فاعلية أدوات للسياسة النقدية:
دراسة مطبقة على السياسة النقدية الموريتانية

إعداد
د. سيدي محمد ولد محمد عبد الله
دكتوراه في الاقتصاد
الجمهورية الإسلامية الموريتانية
olfatmandour171250@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق
المجلد السادس والأربعون - العدد الثالث يوليو 2024
رابط المجلة: https://zcom.journals.ekb.eg/
المستخلص:

تسعى هذه الدراسة إلى اختيار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا انطلاقاً من أن فهماً فاعلاً ينما يمثل 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.

وتعد هذه الدراسةمنهج الاستقرائي، من خلال دراسة وتحليل الأدوات المختلفة للسياسة النقدية في موريتانيا، كما نستخدم المنهج الاستنباطي من خلال قياس أثر الأدوات غير المباشرة على عرض النقود بالمفهوم الضيق، حيث يتم القياس من خلال إصدار عرض النقود بالمفهوم الضيق كمتوسط تابع على كل من معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح كمتغيرات مستقلة، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وباختصار 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 أقررت 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 المجامع 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، والتحقيق 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 تستخدمها البنك المركزي لتحكم في المعروض النقدي، والرقابة على البنوك والالتزام 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 للتغير على الهدف التشغيلي لهذه السياسة المتاحة أمام البنوك المركزية، والتي يمكن استخدامها للتغير على الهدف التشغيلي لهذه السياسة (Bindseil, 2004:8)، وفي حين يشير مفهوم الفاعلية إلى القدرة على الوصول إلى الهدف المرجو، وحيث يعد عرض النقد أحد أهم الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، فإن المقصود بفاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية هو قدرتها على التأثير على أحد مكونات عرض النقد.

وقد شهدت الأدوات المتاحة لدى البنوك المركزية في إطار تنفيذ السياسة النقدية تطورا كبيرا، سواء كان مرد ذلك إنما يرجع إلى التطور المستمر 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 نتاجا طبيعي للتطبيق مبادئ الحرية الاقتصادية في المجال النقدي والمالية، أو كان ذلك مواقبة الظروف الاقتصادية والمالية غير المتوقعة التي شهدتها العالم، والتي حددت من قدرة الأدوات المتاحة واقتضت بالتالي إحداث أدوات جديدة يمكنها تحقيق هدف السياسة النقدية في ظل مثل هذه الظروف، والذي تتمثل في استخدام بعض الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

ودي 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):

- ينطوي عرض القاعدة النقدية باستمرار أمام البنوك للوفاء بكافة احتياجاتها.
ينبغي أن يكون البنك المركزي قادرًا على تعقيم أثر تدخلاته في سوق الصرف الأجنبي على
القاعدة النقدية.

- يجب تصميم أدوات السياسة النقدية بطريقة تعكس وجود علاقة تعبية بين البنوك التجارية
والبنك المركزي.

- ينبغي ألا تشهد أدوات السياسة النقدية الأداء الحر للأسواق المالية،

- ينبغي الاستغواء 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 بها،
لاقتصادية، ومدى تطور نظمها المالية والمصرفية، ودرجة افتتاح اقتصاداتها على الاقتصاد الدولي.
فقد لا تكون أدوات السياسة النقدية المطبقة في هذه الدول هي نفس الأدوات المطبقة بالنسبة للسياسة
النقدي في الدول المتقدمة. ولعل أبرز مثال على ذلك هو التبني الواعي للأدوات غير التقليدية الذي
قامت به العديد من الدول المتقدمة خلال الأزمات والظروف الاستثنائية، خلافاً لمعظم الدول النامية كما
هو الحال بالنسبة لموتورنانيا.

فالمنتعب لأدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي الموريتاني يلاحظ أنه لم
يقم 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 التحويلات التي تخلقها هي تعديلاً تلقائياً وفورياً، وبالتالي فهي تقلل من مخاطر
أخطاء السياسة. وثانياً، أنها تقترح من إشارات وتأثيرات السياسة على الفور إلى جميع قطاعات
لاقتصاد. وثالثاً، أنها تضمن التخصص الأصلي للنقد والائتمان استناداً إلى الاعتبارات المتعلقة بالسعر
والمخاطر النسبية والعوائد. ورابعاً، أنها تضمن التناسق بين السياسات النقدية والمالية وسياسات
الاقتصاد

800
معدلات الصرف. وخاصاً، أنها تسهم 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: أولًا، ينبغي أن يكون البنك المركزي قادرًا على ارتكاص الاحتمالات الإضافية للبنك من خلال مبيعاته من الأوراق النقدية أو عن طريق زيادة مطالب الاحتكاري، حتى تمارس الأدوات غير المباشرة تأثيرًا معتبرًا على معدل الفائدة وعرض الائتمان.

وثانيًا، تحرير معدلات الفائدة والسماح لها بالتفوق، كي يكون مقدور البنك المركزي توجيه معدلات الفائدة على مستوى السوق النقدي، وسعر الائتمان المصرفي وكميته، باستخدام الأدوات غير المباشرة.

وثالثًا، يجب أن يكون الطلب على النقود و/أو الائتمان حاسمًا بدرجة كافية لمعدل الفائدة، حتى تستطيع الأدوات غير المباشرة تحقيق التخفيف المقصود بالنسبة للاستناد و بالنسبة للتوسع في عرض النقود (Hilbers, 1993:8).

وإذا استناداً 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 بعده الأثر المطلوب وتحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية، ونظراً للتطور المطرد لأنواع السياسة النقدية، إضافة إلى حداثة عهد البنك المركزي الموريتاني بكمارسة السياسة النقدية، ونظراً للظروف العامة للاقتصاد الموريتاني، كان للاحتياجات النامية التي قد لا توفر بها المتطلبات اللازمة لفاعليّة أدوات السياسة النقدية بصفة عامة، وفي ظل انتقال البنك المركزي الموريتاني إلى استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، فإنه يمكن تقدير مشكلة الدراسة في السؤال التالي:

ما مدى فاعليّة الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا؟

وتسعى هذه الدراسة إلى الإجابة على هذا السؤال من خلال دراسة الفرضية التالية: تتمثل هذه الدراسة في اختبار الفرضية سالفة الذكر، بعد دراسة تطور أدوات السياسة النقدية في موريتانيا بصفة عامة، يتم اختيار مدى فاعلية تلك المستخدمة من قبل البنك المركزي الموريتاني خلال فترة الدراسة، أي الأدوات غير المباشرة، الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 801.
2022، باعتبارها الفترة التي أمكن الحصول على بيانات موثوقة عنها. وقد تم الحصول على هذه البيانات استنادًا إلى أعداد مختلفة من التقرير السنوي للبنك المركزي الموريتاني، وأعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الفصلية للبنك المركزي الموريتاني.

وتعدم هذه الدراسة منهج الاستقرائي، من خلال دراسة وتحليل الأدوات المختلفة للسياسة النقدية في موريتانيا، كما تستخدم المنهج الاستقرائي من خلال قياس أثر كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح كمكتغيرات مستقلة على عرض النقود كمكتغير تابع. وذلك من خلال الاحتراف الخطي المتعدد وفق طريقة المربعات الصغرى العادية، وذلك بالاعتماد على دراستين سابقتين 1هما دراسة (2017) ودراسة (2018).

وتساعد هذه الدراسة أهميتها ليس فقط لتناولها أحد الجوانب الأساسية لوحدة من أهم السياسات الاقتصادية الكلية، وإنما ترجع أهميتها أيضاً إلى سعيها إلى إثبات تعميق 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 بدلاً 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 من حيث تلفيقية وغير التقليدية. ويتخصص الجزء الثالث للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا. أما الجزء الرابع فيتم من خلاله اختيار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، وذلك من خلال استعراض الدراسات السابقة التي اعتمدت بموضوع الدراسة، ثم توسيع نموذج الدراسة، ودراسة وتحليل نتائج تقدر هذا النموذج. وخصص الجزء الخامس للخلاصة والنتائج والتصورات.

2. الإطار النظري لأدوات السياسة النقدية

تشير الأدوات النظري 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 هذين الدراستين بشكل أوسع في الجزء الخاص باختيار 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 حدٍ، 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. 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 تبعاً لطبيعتها أو تبعاً للطريقة التي يتدخل بها البنك المركزي من خلال هذه الأدوات في إدارة سياساته النقدية. فتبعاً لطبيعتها تنقسم إلى أدوات كمية وأخرى كمية. أما تبعاً لطريقة تدخل البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية باستخدام هذه الأدوات فتنقسم إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة.

وفي ظل التركيز على طريقة تدخل البنك المركزي في إدارة سياساته النقدية، ومن ثم تقسيم هذه الأدوات إلى أدوات مباشرة وأدوات غير مباشرة، برى (Hilbers, 1993:2) أنه رغم اختلاف التعريفات التي يتم من خلالها التمييز بين أدوات السياسة النقدية استناداً 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 النقدية، أو من خلال سلطاته التنظيمية. وتجدر الإشارة إلى أن التمييز بين أدوات السياسة النقدية استناداً إلى كونها إما أدوات مباشرة أو غير مباشرة، رغم شيوه استخدامه، إلا أنه أمر قد تعوزه الدقة أحياناً، كما قد يشوبه العوضوم أحياناً أخرى. إذ قد يصعب تصنيف بعض الأدوات على أنها أدوات مباشرة أو أدوات غير مباشرة، نظراً لانطوالها على بعض مواصفات الأدوات المباشرة من جهة، وبعض مواصفات الأدوات غير المباشرة من جهة أخرى. ومن ثم فقد تندرج تحت كلاً التصنيفين.

2 من الأمثلة على ذلك يمكن ذكر نسبة الاحتياطي الأساسي، 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 الانتقاص من خلال سلطته التنظيمية، والتي تستهدف الميزانيات العمومية للبنوك التجارية، وتشمل مجموعة من الأدوات من أهمها: السقوف الامتنانية الخاصة بكل بنك على حدة، والتحكم الإداري في معدل الفائدة، ونسبة السيولة النظامية، والانتشار الموجه، وحوصص إعادة الخصم، والاقتناع الأدبي (30-29:1996).

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

وبالنسبة للتحكم الإداري في معدل الفائدة فيشير إلى قيام البنك المركزي بفرض قواعد وأنظمة صارمة بالنسبة للمستوى القانوني لمعدل الفائدة بالنسبة للتخصيص الامتنان، ويتصل وضع سقوف لمعدلات الفائدة على أنواع مختلفة من الودائع الموفرة عليها فيما يسمى بـ اللائحة Q، في الولايات المتحدة، أحد أشهر الأمثلة على التحكم الإداري في معدل الفائدة (Herger, 2019:80).

وأما بالنسبة لنسبة السيولة القانونية فتشير إلى النسبة التي يفرض البنك المركزي على البنوك الاحتفاظ بها كأصول سائلة. وتشمل نوعين هما: أولا، متطلبات الاحتفاظ النقدي أو الحاد الأدنى لما يجب أن تحتفظ به البنوك من احتياطيات نقدية لدى البنك المركزي. وثانيا، متطلبات احتياطي الأوراق المالية أو الحاد الأدنى لما يجب أن تحتفظ به البنوك من الأوراق المالية السائدة. وإذا كان حساب هذين النوعين من المتطلبات إنما يتم كنسبة مئوية من الودائع قصيرة الأجل، فإن أهم ما يميز متطلبات
احتياطي الأوراق المالية هو اشتمالها على مجموعة أوعس من الأصول (الأوراق المالية الحكومية)،
وبهذا لا يتم إعدادها لدى البنك المركزي (Monnet & Vari, 2019:5-9).
وبالنسبة للالتزام الموجه أو ما يعرف بالضوابط الامتنانية الانتقائية تشير إلى الرقابة على
الالتزام الذي 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 مجربة فيها، كلما تؤثر على
الاقتصاد ككل. وصفة عامة يتعلق الالتزام الموجه بتوزيع عرض الالتزام المتاح، أو توجيه تدفق
التزام، في مجالات معينة من النشاط الاقتصادي، والحد من وجود فوائض في بعض المجالات التي
قد تهدد استقرار الاقتصاد بأكمله (Sehti, 1992:484-485).
ورغم تنوع و تعد أساليب توجيه الالتزام، إلا أن ذلك يمكن أن يتم استنادا إلى ضوابط امتنانية
انتقائية موجبة وأخرى سلبية. فالضوابط الموجهة توضع بناء على الحدود العليا للامتنانات محددة
(الشروط الاستهلاكية أو قروض الرهن العقاري)، وتستند عادة إما إلى اعتبارات اقتصادية (كقصر
الشروط المصرفية على قطاع معين من أجل تحفيز التمويل وبالتالي تقليل مخاطر الالتزام)، أو سعيا
لتوجيه استقرار الاقتصاد الكلي عن طريق حصر الالتزام على القطاعات الهشة. أما الضوابط
السالبة فتشمل حذوها دنيا للالتزام الموجه إلى قطاعات ذات أولوية معينة (كالزراعة)، وهي بالتالي
تعمل على المستوى الاقتصادي الجزئي لدعم قطاع قد يكون هشا أو حيويًا بالنسبة للتنمية
الاقتصادية (Hilbers, 1993:3).
أما بالنسبة لحصر إعادة الخصم فتشير إلى حجم السلف التي يكون البنك المركزي على
استعداد لتقدمها إلى البنك عن طريق ما يعرف بنظام الخصم، حيث تخصيص هذه الحصص لكل
بنك على حدة تبعه لحجمه، وخلال فترة زمنية محددة، وذلك استنادا 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 إخراج السلف في هذه الحالة لمعدلات فائدة جزئية تزيد كلما ابتعد حجم السلف
عن الحصة المحددة (Wessels, 1982:94).
وأخيرا بالنسبة للإقناع الادبي فيقصد به تلك الضغوط غير الإجبارية التي يمارسها البنك
المركزي على النظام المصرفي للالتزام بما يقترحه من إجراءات. ويتضمن عادة التصريحات التشغوية
أو المكتبية، التي يلجأ إليها البنك المركزي لحث البنوك طوعية على الالتزام بسياساته، وذلك سعيا إلى
تحقيق قيود الانتظام خلال فترات التضخم، أو تحسين التوسع الاحتياطي، بتشجيع البنوك على أن تكون أكثر حريّة في سياسات الإقراض، خلال فترات الانكماش (Sehti, 1992:489).

2.1.2 أدوات 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 مرتبطّة بالسوق، ويتم بشكل اختياري، فإنها توصف أيضا بالأدوات المعتادة على السوق. وتشمل كلا من: متطلبات الاحتياطي، ونافذة لومبارد (السحب على المكشوف)، وودائع القطاع العام، ومزايا الانتظام، وعمليات السوق المفتوحة: مبيعات السوق الأولية للأوراق المالية للبنك المركزي والأوراق المالية الحكومية، وعمليات السوق الثانية (عمليات الشراء والبيع مباشرة أو عمليات إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي)، وعمليات مبادلة النقد الأجنبي (30-29:1996).

ورغم اختلاف هذه الأدوات ما بين البنوك المركزية، وتتبنيها نظرا لتنوع النظم النقدية، ومستوى العالم من جهة، وتبعة لدرجة تطور النظم المالية الخاصة بكل دولة على جهتين أخرى، إلا أنه يمكن إجمالها في كل من: التسهيلات القائمة، وعمليات السوق المفتوحة، ومطالبات الاحتياطي، وعمليات مبادلة النقد الأجنبي.

في النسبة 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 إحداهما بضخ السيولة وتشمل كلا من: تسهيلات الخصم، وتسييلات الاقتراض لليلة ونحوها أو تسييلات إعادة التمويل. أما الثانية فتختص بامتراض السيولة وتشمل في تسييلات اليداع للليلة واحدة (Bindseil, 2014:9-10).

أما بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة فتشير إلى قيام البنوك المركزية بشراء وبيع أصول معينة، عادة ما تكون الأوراق المالية الحكومية، وذلك من أجل تأثير على أسعار وعوائد هذه الأصول والقاعدة النقدية للنظام المصرفي. وقد تتخذ عمليات السوق المفتوحة 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 تتحصّر هذه العمليات بصورة 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 فتمثل في إعطاء البنوك المركزية سلطة تحديد الحد الأدنى لما يجب أن تحتفظ به البنوك التجارية لديها من احتياطيات نقدية، وذلك بغية إحداث تغييرات معينة بالنسبة للعرض النقدي (De Kock, 1938).

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

2. الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

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

____________________

3 هناك نوع آخر من المبادلات يعرف بمبادلة العملة: currency swap، ينطوي على عقود تلزم طرفين بتبادل مقدرات أسعار العملة مقابلة 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 عدداً من الشروط. أولاً، يجب أن تناسب 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 تفادى التوقف الكلي للسوق، ويفترض عدم تردد البنك المركزي في زيادة أو تقليل حجم أدواته غير التقليدية تماسياً مع حجم الخلل في أداء النظام المالي. ثانياً، يجب أن تصحح الإجراءات المرتبطة بهذه الأدوات برسائل قوية تتحث البنوك على معالجة قضاياها المتعلقة بإعادة التمويل وإصلاح المواقف الموجودة على المدى المتوسط، وهكذا 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 تصحح برسائل واضحة لا ليس فيها إلى البلدان الأخرى، لتجنب فشل الإجراءات نفسها أو تدفق بلاد مالية مسطحة قد تمهد الطريق أمام صعوبات إضافية في المستقبل. ورابعاً، أنه بالنسبة للتكتلات النقدية، كالاتحاد الأوروبي مثلاً، ينبغي مطالبة مؤسسات الاتحاد، وكذلك الحكومات، بالشروع بشكل جماعي في تحديد حوكمتها الاقتصادية، بما في ذلك المراقبة الدقيقة للسياسات الاقتصادية الخاصة بالمواقف التي تنتهجها كل دولة على حدة. وحاماً، أنه نظرًا لما تحدثه الإجراءات المرتبطة بهذه الأدوات غير التقليدية، التي تتخذها البنك المركزي في الاقتصادات المتقدمة، من تغيير هيكلي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فقد سعى هذا البنك المركزي للدفاع عن الإصلاحات الضرورية التي يطلبها التمويل العالمي، والتعديل الضروري للاختلافات في التوزيع 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 بشبكتها 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 تعد وتتنوع الأدوات غير التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية المختلفة، إلا أنه يمكن تناول أهم هذه الأدوات من خلال: التيسير الكمي، والتوجيه المستقبلي، والتيسير الائتماني.
في النسبة للتقدير الكمي، الذي ينظر إليه باعتباره أحد أهم وأقدم الأدوات غير التقليدية لسياسة النقدية، فتستخدم البنك المركزية لتحقيق الاقتصاد عن طريق شراء الأصول المالية من البنوك التجارية والمؤسسات الخاصة الأخرى بنقود تم إصدارها حديثًا من أجل ضخ كمية محددة مسبقًا من النقود في الاقتصاد. وقد تم استخدام هذه الأداة من قبل العديد من البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة، وذلك نظرًا لانخفاض التضخم بها بصورة عامة، ونظرًا أيضًا لانخفاض احتمال حدوث تضخم مفرط بها بصورة خاصة. لذلك فليس من السهل استخدام هذه الأداة بالنسبة للبنوك المركزية في الاقتصادات النامية ذات معدلات التضخم المرتفعة (Mahajan, 2015:77).

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

وأما التوسع الاقتصادي فقد ظهر كمصطلح من قبل (Bernanke, 2009) لوصف مشتريات الأصول التي تركز على تغيير حجم وتكوين جانب الأصول في الميزانية العضوية للاحتياطي الفيدرالي، والتي يسعى من خلالها هذا الأخير إلى دعم أسواق الائتمان الخاصة. وبصفة عامة يركز التوسع الاقتصادي على مزيج من الفروض 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، حيث يتم تحديد هذا الهدف من خلال تحديد هدف كمي يتعلق بالتضخم الذي يقام 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، مثل 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 (8:2010):

- إصدار أذونات الخزينة مرتين كل شهر.
- عمليات السوق المفتوح: بعد إدخال آليات تقديم الإعانات على شكل 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: يتم 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 لأجل تساري أو تزيد على أربع أسابيع من قبل البنك المركزي.
- ووزارة المالية بما يسمح في نفس الوقت بتلبية الاحتياجات التمويلية الخزينة وكذلك بسحب قائن السيولة.
- عمليات السوق المفتوح التي تقوم السلطات النقدية بموجبهما بسحب أو ضخ السيولة المصرفية على المدى القصير.
- تدخلات بمبادرة من البنك المركزي على شكل استعادة للسبيولة عبر إصدار أدوات خزينة أجلها سبعة أيام في المزار من أجل ضبط السبيولة 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 السبيولة بشكل منتظم وبوثيرة أسبوعية لأجل قدره أسبوع واحد;

- عمليات الضبط التي تهدف إلى تخفيف تأثير التقلبات غير المتوقعة للسبيولة. ويقام بها بشكل ظرفي لمدة تقل عن 7 أيام;

- عمليات على المدى الطويل تهدف إلى ضخ أو سحب السبيولة الإضافية لمدة تفوق 7 أيام;

- عمليات هيكليا ترمي إلى إدارة أوضاع تميز بفائض أو عجز في السبيولة يكون له طابع مستدام;

التسهيلات الدائمة التي ترمي إلى توفير أو سحب السبيولة يوميا.

4. اختبار فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا

تشير الفاعلية بصورة 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 عرض التمويل كوسيلة 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 تقييم نموذج الدراسة.

الدراسات السابقة:

احظت الدراسات المتعلقة بفاعلية السياسة النقدية بصورة عامة باهتمام كبير ضمن الأدوات التطبيقية المتعلقة بهذا المجال، وخلايا لذلك يلاحظ المتتبع للدراسات التطبيقية المتعلقة بفاعلية أدوات السياسة النقدية وجود دنيرة وش الكبيرين في هذا النوع من الدراسات مقارنة بالدراسات المتعلقة بفاعلية السياسة النقدية بصورة عامة. كما يلاحظ أيضا أنه رغم قلة الدراسات التطبيقية التي سعت إلى اختبار
فاعلة أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلا أن معظم هذه الدراسات ركزت اهتماماً بالفعلية إحدى هذه الأدوات بصفة متفردة 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، فستعرض دراستين تطبيقيتين اعتمدت عليهما هذه الدراسة في اختيار 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 السياسة النقدية غير المباشرة، المتمثلة في سعر الخصم ونسبة الاحتكاري الائتماني وعمليات السوق المفتوح. على عرض النقود، معبر عن النقود بالفهوم الضيق $M_1$، وقد استخدمت طريقة المربعات الصغرى العادية لإتخاذ عرض النقود على أدوات السياسة النقدية غير المباشرة سالفة 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 بالفهوم الضيق، وحيث تشير $DR_t$ إلى معدل الخصم، أما $OMO_t$ فيشير إلى معدل الاحتكاري الائتماني، وحيث تشير $RRR_t$ إلى عمليات السوق المفتوح، أما $MS_{t-1}$ فيشير الفرق الأول لعرض النقود بالفهوم الضيق، وحيث تعكس $u_t$ $MS_{t-1}$ بالنسبة إلى العوامل الأخرى، وحول $(\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4)$ ثابت الدالة، وأخيرا، تشير كل من $(\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4)$ إلى معلمات المتغيرات المستقلة.

وحيث استخدمت هذه الدراسة ثلاث صيغ مختلفة لشكل دالة عرض النقود بالمفهوم الضيق: النموذج الخطي الإسمي، والنموذج الخطي الحقيقي، والنموذج الخطي اللوغاريتمي. فقد توصلت إلى وجود تأثير لعمليات السوق المفتوح على عرض النقود الإسمي وال حقيقي، وأنه في حين كانت أداة معدل الخصم ذات معنى في النموذج الحقيقي، كانت نسبة الاحتكاري الائتماني ذات معنى في النموذج الخطي اللوغاريتمي. وقد خلصت الدراسة إلى أنه ما عدا أداة السوق المفتوح فقد كان نبض أدوات السياسة النقدية تأثير محدود على عرض النقود بالمفهوم الضيق.
دراسة (2018)

أجريت هذه الدراسة على مستوى اقتصاد نيجيريا، وقد قامت باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لقياس انحدار عرض النقود كمتبخر تابع على كل من: عمليات السوق المفتوح، والإحتياطي اللازم، 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 المفتوحة، ويتعبير عن OM إلى معدل السياسة النقدية (معدل الخصم).

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

2.4 توصيف نموذج الدراسة:


واعتمادا على ما سبق يمكن التعبير عن النموذج القياسي للدراسة من خلال الدالة التالية:

\[ M_t = \beta_0 + \beta_1 DR_t + \beta_2 RR_t + \beta_3 TB_t + u_t \]
النقدية الموريتانية خلال فترة الدراسة، فقد استخدمت الدراسة النقد بالمفهوم الضيق وذلك نظرا لأنه بعد اجراي اختبارات سكون السلسلة الزمنية تبين عدم استقرار السلسلة الزمنية للنقد بالمفهوم الواسع مقارنة بالسلسلة الزمنية لبقية المتغيرات التي استمرت بعضها عند الفرق الأول، حيث يخشى في مثل هذه الظروف من الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف، ونظرا لأنه بعد اجراي احتكار النقد بالمفهوم الواسع على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية استمرت النتائج المتحصلة عليها عن عدم معنى النموذج من الناحية الإحصائية من جهة، وعن عدم مطابقه للنظرية الاقتصادية بالنسبة لإشارة معاملات المتغيرات التفسيرية في النموذج من جهة أخرى. الأمر الذي قد يعزى إلى عدم تطور النظام النقدي والمصري في موريتانيا، وعدم تطور العادات المصرية حيث ينتشر استخدام الودائع تحت الطلب والنقد خارج الجهاز المصرفي مقارنة بأشكال النقد.

وفي ظل هذا النموذج يتوقع أن تكون إشارة معاملا المتغيرات المستقلة سالبة ما عدا معلومة السوق المفتوح، ليعبر النموذج بذلك عن وجود علاقة عكسية تربط عرض النقد بكل من معدل الخصم ومعدل الاحتياطي الإيراني من جهة، ويعكس من جهة أخرى العلاقة الطردية بين عمليات السوق المفتوح وعرض النقد من جهة أخرى.

في النسبة لمعدل الخصم يمكن فهم آلية عمله بافتراض قيام البنك المركزي برفعه، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة الكلفة اقراض البنوك من البنوك المركزية. الأمر الذي سيحدث من رغبة هذه البنوك في الاقتراض من البنك المركزي، وفي ظل ثاني البنوك عن الاقتراض من البنك المركزي والحد من قدرتها على زيادة احتياطاتها تنخفض قدرتها على منح الائتمان، فينخفض لذلك عرض النقد. أما إذا رغب البنك المركزي في زيادة عرض النقد، فيمكنه تحقيق ذلك من خلال خفض معدل الخصم.

$$DR_t$$

$$M_t$$

$$TB_t$$

$$RR_t$$

$$u_t$$

$$\beta_0$$

$$\beta_1$$

$$\beta_2$$

$$\beta_3$$

$$\beta_4$$

$$814$$
وبالنسبة لمعدل الاحتياطي الإسلامي فيمكن فهم آلية عمله من خلال افتراض قيام البنك المركزي بخفضه، فإنه يؤدي 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، فيمكن تحقيق ذلك من خلال زيادة معدل الاحتياطي الإسلامي.

وبالنسبة لعمليات السوق المفتوح فيمكن فهم آليتها من خلال افتراض دخول البنك المركزي السوق المفتوح مشترية الأوراق المالية الحكومية. ومن ثم زيادة ما لديه من أوراق مالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات لدى البنوك، وفي ظل الضغوط النقدي يزيد عرض النقود بكمية تعادل قيمة الضغوط النقدي مضروباً في التغير في الاحتياطيات. أما إذا رغب البنك المركزي في خفض العرض النقدي فيمكن تحقيق ذلك من خلال الحد من الكمية التي لديه من الأوراق الحكومية بدخوله السوق المفتوح بائعا لهذه الأوراق الحكومية فيخفض ذلك عرض النقود.

3.4 نتائج تقدير نموذج الدراسة

يجب قبول تقدير نموذج الدراسة اختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وكذلك مخاطر الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف. وفي هذا السياق يوضح الجدول (1) نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة عند مستوياتها وعند فروقها الأولى، وذلك باستخدام اختبار ديك فيلر المطور (ADF).

حيث يلاحظ من نتائج هذا الجدول أنه في حين تم قبول فرض عدم القابل بوجود جذر الوحدة بالنسبة ل مستويات 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 عدم القابل بوجود جذر وحدة بها، مما يعني قبول الفرض البديل بأن السلاسل الزمنية للفروق الأولى لهذه المتغيرات لا تعاني من مشكلة جذر الوحدة. وبذلك تكون للسلاسل الزمنية لهذه المتغيرات نفس درجة التكامل. وهو ما يفسح المجال لإمكانية وجود علاقة طويلة المدى أو تكامل مشتراك بين هذه السلاسل.
جدول 1: نتائج اختبارات ADF لمتغيرات الدراسة عند مستوياتها وعند فروقها الأولى

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغير</th>
<th>اختبار عند مستويات المتغيرات</th>
<th>اختبار عند الفروق الأولى للمتغيرات</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>$M_1$</td>
<td>0.0261 (0.9914)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>$D_{Rt}$</td>
<td>0.0372 (0.1851)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>$R_{Rt}$</td>
<td>0.0039 (0.3233)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>$T_{Bt}$</td>
<td>0.0007 (0.1474)</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<p>|
|-----------------|</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>P Value</strong></th>
</tr>
</thead>
</table>

ال مصدر: تم اعداده اعتمادا على مخرجات Gretl.

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 ثابت على المتغيرات المستقلة ممثلة في كل من: معدل الخصم، ومعدل الاحتياطي الرسمي، وعمليات السوق المفتوحة. وبينما الجدول (2) أسفله نتائج تقدير هذا الانحدار.

جدول 2: نتائج تقدير نموذج الدراسة

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغير</th>
<th>عرض النقود بالمفهوم الضيق $M_1$</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>القيمة الاحتمالية إحصائية</td>
<td>الانحراف المعياري للمعلمات</td>
</tr>
<tr>
<td>0.00001 ***</td>
<td>6.896</td>
</tr>
<tr>
<td>0.00001 ***</td>
<td>-6.847</td>
</tr>
<tr>
<td>0.08996 *</td>
<td>-1.813</td>
</tr>
<tr>
<td>0.02532 **</td>
<td>2.483</td>
</tr>
</tbody>
</table>

$R^2 = 0.7873$, $R^2 = 0.7447$, $SE = 142283$, $SSR = 3.03666e + 011$, $DW = 1.26842$, $F – statistic = 18.5086$, $p – value = 0.0000265$

المصدر: تم اعداد الجدول اعتمادا على مخرجات Gretl.

واستنادا إلى نتائج تقدير نموذج الدراسة يمكن ملاحظة ما يلي:

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

816
الخصم، ومعدل الاحتمالي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح تؤثر بشكل معنوي على عرض النقود بالمفهوم الضيق.

- ارتفاع المعنوية الإحصائية للنموذج ككل، حيث بلغت إحصائية F المحسوبة 18.5086 وبقيمة الاحتمالية تساوي 0.0000265. الأمر الذي يعني أن النموذج جيد وأن قوته التفسيرية عالية.

- أظهر اختبار الإحصائية لمتغيرة المعنوية الفردية لمتغيرات النموذج اختلاف معنوي مع تغييرات المنتج الإقتصادية المتغيرة المستقلة داخل معادلة الانحدار، حيث يلاحظ ارتفاع المعنوية الإحصائية لمعدل الخصم الذي بلغت قيمة الإحصائية 1 بالنسبة له 6.847- عند قيمة احتمالية تساوي 0.00001. كما يلاحظ أيضا أنه بعد ملء معدل الخصم فقد حظيت ملءة عمليات السوق المفتوح بمستوى مقبول من المعنوية الإحصائية، حيث بلغت قيمة الإحصائية 1 بالنسبة لها 2.483 عند قيمة احتمالية تساوي 0.02532. أما بالنسبة لمعدل الاحتمالي الإلزامي فقد كانت منخفضة مقارنة بقيمة ملءة الضروريات التفسيرية في النموذج، حيث بلغت قيمة الإحصائية 1 بالنسبة لها 1.813- عند قيمة احتمالية 0.0899.

- تطبيق إشارة ملءة المعنويات المستقلة مع التوجه الإقتصادية، حيث جاءت إشارة معالجة معدل الخصم ومعدل الاحتمالي الإلزامي سالبين. الأمر الذي يشير إلى وجود علاقة عكسية تربط هذين المتغيرين بعرض النقود بالمفهوم الضيق. كما جاءت إشارة معالجة ملءة عمليات السوق المفتوح موجبة لتشير بذلك إلى وجود علاقة طردية بين هذا المتغير وعرض النقود بالمفهوم الضيق.

و威尔تتات من خلو النموذج من المشاكل القياسية تم إجراء اختبارات تشخيص البواعي، خاصة اختبار تبعية البواعي للتوزيع الطبيعي، واختبار الارتباط الذاتي بين البواعي، واختبار عدم ثبات التباين.

ووبوضح الجدول(3) نتائج اختبارات تشخيص البواعي سالفة الذكر.

**جدول(3)** نتائج اختبارات تشخيص بواعي انحدار نموذج الدراسة

| الاختبار | البواعي | الاختبار النموذج الطبيعى | المتغيرات
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>اختبار الارتباط الذاتى</td>
<td>0.67563</td>
<td>0.785716</td>
<td>0.59042</td>
</tr>
<tr>
<td>اختبار عدم ثبات التباين</td>
<td>0.059420</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>
| تشير هذه الأرقام إلى القوة الإحصائية للإحصائية الاختبارات

المصدر: تم اعداده اعتمادا على مخرجات Gretel
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. من قبول الفرض LM الأعم الفائل بأن بواقي انحدار هذا النموذج تتنبئ التوزيع الطبيعي. كما يلاحظ أيضاً من نتائج اختبار أن القيمة الاحتمالية للاختيار أكبر من مستويات المعنوية مما يعني أن القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجسدية. ومن ثم يمكن قبول الفرض المعلم بعد وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي.

كذلك يلاحظ أيضاً من اختبار ARCH أن القيم الاحتمالية لهذا الاختيار أكبر من مستويات المعنوية، أي أن القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجسدية. مما يعني قبول الفرض المعلم القائل بثبات التباين.

5. الخلاصة والنتائج والتوصيات

小游戏 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 النقد باعتباره الهدف الوسيط للسياسة النقدية.

وتعمق هذه الدراسة منهج الاستقرار، من خلال دراسة وتحليل الأدوات المختلفة للسياسة النقدية الموريتانية طيلة فترة الدراسة. كما تستخدم منهج الاستقرار من خلال قياس أثر كل من: معدل الخصم، معدل الاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوح كمتغيرات مستقلة على عرض النقد كمتغير تابع، وذلك من خلال الاتجاه الخطي المتعدد وفق طريقة المربعات الصغرى المعدلة.

وبعد مقدمه هذه الدراسة جاء الجزء الثاني منها تحت عنوان الإطار النظري لأدوات السياسة النقدية، حيث تتناول الأدوات التقليدية وغير التقليدية للسياسة النقدية. بالنسبة للأدوات التقليدية للسياسة النقدية فقصد 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 الانتمان من خلال سلطته التنظيمية، والتي تهدف الميزانية العمومية للبنك التجارية.

أما الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية فيقصد بها تلك الأدوات التي تعمل ضمن السوق النقدي، وتستهدف الميزانية العمومية للبنك المركزي، ويمكنه استخدامها للتأثير على ظروف العرض والطلب بالسوق، وحيث أن تأثيرها إذا إما يعد على أسعار مرتبطات بالسوق، ويتطلب بشكل اجتيازي، فإنها توصف أيضا بالأدوات المعتدمة على السوق.

أما بالنسبة للأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية فتشير إلى مجموعة الأدوات التي تستخدمها بعض البنوك المركزية كأدوات لسياسة 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 نكر أن هذه الأدوات من خلال: التيسير الكمي، والتوجيه المستقل، والتيسير الإجمالي.

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 لآليات التحكم في عرض النقود وضبط السوق.

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

1. أن الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا هي أدوات فعالة.
2. أن عرض النقود بالفهوم الضيق يعد هداها وسيطا مناسبًا للسياسة النقدية في موريتانيا، وذلك نظراً للعلاقة المعروفة التي تربطه بالأدوات غير المباشرة لهذه السياسة.
3. أنه من حيث فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا يعد معدل الخصم أكثر هذه الأدوات فاعلة، وتأتي بعده عملية السوق المفتوح، وأن معدل الاحتياطي الإلزامي هو أقل هذه الأدوات فاعلية.

وفي ظل النتائج سالفة الذكر يمكن تقديم التوصيات التالية:

- نظراً لفعالية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا تمثلة 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.

- تقتترح الدراسة أنه في ظل اختلاف مستوى فاعلية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في موريتانيا، فإنه ينبغي إعطاء الأولوية لأدوات 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

أولا: المراجع باللغة العربية


البنك المركزي الموريتاني (2013). النشرة الإحصائية الفصلية، الربع الثالث.


ثانيا: المراجع بلغة أخرى


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.


development, 9(8), 120-132.


the economy.


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.