

السياسة النقدية وسياسة استهداف التضخم : دراسة قياسية لحالة البرازيل

خلال الفترة (2015-1990)

Monetary Policy and inflation targeting Policy

A standard study of Brazil's situation during the period (1990-2015)

أ. جميلة وجدي¹، د. نعيمة برودي²

¹ جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر djamilanebia13@gmail.com

² جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر baroudinaima@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019/12/ 20

تاريخ القبول: 2019/06/ 22

تاريخ الاستلام: 2019 /05/ 14

ملخص:

تعتبر السياسة النقدية أحد أشكال سياسات الاستقرار التي تنتهجها الدولة من أجل مكافحة الإختلالات الاقتصادية المختلفة التي صاحبت التطور الاقتصادي. وكونها تمثل الجانب النقدي للسياسة الاقتصادية، فهي تسعى إلى تحقيق أحد أهم أهدافها ألا وهو هدف الحفاظ على الاستقرار العام للأسعار. تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى إمكانية السياسة النقدية في التحكم في معدلات التضخم في البرازيل، وبالتالي تطبيق سياسة استهداف التضخم. حيث تم القيام بدراسة قياسية بالاعتماد على أربعة متغيرات وهي الناتج الداخلي الخام، معدل التضخم، تطور الكتلة النقدية ومعدل الصرف وهذا خلال الفترة 1990-2015، وقد تم التوصل إلى أنه لا يمكن تطبيق سياسة استهداف التضخم في البرازيل نظرا لعدم توفر شروطه الأولية وأهمها استقلالية البنك المركزي.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية، التضخم، استهداف التضخم، التكامل المشترك.

تصنيفات JEL : E520، E31، C320

Abstract:

Monetary policy is one of the forms of stability policy pursued by the state to combat the various economic imbalances that have accompanied economic development. As it represents the monetary aspect of economic

policy. Monetary policy seeks to achieve one of its most important objectives is the goal of maintaining the overall stability of prices. The aim of this study is to examine the extent to which monetary policy can control inflation in Brazil and thus apply inflation targeting policy. This study was carried out according to four variables: gross domestic product, inflation rate, growth of the monetary mass and exchange rate during the period 1990-2015. It was concluded that Brazil's inflation targeting policy could not be applied due to the lack of its initial conditions, including the independence of the Central Bank.

Keywords: Monetary policy; Inflation; Inflation Targeting; Cointegration.

Jel Classification Codes: E520 , E31, C320.

Résumé:

La politique monétaire est l'une des formes de politique de stabilité poursuivie par l'État pour lutter contre les divers déséquilibres économiques qui ont accompagné le développement économique. Comme il représente l'aspect monétaire de la politique économique. La politique monétaire vise à atteindre l'un de ses objectifs les plus importants: maintenir la stabilité générale des prix. Le but de cette étude est d'examiner dans quelle mesure la politique monétaire peut contrôler l'inflation au Brésil et appliquer ainsi une politique de ciblage de l'inflation. Cette étude a été réalisée selon quatre variables: le produit intérieur brut, le taux d'inflation, la croissance de la masse monétaire et le taux de change au cours de la période 1990-2015. Il a été conclu que la politique de ciblage de l'inflation du Brésil ne pouvait pas être appliquée en raison de l'absence de ses conditions initiales, y compris de l'indépendance de la Banque centrale.

Mots-clés: Politique monétaire; Inflation; ciblage de l'inflation; Cointégration.

Codes de classification de Jel: E520 , E31, C320.

1. مقدمة:

تعتبر السياسة النقدية إحدى الوسائل الهامة للسياسة الاقتصادية، التي تعتمد عليها الدولة والتي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها، أخذة بعين الاعتبار علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، وما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لممارسة النشاط الاقتصادي من جهة أخرى، وذلك بهدف تحقيق أغراض اقتصادية مختلفة؛ كتحقيق المعدل الأمثل للنمو الاقتصادي، وتحقيق الاستقرار النقدي، وتعبئة المدخرات والموارد اللازمة لتمويل البرامج الاستثمارية والتوزيع العادل للثروة وكذا معالجة الاختلالات والمشكلات الاقتصادية، كما أنها تقوم بتنظيم كمية المعروض النقدي بغرض القضاء على البطالة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات والمحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار.

مما سبق تتمثل الاشكالية الرئيسية لهذه الورقة البحثية فيما يلي:

هل تعتبر السياسة النقدية أداة فعالة لاستهداف التضخم في البرازيل؟

ومن أجل معالجة الاشكالية السابقة فقد تم وضع الفرضيات التالية:

- تتغير معدلات التضخم بتطبيق أدوات السياسة النقدية.
- تعتبر سياسة استهداف التضخم الهدف الأولي للسياسة النقدية من أجل تحقيق استقرار الاسعار في المدى الطويل.

أهداف الدراسة:

يكمن الهدف من هذه الدراسة في إبراز دور السياسة النقدية في التأثير على الكتلة النقدية وتحليل فعالية السياسة النقدية المطبقة في البرازيل في مواجهة التضخم، كما تهدف إلى دراسة ظاهرة استهداف التضخم بالبرازيل والتعرف على أسبابه المنشئة والشروط الضرورية لاستهداف التضخم .

الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة التي تناولت موضوع سياسة استهداف التضخم نجد:

دراسة لـ 1988 Yuzo Honda بعنوان " Some tests on the effects of inflation targeting in new zelandm canada and the Uk ، حيث درس الباحث آثار استهداف التضخم على متغيرات الاقتصاد الكلي باستعمال نموذج VAR باستخدام أربع متغيرات هي معدل التضخم، معدل نمو الناتج

المحلي الإجمالي الحقيقي، معدل نموذج الفائدة الاسمي قصير الأجل ومعدل التغير في سعر الصرف الاسمي خلال الفترة 1978-1997 لكل من نيوزلندا، كندا، والمملكة المتحدة.

في البداية قام بتقدير هذه المعادلة لكل متغير في كل بلد، و حساب المجموع التربيعي للبواقي، وذلك باستخدام البيانات في ظل نظام السياسة السابقة أي قبل الاستهداف (1978 إلى 1989 لنيوزلندا، من 1978 ، Chow إلى 1990 لكندا و من 1978 إلى 1992 للمملكة المتحدة) و حساب معيار إحصاءات اختبار شو . وقد أظهرت النتائج أنه لا يمكن رفض فرضية العدم أي لا يوجد تغير هيكل في جميع البلدان عند مستوى الدلالة 5%، وقام بتقديم تفسيرين للنتائج التي تحصل عليها:

- هو أن استهداف التضخم قد يكون له حقا تأثيرات كبيرة على متغيرات الاقتصاد الكلي.
- قد يكون عدد المعلمات في النموذج كبيرا جدا بالنسبة إلى عدد من الملاحظات التجريبية. و في الأخير قال بأن فعالية استهداف التضخم هي على الأقل مشكوك فيها حسب الأدلة الحالية، لذا يجب القيام بمزيد من التحقيقات حتى تصبح البيانات متاحة و يتم وضع نماذج بديلة.

كما نجد أيضا دراسة لـ Nicoletta Batini and Edward Nelson 2000 بعنوان Optimal Horizon for Targeting حيث قام الباحثان بدراسة الأفق الأمثل لاستهداف التضخم في المملكة المتحدة باستخدام نموذج VAR خلال الفترة الممتدة من 1981 إلى 1998 (بيانات فصلية). و من خلال التحليل والبحث توصل الباحثان إلى أن استهداف التضخم في الممارسة ينبغي أن يصمم بحيث يتم تحقيق الهدف على المدى المتوسط، و بعبارة أخرى يتعين على البنوك المركزية الرغبة في العمل على نحو أمثل ألا تحاول تحييد الصدمات التضخمية على الفور، بدلا من ذلك ينبغي أن تستجيب تدريجيا لتلك الصدمات، إذ يجب ضبط الاقتصاد لمواجهة الصدمات الاقتصادية ببطء أو بشكل تدريجي.

أيضا دراسة لـ Tor Jacobson, Per Jansson, Anders Verdin and Anders Warne 2001

بعنوان " Approach Monetary Policy analysis and inflation Targeting in Small open Economy: A VAR حيث قاموا بدراسة تجريبية حول السياسة النقدية و استخدام التضخم في السويد من خلال نموذج VAR لما له من خصائص جيدة في التنبؤ عندما يتعلق الأمر بالتضخم (مقارنة مع غيره من النماذج التطبيقية الأكثر شيوعا)، و أعطيت مجموعة البيانات الفصلية الممتدة من 1972 إلى 1996.

وقد أظهرت التحليلات التجريبية لهذه الدراسة بأن التضخم يرتبط بشكل كبير مع وجود فجوة الناتج التي يمكن حسابها باستخدام هذا النموذج، كما يمكن تحديد سعر صرف الحقيقي الذي يمكن أن يساعد في التنبؤ بالتغيرات المستقبلية التي تحدث في سعر الصرف الاسمي، والتي تساعد على التنبؤ بمعدل التضخم في المستقبل.

أيضا دراسة لـ 2001 Ander Minella بعنوان Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000): A VAR Estimation حيث حاول الباحث دراسة العلاقة بين السياسة النقدية والعناصر الأساسية للاقتصاد الكلي والتي تنطوي على العلاقة بين كل من الإنتاج، معدل التضخم، معدل الفائدة والنقود في البرازيل باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للتقدير VAR للفترة الممتدة من 1975 إلى 2000.

ومن خلال هذه الدراسة تمت مقارنة ثلاثة فترات مختلفة لتغيرات التضخم تتمثل في زيادة معتدلة للتضخم من خلال الفترة الممتدة من 1975 إلى 1985، ارتفاع معدلات التضخم من 1985 إلى 1994، وانخفاض معدلات التضخم من 1994 إلى 2000. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- صدمات السياسة النقدية لها آثار كبيرة على الإنتاج.
- لا تحفز على انخفاض معدل التضخم خلال أول فترتين، ولكن هناك مؤشرات أخرى دلت على أنها قد اكتسبت قدرة للتأثير على الأسعار بعد أن تبنى خطة حقيقية للاستهداف.
- السياسة النقدية لا تستجيب عادة بسرعة أو بفعالية لمعدل التضخم والنتائج في الفترة الأخيرة وهو ما أوضحته درجة استجابة معدل الفائدة للأزمات المالية، و يرافق صدمات أسعار الفائدة الإيجابية تراجع نقدي خلال الفترات الثلاثة، مع وجود استمرار للتضخم بدرجة أقل في الفترة الثالثة خصوصا بعد اعتماد استهداف التضخم في سنة 1999.

أما فيما يتعلق بدراسة حالة الجزائر فنجد دراسة لـ دبات أمينة 2015 بعنوان: "السياسة النقدية واستهداف التضخم بالجزائر" حيث تناولت من خلال هذه الدراسة البحث عن العلاقة بين نمو الناتج الداخلي الخام، ومعدل إعادة الخصم في الجزائر، مؤشر أسعار الاستهلاك بالجزائر، وتطور الكتلة النقدية، سعر الصرف الاسمي وهذا باستخدام نموذج Var وذلك خلال الفترة 1970-2012. وكانت النتائج المتحصل عليها تشير إلى أن هناك ضآلة استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لأي صدمات مفاجئة في معدل إعادة الخصم وسعر الصرف، كما أن أي تغير مفاجئ في سعر الصرف يؤدي إلى تغير سلبي في مؤشر أسعار الاستهلاك.

2. السياسة النقدية

1.2 تعريف السياسة النقدية

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في إدارة كل من النقود والائتمان، وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد (بلعوز بن علي 2006)، فمن خلال تلك

الإجراءات يمكن للدولة الرقابة على النقد والانتمان من خلال إحداث تأثيرات في كمية النقود ووسائل الدفع والتأثير علمها بما يتفق وتحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة² (شامية أحمد زهير، 1993).

كما تعرف بأنها: "الإجراءات التي تمكن السلطة النقدية، عادة البنك المركزي من أن يؤثر على المعروض من المال من أجل تحقيق هدفها المتمثل في استقرار الثلاثي، وهو استقرار أسعار الفائدة، استقرار أسعار الصرف، واستقرار الأسعار، وهي تسعى أيضا إلى تحقيق أهداف أخرى للسياسة الاقتصادية"³ (Gabriel Gland et Alain Grandjean, 1996). وتشمل السياسة النقدية على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير على النظام النقدي⁴ (بن دعباس جمال 2007).

2.2 أنواع السياسة النقدية

تنقسم السياسة النقدية إلى نوعين أساسيين هما: (رمضان محمد مقلد، أسامة الفيل، 2012)⁵:

أ. سياسة نقدية توسعية: تستخدم في حالة وجود ركود (كساد)، وتمثل هذه السياسة في زيادة العرض النقدي من خلال قيام البنك المركزي إما بتخفيض سعر الخصم أو تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني أو الدخول مشتريا في سوق الأوراق المالية. هذه الأدوات تزيد من قدرة البنوك على منح الائتمان وخلق الودائع، وبالتالي تزيد من العرض النقدي داخل الاقتصاد.

ب. سياسة نقدية انكماشية: تستخدم في حالة وجود تضخم، وتمثل هذه السياسة في تخفيض العرض النقدي من خلال قيام البنك المركزي إما برفع سعر الخصم أو رفع نسبة الاحتياطي القانوني أو الدخول بائعا في سوق الأوراق المالية. هذه الأدوات تحد من قدرة البنوك على منح الائتمان وخلق الودائع. ولذا ينخفض العرض النقدي داخل الاقتصاد.

3.2 أدوات السياسة النقدية

في معظم الدول الرأسمالية المتقدمة تستخدم السلطات النقدية أداء أو أكثر من الأدوات الرئيسية التالية (Gabriel Gland et Alain Grandjean, 1996)⁶: نسبة الاحتياطي القانوني، سعر الخصم وسعر الصرف، وعملية السوق المفتوحة. وفي حالات كثيرة يتم استخدام أدوات تكملية وهي ما تعرف بأدوات الرقابة المباشرة.

أ. الأدوات الكمية (الأدوات غير المباشرة)

تتضمن السياسة النقدية مجموعة من الأدوات غير المباشرة تتمثل فيما يلي:

أولاً: سياسة سعر إعادة الخصم Discount Rate: يعبر معدل إعادة الخصم عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي عند قيامه بإعادة خصم الأوراق التجارية⁷ (شيحة مصطفى رشدي، 1985)، ويهدف من هذه السياسة إلى التأثير أولاً على كلفة حصول البنوك التجارية على الموارد النقدية التي يقدمها البنك المركزي، وثانياً على كلفة توفير الائتمان الذي تضعه البنوك التجارية تحت تصرف عملائها⁸ (الدوري زكريا و السمرائي يسرى، 2006). وهناك علاقة وثيقة بين سعر إعادة الخصم وسعر الخصم وأسعار الفائدة في السوق، فالعلاقة بين سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة هي علاقة طردية بمعنى أن الزيادة في سعر إعادة الخصم يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة والعكس صحيح⁹ (بلعوز بن علي 2006). فإذا رغب البنك المركزي في زيادة المعروض النقدي فإنه يخفض من معدل إعادة الخصم مما يشجع البنوك التجارية على الاقتراض منه، وتقوم تلك البنوك بتوجيه تلك الأموال إلى الاقتصاد في شكل قروض وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم النقود المعروضة، ويحدث العكس عندما يسعى البنك المركزي إلى خفض المعروض من النقود فيرفع من سعر الخصم¹⁰ (الدوري زكريا و السمرائي يسرى، 2006).

ثانياً: نسبة الاحتياطي القانوني Legal Reserve: يفرض البنك المركزي على البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها في شكل سائل لديه، ويطلق على هذه النسبة اسم الاحتياطي القانوني، حيث أن البنوك التجارية يجب عليها وبمقتضى القانون الاحتفاظ بها، ويترك للبنك المركزي حق تحديد هذه النسبة حسب أهدافه¹¹ (بن دعباس جمال 2007). فإذا قام البنك المركزي بخفض نسبة الاحتياطي القانوني فإنه يزيد من قدرة البنوك على الإقراض ومنح الائتمان، وبالتالي الزيادة من المعروض النقدي، أما إذا قام برفع تلك النسبة فإنه يضعف من قدرة البنوك على منح الائتمان وبالتالي تقليل حجم القروض الموجهة للاقتصاد، مما يعمل على خفض المعروض النقدي.

ثالثاً- عمليات السوق المفتوحة Open-market operation: يقصد بها دخول البنك المركزي إلى السوق النقدي إما مشترياً أو بائعاً للأوراق المالية الحكومية¹² (شيحة مصطفى رشدي، 1985)، وذلك بهدف التأثير على حجم الائتمان بالتوسع أو الانكماش، فإذا رغب البنك المركزي في زيادة عرض النقود يقوم بشراء الأوراق المالية ويقوم بدفع قيمتها عن طريق تحرير شيكات مسحوبة عليه ويقوم البائعون بإيداعها في البنوك التجارية¹³ (الناقه أبو الفتوح، 1998)، وتقوم هذه الأخيرة بمبادلة الشيكات في غرفة المقاصة واستيلام الاحتياطيات من البنك المركزي. وهو ما يحدث ارتفاعاً في احتياطيات البنوك وكذا ودائعها وهو ما يؤدي إلى الرفع من مقدرتها على منح قروض جديدة وبالتالي الزيادة في المعروض

النقدي. أما عندما يرغب البنك المركزي في تقليص حجم النقود فإنه يبيع الأوراق المالية¹⁴ (الدوري زكريا، 2006).

ب: الأدوات النوعية للسياسة النقدية (الأدوات المباشرة)

يستخدم البنك المركزي أدوات نوعية للتأثير في كيفية الائتمان واتجاهاته، ومن أهم هذه الأدوات نجد¹⁵ (عبد المجيد قدي، 2003):

- تأطير الائتمان: وهو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطات النقدية بتحديد سقف لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية وفق نسب محددة خلال السنة، كأن لا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة، وفي حال الإخلال بهذه الإجراءات تعرض البنوك إلى عقوبات.
- النسبة الدنيا للسيولة: يجبر البنك المركزي البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول منسوبة إلى بعض مكونات الخصوم، وهذا لخوفه من خطر الإفراط في منح القروض بسبب الأصول المرتفعة السيولة، حيث يتم تجميد بعضها في محافظ البنوك التجارية.
- الودائع المشروطة من أجل الاستيراد: يدفع هذا الأسلوب المستوردين إلى إيداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن الواردات بصورة ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة.
- الإقناع الأدبي: وسيلة يستخدمها البنك المركزي وذلك بطلبه بطرق ودية وغير رسمية من البنوك التجارية تنفيذ سياسة معينة في مجال منح الائتمان. وتتوقف فعالية ونجاعة هذه الأداة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى تقبل البنوك التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته.

3. استهداف التضخم

1.3 ماهية التضخم

يعرف التضخم بأنه "حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض"¹⁶ (حسين بن سالم جابر الزبيدي، 2011).

كما يعرف التضخم بأنه "ارتفاع غير متوقع في الأسعار، كما يتولد عن زيادة حجم تيار الإنفاق النقدي، بنسبة أكبر من الزيادة في عرض السلع والخدمات"¹⁷ (غازي حسين عناية، 2006).

إن تعدد المفاهيم الخاصة لكلمة التضخم أدى إلى وجود أنواع متعددة لها. حيث تتحدد بعض أنواع الاتجاهات التضخمية بمدى تحكم الدولة في جهاز الائتمان، ومراقبتها لتحركات المستويات

العامة للأسعار والتأثير فيها، حيث ينطوي تحت ظل هذا المعيار ثلاثة أنواع من الاتجاهات التضخمية: التضخم الطليق الظاهر، التضخم المقيد (المكبوت)، التضخم الكامن (الخفي).

أ. التضخم الطليق (المكشوف): تتجلى صورته في ارتفاع ظاهر في الأسعار والأجور، والنفقات الأخرى التي تتصف حركتها بالمرونة (ارتفاع عام في الدخول النقدية)، وذلك دون أي تدخل من قبل السلطات الحكومية للحد من هذه الارتفاعات، أو التأثير فيها، حيث تتجلى مواقف هذه السلطات السلبية مما يؤدي إلى تفشي هذه الظواهر التضخمية، والتسارع فيها، وتراكمها، فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من ازدياد التداول النقدي لكميات النقود المتداولة.

ب. التضخم المكبوت (المقيد): وهي حالة يتم خلالها منع الأسعار من الارتفاع من خلال سياسات تتمثل في وضع ضوابط وقيود تحول دون اتفاق كلي ومن هذه الإجراءات: تجميد الأسعار ومنعها من الارتفاع، الرقابة على الصرف، تحقيق وفير في الميزانية، والتقنين كالبيع بالبطاقات.

ج. التضخم الكامن (الخفي): يتمثل في ارتفاع ملحوظ في الدخول النقدية دون أن تجد لها منفذا للإنفاق، بفضل تدخل الدولة حيث حالت بإجراءاتها المختلفة دون إنفاق هذه الدخول المتزايدة فيبقى التضخم كامنا، وخفيا لا يسمح له بالظهور وفي شكل انكماش في الإنفاق على السلع الاستهلاكية، الغذائية، والاستثمارية، وغالبا ما تتدخل العوامل والظروف الاقتصادية لإجبار الدولة على الحد من ظهور الظواهر التضخمية بالحد من الإنفاق.

2.3 سياسة استهداف التضخم

ظهرت قناعات لدى واضعي السياسة النقدية بأن استقرار الأسعار يجب أن يكون هو الهدف الأولي للسياسة النقدية. كما تبين منذ نهاية الثمانينات أن التأثير في التضخم عن طريق التحكم في المتغيرات الوسيطة كمعدلات الفائدة، سعر الصرف والمجمعات النقدية لم يكن فعال في تحقيق ذلك الهدف، الأمر الذي دفع إلى تبني أسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية وعرف هذا الأسلوب بسياسة استهداف التضخم Inflation Targeting Policy.

1.2.3 تعريف سياسة استهداف التضخم

يعرف (Eser Tutar (2002) استهداف التضخم بأنه "نظام للسياسة النقدية يتميز بالإعلان العام عن الهدف الرسمي لمجالات أو هدف كمي (رقمي) لمعدل التضخم لفترة زمنية واحدة أو أكثر مع

الاعتراف الظاهر بأن تخفيض واستقرار التضخم هو الهدف الأولي للسياسة النقدية¹⁸ (Eser Tutar, 2002).

ويخلص¹⁹ (N.Kuttner, 2004) إلى وجود طريقتين للتفكير في تعريف استهداف التضخم حيث تتعلق الطريقة الأولى بالخصائص الملاحظة أو الظاهرة لإطار سياسة الاستهداف، أما الطريقة الثانية فتتعلق بمدى أمثلية هذه السياسة كقاعدة لإدارة السياسة النقدية. ويترتب على الطريقة الأولى في التفكير إلى أن الطريق الأسهل لتمييز استهداف التضخم يكون بالطبع بالإعلان الذاتي، فإذا أعلن البنك المركزي عن أهداف التضخم نقول بأنه يطبق سياسة استهداف التضخم، ويسمى هذا "التعريف العملي لاستهداف التضخم Definition of Inflation Targeting".

إذا كان التعريف العملي يأخذ نموذجاً من وجهة نظر واضعيه أمثال Bernanke and Al (1999) بأنه أفضل وصف لإطار للسياسة النقدية بدلاً من كقاعدة عريضة والتي تتميز بأربع خصائص هي (Kenneth N.Kuttner, 2004):²⁰

- الالتزام المعلن على استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية، ومع ذلك لا ينبغي أن يكون استقرار الأسعار الهدف الوحيد لتحقيق الاستقرار في الإنتاج وأغراض أخرى.
- هناك هدف رقمي مفسر للتضخم. وفي كثير من الأحيان ولكن ليس دائماً ستكون هناك فترة زمنية محددة للعودة إلى الهدف بعد أي ثغرات.
- وجود درجة عالية من الشفافية فيما يتعلق بالسياسة النقدية تقوم بانتظام بنشر تقارير مفصلة عن الأوضاع الاقتصادية وتوقعات التضخم. وفي كثير من الأحيان تشمل تقارير البنك المركزي للتضخم، نمو الناتج المحلي الإجمالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى.
- آلية المساءلة في الغالب تكون الهدف الموجه للتضخم، وهذا ما يتطلب من البنك المركزي اتخاذ تدابير محددة مثل نشر تفسيرني إلى الحكومة.

2.2.3 ظروف نشأة وتطور سياسة استهداف التضخم

بدأت أولى تجارب استهداف التضخم كنظام لإدارة السياسة النقدية في نيوزلندا في ديسمبر 1989، ثم في كندا في فيفري 1991، ثم في المملكة المتحدة في 1992، ثم تلتها باقي الدول الصناعية الأخرى كاستراليا والسويد في 1993. إن تحقيق هذه الدول لمعدلات منخفضة ومستقرة للتضخم شجع عدداً من الدول النامية على تبني هذه السياسة مثل الشيلي وبولندا في 1999، كولومبيا، كوريا وجنوب إفريقيا في 2000، هنغاريا، إيسلندا والمكسيك في 2002، وأخيراً الفلبين والبيرو في 2002 أيضاً. ويرى Kuttner أن هناك 21 دولة تستهدف معدلات التضخم، (N.Kuttner, 2004, p13). كما أن

تحقيق أهداف السياسة النقدية يرتبط بمدى العلاقة التي تربط الهدف النهائي بالاستهدافات الوسيطة في المرحلة التي سبقت فترة نهاية الثمانينات، حيث كان الاعتقاد السائد بصحة الفرضية القائمة على قدرة البنوك المركزية على التحكم في الاستهدافات الوسيطة وأن هناك علاقة وثيقة بينها وبين الأهداف النهائية. كما أن انهيار نظام بريتن وودز في أوائل السبعينات، جعل أسعار الصرف غير فعالة كاستهدافات وسيطة، فظهرت المجمعات النقدية كاستهدافات وسيطة جديدة يمكن التحكم فيها وتعكس بصفة جيدة الهدف النهائي خاصة مع الاتجاه المتصاعد لأفكار النقديين في تلك الفترات²¹ (طيبة عبد العزيز، 2005).

4. سياسة استهداف التضخم في البرازيل

لقد عمل البنك المركزي البرازيلي على استهداف التضخم خلال سنة 1999 بشرط أن تكون نسبة التخفيض في الأسعار 1% في فترة 3 سنوات، واعتمدت التجربة على عدد من النماذج الاقتصادية الكلية لسياسة نقدية ذات محتوى نظري ومع مراعاة عدة متغيرات منها فجوة الناتج من جهة، وسعر الفائدة الحقيقي وصدمة الطلب من جهة أخرى، بالإضافة إلى خصخصة شركات الدولة والتوجه نحو تحرير التجارة، كما تم تأسيس مجلس يهدف إدارة العملة وتهدئة الاضطراب المالي والتخفيف من وتيرة التضخم، والعمل بشكل مستمر على خفض أسعار الفائدة، فضلا على اعتماد نماذج تنبؤ كفاءة للتضخم ترتكز على تقنيات المعلومات الحديثة، وتبني سعر الصرف المرن بغية تحقيق الاستقرار الاقتصادي المنشود. وكان لسياسة استهداف التضخم في البرازيل دورا أساسيا في ترسيخ التوقعات بعد انهيار تثبيت سعر الصرف الاسمي فضلا على التحسن الكبير الذي حقق في مجال الرفع من شفافية السياسة النقدية في البلاد وتلاشي المخاوف الأولية المرتبطة بمخاطر الهيمنة المالية الناتجة عن تحرير سعر الصرف، كما تم تعزيز السياسة المالية بما يتلاءم ومتطلبات النظام الجديد. ولقد تميزت السنوات الأولى من تطبيق سياسة استهداف التضخم في البرازيل بثلاث موجات من انخفاض قيمة العملة حيث بلغت قيمتها 48.9% في 1999، و 18.3% في 2001 و 53.2% في 2002. (أنظر الجدول رقم 1).

الجدول 1: معدلات التضخم المستهدف والفعالية للبرازيل خلال الفترة 1999-2016

السنة	معدل التضخم الفعلي%	مجال التغير%	معدل التضخم المستهدف%
1999	8.94	2	8
2000	5.97	2	6

4	2	7.67	2001
3.5	2	12.53	2002
4	2.5	9.30	2003
5.5	2.5	7.60	2004
4.5	2.5	5.69	2005
4.5	2	3.14	2006
4.5	2	4.46	2007
4.5	2	5.90	2008
4.5	2	4.31	2009
4.5	2	5.91	2010
4.5	2	6.50	2011
4.5	2	5.84	2012
4.5	2	5.91	2013
4.5	2	6.40	2014 السداسي الأول
4.5	2	-	2015

source: strategicvisions.ccsr.com/ECSSR/rua08_70,p90

يلاحظ من خلال الجدول رقم 1 أنه في سنة 2001 أن البنك المركزي البرازيلي قد قدر معدل التضخم المستهدف بـ 4%، في المقابل فإن المعدل الفعلي قد بلغ 7.67% لتزايد الفجوة بين المعدلين للسنة الموالية ويرجع ذلك إلى الآثار الناتجة عن تطبيق سعر الصرف المرن وعدم فعالية سياسة استهداف التضخم في بلوغ أهدافها المنشودة، أما بالنسبة لباقي الفترة (2003 - 2013)، فقد شهدت تقارب إلى حد كبير بين معدل التضخم المستهدف والفعلي مما يعد مؤشرا موضوعيا على فعالية السياسة المطبقة.

1.4 دراسة قياسية لتطبيق سياسة استهداف التضخم في البرازيل (1990-2015)

لقد تم الاعتماد في الدراسة على دراسة Ander Minella 2001 بعنوان:

“Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000) : A VAR estimation”

حيث اعتمد فيها على دراسة العلاقة بين كل من الإنتاج، معدل التضخم، معدل الفائدة والنقود في البرازيل باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للتقدير VAR في الفترة الممتدة من 1975 إلى 2000. لكن في هذه الدراسة قد تم الاعتماد على المتغيرات التالية: الناتج الداخلي الخام، الكتلة

النقدية، معدل التضخم، ومعدل الصرف، وتم استخدام التكامل المشترك خلال الفترة 1990 إلى سنة 2015.

1.1.4 المتغيرات المستخدمة

***الناتج الداخلي الخام PIB**: يعرف الناتج الداخلي الخام بأنه مجموع السلع والخدمات الانتاجية التي تم انتاجها من قبل وحدات القيمة والتي تكون موضوعا للاستخدامات النهائية فقط. ويتكون الناتج الداخلي الخام من مجموع القيم المضافة التي تحققها المؤسسات والدولة والأفراد المقيمين بالبلد دون اعتبار جنسيتهم، وتمثل القيمة المضافة مجموع قيمة المواد والخدمات التي تحققها القطاعات الاقتصادية خلال سنة بعد طرح قيمة المواد والخدمات الوسيطة أي التي استعملت لإنتاجها.

***الكتلة النقدية M2**: يشمل هذا المجمع كل من مجمع المتاحات النقدية وكذا الودائع لأجل، وهو ما يسمح لنا بإدخال أشباه النقود ضمن مكونات هذا المجموع، وبالتالي فهو يمزج بين رغبة الوحدات الاقتصادية في تحقيق الأرباح والفوائد، وبين الحصول على سيولة نقدية، ويضم هذا المجمع كل من: مجمع المتاحات النقدية M_1 ، وأشباه النقود.

***معدل التضخم INF**: هو المعدل الاجمالي لزيادة سعر السلع والخدمات في اقتصاد ما خلال فترة معينة من الزمن. وهو مقياس لتخفيض قيمة عملة بلد ما.

***معدل الصرف EXCH**: هو النسبة التي يحصل على أساسها مبادلة النقد الأجنبي بالنقد الوطني، وهو يعتبر وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة.

وقد اعتمدنا في دراستنا على الفترة 1990-2015، أي ما يغطي 26 مشاهدة وقد تم الحصول عليها من الموقع الالكتروني للبنك العالمي.

كما تم الاعتماد على برنامج Eviews 8 للحصول على النتائج.

2.1.4 اختبارات النموذج:

تمر الدراسة القياسية بعدة مراحل انطلاقا من الاستقرارية وصولا إلى دراسة العلاقة في المدى القصير والطويل، حيث تم إعطاء فكرة على كل مرحلة. في هذه الاختبارات نمر بالمرحل التالية:

أ- دراسة استقرار السلاسل الزمنية باعتماد على اختبار ديكي-فولر «DF» Dickey-Fuller: يعتبر اختبار ديكي-فولر الذي قدم من طرف D.Dickey et W.Fuller سنة 1979 من أهم الاختبارات للكشف

عن جذر الوحدة في السلسلة الزمنية، ونوضح ذلك من خلال المعادلة التالية (Dickey D.A. & Fuller W.A 1979):

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t \dots (1) \quad -1 \leq \rho \leq 1$$

حيث يمثل t الخطأ العشوائي. ويختبر وجود الفرضية العدمية التي تنص على جذر الوحدة وبالتالي عدم سكون السلسلة الزمنية عن طريق اختبار (t). ويمكن صياغة الفرضية العدمية (H_0) التي يتم اختبارها والفرضية البديلة (H_1) كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \rho = 1 \text{ ou } \delta = 0 \\ H_1: \rho < 1 \text{ ou } \delta < 0 \end{cases}$$

حيث تعتبر المعادلة (1) إحدى الحالات الثلاثة التي يختبر عندها سكون السلسلة الزمنية، وفيما يلي صيغ الحالات الثلاثة:

$$Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + \beta_t + e_t \dots \text{القاطع والاتجاه}$$

$$Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + e_t \dots \text{القاطع}$$

$$Y_t = \delta Y_{t-1} + e_t \dots \text{بدون قاطع واتجاه}$$

إذا كانت القيمة المحسوبة t_{cal} أصغر من القيمة الجدولية ($t_{cal} < t_{tab}$) نرفض

الفرضية العدمية H_0 عند درجة المعنوية المختارة α ونقول أن المتغير Y_t مستقر، والعكس صحيح.

ب- دراسة استقرار السلاسل الزمنية باعتماد على اختبار ديكي-فولر الموسع: **Augmented Dickey Fuller**: إذا كانت السلسلة الزمنية مرتبطة ذاتيا إلى درجة عالية من التباطؤ الزمني فإن اختبار ديكي فولر لا يعود مجديا، هذا ما دفع بديكي وفولر في سنة 1981 إلى تحسين النموذج السابق مع الاحتفاظ بنفس الفرضيات السابقة (العدمية والبديلة)، وهو ما يسمى باختبار ديكي-فولر الموسع ADF، وبافتراض أن السلسلة الزمنية تخضع لنموذج الانحدار الذاتي فإن الحالات التي يتم اختبارها هي (Dickey D.A. & Fuller W.A 1981):

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta x_{t-j+1} + \epsilon_t \dots \text{بدون قاطع}$$

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta x_{t-j+1} + c + \epsilon_t \dots \text{قاطع}$$

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta x_{t-j+1} + c + bt + \epsilon_t \dots \text{قاطع واتجاه}$$

سنقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة ديكي-فولر الموسع على كل متغير عند المستوى، في حالة وجود جذر الوحدة نقوم بإعادة تطبيق الاختبار عند الفرق الأول. والنتائج مبينة من خلال الجدول الموالي:

الجدول 2: اختبار ديكي-فولر الموسع لجذر الوحدة

المتغيرات	المستوى	الفرق الأول
-----------	---------	-------------

قاطع واتجاه	قاطع	بدون قاطع	قاطع واتجاه	قاطع	بدون قاطع	
0.0020	0.0018	0.0001***	0.0463	0.0052	0.0227	inf
0.0020	0.0003	0.0000***	0.0251	0.0145	0.1835	pib
0.0045	0.0016	0.0007***	0.7300	0.9884	0.9967	m ₂
0.4331	0.1413	0.0393*	0.6128	0.7771	0.8489	exch

***: رفض فرضية العدم (وجود جذر الوحدة) عند معنوية 1%، 5%، 10% على التسلسل.

تتم هذه الاختبارات من خلال مقارنة القيمة الجدولية والقيمة المحسوبة فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من القيمة المحسوبة تكون السلسلة غير مستقرة، والعكس صحيح. كما قمنا بإدخال الفرق الأول في هذه الحالة. وعليه من خلال نتائج الجدول أعلاه رقم (2) تعتبر جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى. أما في حالة الفرق الأول فجميع المتغيرات مستقرة بمعنى متكامل من الدرجة الأولى (بدرجات معنوية متفاوتة)، إذن لدينا احتمال وجود تكامل متزامن.

ج. دراسة استقرار السلاسل الزمنية باعتماد على اختبار فيليبس بيرون "PP" 1988: يتم استخدام هذا الاختبار في حالة وجود ارتباط بين الأخطاء العشوائية، أو عدم تجانس تباينات الأخطاء في نموذج ديكي-فولر حيث يمر الاختبار بخمسة مراحل (Perron P. & Phillips P.C.B) 1988):

* تقدير نموذج اختبار ديكي-فولر العادي بطريقة المربعات الصغرى المعممة.

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 \quad \text{تقدير التباين في المدى القصير.}$$

* تقدير التباين في المدى الطويل.

$$S_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-1} \text{ Avec le nombre de retards } l \text{ défini selon la méthode de Newey-West } (l \sim 4 \left(\frac{n}{100} \right)^{2/9})$$

* حساب إحصائية فيليبس-بيرون.

$$t_{\hat{\delta}}^* = \sqrt{k} \left(\frac{\hat{\delta}-1}{\hat{\sigma}_{\hat{\delta}}} \right) + \left(\frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\delta}}}{\sqrt{k}} \right) \text{ Avec } k = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_t^2}$$

* مقارنة الإحصائية المحسوبة مع الجدولية.

يحتفظ فيليبس-بيرون بنفس فرضيات ديكي فولر

$$\begin{cases} H_0: \delta = 0 \\ H_1: \delta < 0 \end{cases}$$

كما أن المقارنة تكون نفسها التي قمنا بها في اختبار ديكي-فولر وديكي-فولر موسع.

الجدول رقم 3: اختبار فيليبس-بيرون لجذر الوحدة

الفرق الأول			المستوى			المتغيرات
قاطع واتجاه	قاطع	بدون قاطع	قاطع واتجاه	قاطع	بدون قاطع	
0.0001	0.0000	0.0000****	0.1222	0.0274	0.2848	inf
0.0000	0.0000	0.0000****	0.0508	0.0052	0.0316	pib
0.0044	0.0017	0.0007****	0.7014	0.9942	0.9982	m ₂
0.4331	0.1413	0.0393*	0.7741	0.7132	0.8698	exch

****/*/*: رفض فرضية العدم (وجود جذر الوحدة) عند معنوية 1%، 5%، 10% على التسلسل.

إذن كما نلاحظ أنه حتى من خلال اختبار فيليبس-بيرون لدينا نفس القراءة بمعنى أن المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول أي متكامل من الدرجة الأولى (بدرجات معنوية متفاوتة).

3.1.4 اختبار التكامل المشترك

أول مرحلة في هذه الطريقة تتمثل في اختبار التكامل المتزامن بين مختلف المتغيرات. سنقوم إذاً بتقدير المعادلة المذكورة سابقاً بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) ثم نختبر معاملات العلاقة الطويلة لنرى ما إذا كانت مُفسّرة إحصائياً بصفة متزامنة (Joint Significance). يُعرف هذا الاختبار باسم اختبار الحدود (Bounds Test)، يمكن صياغته رياضياً كالتالي :

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0 \end{cases}$$

حيث تُشير الفرضية العدمية (H_0) إلى نفي وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات. لإجراء الاختبار، نقوم باللجوء إلى اختبار والد (WALD Test) حيث نقوم بمقارنة قيمة الإحصائية المحسوبة (F-Stat) مع قيم جدول Pesaran وآخرون (2001)، فإن كانت أكبر من قيمة الحد الأعلى (Upper Bound - I(1)) فنقوم برفض الفرضية العدمية؛ إن كانت أصغر من الحد الأدنى (Lower - I(0)) Bound) فلا نستطيع رفض الفرضية العدمية : أما إذا كانت هذه القيمة محصورة بين الحدّين فلا يمكننا اعتماد نتائج الاختبار. وقد جاءت نتائج الاختبار كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم 4: نتائج اختبار الحدود

HQ	SC	AIC	FPE	LR	Log L	التباطؤات
19.82442	19.97224	19.77476	4552.670	NA	-223.4097	0
15.13292	15.87198*	14.88460	35.20855	113.0664*	-151.1729	1
14.92748*	16.25779	14.48050*	27.25585*	25.13566	-130.5257	2
15.14729	17.06885	14.50164	42.61183	13.70157	-114.7689	3

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

إن غياب درجة الاستقرارية في السلسلة الزمنية المستخدمة في النموذج تؤكد غياب العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقرة من نفس الدرجة، يقوم هذا الاختبار على وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، ولتحقيق ذلك لابد من توفر الشرطين التاليين:
- كل المتغيرات مستقرة عند نفس المستوى.
- هذا المستوى يكون أكبر من $I(0)$.

لذا سنقوم باختبار التكامل المشترك للمتغيرات من نفس الدرجة.

الجدول رقم 5: اختبار التكامل المشترك

Hypothèse nulle	Valeur propre	Statistique de la trace	Statistique de la valeur propre maximal	Prob**
None*	0.821884	60.03580	47.85613	0.0024
Au maximum 1	0.431905	18.62809	29.79707	0.5199
Au maximum 2	0.188614	5.056885	15.49471	0.8027
Au maximum 3	0.001691	0.040617	3.841466	0.8402

* indique que l'hypothèse nulle est rejetée à un niveau de confiance de 95%

**Les valeurs entre parenthèses représentent la probabilité de rejet selon MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

من الجدول أعلاه يتضح أن القيمة المحسوبة λ_{trace} أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية العدمية H_0 مما يعني عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وبالتالي لا توجد علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات وهذا ما سنتأكد منه من خلال الدراسة على المدى القصير.

4.1.4 اختبار العلاقة على المدى القصير

لاختبار العلاقة على المدى القصير لابد من القيام بنموذج تصحيح الخطأ، حيث يسمح هذا الأخير بقياس العلاقة القصيرة والطويلة الأجل بين المتغيرات، وتظهر معادلة الدراسة والمستخرجة من برنامج Eviews 8 كما يلي:

الجدول رقم 6: العلاقة في المدى القصير

	Coefficient	Std. Error	t. Statistic	Prob
C(1)	-0.180629	0.231579	0.779990	0.4445
C(2)	-0.105635	0.135607	-0.778977	0.4451
C(3)	-0.083497	0.073536	-1.135456	0.2696
C(4)	0.627214	0.758965	0.826407	0.4183
C(5)	10.26230	6.890445	1.489352	0.1520

إذن يعتبر C(1) معامل تصحيح الخطأ وهو سالب لكن غير معنوي هذا ما يفسر غياب العلاقة قصيرة المدى بين المتغيرات وبالتالي لن تكون هناك علاقة في المدى الطويل.

يعتبر غياب العلاقة بين المتغيرات لأن معظم المتغيرات لا تؤثر في PIB ما عدا معدل الصرف وهذا نظرا لاعتماده على الصادرات وبما أنها تسعر بالدولار ومن المعروف أن الاقتصاد البرازيلي يعاني مشكلة انخفاض قيمة الريال البرازيل أمام الدولار الأمريكي، وبالتالي يكون هناك تأثير. وإن تزايد الفجوة بين المعدل المستهدف والفعلي يرجع إلى الآثار الناتجة عن تطبيق سعر الصرف المرن وعدم فعالية سياسة استهداف التضخم في بلوغ أهدافها المنشودة.

5. خاتمة:

يعتبر التضخم انعكاسا ونتيجة للسياسات الاقتصادية المتبعة، وفي واقع الأمر، فإن وجود التضخم في الاقتصاد الوطني يعني فشل السياسات الاقتصادية في تحقيق أحد أهم أهدافها ألا وهو

هدف الحفاظ على الاستقرار العام للأسعار، ومن ناحية أخرى فإن هناك ارتباطا قويا ومباشرا بين السياسات الاقتصادية وأهدافها، وكفاءة وفعالية أدائها، وبين الجوانب البنوية والهيكلية للنظام السياسي.

إن استهداف التضخم هو عبارة عن إطار للسياسة النقدية إذ يتمكن البنك المركزي من خلاله تحقيق انخفاض معدلات التضخم في المدى القصير، والوصول إلى المحافظة على استقرار الأسعار في الآجال الطويلة، ويتمثل الاستهداف في الإعلان الصريح لمعدل أو مجال يسمح فيه بتغيير معدلات التضخم الفعلي.

يلاحظ من خلال هذه الدراسة أن تطبيق سياسة استهداف التضخم في البرازيل كان لها دورا أساسيا بعد انهيار تثبيت سعر الصرف الاسمي، وبالمقابل نجد أن تطبيق هذه السياسة حتى وبعد اعتماد البرازيل على نظام الصرف المرن لم يخفف من وتيرة التوقعات السلبية، ويرجع ذلك إلى عدم شفافية وقدرة البنك المركزي على خدمة الهدف النهائي بكفاءة عالية. كما أن السياسة النقدية لا تستجيب بفعالية لمعدل التضخم حيث يلاحظ استمرار لوجود التضخم ولكن بدرجة أقل خاصة بعد استهداف التضخم في سنة 1999.

كما أنه لم يتم تعزيز السياسة المالية بما يتلاءم ومتطلبات النظام الجديد، إذ يجب البحث طبيعة العلاقة التي تربط بين معدل التضخم وأدوات السياسة النقدية وذلك بغية ترشيد فعالية سياسة استهداف التضخم والإيفاء بأحد شروطها الضرورية واللازمة لتحقيق الفعالية المطلوبة والمتمثلة في استقلالية البنك المركزي البرازيلي.

6.المراجع و الهوامش:

¹ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية 2006 ، ص112.

² شامية أحمد زهير، النقود والمصارف، دار زهران ، الأردن، الطبعة الأولى 1993، ص 326.

³ Gabriel Gland et Alain Grandjean « la monnaie dévoilée, l'harmattan, 1996, p180.

⁴ بن دعباس جمال، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي: دراسة مقارنة، الجزائر، دار الخلدونية للنشر، الطبعة الأولى 2007، ص 86.

⁵ رمضان محمد مقلد، أسامة احمد الفيل، النظرية الاقتصادية الكلية، دار التعليم الجامعي للطباعة، الاسكندرية 2012، ص ص 276-277.

⁶ Gabriel Gland et Alain Grandjean, op.cit, p 180.

⁷ شيحة مصطفى رشدي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، القاهرة 1985، ص 244.

⁸ الدوري زكريا / السامرائي يسرى ، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري، الأردن 2006، ص 193.

⁹ بلعزوز بن علي ، مرجع سابق ، ص124.

¹⁰ الدوري زكريا / السامرائي يسرى ، مرجع سابق، ص ص 193-194.

¹¹ بن دعباس جمال، مرجع سابق، 174.

¹² شيحة مصطفى رشدي، مرجع سابق، ص248.

¹³ الناقة أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1998، ص ص 230-231.

¹⁴ الدوري زكريا / السامرائي يسرى ، مرجع سابق، ص ص 204-205.

¹⁵ عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية 2003، ص ص 80-81.

¹⁶ حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد ، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 32.

¹⁷ غازي حسين عناية ، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية 2006، ص 91.

¹⁸ Eser Tutar, « Inflation Targeting in developing Countries and its Applicability to the Turkish Economy », July 18, 2002, p 01 <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-08012002-110233/unrestricted/thesis.pdf>.12/04/2016.

¹⁹ Kenneth N.Kuttner, "A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence".200, p7.

www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004/Kuttner.pdf.13/04/2016.

²⁰ Kenneth N.Kuttner, op.cit , p8.

²¹ طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية :دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003)، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2005، ص 101.