

فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي
دراسة حالة الجزائر للفترة (2000-2018)

**Effective channels for transmitting the effects of monetary policy to the real sector
Case study of Algeria for the period(2018-2000)**

أ. وهابي طارق¹، د. بوسيكى حليلة²

OUAHABI Tarek¹, BOUSSIKI Halima²

¹ المدرسة العليا للتجارة، ouahabi.tarek@gmail.com

² المدرسة العليا للتجارة، halimaboussiki@gmail.com

تاريخ النشر: 2020/03/15

تاريخ القبول: 2020/01/13

تاريخ الاستلام: 2019/12/14

ملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى محاولة تقييم فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي في الجزائر، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (Var) وبيانات فصلية امتدت من الثلاثي الأول لعام 2000 إلى الثلاثي الرابع لعام 2018. وقد أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة وتفكيك التباين الفعالية النسبية لكل من القناة النقدية وقناة سعر الصرف في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى الناتج خارج قطاع المحروقات، كما أظهرت ضعف وغياب فعالية قناة الائتمان المصرفي نتيجة ارتفاع الهامش المصرفي، غياب المنافسة البنكية بالإضافة إلى فائض السيولة الذي ميز المنظومة المصرفية الجزائرية خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، قنوات السياسة النقدية، القطاع الحقيقي.

تصنيف JEL: E50, C5, C32

Abstract:

This research paper aims to evaluate the effectiveness of the transmission channels of the effects of monetary policy to the real sector in Algeria, by using vector auto-regression model (VAR), and quarterly data covering the first trimester from 2000 to the fourth trimester from 2018. The results of the response functions analysis and variance decomposition showed relative effectiveness for both the monetary channel and the exchange rate channel in the transmission the effects of monetary policy to gross domestic product in non-oil sector. As well as show the weakness and lack of effectiveness of the bank credit channel as a result of the high banking margin, Absence of bank competition in addition to the excess liquidity that characterized the Algerian banking system during the study period.

Key Words: Monetary Policy, Monetary Policy Channels, Real Sector.

Jel Classification : E50, C5, C32.

1. مقدمة

يعد تأثير السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من بين المواضيع المهمة التي لا يزال الجدل قائما حولها، فنتيجة للخدمات الاقتصادية التي شهدتها العالم برزت العديد من المشاكل مثل الكساد و تفاقم حدة البطالة و التضخم وغيرها، مما أدى إلى ظهور أفكار اقتصادية جديدة احتلت فيها السياسة النقدية مركز الصدارة ضمن هياكل السياسات الاقتصادية الكلية ، حتى ظهور النظرية الكينزية في الفكر الاقتصادي على يد الاقتصادي الإنجليزي جون كينز في الثلاثينات من القرن الماضي، و التي هيأت كل الظروف لإزاحة الفكر الكلاسيكي عن صدارة الفكر الاقتصادي على المستويين الأكاديمي و التطبيقي لتحل مكان الصدارة النظرية الاقتصادية الكينزية ، و التي تؤمن بأن السياسة المالية أكثر فعالية في إدارة الاقتصاد من السياسة النقدية، الأمر الذي أدى إلى تراجع دور و أهمية السياسة النقدية في عقدي الثلاثينات و الأربعينات و حتى مطلع الخمسينات. إلا أن هذا التيار لم تدم سيطرته طويلا نتيجة تفاقم العديد من المشاكل و الأزمات بسبب تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، لتعود الأفكار الكمية لظهور من جديد بزعامة الاقتصادي الأمريكي ملتون فريدمان (Milton Fridmen) الذي أعاد إحياء النظرية الكمية من جديد، و أبرز الدور الهام للنقود في التأثير على النشاط الاقتصادي مستعينا بالدراسة التجريبية التي أجراها على الاقتصاد الأمريكي، و منذ منتصف السبعينات و إلى غاية يومنا هذا أخذت السياسة النقدية مرة أخرى مكان الصدارة بين السياسات الاقتصادية الكلية، نظرا لدور الكبير الذي تلعبه النقود في التأثير على النشاط الاقتصادي و رفع معدلا النمو.

إن أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي ينتقل من خلال ما يعرف بقنوات السياسة النقدية و المتمثلة في قناة الائتمان المصرفي، قناة سعر الفائدة، قناة سعر الصرف و قناة أسعار الأصول المالية، ففهم طريقة عمل هذه القنوات يعد أمرا في غاية الأهمية لزيادة فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها النهائية، و رغم الإجماع على أهمية و دور السياسة النقدية في التأثير على حجم و مستوى النشاط الاقتصادي، إلا أن الخلاف ما يزال قائما حول تفاصيل عملها من حيث طبيعة و أمد تأثيرها في المتغيرات المستهدفة ، هذا بسبب الاختلاف في بنية و هيكلية الاقتصاد من دولة إلى أخرى مما ينعكس ذلك على طبيعة عمل هذه القنوات. و من هنا تبرز أهمية دراسة و تقييم فعالية قنوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار المستوى العام للأسعار باعتباره الهدف الأساسي و الأولي الذي تسعى جميع دول العالم لتحقيقه للحد من الضغوطات و التقلبات التضخمية ، إلى جانب رفع معدلات النمو الاقتصادي و تحقيق مستوى التشغيل الكامل في الاقتصاد. بناء على ما سبق ذكره تبرز إشكالية الدراسة فيما يلي:

ما مدى فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية في الجزائر إلى المتغيرات المستهدفة (الناتج والأسعار)؟

2. أهمية الدراسة (Importance of study) :

تكتسب هذه الدراسة أهمية بالغة بالنسبة للسلطات النقدية الجزائرية إذ أن بنك الجزائر يجب أن يكون على دراية تامة بالقناة المسؤولة عن نقل الأثر النقدي حتى يتمكن من تحقيق الأهداف المسطرة لسياسته النقدية و منع حدوث تقلبات تضخمية حادة، خاصة أن استقرار المستوى العام للأسعار هو الهدف الأولي و النهائي التي تسعى السلطات النقدية الجزائرية لتحقيقه.

3. أهداف الدراسة (Objectives of study):

إن الغرض من تناولنا لهذا الموضوع ينصب حول محاولة تحقيق الأهداف الآتية:

- التعرف على قنوات تأثير السياسة النقدية في الجزائر، باعتباره بلد صغير منفتح على العالم الخارجي يتميز بضعف وضيق قاعدته الإنتاجية واعتماده على صادرات المحروقات كمصدر أساسي للدخل؛
- تحليل وتقييم عامل الزمن في آلية التأثير على الأهداف المسطرة من قبل السياسة النقدية ومدى تأثير هذا العامل في النتائج المحققة في الاقتصاد الجزائري.

4. منهجية الدراسة (Methodology of study):

للإجابة على الإشكالية المطروحة سنعمد على المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض قنوات تأثير السياسة النقدية، بالإضافة إلى الأسلوب القياسي لاختبار فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الجزائري.

أولاً: الإطار النظري للدراسة:

يشمل الإطار النظري للدراسة قنوات تأثير السياسة النقدية على الجانب الحقيقي للاقتصاد.

1- قنوات تأثير السياسة النقدية:

ينتقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عن طريق ما يعرف بقنوات السياسة النقدية التي يبلغ من خلالها أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعاً للهدف الوسيط المستخدم من قبل السلطات النقدية، فقرارات السياسة النقدية تنتقل إلى الاقتصاد من خلال تأثيرها على المتغيرات الحقيقية كالأسعار والإنتاج، حيث أن انخفاض سعر الفائدة الرئيسي يؤثر على أسعار الفائدة في الأجل الطويل كما يؤثر على حجم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية، وتتأثر هذه القنوات بكل من هيكل الاقتصاد الكلي، النظام المالي للدولة و مرونة المتغيرات الاقتصادية، و عليه فحسب كل من 1(Turner &Kamin,1981)، 2(Mishkin,1995) و 3(Shmidt &Loayza,2002) هناك أربعة قنوات ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي.

1-1- قناة سعر الفائدة (Interest rate channel):

و هي عبارة عن قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو الاقتصادي و التي تعتمد على الفرض الكينزي، أي أن آثار السياسة النقدية التوسعية أو الانكماشية ينتقل إلى الاقتصاد الحقيقي عبر قناة سعر الفائدة، لذلك فإن إتباع البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية تؤدي إلى زيادة العرض النقدي و انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية ستؤدي إلى انخفاض تكلفة اقتراض رأس المال و من ثم زيادة حجم الاستثمارات، و بما أن الاستثمار هو أحد مكونات الطلب الكلي فإن ارتفاعه يؤدي إلى زيادة مستوى الناتج القومي.

$$M \uparrow \rightarrow i_p \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \dots\dots\dots(1)$$

و العكس تؤدي السياسة النقدية الانكماشية إلى ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية و من ثم ارتفاع مستواها الحقيقي و زيادة تكلفة رأس المال، فينتج عن ذلك انخفاض حجم الاستثمار و الطلب الكلي و بالتالي الحد من النمو الاقتصادي.4

1-2- قناة سعر الصرف (Exchange Rate Channel):

حظيت هذه القناة بأهمية كبيرة في الآونة الأخيرة جعلتها تلعب دوراً هاماً في إحداث أثر على الاقتصاد، و هذا بفعل الانفتاح المتزايد للاقتصاد على العالم الخارجي و زيادة تدفقات رؤوس الأموال و تعويم سعر الصرف، ففي ظل تبني سعر الصرف المرن و حرية حركة رأس المال، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي فينعكس ذلك على انخفاض العائد على التوظيفات في السوق

المالية، مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج بحثا عن عائد أعلى، فتنخفض قيمة العملة المحلية نتيجة زيادة عرضها و زيادة الطلب على العملات الأجنبية فيرتفع بذلك سعر الصرف العملة المحلية.5
 إن ارتفاع قيمة العملة المحلية سيؤثر بشكل إيجابي في حجم الصادرات المحلية للبلد، ففي ظل الجمود المؤقت لأسعار السلع والخدمات فإن الانخفاض في سعر الفائدة الحقيقي سيؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي محدثا زيادة في صافي الصادرات و انخفاضها في حجم الواردات، و بما أن الصادرات تعتبر إحدى المكونات الأساسية للدخل، فإن زيادتها ستزيد من حجم الدخل مع افتراض ثبات العوامل الأخرى المكونة للدخل (الاستثمار، الاستهلاك ... الخ).6

$$M \uparrow \Rightarrow i, \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow XN \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \dots (02)$$

1-3- قناة الائتمان المصرفي (Bank Credit Channel):

بسبب ضعف العلاقة بين معدلات الفائدة طويلة الأجل و الطلب الكلي أدى إلى فشل السلطات النقدية في تفسير أثر معدلات الفائدة قصيرة الأجل على الناتج القومي، الأمر الذي دفعها إلى البحث عن بديل آخر يتمثل في قناة الائتمان و هذه الأخيرة تمثل همزة وصل بين تقلبات معدلات الفائدة قصيرة الأجل و كل من الطلب الكلي و الناتج القومي.

فحسب (Getler & Bernanke, 1995) فإن هذه القناة تنقسم إلى جزئين هما: قناة الإقراض البنكية و قناة الميزانية، فيما يتعلق بقناة الإقراض البنكية فإن الإحلال الغير كامل لأصول البنك سيدفع المصارف إلى خفض عرض القروض كرد فعل لأي سياسة نقدية انكماشية حفاظا على حجم و مستوى السيولة المرغوب فيه. أما بالنسبة لقناة الميزانية فتعتمد على درجة الإحلال بين التمويل الداخلي و الخارجي، فزيادة سعر الفائدة الرسمي و ما يترتب عليه من آثار سلبية على صافي الثروة للوحدات الاقتصادية سينعكس سلبا على قدرتها على الإقراض، و بالتالي فإن لم تكن لها القدرة على تعويض ذلك من خلال التمويل الداخلي فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض حجم الإنفاق لهذه الوحدات و من ثم انخفاض كل من الطلب الكلي و الناتج.8

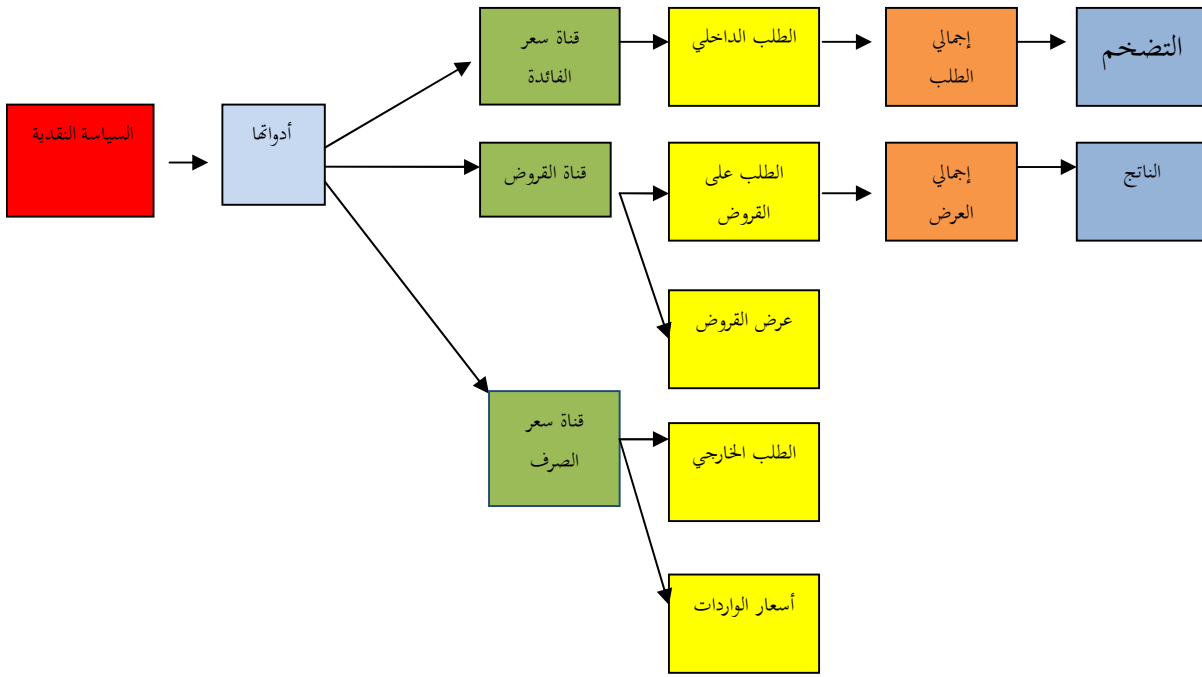
1-4- قناة أسعار الأصول (Asset Price Channel):

تشمل هذه القناة هي الأخرى على نوعين من القنوات العامة لانتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي للاقتصاد و هما: قناة ثوبين للاستثمار (Tobin) 9 و التي تشرح كيفية تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال تأثيرها على تقييم الأسهم، حيث أن انخفاض عرض النقود المتداول في الاقتصاد (M2) سيؤدي إلى زيادة نسبة الأوراق المالية و التقليل من نسبة الأرصدة النقدية بالمحافظ الاستثمارية لدى الجمهور مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية، الأمر الذي يدفع المتعاملين بهذه الأوراق إلى التخلص من الأوراق المالية الزائدة التي بحوزتهم من خلال بيعها فيؤدي ذلك إلى هبوط الأسعار (P_A) و انخفاض قيمة مؤشر ثوبين (q) و من ثم انخفاض حجم الاستثمارات و تراجع مستوى الناتج المحلي.

$$M \downarrow \Rightarrow P_A \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \dots (03)$$

في المقابل تظهر نظرية (Modigliani) الخاصة بدورة حياة المستهلك دور كل الثروة و الدخل كمحددات رئيسية للسلوك الانفاقي للمستهلكين، حيث تؤدي السياسة النقدية التشددية إلى انخفاض حجم الموارد المالية التي بحوزة المستهلكين، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الإنفاق على الاستهلاك و من ثم انخفاض الطلب الكلي و الناتج.10
 و عليه يمكن تلخيص القنوات السابقة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): قنوات تأثير السياسة النقدية



Source : Carl Nally Régi Simon, **Les Canaux De Transmission De La Politique Monétaire En Haite : Une Approche Narrative (1996-2016)**, MPRA, 18 July, 2017, P01.

ثانيا: الدراسات السابقة (Previous Studies):

1- الدراسات على الدول الأجنبية:

1-1- دراسة (Angeloni & Ehrmann, 2003) بعنوان: 11

Monetary Transmission In The Euro area: Early Evidence, Economic Policy

تناول الباحثان إشكالية انتقال آثار السياسة النقدية في دول الاتحاد الأوروبي خلال الفترة ما بعد 1999 بهدف التعرف على ما إذا كان انتقال آثار السياسة النقدية تغير بعد اعتماد اليورو، و قد توصلنا إلى أن قناة سعر الفائدة و قناة الإقراض أصبحتا أكثر فاعلية في نقل آثار السياسة النقدية، و أكثر تجانسا بين دول منطقة اليورو.

1-2- دراسة (Pamphile Mezui- MBENG, 2010) بعنوان: 12

Transmission de la politique monétaire : Le cas des pays de la CEMAC

أجريت هذه الدراسة على عينة لسته (06) دول من دول الاتحاد الاقتصادي و النقدي لإفريقيا الوسطى (MEMAC) و المتمثلة في الكونكو، الغابون، الكاميرون، تشاد، غنيا و إفريقيا الوسطى، بهدف تحليل طريقة انتقال أثر السياسة النقدية إلى كل من الناتج و التضخم و تحليل أثر الصدمات النقدية.

اعتمد الباحث في دراسته على بيانات سنوية لتقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR)، و التي تخص المتغيرات التالية: الناتج المحلي الإجمالي، المؤشر العام للاستهلاك، القروض للاقتصاد، الكتلة النقدية، سعر الصرف الفعلي و معدل الفائدة الحقيقي كمؤشر للسياسة النقدية. و بعد تقدير النموذج توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي :

-ينتقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عبر قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان المصرفي و القناة النقدية في دول عينة الدراسة

حيث :

-تمتد قناة سعر الفائدة بالفعالية في نقل الأثر النقدي خلال الفترة من (1980 - 2008) في كل من الكامرون، الكونكو و ضعف الأهمية النسبية للقناة النقدية و غياب دور قناة الائتمان المصرفي في هذه الدول؛
-خلال الفترة من (1995 - 2008) يظهر التأثير المعنوي لمتغيرات السياسة النقدية على مؤشر الأسعار و هو ما يدل على تحقيق السلطات النقدية لهدف الاستقرار الداخلي و الخارجي لقيمة العملة؛
وفي نفس الفترة تسيطر قناة سعر الفائدة في كل من الكونكو، الغابون و غينيا. أما في الكامرون وإفريقيا الوسطى فتظهر القناة النقدية هي المسيطرة مقارنة بقناة سعر الفائدة وقناة الائتمان التي لها تأثير محدود، في حين يغيب دور هذه القنوات في تشاد؛
- و فيما يتعلق بدرجة استجابة اقتصاديات هذه الدول لصددمات السياسة النقدية، فإن الدراسة توصلت إلى أنه بالرغم من استخدام أداة موحدة للسياسة النقدية إلا أن هناك تأثيرات مختلفة في المدى القصير و الطويل تختلف من بلد إلى آخر، و هذا الاختلاف يمكن إرجاعه إلى وجود الفوارق الهيكلية في اقتصاديات هذه الدول.

3-1- دراسة (Bui Van Hai & Tran Thi Minh Trang, 2015) بعنوان: 13

The Transmission Mechanism Of Monetary Policy In Vietnam : AVAR Approach:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى تحليل ميكانيزمات انتقال آثار السياسة النقدية إلى كل من الناتج و الأسعار في الفيتنام و تعزيز القدرة على فهم إطار السياسة النقدية الفيتنامية خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2010. اعتمدا الباحثان في تقديرهما لنموذج الانحدار الذاتي (VAR) على بيانات فصلية للفترة الممتدة من (2000-2011)، و التي تخص المتغيرات التالية: مؤشر الإنتاج الصناعي (CDP)، مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI)، سعر الفائدة، سعر الصرف الدينار الفيتنامي مقابل الدولار (EXR)، معدل التضخم (INF) و الطلب على النقود (MM). و قد توصلنا في الأخير إلى فعالية كل من قناة سعر الصرف و القناة النقدية في إحداث تغيرات كبيرة في مستوى الناتج.

2- الدراسات على الدول العربية:

2-1- دراسة (Rania Al - Mashat & Andreas Billmeier, 2007) بعنوان: 14

The Monetary Transmission Mechanism In Egypt :

اهتمت هذه الورقة البحثية بدراسة قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى كل من الناتج الداخلي والأسعار في الاقتصاد المصري، من خلال قيامها بفحص قنوات انتقال الأثر النقدي في مصر كأساس لتأثير البنك المركزي على هدف استقرار الأسعار. اعتمد الباحثان على بيانات شهرية للفترة الممتدة من شهر جانفي لعام 1996 إلى شهر جوان لعام 2005 لتقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR)، الذي يضم مجموعة من المتغيرات الداخلية و الخارجية، حيث تمثلت المتغيرات الداخلية في الناتج الداخلي الخام، مؤشر العام للاستهلاك، القروض المقدمة للقطاع العام و الخاص، سعر الفائدة، سعر الصرف الاسمي و أسعار الأصول المالية. أما المتغيرات الخارجية فشملت كل من سعر البترول و سعر الفائدة على الدولار الأمريكي في السوق العالمية.
و بعد تقديرهما للنموذج محل الدراسة (VAR) توصلنا إلى أن قناة سعر الصرف تلعب دورا هاما في نقل صدمات السياسة النقدية إلى كل من الناتج الداخلي و الأسعار، في حين كانت كل من قناة الإقراض و قناة أسعار الأصول ضعيفة التأثير. أما بخصوص قناة معدلات الفائدة فقد كانت في تطور.

2-2- دراسة (Adel Boughrara, 2009) بعنوان: 15

Monetary Transmission Mechanisms In Morocco And Tunisia:

أجريت هذه الدراسة على كل من المغرب و تونس بهدف تحليل و تحديد و مقارنة ميكانيزمات انتقال اثر السياسة النقدية التي تسببها السياسة النقدية في كلا البلدين، حيث اعتمد الباحث في تقديره لنموذج الانحدار الذاتي (VAR) على البيانات الثلاثية غطت الفترة

المتدة من الثلاثي الأول لعام 1989 (بالنسبة لتونس) و الثلاثي الأول لعام 1990 (بالنسبة للمغرب) إلى غاية الثلاثي الرابع لعام 2005 بالنسبة للبلدين، و تخص هذه البيانات المتغيرات التالية: معدل الفائدة ما بين البنوك (بالنسبة للمغرب) و معدل الفائدة في السوق النقدية (بالنسبة لتونس) كأداة للتعبير عن السياسة النقدية، مؤشر الإنتاج الصناعي أو الناتج الداخلي الحقيقي ، مؤشر أسعار الاستهلاك، حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص، مؤشر أسعار الأسهم و سعر الصرف الفعلي الاسمي.

و بعد تقدير نموذج (VAR) توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي :

-تفتقر كل من أسعار الصرف و أسعار الأصول المالية إلى الفعالية في نقل أثر السياسة النقدية إلى كل من الناتج و الأسعار في كلا البلدين؛

-تمتتع قناة الائتمان المصرفي و القناة النقدية بالفاعلية في نقل الأثر النقدي مقارنة مع أسعار الفائدة؛

- تعتبر قناة سعر الفائدة التقليدية القناة المسيطرة في نقل الأثر النقدي في المغرب، في المقابل نجد قناة الائتمان المصرفي فعالة في المغرب، و لكن أثارها أقل وضوحا منها في تونس.

ثالثا: الدراسة التطبيقية:

1- عرض نموذج الدراسة وطريقة التقدير :

استخدمت العديد من الدراسات والأبحاث الأكاديمية التي أجرت في العديد من دول العالم سواء كانت نامية أو متقدمة نموذج الانحدار الذاتي (Var) لتقييم فعالية قنوات انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية، والذي يعطى بالصيغة الرياضية التالية:

$$X_t = A(L)X_{t-i} + \varepsilon_t \dots (04)$$

حيث : X_{t-i} : يعبر عن شعاع المتغيرات الداخلة أو التابعة.

ε_t : يعبر عن حد الخطأ العشوائي.

$A(L)$: تمثل مصفوفة المعلمات في النموذج.

و لتقدير النموذج سوف نعتمد على المتغيرات التالية: الناتج خارج قطاع المحروقات (PIBHH)، مؤشر أسعار الاستهلاك (IPC)، القروض للاقتصاد (CE)، سعر الصرف (TCH)، الكتلة النقدية (M2) و معدل الاحتياطي الإجمالي (TRO) كمتغير يشير إلى السياسة النقدية.

تعبّر هذه المتغيرات عن بيانات فصلية تمتد من الثلاثي الأول لسنة 2000 إلى الثلاثي الرابع لسنة 2018، أي حوالي 76 مشاهدة صادرة عن هيئات حكومية محلية و دولية مثل: بنك الجزائر بالنسبة للكتلة النقدية و حجم القروض الموجه للاقتصاد و معدل الاحتياطي الإجمالي، و البنك العالمي بالنسبة لسعر الصرف و مؤشر أسعار الاستهلاك ، أما بالنسبة لبيانات الناتج خارج قطاع المحروقات فقد تم الحصول عليها من الديوان الوطني للإحصائيات، وقد تم الاعتماد على اللوغاريتم النيبري للمتغيرات لمعالجة مشكل اختلاف التباين.

إن ترتيب المتغيرات في النموذج يعد أمرا ذو أهمية كبيرة، حيث أشار (Sims, 1980) إلى أن الترتيب يكون بدء بالمتغيرات الأقل تأثير إلى المتغيرات الأكثر تأثير، بمعنى نبدأ بأدوات السياسة النقدية، قنواتها ثم في الأخير الأهداف النهائية للسياسة النقدية (الناتج و الأسعار). في المقابل نجد دراسات أخرى اعتبرت هذا الترتيب غير منطقي نتيجة أن السياسة النقدية لا تؤثر بشكل متزامن في الأهداف النهائية بل تؤثر فيها بفارق زمني، لهذا يتم الترتيب بدء بالأهداف النهائية، القنوات ثم أدوات السياسة النقدية و هذا الترتيب سوف يتم الاعتماد عليه في هذه الدراسة. كما سنستخدم على طريقة كل من (Poddar et al, 2006) 17 و (Rania Al – Mashat & 2007) 18 لتقييم فعالية قنوات السياسة النقدية ، حيث تتمثل هذه الطريقة في تقييم فعالية كل قناة على

حدا و ذلك من خلال إدخالها في البنية الأساسية للنموذج (DLPIBHH, DLIPC, DLTRO) كمتغيرة داخلية تارة ، ثم كمتغيرة خارجية في النموذج (تعطيل أثارها) تارة أخرى و تحديد استجابة الناتج و الأسعار للسياسة النقدية في ظل وجود و غياب القناة المعنية.

2- دراسة استقرارية متغيرات النموذج:

هناك العديد من الاختبارات التي تسمح بالكشف عن ما إذا كانت السلاسل الزمنية مستقرة أم لا، إلا أن أفضلها وأكثرها استخداما هو اختبار ديكي فولر (ADF) و اختبار فيليبس و بيرون (PP)، لذلك سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على هذه الاختبارين¹⁹، بالاستعانة ببرنامج Eviews 09.

النتيجة	PP		ADF		المتغيرات
	1st Difference	Level	1st Difference	Level	
I(1)	-9.76 (-2.90**)	-0.81 (-2.90**)	-9.73 (-3.48**)	-2.25 (-3.48**)	LPIBHH
I(1)	-8.24 (-2.90**)	6.60 (-1.94**)	-8.84 (-3.48**)	5.98 (-1.94**)	LIPC
I(1)	-18.8 (-2.90**)	10.73 (-1.94**)	-11.37 (-3.48**)	-0.43 (-2.9**)	LCE
I(1)	-62.16 (-3.48**)	-2.09 (-2.90**)	-9.17 (-3.48**)	1.31 (-1.94**)	LM2
I(1)	-5.84 (-3.48**)	1.54 (-2.90**)	-5.32 (-1.94**)	-0.25 (-3.48**)	LTCH
I(1)	-9.61 (-3.48**)	-1.13 (-2.91**)	-8.33 (-1.94**)	-2.68 (-3.48**)	LTRO

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

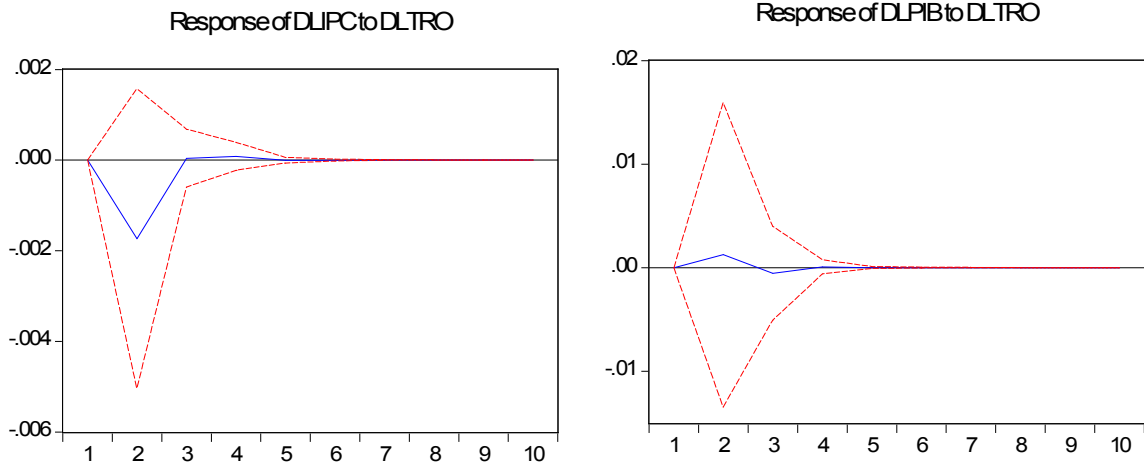
يتضح جليا من الجدول أعلاه أن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة في صورتها الأصلية، إلا أنه بعد أخذ الفرق الأول لها أصبحت مستقرة، و بالتالي فإن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى I(1).

3- تقييم فعالية قنوات السياسة النقدية في التأثير على الأهداف النهائية:

3-1- تقدير نموذج (Var) خلال الفترة (2018-2000):

لتقييم فعالية السياسة النقدية سنستخدم دوال الاستجابة و تفكيك مكونات التباين في ظل وجود معدل الاحتياطي الإجباري و كل من الناتج خارج قطاع المحروقات و مؤشر أسعار الاستهلاك (البنية الأساسية للنموذج)، حيث سنعمد على الترتيب التالي (DLPIBHH, DLIPC, DLTRO). يتميز هذا النموذج بفتري إبطاء (P=2) و الشكل الموالي يوضع استجابة الناتج و الأسعار لحدوث صدمة عشوائية في معدل الاحتياطي الإجباري في ظل تعطيل عمل جميع قنوات السياسة النقدية.

الشكل رقم(02): استجابة الناتج و الأسعار لصدمة السياسة النقدية
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 SE



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

يتضح من الشكل البياني أعلاه على اليمين أن حدوث صدمة غير متوقعة بمقدار انحراف معياري واحد في معدل الاحتياطي الإجمالي سيكون لها أثر موجب على الناتج المحلي خارج قطاع المحروقات إلى غاية الفترة الثانية التي تلي حدوث الصدمة، ثم تبدأ بعدها في الانخفاض إلى أن يتلاشى أثرها بالكامل في الأجلين المتوسط و الطويل.

إن الأثر الموجب لمعدل الاحتياطي الإجمالي على الناتج المحلي خارج قطاع المحروقات في الأجل القصير يتناقض مع التوقعات النظرية، و يمكن إرجاع هذا إلى أن أغلب المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تقوم بتحميل الزيادة الحاصلة في تكلفة تمويلها من قبل البنوك التجارية إلى تكلفة الإنتاج حفاظا على حجم و مستوى الناتج في الأجل القصير.

من جهة أخرى، نلاحظ انطلاقا من الشكل البياني على اليسار أن حدوث صدمة غير متوقعة بمقدار انحراف معياري واحد في معدل الاحتياطي الإجمالي سيكون لها أثر سالب على مؤشر أسعار الاستهلاك، ليتلاشى بعدها أثر الصدمة في الأجلين المتوسط و الطويل، هذه النتيجة تتوافق مع التوقعات النظرية، حيث أن قيام بنك الجزائر برفع معدل الاحتياطي سيؤدي إلى انخفاض و تدني قيمة الاحتياطات الحرة التي بحوزة البنوك التجارية، مما يؤدي إلى تقليل عرض القروض الموجهة للاقتصاد و خاصة القروض الاستهلاكية لارتفاع معدلات الفائدة عليها، و من ثم انخفاض الطلب الكلي و مع ثبات العرض السلعي فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار.

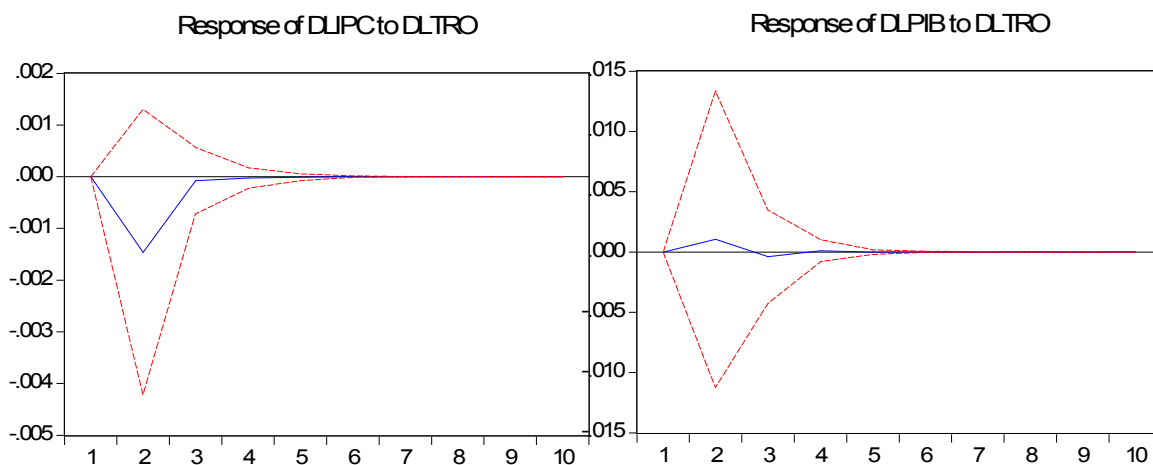
كذلك يتبين من خلال تفكيك مكونات التباين للناتج خارج قطاع المحروقات ومؤشر أسعار الاستهلاك المساهمة الضعيفة لمعدل الاحتياطي الإجمالي في تفسير تقلباتهم الظرفية، حيث قدرت في أفق 10 سنوات ب 7.77% و 2.45% على التوالي.

3-2- تقييم فعالية قنوات السياسة النقدية كل على حدا:

3-2-1- تقييم فعالية قناة الائتمان المصرفي:

لتقييم فعالية قناة الائتمان المصرفي في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى الأهداف المستهدفة للسياسة النقدية سنقوم بإضافتها إلى البنية الأساسية للنموذج، ليصبح لدينا نموذج حسب الترتيب التالي (DLPIBHH, DLIPC, DLCE, DLTRO). يتميز هذا النموذج بفترة إبطاء واحدة (P=1)، والشكلين المواليين يوضحان استجابة الناتج ومؤشر أسعار الاستهلاك في ظل وجود وغياب قناة الائتمان المصرفي.

الشكل رقم (03): استجابة الناتج والأسعار لصدمة السياسة النقدية في نموذج قناة الائتمان كمتغيرة داخلية
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E

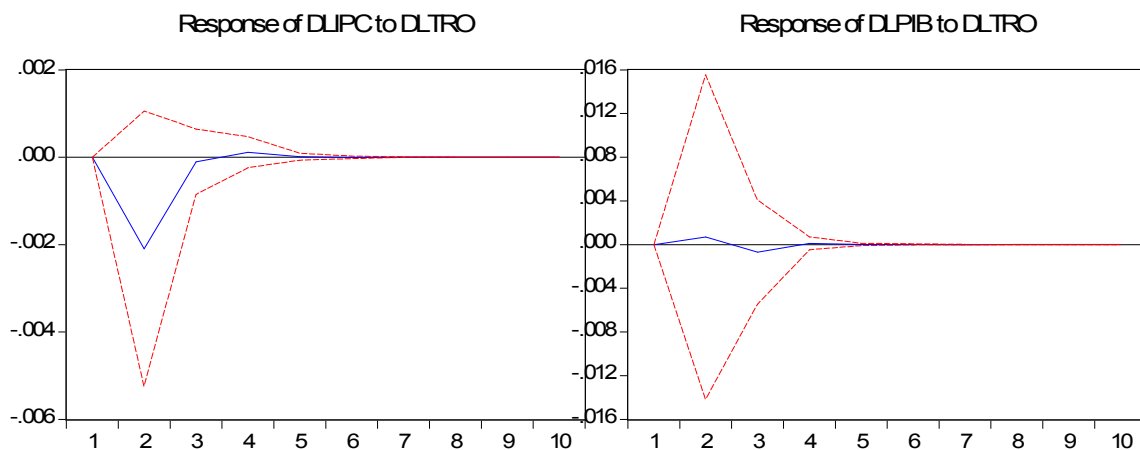


المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

يتضح من الشكل أعلاه أن استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات لحدوث صدمة موجبة في السياسة النقدية (TRO) في ظل وجود قناة الائتمان المصرفي كمتغيرة داخلية في النموذج كانت موجبة في الأجل القصير حيث قدرت استجابته في السنة الثانية ب 0.001، لتتحول بعد ذلك إلى سالبة في الفترة الثالثة التي تلي حدوث الصدمة حيث بلغت قيمتها حوالي -0.003، ثم ليتلاشى بعدها أثر الصدمة إلى غاية نهاية الفترة. في المقابل نلاحظ أن استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لحدوث صدمة عشوائية موجبة في السياسة النقدية كانت سالبة و مطابقة للمنطق النظري في الأجل القصير و متلاشية في الأجلين المتوسط و الطويل، حيث أن انتهاج السلطات النقدية للسياسة نقدية تقييدية في فترات التوسع و الانتعاش الاقتصادي سيؤدي إلى ارتفاع معدل الاحتياطي الإجباري الذي يؤدي إلى انخفاض حجم القروض الممنوحة للوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز في التمويل، محدثا انخفاض في حجم الطلب الكلي و تراجع في المستوى العام للأسعار.

وفيما يتعلق بتفكيك مكونات التباين للناتج خارج قطاع المحروقات و مؤشر أسعار الاستهلاك في ظل وجود قناة الائتمان المصرفي كمتغيرة داخلية في النموذج، فيتبين أن مساهمة معدل الاحتياطي الإجباري في تفسير تغيراتهما لم تتحسن كثيرا، حيث أنها لم تتجاوز كأقصى قيمة لها ب 15.3% و 9.66% على الترتيب، و ذلك بعد الفترة العاشرة التي تلي حدوث الصدمة.

الشكل رقم (04): استجابة الناتج و الأسعار لصدمة السياسة النقدية في نموذج قناة الائتمان كمتغيرة خارجية
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

يتضح من الشكل رقم (04) الاستجابة الموجبة للنتائج خارج قطاع المحروقات لصدمة السياسة النقدية في الأجل القصير، حيث قدرت استجابته ب 0.06 في الفترة الثانية التي تلي حدوث الصدمة، لتتحول استجابته إلى سالبة في السنة الثالثة (-0.007) من وقوع الصدمة ثم تتلاشى بعدها في الأجل الطويل.

إن الاستجابة السالبة للنتائج خارج قطاع المحروقات للتغيرات في معدل الاحتياطي الإجباري تتطابق مع النظرية الاقتصادية الرامية إلى أن السياسة النقدية الانكماشية ستؤدي على تراجع الناتج لمختلف القطاعات الاقتصادية نتيجة ارتفاع تكاليف التمويل. في المقابل نجد أن استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لحدوث صدمة عشوائية في معدل الاحتياطي الإجباري في ظل تعطيل أثر قناة الائتمان المصرفي سالبة و مطابقة للنظرية الاقتصادية، حيث قدرت في السنة الثانية التي تلي حدوث الصدمة ب -0.002 لتتحول إلى موجبة في السنة الرابعة ثم تتلاشى بعدها إلى غاية نهاية الفترة.

إن استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات و مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة السياسة النقدية في حالة تعطيل أثر قناة الائتمان المصرفي كانت أكبر من إدراجها في البيئة الأساسية للنموذج، مما يدل على ضعف و عدم فعالية هذه القناة في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى متغيرات القطاع الحقيقي للاقتصاد (الناتج و الأسعار)، و يمكن إرجاع ذلك إلى عدة عوامل نوجزها فيما يلي:

- خصوصية فترة الدراسة و التي شهد فيها الاقتصاد الجزائري ارتفاعات كبيرة في أسعار المحروقات مما أدى إلى ظهور فائض سيولة هيكلية على مستوى البنوك التجارية؛

- ارتفاع حجم القروض المتعثرة في الاقتصاد الوطني؛

- ضعف المنافسة البنكية في القطاع المصرفي الجزائري و زيادة تركيز البنوك العمومية رغم فتح المبادرة أمام المنافسة الأجنبية و الخاصة (أهم مبادئ قانون النقد و القرض 10/90)؛

- ضعف و ضيق الأسواق المالية و عدم اتساعها؛

- محدودية الخدمات المصرفية و ارتفاع تكاليف تقديمها؛

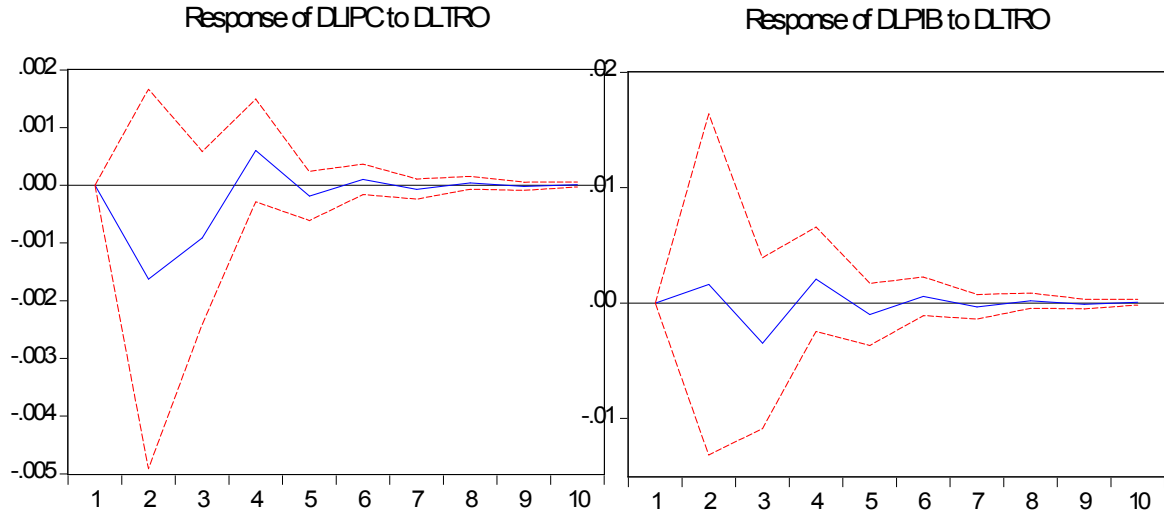
- ارتفاع الهامش المصرفي و الذي يعبر عن الفرق بين أسعار الفائدة على القروض و أسعار الفائدة على الودائع، حيث قدر في المتوسط خلال الفترة (2000-2018) بحوالي 6% .

3-2-2-تقييم فعالية القناة النقدية:

لتقييم فعالية القناة النقدية في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى الأهداف المستهدفة للسياسة النقدية سنقوم بإضافتها إلى البنية الأساسية للنموذج، ليصبح لدينا نموذج حسب الترتيب التالي (DLPIBHH, DLIPC, DLM2, DLTRO). يتميز هذا النموذج بفتريتي إبطاء (P=2)، و الشكليين المواليين يوضحان استجابة الناتج و الأسعار في ظل وجود و غياب القناة النقدية.

الشكل رقم (05): استجابة الناتج و الأسعار لصددمات السياسة النقدية في نموذج القناة النقدية كمتغيرة داخلية

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E



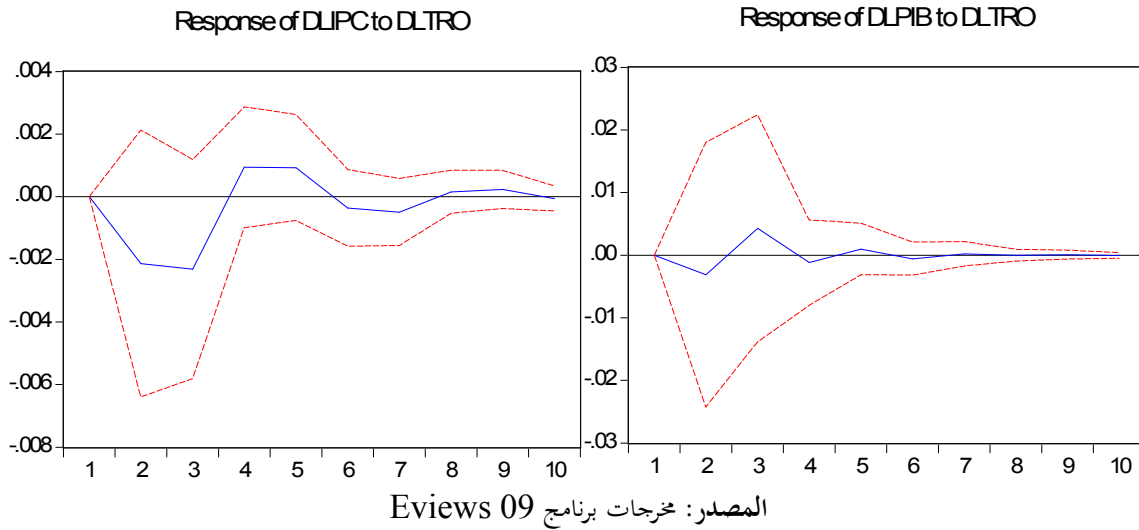
المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

يبين الشكل أعلاه حجم و طبيعة تأثير التغيرات في السياسة النقدية الممثلة بمعدل الاحتياطي الإجباري على كل من الناتج و الأسعار في ظل تفعيل عمل القناة النقدية، حيث نلاحظ أن حدوث صدمة عشوائية في السياسة النقدية بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها أثر موجب و مطابق للنظرية الاقتصادية على الناتج خارج قطاع المحروقات إلى غاية الفترة الثانية من حدوث الصدمة، ليتحول بعدها إلى سالب في الفترة الثالثة التي تلي حدوث الصدمة حيث قدرت ب -0.003، ثم ليأخذ بعدها ميلا يتأرجح بين الارتفاع و الانخفاض إلى أن يتلاشى أثرها بالكامل في نهاية الفترة ، أي بعد مرور 10 سنوات من الصدمة.

أما بالنسبة لحدوث صدمة عشوائية في معدل الاحتياطي الإجباري بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها اثر سالب على مؤشر أسعار الاستهلاك بداية من الفترة الثانية إلى غاية الفترة الرابعة، حيث انتقلت من -0.001 إلى -0.009 على الترتيب، ثم يتلاشى بعدها تأثير الصدمة في باقي سنوات الصدمة.

في المقابل أشارت نتائج تفكيك مكونات التباين في ظل وجود القناة النقدية كمتغيرة داخلية في النموذج إلى تحسن استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات و مؤشر أسعار الاستهلاك للصددمات الحاصلة في السياسة النقدية (معدل الاحتياطي الإجباري) مقارنة بنموذج البنية الأساسية، حيث قدرت استجابتهما ب 41.86% و 32.56% على التوالي، و هذا بعد مرور 10 فترات من وقوع الصدمة.

الشكل رقم (06): استجابة الناتج و الأسعار لصدمة السياسة النقدية في نموذج القناة النقدية كمتغيرة خارجية
Response to Chdesky One S.D. Innovations ± 2 S.E



نلاحظ من الشكل رقم (06) أن الناتج خارج قطاع المحروقات كان له رد فعل سالب لحدوث صدمة غير متوقعة في معدل الاحتياطي الإجمالي في الاجل القصير، حيث قدرت قيمة مضاعف الاستجابة ب - 0.003 في السنة الثانية المستقبلية، لتأخذ بعدها مسار نحو الارتفاع إلى أن وصلت إلى أقصى ذروة لها في السنة الثالثة بقيمة 0.04، ثم زال بعد ذلك تأثيرها في السنة الخامسة و إلى غاية نهاية الفترة، أي بعد السنة العاشرة التي تلي وقوع الصدمة.

وبمقارنة استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات لصدمة معدل الاحتياطي الإجمالي في ظل تفعيل و تعطيل القناة النقدية، فإننا نجد أن استجابته كانت كبيرة في حالة تفعيل هذه القناة، مما يدل على دور و أهمية القناة النقدية في نقل أثر التغيرات في قرارات بنك الجزائر إلى الجانب الحقيقي للاقتصاد (الناتج).

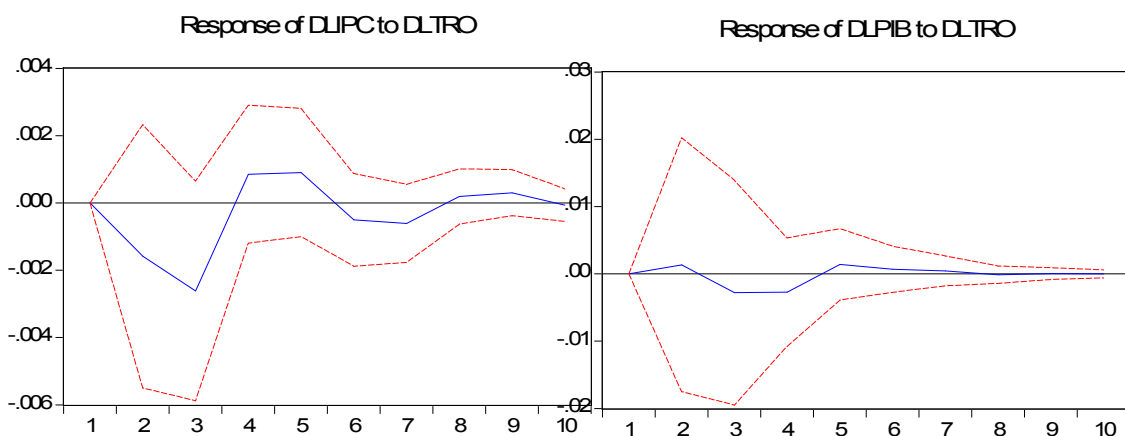
أما بخصوص استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لحدوث صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد في معدل الاحتياطي الإجمالي، فنلاحظ أن تأثير الصدمة كان قوي في المدى القصير، حيث قدر ب -0.002 في السنة الثانية المستقبلية، ليتحول بعدها أثر الصدمة إلى موجب حيث بلغ أقصى مستوى له بقيمة 0.009 في السنة الرابعة، ثم ليعود إلى الانخفاض مجددا في السنة السادسة إلى أن يتلاشى تأثيرها في نهاية الفترة. و عليه فإننا نلاحظ أن استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة السياسة النقدية في ظل تفعيل القناة النقدية أكبر منها في حالة تعطيل عمل هذه القناة، مما يشير إلى الفعالية النسبية لهذه القناة كأداة لاستهداف معدلات التضخم في الأجل القصير.

3-2-3- تقييم فعالية قناة سعر الصرف:

لتقييم فعالية قناة سعر الصرف في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى الأهداف المستهدفة للسياسة النقدية سنقوم بإضافتها إلى البنية الأساسية للنموذج، ليصبح لدينا نموذج حسب الترتيب التالي (DLPIBHH, DLIPC, DLTCH, DLTRO). يتميز هذا النموذج بفتري إبطاء، و الشكليين المواليين يوضحان استجابة الناتج و الأسعار في ظل وجود و غياب قناة سعر الصرف.

الشكل رقم (07): استجابة الناتج و الأسعار لصددمات السياسة النقدية في نموذج قناة سعر الصرف كمتغيرة داخلية

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



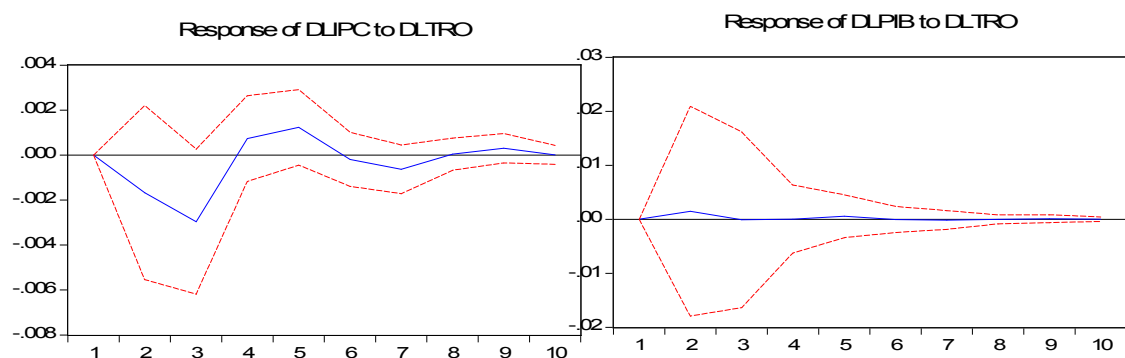
المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

نلاحظ من الشكل البياني أعلاه أن إدراج قناة سعر الصرف في البنية الأساسية للنموذج حسن من استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات لحدوث صدمة عشوائية في معدل الاحتياطي الإجمالي، حيث نلاحظ أن استجابته كانت موجبة في بداية الفترة، و هذا شيء منطقي من الناحية الاقتصادية فلا يمكن أن ينعكس أثر الصدمة مباشرة بل يجب أن يأخذ وقتا لينعكس على الناتج، و الشكل البياني على اليمين يبين هذا، حيث أن الناتج يستجيب بشكل سلبي لحدوث صدمة في معدل الاحتياطي الإجمالي ابتداء من السنة الثالثة (-0.02) وفق ما تقتضيه النظرية الاقتصادية، ليسجل بعدها ارتفاعا طفيفا في السنة الخامسة (0.01) التي تلي حدوث الصدمة، ثم تنعدم استجابته في نهاية الفترة.

نفس الشيء بالنسبة لمؤشر أسعار الاستهلاك نجد أن استجابته كانت كبيرة نوعا ما مقارنة باستجابته في النموذج الأساسي كما أنها كانت سالبة في الربع الثاني من الأجل المتوسط، لتشهد بعدها ارتفاعا طفيفا في الأجل الطويل و تنح نحو الانعدام في نهاية الفترة. أما بالنسبة لتفكيك مكونات التباين للناتج خارج قطاع المحروقات فيتضح المساهمة المعنوية لمعدل الاحتياطي الإجمالي في تفسير تقلباته و تغيراته الظرفية، حيث قدرت في أفق 10 سنوات من وقوع الصدمة ب 47.93%، في حين لم تتعدى مساهمته في تفسير التقلبات الحاصلة في مؤشر أسعار الاستهلاك ب 17.9%.

الشكل رقم (08): استجابة الناتج و الأسعار لصددمات السياسة النقدية في نموذج قناة سعر الصرف كمتغيرة خارجية

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 09

يبين الشكل أعلاه أن استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات في حالة تعطيل عمل قناة سعر الصرف كانت منعدمة ما عدا في السنة الثانية أين حققت ارتفاعا قدر ب 0.01، و هذا مخالفا لما كان متوقعا نظريا، و عليه فإن تعطيل عمل هذه القناة أضعف من تأثير

السياسة النقدية على الناتج خارج قطاع المحروقات، مما يشير إلى الفعالية النسبية لهذه القناة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي في الأجل القصير مقارنة بالأجل الطويل.

أما بالنسبة لاستجابة مؤشر أسعار الاستهلاك في نموذج قناة سعر الصرف كمتغيرة خارجية، فإننا نلاحظ أنها لا تختلف كثيرا عن الاستجابة في حالة تفعيل عمل هذه القناة حتى و أن وجد فرق فإنه يبقى جد محدودا، ما يدل على عدم فعالية هذه القناة كأداة وسطية لاستهداف التضخم و المحافظة على استقرار الأسعار. و يمكن إرجاع هذا إلى عدة عوامل أهمها: التبعية المفرطة لقطاع المحروقات، تأثير سوق الصرف الموازية، عدم مرونة سعر الصرف حيث أنه مايزال خاضعا لرقابة و سيطرة بنك الجزائر، عدم وجود المقومات و المحفزات لجذب رؤوس الأموال نحو الداخل ، ضعف الجهاز الانتاجي حيث أن جل صادرات البلد عبارة عن صادرات المحروقات بالإضافة إلى ضعف مردودية القطاعات الانتاجية الأخرى، ضعف تأثير أدوات السياسة النقدية في الجزائر على سعر الصرف.

4. الخاتمة:

قمنا من خلال هذه الورقة البحثية بتقييم فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي الممثل بمجم (الناتج خارج قطاع المحروقات) و مؤشر أسعار الاستهلاك كمتغير يعبر عن الهدف النهائي لسياسة بنك الجزائر باستخدام تقنية الانحدار الذاتي (Var) و بيانات فصلية للفترة الممتدة (2018: Q4, 2000: Q1)، و كانت نتائج الدراسة القياسية كما يلي:

- أظهرت اختبارات جذر الوحدة عدم استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة في المستوى، إلا أنها أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول لها، و بالتالي فهي متكاملة من الدرجة الأولى؛

- جاءت نتائج تحليل دوال استجابة الناتج خارج قطاع المحروقات في بنية النموذج الأساسية إلى حدوث صدمة عشوائية في معدل الاحتياطي الإجباري مخالفة للتوقعات النظرية، في حين كانت نتائج تحليل دوال استجابة المؤشر العام للأسعار مطابقة للتوقعات النظرية في الأجل القصير مع انعدامها في الأجل المتوسط والطويل؛

- ضعف فعالية قناة الائتمان في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى كل من الناتج والأسعار نتيجة غياب المنافسة في النظام المصرفي وزيادة تركيز البنوك العمومية وظهور سيولة فائضة لدى البنوك... الخ؛

- الفعالية النسبية للقناة النقدية في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى الناتج والأسعار؛

- فعالية قناة سعر الصرف في نقل تأثيرات السياسة النقدية إلى الناتج وضعفها في التأثير على الأسعار بسبب ضعف تأثير أداة السياسة النقدية على سعر الصرف.

5. قائمة المراجع:

¹ Kamin, S., P. Turner, and J. Van' dack (1981), The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview, 81S' Policy Papers No.3, 5-64.

² Mishkin, F.S, (1995),Symposium on the monetary transmission mechanism, Journal of Economic Perspectives, 9(4) , 3-10.

³ Loayza, N. and K Sclunidt-Hebbel,(2002), Monetary policy: rules and transmission mechanisms , Santiago: Central Bank of Chile.

4- Mishkin Frederic.S, (2010),Monnaie Banque Et Marché Financiers, Pearson Education, France, P804.

- Singh. S, Razi.A, Endut. N and Ramlee. H, (2008)Impact Of The Financial Market Developments On The Monetary Transmission Mechanism, BIS, Papers, N°39.

- ⁵ Chileshe M. Patrick, Olusegun Ayodele Akanbi,(2017), The Relative Importance Of The Channels Of Monetary Policy Transmission In a Developing Country: The Case Of Zambia, African Journal Of Economic Review, Volume V , Issue II, P151.
- 6 Mishkin Frederic.S, Monnaie Banque Et Marché Financiers, op-cit, P 805.
- 7 Ben. Bernanke, Mark. Gertler,(1995), inside the black box: the crédit channel of monetary policy transmission, journal of economic perspectives 9, P27-48.
- 8 - Artunbas .Y, Gambacorta. L And Marques .D, (2007), Securization and the bank lending Channel, ECB, Working Paper Series, N° 838 Artus .P, Betbèze .J.P, De Bousisien .C et Capelle Blancard .G, (2008),La Grise Des Surprimes, Conseil D'analyse Economique (CAE), Paris, La Documentation Française.
- ⁹ Kalu E. Uma, Benson M. Ogbona Paul Obidike. C ,(2015), Monetary Policy Transmission In Nigeria: An Overview, International Journal Of Economics, Commerce And Management, Vol III, P369.
- 10 Dumetz Françoise,(2010) Politique Monétaire, Boeck France, Paris, P104.
- 11 Angeloni.I, Ehrmann.M, (2003),Monetary Transmission In The Euro area: Early Evidence, Economic Policy, Vol 18, Issue 37, PP 469 -501.
- 12 Pamphile Mezui- MBENG, (2010),Transmission de la politique monétaire : Le cas des pays de la CEMAC, Munich Personal Repec Archive, , PP 1-34.
- 13 Bui Van Hai, Tran Thi Minh Trang, (2015),The Transmission Mechanism Of Monetary Policy In Vietnam : AVAR Approach, Working Paper N IHEIDWP 15.
- 14 Rania Al – Mashat & Andreas Billmeier,(2007), The Monetary Transmission Mechanism In Egypt, IMF Working Paper WP/07/285.
- 15 Adel Boughrara,(2009), Monetary Transmission Mechanisms In Morocco And Tunisia, Economic Research Forum (ERF), Working Paper Series, N°460.
- 16 Sims .C, Macroeconomics And Reality, Econometrica , PP 1- 49.
- 17 Poddar. T , Sab .R And Khachatryan. H, The Monetary Policy Transmission Mechanism In Jordan, IMF, Working Paper, WP /06/48, February.
- 18 Rania Al – Mashat & Andreas Billmeier, The Monetary Transmission Mechanism In Egypt, op –cit.
- 19 Régis Bourbonnais,(2015) Econométrie. Cours et exercices corrigés, 9eme édition, (DUNOD, Paris, P.248.