



فاعلية أدوات للسياسة النقدية: دراسة مطبقة على السياسة النقدية الموريتانية

إعداد

د. سيدي محمد ولد محمد عبدالله

دكتوراه في الاقتصاد

الجمهورية الإسلامية الموريتانية

olfatmandour171250@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الثالث يولية 2024

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

المستخلص:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا انطلاقاً من أن مفهوم الفاعلية إنما يتمثل في القدرة على الوصول إلى الهدف المنشود، وحيث يعد عرض النقود أحد أهم الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، والذي يستطيع صانع السياسة التحكم فيه باستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، فإن المقصود بفاعلية هذه الأدوات هو قدرتها على التأثير على أحد مكونات عرض النقود. وفي هذا الإطار تقتصر الدراسة على قدرة الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية على التأثير على عرض النقود بالمفهوم الضيق.

وتعتمد هذه الدراسة المنهج الاستقرائي، من خلال دراسة وتحليل الأدوات المختلفة للسياسة النقدية في موريتانيا، كما تستخدم المنهج الاستنباطي من خلال قياس أثر الأدوات غير المباشرة على عرض النقود بالمفهوم الضيق، حيث يتم القياس من خلال انحدار عرض النقود بالمفهوم الضيق كمتغير تابع على كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح كمتغيرات مستقلة، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وباستخدام بيانات تغطي الفترة من 2004 إلى غاية 2022.

وقد توصلت الدراسة إلى ارتفاع مستوى فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، وأن أكثر هذه الأدوات فاعلية هو معدل الخصم، ثم عمليات السوق المفتوح، فمعدل الاحتياطي الإلزامي. وقد اقترحت الدراسة أنه في ظل فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا. ومن ثم قدرتها على التأثير على عرض النقود بالمفهوم الضيق، فإنه بافتراض استقرار دالة الطلب على النقود، بحيث يستطيع صانع السياسة استهداف أحد المجاميع النقدية، فإنه ينبغي عليه استهداف عرض النقود بالمفهوم الضيق بدلاً من عرض النقود بالمفهوم الواسع.

الكلمات المفتاحية:

الفاعلية، الأدوات غير المباشرة، السياسة النقدية، عرض النقود بالمفهوم الضيق، موريتانيا.

1. مقدمة

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم السياسات الاقتصادية التي تستخدمها الدول المختلفة لضبط النشاط الاقتصادي وتوجيهه لتحقيق الأهداف العامة للمجتمع في ظل الظروف العادية من جهة، وللتخفيف من حدة الأزمات المفاجئة في ظل الظروف الاستثنائية من جهة أخرى. ولعل ذلك ما يمكن ملاحظته من القوانين المختلفة للبنوك المركزية، باعتبارها السلطة النقدية، حيث تأتي وظيفة إدارة السياسة النقدية في صدارة وظائف البنوك المركزية في معظم تشريعات البنوك المركزية حول العالم. وفي حين تشير السياسة النقدية إلى تلك الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي للتحكم في المعروض النقدي، والرقابة على البنوك والائتمان والتأثير فيه من أجل تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة (Mayer et al., 1996:487)، وحيث يقصد بأدوات السياسة النقدية تلك الأدوات المتاحة أمام البنك المركزي، والتي يمكنه استخدامها للتأثير على الهدف التشغيلي لهذه السياسة (Bindseil, 2004:8)، وفي حين يشير مفهوم الفاعلية إلى القدرة على الوصول إلى الهدف المنشود، وحيث يعد عرض النقود أحد أهم الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، فإن المقصود بفاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية هو قدرتها على التأثير على أحد مكونات عرض النقود.

وقد شهدت الأدوات المتاحة لدى البنوك المركزية في إطار تنفيذ السياسة النقدية تطوراً كبيراً، سواء كان مرد ذلك إنما يرجع إلى التطور المستخلص من الممارسة الفعلية للسياسة النقدية، الذي دفع باتجاه التخلي عن آلية التحكم الإداري أو التنظيمي لصالح آلية السوق، الذي تمثل في الانتقال من الأدوات المباشرة للسياسة النقدية التقليدية إلى الأدوات غير المباشرة لهذه السياسة، والذي يعد نتاجاً طبيعياً لتطبيق مبادئ الحرية الاقتصادية في المجال النقدي والمالي، أو كان ذلك مواكبة للظروف الاقتصادية والمالية غير المواتية التي شهدها العالم، والتي حدثت من قدرة الأدوات المتاحة واقتضت بالتالي استحداث أدوات جديدة يمكنها تحقيق هدف السياسة النقدية في ظل مثل هذه الظروف، والذي تمثل في استخدام بعض الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

وكي تحقق أدوات السياسة النقدية بصفة عامة الأهداف المرجوة منها، فإنه ينبغي أن تتوفر في

هذه الأدوات بعض المتطلبات منها (Bofinger et al., 2001:321-322):

- ينبغي عرض القاعدة النقدية باستمرار أمام البنوك للوفاء بكافة احتياجاتها،

- ينبغي أن يكون البنك المركزي قادراً على تعقيم أثر تدخلاته في سوق الصرف الأجنبي على القاعدة النقدية،
- يجب تصميم أدوات السياسة النقدية بطريقة تعكس وجود علاقة تبعية بين البنوك التجارية والبنك المركزي،
- ينبغي ألا تشوه أدوات السياسة النقدية الأداء الحر للأسواق المالية،
- ينبغي الاستغناء عن جميع الأدوات التي قد تؤدي إلى دخول البنك المركزي في منافسة مباشرة مع البنوك.

وحيث قد لا تتوفر هذه المتطلبات للاقتصادات النامية نظراً للظروف الخاصة بهيكلها الاقتصادية، ومدى تطور نظمها المالية والمصرفية، ودرجة انفتاح اقتصاداتها على الاقتصاد الدولي، فقد لا تكون أدوات السياسة النقدية المطبقة في هذه الدول هي نفس الأدوات المطبقة بالنسبة للسياسة النقدية في الدول المتقدمة. ولعل أبرز مثال على ذلك هو التبنّي الواسع للأدوات غير التقليدية الذي قامت به العديد من الدول المتقدمة خلال الأزمات والظروف الاستثنائية، خلافاً لمعظم الدول النامية كما هو الحال بالنسبة لموريتانيا.

فالمتبع لأدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي الموريتاني يلحظ أنه لم يتم باستخدام الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، وأنه إنما اقتصر على الأدوات التقليدية لهذه السياسة من جهة، وأنه تخلى عن استخدام أدواتها المباشرة لصالح الأدوات غير المباشرة من جهة أخرى. وقد تمثلت الأدوات المستخدمة في هذا الإطار في كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح.

ويستند استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية إلى عدد من المزايا التي تتمتع بها هذه الأدوات منها: أولاً، أن التعديلات التي تخلفها هي تعديلاً تلقائية وفورية، وبالتالي فهي تقلل من مخاطر أخطاء السياسة. وثانياً، أنها تنقل من إشارات وتأثيرات السياسة على الفور إلى جميع قطاعات الاقتصاد. وثالثاً، أنها تضمن التخصيص الأمثل للنقود والانتماء استناداً إلى الاعتبارات المتعلقة بالسعر والمخاطر النسبية والعوائد. ورابعاً، أنها تضمن الاتساق بين السياسات النقدية والمالية وسياسات

معدلات الصرف. وخامساً، أنها تسمح للبنك المركزي بالابتعاد عن السوق دون أن يفقد السيطرة عليه (Lindgren, 1991:324-325).

وكي تكون الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية فعالة في السيطرة على العرض النقدي، يجب استيفاء عدد من الشروط من أهمها: أولاً، ينبغي أن يكون البنك المركزي قادراً على امتصاص الاحتياطات الإضافية للبنوك من خلال مبيعاته من الأوراق النقدية أو عن طريق زيادة متطلبات الاحتياطي، حتى تمارس الأدوات غير المباشرة تأثيراً معتبراً على معدل الفائدة وعرض الائتمان. وثانياً، تحرير معدلات الفائدة والسماح لها بالتقلب، كي يكون بمقدور البنك المركزي توجيه معدلات الفائدة على مستوى السوق النقدي، وسعر الائتمان المصرفي وكميته، باستخدام الأدوات غير المباشرة. وثالثاً، يجب أن يكون الطلب على النقود و/ أو الائتمان حساساً بدرجة كافية لمعدل الفائدة، حتى تستطيع الأدوات غير المباشرة تحقيق التخفيض المقصود بالنسبة للائتمان وبالنسبة للتوسع في عرض النقود (Hilbers, 1993:8).

واستناداً إلى أهمية السياسة النقدية والدور المحوري الذي تلعبه أدواتها باعتبارها الخطوة الأولى في آلية انتقال أثر هذه السياسة إلى النشاط الاقتصادي، حيث يتم من خلالها التأثير على الهدف التشغيلي الذي يؤثر بدوره على الهدف الوسيط بغية إحداث الأثر المطلوب وتحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية، ونظراً للتطور المضطرب لأدوات السياسة النقدية، إضافة إلى حداثة عهد البنك المركزي الموريتاني بممارسة السياسة النقدية، ونظراً للظروف العامة للاقتصاد الموريتاني كأحد الاقتصادات النامية التي لا تتوفر بها المتطلبات اللازمة لفاعلية أدوات السياسة النقدية بصفة عامة، وفي ظل انتقال البنك المركزي الموريتاني إلى استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، فإنه يمكن تلخيص مشكلة الدراسة في السؤال التالي:

ما مدى فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا؟

وتسعى هذه الدراسة إلى الإجابة على هذا السؤال من خلال دراسة الفرضية التالية:

تتسم الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا بالفاعلية.

ويتمثل هدف هذه الدراسة في اختبار الفرضية سالفة الذكر، فبعد دراسة تطور أدوات السياسة النقدية في موريتانيا بصفة عامة، يتم اختبار مدى فاعلية تلك المستخدمة من قبل البنك المركزي الموريتاني خلال فترة الدراسة، أي الأدوات غير المباشرة، الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة

2022، باعتبارها الفترة التي أمكن الحصول على بيانات موثوقة عنها. وقد تم الحصول على هذه البيانات استنادا إلى أعداد مختلفة من التقرير السنوي للبنك المركزي الموريتاني، وأعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الفصلية للبنك المركزي الموريتاني.

وتعتمد هذه الدراسة المنهج الاستقرائي، من خلال دراسة وتحليل الأدوات المختلفة للسياسة النقدية في موريتانيا، كما تستخدم المنهج الاستنباطي من خلال قياس أثر كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح كمتغيرات مستقلة على عرض النقود كمتغير تابع، وذلك من خلال الانحدار الخطي المتعدد وفق طريقة المربعات الصغرى العادية، وذلك بالاعتماد على

دراستين سابقتين¹ هما دراسة (Alqalawi et al (2017) ودراسة (Bassey et al (2018). وتستمد هذه الدراسة أهميتها ليس فقط لتناولها أحد الجوانب الأساسية لواحدة من أهم السياسات الاقتصادية الكلية، وإنما ترجع أهميتها أيضا إلى سعيها إلى إثراء وتعميق الدراسات التطبيقية الشحيحة التي تركز بشكل دقيق على الأثر الذي يمكن أن تحدثه أدوات السياسة النقدية بشكل محدد على واحد أو أكثر من الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، أو بعبارة أخرى التركيز على فاعلية أدوات السياسة النقدية بدلا من التركيز على فاعلية السياسة النقدية بصفة عامة.

وقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة أجزاء، حيث يعرض الجزء الأول مقدمة الدراسة. ويتناول الجزء الثاني الإطار النظري لأدوات السياسة النقدية بنوعها التقليدية وغير التقليدية. ويخصص الجزء الثالث للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا. أما الجزء الرابع فيتم من خلاله اختبار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، وذلك من خلال استعراض الدراسات السابقة التي اعتنت بموضوع الدراسة، ثم توصيف نموذج الدراسة، ودراسة وتحليل نتائج تقدير هذا النموذج. وخصص الجزء الخامس للخلاصة والنتائج والتوصيات.

2. الإطار النظري لأدوات السياسة النقدية

تشير الأدبيات النظرية والممارسة العملية المرتبطة بأدوات السياسة النقدية إلى وجود عدد كبير من الأدوات التي يمكن استخدامها لتحقيق أهداف السياسة النقدية، وعلى الرغم من أن استخدام

1 تم استعراض هتين الدراستين بشكل أوسع في الجزء الخاص باختبار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا.

إحدى هذه الأدوات أو توليفة معينة منها، إنما يعتمد على طبيعة الهيكل الاقتصادي والظروف الخاصة بكل اقتصاد على حدة، ورغم اختلاف وتنوع الأدوات التي تم استخدامها ضمن السياسة النقدية للدول المختلفة، إلا أنه يمكن بصفة عامة تقسيم هذه الأدوات إلى أدوات تقليدية، وأخرى غير تقليدية.

1.2. الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

يشار إلى أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في ظل الظروف العادية، أو في غير أوقات الأزمات والظروف الاستثنائية، بالأدوات التقليدية للسياسة النقدية. ويمكن تصنيف هذه الأدوات إما تبعا لطبيعتها أو تبعا للطريقة التي يتدخل بها البنك المركزي من خلال هذه الأدوات في إدارة سياسته النقدية. فتبعا لطبيعتها تنقسم إلى أدوات كمية وأخرى كيفية. أما تبعا لطريقة تدخل البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية باستخدام هذه الأدوات فتتنقسم إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة.

وفي ظل التركيز على طريقة تدخل البنك المركزي في إدارة سياسته النقدية، ومن ثم تقسيم هذه الأدوات إلى أدوات مباشرة وأدوات غير مباشرة، يرى (Hilbers, 1993:2) أنه رغم اختلاف التعريفات التي يتم من خلالها التمييز بين أدوات السياسة النقدية استنادا إلى كونها إما أدوات مباشرة أو غير مباشرة، إلا أن هذه التعريفات إنما ترجع إلى أن تصرف البنك المركزي وفقاً للشروط النقدية يتم بإحدى طريقتين: إما من خلال تأثيره على ظروف السوق النقدي، أو من خلال سلطاته التنظيمية.

وتجدر الإشارة إلى أن التمييز بين أدوات السياسة النقدية استنادا إلى كونها إما أدوات مباشرة أو غير مباشرة، رغم شيوع استخدامه، إلا أنه أمر قد تعوزه الدقة أحيانا، كما قد يشوبه الغموض أحيانا أخرى. إذ قد يصعب تصنيف بعض الأدوات على أنها أدوات مباشرة أو أدوات غير مباشرة، نظرا لانطوائها على بعض مواصفات الأدوات المباشرة من جهة، وبعض مواصفات الأدوات غير المباشرة من جهة أخرى. ومن ثم فقد تندرج تحت كلا التصنيفين².

2 من الأمثلة على ذلك يمكن ذكر نسبة الاحتياطي الإلزامي، والتي تتضمن بعض خصائص كل من الأدوات المباشرة والأدوات غير المباشرة، ولكن يتم تصنيفها عادة من قبل البنوك المركزية كأداة غير مباشرة، لأنها تستهدف الميزانيات العمومية للبنوك المركزية.

1.1.2. الأدوات التقليدية المباشرة

تشير الأدوات المباشرة للسياسة النقدية إلى تلك الأدوات التي يستطيع من خلالها البنك المركزي التأثير بشكل مباشر على الأسعار أو الائتمان من خلال سلطته التنظيمية، والتي تستهدف الميزانيات العمومية للبنوك التجارية، وتشمل مجموعة من الأدوات من أهمها: السقوف الائتمانية الخاصة بكل بنك على حدة، والتحكم الإداري في معدل الفائدة، ونسب السيولة النظامية، والائتمان الموجه، وحصص إعادة الخصم، والاقناع الأدبي (Chandavarkar, 1996:29-30).

فبالنسبة للسقوف الائتمانية الخاصة بكل بنك فيقصد بها تلك السقوف التي تفرض على كل بنك على حدة كي لا يتجاوز إجمالي الائتمان الممنوح من قبل القطاع المصرفي سقفًا معينًا، فإذا فرض هذا السقف على معدل نمو الائتمان الممنوح من قبل الصناعة المصرفية، وتم تقسيم هذا السقف المحدد بشكل عام على البنوك الفردية استنادًا إلى حجم الائتمان الجاري بالنسبة لكل بنك على حدة، بحيث يفرض على جميع البنوك نفس معدل نمو الائتمان، فقد يتم تقييد الائتمان بالنسبة لبعض البنوك بوصولها إلى الحد الأقصى، بينما قد لا يتم تقييد بعضها الآخر لعدم وصولها الحد الأقصى. الأمر الذي يعني أنه على الرغم من تحكم البنك المركزي في الائتمان الممنوح من قبل الصناعة المصرفية ككل، إلا أن وضع السقوف الائتمانية بهذه الطريقة يتيح لبعض البنوك فرصة التوسع الائتماني بوتيرة أعلى من بعضها الآخر (Hilbers, 1993:3).

وبالنسبة للتحكم الإداري في معدل الفائدة فيشير إلى قيام البنوك المركزية بفرض قواعد وأنظمة صارمة بالنسبة للمستوى القانوني لمعدل الفائدة بالنسبة لتخصيص الائتمان، ويمثل وضع سقوف لمعدلات الفائدة على أنواع مختلفة من الودائع المنصوص عليها فيما يسمى بـ اللائحة Q، في الولايات المتحدة، أحد أشهر الأمثلة على التحكم الإداري في معدل الفائدة (Herger, 2019:80).

وأما بالنسبة لنسب السيولة القانونية فتشير إلى النسب التي يفرض البنك المركزي على البنوك الاحتفاظ بها كأصول سائلة. وتشمل نوعين هما: أولاً، متطلبات الاحتياطي النقدي أو الحد الأدنى لما يجب أن تحتفظ به البنوك من احتياطيات نقدية لدى البنك المركزي. وثانياً، متطلبات احتياطي الأوراق المالية أو الحد الأدنى لما يجب أن تحتفظ به البنوك من الأوراق المالية السائلة. وإذا كان حساب هذين النوعين من المتطلبات إنما يتم كنسبة مئوية من الودائع قصيرة الأجل، فإن أهم ما يميز متطلبات

احتياطي الأوراق المالية هو اشتغالها على مجموعة أوسع من الأصول (الأوراق المالية الحكومية)، وبأنه لا يتم إيداعها لدى البنوك المركزية (Monnet & Vari, 2019:5-9).

وبالنسبة للائتمان الموجه أو ما يعرف بالضوابط الائتمانية الانتقائية فتشير إلى الرقابة على الائتمان التي تتم لأغراض اقتصادية محددة أو على مستوى قطاعات أو أنشطة اقتصادية معينة، خاصة تلك الأكثر عرضة للتقلبات أو تلك التي قد تعتبر غير ضرورية أو غير مرغوب فيها، كي لا تؤثر على الاقتصاد ككل. وبصفة عامة يتعلق الائتمان الموجه بتوزيع عرض الائتمان المتاح، أو توجيه تدفق الائتمان، على مجالات معينة من النشاط الاقتصادي، والحد من وجود فوائض في بعض المجالات التي قد تهدد استقرار الاقتصاد بأكمله (Sehti, 1992:484-485).

ورغم تنوع وتعدد أساليب توجيه الائتمان، إلا أن ذلك يمكن أن يتم استناداً إلى ضوابط ائتمانية انتقائية موجبة وأخرى سالبة. فالضوابط الموجبة توضع بناء على الحدود العليا لائتمانيات محددة (كالقروض الاستهلاكية أو قروض الرهن العقاري)، وتستند عادة إما إلى اعتبارات احترازية (كقصر القروض المصرفية على قطاع معين من أجل تحفيز التنوع وبالتالي تقليل مخاطر الائتمان)، أو سعياً إلى تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي عن طريق حصر الائتمان على القطاعات الهشة. أما الضوابط السالبة فتشمل حدوداً دنياً للائتمان الموجه إلى قطاعات ذات أولوية معينة (كالزراعة)، وهي بالتالي تعمل على المستوى الاقتصادي الجزئي لدعم قطاع قد يكون هشاً أو حيويًا بالنسبة للتنمية الاقتصادية (Hilbers, 1993:3).

أما بالنسبة لحصص إعادة الخصم فتشير إلى حجم السلف التي يكون البنك المركزي على استعداد لتقديمها إلى البنوك عن طريق ما يعرف بنظام الحصص، حيث تخصص هذه الحصص لكل بنك على حدة تبعاً لحجمه، وخلال فترة زمنية محددة، وذلك استناداً إلى معدل فائدة يساوي معدل الفائدة الرسمي الذي يحدده البنك المركزي طالما ظل الاقتراض ضمن الحصة المحددة. أما إذا زاد الاقتراض عن تلك الحصة فيتم إخضاع السلف في هذه الحالة لمعدلات فائدة جزائية تزيد كلما ابتعد حجم السلف عن الحصة المحددة (Wessels, 1982:94).

وأخيراً بالنسبة للإقناع الأدبي فيقصد به تلك الضغوط غير الإلزامية التي يمارسها البنك المركزي على النظام المصرفي للالتزام بما يقترحه من إجراءات. ويتضمن عادة التصريحات الشفوية أو المكتوبة، التي يلجأ إليها البنك المركزي لحث البنوك طواعية على الالتزام بسياساته، وذلك سعياً إلى

تحقيق قيود الائتمان خلال فترات التضخم، أو تحفيز التوسع الائتماني، بتشجيع البنوك على أن تكون أكثر حرية في سياسات الإقراض، خلال فترات الانكماش (Sehti, 1992:489).

2.1.2. الأدوات التقليدية غير المباشرة

يقصد بالأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية تلك الأدوات التي تعمل ضمن السوق النقدي، وتستهدف الميزانية العمومية للبنك المركزي، ويمكنه استخدامها للتأثير على ظروف العرض والطلب بالسوق، وحيث أن تأثيرها إنما يعتمد على أسعار مرتبطة بالسوق، ويتم بشكل اختياري، فإنها توصف أيضا بالأدوات المعتمدة على السوق. وتشمل كلا من: متطلبات الاحتياطي، ونافذة إعادة الخصم، ونافذة لومبارد (السحب على المكشوف)، وودائع القطاع العام، ومزادات الائتمان، وعمليات السوق المفتوحة: مبيعات السوق الأولية لأوراق المالية للبنك المركزي والأوراق المالية الحكومية، وعمليات السوق الثانوية (عمليات الشراء والمبيعات المباشرة أو عمليات إعادة الشراء (وإعادة الشراء العكسي))، وعمليات مبادلة النقد الأجنبي (Chandavarkar, 1996:29-30).

ورغم اختلاف هذه الأدوات ما بين البنوك المركزية، وتباينها نظرا لتنوع النظم النقدية على مستوى العالم من جهة، وتبعا لدرجة تطور النظم المالية الخاصة بكل دولة على حدة من جهة أخرى، إلا أنه يمكن إجمالها في كل من: التسهيلات القائمة، وعمليات السوق المفتوح، ومتطلبات الاحتياطي، وعمليات مبادلة النقد الأجنبي.

فبالنسبة للتسهيلات القائمة فيقصد بها عمليات السياسة النقدية التي تتم بمبادرة من البنوك، والتي يسمح بها البنك المركزي في ظل ظروف معينة. وتتكون من مجموعتين من التسهيلات تختص إحداها بضخ السيولة وتشمل كلا من: تسهيلات الخصم، وتسهيلات الاقتراض لليلة واحدة أو تسهيلات إعادة التمويل. أما الثانية فتختص بامتصاص السيولة وتتمثل في تسهيلات الإيداع لليلة واحدة (Bindseil, 2014:9-10).

أما بالنسبة لعمليات السوق المفتوح فتشير إلى قيام البنوك المركزية بشراء وبيع أصول معينة، عادة ما تكون الأوراق المالية الحكومية، وذلك من أجل التأثير على أسعار وعوائد هذه الأصول والقاعدة النقدية للنظام المصرفي. وقد تتخذ عمليات السوق المفتوح شكل عمليات شراء وبيع مجموعة متنوعة من الأصول كالعملات الأجنبية، والذهب، والأوراق التجارية، وأذون الخزانة، والأوراق المالية الحكومية، والأوراق المالية الصادرة عن البنوك المركزية، وحتى أسهم الشركات. ولكن من

الناحية العملية، عادة ما تنحصر هذه العمليات بصفة عامة في الأوراق المالية الخاصة بالحكومة أو البنوك المركزية، وغالبا ما تقتصر البنوك المركزية على الأوراق المالية الحكومية، باعتبارها الوسيلة العادية لعمليات السوق المفتوح(Chandavarkar, 1996:44-46).

وبالنسبة لمتطلبات الاحتياطي فتتمثل في إعطاء البنوك المركزية سلطة تحديد الحد الأدنى لما يجب أن تحتفظ به البنوك التجارية لديها من احتياطات نقدية، وذلك بغية إحداث تغييرات معينة بالنسبة للعرض النقدي(De Kock, 1938:234).

أما بالنسبة لمبادلة النقد الأجنبي فتندرج تحت إطار ما يعرف بالعقود الآجلة، وتشير إلى عملية تبادل لعملتين مختلفتين، وتتألف من معاملتين أحدهما فورية تتعلق بالبيع، ويتم من خلالها تبادل هتين العملتين في تاريخ معين بسعر صرف متفق عليه وقت تحرير العقد. أما الثانية فمعاملة آجلة تتعلق بالشراء، ويتم من خلالها التبادل العكسي لنفس العملتين في تاريخ لاحق بسعر صرف آجل يتم الاتفاق عليه وقت إبرام العقد(Kester, 2001:30).³

2.2. الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

تشير الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية إلى مجموعة الأدوات التي تستخدمها بعض البنوك المركزية في ظل إدارتها لسياستها النقدية أوقات الأزمات والظروف الاستثنائية. حيث يتم اللجوء إلى هذه الأدوات، في الغالب، بعد عجز أو انخفاض فاعلية الأدوات التقليدية عن القيام بدورها. الأمر الذي عزاه (Mishkin, 2013:371) إلى سببين. أولاً، حدوث انكماش للنظام المالي يجعله غير قادر على تخصيص رأس المال للاستخدامات الإنتاجية، وحينئذ قد ينهار الإنفاق الاستثماري والاقتصاد بصفة عامة. وثانياً، أنه قد تؤدي الصدمة الاقتصادية السلبية إلى ما يعرف بمشكلة الحد الأدنى الصفري، حيث يتعذر على البنك المركزي خفض معدلات الفائدة قصيرة الأجل بشكل أكبر نظراً لوصولها هذا الحد، كما حدث في نهاية عام 2008. وتحدث مشكلة الحد الأدنى الصفري هذه لأن مكاسب الاحتفاظ بالسندات تصبح أكبر من مكاسب الاحتفاظ بالنقود.

3 هناك نوع آخر من المبادلات يعرف بمبادلة العملة currency swap، ينطوي على عقود تلزم طرفين بتبادل مدفوعات أصل بعملات مختلفة وتدفق مدفوعات فائدة بعملات مختلفة لفترة زمنية متفق عليها، وعلى إعادة تبادل مبالغ الأصل بنفس سعر الصرف عند حلول أجل الاستحقاق المعني.

وكي تعمل الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية بشكل جيد، فيجب أن تستوفي عددا من الشروط. أولاً، يجب أن تتناسب بأكبر قدر ممكن من الدقة مع درجة الاضطراب والتعطل التي تواجهها السوق الذي تسعى إلى إنقاذه. ومن ثم ينبغي أن يتم تصميمها وتفصيلها من أجل تفادي التوقف الكلي للسوق، ويفترض عدم تردد البنك المركزي في زيادة أو تقليل حجم أدواته غير التقليدية تماشياً مع حجم الخلل في أداء النظام المالي. وثانياً، يجب أن تصحب الإجراءات المرتبطة بهذه الأدوات برسائل قوية تحث البنوك على معالجة قضاياها المتعلقة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات العمومية على المدى المتوسط، وحيث تعد البنوك الأداة الرئيسية المستخدمة لإعادة التمويل غير التقليدي، فستشكل هذه الرسائل أهمية كبيرة خاصة أوقات الأزمات. ثالثاً، أنه عندما تكون الإجراءات المرتبطة بهذه الأدوات ضرورية بالنسبة لبلد ما، فيجب أن تصحب برسائل واضحة لا لبس فيها إلى البلدان الأخرى، لتجنب فشل الإجراءات نفسها أو لتفادي خلق بيئة مالية مصطنعة قد تمهد الطريق أمام صعوبات إضافية في المستقبل. ورابعاً، أنه بالنسبة للتكتلات النقدية، كالاتحاد الأوروبي مثلاً، فينبغي مطالبة مؤسسات الاتحاد، وكذلك الحكومات، بالشروع بشكل جماعي في تحسين حوكمتها الاقتصادية، بما في ذلك المراقبة الدقيقة للسياسات الاقتصادية الخاصة بالموازنة التي تنتهجها كل دولة على حدة. وخامساً، أنه نظراً لما تحدثه الإجراءات المرتبطة بهذه الأدوات غير التقليدية، التي تتخذها البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة، من تغيير هيكلية في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فقد تسعى هذه البنوك المركزية للدفاع عن الإصلاحات الضرورية التي يتطلبها التمويل العالمي، والتعديل الضروري للاختلالات في التوازن العالمي، والمساهمة الحاسمة للمؤسسات المالية الدولية (Trichet, 2018:238-239).

وحيث ترتبط الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية بالأزمات والظروف الاقتصادية غير العادية، وهي أمور قد تختلف من دولة إلى أخرى، سواء فيما يتعلق بشدتها أو طبيعتها، فإنه يصعب حصر هذا النوع من الأدوات غير التقليدية. إذ أنه يمكن النظر إلى أي أداة جديدة يقوم بنك مركزي ما باستحداثها، لمواجهة ظروف اقتصادية غير عادية، كأداة غير تقليدية للسياسة النقدية. ورغم تعدد وتنوع الأدوات غير التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية المختلفة، إلا أنه يمكن تناول أهم هذه الأدوات من خلال: التيسير الكمي، والتوجيه المستقبلي، والتيسير الائتماني.

فبالنسبة للتيسير الكمي، الذي ينظر إليه باعتباره أحد أهم وأقدم الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، فتستخدمه البنوك المركزية لتحفيز الاقتصاد عن طريق شراء الأصول المالية من البنوك التجارية والمؤسسات الخاصة الأخرى بنقود تم إصدارها حديثاً من أجل ضخ كمية محددة مسبقاً من النقود في الاقتصاد. وقد تم استخدام هذه الأداة من قبل العديد من البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة، وذلك نظراً لانخفاض التضخم بها بصفة عامة، ونظراً أيضاً لانخفاض احتمال حدوث تضخم مفرط بها بصفة خاصة. لذلك فليس من السهل استخدام هذه الأداة بالنسبة للبنوك المركزية في الاقتصادات النامية ذات معدلات التضخم المرتفعة (Mahajan, 2015:77-78).

أما بالنسبة للتوجيه المستقبلي فيشير إلى الإعلانات العامة التي يقوم بها البنك المركزي حول المسار المستقبلي المحتمل لأسعار الفائدة قصيرة الأجل، والتي يسعى من خلالها إلى التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال طمأنة السوق بأن معدلات الفائدة قصيرة الأجل ستتناقص في المستقبل عما هو متوقع حالياً، وحيث يعطي التوجيه المستقبلي إشارات معينة للوكلاء الاقتصاديين تتعلق بالمستوى المستقبلي المحتمل لمعدل الفائدة قصير الأجل، الذي يتحكم فيه البنك المركزي بشكل مباشر، فإنه سيكون بمقدور هؤلاء الوكلاء تكوين توقعات بشأن معدل الفائدة لليلة واحدة الذي ستتمكن عنده البنوك من الاقتراض من البنك المركزي في المستقبل (Rochon & Rossi, 2015:413).

وأما التيسير الائتماني فقد ظهر كمصطلح من قبل (Bernanke, 2009) لوصف مشتريات الأصول التي تركز على تغيير حجم وتكوين جانب الأصول في الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي، والتي يسعى من خلالها هذا الأخير إلى دعم أسواق الائتمان الخاصة. وبصفة عامة يركز التيسير الائتماني على مزيج من القروض والأوراق المالية التي تحتفظ بها البنوك المركزية، وعلى كيفية تأثير تكوين هذه الأصول على ظروف الائتمان للشركات والعائلات.

3. أدوات السياسة النقدية في موريتانيا

تمثل الإطار العام للسياسة النقدية في موريتانيا خلال فترة الدراسة في السعي إلى تحقيق استقرار الأسعار باعتباره الهدف النهائي للسياسة النقدية الموريتانية، بحيث يتم تحديد هذا الهدف من خلال تحديد هدف كمي يتعلق بالتضخم الذي يقاس بالمؤشر الموحد لأسعار المستهلك. وقد شكل عرض

النقود، خاصة النقود بالمفهوم الواسع، الهدف الوسيط الرئيسي للسياسة النقدية الموريتانية خلال فترة الدراسة.

وقد تميزت فترة الدراسة بسعي البنك المركزي الموريتاني إلى استخدام أدوات الرقابة غير المباشرة، ممثلة في كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح. وقد شمل استخدامه لهذه الأدوات خلال فترة الدراسة ثلاثة مراحل. شملت المرحلة الأولى الفترة ما قبل سنة 2012. أما المرحلة الثانية فتمثلت في الفترة ما بين سنة 2012 وسنة 2017. وأما بالنسبة للمرحلة الثالثة فقد تمثلت في الفترة ما بعد 2017.

ففي المرحلة الأولى كانت الرقابة غير المباشرة على عرض النقود تتم من خلال الأدوات والإجراءات التالية (Banque Centrale de Mauritanie,2010:8) :

- إصدار أذونات الخزينة مرتين كل شهر.
- عمليات السوق المفتوح: بعد إدخال آليات تقديم الإعانات على شكل سلف مقابل أذونات الخزينة (بيع أو شراء أذونات الخزينة بهدف زيادة أو خفض عرض النقد). وكل هذه العمليات لا تجد مكانها إلا في الفترة الفاصلة بين مناقصتين.
- نسبة الخصم المطبقة من طرف البنك المركزي لطلبات إعادة التمويل، وهي نسبة السلف المقدمة مقابل أذونات الخزينة.

- الاحتياطي الإلزامي: ويتم رفع أو خفض نسبته تبعاً لمتطلبات السياسة النقدية. أما في المرحلة الثانية فقد أصبحت خلالها منظومة ضبط السيولة تقوم على ثلاثة أنواع من التدخلات (Banque Centrale de Mauritanie,2012:63):

- إصدار أذونات الخزينة لآجال تساوي أو تزيد على أربع أسابيع من قبل البنك المركزي ووزارة المالية بما يسمح في نفس الوقت بتلبية الاحتياجات التمويلية للخزينة وكذلك بسحب فائض السيولة؛
- عمليات السوق المفتوح التي تقوم السلطات النقدية بموجبها بسحب أو ضخ السيولة المصرفية على المدى القصير.

- تدخلات مباشرة من البنك المركزي على شكل استعادة للسيولة عبر إصدار أدونات خزينة أجلها سبعة أيام في المزاد من أجل ضبط السيولة المصرفية على المدى القصير.
وأما بالنسبة للمرحلة الثالثة فقد تحدد خلالها الإطار العملياتي للسياسة النقدية في موريتانيا من خلال (Banque Centrale de Mauritanie,2017:54):

- العمليات الرئيسية التي ترمي إلى إيداع أو سحب السيولة بشكل منتظم وبوتيرة أسبوعية لأجل قدره أسبوع واحد؛
- عمليات الضبط التي تهدف إلى تخفيف تأثير التقلبات غير المتوقعة للسيولة. ويقام بها بشكل ظرفي لمدة تقل عن 7 أيام؛
- عمليات على المدى الطويل تهدف إلى ضخ أو سحب السيولة الإضافية لمدة تفوق 7 أيام؛
- عمليات هيكلية ترمي إلى إدارة أوضاع تتميز بفائض أو عجز في السيولة يكون له طابع مستدام؛
- التسهيلات الدائمة التي ترمي إلى توفير أو سحب السيولة يوميا.

4. اختبار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا

تشير الفاعلية بصفة عامة إلى القدرة على تحقيق الأهداف، وفي ظل هذا المفهوم تسعى هذه الدراسة إلى اختبار فاعلية أدوات السياسة النقدية في موريتانيا من خلال قدرتها على التأثير على عرض النقود كهدف وسيط للسياسة النقدية. وفي سبيل ذلك خصص هذا الجزء لإعطاء لمحة عامة عن أهم الدراسات السابقة في هذا المجال، ثم توصيف نموذج الدراسة، وأخيرا دراسة وتحليل نتائج تقدير نموذج الدراسة.

1.4 الدراسات السابقة:

حظيت الدراسات المتعلقة بفاعلية السياسة النقدية بصفة عامة باهتمام كبير ضمن الأدبيات التطبيقية المتعلقة بهذا المجال، وخلافا لذلك يلحظ المتتبع للدراسات التطبيقية المتعلقة بفاعلية أدوات السياسة النقدية وجود ندرة وشح كبيرين في هذا النوع من الدراسات مقارنة بالدراسات المتعلقة بفاعلية السياسة النقدية بصفة عامة. كما يلاحظ أيضا أنه رغم قلة الدراسات التطبيقية التي سعت إلى اختبار

فاعلية أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلا أن معظم هذه الدراسات ركزت اهتمامها بفاعلية إحدى هذه الأدوات بصفة منفردة دون الأخذ بعين الاعتبار بقية الأدوات.

وحيث تركز هذه الدراسة على فاعلية الأدوات غير المباشرة بصفة عامة، دون التركيز على فاعلية إحدى هذه الأدوات بشكل منفرد، فسيتم استعراض دراستين تطبيقيتين اعتمدت عليهما هذه الدراسة في اختبار مدى فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وذلك على النحو التالي:

دراسة (Alqalawi et al (2017)

استخدمت هذه الدراسة بيانات سنوية من القطاع النقدي الأردني تغطي الفترة ما بين 1993 و2013 لاختبار تأثير أدوات السياسات النقدية غير المباشرة، المتمثلة في سعر الخصم ونسبة الاحتياطي الإلزامي وعمليات السوق المفتوح، على عرض النقود، معبر عنه بالنقود بالمفهوم الضيق M_1 ، وقد استخدمت طريقة المربعات الصغرى العادية لانحدار عرض النقود على أدوات السياسة النقدية غير المباشرة سالف الذكر، إضافة إلى الفرق الأول لعرض النقود. ووفقاً لهذه الدراسة تم التعبير عن العلاقة بين الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وعرض النقود من خلال الدالة التالية:

$$MS_t = \alpha_0 + \alpha_1 DR_t + \alpha_2 RRR_t + \alpha_3 OMO_t + \alpha_4 MS_{t-1} + u_t$$

حيث يعكس MS_t عرض النقود بالمفهوم الضيق، وحيث تشير DR_t إلى معدل الخصم، أما RRT_t فتشير إلى معدل الاحتياطي الإلزامي، وحيث تشير OMO_t إلى عمليات السوق المفتوح، أما بالنسبة إلى MS_{t-1} فتمثل الفرق الأول لعرض النقود بالمفهوم الضيق، وحيث تعكس u_t حد الخطأ العشوائي، وتمثل α_0 ثابت الدالة، وأخيراً تشير كل من: α_1 و α_2 و α_3 و α_4 إلى معاملات المتغيرات المستقلة.

وحيث استخدمت هذه الدراسة ثلاث صيغ مختلفة لشكل دالة عرض النقود بالمفهوم الضيق هي: النموذج الخطي الإسمي، والنموذج الخطي الحقيقي، والنموذج الخطي اللوغاريتمي، فقد توصلت إلى وجود تأثير لعمليات السوق المفتوح على عرض النقود الإسمي والحقيقي، وأنه في حين كانت أداة معدل الخصم ذات معنوية في النموذج الحقيقي، كانت نسبة الاحتياطي الإلزامي ذات معنوية في النموذج الخطي اللوغاريتمي. وقد خلصت الدراسة إلى أنه ما عدا أداة السوق المفتوح فقد كان لبقية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية تأثير محدود على عرض النقود بالمفهوم الضيق.

دراسة (Bassey et al (2018)

أجريت هذه الدراسة على مستوى اقتصاد نيجيريا، وقد قامت باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لقياس انحدار عرض النقود كمتغير تابع على كل من: عمليات السوق المفتوح، والاحتياطي الإلزامي، ومعدل السياسة النقدية (معدل الخصم). ووفقا لهذه الدراسة تم التعبير عن نموذج الانحدار المتعدد من خلال الدالة التالية:

$$MS = f(OM, RR, MPR)$$

حيث تشير OM إلى عمليات السوق المفتوح، وحيث تشير RR إلى الاحتياطي الإلزامي، وحيث تشير MPR إلى معدل السياسة النقدية (معدل الخصم).

وقد أشارت النتائج التطبيقية إلى وجود علاقة ذات معنوية تربط أدوات السياسة النقدية، كعمليات السوق المفتوح، والاحتياطي الإلزامي ومعدل السياسة النقدية، بعرض النقود بالمفهوم الواسع، الذي يمثل الهدف الوسيط للسياسة النقدية في نيجيريا. حيث أظهر وجود علاقة طردية وذات معنوية إحصائية بين عمليات السوق المفتوح وعرض النقود، كما أظهرت وجود علاقة طردية وذات معنوية إحصائية بين الاحتياطي الإلزامي وعرض النقود، وقد فسرت ذلك استنادا إلى الهيمنة المالية للحكومة وتأثير الأموال الحكومية على القطاع المصرفي. أما بالنسبة لمعدل السياسة النقدية فقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية وذات معنوية إحصائية تربطه بعرض النقود.

2.4 توصيف نموذج الدراسة:

تقوم الدراسة بقياس عرض النقود بالمفهوم الضيق كدالة في الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية ممثلة في كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح. ويتم ذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، واستنادا إلى دراسة (Alqalawi et al (2017) ودراسة (Bassey et al (2018). وقد مثل النموذج الخطي الإسمي أفضل النماذج التي تم تجربتها لقياس أثر الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا على عرض النقود خلال فترة الدراسة. واعتمادا على ما سبق يمكن التعبير عن النموذج القياسي للدراسة من خلال الدالة التالية:

$$M_t = \beta_0 + \beta_1 DR_t + \beta_2 RR_t + \beta_3 TB_t + u_t$$

حيث يعكس M_t عرض النقود بالمفهوم الضيق في السنة t ، وحيث تشير DR_t إلى معدل الخصم، وأما RR_t فتشير إلى معدل الاحتياطي الإلزامي، وحيث تشير TB_t إلى قيمة ما استخدمه البنك المركزي الموريتاني من أذون الخزينة الموريتانية في عمليات السوق المفتوح، وحيث تعكس u_t حد الخطأ العشوائي، وتمثل β_0 ثابت الدالة، وأخيرا تشير كل من: β_1 و β_2 و β_3 و β_4 إلى معاملات المتغيرات المستقلة.

وعلى الرغم من أن عرض النقود بالمفهوم الواسع، مثل الهدف الوسيط الرئيسي للسياسة النقدية الموريتانية خلال فترة الدراسة، فقد استخدمت الدراسة النقود بالمفهوم الضيق وذلك نظرا لأنه بعد اجراء اختبارات سكون السلاسل الزمنية تبين عدم استقرار السلسلة الزمنية للنقود بالمفهوم الواسع مقارنة بالسلاسل الزمنية لبقية المتغيرات التي استقرت جميعها عند الفرق الأول، حيث يخشى في مثل هذه الظروف من الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف، ونظرا لأنه بعد اجراء انحدار النقود بالمفهوم الواسع على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية اسفرت النتائج المتحصل عليها عن عدم معنوية النموذج من الناحية الإحصائية من جهة، وعن عدم مطابقته للنظرية الاقتصادية بالنسبة لإشارة معاملات المتغيرات التفسيرية في النموذج من جهة أخرى. الأمر الذي قد يعزى إلى عدم تطور النظام النقدي والمصرفي في موريتانيا، وعدم تطور العادات المصرفية حيث ينتشر استخدام الودائع تحت الطلب والنقود خارج الجهاز المصرفي مقارنة بأشباه النقود.

وفي ظل هذا النموذج يتوقع أن تكون إشارة معاملات المتغيرات المستقلة سالبة ما عدا معلمة السوق المفتوح، ليعبر النموذج بذلك عن وجود علاقة عكسية تربط عرض النقود بكل من معدل الخصم ومعدل الاحتياطي الإلزامي من جهة، وليعكس من جهة أخرى العلاقة الطردية بين عمليات السوق المفتوح وعرض النقود من جهة أخرى.

فبالنسبة لمعدل الخصم فيمكن فهم آلية عمله بافتراض قيام البنك المركزي برفعه، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة تكلفة اقتراض البنوك من البنك المركزي. الأمر الذي سيحد من رغبة هذه البنوك في الاقتراض من البنك المركزي، وفي ظل ثني البنوك عن الاقتراض من البنك المركزي والحد من قدرتها على زيادة احتياطياتها تنخفض قدرتها على منح الائتمان، فينخفض لذلك عرض النقود. أما إذا رغب البنك المركزي في زيادة عرض النقود، فيمكنه تحقيق ذلك من خلال خفض معدل الخصم.

وبالنسبة لمعدل الاحتياطي الإلزامي فيمكن فهم آلية عمله من خلال افتراض قيام البنك المركزي بخفضه، فسيؤدي ذلك إلى تحرير جزء من احتياطيات البنوك لدى البنك المركزي. الأمر الذي يسمح لهذه البنوك بخلق المزيد من الودائع، ومع زيادة الودائع يزيد عرض النقود. أما إذا رغب البنك المركزي في خفض عرض النقود، فيمكنه تحقيق ذلك من خلال زيادة معدل الاحتياطي الإلزامي. وأما بالنسبة لعمليات السوق المفتوح فيمكن فهم آليتها من خلال افتراض دخول البنك المركزي السوق المفتوح مشتريا الأوراق المالية الحكومية. ومن ثم زيادة ما لديه من أوراق مالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات لدى البنوك، وفي ظل المضاعف النقدي يزيد عرض النقود بكمية تعادل قيمة المضاعف النقدي مضروبا في التغير في الاحتياطيات. أما إذا رغب البنك المركزي في خفض العرض النقدي فيمكنه تحقيق ذلك من خلال الحد من الكمية التي لديه من الأوراق الحكومية بدخوله السوق المفتوح بائعا لهذه الأوراق الحكومية فينخفض لذلك عرض النقود.

3.4 نتائج تقدير نموذج الدراسة

ينبغي قبل تقدير نموذج الدراسة اختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وذلك مخافة الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف. وفي هذا السياق يوضح الجدول (1) نتائج اختبارات سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة عند مستوياتها وعند فروقها الأولى، وذلك باستخدام اختبار ديكي_ فوللر المطور (Augmented Dickey Fuller test (ADF).

حيث يلاحظ من نتائج هذا الجدول أنه في حين تم قبول فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة بالنسبة لمستويات السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، ومن ثم فإن هذه السلاسل الزمنية غير ساكنة عند مستوياتها، إلا أنه بالنسبة للفروق الأولى لهذه السلاسل الزمنية، فقد تم رفض فرض العدم القائل بوجود جذور وحدة بها، مما يعني قبول الفرض البديل بأن السلاسل الزمنية للفروق الأولى لهذه المتغيرات لا تعاني من مشكلة جذور الوحدة. وبذلك تكون للسلاسل الزمنية لهذه المتغيرات نفس درجة التكامل. وهو ما يفسح المجال لإمكانية وجود علاقة طويلة المدى أو تكاملا مشتركا بين هذه السلاسل.

جدول (1): نتائج اختبارات ADF لمتغيرات الدراسة عند مستوياتها وعند فروقها الأولى

اختبار ADF بمقطع واتجاه عام		المتغير
الاختبار عند الفروق الأولى للمتغيرات	الاختبار عند مستويات المتغيرات	
(0.0261)	(0.9914)	M_1
(0.0372)	(0.1851)	DR_t
(0.0039)	(0.3233)	RR_t
(0.0007)	(0.1474)	TB_t
P Value تشير الأرقام بين الأقواس إلى القيم الاحتمالية أو		

المصدر: تم اعداده اعتماداً على مخرجات Grtel.

بعد أن أظهرت اختبارات سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة أنه على الرغم من أن جميع هذه السلاسل غير ساكنة عند مستوياتها، إلا أنه بعد أخذ الفروق الأولى لها تم الحصول على سلاسل ساكنة، فإنه أصبح بالإمكان إجراء انحدار عرض النقود بالمفهوم الضيق كمتغير تابع على المتغيرات المستقلة ممثلة في كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح. ويبين الجدول (2) أسفله نتائج تقدير هذا الانحدار.

جدول 2: نتائج تقدير نموذج الدراسة

المتغير التابع: عرض النقود بالمفهوم الضيق M_1				
القيمة الاحتمالية	إحصائية	الانحراف المعياري للمعاملات	المعاملات	المتغيرات التفسيرية
0.00001 ***	6.896	281979	1.94462E+06	الثابت
0.00001 ***	-6.847	13346.3	-91377.8	DR_t
0.08996 *	-1.813	32449.0	-58816.2	RR_t
0.02532 **	2.483	0.00174268	0.00432773	TB_t
$R^2 = 0.7873, \bar{R}^2 = 0.7447, SER = 142283, SSR = 3.03666e + 011,$ $DW = 1.26842, F - statistic = 18.5086, p - value = 0.0000265$				

المصدر: تم اعداد الجدول اعتماداً على مخرجات Grtel.

واستناداً إلى نتائج تقدير نموذج الدراسة يمكن ملاحظة ما يلي:

- أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 78.73% من التغيرات الحاصلة على مستوى المتغير التابع. الأمر الذي يعني أن الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية ممثلة في كل من: معدل

الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح تؤثر بشكل معتبر على عرض النقود بالمفهوم الضيق.

- ارتفاع المعنوية الإحصائية للنموذج ككل، حيث بلغت إحصائية F المحسوبة 18.5086 وبقيمة احتمالية تساوي 0.0000265. الأمر الذي يعني أن النموذج جيد وأن قوته التفسيرية عالية.
- أظهر اختبار الإحصائية t لقياس المعنوية الفردية لمتغيرات النموذج اختلاف معنوية معلمات المتغيرات المستقلة الداخلة في معادلة الانحدار، حيث يلاحظ ارتفاع المعنوية الإحصائية لمعلمة معدل الخصم الذي بلغت قيمة الإحصائية t بالنسبة له -6.847- عند قيمة احتمالية تساوي 0.00001. كما يلاحظ أيضا أنه بعد معلمة معدل الخصم فقد حظيت معلمة عمليات السوق المفتوح بمستوى مقبول من المعنوية الإحصائية، حيث بلغت قيمة الإحصائية t بالنسبة لها 2.483 عند قيمة احتمالية تساوي 0.02532. أما بالنسبة لمعلمة معدل الاحتياطي الإلزامي فقد كانت منخفضة مقارنة ببقية معلمات المتغيرات التفسيرية في النموذج، حيث بلغت قيمة الإحصائية t بالنسبة لها -1.813- عند قيمة احتمالية 0.0899.
- تطابق إشارة معاملات المتغيرات المستقلة مع النظرية الاقتصادية، حيث جاءت إشارة معاملات معدل الخصم ومعدل الاحتياطي الإلزامي سالبين. الأمر الذي يشير إلى وجود علاقة عكسية تربط هذين المتغيرين بعرض النقود بالمفهوم الضيق. كما جاءت إشارة معامل عمليات السوق المفتوح موجبة لتشير بذلك إلى وجود علاقة طردية بين هذا المتغير وعرض النقود بالمفهوم الضيق.

وللتأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية تم إجراء اختبارات تشخيص البواقي، خاصة اختبار تبعية البواقي للتوزيع الطبيعي، واختبار الارتباط الذاتي بين البواقي، واختبار عدم ثبات التباين. ويوضح الجدول (3) نتائج اختبارات تشخيص البواقي سالف الذكر.

الجدول (3) نتائج اختبارات تشخيص بواقي انحدار نموذج الدراسة

المتغير	اختبار التوزيع الطبيعي	اختبار الارتباط الذاتي	اختبار عدم ثبات التباين
البواقي	0.59042	0.785716	0.675563
تشير هذه الأرقام إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية الاختبارات			

المصدر: تم اعداده اعتمادا على مخرجات Grtel.

ويلاحظ من الجدول أعلاه خلو بواقي نموذج الدراسة من المشاكل القياسية المدروسة، حيث يظهر من اختبار التوزيع الطبيعي أن القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية. مني قبول الفرض عدم القائل بأن بواقي انحدار هذا النموذج تتبع التوزيع الطبيعي. كما يلاحظ أيضاً من نتائج اختبار LM أن القيمة الاحتمالية لإحصائية هذا الاختبار أكبر من مستويات المعنوية مما يعني أن القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية. ومن ثم يمكن قبول الفرض عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي. كذلك يلاحظ أيضاً من اختبار ARCH أن القيم الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من مستويات المعنوية، أي أن القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية. مما يعني قبول الفرض عدم القائل بثبات التباين.

5. الخلاصة والنتائج والتوصيات

تسعى هذه الدراسة إلى معرفة مدى فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، وذلك استناداً إلى أن مفهوم الفاعلية إنما يرتبط بالقدرة على تحقيق الأهداف. ووفقاً لهذا المفهوم فإن المقصود بفاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية هو قدرة هذه الأدوات على الوصول إلى أهداف صانع السياسة. وفي هذا السياق تختبر الدراسة قدرة الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا على التأثير في عرض النقود باعتباره الهدف الوسيط للسياسة النقدية.

وتعتمد هذه الدراسة المنهج الاستقرائي، من خلال دراسة وتحليل الأدوات المختلفة للسياسة النقدية الموريتانية طيلة فترة الدراسة. كما تستخدم المنهج الاستنباطي من خلال قياس أثر كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح كمتغيرات مستقلة على عرض النقود كمتغير تابع، وذلك من خلال الانحدار الخطي المتعدد وفق طريقة المربعات الصغرى العادية.

وبعد مقدمة هذه الدراسة جاء الجزء الثاني منها تحت عنوان الإطار النظري لأدوات السياسة النقدية، حيث تناول الأدوات التقليدية وغير التقليدية للسياسة النقدية. فبالنسبة للأدوات التقليدية للسياسة النقدية فيقصد بها أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في ظل الظروف العادية، أو في غير أوقات الأزمات والظروف الاستثنائية. ويمكن تصنيف هذه الأدوات إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة. حيث تشير الأدوات المباشرة للسياسة النقدية إلى تلك الأدوات التي يستطيع من خلالها

البنك المركزي التأثير بشكل مباشر على الأسعار أو الائتمان من خلال سلطته التنظيمية، والتي تستهدف الميزانيات العمومية للبنوك التجارية.

أما الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية فيقصد بها تلك الأدوات التي تعمل ضمن السوق النقدي، وتهدف الميزانية العمومية للبنك المركزي، ويمكنه استخدامها للتأثير على ظروف العرض والطلب بالسوق، وحيث أن تأثيرها إنما يعتمد على أسعار مرتبطة بالسوق، ويتم بشكل اختياري، فإنها توصف أيضاً بالأدوات المعتمدة على السوق.

أما بالنسبة للأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية فتشير إلى مجموعة الأدوات التي تستخدمها بعض البنوك المركزية كأدوات لسياستها النقدية أوقات الأزمات والظروف الاستثنائية. حيث يتم اللجوء إلى هذه الأدوات، في الغالب، بعد عجز أو انخفاض فاعلية الأدوات التقليدية عن القيام بدورها. ورغم تعدد وتنوع الأدوات غير التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية المختلفة، إلا أنه يمكن ذكر أهم هذه الأدوات من خلال: التيسير الكمي، والتوجيه المستقبلي، والتيسير الائتماني.

وقد جاء الجزء الثالث من الدراسة تحت عنوان أدوات السياسة النقدية الموريتانية، حيث تم من خلاله استعراض الأدوات غير المباشرة المستخدمة خلال فترة الدراسة، والمراحل المختلفة لآلية التحكم في عرض النقود وضبط السيولة.

وبعد اختبار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، من خلال الجزء الرابع من الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- أن الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا هي أدوات فعالة
- أن عرض النقود بالمفهوم الضيق يعد هدفا وسيطا مناسباً للسياسة النقدية في موريتانيا، وذلك نظراً للعلاقة المعنوية التي تربطه بالأدوات غير المباشرة لهذه السياسة.
- أنه من حيث فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا يعد معدل الخصم أكثر هذه الأدوات فاعلية، وتأتي بعده عمليات السوق المفتوح، وأن معدل الاحتياطي الإلزامي هو أقل هذه الأدوات فاعلية.

وفي ظل النتائج سألغة الذكر يمكن تقديم التوصيتين التاليين:

- نظراً لفاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا ممثلة في قدرتها على التأثير على عرض النقود كهدف وسيط لهذه السياسة، فإنه إذا ثبت تجريبياً استقرار دالة الطلب على

النقود بالمفهوم الضيق في الاقتصاد الموريتاني، فإنه يصبح بمقدور صانع السياسة الموريتانية استهداف عرض النقود بالمفهوم الضيق.

- تقترح الدراسة أنه في ظل اختلاف مستوى فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، فإنه ينبغي إعطاء الأولوية لأداة معدل الخصم عند سعي صانع السياسة إلى التحكم في عرض النقود. مع إمكانية الاستعانة بعمليات السوق المفتوح بشكل أكبر من معدل الاحتياطي الإلزامي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البنك المركزي الموريتاني (2009). النشرة الإحصائية الفصلية، الربع الأول.
- البنك المركزي الموريتاني (2013). النشرة الإحصائية الفصلية، الربع الثالث.
- البنك المركزي الموريتاني (2019). النشرة الإحصائية الفصلية، الربع الثاني.

ثانياً: المراجع بلغة أخرى

- Alexander, M. W. E., Enoch, M. C., & Baliño, M. T. J. T. (1995). *The adoption of indirect instruments of monetary policy*. International monetary fund.
- Alqalawi, U., Jemel, H., Alwaked, A., & Istaiteyeh, R. (2017). The influence of indirect monetary tools on price and output: the case of Jordan (1993-2013). Available at SSRN 2981684.
- Banque Centrale de Mauritanie (1973), Loi no 73.118 portant création et fixant les status de la Banque Centrale de Mauritanie ،Nouakchott, Mauritanie.
- Banque Central de Mauritanie (2010). Note d'orientation sur le développement du secteur financier Mauritanien.
- Banque Centrale de Mauritanie (2012). Rapport annuel.
- Banque Centrale de Mauritanie (2017). Rapport annuel.
- Bassey, G. E., Akpan, P. E., & Umoh, O. J. (2018). An assessment of the effectiveness of open market operations instrument of monetary policy management in Nigeria. Journal of economics and sustainable

development, 9(8), 120-132.

Bernanke, B. S. (2009). The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update.

Bindseil, U. (2014). *Monetary policy operations and the financial system*. OUP Oxford.

Bofinger, P., Reischle, J., & Schächter, A. (2001). *Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments*. Oxford University Press on Demand.

Chandavarkar, A. G. (1996). *Central Banking in developing countries*. Springer.

De Kock, M. H. (1938). *Central banking*. PS King and Sons, London.

Hilbers, M. P. L. C. (1993). *Monetary Instruments and Their Use During the Transition from a Centrally Planned to a Market Economy*. International Monetary Fund.

Kester, A. Y. (2001). International reserves and foreign currency liquidity: guidelines for a data template. In *International Reserves and Foreign Currency Liquidity*. International Monetary Fund.

Lindgren, C.-J. (1991). The transition from direct to indirect instruments of monetary policy. *The Evolving Role of Central Banks*, 309–329.

Mafi-Kreft, E., & Sobel, R. S. (2006). Does a Less Active Central Bank Lead to Greater Economic Stability-Evidence from the European Monetary Union. *Cato J.*, 26, 49.

Mahajan, A. (2015). Quantitative Easing: A Blessing or Curse. *Advances in Management and Applied Economics*, 5(2), 77.

Mayer, T., Duesenberry, J. S., & Aliber, R. Z. (1996). *Money, banking, and*

the economy.

Ministère du plan (1995). Etude : La politique de crédit et ses effets sur L'investissement privé.

Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.

Monnet, E., & Vari, M. (2019). *Liquidity ratios as monetary policy tools: Some historical lessons for macroprudential policy*. International Monetary Fund.

Rochon, L. P., & Rossi, S. (Eds.). (2015). *The encyclopedia of central banking*. Edward Elgar Publishing.

Sehti. (1992). Monetary economics. In S. CHAND & COMPANY LTD.

Trichet, J. C. (2018). Unconventional monetary policy measures: principles-conditions-raison d'etre. *29th issue (January 2013) of the International Journal of Central Banking*.

Wessels, R. E. (1982). The supply and use of central bank advance facilities. *Journal of Monetary Economics*, 10(1), 89–100.

Abstract:

This study seeks to test the effectiveness of indirect monetary policy instruments in Mauritania based on the concept of effectiveness that refers to the ability to reach the desired goal, and since the money supply is one of the most important intermediate goals of monetary policy that the policy maker can control using indirect monetary policy instruments, what is meant by the effectiveness of these instruments is their ability to influence one of the components of the money supply. In this context, the study is interested in the ability of indirect monetary policy instruments to influence the narrow money supply.

This study uses the inductive approach, by studying and analyzing the different instruments of monetary policy in Mauritania. It also uses the deductive approach by measuring the impact of indirect instruments on the narrow money supply, where this impact is measured by regressing the narrow money supply as a dependent variable on each of: the discount rate, the reserve requirement rate, and open market operations as independent variables, using the ordinary least squares method, and using data covering the period from 2004 to 2022.

The study concluded that there is an effectiveness of indirect monetary policy instruments in Mauritania, and that the most effective instrument among these instruments is the discount rate, open market operations, and the reserve requirement rate. The study suggested that in light of the effectiveness of indirect monetary policy instruments in Mauritania, and thus their ability to influence the narrow money supply, and assuming the stability of the money demand function, such that the policymaker can target one of the monetary aggregates, he should target the narrow money supply instead of the broad one.

Keywords: Effectiveness, indirect instruments, monetary policy, narrow money supply, Mauritania.