهدت معدلات التضخم منذ عام 2000 تقلبات حادة كان يغلب عليها الطابع السلبي حتى ان التضخم سجل أدنى مستوى له في عام 2009 مستقراً عند مستوى سالب 1.3 في المائة عام 2009. بالإضافة الى التضخم السالب، يواجه اليابان مشكلة الشيخوخة السكانية (Population Ageing) حيث يشهد عدد السكان المتقاعدين نمواً مضطرباً مع عجز ملحوظ في قوة العمل، بالإضافة الى التوسع في نفقات الرعاية الاجتماعية وهو ما يؤدي دائماً إلى الضغط على مستويات الأسعار لتتجه نحو الانخفاض³⁷.

في هذا الصدد، تبنت الحكومة اليابانية برئاسة رئيس الوزراء الياباني "شينزو آبي" برنامجاً للتحفيز الاقتصادي أطلق عليه أسم "أبي نوميك" لتحفيز الاقتصاد الياباني في ديسمبر 2012. يركز البرنامج على ثلاث محاور رئيسة تستهدف تحقيق النمو الاقتصادي الشامل من خلال سياسات نقدية ومالية تقييدية. في محور السياسة النقدية، أعلن بنك اليابان عن إطار جديد للسياسة النقدية باستهداف معدل تضخم في حدود 2 في المائة مقياساً بمعدل التغير السنوي للرقم القياسي للمستهلك وذلك بهدف انتشال الاقتصاد الياباني من الانكماش على مدى عقدين من الزمان.

يمثل هدف الاستقرار السعري أن يكون معدل التضخم المستهدف متنسقاً تماماً مع مستوى الأسعار السائدة في الاقتصاد. على الرغم من ذلك، هناك انتقادات واسعة بناءً على دراسات تطبيقية ونظرية قللت من احتمالية قدرة البنك المركزي الياباني على تحقيق التضخم المستهدف بنحو 2 في المائة، خصوصاً بعد اتخاذ الحكومة سياسات مالية لتحجيم الاستهلاك³⁸ وسعي الحكومة اليابانية إلى تمويل عجز الموازنة العامة للدولة من خلال زيادة ضرائب الاستهلاك في أعقاب زيادة الانفاق العام لإصلاح ما دمره إعصار تسونامي عام 2011.

³⁷ Yoshino, and others (2014), "Three Arrows of "Abenomics" and the Structural Reform of Japan: Inflation Targeting Policy of the Central Bank, Fiscal Consolidation, and Growth Strategy", Asian Development Bank.

³⁸ IMF Paper (2019), Rahul Anand, Gee Hee Hong and Yaroslav Hul, Achieving the Bank of Japan's Inflation Target.

الشكل (3)
متوسط معدل التضخم في اليابان (1980-2019)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

يتخذ بنك اليابان قرار تنفيذ السياسة النقدية من خلال التحكم في أسعار الفائدة الاسمية والأدوات التشغيلية للسياسة النقدية، حيث يقرر مجلس السياسات النقدية (Policy Council) موقف السياسة النقدية وذلك خلال اجتماعات السياسة النقدية³⁹ (Monetary Policy Meetings)، وكان بنك اليابان في السابق وتحديداً قبل عام 1998 يعاني من بعض التدخلات إلا أنه وبعد مراجعة قانون البنك المركزي لسنة 1998، أصبحت هناك محدودية في التدخلات الحكومية التي كانت تشمل ضرورة موافقة وزارة المالية على ميزانية المصروفات والإيرادات الخاصة بالبنك⁴⁰.

تشيلي

شهدت تشيلي خلال النصف الثاني من القرن العشرين تقلبات على صعيد المستوى العام للأسعار وسعر الصرف نتيجة لعدم التناغم والتنسيق في سياسات سياسات الاقتصاد الكلي، إلا أن الارتفاع الكبير في معدلات التضخم كان أكثر المشاكل الاقتصادية التي تؤرق الحكومة التشيلية لعقود من الزمان خصوصاً عندما بلغ التضخم معدلات مرتفعة في منتصف السبعينات نتيجة التمويل

³⁹ The Bank of Japan (2019), Monetary Policy Stance.

⁴⁰ صندوق النقد العربي (2019)، موجز سياسات، "استقلالية البنوك المركزية"، العدد السادس، سبتمبر 2019.

التضخمي "التضخم المفرط" لعجز الموازنة. بدأت الحكومة في تقييد سياساتها النقدية والمالية مصحوبة بالانضباط في التنفيذ في ظل برنامج إصلاح طويل الأجل، إلا أن النتيجة كانت غير مرضية في التنفيذ نتيجة لعدد من الأسباب من ضمنها الصدمات الخارجية، صياغة التوقعات التضخمية بطريقة غير ممنهجة بالإضافة إلى الهيمنة المالية⁴¹.

كخطوة أولى لتحقيق معدلات تضخم منخفضة، نال البنك المركزي التشيلي الاستقلالية في عام 1989. أعقب ذلك حدوث تقدم خلال الفترة التي أعقبت استقلالية البنك المركزي حيث صُممت عدد من البرامج الاقتصادية لمكافحة التضخم، فضلاً عن تركيز هدف البنك المركزي على تحقيق استقرار الأسعار المحلية، حيث تبني البنك المركزي تدريجياً استهداف التضخم في عام 1999 من خلال معدل تضخم مستهدف 3 في المائة بهامش تقلب بحدود 1 في المائة. أدى ذلك إلى تراجع معدل التضخم من 20 في المائة في بداية المرحلة إلى 3 في المائة بنهايتها كما ارتفع معدل نمو الناتج بشكل ملحوظ ليصل إلى أعلى من 8 في المائة سنوياً خلال الفترة من 1991 وحتى عام 1997 ليماثل معدل النمو المسجل في دول النمرور الآسيوية خلال تلك المرحلة وذلك قبل أن يتراجع في عام 1998 إلى 3.4 في المائة ويسجل انكماشاً بنحو 2.9 في المائة خلال النصف الأول من عام 1999.

اعتمدت السلطات النقدية على تنفيذ عدد من الإجراءات في إطار التبني الفعلي لسياسة استهداف التضخم يكمن أبرزها في تعويم سعر الصرف، وتعميق أسواق مشتقات الصرف الأجنبي، وتحرير الحساب الرأسمالي لميزان المدفوعات. أدت هذه الإجراءات إلى توفير المناخ الملائم لاستهداف التضخم مما مكن السلطات النقدية من الحد من ارتفاع معدلات التضخم والحفاظ على استقراره. ما يجدر ذكره، أن دول أمريكا اللاتينية بالأخص البرازيل وتشيلي قد تمكنا من السيطرة على معدلات التضخم إلى حد بعيد نتيجة لعدد من العوامل منها:⁴²

- التناغم والانسجام التام بين القيادة السياسية والنقدية بشأن ضرورة تطبيق سياسة استهداف التضخم بغرض تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي.

⁴¹Felipe G. Morande (2002), "a Decade of Inflation Targeting in Chile: Development, Lessons, and Challenges, Central Bank of Chile.

⁴² شوقي جباري، وحزمة العوادي (2014)، "سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وشيلي، وتركيا" كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر.

- تزايد درجة الوعي لدى السلطات السياسية والنقدية بأهمية تحقيق الاستقرار السعري بعد التكاليف الباهظة التي تكبدتها هذه الدول نتيجة ممارستها سياسة التمويل التضخمي.
- انتهاج هذه الدول إصلاحات اقتصادية قادت إلى التحول نحو اقتصاد السوق وبالتالي التأثير إيجاباً في أداء الاقتصاد الكلي وتخفيض معدلات التضخم.

تشير تجربة شيلي إلى أن استراتيجية استهداف التضخم مكنت البنك المركزي وعبر فترات زمنية متدرجة وعبر التجربة والخطأ في تنفيذ السياسة من خفض التضخم عندما يصل لمستويات مرتفعة تفوق 20 في المائة. ساهم عدم وجود عجز مالي ضخم في أعقاب تلك الفترة ووجود إطار تشريعي موثي داعم لاستقلالية البنك المركزي في نجاح تنفيذ استراتيجية استهداف التضخم. حيث حازت النتائج الجيدة التي حققها بنك تشيلي المركزي إبان تبنيه سياسة استهداف التضخم على إعجاب المؤسسات الدولية والباحثين حيث تمكن البنك المركزي من النزول بمعدلات التضخم السنوي من 30 في المائة عام 1990 إلى حوالي 3 في المائة في نهاية عام 1999.

شكل رقم (4)

معدل التضخم في شيلي (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

رغم ذلك توضح الدراسات أن استراتيجية استهداف التضخم المطبقة بشيلي لم تكن كاملة على الرغم من نجاحها في تحقيق أهدافها الموضوعية حيث لم تتضمن تلك الاستراتيجية إصدار الدوريات الخاصة بالتضخم أو توقعات مستقبلية لمعدلات التضخم ومساره المستقبلي.

البرازيل

قبل أن تلجأ البرازيل الى تبني سياسة استهداف التضخم وتحديداً في الفترة (1994 – 1998)، كان سعر الصرف هو المرتكز الأساسي للسياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وبدأ البنك المركزي في ذلك الوقت في تقييد سياساته النقدية من خلال رفع أسعار الفائدة الاسمية للمحافظة على سياسة سعر الصرف الثابت والحفاظ على ثباته ضمن الحدود المسموحة، كما لجأت الحكومة البرازيلية أيضاً إلى سياسات الخصخصة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية. على الرغم من سعي البنك المركزي إلى تخفيض معدلات التضخم عن طريق أثر انتقال رفع قيمة العملة الوطنية إلى الأسعار المحلية، إلا أن الآثار الجانبية لسعر الصرف كانت أقوى من الأثر على معدلات التضخم حيث أدى ارتفاع سعر الصرف إلى زيادة العجز في الميزان الجاري لميزان المدفوعات وزيادة معدلات الدين. هذه الاختلالات دفعت الحكومة الى تنفيذ استراتيجية استقرار الاقتصاد الكلي للاستمرار في جذب رؤوس الأموال.⁴³

تبنى البنك المركزي البرازيلي سياسة استهداف التضخم في عام 1999 مستهدفاً تحقيق معدل تضخم بحدود واحد في المائة خلال ثلاث سنوات حيث أعلن البنك المركزي وقتها عزمه تطبيق سياسة استهداف التضخم بشكل كامل يماثل ذلك المطبق بالدول المتقدمة بما يشمل إصدار تقارير للتضخم وتوقعاته المستقبلية، وعلى الرغم من ذلك فهناك شكوك بصدد جدوى استراتيجية استهداف التضخم البرازيلية رغم نجاحها في خفض التضخم لمستويات تقل عن 10 في المائة على ضوء المشكلات المالية الحادة التي تحيط بالاقتصاد البرازيلي. واعتمد البنك المركزي في سياسته هذه على مجموعة من النماذج الاقتصادية الكلية ذات الصلة بالسياسة النقدية مع الأخذ في الاعتبار عدد من المتغيرات مثل فجوة الناتج، وسعر الفائدة الحقيقي، وصدّامات الطلب، وخصخصة الشركات العامة،

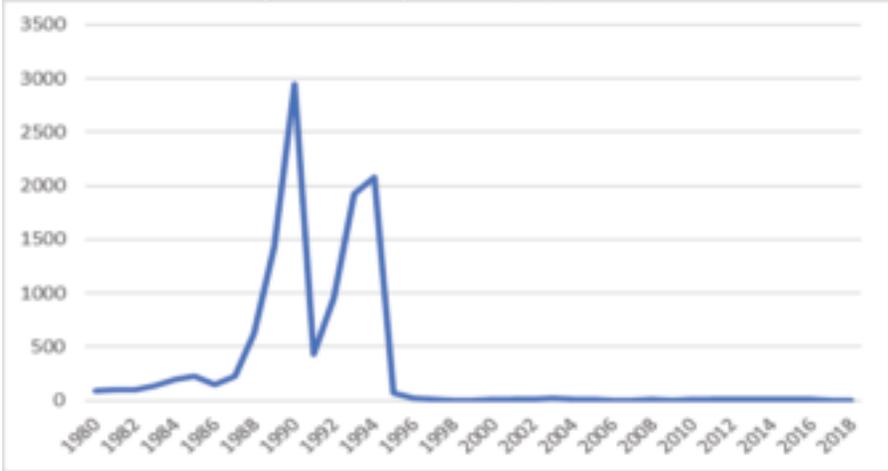
⁴³ Nelson H. Barbosa-Filho (2008), Inflation targeting in Brazil: 1999–2006, Institute of Economics, Federal University of Rio de Janeiro, Brazil.

وتحرير التجارة. استهدف البنك المركزي تحقيق معدل للتضخم في حدود 4.5 في المائة مع هامش مسموح به في حدود اثنين في المائة صعوداً وهبوطاً.⁴⁴

تميزت بداية فترة تطبيق سياسة التضخم المستهدف في البرازيل بانخفاض قيمة العملة المحلية ثلاث مرات بنسب بلغت 48 في المائة و18.5 في المائة و53.2 في المائة في عام 1999 و2001 و2002 على التوالي. أرجع عدد من الاقتصاديين الانخفاضات المسجلة في قيمة العملة إلى التوقعات التقديرية السلبية الكبيرة التي صاحبت فترة ما قبل تعويم العملة البرازيلية، أما فترة ما بعد التعويم فقد بدأ الانتقال التدريجي لسعر الصرف نحو السعر التوازني في آخر عامين عليه أصبح الأثر المحتمل والفعلي للتضخم الأكثر حدة هو مواكبته للفترة التي انهارت فيها قيمة العملة المحلية.

يرجع نجاح سياسة التضخم المستهدف إلى التحسن الكبير الذي تحقق في مجال زيادة شفافية السياسة النقدية، وتلاشي المخاوف الأولية المرتبطة بمخاطر الهيمنة المالية الناتجة عن تحرير سعر الصرف، بالإضافة إلى انضباط السياسة المالية بما يتلاءم ومتطلبات النظام الجديد.

شكل رقم (5)
متوسط معدل التضخم في البرازيل (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

⁴⁴ Banco Central Do Brazil, Inflation Targeting.
<https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/Inflationtargeting>

تركيا

بدء البنك المركزي التركي خطوات التحول التدريجي إلى سياسة استهداف التضخم في عام 2002 في أعقاب نيله الاستقلالية التامة عن السلطة السياسية. في هذا الشأن، مُنح البنك المركزي صلاحيات أوسع من ذي قبل تمثلت في إعادة هيكلة البنك المركزي وتوسيع نشاطه وأصبح هدفه الرئيسي المحافظة على الاستقرار السعري بالإضافة إلى منحه حق التدخل للمحافظة على تذبذبات سعر الصرف. من ضمن أسباب نجاح سياسة التضخم في تركيا نذكر ما يلي⁴⁵:

- استقلالية البنك المركزي إذا استطاعت تركيا ومن خلال القانون زيادة درجة استقلالية البنك المركزي وإدخال تعديلات على قانون البنك المركزي وتمكينه من التغلب على الهيمنة المالية.
- تبني البنك المركزي لهدف وحيد تمثل في استقرار الأسعار وإعطاء هذا الهدف أولوية أولى بالتوازي مع زيادة مرونة سعر الصرف.
- تحسن سياسة الاتصال وشفافية المعلومات، وتطوير أدوات وطرق جديدة للتنبؤ بالتضخم حيث قام البنك المركزي بتصميم عدد من النماذج لتشخيص وضع الاقتصاد التركي إلى جانب إصدار تقارير شهرية دورية، وتقارير خاصة بسوق النقد الأجنبي والسياسة النقدية وكان لهذه الشفافية الجديدة آثار إيجابية في زيادة ثقة المتعاملين بالسوق.

الجدير بالذكر أن الإجراءات سابقة الذكر التي اتخذها البنك المركزي خلال الفترة (2001-2005)، كان هدفها تخفيض معدلات التضخم وتوفير أرضية صلبة لمرحلة أكثر صرامة في تبني سياسة استهداف التضخم التي تم اعتمادها رسمياً في عام 2006 وتم استهداف معدل تضخم بحدود 5 في المائة في عام 2006، و4 في المائة في عامي 2007 و2008، وتم اتخاذ الإجراءات الآتية:⁴⁶

- اختيار مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك لقياس التضخم باعتباره المؤشر الذي يتمتع بسهولة ومرونة في القراءة لدى الجمهور، بالإضافة إلى القدرة الجيدة على قياس تكلفة المعيشة.

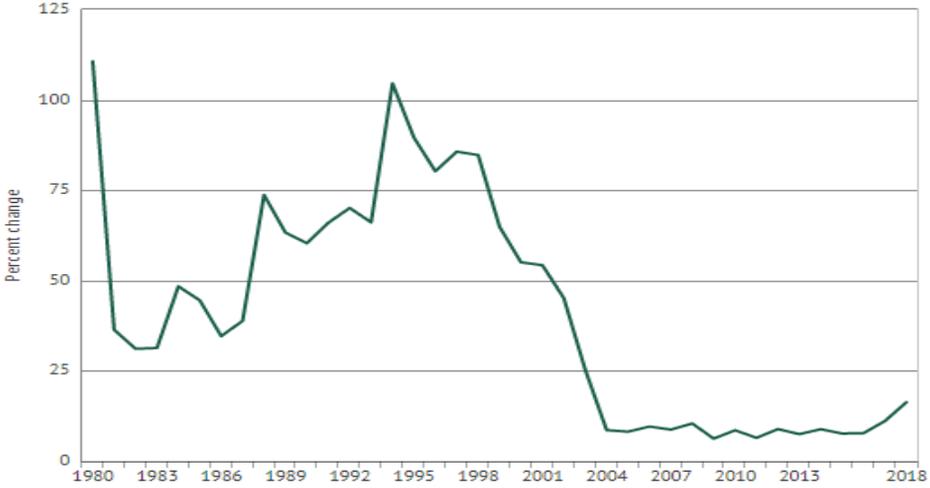
⁴⁵ د. رجاء عزيز بندر، "استهداف التضخم: دراسة لتجارب بلدان نامية في السياسة النقدية"، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، قسم الاقتصاد الكلي والسياسة النقدية.

⁴⁶ Central Bank of Turkey (2019), <https://www.tcmb.gov.tr>

- تحديد نطاق السماح بتقلب معدل التضخم الفعلي في حدود (+/-) 2 في المائة) مقارنة بالمعدل المستهدف.
- تم تحديد الأفق الزمني لبلوغ معدل التضخم قيمته المستهدفة بما يعكس تحديداً زمنياً للسرعة اللازمة للتدخل لمعالجة الاختلال عند وقوعه.

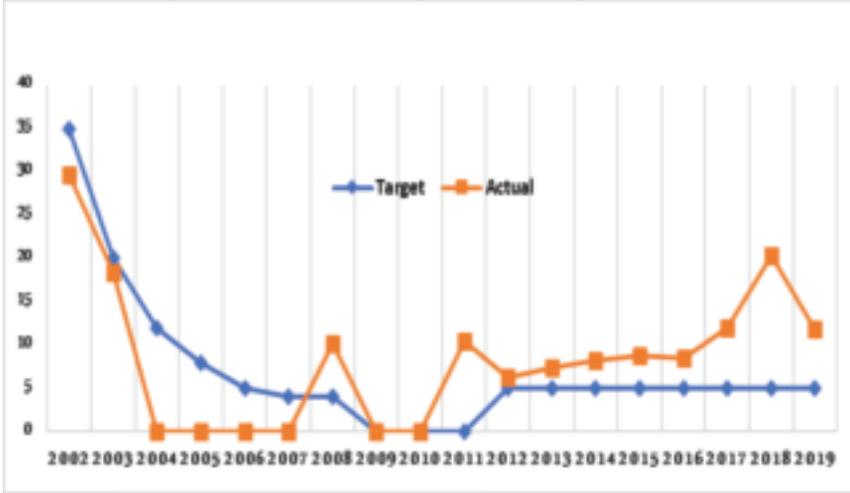
رغم الظروف الصعبة التي تمثلت في تباطؤ معدلات نمو الاقتصاد العالمي لا سيما في أعقاب الأزمة المالية العالمية، مكنت الإجراءات سابقة الذكر البنك المركزي من تنفيذ سياسة استهداف التضخم. كما أن كثرة الازمات لعبت دوراً لا يُستهان به في إكساب البنك المركزي التركي خبرةً واسعةً حيث عمد إلى التدخل كلما دعت الضرورة من خلال الإعلان عن عمليات شراء معلنة في السوق بغرض امتصاص الفائض الناتج عن تدفق العملة الأجنبية ومن ثم الحد من حجم التقلبات الكبيرة التي قد تصيب سعر الصرف.

شكل رقم (6)
معدل التضخم في تركيا (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

شكل رقم (7)
معدل التضخم الفعلي والمستهدف في تركيا (2002 – 2019)



Source: Central Bank of Turkey, 2019.

اندونيسيا

شهد الاقتصاد الاندونيسي معدلات منخفضة ومستقرة نسبياً من التضخم بعد اتباع البنك المركزي سياسة استهداف التضخم في يوليو 2005 مع حرص على كسب ثقة المتعاملين في السوق من القطاع الخاص والأفراد، إلا أن التحديات التي واجهت البنك المركزي في هذا الشأن بعد الازمة المالية العالمية خضعت إلى نقاشات مستفيضة من جانب صناعات السياسات النقدية بهدف ضرورة تحقيق الاستقرار الاقتصادي⁴⁷.

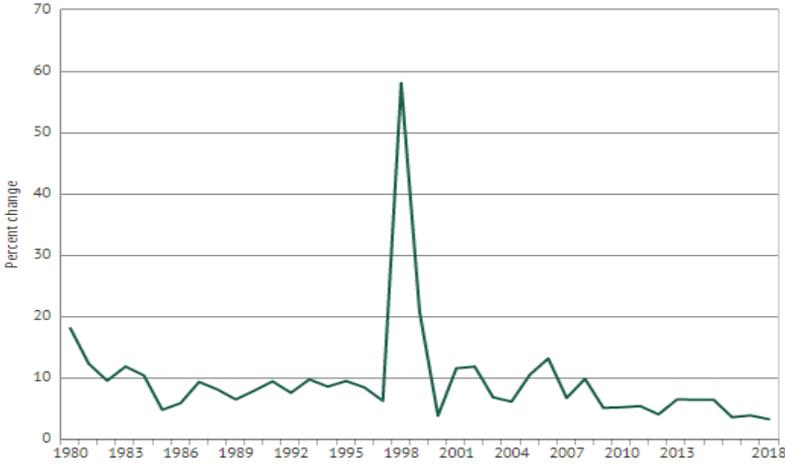
تبني البنك المركزي استهداف التضخم كإطار عام للسياسة النقدية بناءً على مقتضيات قانون البنك المركزي الاندونيسي ووفقاً لاتفاقية التفاهم بين البنك المركزي والسلطات السياسية. عملياً وقبل إصدار قانون البنك المركزي رقم 23 لسنة 1999 كانت السلطات النقدية تستهدف معدلات محددة للتضخم، إلا أن عملية الاستهداف أصبحت رسمية بعد صدور القانون الذي ضمن للبنك المركزي الاستقلالية الكاملة بما يعزز مصداقية البنك المركزي. كما يحرص

⁴⁷ Hendra (2006), Inflation mechanisms, expectations and monetary policy in Indonesia, Deputy Governor, Bank Indonesia.

البنك المركزي على نشر معدلات الفائدة المستهدفة في الموقع الإلكتروني للبنك بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية الأخرى للسلطات الحكومية ذات الصلة مثل وزارة المالية.

تم اعتماد ثلاث سنوات كأفق زمني لتطبيق سياسة التضخم المستهدف بناءً على مرسوم دستوري وقع عليه وزير المالية بحيث يتم استهداف تضخم في حدود 4 في المائة لعامي 2016 و2017، و3.5 في المائة لعام 2018 مع حدود مسموح بها (+/- 1 في المائة). هذه المعدلات تم اعتمادها من البنك المركزي كسقف متوقع من قبل قطاع الاعمال والأسر لبناء توقعاتهم المستقبلية وفقاً لهذه المعدلات للمساهمة في تخفيض معدلات التضخم للحدود المسموح بها. التزم كل من البنك المركزي والحكومة الاندونيسية بتحقيق المعدل المستهدف من خلال أدوات السياسة النقدية وبدعم من السياسة المالية⁴⁸.

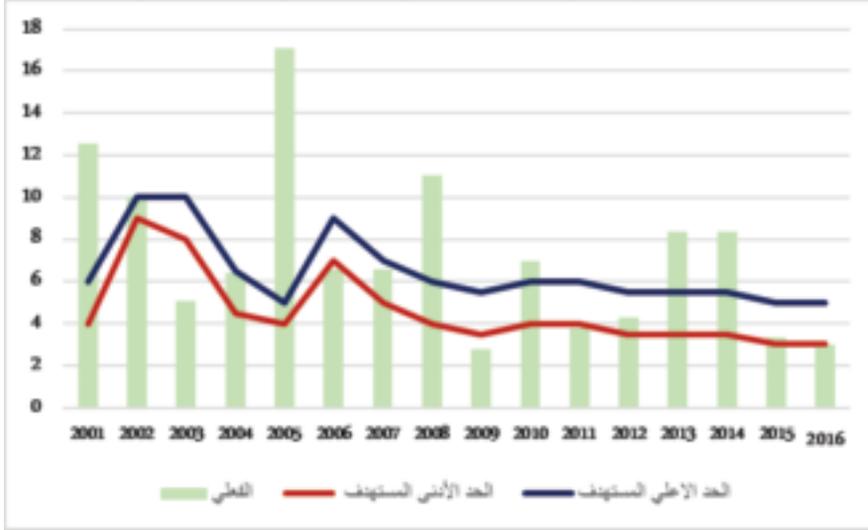
شكل رقم (8)
معدل التضخم في اندونيسيا (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

⁴⁸ Bank of Indonesia & Ministry of Finance (MoF) (2019) Decree for the 2016, 2017, 2018 inflation target

شكل رقم (9)
متوسط معدل التضخم الفعلي والمستهدف في اندونيسيا (2001-2016)



Source: Central Bank of Indonesia (2019),
<https://www.bi.go.id/en/moneter/inflasi/bi-dan-inflasi/Contents/Penetapan.aspx>

غانا

تُعتبر غانا ثاني دولة أفريقية بعد جنوب أفريقيا تتبنى سياسة استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية والتي أعلنتها مصرف غانا المركزي رسمياً في عام 2007. تم في إطار هذه السياسة استهداف معدل للتضخم يبلغ 8.5 في المائة مع هامش للتقلبات في حدود 2 في المائة صعوداً وهبوطاً⁴⁹.

يحرص البنك المركزي على أن يكون ضمان الاستقرار السعري هو هدفه الرئيسي مدعوماً بالأهداف الأخرى للسياسة النقدية كالنمو الاقتصادي، وتخفيض معدلات البطالة. في هذا السياق، يقوم البنك المركزي بتنقيح التضخم المستهدف سنوياً وتضمينه في بيان الموازنة العامة لكل سنة مالية ما يشير إلى التنسيق المشترك بين السلطات النقدية والمالية في استهداف معدل التضخم في الأجل القصير.

⁴⁹ Central Bank of Ghana (2018)

على الرغم من أن البنك المركزي غير ملزماً بموجب القانون بشرح التطورات لوزارة المالية أو البرلمان في حال وجود انحراف ملحوظ في تحقيق المستهدف، يجوز استدعاء محافظ البنك المركزي لشرح الأسباب الموضوعية لهذا الانحراف⁵⁰. يعتبر الانحراف عن المستهدف وارداً في كل الأحوال في ظل عدم اليقينية والصدمات التي يمكن أن يتعرض لها جانبي العرض والطلب في الاقتصاد، بالتالي تتحمل السلطات النقدية (لجنة السياسة النقدية) مسؤولية التحكم في أسعار الفائدة الإسمية بما يضمن إعادة معدلات التضخم إلى المسار الصحيح في غضون فترة زمنية معقولة دون الإخلال بالاستقرار الكلي.

من جانب آخر، يتمتع مصرف غانا المركزي بدرجة عالية من الشفافية حيث يعقب اجتماعات لجنة السياسة النقدية التي تجتمع كل شهرين مؤتمر صحفي لإعلان التضخم المستهدف، وتتاح مجموعة واسعة من التقارير الاقتصادية على الموقع الإلكتروني في غضون أسبوعين من الإعلان عن قرار سعر الفائدة⁵¹.

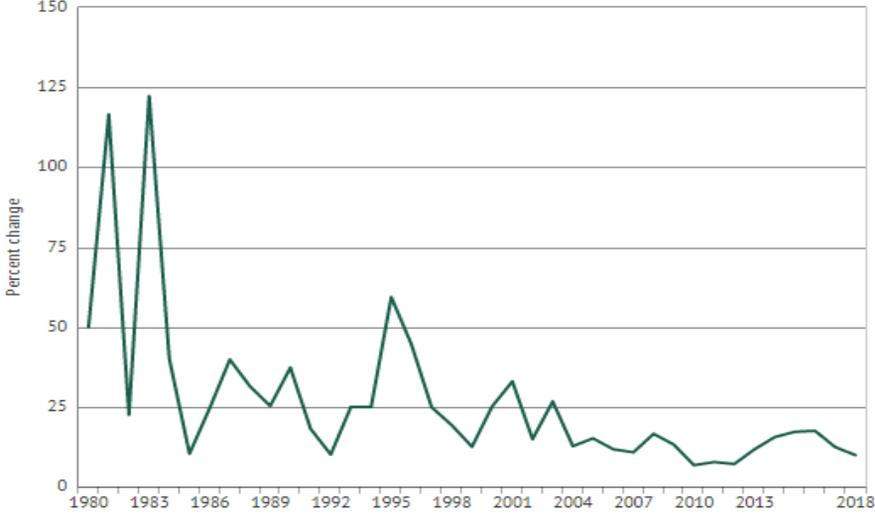
في هذا الإطار، اهتمت عدد من الدراسات بقياس أثر استهداف التضخم على المتغيرات الاقتصادية. أظهرت النتائج وجود تباين في متغيرات الاقتصاد الكلي في غانا بين الفترات السابقة واللاحقة لاستهداف التضخم، حيث شهدت الفترة اللاحقة لاعتماد هذا الإطار انخفاضاً كبيراً في معدل التضخم نتيجة لانخفاض معدل نمو عرض النقود مما ساهم بقدر كبير في تحقيق معدلات نمو اقتصادي شاملة ومستدامة، غير أن الأثر لم يكن كما كان متوقفاً على قيمة العملة الوطنية حيث شهدت أسعار الصرف تقلبات حادة، بيد أن الدراسات أكدت أهمية مواصلة السعي في تبني هذه السياسة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.⁵²

⁵⁰ IMF country report (2018), Ghana.

⁵¹ Bank of Ghana (2019), Monetary Policy Framework.

⁵² Fosu, N.K. (2015), Inflation Targeting: The Ghanaian Experience, University of Ghana.

شكل رقم (10)
معدل التضخم في غانا (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

جنوب أفريقيا

يستهدف بنك الاحتياطي الفيدرالي لجنوب أفريقيا (South Africa Reserve Bank (SARB)) تحقيق الاستقرار السعري كهدف رئيس، لأن السياسة النقدية لا يمكنها التأثير مباشرة على هدف النمو الاقتصادي وتحقيق معدلات منخفضة للبطالة على المدى الطويل. بيد أن السياسة النقدية يمكنها أن تساهم في تهيئة بيئة مالية مستقرة، تفي بشرط تحقيق التنمية الاقتصادية⁵³.

يهدف الإطار العام للسياسة النقدية في جنوب أفريقيا إلى تحقيق استقرار الأسعار والحفاظ عليه لصالح التنمية المستدامة والنمو الشامل مما يساهم في التقليل من عدم اليقين في الاقتصاد وبالتالي توفير بيئة مواتية للنمو وخلق فرص العمل. علاوةً على ذلك، فإن انخفاض التضخم يساهم في حماية القوة الشرائية للفقراء وذوي الدخل المحدود. حيث يتمتع بنك الاحتياطي الفيدرالي في جنوب أفريقيا بالاستقلالية التشغيلية الكاملة في إدارة السياسة النقدية التي تتم صياغتها بواسطة لجنة السياسة النقدية التابعة للبنك الاحتياطي. تتسم السياسة النقدية بالمرونة في استهداف التضخم الأمر الذي من شأنه السماح لمعدلات التضخم أن تكون خارج

⁵³ South African Reserve Bank (2019), Inflation Targeting Framework.

النطاق المستهدف في بعض الفترات نتيجة لآثار صدمات العرض في الجولة الأولى First Round Effect وبالتالي يمكن للبنك تحديد الأفق الزمني المناسب لاستعادة التضخم إلى النطاق المستهدف. ما يجدر ذكره، ان هذه المرونة لا تعفي البنك من مسؤوليته فيما يتعلق بإعادة التضخم إلى النطاق المستهدف.

اعتمد البنك المركزي استهداف التضخم رسمياً في 23 فبراير 2000 في حدود 3 - 6 في المائة كنطاق مستهدف بحلول عام 2002، من خلال التحكم في سعر فائدة عمليات اتفاقيات إعادة الشراء (ريبو) كأداة رئيسة للسياسة النقدية. كان البنك المركزي يستخدم سياسة استهداف التضخم بصورة غير رسمية في عام 2000، وعلى الرغم من مساهمتها الملموسة في تخفيض معدلات التضخم، إلا أنها قد خلقت بعض الشكوك لدي القطاع الخاص والعائلي حول رسم السياسة النقدية للبنك الاحتياطي وبالتالي التأثير على توقعاتهم المستقبلية مما دعا السلطات النقدية إلى التنبئ الرسمي لسياسة استهداف التضخم من أجل تحسين التواصل مع الجمهور بشأن أهداف سياسته النقدية.⁵⁴

من الناحية الفنية، ما يقوم به مصرف الاحتياطي في جنوب أفريقيا في إطار سياسة استهداف التضخم هو التنبؤ أولاً بمعدلات التضخم بناءً على تغيرات أسعار الفائدة بفترات إبطاء تتراوح ما بين 12 الى 24 شهراً، ومن ثم تحديد سعر فائدة عمليات إعادة الشراء التي يمكن بمقتضاها خفض التضخم إلى النطاق المستهدف خلال سنة أو سنتين.⁵⁵

⁵⁴ Josine Uwilingiye (2010), Evaluating the Inflation Targeting Regime of South Africa, University of Pretoria.

⁵⁵ T T Mboweni, (2003). "Inflation targeting in South Africa", Governor of South African Reserve Bank.

شكل رقم (11)
معدل التضخم في جنوب أفريقيا (1980-2018)



Source: IMF- World Economic Outlook (WEO), October 2019.

استهداف التضخم: تجارب عربية

مصر 56

أعلن البنك المركزي خلال العام المالي 2003/2002 عن تغيير السياسة النقدية المتبعة والانتقال إلى تطبيق استراتيجية استهداف التضخم، استتبع ذلك صدور قانون جديد للبنك المركزي وتكوين لجنة لمتابعة السياسات النقدية بالبنك المركزي ولجنة أخرى عليا لنفس الهدف مكونة من أعضاء مجلس إدارة البنك إضافة إلى لجنة مشتركة بين أعضاء البنك المركزي والحكومة لمتابعة تنفيذ تلك الاستراتيجية. وتضمن القانون منح البنك المركزي استقلالية كاملة لتنفيذ أدوات السياسة النقدية ورقابة كاملة على البنوك ونظم المدفوعات وأكد على أهمية شفافية المعلومات.

وفق هذا الإطار يعتبر استقرار الأسعار الهدف الرئيس لهذه السياسة الذي يتقدم على غيره من الأهداف. بناءً عليه يلتزم البنك المركزي بتحقيق معدلات

⁵⁶ البنك المركزي المصري، "توجهات السياسة النقدية"، وتقرير آفاق الاقتصاد العربي (2019)، صندوق النقد العربي، مارس.

منخفضة للتضخم في المدى المتوسط بما يساهم في بناء الثقة والمحافظة على معدلات مرتفعة للاستثمار والنمو الاقتصادي، وهو ما يستلزم تبني سياسات مالية منضبطة يتم في إطارها خفض معدلات العجز المالي لضمان نجاح سياسة استهداف التضخم.

عمل البنك المركزي منذ عام 2003 على توفير المتطلبات الأساسية لنجاح سياسة استهداف التضخم وتهيئة الإطار التشغيلي للسياسة النقدية بما يتلاءم مع هذا التحول وهو ما استلزم تبني نظام "إطار أسعار الفائدة" بما يشمل سعرين للعائد لليلة واحدة أحدهما للإيداع والآخر للإقراض فيما يُعرف بنظام الكوريدور "Corridor System"، وبحيث يمثل سعر فائدة الإيداع لليلة واحدة الحد الأدنى لسعر الفائدة بالإطار، ويمثل سعر فائدة الإقراض لليلة واحدة الحد الأقصى له. ويعد هذين السعرين بمثابة الأداة الرئيسية لتنفيذ السياسة النقدية التي تستهدف سعر فائدة المعاملات بين البنوك لليلة واحدة في إطار سياسة استهداف التضخم. كما يعمل البنك المركزي المصري كذلك على استخدام عمليات السوق المفتوحة لإدارة السيولة بما يضمن تحقيق أهداف التضخم.

تتخذ لجنة السياسة النقدية القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية، وتتكون تلك اللجنة من تسعة أعضاء تتضمن محافظ البنك المركزي ونائبي المحافظ وستة أعضاء من مجلس إدارة البنك المركزي. وتنفذ قرارات اللجنة عبر مجموعة من الأدوات والإجراءات. تجتمع لجنة السياسة النقدية في الخميس الأول من كل شهر وذلك لاتخاذ قرار بشأن أسعار الفائدة وتقوم بإصدار بياناً رسمياً فور انتهاء الاجتماعات يشمل توجهات السياسة النقدية.

يرى البنك المركزي المصري أن استخدام مؤشر أسعار المستهلكين غير ملائم كمعيار لاستراتيجية استهداف التضخم وذلك لتعرضه للعديد من التقلبات الموسمية ولتضمنه لأسعار بعض السلع الأساسية التي تندرج تحت طائفة السلع الخاضعة للدعم الحكومي والذي يصل في حالة بعض السلع إلى مستوى 20 في المائة. بناءً عليه، اعتمد البنك المركزي استخدام مؤشر التضخم الأساسي Core Inflation كبديل للرقم القياسي لأسعار المستهلكين وكمعيار لسياسة استهداف التضخم.

منذ الإعلان الرسمي لتبني هذه السياسة في عام 2003، واجه الاقتصاد المصري مجموعة من الصدمات والتحديات الداخلية والخارجية التي حالت نسبياً دون نجاح هذه السياسة كان من بينها الأزمة المالية العالمية والأوضاع التي شهدتها الاقتصاد المصري في أعقاب عام 2011 والضغوطات التي شهدتها

أوضاع الموازنة العامة للدولة وما نتج عنها من ارتفاع لمستويات العجزات في الموازنة العامة للدولة والدين العام علاوة على الضغوط على قيمة العملة المحلية لتنتج نحو الانخفاض.

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي نفذته مصر بالتعاون مع صندوق النقد الدولي خلال الفترة (2016-2019) لاحتواء الاختلالات الاقتصادية على حفز النمو الاقتصادي واحتواء الضغوط التضخمية تم تبني عدد من الإجراءات لتجاوز الاختلالات الهيكلية كان من بينها تبني برامج للإصلاح الهيكلي لتحقيق الانضباط المالي وضمان استدامة الدين وحفز مستويات المعروض من السلع والخدمات، ورفع مستويات مرونة سعر صرف العملة المحلية، بما فرض ضغوطات سعرية أدت إلى ارتفاع معدل التضخم. استلزم ذلك تبني البنك المركزي المصري لسياسة نقدية تقييدية تم بمقتضاها رفع سعر فائدة السياسة النقدية من خلال عدد من جولات الرفع المتكررة التي ميزت الفترة (2016-2017).

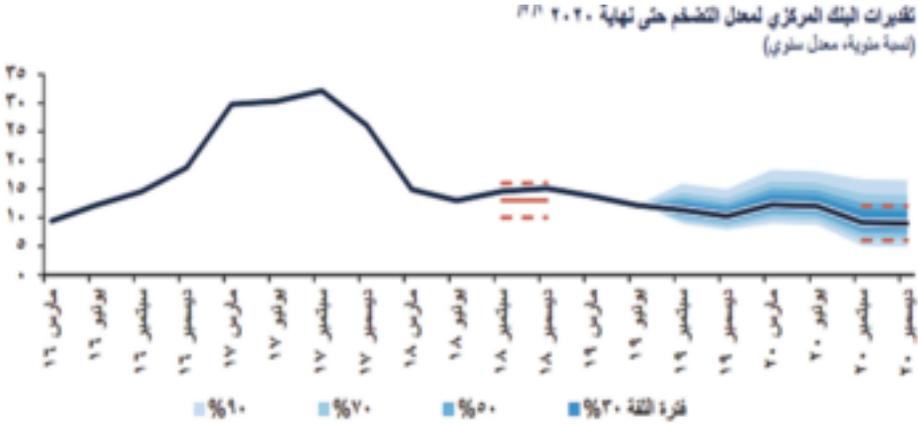
في أعقاب هذه الفترة ومع بدء تحسن مؤشرات أداء الاقتصاد المصري ولاسيما فيما يتعلق بالتوازنات الداخلية والخارجية، ركز البنك المركزي المصري على تفعيل إطار السياسة النقدية المتمثل في استهداف التضخم، حيث أعلن البنك في مايو من عام 2017 عن استهدافه معدل تضخم 13 في المائة (± 3) بنهاية عام 2018، وهو ما تمكن البنك فعلياً من بلوغه في الوقت المحدد مع تراجع معدل التضخم إلى 14.4 في المائة خلال عام 2018 مقابل نحو 30 في المائة خلال عام 2017. في نفس السياق، يستهدف البنك المركزي المصري كذلك مواصلة خفض معدل التضخم إلى 9 في المائة (± 3) خلال الربع الرابع من عام 2020.

في ظل التراجع الملموس لمعدلات التضخم، وانخفاض معدل البطالة إلى مستوى 9 في المائة بما يمثل أدنى مستوى له منذ عام 2010، وبهدف مزيد من تحفيز أداء الاقتصاد المصري ليلبغ معدلات النمو المستقبلية المستهدفة والتي تقدر بنحو 6 في المائة وتوفير المزيد من فرص العمل، شهد موقف السياسة النقدية في مصر تحولاً باتجاه تبني سياسة نقدية تيسيرية في بداية عام 2019، حيث أعلنت لجنة السياسة النقدية عن خفض سعر الفائدة الإسمي بواقع 100 نقطة أساس ويشمل ذلك خفض كل من سعر فائدة السياسة النقدية، وسعر فائدة الإيداع، والاقراض لليلة واحدة ليصل إلى 16.75 و 15.75 و 16.75 في المائة على التوالي. كما تم أيضاً خفض سعر الخصم بواقع 100 نقطة أساس ليصل إلى 16.25 في المائة.

بعد أن قررت لجنة السياسة النقدية خفض اسعار العائد الأساسية لدي البنك المركزي بواقع 100 نقطة اساس في اجتماعها المنعقد في شهر فبراير 2019، قررت اللجنة في اجتماعاتها اللاحقة أن مستويات أسعار العائد الأساسية الحالية تعد مناسبة لتحقيق معدل التضخم المستهدف والمعلن منذ ديسمبر 2018 والبالغ 9 في المائة (±3) خلال الربع الرابع لعام 2020.

من المتوقع خلال عام 2020 مواصلة البنك المركزي سعيه إلى تنفيذ عدد من الإصلاحات على صعيد السياسة النقدية بما يشمل تطوير إطار السياسة النقدية بهدف استكمال التحول الكامل إلى إطار استهداف التضخم. ويعتبر إعلان البنك المركزي ولأول مرة في تاريخه في مايو 2017 عن معدل التضخم المستهدف من أبرز الخطوات المتخذة في هذا الشأن، فضلاً عن الاهتمام بزيادة مستويات الشفافية والتواصل عبر الاهتمام بنشر عدد من الإصدارات التي تهتم بتوضيح تطورات معدل التضخم وتوجهات السياسة النقدية إضافة إلى النشر الدوري لقرارات لجنة السياسة النقدية ومبرراتها⁵⁷.

شكل رقم (12) معدل التضخم في مصر (مارس 2016-ديسمبر 2020)



المصدر: البنك المركزي المصري.
١٢ يظهر الرسم البياني تغيرات التضخم ودرجة عدم اليقين وفقاً للمعايير. ويوضح المثلث حول المسار الأساسي المقرر للتضخم النتائج المحتملة المحررت بدرجات ثقة تبدأ من 20% وتنتج إلى 25% و 20% و 10%.
١٣ ارتفاع معدل التضخم خلال الربع الثاني في مارس 2020 نتيجة تأثير فترة الأساس في شهر ديسمبر 2019، في حال غياب تدخلات العرض التي حدثت في 2018.

⁵⁷ البنك المركزي المصري، (2019) مصر. "استبيان تقرير آفاق الاقتصاد العربي: الإصدار التاسع"، أبريل.

تونس 58

قام البنك المركزي التونسي بتبني سياسة التضخم المستهدف كإطار لإدارة السياسة النقدية، بحيث يركز على الاستقرار السعري كهدف رئيسي للبنك المركزي التونسي، بحيث يستمر الإطار الزمني للسياسة العامين (مايو 2011 – مايو 2013) في إطار التعاون ما بين البنك المركزي التونسي والبنك المركزي الفرنسي.

على المستوى الفني، عمل البنك المركزي على تعزيز المهارات التحليلية والفنية للتنفيذيين في إدارة السياسة النقدية من خلال التعاون اللصيق مع بعض البنوك المركزية الأوروبية وعلى رأسها بنك فرنسا، وتلقى في هذا الصدد دعماً مالياً من الاتحاد الأوروبي بحوالي 1.1 مليون يورو.⁵⁹

يكن الهدف الأساسي للبرنامج المشترك بين البنك المركزي التونسي والبنوك المركزية الأوروبية على ضرورة توفر كل المتطلبات الأساسية لتنفيذ استراتيجية السياسة النقدية متوسطة الأجل المبنية على إطار استهداف التضخم لضمان الاستقرار السعري، وذلك من خلال برامج بناء القدرات المؤسسية وتحليل التنبؤات التي يقوم بها البنك المركزي الذي من شأنه زيادة درجة شفافية السياسة النقدية، وتعزيز ثقة البنك المركزي لدي الجمهور. بالإضافة الى ضرورة تنفيذ برامج إصلاح اقتصادي على المستوى الهيكلي، وبالأخص فيما يتعلق بالتحريز المتدرج لسعر صرف العملة الوطنية، وتحديث وتعميق سوق النقود وسوق رأس المال.

تواجه سياسة استهداف التضخم ببعض التحديات من بينها على سبيل المثال عدم تأسيس قسم مختص بالتحليل والتنبؤ داخل الإدارة المعنية بإعداد وتصميم السياسة النقدية. لمواجهة هذا التحدي، قام البنك المركزي التونسي بتطوير عدد من النماذج القياسية المتناسقة مع بعضها البعض لتقييم موقف السياسة النقدية.

تبنى البنك المركزي التونسي إستراتيجية متوسطة المدى تهدف بدرجة أساسية الى محاربة التضخم يبقى الهدف الأساسي للسياسة النقدية وهي تعتمد على الدور المحوري لتوقعات السوق واللاعبين بنجاح السياسات الاقتصادية. هذه التوقعات تؤثر على سلوكهم وبالتالي تساهم بصورة كبيرة لتحقيق اهداف السياسة النقدية.

⁵⁸ Arab Monetary Fund (2017), AMF-BIS Working Party Meeting on Monetary Policy in the Arab Region

⁵⁹ Chtourou, & Hammami (2014), International Journal of Economic Practices and Theories

ولتحقيق مستهدفات الاستراتيجية، يستخدم البنك المركزي التونسي أسعار الفائدة الاسمية (قصيرة الاجل) للتأثير على معدلات التضخم وتحريكها نحو الحدود المستهدفة، وبالتالي تفعيل وتعزيز آلية السوق في القطاع المالي للحد الأقصى.

في هذا الإطار، أطلق البنك المركزي التونسي في عام 2015 برنامج التوأمة الثاني الهادف إلى تحديث وتطوير الإطار التشغيلي للسياسة النقدية. هذا البرنامج من شأنه أن يعزز مهارات موظفي البنك المركزي ومقدراتهم على تطوير نموذج اقتصادي للتنبؤ بحجم السيولة في الاقتصاد، كما يعمل على تحديث الإطار التنظيمي الذي يدير السياسة النقدية التشغيلية، وتحديث أدوات السياسة النقدية من أجل نجاح استهداف التضخم.

في تونس، يتبنى البنك المركزي سياسة نقدية تقييدية في ظل ارتفاع معدل التضخم حيث شهد عام 2018 رفيعين لأسعار الفائدة أعقبهما رفع ثالث لسعر الفائدة خلال الربع الأول من عام 2019. من ناحية أخرى، يشهد سوق النقد الأجنبي منذ 2011 ضغوطات كبيرة نظراً لمحدودية توفر العملة الأجنبية نتيجة ارتفاع عجز الميزان التجاري الذي بلغ 3.6 مليار دولار خلال الأشهر الأحد عشر الأولى من عام 2018، مقابل 3.1 مليار دولار خلال نفس الفترة من عام 2017، ويُعزى ذلك إلى ارتفاع عجز الميزان التجاري "للطاقة" الذي شكّل 30 في المائة من إجمالي الميزان التجاري. أدى ذلك إلى تأثر مصادر السيولة بالعملة الأجنبية في سوق الصرف، وتراجع سعر صرف الدينار التونسي مقابل اليورو والدولار الأمريكي بنحو 13 في المائة و16 في المائة على التوالي.

يسعى البنك المركزي التونسي خلال الفترة القادمة إلى اتباع سياسة نقدية تكون قادرة على المساهمة في إعادة الاستقرار الاقتصادي (Macroeconomic Stabilization)، والتحكم في التوازنات الكلية من بين أهم أولوياتها احتواء العجز في الميزان الجاري أخذاً في الاعتبار تداعياته على مستوى التمويل الخارجي، واحتياطي العملة، ومؤشرات الدين وتطور سعر صرف الدينار والتضخم. بالتالي، فإن البنك المركزي التونسي، في إطار قيادته للسياسة النقدية، يسعى جاهداً إلى مجابهة الضغوط التضخمية على اختلاف مصادرها بما يتوافق مع هدفه الأساسي المتمثل في تحقيق الاستقرار السعري.

في ظل التحديات التي تواجه التوازنات الخارجية التي تشهدها تونس منذ 2011، شرع البنك المركزي التونسي في إرساء عدد من البرامج الإصلاحية التي تهدف إلى تعميق سوق الصرف المحلي للدفع بقدرته على توفير السيولة اللازمة للفاعلين الاقتصاديين، وتدعيم مساهمته في تحديد قيمة الدينار وذلك

باعتقاد نظام صرف أكثر مرونة يركز على تحديد سعر صرف الدينار باعتماد أسعار الصرف المعتمدة من طرف البنوك من خلال إرساء آلية "صانعي سوق الصرف" التي تضم أهم المصارف النشطة في سوق الصرف، علاوة على تعزيز أدوات تدخل البنك المركزي التونسي في سوق الصرف الأجنبي عبر إدراج آلية طلب العروض بالعملة الأجنبية. كما عمل البنك المركزي على تيسير شروط استخدام أدوات التغطية ضد مخاطر الصرف، وأسعار الفائدة (العقود الأجلة، والمقايضات، اتفاق السعر الأجل، خيارات الصرف).

سيتم خلال عام 2020 تركيز البنك المركزي على دعم المكتسبات التي تحققت في ظل الإصلاحات السابقة من خلال تنشيط سوق المشتقات المالية، وتعزيز دورها كمحفز لسوق الصرف. في هذا الإطار، يعمل البنك المركزي التونسي حالياً على إعداد نص قانوني لإدراج المشتقات المالية طويلة الأجل لتغطية مخاطر الصرف والفائدة كعقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات. كما يعمل البنك على إعداد إطار قانوني لهذه العمليات يتلاءم مع المعايير الدولية وتحديداً اتفاقية (ISDA) الصادرة عن (الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات)⁽⁶⁰⁾. كافة هذه الإصلاحات المُشار إليها سوف تساعد على تحقيق البنك المركزي التونسي لنجاح أكبر في استهداف التضخم.

شكل رقم (13) متوسط معدل التضخم في تونس (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019

⁶⁰ البنك المركزي التونسي، (2019) تونس. "الستبيان تقرير آفاق الاقتصاد العربي: الإصدار التاسع"، أبريل.

الجزائر 61

تبنّت الجزائر سياسة استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية في عام 2010 ليصبح ذو أهمية بالغة للمستهدفات الكمية للنقود والائتمان المصرفي والتي يمكن تفسيرها كمؤشرات وسيطة أو أهداف تشغيلية. حيث يتطلب التضخم المستهدف في الاجل المتوسط الأدوات اللازمة لتعميق الإطار التحليلي لدعم عملية صياغة السياسة النقدية وتنفيذها بأسلوب مرن بواسطة البنك المركزي.

عند إعداد وتصميم السياسة النقدية، فإن تدخلات البنك المركزي في السوق النقدي يتم تحديدها وفقاً للإطار التنظيمي للبنك والذي تم تحديثه في العام 2009، ويتعلق الإطار التنظيمي بالعمليات والأدوات والإجراءات ذات الصلة بموقف عمل السياسة النقدية عند الاخذ في الاعتبار المعايير الدولية لتدخلات البنوك المركزية.

لتحقيق اهداف السياسة النقدية المحددة بواسطة مجلس النقود والائتمان في بداية كل سنة مالية، يستخدم البنك المركزي نموذجين قياسييين، الأول لتحديد المستوى التوازني لسعر الصرف الحقيقي الفعال، والثاني نموذج التنبؤ قصير الاجل للتأثير على سوق النقود من خلال أدوات السياسة النقدية المعروفة (عمليات السوق المفتوحة، التسهيلات الائتمانية، الاحتياطي النقدي القانوني)، وذلك بهدف المراقبة الدقيقة لمعالجة التضخم وضمان تحركه في إطار المستويات المستهدفة.

شكل رقم (14)
معدل التضخم في الجزائر (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

61 Arab Monetary Fund (2017), AMF-BIS Working Party Meeting on Monetary Policy in the Arab Region

المغرب⁶²

منذ تأسيس بنك المغرب في عام 1959، خضعت السياسة النقدية لعدد من التغييرات لمواكبه التطورات الاقتصادية والعالمية والمحلية على وجه الخصوص. ومع بداية عملية الانفتاح والتحرير الاقتصادي في الثمانينات، تخلت السلطات النقدية تدريجياً عن التدخل المباشر في السوق وأجرت إصلاحات لتعزيز هذه السوق وتنويع مصادر تمويل الشركات، وعلى هذا النحو، فإن بنك المغرب بدأ التدخل في سوق المال لتنظيم السيولة المحلية.

من هذا المنظور، اعتمد البنك المركزي إطاراً تحليلياً للسياسة النقدية يماثل الإطار الكلي للسياسة النقدية في البنوك المركزية العالمية التي تتبنى سياسة استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية. بناءً عليه، شهد أداء السياسة النقدية تغييراً ملحوظاً في عام 2006 يتمثل في التحول التدريجي باتجاه استهداف التضخم. أما خلال الفترة التي سبقت عام 2006، فقد استهدفت السياسة النقدية ضمناً تحقيق الاستقرار السعري من خلال استهداف معدل نمو المعروض النقدي استناداً إلى توقعات الأسعار السائدة في السوق.

بالتالي فإن النظام الأساسي الجديد والذي أصبح نافذاً منذ العام 2006 يمنح الاستقلالية للبنك المركزي والتي تنعكس بصفه خاصه على تقليل الاعتماد على البنك المركزي لتمويل عجز الموازنة. بالإضافة إلى المرونة في تشكيل مجلس إدارة البنك المركزي المتكون من شخصيات مستقلة معترف بها لخبرتهم في التحليل الاقتصادي والمالي، وإدارة السياسة النقدية والائتمانية. وتستند قرارات المجلس عادة إلى تقييم الضغوط والمخاطر التضخمية على المدى المتوسط من خلال نظرية التوقعات التضخمية. وتقاس هذه الضغوط وفقاً لمصدرها (الداخلي أو الخارجي) وطبيعتها (القطاع الحقيقي أو النقدي).

لضمان انتقال سلس للسياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، يستخدم البنك المركزي المتوسط المرجح لأسعار الفائدة ما بين البنوك والذي يعتبر معياراً أساسياً للأسواق الأخرى، ويقوم البنك بمقارنة هذا المعدل مع التضخم المستهدف من خلال الاستجابة لاحتياجات الجهاز المصرفي عن طريق ضخ سيولة الجهاز المصرفي على مستوى اسبوعي. هناك عدد من الأسباب ساعدت على تيسير عملية انتقال آلية توجهات السياسة النقدية إلى القطاع المالي تمثلت في المصادقية التي يسعى البنك المركزي إلى تعزيزها باستمرار لضمان الشفافية في عملية

⁶² Arab Monetary Fund (2017), AMF-BIS Working Party Meeting on Monetary Policy in the Arab Region

صنع القرار، حيث يقوم البنك المركزي في هذا الصدد بنشر بياناً صحفياً عقب الاجتماعات ربع السنوية لمجلس إدارة البنك المركزي التي يُعلن فيه قرار السياسة النقدية، يعقب ذلك نشر تقرير السياسة النقدية (MPR).

يُشار إلى أن المغرب يتبنى منذ عام 2018 آلية لإصلاح سياسة الصرف من خلال التحول التدريجي إلى سياسة سعر الصرف المرن تم في إطارها توسيع نطاق تحرك سعر صرف الدرهم المغربي مقابل سلة من العملات يشكل اليورو المكون الأكبر بها عند نطاق يبلغ نحو (± 2.5) في المائة عوضاً (± 0.3) في المائة في السابق؛ وهو ما ساهم في تحسن وضعية السيولة بالنقد الأجنبي في سوق الصرف، ويتوقع على ضوءه تحقيق نجاح أكبر لبنك المغرب في استهداف التضخم.

شكل رقم (15)

متوسط معدل التضخم في المغرب (1980-2018)



Source: IMF: World Economic Outlook (WEO), October 2019.

ثلاثون عاماً على استهداف التضخم: الخلاصة والانعكاسات على صعيد السياسات

منذ تبني سياسة استهداف التضخم في بداية التسعينيات من القرن الماضي في نيوزيلندا حظيت هذه السياسة باهتمام العديد من البنوك المركزية سواء في الدول المتقدمة أو النامية. خلال الثلاثين عاماً الماضية سجلت هذه السياسة نجاحاً في بعض الدول وخاصة في الدول النامية التي شهدت ارتفاعات غير مسبوقة في مستويات التضخم ولاسيما في الدول التي نجحت في ضمان استقلالية بنوكها المركزية وتبنت إطاراً تشغيلياً للسياسة النقدية يتسم بالشفافية والمصداقية. كما ان نجاح هذه السياسة ارتباط كذلك بوجود عدد من المتطلبات الأساسية بما يشمل تبني سياسات مالية منضبطة وتبني نظاماً أكثر مرونة لأسعار الصرف.

خلال العقود الثلاث الماضية، كان بمقدور البنوك المركزية التي تتبنى سياسة استهداف التضخم تقليل معدلات التضخم من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية التقليدية وعلى رأسها أسعار الفائدة بدون أية تحديات كبيرة واجهتها في هذا الصدد. لكن مع نشوب الأزمة المالية العالمية واجهت البنوك المركزية في عدد من الاقتصادات المتقدمة تحديين أساسيين⁽⁶³⁾. تمثل الأول على مستوى أهداف البنك المركزي حيث لم يعد هدف تحقيق الاستقرار السعري من بين أولويات هذه البنوك في ظل التراجع الكبير لمعدلات التضخم خاصة في الدول المتقدمة، فيما تمثل التحدي الثاني على مستوى أدوات السياسة النقدية ذاتها مع انخفاض أسعار الفائدة إلى مستويات صفرية أو سالبة بالتالي لم يعد ممكناً التعويل على أدوات السياسة النقدية التقليدية لإدارة السياسة النقدية، وإنما تطلب الأمر تبني أدوات نقدية غير تقليدية من خلال برامج التيسير الكمي (قيام البنوك المركزية بشراء الأوراق المالية الحكومية) لحفز البنوك على منح الائتمان ودعم النمو الاقتصادي.

في خضم هذه التطورات ظهرت تساؤلات عما إذا كانت الظروف التي تيرر تبني سياسة استهداف التضخم لا تزال قائمة. في هذا السياق، يؤكد الكثيرون أن مبررات تبني البنوك المركزية لأطر استهداف التضخم لا تزال قائمة حتى الآن

⁶³ Draghi, M. (2018). "Central bank independence", First Lamfalussy Lecture by, President of the ECB, at the Banque Nationale de Belgique, Brussels, October.

رغم انخفاض مستويات التضخم وذلك لأن هذا الانخفاض في حد ذاته جاء كمحصلة لعدد من العوامل من بينها السياسات النقدية المسؤولة المتبناة في أعقاب تعزيز استقلالية عدد من البنوك المركزية على مستوى العالم التي ساهمت في اتخاذ معدلات التضخم لمنحى تنازلياً خلال الثلاثين عاماً الماضية. كما أن قرارات البنوك المركزية وسياساتها تتكامل مع باقي السياسات الاقتصادية الأخرى (السياسة المالية، السياسة الاحترازية الكلية، السياسة التجارية، وغيرها من السياسات الأخرى). بناء عليه، لا يجب في إطار التطورات الحالية التي يشهدها معدل التضخم وغياب التنسيق الفعال ما بين السياسات الاقتصادية أن يكون ذلك مبرراً للدعوات للتقليل من أهمية أطر استهداف التضخم والمطالب بالمزيد من استقلالية البنوك المركزية.

بناءً على ما سبق وفي ظل التطورات التي أسفرت عنها الأزمة المالية العالمية والتي أكدت أهمية تركيز البنوك المركزية على تحقيق هدف الاستقرار المالي جنباً إلى جنب مع هدف الاستقرار السعري ظهرت الدعوات لتبني سياسة ما يعرف باستهداف التضخم المتكامل Integrated Inflation Targeting وهي سياسة يتم بمقتضاها التنسيق والتكامل ما بين كل من أدوات السياسة النقدية وأدوات السياسة الاحترازية الكلية (Macprudential Policy) بهدف إدارة الطلب الكلي بشكل يضمن تحقيق الهدفين معاً الاستقرار السعري والمالي⁶⁴.

في هذا السياق، هناك فرصة جيدة لصناع السياسات لاستخدام السياسة النقدية في البلدان متوسطة الدخل بشكل استباقي (proactive) لمواجهة تراكم المخاطر النظامية عبر الزمن مصحوبة بعدد من أدوات السياسة الاحترازية الكلية خاصة تلك المتضمنة في إطار متطلبات بازل III مثل متطلب رأس المال المعاكس للتقلبات الدورية (countercyclical capital buffers) بهدف إدارة الطلب الكلي بشكل أكثر كفاءة وبما يدعم الاستقرار السعري والمالي. بالتالي فإن السياسة النقدية في ظل سياسة استهداف التضخم المتكامل يجب ان تتبع قاعدة محددة لا تستند فقط إلى فجوات الناتج أو التضخم وإنما أيضاً فجوات الائتمان. ففي حالات ارتفاع معدلات نمو الائتمان، يساهم الدمج ما بين سياسة رفع متطلب رأس المال، وخفض نسبة القروض للقيمة، وزيادة سعر الفائدة بشكل أفضل في احتواء المخاطر المالية.

⁶⁴ BIS and CAMLEA, (2019). "Integrated Inflation Targeting: New Perspective from Developing Countries"

على وجه التحديد، يمكن تعريف نظام استهداف التضخم المتكامل بكونه نظام مرناً (أ) يتمتع فيه البنك المركزي بتفويض واضح لضمان الاستقرار المالي؛ (ب) ويستجيب في إطاره سعر فائدة السياسة النقدية بشكل مباشر، ولكن ربما بطريقة طارئة، للنمو الائتماني السريع للغاية؛ (ج) يتم في سياق التنسيق والتكامل ما بين أدوات السياسات النقدية والسياسة الاحترازية الكلية لتحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي، لضمان حساب التفاعلات بين هذه السياسات. في الوقت نفسه، يتطلب تنفيذ نظام استهداف التضخم المتكامل إطاراً تشغيلياً دقيقاً من حيث أدوات النمذجة واستراتيجيات الاتصال من أجل تجنب الآثار السلبية على مصداقية السياسة النقدية. رغم التشابه ما بين كل من سياستي استهداف التضخم، واستهداف التضخم المتكامل يمكن القول بأن الأخيرة تستلزم توفر عدد من العناصر من أهمها⁶⁵:

1. يجب على البنك المركزي أن يأخذ في الاعتبار، التطورات الائتمانية عند تحديد القرارات المتعلقة بسعر فائدة السياسة النقدية وعند تحديد أدوات السياسة النقدية والتي يجب أن تتكامل مع أدوات السياسة الاحترازية الكلية.
 2. ينبغي أن يكون الاستقرار المالي من بين الأهداف المناط بالبنك المركزي تحقيقها.
 3. يجب على البنك المركزي استخدام أدوات السياسة الاحترازية الكلية المعاكسة للدورات كأدوات مُكملة لأدوات السياسة النقدية وبحسب طبيعة الصدمات الاقتصادية.
- يعرض الجدول التالي أبرز ملامح كل من سياسة استهداف التضخم وسياسة استهداف التضخم المتكامل.

⁶⁵ BIS and CAMLEA, ibid. (2019).

الجدول رقم (3)

سياسة استهداف التضخم المرن (IT) Flexible Inflation Targeting
واستهداف التضخم المتكامل (IIT) Integrated Inflation Targeting

استهداف التضخم المتكامل	استهداف التضخم المرن		
هدف التضخم (نقطة / مركز النطاق) باستخدام قاعدة تايلور لسعر الفائدة قصير الأجل بما يأخذ في الاعتبار أدوات السياسة الاحترازية الكلية	تبنى هدف التضخم (نقطة / مركز النطاق) باستخدام قاعدة تايلور لسعر الفائدة على المدى القصير	استقرار الأسعار استقرار الناتج	الأهداف: استقرار الاقتصاد الكلي
الدمج بين السياسة الاحترازية الكلية وسياسة سعر الصرف المرن لتقليل التقلبات	سياسة سعر الصرف المرن	الاستقرار المالي	
لجنة للسياسة النقدية	لجنة للسياسة النقدية	الاستقرار السعري	الترتيبات المؤسسية
لجنة للاستقرار المالي	جهة مناط بها السياسة الاحترازية الكلية	الاستقرار المالي	
جهة واحدة غالباً (البنك المركزي)	جهتان منفصلتان	المكان	
التنسيق	منفصلة	الأوضاع التشغيلية	
قاعدة مالية لضمان انضباط الموازنة العامة المُجمعة + صندوق استقرار (للدول المصدرة للنفط) + أدوات احترازية للدين الخاص لاسيما المُصدر بالعملة الأجنبية.	قاعدة مالية لضمان انضباط الموازنة العامة المُجمعة	السياسة المالية، استدامة الدين	السياسات المساندة

استهداف التضخم المتكامل	استهداف التضخم المرن	التدفقات الرأسمالية
انفتاح الحساب الرأسمالي، تعويم مدار، أدوات احترازية كلية لتقليل التقلبات في أسواق الصرف الأجنبي وليس لتحديد قيمة العملة	انفتاح الحساب الرأسمالي، سياسة سعر الصرف المرن	
تعزيز الاحتياطات الأجنبية وخطوط الائتمان الخارجية من المؤسسات المالية الدولية وخطوط ائتمان ثنائية / إقليمية	تعزيز الاحتياطات الأجنبية وخطوط الائتمان الخارجية من المؤسسات المالية الدولية	

Source: BIS and CAMLEA, (2019). "Integrated Inflation Targeting: New Perspective from Developing Countries".

على ضوء ما تناولته الدراسة يمكن الخروج ببعض الخلاصات والانعكاسات على صعيد السياسات فيما يتعلق بسياسة استهداف التضخم وذلك على النحو التالي:

- يساهم التطبيق الناجح لسياسة استهداف التضخم في السيطرة على التضخم وخفض تكلفة مكافحة التضخم لمستويات لا تضر بدالة الرفاهية المجتمعية، في إطار يسمح في الوقت ذاته بمراقبة التطورات في سعر الصرف، ومعالجة الصدمات المختلفة التي يتعرض لها الاقتصاد وتجاوزها دون رفع مستويات التضخم أو المساس بمستويات استقرار الأسعار.
- يساهم إطار استهداف التضخم في دعم مستويات أداء الاقتصاد الكلي من خلال دوره في تقليل التقلبات في مستويات الناتج والتضخم بشكل ملحوظ في عدد من الدول المتقدمة بعد اتجاه عدد من البنوك المركزية لتطبيق تلك الاستراتيجية، كما يساهم في السيطرة بشكل أفضل على الصدمات التضخمية غير المتوقعة وجعل مداها الزمني أقصر نسبياً في الدول النامية مقارنة بالدول التي لم تتبع ذلك الإطار.

- يستلزم تبني إطار استهداف التضخم الكامل (Full-Fledged inflation targeting) التزام البنك المركزي صراحة بالوفاء بمعدل تضخم محدد، أو التزامه بتحريك معدل التضخم في حدود معينة خلال فترة زمنية محددة، والإعلان الدوري عن مستهدفات التضخم للجمهور، ووجود ترتيبات مؤسسية لضمان مساءلة البنك المركزي عن تحقيق هذا الهدف.
- تحبذ معظم البلدان استهداف رقم فردي منخفض لمعدل التضخم Single low digit inflation target مثلما هو الحال في عدد من الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، والاتحاد الأوروبي، واليابان حيث يتم استهداف معدل للتضخم بحدود 2 في المائة.
- تركز البنوك المركزية عادة تحقيق استهداف التضخم في المدى المتوسط -عادةً على مدى عامين إلى ثلاثة أعوام- وهو ما يتيح للبنك المركزي القدرة على تبني أدوات تساعده على تحقيق الأهداف الأخرى للسياسة النقدية مع سلطة تقديرية للبنك المركزي للاستجابة للصدمات قصيرة الأجل، بالتالي يصبح البنك المركزي غير مضطراً إلى القيام بكل ما يلزم لتحقيق الأهداف على أساس كل فترة على حدة.
- يحتاج نجاح سياسة استهداف التضخم إلى وجود أسواق نقدية ومالية متطورة كي يتم من خلالها تمرير توجهات السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي. ويستلزم تبني هذه السياسة تطور أدوات السياسة النقدية وكفاءة قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي (Monetary policy transmission mechanisms).
- يعتمد نجاح استراتيجية استهداف التضخم الكامل على توفر ست مقومات أساسية وهي:
 1. عدم وجود أية محاور ارتكاز أسمية أخرى للسياسة النقدية بخلاف استهداف التضخم وهو ما يستلزم مرونة أسعار الصرف.
 2. عدم سيطرة السياسات المالية على السياسات النقدية وتمتع الحكومة بمركز مالي مستقر وضبط أوضاع الموازنات العامة.
 3. استقلالية البنك المركزي.
 4. وجود آليات كفيلة بمراقبة البنك المركزي ومسائلته عن مدى نجاحه في تحقيق الأهداف.

5. الشفافية والمصداقية في تعامل البنك المركزي مع الفاعلين الاقتصاديين.

6. وجود مؤسسات مالية متطورة وقنوات انتقال كئفة لنقل توجهات السياسة النقدية.

- رغم أن العناصر الست السابق الإشارة إليها لازمة لنجاح استراتيجية استهداف التضخم، إلا أن التجارب العملية توضح أن بعض الدول تبنت ذلك الإطار دون أن تتوافر بها بعض أو كل تلك المقومات السابقة، فعلى سبيل المثال قام بنك إنجلترا المركزي بتطبيق استراتيجية استهداف التضخم قبل أن يتمتع بالاستقلالية الكافية لتنفيذ أدوات السياسة النقدية.

- يعزز إطار استهداف التضخم من استقلالية البنك المركزي واستقلالية السياسة النقدية حيث تشير الدراسات الاقتصادية وتجارب الدول السابقة إلى أن الدول التي تتمتع بنوكها المركزية باستقلالية أكبر عادة ما تلجأ إلى تطبيق أطر استهداف أهداف التضخم. وفي بعض الأحيان تفرض استراتيجية استهداف التضخم حصول البنك المركزي على استقلالية معلنة في تحقيق الأهداف وتنفيذ السياسات النقدية ذات الصلة.

- يعمق التنفيذ المتدرج لهذا الإطار من مستويات مصداقية البنك المركزي عن طريق تأكيده على أهمية التواصل الدوري ما بين البنك المركزي والفاعلين الاقتصاديين لتحقيق هدف واحد يهتم المجتمع بأكمله وخلق قنوات اتصال كئفة وذلك بخلاف النماذج الأخرى للسياسة النقدية التي قد لا تتطلب توافر ذلك القدر من التفاعل بين البنك المركزي والفاعلين الاقتصاديين.

- تواجه أطر استهداف أهداف التضخم التي تتعامل مع مستويات مرتفعة للغاية من التضخم الكثير من التحديات بالنسبة لصانعي السياسات ويكون من الصعب فيها وضع وإعلان مستويات وأهداف سنوية للتضخم يمكن تحقيقها على ضوء ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة، وتراجع مستويات الثقة في السياسات، ذلك بخلاف أطر استهداف التضخم التي تلجأ إليها غالباً الدول التي تتميز بمستويات منخفضة من التضخم بهدف التحول لمستويات أكثر استقراراً للتضخم.

- تستخدم العديد من البنوك المركزية الأخرى الرقم القياسي لأسعار المستهلكين غير المتضمن لأسعار المواد الغذائية والطاقة التي تتأثر

سريعاً بصدمات العرض وهو ما يعرف بالتضخم الأساسي (Core Inflation)، كأساس لاستهداف التضخم وهو ما يُمكن البنك المركزي من التحديد الدقيق لمكونات التضخم التي يسهل على البنك المركزي التأثير عليها من خلال سياسته النقدية ومن أبرزها مكون التضخم المدفوع بعوامل جذب الطلب Demand pull inflation.

- يواجه صانعي السياسات عند تصميم استراتيجية استهداف التضخم بمجموعة من التحديات تتمثل أهمها في:

1. تحديد المدى الزمني الملائم لتحقيق الأهداف.
2. آلية الانتقال من مسارات أعلى إلى مسارات أقل للتضخم.
3. تحديد ماهية الجهات المُناط بها وضع الأهداف التضخمية على المدى المتوسط.
4. كفاءة التحكم في تقلبات أسعار الصرف أثناء تنفيذ استراتيجية استهداف التضخم.
5. المفاضلة بين خيارَي تبني معدل مستهدف محدد للتضخم، أم مسارات مستقرة للأسعار تتحرك في حدودها معدلات التضخم.

- عادة ما يصعب على صانعي السياسات النقدية تحقيق الأهداف المتضمنة باستراتيجية استهداف التضخم في حالة اختيار مدى زمني ضيق لبلوغ تلك الأهداف واختيار نطاق محدود للأهداف التضخمية. كما تخلق عادة الأهداف التضخمية الضيقة مشكلتين رئيسيتين تتمثلان في صعوبة السيطرة على مستويات التضخم في المدى الزمني المحدد، والتخبط في استخدام الأدوات النقدية لخوف البنك المركزي من عدم إدراك الهدف الموضوع في الوقت المحدد. بالتالي يكون من الأفضل بالنسبة لصناع السياسات تضمين نموذج استهداف التضخم بعض المسارات للإخفاق في تهديد الهدف أو شروط للتهرب (Escape clauses) وفقاً لبعض السيناريوهات الاقتصادية المتوقعة وغير المتوقعة. علاوة على استهداف "التضخم الأساسي" Core inflation عوضاً عن استهداف التضخم الكلي (Head line inflation)، وتوسيع المدى الزمني لنطاق أهداف التضخم، إضافة إلى وضع أهداف تضخمية لعدة سنوات متلاحقة وليس هدف محدد لمرحلة زمنية واحدة.

- أهمية التفرقة بين استقلالية الهدف المتضمن باستراتيجية استهداف التضخم، واستقلالية الأدوات النقدية المستخدمة لتحقيق ذلك الهدف. ففي حين هناك أهمية لتمتع البنك المركزي باستقلالية في استخدام أدوات السياسة النقدية المستخدمة لتجنب الضغوط السياسية التي تفرضها الحكومة والمؤسسات، فإن الأمر يختلف كثيراً فيما يتعلق باستقلالية الهدف الموضوع الذي لا يجب أن يناط بالبنك المركزي وحده مهمة تحديده لكونه يهم كافة شرائح الفاعلين الاقتصاديين، ولذا لا بد من إشراك الحكومة وعدد من الفاعلين الاقتصاديين الآخرين في تحديد الهدف المستهدف للتضخم
- تؤثر التغييرات في أسعار الصرف بشكل كبير على أطر استهداف التضخم المتبعة من قبل البنك المركزي وبخاصة في حالات الاقتصادات الصغيرة المفتوحة على العالم الخارجي، فتخفيض سعر الصرف يولد ضغوطاً تضخمية متزايدة على الاقتصاد نتيجة ارتفاع أسعار الواردات وارتفاع أسعار السلع المحلية نتيجة زيادة الطلب على الصادرات، وهو ما يضع المزيد من الأعباء على عاتق صانعي السياسات بالبنك المركزي ويحول دون تنفيذ أطر استهداف التضخم بنجاح.
- تميز استراتيجية استهداف التضخم بخمسة مزايا رئيسية لا يوفرها اعتماد السياسة النقدية على سعر الصرف الثابت كمحور ارتكاز اسمي وهي:
 1. تجاوب السياسة النقدية بشكل أفضل مع الصدمات الاقتصادية المختلفة.
 2. بعكس استهداف المتغيرات النقدية الكلية لا يستلزم نجاح استراتيجية استهداف التضخم وجود علاقة ثابتة بين عرض النقود والتضخم حيث تعتمد تلك الاستراتيجية فقط على المعلومات المتوافرة لتحديد أدوات السياسة النقدية الأكثر ملائمة للتأثير على مستويات الأسعار.
 3. سهولة استيعابها من قبل عامة الشعب والتفاعل مع البنك المركزي لإنجاحها.

4. تُمكن الاهداف الرقمية الموضوعة للتضخم وفق هذا الإطار من محاسبة البنك المركزي ومسائلته عن مدى ملائمة السياسات النقدية المتبعة.

5. يجنب ذلك الإطار البنك المركزي مخاطر تدخل الحكومة في سياسات البنك لفرص سياسات نقدية تقييدية او توسعية ويعطي البنوك المركزية الاستقلالية الكافية التي تمكنها من تحقيق أهداف السياسة النقدية.

- من جانب آخر، تختلف تجارب الدول النامية في استهداف التضخم مقارنة بالدول المتقدمة نتيجة العوامل التالية:

1. ارتفاع معدلات التضخم وتذبذبها بشكل كبير، ما يؤدي إلى صعوبة التنبؤ بمعدل التضخم فضلاً عن تزايد احتمالات عدم تحقيق المستهدف في المستقبل.
2. تقلبات أسعار صرف العملات الوطنية ما يجبر السلطات النقدية على انتهاج سياسات للتدخل في سوق النقد الأجنبي من أجل السيطرة عليها لتفادي ارتفاع التوقعات المستقبلية للتضخم.
3. عدم فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وهو مل يُعزى ذلك إلى صغر حجم السوق النقدية والمالية ومحدودية الترابط والتنسيق بين السوقين بالإضافة إلى التدخل المباشر من قبل الدول في مجال منح الائتمان في بعض هذه الدول.
4. تحتاج عملية استهداف التضخم إلى نظام معلوماتي قوي يتيح توفر كافة المعلومات والإحصاءات بشكل شفاف، وذلك ما لا يتوفر في عدد من الدول النامية، حيث يعتبر توفر المعلومات من المدخلات الأساسية في بناء النماذج القياسية التي من شأنها التنبؤ بمعدلات التضخم أحد الصعوبات التي تواجه هذه البلدان.
5. ضرورة الالتزام التام من قبل السلطات النقدية بتوحيد الجهود حول هدف واحد يتمثل في تحقيق المعدل المستهدف، وذلك ما لا تلتزم به الدول النامية عادةً من حيث تعدد أهداف السياسة النقدية وبالتالي تشتيت جهود البنك المركزي.

6. عدم استقلالية البنوك المركزية في الدول النامية يعتبر أحد الأسباب الرئيسية في عدم نجاح سياسة التضخم المستهدف بخلاف الدول المتقدمة التي تتمتع فيها البنوك المركزية باستقلالية أكبر.

- عرفت السياسة النقدية في أعقاب الأزمة المالية العالمية تحولات ملموسة في ضوء تنامي أهمية هدف تحقيق الاستقرار المالي إلى جانب هدف تحقيق الاستقرار السعري وهو ما مهد لظهور الجيل الجديد من سياسات استهداف التضخم المتكامل التي تركز على الدمج والتكامل ما بين كل من أدوات السياسة النقدية والسياسة الاحترازية الكلية لإدارة جانب الطلب بشكل أكثر كفاءة وتقليل مستويات التأثير بالصددمات بهدف تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، وهو ما يتطلب المزيد من دراسة مدى التفاعل ما بين هذه الأدوات بشكل دقيق لتحقيق المستهدفات النهائية سواءً المستجدة أو الكلاسيكية للبنوك المركزية.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1. البنك المركزي المصري (2019)، الإطار العام للسياسة النقدية.
2. شوقي جباري، وحمزة العوادي (2014)، "سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وشيلي، وتركيا" كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر.
3. صندوق النقد العربي، (2019). "تقرير آفاق الاقتصاد العربي"، ابريل.
4. رجاء عزيز بندر، "استهداف التضخم: دراسة لتجارب بلدان نامية في السياسة النقدية"، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، قسم الاقتصاد الكلي والسياسة النقدية.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

1. Lurance Ball and Niam Sherdin (2003). "Does inflation targeting matter?".
2. Frederic S. Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel (2001). "one decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?".
3. Stephen G. Cecchetti and Junhan Kim (2002). "inflation targeting and output variability".
4. Frederic S. Mishkin (2000). "inflation targeting in emerging markets countries".
5. Christopher A. Sims, "limits to inflation targeting"
6. Lars E.O. Svensson (1998). "Inflation Targeting as a Monetary Policy", National Bureau of Economic Research.

7. Lars E.O. Svensson (1997). "Inflation Targeting. Some extensions", National Bureau of Economic Research.
8. Abu el-Ayuon, (2003). "Egypt economic performance", Central Bank of Egypt, speech by His Excellency Central Bank Governor.
9. Arab Monetary Fund, (2017). "AMF-BIS Second Working Party Meeting on Monetary Policy in the Arab Region".
10. Banco Central Do Brazil, "Inflation Targeting", available at:
<https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/Inflationtargeting>.
11. Bank of Indonesia & Ministry of Finance (MoF), (2019). "Decree for the 2016, 2017, 2018 inflation targeting"
12. Bank of Ghana, (2019). "Monetary Policy Framework".
13. Central Bank of Ghana (2018).
14. Central Bank of Turkey (2019). <https://www.tcmb.gov.tr>
15. Chtourou & Hammami (2014). International Journal of Economic Practices and Theories.
16. Fisher, P. (2019). "Why Do Most Central Banks Target Inflation?", The University of Warwick, May.
17. Faisal Rachma, (2015), "Does Inflation Targeting Framework Make a Significant Difference in Lowering Price?".
18. Felipe G. Morande (2002). "a Decade of Inflation Targeting in Chile: Development, Lessons, and Challenges, Central

19. Fosu, N.K. (2015). "Inflation Targeting: The Ghanaian Experience, University of Ghana".
20. Hendr, (2006). "Inflation mechanisms, expectations and monetary policy in Indonesia", Deputy Governor, Bank Indonesia.
21. IMF (2018), Ghana.
22. IMF country Report, (2018). "Arab Republic of Egypt".
23. IMF, (2018). "Arab Republic of Egypt".
24. Jahan S., "Inflation Targeting: Holding the Line Central banks use interest rates to steer price increases toward a publicly announced goal", IMF, F&D Magazine.
25. Josine Uwilingiye, (2010). "Evaluating the Inflation Targeting Regime of South Africa", University of Pretoria.
26. Level?" What is Its Implication to Indonesia's Inflation Rate?
27. Nelson H. Barbosa-Filho, (2008). "Inflation targeting in Brazil: 1999–2006", Institute of Economics, Federal University of Rio de Janeiro, Brazil.
28. Saakshi, Souvik, & Charan, (2014). "Inflation Targeting in India, Indian Institute of Management Bangalor.
29. Bank of Chile.
30. South African Reserve Bank, (2019). "Inflation Targeting Framework".
31. T. T Mboweni, (2003). "Inflation targeting in South Africa", Governor of South African Reserve Bank.

صندوق النقد العربي
شبكة المعرفة

سلسلة دراسات اقتصادية

Year	عنوان الكتاب / Title	المؤلف / Author	الرقم
2007	تحرير التجارة الخارجية والتشغيل في الدول العربية	جمال الدين زروق	1
2007	التسويق الضريبي في إطار التجمعات الإقليمية: تجربة الدول العربية	جمال الدين زروق وعادل التيجاني	2
2007	أبعاد المبادرة متعددة الأطراف لإعفاء الديون	نبيل دحح	3
2007	دراسة إنشاء تسهيل لدعم الإصلاح التجاري في الدول العربية	محمد حامد الحاج	4
2007	دور الصندوق في مساعدة الدول الأعضاء المتأثرة بارتفاع أسعار النفط العالمية	مصطفى قاره وآخرون	5
2007	مسيرة الإصلاح الاقتصادي وتهيئة البيئة الاستثمارية في اليمن	أحمد الصفتي	6
2008	دور إصلاحات المالية العامة في الدول العربية ودور صندوق النقد العربي في مساندتها	محمد حامد الحاج	7
2007	Countries Financial Sector Reforms in the Arab	Ahmad El Safti	8
2009	أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية	ابراهيم علكوم	9
2007	تحويلات العاملين في الخارج وانعكاساتها التنموية على الاقتصادات العربية	جمال الدين زروق وآخرون	10
2009	أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية	جمال الدين زروق وآخرون	11
2010	الحوافز المالية والنقدية في الدول العربية إبان الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على جهود الإصلاح المالي	أحمد بدوي	12
2010	القطاع الخاص والسياسة الاقتصادية في دولة الإمارات العربية المتحدة	أحمد بدوي	13
2010	تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي	نبيل دحح	14
2011	الاختلالات المالية الدولية: نظرة تاريخية تحليلية	حازم الببلاوي	15
2011	التجارة الدولية والعربية وتمويلها وضمان انتمان الصادرات في أعقاب الأزمة العالمية	جمال زروق	16
2011	مسارات التنمية الاقتصادية في الدول العربية ودور التعاون العربي - الياباني في تعزيزها	أحمد بدوي	17
2011	برامج إصلاح الموازنة العامة في الدول العربية	أحمد بدوي	18
2011	الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية	جمال الدين زروق	19
2011	مقارنة بين السوق الخليجية المشتركة والسوق الأوروبية المشتركة	جمال الدين زروق	20
2012	أداء الاقتصادات العربية خلال العتدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار	هبة عبد المنعم	21
2012	تتافسية الصادرات السلعية في الدول العربية	جمال قاسم ومحمد اسماعيل	22
2011	مفاهيم تقليدية ومعاصرة في إدارة المالية العامة	أحمد بدوي	23
2013	البنوك الإسلامية: الإطار المفاهيمي والتحديات	ابراهيم الكراسنة	24
2013	ديناميكية التضخم في الدول العربية (2011-1980)	هبة عبد المنعم	25
2013	الإطار المفاهيمي لإدارة الائتمان لدى البنوك	ابراهيم الكراسنة	26
2014	الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه	أحمد شفيق الشاذلي	27
2013	تداعيات ارتفاع أسعار الغذاء العالمية على اقتصادات الدول العربية	أحمد بدوي	28
2013	الأزمة المالية العالمية وتحديات استعادة الاستقرار الاقتصادي وتحقيق النمو الشامل في الدول العربية	مصطفى قارة وآخرون	29
2014	إصلاح دعم الطاقة في الدول العربية	محمد اسماعيل و هبة عبد المنعم	30

استهداف التضخم: تجارب عربية ودولية

Year	عنوان الكتاب / Title	المؤلف / Author	الرقم
2014	طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية: تجارب بعض الدول العربية والأجنبية	أحمد شفيق الشاذلي	31
2015	بطالة الشباب في الدول العربية	محمد اسماعيل وهبة عبد المنعم	32
2015	النفط والغاز الصخريين وأثرهما على أسواق النفط العالمية	جمال قاسم	33
2015	Market Development Joint IFI Needs Assessment on Local Capital	European Bank & AMF	34
2016	انعكاسات تنامي صناعة الصيرفة الإسلامية	هبة عبد المنعم	35
2017	جاذبية البلدان العربية للاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة تشخيصية	سفيان قعلول	36
2017	محددات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول العربية	محمد اسماعيل وجمال قاسم	37
2017	بيئة أعمال المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية: الوضع الراهن والتحديات	طارق إسماعيل	38
2017	قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي	أحمد شفيق الشاذلي	39
2017	النظم الضريبية وضريبة القيمة المضافة في الدول العربية	أحمد موعش وآخرون	40
2017	انعكاسات تعثر القروض على أداء البنوك وعلى النشاط الاقتصادي	سومية لطفي	41
2017	قياس أثر تنافسية التجارة الخارجية على اقتصادات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية	جمال قاسم	42
2018	دور الإصلاحات الاقتصادية في دعم النمو في الدول العربية	هبة عبد المنعم ومحمد إسماعيل	43
2018	سياسات الدعم في الدول العربية	طارق إسماعيل	44
2018	احتساب مؤشر مركب للشمول المالي وتقدير العلاقة بين الشمول المالي والنتائج المحلي الإجمالي في الدول العربية	جلال الدين بن رجب	45
2018	vs Conventional Capital Markets Performance and Islamic Dynamics of Development	Youssef Nouran	46
2018	حدود الدين العام القابل للاستمرار والنمو الاقتصادي بين النظرية والواقع: إسقاطات على حالة الدول العربية	المصطفى بنتور	47
2018	محددات مشاركة المرأة في القوى العاملة في الدول العربية	هبة عبد المنعم وسفيان قعلول	48
2018	تنبؤات الحسابات القومية السنوية باستخدام نموذج المدخلات والمخرجات	أحمد موعش	49
2018	قياس محددات التجارة الخارجية للدول العربية باستخدام نماذج الجاذبية	محمد اسماعيل وجمال قاسم	50
2019	اقتصاد المعرفة: ورقة إيطارية	هبة عبد المنعم وسفيان قعلول	51
2019	كفاءة التحصيل الضريبي في الدول العربية	طارق إسماعيل	52
2019	دور التقنيات المالية في تحسين إدارة المالية الحكومية	أحمد شفيق الشاذلي	53
2019	Blockchain in Financial Services Using	Abdel Monem Heba	54
2019	بيئة الأعمال في الدول العربية: الواقع والتحديات	محمد إسماعيل وجمال قاسم	55
2019	القروض المتعثرة وأثرها على القطاع المصرفي في الدول العربية	جمال قاسم حسن	56
2020	دور الهوية الرقمية في تعزيز الشمول المالي	الوليد طلحة	57
2020	منهجيات بناء وحساب مؤشرات رأس المال البشري مع الإشارة إلى وضع الدول العربية	المصطفى بنتور	58
2020	of Economic Growth to Financial Development Responses Countries Changes : Evidence from Arab	Jouini Jamel	59
2020	أثر التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين: أسبابها وآثارها على الاقتصادات العربية	عرفان الحسيني وهبة عبد المنعم	60
2020	Government Expenditure Multipliers Under Oil Price Swings	El Mostafa Bentour	61
2020	استهداف التضخم : تجارب عربية ودولية	هبة عبد المنعم والوليد طلحة	62

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

شبكة المعرفة

ص.ب. 2818

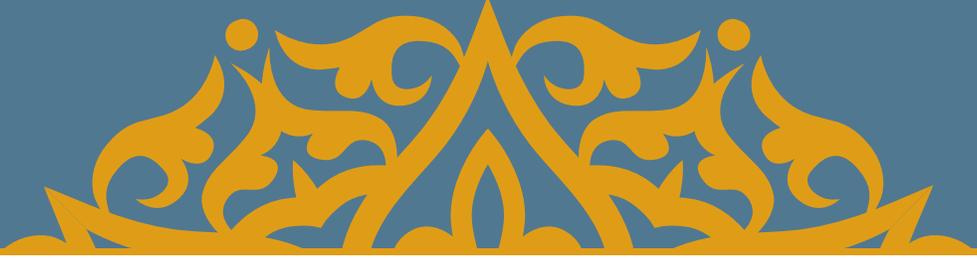
أبو ظبي- الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 26215000 (+971)

فاكس رقم: 26326454 (+971)

البريد الإلكتروني: Publications@amfad.org.ae

متوفرة إلكترونياً بموقع الصندوق على الإنترنت: www.amf.org.ae



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



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND