

Evaluation the policy of inflation Targeting strategy in emerging-market and developing economies (EMDEs).

د. عياش زبير

جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي- الجزائر
zoubeirayache@yahoo.fr

أ. خلف الله زكرياء

جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي- الجزائر
zakaryakhalfallah@gmail.com

Received: 22/10/2016

Accepted: 27/12/2016

Published: 27/03/2017

ملخص:

تعتبر استراتيجية استهداف التضخم إحدى أهم بدائل أطر السياسة النقدية الحديثة التي تستخدمها البنوك المركزية للقضاء على ظاهرة التضخم التي تسود اقتصادياتها، حيث يقوم البنك المركزي بموجبها بإعلان صريح عن استهداف رقمي لمعدل التضخم مع توفير استقلالية أكبر للبنك المركزي، وكذا درجة عالية من الشفافية والمساءلة، وهذا من أجل تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار. تهدف هذه الورقة البحثية إلى استخلاص أهم الدروس من تجربة دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية التي طبقت هذه الإستراتيجية، وهذا من أجل الوقوف على أهم المعوقات التي تعترض الأداء الجيد للسياسة النقدية المستهدفة للتضخم في هذه الدول، وكذا التحديات التي قد تواجهها في المستقبل، وتوصلت الورقة البحثية إلى عدد من النتائج كان أبرزها، أن 56% من دول العينة والتي تمثل 14 دولة من EMDEs كانت بعيدة كل البعد على تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار سنة 2015، وهذا راجع إلى ضعف الإطار المؤسسي في البنوك المركزية، وعدم استجابة التضخم المحلي لإجراءات السياسة النقدية بسبب ضعف الأسواق المالية. **الكلمات المفتاحية:** استراتيجية استهداف التضخم، السياسة النقدية، البنوك المركزية.

Abstract:

The inflation targeting strategy is one of the most important alternatives to the modern monetary policy frameworks used by central banks to eliminate the phenomenon of inflation that prevails in their economies, where the central bank, which explicitly declare the targeting of digital inflation rate provide greater independence of the Central Bank, as well as a high degree of transparency and accountability, in order to achieve the goal of price stability.

This paper aims to draw the most important lessons from the experience of the emerging market countries and the developing economies that have implemented this strategy. This paper aims at identifying the main obstacles to the good performance of the monetary policy targeting inflation in these countries and the challenges that may face them in the future. A number of results, most notably, that 56% of the sample countries representing 14 countries of EMDEs were far from achieving the goal of price stability in 2015, due to weak institutional framework in central banks and the failure of domestic inflation response to monetary policy measures due to weakness Financial Markets.

Key Words : Inflation targeting strategy , monetary policy, central banks.

تمهيد:

تعد إستراتيجية استهداف التضخم إطارا حديثا للسياسة النقدية تم اعتماده لأول مرة في نيوزلندا عام 1990، تطمح البنوك المركزية بواسطته إلى السعي وراء التحكم في معدلات التضخم المرتفعة من أجل تحقيق هدف الاستقرار النقدي مع الحفاظ على معدلات نمو عند المستويات المطلوبة.

قطعت البنوك المركزية في البلدان الصناعية خلال النصف الثاني من سنوات التسعينيات خطوات كبيرة في إدارة السياسة النقدية بواسطة هذا الإطار الحديث، حيث استطاعت هذه البلدان تخفيض معدلات التضخم إلى مستويات تتفق مع استقرار الأسعار في حين لم تتأثر معدلات النمو الاقتصادي، بل العكس من ذلك كانت هذه الأخيرة مرتفعة عندما تحقق الاستقرار النقدي، وهو ما شجع العديد من دول الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة التي كانت تعاني من معدلات تضخم مرتفعة الولوج في هذه التجربة، وهذا بعد أن أبانت بدائل أطر السياسة النقدية التقليدية المتمثلة في كل من استهداف سعر الصرف واستهداف المجمعات النقدية فشلها وعدم فعاليتها في بلوغ هدف الاستقرار النقدي على المدى المتوسط والبعيد واحتواء معدلات التضخم المرتفعة.

وبعد أن مرت ثلاث عقود تقريبا منذ أن اعتمدت نيوزلندا استراتيجية استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية، وتشير بيانات صندوق النقد الدولي وكذا الدراسات الحديثة في هذا المجال إلى أن عدد البلدان التي تنتهج هذا الإطار الحديث وصل إلى 36 دولة عبر العالم، 25 منها من بلدان الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة، والتي تعتبر أغلبها من البلدان منخفضة الدخل.

على ضوء ما سبق، وفي ظل الاقبال الكبير من دول الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة خاصة منها ذات الدخل المنخفض يتبادر في ذهننا التساؤل الرئيس التالي: " ما مدى نجاح استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية؟ وفيما تتمثل التحديات التي قد تواجهها في المستقبل؟"

وسنحاول معالجة هذه الإشكالية بناءً على المحاور التالية:

المحور الأول: ماهية استراتيجية استهداف التضخم وأنواعها.

المحور الثاني: متطلبات تجسيد استراتيجية استهداف التضخم.

المحور الثالث: الخيارات الاستراتيجية لتنفيذ استهداف التضخم.

المحور الرابع: استعراض تجارب وتحديات دول EMDEs في تطبيق استراتيجية استهداف التضخم.

المحور الأول: ماهية استراتيجية استهداف التضخم وأنواعها.

أولاً: ماهية استراتيجية استهداف التضخم.

1. ظروف نشأة استراتيجية استهداف التضخم:

تميزت بداية سنوات الستينيات بتوفر بيئة معتدلة نسبياً لمعدلات التضخم، حيث كان معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية لا يزيد على الواحد بالمائة 1%، أما في بعض الدول الأخرى مثل المملكة المتحدة وألمانيا فقد كانت معدلات التضخم آنذاك أعلى من نظيرتها في الولايات المتحدة لكنها لم تتعدى هي الأخرى 4%. إن هذه الظروف الجيدة جعلت العديد من الاقتصاديين المسلحين بالأفكار الكينزية يصرون بالجدال حول قدرتهم على ضبط التحكم في الاقتصاد بتحقيق أقصى قدر من العمالة مع تبعات طفيفة من التضخم، حيث ظهر بداية سنوات الستينيات ما يعرف بمنحنى فليبيس المشهور، والذي يقضي بأن هناك علاقة تبادلية على المدى الطويل بين التضخم والبطالة¹.

بعد أن أدى الفكر المهيمن على الساحة الاقتصادية من قبل خبراء التحليل الكينزي إلى زيادة نشاط السياسة النقدية والمالية للحصول على مستوى العمالة الكاملة في الاقتصاد²، ظهرت أفكار جديدة معارضة للفكر الكينزي منبثقة من المدرسة النقودية التي يترجمها كل من البروفيسور ميلتون فريدمان وشوارتز، حيث قدمت المدرسة النقودية نماذج كلاسيكية جديدة سنوات السبعينات كان الهدف الرئيسي منها إعادة تعريف دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي وتحدي النشاط السياسي³، وهذا بعد أن انتقد فريدمان منحنى فليبيس في خطابه الشهير سنة 1968 أمام الجمعية الأمريكية الاقتصادية مؤكداً أن الاقتصاد من شأنه أن يستقر على المعدل الطبيعي للبطالة مهما كان معدل التضخم على المدى البعيد، وأن أي محاولات من أجل تخفيض البطالة إلى أقل من المعدل الطبيعي ستؤدي حتماً إلى ارتفاع معدل التضخم، واقترح فريدمان كذلك في هذا السياق استهداف المجمع النقدي بدل من معدلات الفائدة مبرراً ذلك بأن معدل النمو في المعروض النقدي أكثر قدرة على شرح التقلبات الاقتصادية من معدلات الفائدة الاسمية⁴.

لم تمضي فترة طويلة على انتقادات فريدمان لمنحنى فليبيس حتى سجل الاقتصاد ارتفاع سريع في معدلات التضخم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من البلدان الصناعية، حيث ارتفعت معدلات التضخم سنة 1970 إلى أعلى من 10% والذي أطلق عليه التضخم الكبير، ليشهد العالم بعد هذا الأخير ظاهرة اقتصادية جديدة كان من المعتقد استحالة حدوثها سميت بظاهرة الركود التضخمي، وبالتالي عرفت منتصف سنوات السبعينيات ارتفاع مستمر في معدلات التضخم صاحبها ركود وانكماش كبير في الاقتصاد⁵.

ركز فريدمان على أهمية التوقعات في ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية بعدما طورت مدرسة شيكاغو النظريات التي أظهرت أنّ زيادة الفجوة في الانتاج على مستواه الطبيعي ترجع إلى التوقعات السيئة على الأسعار والأجور وليس للتغيرات في الطلب الكلي، ففي هذه الحالة يبتعد سعر الفائدة عن سعر التوازن ويخلق فجوة تؤدي إلى انحراف في مستوى الأسعار، والذي يوسع تباين التوقعات ويؤدي حتماً إلى دوامة تضخمية، كما بين لوكاس (1972-1976) أيضاً في نفس سياق التوقعات العقلانية والمرونة في الأسعار

والأجور أنه لا توجد مفاضلة في التضخم والانتاج على المدى القصير مما يؤدي إلى تحقيق الاستقرار في الأسعار.⁶

إن الهجوم الضمني للنظرية النقدية على منحى فليبيس بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية السائدة آنذاك قد أدت إلى تغيير جذري في دور السياسة النقدية، وبالتالي أصبحت تمتلك هدف وحيد ونهائي يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار⁷، وبالتالي فإن تحقيق هذا الأخير أدى إلى توافق كبير في الآراء حول إمكانية استخدام استهدافات وسيطية كقنوات للوصول إلى الهدف النهائي؛ وأساسا وللسعي وراء ذلك الأخير ظهرت على الساحة الاقتصادية استهدافات وسيطية تم اقتراحها في الأدبيات الاقتصادية، وتم استخدامها من الناحية العملية تمثلت في كل من استهداف سعر الصرف والاستهداف النقدي⁸.

إن الاستهدافات التي تم اقتراحها سرعان ما تعثرت في بلوغ هدف استقرار الأسعار وهذا راجع لعدة أسباب منها: التطور الهائل في الأسواق؛ التحرير المالي؛ وعدم إعطاء استقلالية أكبر للبنوك المركزية. وهذا ما سمح لهذه البنوك من التوجه نحو استراتيجية جديدة لإدارة السياسة النقدية سميت باستراتيجية استهداف التضخم عن طريقها يتم استهداف معدلات التضخم مباشرة من أجل تحقيق الاستقرار في الأسعار⁹، حيث تم اعتمادها من قبل العديد من البلدان على اختلاف اقتصاداتها بدأ بنيوزلندا سنة 1990، ثم كندا في فبراير 1991، تليها المملكة المتحدة 1992، ثم السويد وفنلندا عام 1993، لتنتقل بعد ذلك للعديد من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية¹⁰.

2. تعريف استراتيجية استهداف التضخم:

تعددت التعاريف حول هذا المصطلح بشكل واسع، فمنهم من عرفه من الناحية العملية، ومنهم من عرفه من الناحية النظرية، لذلك سنحاول من خلال هذه النقطة التطرق إلى أهم التعاريف التي شملتها هذه الاستراتيجية.

اقترح **Svensson** تعريفا شاملا لاستراتيجية استهداف التضخم من الناحية العملية، حيث عرفها على أنها تلك النظام الذي يظم أربع خصائص أساسية تتمثل فيما يلي: (1) إعلان عام عن هدف كمي رقمي لمعدل تضخم يتراوح في مختلف البلدان ما بين [1,5؛ 2,5] بالمئة سنويا، مع تحديد نطاق السماح بتقلب معدل التضخم الفعلي عن المستهدف بنحو أزيد أو أقل الواحد بالمئة ($\pm 1\%$)؛ (2) عدم وجود قاعدة صريحة تلزم البنك المركزي باستخدام أدوات معينة للسياسة النقدية، وهذا من أجل توفير استقلالية أكبر للبنك المركزي؛ (3) اتباع نظام سعر صرف؛ (4) توفير درجة عالية من الشفافية والمساءلة.

إضافة إلى هذه الركائز فقد أكد **Svensson** على ضرورة عدم وجود أهداف وسيطية إسمية للسياسة النقدية قد تتعارض مع هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار ماعدا هدف وسيط فريد يتمثل في قناه التوقعات الاستشرافية المستقبلية لمعدل التضخم¹¹.

كما يعرف كل من **Bernank and Mishken** استراتيجية استهداف التضخم على أنها إطار حديث لإدارة السياسة النقدية يقوم البنك من خلالها بإعلان صريح لاستهداف مجال معين للتضخم خلال فترة زمنية محددة، بحيث يكون الهدف الأولي والوحيد للسياسة النقدية هو تحقيق الاستقرار في الأسعار على المدى البعيد، إضافة إلى ذلك فإن هذه الاستراتيجية تشمل زيادة نمو الاتصال مع الجمهور حول خطط وأهداف السياسة النقدية، وكذلك زيادة مساءلة البنك المركزي حول تحقيق تلك الأهداف المسطرة¹².

وفي تعريف آخر قدمه محافظ بنك إنجلترا **King** فإن استهداف التضخم هو عبارة عن إطار تحليلي هدفه الأولي تحقيق الاستقرار النقدي على المدى البعيد مع الأخذ بعين الاعتبار ركيزتين أساسيتين هما: الأولى، تتمثل في الاعلان العام عن معدل التضخم المستهدف على المدى المتوسط؛ والثانية، تتعلق بالاستجابة للصدمات في المدى القصير¹³.

كما أضاف **King** أن استراتيجية استهداف التضخم تشكل إطارا لصنع وإبلاغ القرارات، وهي ليست نظرية جديدة لآلية تحويل السياسة النقدية، وبالتالي فهي لا تعكس فهما جديدا لقوانين الاقتصاد، لكن من خلال ارساء توقعات التضخم على الهدف يمكن تغيير آلية التحويل النقدي من أجل الحد من أثر الصدمات التضخمية¹⁴.

بناء على ما سبق يمكن تعريف استراتيجية استهداف التضخم على أنها إطارا حديثا لإدارة السياسة النقدية يركز على استقرار الأسعار كهدف أولي وأساسي للسياسة النقدية على المدى المتوسط والبعيد، وهذا من خلال استهداف رقم أو مجال محدد لمعدل التضخم من طرف السلطة النقدية التي تتمتع بالاستقلالية الإجرائية في إدارة أدوات السياسة النقدية بطريقة تكون شفافة، بحيث السلطة النقدية تكون مسؤولة عن تصرفاتها ونتائجها امام الجمهور والسلطات السياسية بشكل يعزز المساءلة.

ثانيا: أنواع استراتيجية استهداف التضخم.

توجد ثلاثة أنواع رئيسية لاستهداف التضخم تتمثل في:

1. استهداف التضخم الكامل (Full-Fledged Inflation Targeting):

يعتبر هذا النوع الأكثر شهرة وانتشارا عن باقي الأنواع الأخرى، حيث يطبق هذا النوع في الدول التي يتراوح فيها مستوى المصادقية من متوسط إلى أعلى، مع التزام واضح من صانعي السياسة النقدية أن استهداف التضخم هو الهدف الأولي للسياسة النقدية، وإضفاء الطابع المؤسسي لهذا الالتزام في شكل إطار نقدي شفاف يعزز مساءلة البنك المركزي حول الاهداف المسطرة.

تعتمد البلدان هذا النوع بغرض التخفيف من مشكلة تضارب أهداف السياسة النقدية المعروفة بالمرعب السحري لكالدور، وتعتبر نيوزلندا أول من تبني هذا النظام لتبعها سبع دول صناعية واحدى عشر دولة من بلدان الأسواق الناشئة سنة 2003.

2. استهداف التضخم الانتقائي (Electic Inflation Targeting):

يطبق هذا النوع عادة في البلدان التي تمتلك مستوى عال من المصدقية، والتي تتمكن من الحفاظ على معدلات منخفضة ومستقرة للتضخم مع توافر مستوى منخفض من الشفافية والمساءلة الكاملة بالنسبة لهدف التضخم. إن انخفاض معدل التضخم وتوفر درجة عالية من الاستقرار المالي يساعد هذه الدول على تحقيق اهداف ثانوية أخرى مثل الاستقرار في الأسعار، فضلا عن ذلك استقرار الأسعار، ولقد تم تصنيف خمسة بنوك مركزية في البلدان المتقدمة تمارس هذا النظام، منها البنك المركزي الأوروبي، والولايات المتحدة الأمريكية¹⁵.

3. استهداف التضخم الجزئي (Lite Inflation Targeting):

تعلن الدول التي تعتمد هذا النوع عن استهداف التضخم بدرجة منخفضة من المصدقية في تحقيق الهدف، مما يجعل البنك المركزي غير قادر على تحقيق استقرار الأسعار كهدف أولي للسياسة النقدية، كما أن انخفاض المصدقية في هذه الدول تعكس سرعة تأثيرها للصددمات الاقتصادية الكبيرة، وعدم الاستقرار المالي، وكذا ضعف الإطار المؤسسي القائم على السياسة النقدية¹⁶.

المحور الثاني: متطلبات تجسيد استراتيجية استهداف التضخم.

ترتبط فعالية استراتيجية استهداف التضخم بمدى قدرة البنك المركزي على التحكم في معدل او نطاق استهداف للتضخم كهدف أولي للسياسة النقدية، ولضمان فعالية هذه الاستراتيجية يجب توافر مجموعة من المتطلبات يمكن تصنيفها كما يلي: متطلبات أساسية، متطلبات مسبقة، ومتطلبات أساسية أخرى.

أولاً: المتطلبات الأساسية.

تعد المتطلبات الأساسية تلك المعايير التي يجب توافرها في بلد ما حتى يمكن القول انه يستهدف معدل التضخم، فإذا نقص متطلب من هذه المتطلبات في بلد ما لا يمكن الحكم على ان هذا الأخير يعتمد استهداف التضخم الكامل، ولقد اقترح **MishkenF** خمس متطلبات أساسية تتمثل فيما يلي¹⁷:

(1) الإعلان العام عن أهداف رقمية لمعدل التضخم في الأجل المتوسط من قبل السلطة النقدية القائمة على صنع السياسة النقدية في البلد والمتمثلة أساسا في البنك المركزي، ويكون هذا الإعلان من خلال نشر كل المعلومات المتضمنة المعدل أو المدى المستهدف للتضخم في الدوريات والنشرات والتقارير التي ينشرها البنك المركزي؛

(2) الالتزام المؤسساتي بأن استقرار الأسعار هو الهدف الأولي للسياسة النقدية، مع اعتبار باقي الأهداف الأخرى ثانوية؛

(3) تبني استراتيجية شاملة للحصول على المعلومات المتعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، ليس فقط المجاميع النقدية وسعر الصرف، بل كل المتغيرات التي تساعد على تحديد أدوات السياسة النقدية الأكثر فعالية؛

(4) توسيع نطاق شفافية السياسة النقدية، وذلك من خلال إعطاء فرصة إطلاع الجمهور وكلاء الأسواق المالية على توجهات وإجراءات السياسة النقدية، واعلامهم بخطط وأهداف وقرارات السلطة النقدية، حيث أن

معرفة الجمهور والوكلاء في الأسواق المالية أهداف وخطط السياسة النقدية وأدواتها، وكذا تمكينهم من الحصول على المعلومات المطلوبة في هذا المجال سيعمل على زيادة فعالية استراتيجية استهداف التضخم من جهة، ومن جهة أخرى سيساعد الوكلاء الاقتصاديين على اتخاذ قرارات سليمة، فضلا عن ذلك يخلق مزيد من الالتزام من قبل البنك المركزي للوفاء بالأهداف المسطرة؛

(5) تعزيز مساهلة البنك المركزي حول تحقيق أهداف التضخم: فكلما تمتع البنك المركزي بمزيد من الاستقلالية كلما كبرت الحاجة إلى مساءلته حول توجهات سياساته والنتائج التي تتمخض عنها، وذلك استنادا إلى مسؤولياته تجاه تحقيق الأهداف التي ينص عليها قانونه، أما الجهات التي يكون البنك المركزي مسؤولا أمامها هي: البرلمان بصفته ممثلا للشعب، وسائل الاعلام، وكلاء الأسواق المالية، وذلك وفق الآلية أو الأسلوب الذي ينص عليه القانون¹⁸.

ثانيا: المتطلبات المسبقة.

يتطلب نجاح البنوك المركزية حول تحقيق هدف استقرار الأسعار توافر مجموعة من الشروط المؤسسية والموضوعية، والتي من شأنها تزيد من فعالية استراتيجية استهداف التضخم، ومن بين هذه المتطلبات ما يلي:

1. استقلالية ومصداقية البنك المركزي:

تعتبر استقلالية البنوك المركزية احدى أبرز المسائل الهامة في مجال البحث عن الإطار المؤسسي الذي يساعد السياسة النقدية المستهدفة للتضخم في إبقاء معدلات التضخم عند مستوياتها المنخفضة في الأجلين المتوسط والطويل. ويقصد بالاستقلالية هنا حرية البنك المركزي في رسم وتنفيذ سياسته النقدية دون الخضوع لأي اعتبارات او ضغوطات سياسية، كما أن الاستقلالية لا تعني بأي حال من الأحوال الانفصال التام بين الحكومة والبنك المركزي وانفراد هذا الأخير برسم الأهداف النهائية للسياسة النقدية، حيث يمكن الاتفاق بينهما حول هذه الأهداف، على أن تكون للبنك المركزي الاستقلالية الإجرائية في اختيار الأدوات المناسبة والأهداف الوسيطة التي تساعد على الوصول للأهداف النهائية مع ضرورة الحفاظ على أكبر قدر ممكن من الانسجام والتناغم بين السياسة المالية والنقدية¹⁹.

وتتجسد صور استقلالية البنك المركزي ضمنا في عدم تمويل ميزانية الحكومة في أي صورة من الصور، كما أنه لا ينبغي أن يُطلب من البنك المركزي تخفيضات في أسعار الفائدة على الدين العام أو الحفاظ على سعر صرف إسمي معين، كما أنه لا ينبغي أن تكون ضغوطات سياسية على البنك المركزي من أجل رفع معدل النمو الاقتصادي. إن عدم استيفاء الشروط أعلاه يوحى بأن البنك المركزي لا يتمتع بأي نوع من أنواع الاستقلالية سواء الكاملة منها أو النسبية، وهذا ما يضعف من فعالية السياسة النقدية لتصل إلى أهدافها النهائية²⁰.

وتعد المصدقية من الشروط الموضوعية المرتبطة بدرجة استقلالية البنوك المركزية، فهي تمثل ركيزة أساسية تساعد على تحقيق أهداف السياسة النقدية وكذا استقلالية البنك المركزي. ويقصد بالمصدقية التزام البنك المركزي باتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السياسة النقدية دون أي تقصير، فإذا واجه البنك المركزي ظروف معينة فيتعين عليه ألا يتراجع عن تلك الإجراءات إلا عند تحقيق الهدف المسطر، ومما لا شك فيه أن اكتساب البنك المركزي مستوى عال من المصدقية يجعل استراتيجية استهداف التضخم تسير بالاتجاه المطلوب بشكل أسرع²¹.

2. امتلاك هدف وحيد يتمثل في استقرار الأسعار:

ينبغي أن تركز السلطات النقدية على تحقيق هدف وحيد يتمثل في معدل التضخم المعلن عنه والتخلي عن باقي الاستهدافات الأخرى التي تتضارب مع هدف الاستقرار النقدي كالعالة، أو استقرار سعر الصرف، كما ينبغي عليها أيضا أن تأخذ بعين الاعتبار الآثار المترتبة عن السياسة المالية، لأنه في الواقع وجود مستوى عال من الدين العام سيرفع من مستوى التوقعات المتشائمة أي التفكير في أن الوصول لمعدل التضخم المستهدف أمر صعب في المدى القصير، وهذا ما سيؤدي حتما لارتفاع أسعار الفائدة، والذي يؤدي بدوره إلى تزايد الارتفاع في الدين العام²².

3. وجود علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية ومعدل التضخم:

يجب أن تكون علاقة مستقرة بين التضخم وأدوات السياسة النقدية، لذلك يتوجب على السلطة النقدية المعتمدة استراتيجية استهداف التضخم أن تكون قادرة على بناء نموذج ديناميكي يتم من خلاله توقع معدل التضخم في المستقبل وتقديره عند مستوى يمكن تحقيقه والتحكم فيه، مما يساعد السلطة النقدية على تحديد حجم الانحرافات عن المسار المحدد من جهة، ومن جهة أخرى يجب أن تتوافر بين أيدي السلطة النقدية أدوات سياسة نقدية فعالة في التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية من أجل تصحيح الانحرافات وإعادة معدل التضخم المتوقع إلى مستواه أو مدها المحدد، ولا بد أيضا أن تكون هناك أسواق مالية ونقدية متطورة تساعد على سرعة استجابة تلك الأدوات لتحقيق الاستقرار النقدي²³.

ثالثا: المتطلبات الأساسية الأخرى.

توجد إلى جانب المتطلبات الأساسية والمتطلبات المسبقة بعض المتطلبات التي ينبغي أن تتوافر في البلدان المعتمدة لهذه الاستراتيجية، وهذا من أجل تكييف البيئة المناسبة التي تساعد على إنجاح تطبيقها في تحقيق هدف الاستقرار النقدي، ومن بين هذه المتطلبات ما يلي:

1. استقرار الاقتصاد الكلي:

يؤدي فرض أهداف متضاربة على البنك المركزي إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي داخل البلد، مما يؤدي إلى التشكيك حول فاعلية السياسة النقدية في استهداف التضخم، وبالتالي فإن السلوك الفعال للسياسة النقدية المستهدفة للتضخم يتطلب ألا تخضع السياسة النقدية لقيود الميزانية فيما يخص التمويل النقدي بالعجز للحكومة، ذلك لأن الوضع المالي السليم وكذا استقرار الاقتصاد الكلي يقويان من مصداقية البنك المركزي، كما أن الوضع الخارجي أيضا يجب يتسم بالقوة بما فيه الكفاية لتجنب خطر الانزلاقات الناتجة عن التغيرات في سعر الصرف، وبالتالي فيجب اتخاذ التدابير اللازمة للتخفيف من مخاطر الصراع بين المدى المستهدف للتضخم وعدم توفر الاستقرار الخارجي. والأهم من ذلك كله هو ضمان التطبيق الصارم والجيد لأنظمة الرقابة الاحترازية على البنوك التجارية والمؤسسات المالية بدقة عالية²⁴.

2. وجود قطاع مالي مستقر ومتطور:

تعتبر الدول المرشحة لاعتماد استراتيجية استهداف التضخم الأكثر قابلية للتأثر بالأزمات والصدمات، لذلك فإن الاستقرار المالي يسمح للبنوك المركزية في هذه البلدان التركيز أكثر على استهداف التضخم، ويساعدها على ارساء تطلعات وتوقعات الوكلاء الاقتصاديين للهدف المسطر.

كذلك يجب أن تكون السوق المالية لهذه البلدان متطورة بما فيه الكفاية من أجل تطبيق سياسة نقدية مستقرة على أدوات تتسم بمرونة عالية تجاه قانون السوق، حيث يعود تطور أسعار الأصول المالية في الأسواق النشطة والعميقة بالمعلومات المتعلقة بالنشاط الاقتصادي إلى البنك المركزي، مما يساعد في التركيز أكثر على معدل التضخم المستهدف، وامتصاص آثار الصدمات على المدى القصير، وكذلك الحفاظ على الاستقرار المالي²⁵.

المحور الثالث: الخيارات الاستراتيجية لتنفيذ استهداف التضخم.

استراتيجية استهداف التضخم هي اعلان صريح رقمي على مستوى مستهدف للتضخم، ومع ذلك تكون السلطة النقدية مضطرة لتحديد بعض الخيارات الاستراتيجية التي تساعدها على الوصول لمعدل التضخم المستهدف، ومن الناحية العملية تم تحديد ثلاث خيارات أساسية تتمثل في: التعريف بالهدف؛ بناء توقعات مستقبلية لمعدل التضخم؛ والاتصال من خلال نشر كل المعلومات المتعلقة بالخيارات السابقة.

أولاً: التعريف بالهدف.

تقوم السلطة النقدية من أجل وضع تعريف مفصل للهدف بعدة خطوات أساسية تتمثل في: تحديد الهدف، اختيار مؤشر أسعار مناسب للتضخم، اختيار الأفق الزمني المناسب، وفي الأخير اختيار مستوى معين لمعدل التضخم.

1. تحديد الهدف: يعتبر اختيار الهدف قضية رئيسية في نجاح أو فشل السياسة النقدية، أما فيما يخص مسألة من الذي يعين معدل التضخم المستهدف ويقوم بالإعلان عن مستواه المستهدف يعتمد على مدى استقلالية البنك المركزي، وهذه المسألة تختلف من بلد إلى آخر، فعلى سبيل المثال يتم الاعلان عن معدل التضخم المستهدف لأول مرة في كل مناسترااليا وفنلندا والسويد من قبل البنك المركزي دون أي موافقة صريحة من الحكومة، أما في كندا ونيوزلندا فقد يتم تحديد واختيار الهدف المستهدف والاعلان عنه بموجب اتفاق مشترك بين وزير المالية ومحافظ البنك المركزي، حتى إذا تم الاعلان عن معدل التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي، على الحكومة ان تصادق عليه لاحقاً بما أن هذا قد يشجع الاتفاق بين هيتني صنع السياسة وزيادة فعالية ومصداقية هذا الاطار²⁶.

2. اختيار مؤشر اسعار مناسب للتضخم: إن اختيار مؤشر الأسعار الذي يتم به قياس الرقم القياسي لأسعار المستهلك يُظهر وجود فروقات كبيرة بين الدول المعتمدة لاستراتيجية استهداف التضخم، حيث يوجد نوعان رئيسان من المؤشرات المرجحة لحساب معدل التضخم هما: مؤشر اسعار المستهلك (CPI)، ومعامل انكماش الناتج المحلي الاجمالي (GDP).

ويعد مؤشر أسعار المستهلك الأكثر شيوعاً واستخداماً من قبل البنوك المركزية في العالم، ذلك لأنه مألوف لدى الجماهير مما يسهل فهمه من جهة، ومن جهة أخرى يتم حساب هذا المؤشر شهرياً بشكل منتظم، كما انه لا يحتاج ولا يخضع الى قدر اكبر من المراجعة والتعديل مع مرور الوقت²⁷.

3. تحديد الأفق الزمني للهدف: بعد تحديد الهدف مسبقا واختيار مؤشر الاسعار المناسب لقياس معدل التضخم يمكن طرح التساؤل التالي: ما هو الافق الزمني الذي يضمن تحقيق الهدف المسطر؟

للإجابة على هذا التساؤل يذكر فريدريك ميشكن أن اختيار أفق قصير قد يخلق ثلاث مشاكل محتملة، المشكلة الأولى تتمثل في عدم استقرار السياسة النقدية إذا قام صانعي السياسة بإدخال تعديلات متكررة قد تكون متناقضة في بعض الاحيان، مما يؤدي الى انعدام الاستقرار النقدي ويؤثر سلبا على مصداقية السياسة النقدية؛ المشكلة الثانية وتتمثل في فقدان وظائف البنك المركزي والتي تأخذ بعين الاعتبار استقرار الدخل، لذلك ينصح باتباع وتحديد أفق زمني بعيد، لأنه خلال الفترات الزمنية القصيرة يصبح الانتاج أكثر تقلبا بسبب ضعف الوزن الممنوح لفجوة الناتج، مما يؤدي بدوره الى انعدام الاستقرار الاقتصادي وفشل السياسة النقدية؛ المشكلة الثالثة التي ناقشها ميشكن هي صعوبة تحقيق هدف استقرار الاسعار في الافق القصير لأن عمل السياسة النقدية ينطوي على عدة تغييرات متكررة لفترات قصيرة، هذه التغييرات المتكررة في الاستهداف تؤدي الى صعوبة في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار²⁸.

بناء علالمشاكل أعلاه التي تكون ناتجة بسبب اعتماد أفق زمني قصير يمكننا أن نفهم بسهولة سبب اختيار جميع البنوك المركزية أفق طويل المدى والذي عادة ما يكون 05 سنوات، ويعود تبرير ذلك كون ميكانيكية تحويل أثر السياسة النقدية غير متماسكة في الأفق القريب لتحقيق هدف استقرار الأسعار، ذلك لأن معظم الدول الصناعية تتراوح فيها أوقات تحويل أثر السياسة النقدية من 36 إلى 60 شهرا، فعلى سبيل المثال اختارت نيوزلندا أفق زمني مدته خمس سنوات في أول بيان لها، أما بعض البنوك المركزية فقد حددت سنة واحدة في البداية، وبعد ذلك أدركوا أن هذا الخيار ليس أمثل ولا يؤدي إلى استقرار الأسعار وهكذا تم توسيع نطاق هذا الأفق إلى 5 سنوات، كما هو الحال أيضا في كندا حيث قامت السلطات النقدية بتحديد أفق زمني ثابت مدته سنة ونصف عام 1992، وبعد ذلك تم توسيع النطاق سنة 1994 إلى 5 سنوات²⁹.

4. اختيار مستوى أو مجال محدد لمعدل التضخم المستهدف: من خلال هذه الخطوة تقوم السلطة النقدية إما باختيار عدد رقمي أو مجال معين لمعدل التضخم المستهدف، فعلى سبيل المثال قررت فنلندا وأستراليا اختيار عدد رقميين لمعدل التضخم، في حين كندا، المملكة المتحدة، السويد، ونيوزلندا قاموا بتحديد مجال معين لمعدل التضخم، أما إسبانيا فقد حددت سقف لمعدل التضخم كحد أقصى لا يجب تجاوزه. ومن أسباب لجوء العديد من الدول لاستخدام مجال معين لمعدل التضخم المستهدف هو عدم إمكانية التحكم أو السيطرة الكاملة على معدلات التضخم من طرف السياسة النقدية، وهذا بسبب التباطؤات الطويلة والمتغيرة التي قد تواجهها السياسة النقدية من جهة، وصعوبة التنبؤ بدقة حول معدل التضخم في المستقبل من جهة أخرى.

وفي ظل هذه الظروف فإن اعتماد مجال معين للتضخم سيضمن الاستقرار في الإنتاج ويقلل من التقلبات في معدل التضخم، كما يساعد على ابقاء مرونة كافية لمعالجة الصدمات قصيرة الأجل³⁰.

ثانيا: بناء توقعات مستقبلية لمعدل التضخم.

تتطلب استراتيجية استهداف التضخم استخدام نماذج تنبؤ قياسية تساعد على تحديد معدل التضخم المتوقع في المستقبل بسبب طبيعتها التطلعية من جهة، وإمكانية وجود فجوة بين إجراءات السياسة النقدية وتأثيرها على المتغيرات المستهدفة من قبل البنك المركزي من جهة أخرى، وبالتالي فإن استراتيجية السياسة النقدية المستهدفة

للتضخم تكون أكثر فعالية إذا كانت لها نظرة استشرافية حول معدل التضخم المستقبلي، فمثلا إذا كانت معدلات التضخم المتوقعة أكبر من المجال المستهدف فعلى السلطات النقدية تغيير أدوات السياسة النقدية في الوقت المناسب قبل أن يرتفع معدل التضخم الفعلي، ويجب عليها أيضا اتخاذ كل الإجراءات الوقائية للقضاء على هذه الانحرافات وتصحيحها، ونتيجة لذلك فتوقعات البنك المركزي لها أدوار خاصة في نظام استهداف التضخم³¹.

ثالثا: الاتصال.

يعتبر الاتصال واحد من بين أهم الخيارات الاستراتيجية لاستهداف التضخم، وبالتالي فهو يضمن مستوى عال من الشفافية من خلال الاتصال المباشر بالوكلاء والجمهور، حيث يتضمن هذا الخيار في قيام صانعي السياسة النقدية بشرح الأساليب والأهداف والخطط والالتزامات التي تقوم عليها السياسة النقدية، وكذلك توضيح ما إذا كانت الانحرافات ناتجة عن خطأ أو أنها كانت متوقعة أثناء تطبيق السياسة النقدية، وبالتالي فإن الاتصال بالجمهور والوكلاء والأسواق المالية يخلق ثقة داخل البلد ويساعد على فعالية السياسة النقدية³².

المحور الرابع: استعراض تجارب وتحديات دول EMDE في تطبيق استراتيجية استهداف التضخم.

مرت أزيد من 25 سنة على ولادة استراتيجية استهداف التضخم بنيوزلندا بعد أن أصدر البنك الاحتياطي النيوزلندي في جانفي 1990 قانونا يقضي باعتماد رسمي لهذا الإطار النقدي الحديث، لتتبعها بعد ذلك العديد من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة، حيث أظهرت هذه الاستراتيجية بعد عدة سنوات نتائج مرضية لبعض الدول المطبقة لهذا الإطار في تخفيض معدلات التضخم وتحقيق استقرار الأسعار.

إن الأنباء الجيدة حول فعالية هذه الاستراتيجية الحديثة جعلها محل اهتمام وأكثر جاذبية في جميع أنحاء العالم، وأصبحت كل الدول تنظر إلى هذه الاستراتيجية على أنها سر تقوية بنوكها المركزية وسياستها النقدية وأدائها الاقتصادي الكلي، وفي الواقع وصل عدد البنوك المركزية في الدول التي اعتمدت هذا الإطار الحديث سنة 2015 حوالي 36 بنكا، منه 11 بنوك تابعة للدول الصناعية، و25 بنكا من دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية، كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول رقم (01): البلدان المستهدفة لمعدلات التضخم خلال الفترة 1990-2015.

البلد	تاريخ الاعتماد	البلد	تاريخ الاعتماد	البلد	تاريخ الاعتماد
نيوزلندا	1990	تايلاند	2000	صربيا	2006
تشيلي	1991	جنوب إفريقيا	2000	تركيا	2006
كندا	1991	المجر	2001	غانا	2007
المملكة المتحدة	1992	ايسلندا	2001	ألبانيا	2009
أستراليا	1993	المكسيك	2001	جورجيا	2009
السويد	1995	النرويج	2001	مولدوفا	2010

2011	الجمهورية الدومينيكية	2002	البيرو	1997	الجمهورية التشيكية
2012	أوغندا	2002	الفلبين	1997	الأراضي الفلسطينية المحتلة
2013	اليابان	2005	غواتيمالا	1998	كوريا
2013	الباراغواي	2005	اندونيسيا	1999	كولومبيا
2014	روسيا	2005	رومانيا	1999	بولندا
2015	الهند	2006	أرمينيا	1999	البرازيل

Source: Klaus Schmidt-Hebbel, *The Past and Future of Inflation Targeting*, April 2016, PP:29-30.

Disponible Sur: http://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016_XVIII_Sem_Anual_Metas_Inf_BCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf

Wolassa L Kumo, *Inflation Targeting Monetary Policy, Inflation Volatility And Economic Growth In South Africa*, African Development Bank Group, Working Paper N° 216, Tunisia, January 2015, P: 32.

من خلال الجدول أعلاه يتبين أن العشر سنوات الأولى التي تلي تاريخ ولادة هذه الاستراتيجية كانت شبه محتكرة من قبل الدول الصناعية على غرار نيوزلندا، المملكة المتحدة، كندا، السويد، أستراليا، الأراضي الفلسطينية المحتلة... إلخ، لكن في الواقع ومع بداية سنة 2002 ارتفع عدد الدول المعتمدة لهذا الإطار النقدي الحديث إلى حوالي 20 دولة، 10 دول منها تنتمي للأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية على غرار الفلبين، بيرو، المجر، كوريا، جنوب إفريقيا، تايلاند وغيرها من الدول الأخرى، ثم بعد ذلك ارتفع العدد إلى أن وصل عدد الدول الناشئة والنامية 25 دولة سنة 2015 منها الهند، أوغندا، تركيا، وغيرها.

إن هذا الارتفاع الملفت في عدد الدول للأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية يقودنا للسؤال التالي: ماهي الدروس المستخلصة والتحديات المستقبلية لدول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية؟

أولاً: تقييم تجربة استراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية.

العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية تبنت استراتيجية استهداف التضخم كأداة لتحقيق الاستقرار في الأسعار، باعتبار أن هذه الاستراتيجية تشكل التزام من أجهزة البنوك المركزية من جهة، وتمثل ركيزة اسمية للتأثير على التوقعات الخاصة بالتضخم من جهة أخرى، حيث اعتمدت معظم البنوك المركزية لهذه البلدان في بادئ الأمر على استهداف جزئي لمعدل التضخم يرافقه استهداف ضمني لسعر الصرف، في حين قامت بعض البنوك المركزية لدول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية باستهداف معدل التضخم مع الالتزام بتحديد هدف صريح لسعر الصرف من أجل تحقيق الاستقرار في عملتها، وذلك من خلال تدخلات قوية في أسواق الصرف الأجنبي، ونذكر من هذه الدول: (كولومبيا، البرازيل، وبيرو)، وبعد ذلك أدركت هذه الدول أن تبني استراتيجية استهداف التضخم الجزئي محفوف بالمخاطر مما جعلها تخرج من دائرة الاستهداف الجزئي وتعتمد تدريجياً استهداف التضخم الكامل من خلال تطبيق نظام التعويم الحر لسعر الصرف مع التزام بتخفيض معدلات التضخم بشكل مستمر³³.

ولتقييم تجارب أداء البنوك المركزية في تحقيق معدلات تضخم منخفضة من خلال هذا الإطار النقدي الحديث للسياسة النقدية، سنأخذ عينة تتكون من 25 دولة تطبق استراتيجيات استهداف التضخم كلها تنتمي إلى دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية، حيث قمنا بتجميع البيانات التي تخص كل من تاريخ اعتماد الاستراتيجية، معدل التضخم عند تاريخ الاعتماد، الأفق الزمني للاستهداف، النطاق المستهدف لمعدل التضخم، التضخم الفعلي سنة 2015، والانحراف سنة 2015 عن النطاق المسموح به للتقلب. كما هو موضح في الشكل (02) أدناه.

الجدول رقم (02): الملامح الانتقائية لاستراتيجية استهداف التضخم في دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية سنة

2015

البلد	تاريخالاعتماد	معدل التضخم عند تاريخ الاعتماد	الأفق الزمني للاستهداف	النطاق المستهدف	التضخم الفعلي لسنة 2015	الانحراف عن النطاق المستهدف
تشيلي	1991	%21.8	عامين	$3 \pm 1\%$	%4.3	0.3
بولندا	1999	%7.3	المدى المتوسط	$2.5 \pm 1\%$	-1%	-2.5
كولومبيا	1999	%10.9	المدى المتوسط	[2%-4%]	%5	1
البرازيل	1999	%4.9	استهداف سنوي	$4.5 \pm 2\%$	%9	2.5
جنوب إفريقيا	2000	%5.3	بشكل مستمر	[3%-6%]	%4.6	ع و ا
التايلاند	2000	%1.6	08 أرباع السنة	$2.5 \pm 1.5\%$	-0.9%	-1.9
المجر	2001	%9.2	المدى المتوسط	$3 \pm 1\%$	-0.1%	-2.1
المكسيك	2001	%6.4	المدى المتوسط	$3 \pm 1\%$	%2.7	ع و ا
بيرو	2002	%0.2	كل الأوقات	$2 \pm 1\%$	%3.6	0.6
الفلبين	2002	%2.7	المدى المتوسط	$4 \pm 1\%$	%1.4	-1.6
غواتيمالا	2005	%9.1	نهاية السنة	$4 \pm 1\%$	%2.4	-0.6
اندونيسيا	2005	%10.5	المدى المتوسط	$4 \pm 1\%$	%6.4	1.4
رومانيا	2005	%9	المدى المتوسط	$3 \pm 1\%$	-0.6%	-2.6
أرمينيا	2006	%2.9	المدى المتوسط	$4 \pm 1.5\%$	%3.7	ع و ا

صربيا	2006	%11.7	المدى المتوسط	1.5± %4	%1.4	-1.1
تركيا	2006	%9.6	عدة سنوات	2 ± %5	%7.7	0.7
غانا	2007	%10.7	18-24 شهر	2± %8	%17.1	7.1
ألبانيا	2009	%2.3	المدى المتوسط	1± %3	%1.9	-0.1
جورجيا	2009	%1.7	المدى المتوسط	%5	%4	-1
مولدوفا	2010	%7.4	المدى المتوسط	1.5± %5	%9.7	3.2
الجمهورية الدومنيكية	2011	%8.5	المدى المتوسط	1± %4	%0.8	2.2
أوغندا	2012	%14	المدى المتوسط	2± %5	%5.2	ع و ا
البارغواي	2013	%2.7	المدى المتوسط	%4.5	%3.1	-1.4
روسيا	2014	%7.8	المدى المتوسط	%4	%15.5	11.5
الهند	2015	/	المدى المتوسط	%8	%5.9	-2.1

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

World Bank Group, World Data Bank, World Development Indicators, Vu: le 02/12/2006

http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.DEFL.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&popular_type=series&ispopular=y
Klaus Schmidt-Hebbel, Loc.Cit.

من خلال تفحص الجدول أعلاه (02)، نلاحظ أن 04 دول فقط أي ما يعادل 16% من دول العينة استطاعت أن تحقق نجاحا كبيرا في بلوغ الهدف المسطر وراء استراتيجية استهداف التضخم سنة 2015، وذلك لأنها استطاعت أن تحقق معدلات تضخم لم تخرج عن المجال المستهدف مع نطاق السماح بالتقلب، في حين توجد 07 دول أي ما يقارب 28% من دول EMDEs المعتمدة لهذه الاستراتيجية استطاعت أن تخفض فجوة الانحراف لمعدل التضخم الفعلي عن المستهدف زائد نطاق التغير المسموح به بشكل جيد، حيث لم يتجاوز الانحراف في هذه الدول النقطة المئوية الواحدة (1%) وهذا يخص كل من دول (شيلي، كولومبيا، بيرو، غواتيمالا، تركيا، ألبانيا وجورجيا)، حيث يعتبر هذا الانجاز أداء جيد لاستراتيجية استهداف التضخم في تخفيض معدلات التضخم لسنة 2015 مقارنة مع السنوات التي سبقتها، كما يعد مؤشرا جيدا موضوعيا على فاعلية أدوات السياسة النقدية وتناسقها مع الأهداف المنشودة. وتبقى 56% من دول العينة والتي تمثل 14 دولة من EMDEs بعيدة كل البعد على تحقيق الاستقرار في الأسعار خاصة سنة 2015، حيث عرفت معظم هذه الدول

تباعد كبير في فجوة الانحراف بين معدل التضخم الفعلي والمستهدف، حيث بلغ الانحراف على سبيل المثال في كل من رومانيا، مولدوفا، غانا، وروسيا حوالي (-2.6)، (3.2)، (7.1)، و(11.5) على التوالي، وهذا يدل على عدم نجاح استراتيجية استهداف التضخم، وعدم وجود علاقة متغيرة بين أدوات السياسة النقدية والتضخم هذه البلدان، مما ينبأ على عواقب وخيمة قد تتعرض لها هذه الدول إذا لم تقم بتسخير أدوات سياسة نقدية فعالة تتناسب مع وضعها الاقتصادي.

ثانياً: معوقات نجاح استراتيجية استهداف التضخم في دول EMDEs.

إن فعالية السياسة النقدية الحديثة المستهدفة للتضخم أظهرت مكاسب كبيرة لبعض دول الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية في تخفيض تقلبات معدلات التضخم، إلا أن أغلبية هذه الدول فشلت في تحقيق هذا الهدف بسبب العديد من العوامل والتي نذكر منها³⁴:

1. ضعف الإطار المؤسسي وتدني مستوى التنمية: إن ضعف الإطار المؤسسي في البنوك المركزية للدول النامية خاصة منها ذات الدخل المنخفض، وكذا تدني مستوى التنمية يعتبران من بين أهم العوامل التي تعيق السلطات النقدية على توفير الشروط الداعمة لنجاح استهداف التضخم، والمتحددة أساساً في الاستقلالية الاجرائية، القدرات التقنية والأسواق المالية المتطورة؛
2. عدم استجابة التضخم المحلي لإجراءات السياسة النقدية في العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية لا سيما في البلدان ذات الدخل المنخفض، وهذا راجع لضعف الأسواق المالية وخلوها بعض الخصائص الهيكلية؛
3. غالباً ما تتصف أسواق السلع والخدمات في دول EMDEs بكفاءة منخفضة ومرونة، مما يجعل التضخم المحلي أقل استجابة لإجراءات السياسة النقدية.
4. معدل التضخم في بلدان EMDEs أكثر عرضة وتأثراً بصدمات أسعار السلع الأساسية، بسبب اعتماده هذه البلدان على مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI) والذي يقيس بشكل أوسع أسعار الغذاء؛
5. وفي الأخير فإن تقلب أسعار الصرف يكون مرتفع جداً على مستوى دول EMDEs، حيث تنعكس صدماته بدرجة أكبر على معدلات التضخم، وهذا راجع لمعاملات تحويل أثر تخفيض قيمة العملة على التضخم.

ثالثاً: تحديات استراتيجية استهداف التضخم في دول (EMDEs).

تواجه البنوك المركزية المستهدفة للتضخم في دول EMDEs مجموعة من التحديات التي ينبغي أن تتصدى لها إذا كانت تهدف إلى زيادة تحسين أدائها على صعيد الاقتصاد الكلي وكفاءة السياسة النقدية، وهناك أربع تحديات أساسية يمكن عرضها فيما يلي³⁵:

✓ **التحدي الأول:** إن توفير المتطلبات المساعدة على نجاح استهداف التضخم يعتبر أكبر تحدي لبلدان الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية للعديد من البلدان الناشئة والنامية التي تفكر في اعتماد هذه الاستراتيجية في المستقبل، وتشمل هذه المتطلبات الذاتية للبنك المركزي، البنية التحتية التقنية للبنك المركزي، الهيكل الاقتصادي وتطور النظام المالي؛

✓ **التحدي الثاني:** على البنوك المركزية التي من المحتمل أن تعتمد استراتيجية استهداف التضخم في المستقبل أن تظهر إثبات التزام قوي على أن الاستقرار في الأسعار هو الهدف الأولي للسياسة النقدية دون اعتماد استهدافات أخرى قد تتعارض مع تحقيق الاستقرار؛

✓ **التحدي الثالث:** يخص هذا التحدي دول EMDEs التي اعتمدت استراتيجية استهداف جزئي للتضخم مع استهداف ضمني أو صريح لسعر الصرف، فاعتباراً من سنة 2015 تبين أن نصف دول العالم التي تقوم باستهداف معدل 4% فأكثر مع تدخل قوي في أسواق الصرف الأجنبي من دول EMDEs، وبالتالي فإن وجود ركيزتين اسميتين وتغير سنوي في استهداف التضخم يعتبر تحد كبير لهذه الدول لأنه يقيد فعالية إدارة السياسة النقدية في الفترة الانتقالية من تخفيض مستويات مستهدفة للتضخم؛

✓ **التحدي الرابع:** على البنوك المركزية المستهدفة للتضخم تجنب الوقوع في صدمات تضخم إيجابية عن طريق رفع نطاق مستويات استهداف التضخم، فالعديد من دول EMDEs الذين قاموا باستهداف مستويات تضخم لفترة مؤقتة تعرضوا لصدمة أسعار السلع الأساسية سنة 2007-2008، وعلى الرغم من أن هذه الأعمال أي لا تخضع للبحث بصورة منتظمة إلا أن تكاليفها تمثلت في التضحية بمصادقية السياسات عن طريق التمديد في فترة التعديلات لمستويات مستهدفة منخفضة من أجل الحد من تجاوز الانحرافات عن الأهداف.

خلاصة:

استطاعت العديد من دول الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية أن تحقق نجاحاً كبيراً في بلوغ هدف الاستقرار في الأسعار عن طريق هذا الإطار الحديث إضافة إلى توفر المناخ المناسب، حيث أخذت معدلات التضخم تنخفض إلى أن وصلت إلى المستويات المطلوبة سنة 2015، إلا أن العديد من دول EMDEs كان بعيداً كل البعد عن تحقيق الاستقرار في الأسعار عن طريق استراتيجية استهداف التضخم، وهذا بسبب عدم توافر الشروط اللازمة لإنجاح هذه الاستراتيجية، ما يجعلها تقف أمام تحديات كبيرة قد تواجهها البنوك المركزية لهذه الدول في المستقبل، والتي ينبغي أن تتصدى لها إذا كانت تهدف إلى زيادة تحسين أدائها على صعيد الاقتصاد الكلي وكفاءة السياسة النقدية.

نتائج الدراسة:

1. تعتبر استراتيجية استهداف التضخم إطاراً حديثاً للسياسة النقدية يتسم بالإعلان الصريح والعام عن استهدافات كمية رسمية لمعدل التضخم خلال فترة أو أكثر من الآفاق الزمنية، وإقرار صريح بأن استقرار الأسعار يجب أن يكون هدفاً أولياً طويل الأجل للسياسة النقدية، وعليه فإن هذا الإطار الحديث يعمل على صنع وتحويل القرارات، من خلال إرساء توقعات التضخم على الهدف من أجل تغيير آلية تحويل الأثر النقدي للحد من أثر الصدمات التضخمية؛

2. يرتبط نجاح وفعالية السياسة النقدية المستهدفة للتضخم استهداف في الدول النامية والأسواق الناشئة بمدى توافر مجموعة من المتطلبات الأساسية والمسبقة، فضلاً عن ذلك إدخال العديد من الإصلاحات على أنظمتها المالية وتطوير أسواقها المالية؛

3. أظهرت استراتيجية استهداف التضخم مكاسب كبيرة لبعض دول العينة المدروسة في تحقيق أداء جيد للسياسة النقدية، حيث استطاعت 07 دول من أصل 25 دولة أي ما يقارب 28% من دول EMDEs المعتمدة لهذه الاستراتيجية أن تخفض فجوة الانحراف لمعدل التضخم الفعلي عن المستهدف زائد نطاق التغير المسموح به بشكل جيد سنة 2015، حيث لم يتجاوز الانحراف في هذه الدول النقطة المئوية الواحدة (1%) وهذا يخص كل من دول (شيلي، كولومبيا، بيرو، غواتيمالا، تركيا، ألبانيا وجورجيا)؛
4. بالرغم من نجاح هذه الاستراتيجية في بعض دول EMDEs إلى حد كبير، إلا أنه تبقى 56% من دول العينة والتي تمثل 14 دولة من EMDEs بعيدة كل البعد على تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار سنة 2015، وهذا يدل على عدم نجاح استراتيجية استهداف التضخم، وعدم وجود علاقة متغيرة بين أدوات السياسة النقدية والتضخم في هذه البلدان؛
5. يرجع فشل استراتيجية استهداف التضخم في العديد من دول EMDEs خاصة منها ذات الدخل المنخفض في تحقيق أهداف السياسة النقدية عن طريق هذه الاستراتيجية إلى عدة معوقات كان أبرزها: ضعف الإطار المؤسسي في البنوك المركزية وكذا تدني مستوى التنمية؛ عدم استجابة التضخم المحلي لإجراءات السياسة النقدية في العديد من هذه دول بسبب ضعف الأسواق المالية وخلوها بعض الخصائص الهيكلية؛ اعتماده هذه البلدان على مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI) والذي يقيس بشكل أوسع أسعار الغذاء معدل التضخم، مما يجعل هذه البلدان أكثر عرضة وتأثرا بصدمات أسعار السلع الأساسية.

الإحالات والمراجع:

¹ Frederic S. Mishken, Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?, **The National Bureau of Economic Research**, Working Paper, 2006, P: 02.

² Idem.

³ Zied Ftiti, Jean-François Goux, Le Ciblage D'inflation: Un essai de comparaison international, **Groupe d'Analyse et de Théorie Économique**, Working Paper N° 1107, Lyon-St Étienne, France, 2011, p: 03.

⁴ Frederic S. Mishken, Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?, Op.Cit, P: 03.

⁵ Ibid, P: 02.

⁶ Zied Ftiti, Jean-François Goux, Loc.Cit.

⁷ Frederic S. Mishken, Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?, Loc.Cit.

⁸ Zied Ftiti, Jean-François Goux, Loc.cit.

⁹ Barry Eichengreen, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, Transition Strategies And Nominal Anchors On The Road To Greater Exchange-Rate Flexibility, **Essays in international finance section**, WP N° 213, April 1999, PP: 01-02.

¹⁰ Frederic S. Mishken, From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lesson From The Industrialized Countries, Op.Cit, P: 10.

¹¹ Lars E.O. Svensson, Monetary Policy And Inflation Targeting, **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper, Winter 1997/98, PP: 01-02.

¹² Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?**, Journal of Economic Perspectives, Volume 11, Number 2, Spring 1997, Pages (97-116), P: 97.

¹³ Mervyn King, Governor of the Bank of England, **Monetary Policy: Practice Ahead of Theory**, Bank of England, London, 2005, P: 13.

¹⁴ Ibid, p: 14.

¹⁵ Mark R. Stone, **Inflation Targeting Lite**, IMF Working Paper, WP/03/12, January 2003, P: 07.

Disponible Sur: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0312.pdf>

¹⁶ Alina Carare, Mark R. Stone, **Inflation Targeting Regimes**, IMF Working Paper, WP/03/09, January 2003, PP: 03-04.

Disponible Sur: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0309.pdf>

¹⁷ Frederic S. Mishken, **Inflation Targeting**, NBER AN Columbia University, WP, 2001, P: 01.

Disponible Sur: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf>

¹⁸ أمية طوقان، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر حول: **مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية**، سورية، أيام: 02-03 تموز 2005، ص: 03.

¹⁹ نفسه.

²⁰ Eser Tutar, **Inflation Targeting In Developing Countries and Its Applicability to the Turkish Economy**, Thesis submitted Of The Requirement For The Degree Of MA Of Arts In Economics, University Virginia, United States Of America, 2002, P: 06.

²¹ أمية طوقان، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

²² Zehra Yesim Gurbuz Besek, **Crédibilité et efficacité de la politique de ciblage d'inflation en Turquie sur la période 2002-2006**, Thèse De Doctorat En Science Economique, Université Rennes 02, France, 2008, P : 39.

²³ رصفاء عبد الجبار الموسوي، عدنان كريم نجم الدين، قياس وتقييم سياسة استهداف التضخم في أسواق مختارة، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العدد 10، المجلد 3، (دب)، 29-50، ص 33.

²⁴ M Kamal Louali, Opportunité De Mise En Ouvre D'une Politique De Ciblage d'Inflation Au Maroc, **Ministère De Finance et de la Privatisation, Direction De La Politique Economique Général**, Document de Travail N° 102, Maroc, 2004, P : 06.

Disponible sur : https://www.finances.gov.ma/depf/SitePages/publications/en_catalogue/doctravail/doc_texte_integral/dt102.pdf

²⁵ M Kamal Louali, **Loc.cit.**

²⁶ Eser Tutar, **Op.cit**, P: 07.

²⁷ Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Op.Cit**, P: 08.

²⁸ Frederic S. Mishken, Inflation Targeting In Emerging Market Countries, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper N° 7618, 2000.

²⁹ Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Op.Cit**, P: 11.

³⁰ رجاء عزيز بندر، استهداف التضخم: دراسة لتجاربه بلدان نامية في السياسة النقدية، البنك المركزي العراقي، ورقة بحثية مقدمة للمديرية للإحصاء والأبحاث، العراق، دس، ص 11.

³¹ Lars E.O.Svensson, Inflation Targeting, **NBER Working Paper**, N° 16654, Cambridge, England, December 2010, P 02.

³² Zied Ftiti, Jean-François Goux, **Loc.cit.**

³³: Klaus Schmidt-Hebbel, **The Past and Future of Inflation Targeting**, April 2016, P 17.

Disponible Sur: http://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016_XVIII_Sem_Anual_Metas_InfBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf

³⁴ Ibid, PP : 18-19.

³⁵ Ibid, P : 19.