

## موقف و فعالية السياسة النقدية في مواجهة التضخم، التوجه التقليدي

## و الحديث مع عرض لبعض التجارب

أ.حذبي فيصل

د. زيدان محمد

جامعة بجاية

جامعة الشلف

الملخص:

استطاعت السياسة النقدية و وفقا للعديد من المقاربات أن تواجه ظاهرة التضخم في العديد من الدول المتقدمة و النامية على حد سواء ، حيث تمكنت السلطات النقدية من تحقيق الاستقرار في الأسعار بعد ضبطها لمحددات الظاهرة التضخمية وكذا حيازتها لمعيار مهم من الاستقلالية؛ لذلك اهتم هذا البحث بعرض أربع قواعد إستراتيجية مارستها السلطات النقدية وهي: الاستهداف النقدي، تثبيت سعر الصرف، استهداف التضخم و كذا السياسة النقدية من دون أي مثبت اسمي صريح، حيث استطاعت من خلالها أن تبلغ هدف استقرار الأسعار و لكن في ظل شروط معينة تبرز فعالية السياسة النقدية في المدى القصير، المتوسط و الطويل.

المصطلحات: التضخم، المعروض النقدي، سعر الصرف، استهداف التضخم.

Résumé :

Beaucoup de pays développés et en voie de développement ont axé leur politique monétaire sur la réalisation de taux d'inflation équivalant (ou presque) à la stabilité des prix, dont cette étude s'intéresse à vérifier l'efficacité de la politique monétaire dans le court, moyen et long terme d'après quatre règles stratégiques de la banque centrale : la fixation des taux de change, le ciblage monétaire, le ciblage d'inflation et la politique monétaire sans une cible explicite.

Mots clés : inflation, masse monétaire, taux de change, ciblage d'inflation.

مقدمة:

استخدمت الدول في مكافحتها للتضخم العديد من السياسات، ركزت كل واحدة منها على متغير معين صنف على أنه المتغير الأساسي في العملية التضخمية ؛ ومع نمو الآراء المناهضة بأن يكون الاستقرار في الأسعار هو الهدف الطويل المدى الذي يجب على السياسة النقدية أن تتنازه، قامت العديد من الدول بخطوات فعالة من أجل مراقبة التضخم، مستخدمة في ذلك قواعد إستراتيجية كثيرة متمثلة في: الاستهداف النقدي ثم تثبيت سعر الصرف، إلا أن عجز هاتين الإستراتيجيتين أقحم أصحاب القرار في سياسة جديدة أثبتت جدارتها في إدارة الضغوط التضخمية و بكل فعالية عرفت بسياسة استهداف التضخم ، دون أن ننسى الشكل الآخر الذي انتهجته البنوك المركزية في إدارتها للتضخم والمعروف بـ تخفيض التضخم بدون تثبيت اسمي صريح و هو الحال بالنسبة للاحتياطي الفدرالي الأمريكي الذي يسعى دائما إلى التوازن الاقتصادي الموسوم باستقرار كل من النمو الاقتصادي وكذا الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

فما مدى فعالية السياسة النقدية وحدودها في تحقيق استقرار الأسعار عند كل توجه؟

بحكم ديناميكية الظاهرة التضخمية و تعدد أسبابها وعدم تماثلها قديما وحديثا في اقتصاديات العالم المتقدمة والنامية على حد سواء، ارتأت دراستنا لهذا الموضوع طرح الفرضية التالية:

يتفق الجميع على اختلاف الخصائص الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية لكل اقتصاد، وبالتالي لكل سلطة نقدية الحق في تقدير أسباب الظاهرة التضخمية ومن ثم تسطير سياسة نقدية ذات أدوات و آليات مخول لها التحكم في تقلبات المستوى العام للأسعار، وهذا بعد أن نسلم باقتران مزايا أية سياسة مع عيوبها التي بقيت و ستبقى محل بحث و نقاش المحللين و الباحثين.

أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة في توضيح أهمية السياسة النقدية في تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار (التضخم)، مع الإحاطة إلى الإستراتيجية التي اتبعتها السلطات النقدية في كل مرة و التي كانت دائما في توافق مع الظروف التي يعيشها الاقتصاد.

الهدف من الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى إبراز فعالية السياسة النقدية بكل أشكالها في تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار، مع مراعاة الظروف الاقتصادية و الاجتماعية التي يمر بها المجتمع، و كذا سلوك الأعوان الاقتصادية. أقسام الدراسة: للوصول إلى هدف الدراسة تم تقسيم هذا البحث إلى محورين يلخصان الإستراتيجية التي انتهجتها السلطات النقدية في تحليلها للظاهرة التضخمية و كذا الأدوات المستخدمة لتحقيق الاستقرار في الأسعار مع عرض لتجارب تلخص فعالية السياسة النقدية في كل مرة، و ذلك من خلال مقاربتين إحداهما تقليدية و الأخرى حديثة بحيث يلخص المحور الأول التوجه التقليدي للسياسة النقدية و مدى فعاليتها في مكافحة التضخم، أما المحور الثاني فقد ركز على التوجه الحديث للسياسة النقدية و مدى فعاليتها في مكافحة التضخم.

المحور الأول: التوجه التقليدي للسياسة النقدية في مكافحة التضخم

استخدمت البنوك المركزية لدى الدول الصناعية في مواجهتها للضغوط التضخمية ومنذ منتصف الثمانينات المتغيرات الوسيطة كادوات تعتمد عليها في قيادة السياسة النقدية والمتمثلة في الجمعات النقدية و سعر الصرف، ولقد استندت السياسة النقدية آنذاك على قدرتها في التحكم بالمتغيرات الوسيطة، وأن هناك علاقة وثيقة بين هذه المتغيرات والتضخم، إلا فعاليتها في تحقيق استقرار الأسعار كانت مقيدة بظروف وعوامل اقتصادية عديدة سيظهر تحليلها و شرحها بنوع من التفصيل فيما سيأتي.

أولاً: الاستهداف النقدي (Monetary Targeting)

أ) مبدأ سياسة الاستهداف النقدي: ظهر هذا النظام بعد اختيار نظام "بريتون وودز"، أين تشجعت بعض الدول في الاستهداف النقدي وخاصة "ألمانيا" و"سويسرا" و"النرويج"، حيث بدأت في الاستهداف في أواسط السبعينات؛ وقد كان الاقتناع به هو رؤية إلى ما أشار إليه "ميلتون فيردمان" بالنسبة لقاعدة المعدل الثابت لنمو النقود، أين تم اختيار المجموع  $M_2$  كمجموع لا بد أن ينمو بمعدل ثابت، مع افتراض ارتباط الطلب على النقود بعدد محدود من المتغيرات الاقتصادية الكلية، بما فيها مستوى الأسعار؛ وأنه إذا ما تمت إدارة المعروض النقدي بحذر، فإن معدل التضخم سوف يكون معتدلاً.<sup>1</sup>

ب) الواقع العملي للاستهداف النقدي و التجربة الألمانية: إن أول من استخدم هذا النظام هو ألمانيا، وما ميزه فيها هو الالتزام القوي بالشفافية والحوار (المساءلة) لإستراتيجية السياسة النقدية اتجاه الجمهور، فقد صرف البنك المركزي الألماني جهوداً كبيراً في كل منشوراته (التقارير الشهرية والسنوية) والحوارات المتعددة مع مجلس الوزراء، من أجل مناقشة الجمهور على ما يحاول البنك المركزي تحقيقه من تخفيض لمستويات التضخم إلى أدنى المستويات، و هذا كان أهم قصة نجاح جاءت بعد اتحاد الألمانيّين على الرغم من التمرؤ المؤقت في التضخم الناتج عن التوحيد، والذي انعكس في طلب عال على الأجور دفع بالسياسة المالية إلى تبني توسعاً مالياً من أجل تحقيق هذا الطلب، إلا أن البنك المركزي الألماني كان قادراً على كبح آثار هذه المسببات، بدمج نفسه في العملية التضخمية؛ وبحلول سنة 1995، انخفض معدل التضخم وأصبح هدف البنك المركزي الألماني هو تضخم 2%.

ج) فعالية سياسة الاستهداف النقدي: استطاعت سياسة استهداف الجمعات النقدية أن تثبت نجاعتها وفعاليتها في عدة دول وخاصة في ألمانيا، و لكن لم يتسنى لهذه الدول تحقيق استقرار في مستويات التضخم إلا بتوفر شرطين هامين لتفعيل سياسة الاستهداف النقدي وهما:<sup>2</sup>

**(1)** الشرط الأول: وجود علاقة قوية بين المتغير الذي يمثل الهدف (التضخم أو الدخل الاسمي) والجمع المستهدف، فإذا كان هناك عدم استقرار في سرعة دوران النقود، فإن العلاقة بين الجمع المستهدف والتضخم تكون ضعيفة، وبالتالي يصبح ميكانيزم استهداف الجمع النقدي غير قابل للعمل، مما يؤدي إلى عدم نجاح هذه السياسة، وبالتالي فإن موقف السياسة النقدية لن يطول مؤديا إلى اختلال في معدلات التضخم المتنبأ.

**(2)** الشرط الثاني: يجب أن يكون استهداف الجمع النقدي مراقب بشكل جيد من طرف البنك المركزي.

(د) إيجابيات الاستهداف النقدي: مما يمكننا أن نلخصه عن أهم إيجابيات هذا النظام، هو ما تتضمنه هذه النقاط:<sup>3</sup>

**(1)** يخول هذا النظام للبنك المركزي ضبط سياسته النقدية، كما يخول له اختيار هدف التضخم والذي يمكن أن يكون مختلفا عنه في دول أخرى، ضف إلى ذلك أنه يرخص للبنوك المركزية بعض ردود الأفعال فيما يخص تغير حجم الإنتاج.

**(2)** سهولته على الجمهور من خلال ما ينشره البنك المركزي من منشورات دورية (قصيرة الأجل) تشرح أي الجمعات مستهدف، مع توضيح تغيراته ومعدلات نموه، وهذا يساعد كل من الجمهور والأسواق على معرفة موقف السياسة النقدية وكذا نوايا القائمين على السياسة في ضبط التضخم، وهذه الإشارات تساعد هي الأخرى في تثبيت تنبؤات التضخم، وتؤدي بالتالي إلى تضخم منخفض.

**(3)** تعزيز فوري لمصادقية السياسة النقدية لضبط التضخم عند مستوى منخفض، وحماية القائمين على السياسة من السقوط في فخ التباين الزمني.

(هـ) سلبيات الاستهداف النقدي: لقد ثبتت قلة استخدام الأهداف النقدية بعد سنوات السبعينات والثمانينات من القرن العشرين، بسبب ثبوت عدم صحة الافتراض الذي تقوم عليه العديد من الدول (الارتباط القوي بين التضخم والجمعات النقدية)، نتيجة التحسن الكبير في كفاءة البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى على مستوى العالم بشكل عام.<sup>4</sup>

ثانيا: تثبيت سعر الصرف (Exchange-rate pegging)

(أ) مبدأ سياسة تثبيت سعر الصرف: تقوم آليات سعر الصرف كأداة لتحقيق أهداف السياسة النقدية على أساس فكرة إمكانية تحقيق استقرار الأسعار من خلال ضمان استقرار سعر صرف العملة المحلية مقابل إحدى العملات الأجنبية أو سلة من هذه العملات؛ من هنا كانت تعتبر أسعار الصرف الثابتة والقابلة للتعديل مكونا أساسيا في نظام "بريتون وودز"، والتي أخذت شكلين من التثبيت:<sup>5</sup>

**(1)** قيمة التعادل المركزية: تتضمن هذه السياسة تحديد قيمة تعادل مركزية لسعر صرف العملة المحلية مقابل إحدى العملات الأجنبية أو سلة من العملات، والتي تتغير قيمتها بشكل مستمر، فقد تنخفض هذه القيمة باستمرار حتى تتوافق مع معدل التضخم المحلي، إلا أنه في العادة ما يوجد مدى معين يسمح بتقلب سعر الصرف فيه؛ كما يقوم البنك المركزي بالإعلان عن استعداد لبيع العملة المحلية مقابل الأجنبية بكميات غير محدودة في حالة وصول سعر الصرف إلى الحد الأعلى لهذا المدى، وشراء العملة المحلية مقابل الأجنبية إذا ما وصل سعر الصرف إلى أدنى المدى، ويمثل هذا الالتزام قيودا مؤثرا على السياسة النقدية المحلية، أين يلزم إتباع سياسة نقدية انكماشية في حالة انخفاض سعر الصرف، وتوسعية في حالة ارتفاعه؛ كما تتحدد السياسة النقدية المحلية في الواقع العملي بمثلتها في الدولة الأجنبية التي يتم تثبيت سعر الصرف مقابل عملتها، إلا إذا تم تقييد تحركات رؤوس الأموال إداريا؛ وعلى الرغم من ذلك، فإنه من الممكن تغيير قيمة التعادل المركزية عن طريق القرارات الحكومية، والتي تتخذ في حالة وجود تعارض بين الأهداف الاقتصادية المحلية والحفاظ على قيمة التعادل المركزية.

(2) لوحة العملات: يتمثل الشكل الآخر لتثبيت سعر الصرف في «لوحة العملة» (Currency Board)، والتي تلتزم فيها إحدى السلطات كالبنك المركزي أو الحكومة بنشر أسعار ثابتة لعملة أجنبية معينة اتجاه عملتها المحلية متى طلبها الجمهور، ولمواجهة هذه الطلبات، تضع لوحة العملة تحت تصرف السلطات النقدية 100% من احتياطي الصرف الأجنبي لتدعم العملة المحلية، كما يخصص لها نظام تثبيت سعر الصرف إدارة السياسة النقدية فيما يخص تصحيح أسعار الفائدة أو إدارة عمليات السوق المفتوحة و المؤثرة على حجم الائتمان المحلي، مما يجعل لوحة العملات تتضمن التزاما قويا من طرف البنك المركزي اتجاه تثبيت سعر الصرف؛ وبناءا عليه يمكنه أن يخفض معدلات التضخم إلى مستويات منخفضة من خلال إعلان سعر صرف ثابت أمام عملات معينة.<sup>6</sup>

(ب) الواقع العملي لسياسة التثبيت:

استخدمت إستراتيجية "تثبيت سعر الصرف" من طرف العديد من الدول الصناعية، نذكر منها:<sup>7</sup>

(1) التجربة الفرنسية: ثبتت فرنسا الفرنك مقابل المارك الألماني في سنة 1987، أين استطاعت أن تحافظ على التضخم منخفضا، حيث كان آنذاك 3%، أي نقطتين مئويتين فوق معدل التضخم الألماني (2.8%)، ولكن بحلول سنة 1992 هبط التضخم إلى مستوى 2%، وأصبح أقل منه عند ألمانيا؛ بعدها وفي بداية 1996، أصبح كل من معدل التضخم الفرنسي والألماني قريبان من بعضهما وذلك عند مستوى 2%.

(2) التجربة البريطانية: قامت بريطانيا هي الأخرى بتبني هذه الإستراتيجية، بتثبيت الجنيه الإسترليني أمام المارك الألماني، واستطاعت بذلك أن تخفض معدل التضخم من 10% إلى 3%، أين كان لزاما عليها أن تترك هذا النظام في سنة 1992.

(3) تجربة الأرجنتين: إن استخدام لوحة العملات وهو حال الاقتصاد الأرجنتيني في تصديها للتضخم الجامح، ومن خلال قانون الصرف سنة 1990، الذي يلزم البنك المركزي بصرف الدولار الأمريكي أمام "البيزوس" الجديد بسعر صرف ثابت هو (واحد دولار=واحد بيزوس)، بعدها بسنوات، استطاع هذا النظام منح الاقتصاد الأرجنتيني نجاحا باهرا، حيث كان التضخم عندها 100% سنويا سنتي 1989-1990 ليصل إلى أدنى من 5% في نهاية 1994، ونمو اقتصادي سريع يصل في المتوسط إلى 8% سنويا من سنة 1991 إلى سنة 1994.

(ج) فعالية سياسة التثبيت: إن هذا النظام هو أداة فعالة وحقيقية لتخفيض التضخم بسرعة، ولكن لا يكون الأمر كذلك إلا إذا كان هناك التزام حقيقي وقوي بالتثبيت و إلا فإن فعالية هذا النظام تبقى محدودة، و هذا ما أثبتته واقع سياسة التثبيت في بعض الدول، أين عانت الدول التي خفضت سعر صرف عملتها مع الحفاظ على قيمة التعادل من:

(1) انخفاض غير مقبول في الطلب المحلي؛ وبالمثل، يتسبب ارتفاع سعر الصرف مع الحفاظ على قيمة التعادل في ضغوط تضخمية غير مقبولة.

(2) تأثير تغيير قيمة التعادل على أداء السوق، حيث أن تغير سعر الصرف الناتج عن تغير هذه القيمة، يمكن أن يحقق أرباحا وفيرة لمن يتمكن من التنبؤ به بشكل صحيح، ومن ثم فإن المتعاملين في السوق يحاولون التنبؤ بتغيرات قيمة التعادل خاصة في حالة الانخفاض، مما قد يؤدي إلى التذبذب في قيمة العملة المحلية.

(د) إيجابيات سياسة التثبيت: اعتبارا للنجاحات التي حققتها إستراتيجية تثبيت سعر الصرف، فإنه يمكن التوقف عند إيجابيات هذه الإستراتيجية والتي تتمثل في:<sup>8</sup>

(1) يسمح بصد مشكل التباين الزمني (مدى قصير، مدى طويل)، و الناشئ عن مواصلة أصحاب القرار في تطبيق سياسة توسعية، من أجل تنمية حجم الإنتاج وتوفير فرص شغل في المدى القصير.

(2) البساطة والوضوح اللذان يجعلانه سهلا للفهم من طرف الجمهور.

(3) القدرة على تثبيت تضخم الأسعار الناتج عن التجارة الدولية للسلع (التضخم المستورد)؛ وإن كان التثبيت ذو مصداقية، فإنه يساعد الدول المثبتة على تلقي المصدقية من السياسة النقدية للدول الأخرى المخفضة للتضخم.

(4) يساعد في تنبؤات التضخم المنخفض وبسرعة مقارنة مع الدول المستهدفة (Bruno , 1991)، وهذا من شأنه أن يساعد في جلب التضخم عند نفس الخط مع التضخم المنخفض للدولة، وذلك بشكل معقول وسريع.

(هـ) سلبيات سياسة التثبيت: رغم كل هذه الإيجابيات، إلا أنه ذكر وجود مجموعة من العيوب اتصفت بها سياسة التثبيت وتمثل في:<sup>9</sup>

(1) خسارة السياسة النقدية لاستقلاليتها، والتي ترجع إلى بيئة الانفتاح على أسواق رأس المال، وإلى تبعية أسعار الفائدة في هذا النظام إلى الدولة المثبت أمامها سعر الصرف، ضف إلى ذلك أن إصدار النقود يكون هو الآخر مرتبطا بنمو النقود للدولة المثبت أمامها سعر الصرف.

(2) فقدان الدولة المثبتة لسعر صرفها قدرتها على استعمال سياسة نقدية تستجيب للصدمات الداخلية، والتي هي في حقيقة الأمر مستقلة عن الدولة المثبت أمامها سعر الصرف.

(3) إمكانية الانتقال وبكل سهولة للصدمات من الدولة المثبت أمامها سعر الصرف اتجاه الدولة المثبتة، وهذا كان حال الدول التي ثبتت سعر صرفها أمام المارك الألماني مثل فرنسا، حيث أن ما نتج عن توحيد الألمانيين سنة 1990، وكذا بناء ألمانيا الشرقية مقابل زيادة الإنفاق الحكومي (رفع الضرائب)، هو ارتفاع أسعار الفائدة الطويلة الأجل حتى فيفري 1991، وكذا ارتفاع سعر الفائدة القصير الأجل في نفس السنة، والذي نتج عنه تباطؤ في معدل النمو الاقتصادي في فرنسا.

(4) يسمح هذا النظام بتعرض الاقتصاد إلى هجمات المضاربين حسب ما يؤكد "أوبستفلد" و"روغوف" (Obstfeld and Rogoff 1995)، والدال على ذلك ما حدث حقا بعد توحيد الألمانيين، أين حدثت أزمة سعر الصرف الأوربية في سبتمبر 1992.

مما يضاف إلى المخاطر التي تنجم عن تبني هذا النظام في دول الأسواق الناشئة هو:<sup>10</sup>

(5) النجاح الذي يحققه المضاربون من هجماتهم والمؤدي إلى التضخم العالي.

(6) نقصان مصداقية القائمين على السياسة النقدية، مما يعطل في مسيرة مكافحة التضخم، كون هذا النظام يلغي عامل مهم بالنسبة للجمهور والقائمين على السياسة، وهو أن يكون إفراط السياسة التوسعية أنسب حل لهذا النظام.

(7) أما فيما يتعلق بحالة الاقتصاد الأرجنتيني واستخدام "لوحة العملات"، فمن العواقب الوخيمة "الليزو" المكسيكي انخفض حجم الودائع بـ18% والذي كان نتاج سحبيات الجمهور لأموالهم من البنوك، وكذا عملية تحويلهم لما يملكون من "بيزوس" إلى دولارات (الدولة) وما نتج عنها من انكماش في حجم المعروض النقدي للأرجنتين؛ والنتيجة كانت انكماش قوي في النشاط الاقتصادي مع انخفاض في الناتج الوطني الإجمالي الحقيقي بـ5% في سنة 1995، وارتفاع في مستوى البطالة إلى ما يقارب 15%؛ فضلا عن ذلك، فإن كون "لوحة العملات" لم ترخص للبنوك المركزية إصدار النقود ولا إقراض البنوك، فإنها بذلك قيدت قدرة البنك المركزي على أداء دوره كمقرض أخير.

المحور الثاني: التوجه الحديث للسياسة النقدية في مكافحة التضخم

بدأ البنك الاحتياطي لنيوزيلندا سنة 1989 في ممارسة إستراتيجية جديدة للسياسة النقدية، كانت نتاج اتفاق بين الحكومة والبنك المركزي على استهداف رقمي لمعدل التضخم عند مستوى معين، أين سميت هذه التقنية لإدارة السياسة النقدية بـ

"سياسة استهداف التضخم"، وتبعها في ذلك تبني العديد من الدول الصناعية هذا الشكل الجديد للسياسة النقدية وهي الدول التالية: كندا(1991)، المملكة المتحدة(1992)، السويد(1993)، فلندا(1993)، استراليا(1993)، واسبانيا(1994)؛ إلا أن ممارسة هذا الإطار الجديد للسياسة النقدية لم تقتصر على هذه الدول الصناعية فقط، بل تبنته بعض دول الأسواق الناشئة مثل: الشيلي، التشيك، بولندا، كوريا الجنوبية، ثم تبعتها المجر، البيرو، والفلبين.<sup>11</sup>

أولاً: سياسة استهداف التضخم (Inflation Targeting)

إن استهداف الإقلال من التضخم هو إطار سياسة نقدية تلزم البنك المركزي بتحقيق معدل تضخم منخفض، أين تبدأ العملية عادة بإعلان رسمي مشترك من جانب البنك المركزي والحكومة (عادة وزارة المالية) بهدف كمي واضح يتم تحقيقه خلال فترة زمنية محددة.

أ) تعريف سياسة استهداف التضخم

لقد كان تبني سياسة استهداف التضخم خطوة لتجاوز العديد من المشاكل التي خلفتها الأنظمة السابقة، وذلك من خلال التركيز على هدف واحد للسياسة النقدية وهو التضخم، مع إعطاء البنوك المركزية كل الحرية في متابعة السياسة النقدية بشكل مستقل عن تأثيرات الدورات السياسية، وهذا ما يجعلها تتحمل مسؤولية تحقيق أهداف السياسة النقدية.<sup>12</sup>

**1** استهداف التضخم كهيكل للسياسة النقدية: لقد جاء تعريف سياسة استهداف التضخم كهيكل جديد للسياسة النقدية على ألسن العديد من الاقتصاديين، نذكر منهم ما جاء في الاصطلاح الذي أتى به "بيرنوك" (Bernanke)، "لوباش" (Laubach)، "ميشكان" و"بوزن" (Mishkin et Posen, 1999)، والذي هذا نصه:<sup>13</sup> «تعتبر إستراتيجية استهداف التضخم هيكل لسياسة نقدية له مجموعة من الخصائص وهي: الإعلان الرسمي العام للمستوى الكمي المستهدف (أو المدى المستهدف) لمعدل التضخم، خلال فترة ما أو عدة فترات، مع الإعلان الصريح لمعدل التضخم المستهدف عند المستويات الدنيا والمستقرة، والتي تعبر عن الهدف الأول للسياسة النقدية في المدى المتوسط والطويل».

خلص "كينيث" و"كاتنر" (Kenneth N.Kuttner, 2004) إلى وجهتي نظر في تعريف استهداف التضخم، تتعلق الأولى بالخصائص الملاحظة أو الظاهرة لهيكل سياسة الاستهداف، أما الثانية فتتعلق بمدى أمثلية هذه السياسة كقاعدة لإدارة السياسة النقدية<sup>14</sup>، حيث يترتب عن وجهة النظر الأولى، أن تمييز استهداف التضخم يكون سهلاً من خلال الإعلان الذاتي للبنك المركزي عن التضخم كهدف، فهو إذا بذلك يطبق سياسة استهداف التضخم، ويسمى هذا بالتعريف العملي لاستهداف التضخم. إلا أن الإعلان الذاتي قد يكون نقطة بداية جيدة للاستهداف ولكن ليس هو الاستهداف كله، فإذا كان التعريف العملي لاستهداف التضخم يأخذ ميزته تلك من خلال وجهة نظر واضعيه أمثال "بيرنوك" وآخرون (Bernanke and al, 1999)، فإنه يكون بذلك أفضل وصف لاستهداف التضخم كهيكل للسياسة النقدية بدلا منه كقاعدة لها.<sup>15</sup>

**2** استهداف التضخم كنظام: لقد جاء تعريف سياسة استهداف التضخم كنظام، من خلال عدة تعاريف نأخذ منها:<sup>16</sup> «النظام النقدي الذي لا يكون له هدف وسيط وإنما يتم استهداف معدل التضخم بشكل مباشر» هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعرف "إيزر تاتر" (Eser Tutar, 2002) استهداف التضخم بأنه:<sup>17</sup> «نظام للسياسة النقدية يتميز بالإعلان العام عن هدفها الرسمي المتعلق بمعدل التضخم، والمتمثل في تحديد مجال أو هدف كمي (رقمي) ولفترة زمنية واحدة أو أكثر، مع اعتراف صريح بأن يكون تخفيض واستقرار التضخم في المدى الطويل هو الهدف الأول للسياسة النقدية».

وبالتالي إذا أردنا أن نصف نظام استهداف التضخم حسب ما أتى به "ميشكان" في أولى منشوراته سنة 2004، فإنه يتمثل في العناصر التالية:<sup>18</sup>

❖ تفويض صريح للبنك المركزي بمتابعة استقرار الأسعار كهدف أولي للسياسة النقدية، مع تحمل المسؤولية في تحقيق هذا الهدف.

❖ استهداف كمي صريح.

❖ تكون تدخلات السياسة النقدية على أساس تقدير النظرة المستقبلية للضغوطات التضخمية، مع الأخذ بعين الاعتبار لنظام المعلومات الواسع.

❖ مقدار عال من الشفافية لإستراتيجية السياسة النقدية وتطبيقاتها.

تقتضي هذه العناصر الرئيسية التي تخص استهداف التضخم، بأن يكون للسلطات النقدية لهذه الدول (المتبينة للاستهداف) الإمكانيات التقنية والمؤسسية لنمذجة التضخم المحلي المتنبأ، وأن يكون لها تنبؤ بالمدة أو الوقت الذي تؤثر فيه محددات التضخم على معدل التضخم.<sup>19</sup>

فحسب "هوزيرولن" (Hozirolan 1999)، استهداف التضخم ليس طريقة لتخفيض التضخم الحالي، ولكن هو التمكن من مراقبة استقرار الأسعار في الاقتصاد بعد فترة الانكماش مباشرة.<sup>20</sup>

**3** استهداف التضخم كإستراتيجية: مما يضاف كذلك إلى التنظير الذي جاء في سياسة استهداف التضخم هو مساهمات كل من: "سفينسون" (Svensson.1997a, 1997b) في بحثين نشرهما سنة 1997، "سفسنسون" و"فوست" (Svensson and Faust 1998)، "بال" (Ball 1997,1998)، "بيرنونك" و"ميشكان" (Bernanke and Mishkin 1996)، "بيرنونك" و"وودفورد" (Bernanke and Woodford 1997)، منشورات "هالن" (Halane,ed 1995)، ومنشورات "ليدرمان" و"سفينسون" (Leiderman and Svensson, eds 1998). عولج استهداف التضخم من خلال هذه الأبحاث كآخر أو ربما أحسن إستراتيجية مرشحة لصرف أو تجاوز مشكل التباين الزمني (Time inconsistency) عن السياسة النقدية، والذي برز في أعمال "روغوف" (Rogoff 1985)، و"والش" (Walsh 1995)، وكذا "بيرسون" و"تابليني" (persson and Tabllini, 1993).

**4** استهداف التضخم كقاعدة للسياسة النقدية: لقد ظهرت مؤخراً جهود يتزعمها عدد كبير من الاقتصاديين أمثال "لارس" و سفينسن" (Lars and Sevenssen,1997,1999) تعرّف استهداف التضخم على أنه قاعدة مثالية للسياسة النقدية<sup>21</sup>؛ إلا أنه قد تم توجيه مجموعة من الانتقادات لهذا التعريف من قبل عدة اقتصاديين أمثال "ميشكان" (Mishikin, 2002) و"ترومن" (Truman,2003)، والذين يريا أن استهداف التضخم كهيكل للسياسة نقدية يسبق تطبيقه كقاعدة مثالية للسياسة النقدية، ويذكروا بأن تبني الاستهداف كهيكل للسياسة النقدية، كان أسبق بستة سنوات قبل ظهور المقال المشهور ل"تايلور" (Taylor,1993)، والعمل اللاحق ل"سفينسن" (Sevensson,1997) الذي يربط استهداف التضخم بالقواعد المثالية للسياسة النقدية.<sup>22</sup>

**ب** خصائص سياسة استهداف التضخم: إذا كانت قدرة الأعوان الاقتصادية محدودة في التحكم بالمتغيرات الاسمية، وفي التضخم المتوقع، فإن سياسة استهداف التضخم هي الإستراتيجية النقدية التي تعمل على ضبط هذا المتغير في المدى المتوسط، والتي تتميز بالخصائص التالية:<sup>23</sup>

- الإعلان العام لمستوى التضخم الذي سيتم بلوغه.

- التزام مؤسسي اتجاه استقرار الأسعار كهدف أول للسياسة النقدية.
  - استقلال كامل للوسائل المتعلقة بالبنك المركزي في تطبيق إستراتيجيته.
  - شفافية السياسة النقدية من خلال الحوار العام حول الأهداف والقرارات.
  - تنامي مستوى المسؤولية الخاصة بالمؤسسة البنكية لبلوغها التضخم المستهدف.
- (ج) الواقع العملي لسياسة استهداف التضخم:

إن أول ثلاث دول طبقت استهداف التضخم و بشكل نموذجي هي: نيوزيلندا، كندا و المملكة المتحدة لبريطانيا؛ والتي وجدت أن إستراتيجية سياساتها النقدية فعالة في الحفاظ على التضخم مستقرا وتحت المراقبة، فبعد تبني نيوزيلندا لاستهداف التضخم سنة 1990 والذي جاء بعد سياسة انكماشية بدأت منذ منتصف الثمانينات، استطاعت ومنذ 1992 أن تحقق تضخما أساسيا يتراوح بين 0 - 2% و التي كانت تشكل المجال المستهدف للتضخم، لذلك فإن دراسة الواقع العملي لسياسة استهداف التضخم يقودنا إلى تجربتين رائدتين تبرزان أهمية سياسة استهداف التضخم و فعاليتها كسياسة اقتصادية لاستقرار الأسعار.

**1** التجربة الكندية: تطرق كل من "ميشكان" و "بوزن" (Mishkin and Posen, 1997) إلى مثال مهم جدا و ملفت للنظر يخص كندا (سنة 1996)، أين انتقد رئيس الجمعية الاقتصادية الكندي بنك كندا في متابعته للسياسة النقدية و التي كانت راكدة جدا (too contractionary) مما جعل هذا الأخير يبحث عن أنجع سياسة اقتصادية تحقق استقرار الأسعار، و كان وجود سياسة استهداف التضخم هو العامل المساعد على تحويل موضوع الحوار إلى تحديد المستوى المناسب للتضخم مع البنك، و هذا ما أدى إلى وضع احتمالات وتقديرات صحيحة لتكاليف وعوائد مختلف مستويات التضخم، ولكن البنك الكندي هو الذي ربح المفاوضات. واجه البنك الكندي قبل تبنيه استهداف التضخم في فيفري سنة 1991 ارتفاعا في الرسم على القيمة المضافة مع صدمة عرض سالبة كانت هي السبب في رفع مستويات التضخم، لكن بالعكس من ذلك، أدت هذه الصدمة إلى ارتفاع في مستوى الأسعار مرة واحدة ولم يؤدي ذلك إلى تضخم مستمر؛ فبعد الأثر المبدئي لارتفاع الرسم على القيمة المضافة، عاد إلى الانخفاض مسببا بذلك بروزا لاستهداف التضخم؛ حيث وصل التضخم سنة 1992 إلى ما دون 2% و بقي كذلك فيما بعد، لينظر إلى ذلك كنجاح أو تحقيق لاستقرار الأسعار.

**2** التجربة البريطانية: بعد أزمة الصرف التي حدثت سنة 1992، وجدت بريطانيا نفسها مجبرة على الخروج من نظام سعر الصرف الثابت، ولجأت حكومتها إلى نظام استهداف التضخم لإبقاء التضخم تحت السيطرة و قد كان الأمر كذلك، فقد استمر مستوى التضخم في الانخفاض حتى وصل في نوفمبر سنة 1993 إلى نصف نقطة إضافية عن المستهدف 2.5%، ولم يقترن ذلك مع أية مشاكل لأن قيادته كانت تحت قيود سياسية عديدة، والتي كانت في ظل نظام يتميز بقيادة الحكومة لأدوات السياسة النقدية و ليس البنك المركزي، و كنتيجة لذلك كانت مسؤولية الحفاظ على المستوى المستهدف للتضخم غير واضحة كذلك، فقد كانت هناك وكالة مسؤولة عن وضع التوقعات العامة (بنك بريطاني) و أخرى عن وضع أدوات السياسة النقدية (وزير الخزانة أو المالية)؛ هذا النقص في المسؤولية أدى إلى تشوش حول درجة الالتزام بالتضخم المستهدف، وهي نتيجة كان حلها بإعلان من قبل وزارة العمل في شهر ماي سنة 1997 و الذي اعترفت فيه بالاستقلالية العملية لبنك إنجلترا وجعلته مسؤولا كاملا عن الحفاظ على مستوى التضخم المستهدف، والذي اقترن مع انخفاض أكثر لمعدلات التضخم و استقرار أكثر في الأسعار، والذي لم يكن متوقعا حسب تجربة بريطانيا السابقة.

(د) فعالية سياسة استهداف التضخم: عاجلت العديد من الدراسات الاقتصادية النتائج التي يمكن لسياسة استهداف التضخم أن تحققها، ومدى فعاليتها في تحقيق الاستقرار في مستويات التضخم و ما لذلك من آثار إيجابية مهمة على مؤشرات اقتصادية ، حيث تمكنت السياسة النقدية من خلال هذا النظام الحفاظ على نسبة منخفضة ومستقرة من التضخم في المدى الطويل، حيث وجد كل من "بيرنونك" و"لوباش"، "ميشكان" و"بوزن" (Bernanke, Laubach, Mishkin and Poson, 1999) انخفاض معدلات التضخم بعد تطبيق سياسة الاستهداف، مقارنة بالفترة التي سبقت أو تزامنت مع بداية تطبيق هذه السياسة<sup>24</sup>. كما تساعد سياسة استهداف التضخم في رفع مستوى الفعالية، حيث يتسنى لها إمكانية مقارنة الفجوة بين معدل التضخم المحقق والمستهدف، بحيث يمكن التنبؤ بتوجهاتها في المستقبل و كذا درجة مرونتها في تحقيق أهدافها.<sup>25</sup>

(هـ) إيجابيات سياسة استهداف التضخم: من خلال التجارب التي مرت بها العديد من الدول التي مارست سياسة استهداف التضخم، فقد سجلت هذه السياسة العديد من الإيجابيات نذكر منها:<sup>26</sup>

❖ شفافيته و وضوحها بالنسبة للمجتمع، وهذا يرجع إلى الالتزام من قبل السلطات النقدية بتحقيق استقرار الأسعار و وضعه صوب أعينهم.

❖ تمنح سياسة الاستهداف للسياسة النقدية القدرة على التركيز على الاعتبارات المحلية ومواجهة الصدمات التي يمكن أن تمس الاقتصاد.

❖ تملك سياسة الاستهداف امتياز آخر وهو عدم رد اعتبار لسرعة الصدمات، وذلك كون إستراتيجية السياسة النقدية لا تستلزم استقرار العلاقة تضخم-نقود، لذلك يسمح استهداف التضخم للسلطات النقدية باستخدام كل المعلومات المتاحة و ليس متغير واحد لتحديد أحسن إطار للسياسة النقدية.

❖ إن الارتفاع في مسؤولية البنك المركزي في ظل سياسة الاستهداف من شأنه أن يساعد في تخفيض الضغوطات السياسية على البنك المركزي، و هذا يسمح بتفادي مشكلة عدم التوافق الزمني.

❖ يساعد استهداف التضخم على تركيز الجدل السياسي حول ما يمكن أن يفعله البنك المركزي (مراقبة التضخم) و ما لا يمكن فعله (رفع معدل النمو باستمرار بحكم متابعته للسياسة التوسعية).

(و) سلبيات سياسة استهداف التضخم: لا يعني النجاح الذي حققه استهداف التضخم في العديد من الدول خلوها من العيوب، فالتضخم ليس بالأمر الهين الذي يمكن للسلطات النقدية أن تراقبه، كما أن التأخيرات الطويلة الخاصة بآثار السياسة النقدية تتسبب في تأخر ظهور نتيجة التضخم.<sup>27</sup>

❖ انتقد كل من "فريدمان" و"كاتنير" (Friedman and Kuttner, 1996) هذا الشكل من السياسة النقدية من حيث حتمية قواعده الصلبة المفروضة على أصحاب القرار، الأمر الذي يجعلهم غير قادرين على مواجهة بعض الظروف غير المتوقعة، وهذا يرجع إلى الصراع القائم بين القواعد و التعقل (Rules and discretion).

❖ لم يتضمن استهداف التضخم أدوات بسيطة وسهلة للبنوك المركزية في قيادة السياسة النقدية، حيث أجبرت البنوك المركزية على استخدام كل المعلومات المتاحة من أجل تحديد التدخلات المناسبة للسياسة النقدية.

❖ يحتوي استهداف التضخم كما كان مطبقا على درجة خاصة من التعقل و يتغير التضخم المستهدف حسب الخصائص الاقتصادية.

❖ التضخم المستهدف في المدى القصير منوط بالتكيف مع صدمات العرض أو ظروف أخرى مثل قيمة سعر الصرف؛ أين يمكن أن يلغي أو يغير في التضخم المستهدف أمام بعض ما يعاكس التنمية الاقتصادية.

❖ تركيز سياسة استهداف التضخم على التضخم يمكن أن يؤدي إلى تقلبات واسعة في الإنتاج، إلا أن هناك بعض البراهين بان استهداف التضخم يخفض من نسبة المخاطرة (مستوى الانخفاض في الإنتاج المرافق لانخفاض التضخم إلى مستواه المستهدف) وخاصة عندما تتبنى البنوك المركزية التضخم المستهدف وتستطيع وبكل مصداقية الحفاظ على استقرار الأسعار لمدة من الزمن (Debelle and Fisher, 1994 ; and Posen, 1995). بالفعل، و حسب ما عرفته بعض الدول التي استهدفت التضخم كنيوزيلندا وكندا، فإن الانخفاض في التضخم الذي برز مع استهداف التضخم كان مرفقا بنمو بطيء و ارتفاع في معدل البطالة؛ ولكن بعد أن تأخذ سياسة التخفيض مكانها تبدأ هذه الاقتصاديات في تسجيل معدلات نمو عالية.

ثانيا: السياسة النقدية الحذرة من دون أي مثبت اسمي صريح (إستراتيجية "قم به فقط" (Just do it))

استطاعت العديد من الدول في سنوات التسعينات وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية أن تخفض و تراقب التضخم و بنجاح من دون أي مثبت اسمي صريح كسعر الصرف أو المجمعات النقدية المستهدفة أو التضخم المستهدف، و في نفس السياق لا توجد أية إستراتيجية صريحة واضحة المعالم، و لكن هناك إستراتيجية متجانسة على الأقل من أجل قيادة السياسة النقدية، حيث تقتضي هذه السياسة سلوك النظرة المستقبلية، أين تكتشف السياسة النقدية الوقائية أن التضخم سيتم قيادته مرحليا<sup>28</sup> (أ) مبدأ السياسة النقدية الحذرة: إن من المعروف لدى الاقتصاديين و في تحليلهم للآثار السياسية النقدية أنها تمتاز بالتأخر أحيانا، ففي الدول الصناعية التي عايشت تضخما منخفضا، بدا أن الميكانيزم التضخمي له عطالة هائلة، والتي تم تقديرها عن طريق نماذج قياسية كلية واسعة لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، و التي أشارت أن السياسة النقدية تأخذ سنتين لتؤثر على الإنتاج و ثلاث سنوات للحصول على أثر معتبر على التضخم. أما بالنسبة لدول أخرى أين تستجيب اقتصادياتها بسرعة أكثر لتغيرات سعر الصرف أو التي عايشت تغيرا عاليا في التضخم، فهي الأخرى تملك أسعارا أكثر مرونة أين يمكن أن تكون التأخرات قصيرة (أسعار مرنة يعني تضخم ضعيف العطالة).

يعتبر انتظار التضخم حتى يستعص تأخرا في تدخل السلطات النقدية، فعند ترك ميكانيزم التضخم يتدرج سيكون توقيفه بطيئا ومكلفا، لذلك ومن أجل حمايته من الانطلاق، فإنه يجب على السلطة النقدية أن تتصرف بطريقة النظرة المستقبلية والتدخل بجزر، و هذا يتبعه تأخرا من السياسة النقدية إلى التضخم، بحيث يجب على أصحاب القرار أن يتدخلوا جيدا قبل أن تتأزم الضغوطات التضخمية في الاقتصاد. فمثلا إذا استلزم عموما ثلاث سنوات ليكتمل تأثير السياسة النقدية على التضخم، و أن التضخم الحالي مستقر، و أن التضخم سيشهد ارتفاعا في الثلاث سنوات القادمة حسب ما يرى أصحاب القرار، فإن هؤلاء سيتدخلون الآن لضبط سياستهم النقدية من أجل الوقاية من ارتفاع التضخم. هذه الإستراتيجية الوقائية للسياسة النقدية هي واضحة كذلك كما هو الحال بالنسبة لنظام استهداف التضخم، لأن أدوات السياسة النقدية ملزمة بالتكيف ليأخذ في الحسبان التأخرات الطويلة لآثارهم من أجل إنجاح مستقبل التضخم المستهدف، إلا أن إستراتيجية "قم به فقط" (Just do it) تختلف عن استهداف التضخم في أنها لا تملك رسميا مثبت اسمي، و أنها أقل شفافية في إستراتيجية السياسة النقدية.

(ج) الواقع العملي للسياسة النقدية الحذرة: إن من أهم الاقتصاديات التي مارست هذا التوجه الجديد للسياسة النقدية هو الاقتصاد الأمريكي، حيث مارس الاحتياطي الفيدرالي هذه السياسة منذ الثمانينات من القرن العشرين وحتى أيامنا هذه.

د) فعالية السياسة النقدية الحذرة: استطاعت استراتيجية "افعله فقط" تحقيق نجاحا باهرا، و الدال على ذلك ما وصل إليه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال الفترة 1980-1991، حينها استطاع أن يخفض من تضخم ذو رقمين إلى تضخم يقارب 3% في نهاية 1991، مع الحفاظ عليه عند ذلك الحد منذ ذلك الحين.<sup>29</sup>

هـ) الإيجابيات: لقد كان أداء الاقتصاد الأمريكي محسودا عليه من قبل الدول الصناعية الأوروبية، فإستراتيجية "افعله فقط" كان لها امتياز بالنسبة للبنك المركزي في الوصول إلى حل مشكلة عدم التوافق الزمني بالالتزام بسلوك النظرة المستقبلية. و) السلبات: بالنظر إلى النجاحات التي حققتها إستراتيجية "افعله فقط" إلا أن "فريدريك ميشكان" طرح سؤال مفاده: لماذا دولة مثل الولايات المتحدة الأمريكية تعطي اعتبارا لإستراتيجية أخرى للسياسة النقدية و التي يمكنها أن تغير في شيء كان يعمل دائما و بشكل جيد، خصوصا مع عدم القدرة على معرفة شكل أو نوع الاعتراضات التي يمكن للسياسة النقدية أن تواجهها في المستقبل، وهذا ما يطرح مجموعة من السلبات لهذه الاستراتيجية والتي يمكن أن تكون سبب في انخفاض أدائها في المستقبل:<sup>30</sup>

❖ عدم شفافية هذه السياسة بشكل جيد، و هذا من شأنه أن ينشئ اللابقين المالي و الاقتصادي، و الذي يؤدي إلى نقص فعالية الوظائف الاقتصادية.

❖ نقص مستوى الشفافية سيجعل البنك المركزي أقل مصداقية، والذي سيجعله أكثر حساسية لمشكل عدم التوافق الزمني، وهذا ما سيؤدي إلى تتبع الأهداف القصيرة الأجل بدل الطويلة الأجل.

❖ نقص مستوى المسؤولية و الشفافية، سيعصب على البنك المركزي مهمة الثبات عند تضخم منخفض؛ فغياب المثبت الاسمي يمنح توقعات تضخمية أكثر حساسية للارتفاع، وخاصة في وجود عرض سالب أو صدمات أخرى على الاقتصاد، و هذا ما يجعل ارتفاع التضخم محتملا.

❖ تختلف هذه السياسة حسب الأفراد الممثلين في وزير المالية أو محافظ البنك المركزي وما يكون القطاع النقدي من كفاءات تساهم كلها في اتخاذ قرارات تخص السياسة النقدية، و التي تقيم استقرار الأسعار وبكل فعالية.  
خاتمة:

إذا كان استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي الجوهري الطويل الأجل للسياسة النقدية، فان السؤال الذي ينبغي على محافظي البنوك المركزية طرحه هو: ما هي الإستراتيجية التي على السياسة النقدية متابعتها أو تبنيها من أجل أحسن مساعدة للوصول إلى هذا الهدف؟

بحكم أن هناك أربع استراتيجيات لمراقبة التضخم، فانه لا يمكن لأي واحدة منها أن تهيمن على الأخريات في أي بلد في العالم، فالذي يمكن أن نقوله هو أن بعض الاستراتيجيات لها معنى أو اعتبار في ظل مجموعة من الظروف بدل أخرى؛ فسقوط العلاقة بين المجمعات النقدية و المتغيرات المستهدفة كالإنفاق النقدي أو التضخم، أدى إلى عدم الرغبة في استهداف المجمعات النقدية في بريطانيا كما هو الحال بالنسبة لإستراتيجية تثبيت سعر الصرف، لأن المملكة المتحدة غير ممكن لها أن تثبت الجنيه أمام أية عملة أخرى، و هذا ما أدى إلى انتقالها إلى سياسة استهداف التضخم التي تتميز بقدر عال من الشفافية و المسؤولية؛ أما بالنسبة لبعض الدول الصغيرة أين تملك مؤسسات الحكومة قدرا منخفضا من المصداقية، فإن ميكانيزم الالتزام القوي يمكنه أن يكون مجديا للحفاظ على التضخم تحت المراقبة؛ في ظل هذه الظروف، فإن إستراتيجية تثبيت سعر الصرف وخاصة مع الالتزام الصارم بميكانيزم لوحة العملات من شأنه أن يكون أكثر جدوة إلا أن هذا لا يخلو من المخاطر و خاصة فيما يتعلق بحماية القطاع المالي من مختلف الصدمات.

المراجع:

<sup>1</sup>: المعهد المصرفي المصري. استهداف التضخم. سلسلة حلقات نقاشية. العدد السابع. مصر. 2003. ص6. من الموقع: [www.ebi.gov.eg](http://www.ebi.gov.eg).

<sup>2</sup>: نفس المرجع، ص9.

<sup>3</sup>: Frederic S.Mishkin. Strategies for controlling inflation. P25. du cite:

<http://www.rba.gov.au/PublicationsandResearch/Conferences/1997/Mishkin.PDF>.

<sup>4</sup>: المعهد المصرفي المصري. استهداف التضخم. مرجع سابق ص7.

<sup>5</sup>: نفس المرجع. ص7.

<sup>6</sup>: Frederic S.Mishkin. Strategies for controlling inflation.op-cite. P14.

<sup>7</sup>: ibid.p14.

<sup>8</sup>: Ibid., p17.

<sup>9</sup>: Ibid, p17.

<sup>10</sup>: Andréas Billmeier. The early years of inflation targeting- review and outlook-university of Banbery, Germany.1993.p3.

<sup>11</sup>: Andréas Billmeier. The early years of inflation targeting- review and outlook-university of Banbery, Germany.1993.p3.

<sup>12</sup>: Jodi Scarlata, Conférence sur la Macroéconomie " le ciblage d'inflation», Institut du FMI. Washington. DC. 2001.p4.

<sup>13</sup>: Ludovic Aubert. La politique monétaire : Eléments de théorie et pratiques des banques centrale. Institut de recherche économique et sociale. France.2001.p27.

<sup>14</sup>: Kenneth N Kuttner. A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence.2004, p 07. du cite: [www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004/Kuttner.pdf.20/03/2005](http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004/Kuttner.pdf.20/03/2005).

<sup>15</sup>: Kenneth N.Kuttner, Adam S.Posen. Does talk matter after all? Inflation targeting and central bank behavior.p1. du cite: [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr88.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr88.pdf) .

<sup>16</sup>: Eser Tutar. Inflation Targeting in developing Countries and its Applicability to the Turkish Economy. Thesis submitted to the faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, Blacksburg, Virginia, July 18, 2002, p01.

<sup>17</sup>: Eser Tutar. Inflation Targeting in developing Countries and its Applicability to the Turkish Economy. Thesis submitted to the faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, Blacksburg, Virginia, July 18, 2002, p01.

<sup>18</sup>: Geoffrey Heenan, Marcel Peter, and Scott Roger. Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications. International monetary found working paper. (wp/06/278).2006.p3. du cite : (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06278.pdf>).

<sup>19</sup>: David Orden, Chair; Richard Ashley; Christiana Hilmer .Inflation targeting in Developing Countries and Its Applicability to the Turkish Economy. Thesis submitted to the faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics. Blacksburg, Virginia.July18, 2002.p1.

<sup>20</sup>: Ibid., p2.

<sup>21</sup>: Kenneth N Kuttner. A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence.op-cit. p07.

<sup>22</sup>: Frederic S.Mishkin. Overview of the symposium «RETHINKIN STABILISATION POLICY» .September. 2002, pp 2-4. [www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/02jhole.pdf](http://www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/02jhole.pdf).

<sup>23</sup>: André Kurman. Ciblage d'inflation : le cas des pays émergent. Séminaire de politique macroéconomique. Mai 2008.p4.

<sup>24</sup>: Frederic S.Mishkin. From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessens from the industrialized countries, op-cit, p20.

<sup>25</sup>: المعهد المصرفي المصري. استهداف التضخم. مرجع سابق. ص2-3.

<sup>26</sup>: Frederic S.Mishkin. Strategies for controlling inflation. Op-cit, P21-31.

<sup>27</sup>: Ibid, p21.

<sup>28</sup>: Ibid, p22.

<sup>29</sup>: Ibid, p23-p24.

<sup>30</sup>: Ibid, p25.