



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية
التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

العنوان:

أثر السياسة النقدية غير التقليدية على تقلبات أسعار الصرف
-دراسة تطبيقية-

المشرف:
الأستاذ: شايب محمد

إعداد الطالب:
بن عامر زبير

لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
شودار حمزة	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف-1	رئيسا
شايب محمد	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف-1	مشرفا ومقررا
بن دعاس زهير	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف-1	ممتحنا
شلاعي فاتح	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف-1	ممتحنا
بوخاري لولو	أستاذ محاضر (أ)	جامعة برج بوعريبيج	ممتحنا
مرغيت عبد الحميد	أستاذ محاضر (أ)	جامعة جيجل	ممتحنا

السنة الجامعية: 2022-2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

أرى لزامًا علي تسجيل الشكر وإعلامه ونسب الفضل لأصحابه، استجابة

لقول النبي ﷺ: «من لم يشكر الناس لم يشكر الله».

وكما قيل:

علامة شكر المرء إعلان حمده فمن كتم المعروف منهم فما شكر،

فالشكر أولًا لله عز وجل على أن هداني لسلوك طريق البحث والتشبه بأهل العلم،

وإن كان بيني و بينهم مفاوز.

كما أخص بالشكر أستاذي الكريم ومشرفي الفاضل: الأستاذ شايب محمد،

فقد كان حريصًا على توجيه نصائحه وإرشاداته القيمة التي استفدت منها طيلة انجاز هذه

الأطروحة، فله مني وافر الثناء وخالص الدعاء

كما أتقدم بجزيل الشكر للسادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على

قبولهم مناقشة هذا العمل وتقويمه، جعلها الله في ميزان حسناتهم،

كما أشكر كل الأساتذة الذين تشرفت بالدراسة تحت إشرافهم

وكل الزملاء في العمل وكل من قدم لي فائدة أو أعانني بمرجع،

وخاصة الأستاذ المحترم بوخاري لحلو والأستاذ بن عامر نبيل الذي كان السند لي.

أسأل الله أن يجزيهم عني خيرا وأن يجعل عملهم في ميزان حسناتهم.

الطالب: بن عامر زبير

اهداء

إلى التي تحمل أخف كلمة نطق بها الإنسان، ووضعت تحت قدميها الجنات، كانت الملاذ المأوى

وسر السعادة ونبع الحنان، ومبعث الأمان...لكي أُمي العزيزة،

إلى من علمني النجاح والصبر، إلى من خطى درب الصعاب من أجلنا، تاج رأسي إلى رمز العطاء،

فكان هويتي حيثما أسير، فبث في روحي الحياة...لك أبي العزيز،

أسأل الله سبحانه وتعالى أن يطيل في عمرهما على الطاعة،

وأن يمنحهما الصحة والعافية.

إلى رفقية الدرب وشقيقة القلب، ونصف حياتي، زوجتي الغالية،

إلى القلوب التي أحاطتني بالجد والرعاية والسند القوي، ورافقتني في دروب الحياة، قرّة عيني

إخواني وأخواتي،

وإلى كل الأهل والأقارب.

إلى كل طالب علم.

الطالب: بن عامر زبير

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1-1	مكانة السياسة النقدية في المدارس الاقتصادية	4
2-1	ملخص لأهم مراحل الأزمة المالية العالمية	43
3-1	أهم المناهج الاقتصادية في التيسير الكمي	56
4-1	استعمالات السيولة الناتجة عن التمويل غير التقليدي	86
1-2	نظم أسعار الصرف الحالية	138
1-3	تعريف متغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR ومصادر بياناتها	197
2-3	الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR	198
3-3	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR	202
4-3	تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج GBP/EUR	204
5-3	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج GBP/EUR	5208
6-3	درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للنموذج GBP/EUR	206
7-3	نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج GBP/EUR	209
8-3	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج GBP/EUR	209
9-3	السببية بين متغيرات النموذج ومعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف للنموذج GBP/EUR	211
10-3	اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج GBP/EUR	213
11-3	تعريف متغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD ومصادر بياناتها	215
12-3	الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD	216
13-3	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD	219
14-3	تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج GBP/USD	220
15-3	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج GBP/USD	222
16-3	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج GBP/USD	223
17-3	نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج GBP/USD	223
18-3	نتائج اختبار Ramsey للنموذج GBP/USD	225
19-3	نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل للنموذج GBP/USD	227
20-3	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ومعلمات الأجل القصير للنموذج GBP/USD	228
21-3	تعريف متغيرات الدراسة للنموذج JPY/USD ومصادر بياناتها	231
22-3	الدراسة الإحصائية لمتغيرات النموذج JPY/USD	232

قائمة الجداول والأشكال

235	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج JPY/USD	23-3
236	تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج JPY/USD	24-3
237	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج JPY/USD	25-3
239	درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للنموذج JPY/USD	26-3
241	نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج JPY/USD	27-3
241	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبقايا للنموذج JPY/USD	28-3
243	السببية بين متغيرات النموذج JPY/USD ومعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف	29-3
245	اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج JPY/USD	30-3
248	تعريف متغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD ومصادر بياناتها	31-3
249	الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD	32-3
252	نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للنموذج BRL/USD	33-3
253	تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج BRL/USD	34-3
254	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج BRL/USD	35-3
255	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبقايا للنموذج BRL/USD	36-3
256	نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج BRL/USD	37-3
257	نتائج اختبار Ramsey للنموذج BRL/USD	38-3
259	نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل للنموذج BRL/USD	39-3
261	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ومعلمات الأجل القصير للنموذج BRL/USD	40-3
263	تعريف متغيرات الدراسة للنموذج TRY/EUR ومصادر بياناتها	41-3
264	الدراسة الإحصائية لمتغيرات النموذج TRY/EUR	42-3
267	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج TRY/EUR	43-3
268	تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج TRY/EUR	44-3
270	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج TRY/EUR	45-3
271	درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للنموذج TRY/EUR	46-3
273	نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج TRY/EUR	47-3
273	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبقايا للنموذج TRY/EUR	48-3
275	السببية بين متغيرات النموذج TRY/EUR ومعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف	49-3
277	اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج TRY/EUR	50-3

قائمة الجداول والأشكال

ثانياً: قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
22	آلية عمل السياسة النقدية (الانكماشية-التوسعية) باستخدام أداة معدل الخصم	1-1
24	ملخص لأثر تطبيق عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة	2-1
26	ملخص لأثر تطبيق سياسة التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني على عرض النقود	3-1
60	ميزانية المصرف المركزي بعد تطبيق التيسير الكمي/التيسير الائتماني	4-1
77	ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي	5-1
80	متوسط مبالغ مشتريات المصرف المركزي الأوروبي من الأوراق المالية	6-1
108	متوسط حجم التداول اليومي لمجموعة من العملات في سوق الصَّرْف خلال الفترة من 1986 2019	1-2
115	تطور متوسط حجم تداول لأهم المعاملات في أسواق الصَّرْف الأجنبي للفترة من 1986 2019	2-2
119	سعر تعادل الجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي	3-2
120	ملخص آلية التوازن التلقائي في ميزان المدفوعات في ظل قاعدة الذهب	4-2
126	أسعار الصَّرْف الثابتة ممثلة في شكل الثعبان في النفق	5-2
128	أنظمة أسعار الصرف	6-2
139	الثلاثية المستحيلة لـ: Mundell	7-2
160	أثر التوسع النقدي على معدل الصرف	8-2
198	التمثيل البياني للوغاريتم سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو	1-3
199	التمثيل البياني للفرق بين لوغاريتم العرض النقدي M1 للنموذج GBP/EUR	2-3
199	التمثيل البياني للفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل للنموذج GBP/EUR	3-3
200	التمثيل البياني للفرق بين المستوى العام للأسعار للنموذج GBP/EUR	4-3
201	التمثيل البياني للفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للنموذج GBP/EUR	5-3
201	التمثيل البياني للفرق في الحساب الجاري للنموذج GBP/EUR	6-3
205	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج GBP/EUR	7-3
208	نتائج اختبار الجذور المقلوبة للنموذج GBP/EUR	8-3
210	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج GBP/EUR	9-3

قائمة الجداول والأشكال

212	نتائج دالة الاستجابة الفورية للنموذج GBP/EUR	10-3
218	أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD	11-3
221	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج GBP/USD	12-3
224	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج GBP/USD	13-3
225	نتائج اختبار التطابق للنموذج GBP/USD	14-3
226	اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) ومربعات البواقي (CUSUM-SQ) للنموذج GBP/USD	15-3
234	أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج JPY/USD	16-3
237	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج JPY/USD	17-3
240	نتائج اختبار الجذور المقلوبة للنموذج JPY/USD	18-3
242	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج JPY/USD	19-3
244	نتائج دالة الاستجابة الفورية للنموذج JPY/USD	20-3
251	أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD	21-3
254	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج BRL/USD	22-3
256	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج BRL/USD	23-3
257	نتائج اختبار التطابق للنموذج BRL/USD	24-3
258	اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) ومربعات البواقي (CUSUM-SQ) للنموذج BRL/USD	25-3
266	أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج TRY/EUR	26-3
269	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج TRY/EUR	27-3
272	نتائج اختبار الجذور المقلوبة للنموذج TRY/EUR	28-3
274	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج TRY/EUR	29-3
276	نتائج دالة الاستجابة الفورية للنموذج TRY/EUR	30-3

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

I.....	بسملة.....
II.....	شكر وعرهان.....
III.....	اهداء.....
IV.....	قائمة الجداول والأشكال.....
V.....	أولا: قائمة الجداول.....
VII.....	ثانيا: قائمة الأشكال.....
IX.....	فهرس المحتويات.....
أ.....	مقدمة عامة.....
ب.....	أولا: تمهيد.....
ج.....	ثانيا: أهمية الدراسة.....
ج.....	ثالثا: أسباب اختيار موضوع الدراسة.....
د.....	رابعا: إشكالية الدراسة.....
د.....	خامسا: فرضيات الدراسة.....
ه.....	سادسا: أهداف الدراسة.....
ه.....	سابعا: منهج الدراسة.....
و.....	ثامنا: نموذج الدراسة.....
و.....	تاسعا: حدود الدراسة.....
ز.....	عاشرا: الدراسات السابقة.....
ص.....	إحدى عشر: هيكل الدراسة.....
1.....	الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية.....
2.....	مقدمة الفصل الأول.....
3.....	المبحث الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية.....
3.....	المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وتطور مكانتها في ظل المدارس الاقتصادية.....
3.....	الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية.....
4.....	الفرع الثاني: مكانة السياسة النقدية في ظل المدارس الاقتصادية.....
8.....	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية وقنوات إبلاغها.....
8.....	الفرع الأول: الأهداف الأولية للسياسة النقدية.....
9.....	الفرع الثاني: الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية.....
13.....	الفرع الثالث: الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....
16.....	الفرع الرابع: قنوات إبلاغ السياسة النقدية.....
20.....	المطلب الثالث: الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.....

فهرس المحتويات

20	الفرع الأول: الأدوات الكمية للسياسة النقدية
28	الفرع الثاني: الأدوات الكيفية للسياسة النقدية
30	الفرع الثالث: أدوات أخرى للسياسة النقدية (مساعدة)
31	المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية وحدود السياسة النقدية التقليدية
32	المطلب الأول: الإطار النظري للأزمات المالية
32	الفرع الأول: مفهوم الأزمات المالية
33	الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية
36	الفرع الثالث: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية
39	المطلب الثاني: تشخيص للأزمة المالية العالمية 2007-2008
39	الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية العالمية
40	الفرع الثاني: أهم أسباب الأزمة المالية العالمية
43	الفرع الثالث: المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية
45	الفرع الرابع: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2007-2008
47	المطلب الثالث: حدود أدوات السياسة النقدية التقليدية في الخروج من الأزمة
47	الفرع الأول: قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها
48	الفرع الثاني: قناة الائتمان وأسباب تعثرها
49	المبحث الثالث: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية
49	المطلب الأول: ماهية السياسة النقدية غير التقليدية
50	الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية
51	الفرع الثاني: نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية
51	الفرع الثالث: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية
52	الفرع الرابع: الاستراتيجيات المعتمدة في تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية
54	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية
54	الفرع الأول: الأدوات المتعلقة بميزانية المصرف المركزي
60	الفرع الثاني: الأدوات المرتبطة بأسعار الفائدة
64	الفرع الثالث: أداة التوجيه المسبق
68	المطلب الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، محددات فعاليتها وتحدياتها
68	الفرع الأول: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية
71	الفرع الثاني: محددات فعالية السياسة النقدية غير التقليدية
73	الفرع الثالث: تحديات تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية
75	المطلب الرابع: بعض التجارب الدولية في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية

فهرس المحتويات

75	الفرع الأول: تجربة الاحتياطي الفيديريالي الأمريكي
78	الفرع الثاني: تجربة المصرف المركزي الأوروبي
81	الفرع الثالث: تجربة المصرف المركزي الياباني
83	الفرع الرابع: تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر
87	خلاصة الفصل الأول
89	الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية
90	مقدمة الفصل الثاني
91	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسعر سوق الصَّرف
91	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصَّرف
91	الفرع الأول: تعريف وأشكال سعر الصَّرف
96	الفرع الثاني: أهمية ووظائف سعر الصَّرف
97	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصَّرف
99	المطلب الثاني: سياسة سعر الصَّرف
99	الفرع الأول: ماهية سياسات سعر الصَّرف
102	الفرع الثاني: سياسة تخفيض قيمة العملة
104	الفرع الثالث: سياسة الرقابة على الصَّرف
107	المطلب الثالث: سوق الصَّرف الأجنبي
107	الفرع الأول: تعريف سوق الصَّرف الأجنبي وخصائصه
109	الفرع الثاني: وظائف سوق الصَّرف الأجنبي
112	الفرع الثالث: أنواع أسواق الصَّرف الأجنبي
116	الفرع الرابع: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصَّرف الأجنبي
116	المبحث الثاني: أنظمة سعر الصرف
116	المطلب الأول: التطور التاريخي للنظام النقدي الدولي
118	الفرع الأول: قاعدة الذهب 1880-1914
121	الفرع الثاني: التجارب النقدية خلال الفترة ما بين الحربين 1918-1939
123	الفرع الثالث: نظام بريتون وودز 1944-1974
126	الفرع الرابع: النظام النقدي الدولي بعد سنة 1974
127	المطلب الثاني: الأنواع الرئيسية لأنظمة الصرف الأجنبي
128	الفرع الأول: نظام سعر الصرف الثابت
131	الفرع الثاني: نظام سعر الصرف العائم
135	الفرع الثالث: نظام سعر الصرف الوسيط

فهرس المحتويات

138	المطلب الثالث: محددات اختيار نظام الصرف الملائم
139	الفرع الأول: إشكالية الثلاثية المستحيلة ومناطق العملة المثلى
140	الفرع الثاني: الصفات الهيكلية وطبيعة الصدمات الاقتصادية
142	الفرع الثالث: معايير أخرى لاختيار نظام الصرف الملائم
143	المبحث الثالث: آليات انتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية لسعر الصرف
143	المطلب الأول: النظريات المفسرة لتقلبات سعر الصرف
144	الفرع الأول: نظرية تعادل القوة الشرائية
148	الفرع الثاني: نظرية تعادل أسعار الفائدة
151	الفرع الثالث: نظريات أخرى لتحديد سعر الصرف
154	المطلب الثاني: أهم نماذج تفسر العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الصرف:
154	الفرع الأول: النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف
162	الفرع الثاني: نموذج Frankel لفروق أسعار الفائدة الحقيقية
164	الفرع الثالث: النموذج النقدي لسعر الصرف الحقيقي التوازني لـ Hooper & Morton
165	المطلب الثالث: حرب العملات
165	الفرع الأول: ماهية حرب العملات
169	الفرع الثاني: أهداف حرب العملات والأدوات المستخدمة فيها
171	الفرع الثالث: أطراف حرب العملات
175	خلاصة الفصل الثاني
177	الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف
178	مقدمة الفصل الثالث
179	المبحث الأول: الإطار النظري لنماذج VAR ونماذج ARDL
179	المطلب الأول: الأدبيات النظرية لنماذج أشعة الانحدار الذاتي
179	الفرع الأول: عموميات حول نماذج أشعة الانحدار الذاتي
181	الفرع الثاني: الاختبارات القبلية لبناء نماذج أشعة الانحدار الذاتي
186	الفرع الثالث: تشخيص نماذج أشعة الانحدار الذاتي
188	الفرع الرابع: التحليل الهيكلي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي
	المطلب الثاني: الإطار النظري العام للنمذجة القياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات
190	الزمنية الموزعة
191	الفرع الأول: تعريف نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) ومميزاته
192	الفرع الثاني: مراحل تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
194	الفرع الثالث: تشخيص نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

فهرس المحتويات

المبحث الثاني: تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو..	195
المطلب الأول: تعريف متغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR وإجراء اختبار التكامل المشترك	196
الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات	196
الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR	197
الفرع الثالث: تحديد درجة التأخير المثلى واختبار التكامل المشترك	203
المطلب الثاني: نتائج تقدير نماذج أشعة الانحدار الذاتي	206
الفرع الأول: تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR	206
الفرع الثاني: اختبار استقرارية النموذج GBP/EUR	208
الفرع الثالث: تشخيص بواقي النموذج GBP/EUR	208
الفرع الرابع: التحليل الديناميكي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي	210
المبحث الثالث: تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني	
مقابل الدولار الأمريكي	214
المطلب الأول: صياغة النموذج GBP/USD وإجراء اختباره القبلية	214
الفرع الأول: تقديم النموذج GBP/USD	215
الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD	215
الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج GBP/USD	220
المطلب الثاني: اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)	222
الفرع الأول: تشخيص بواقي النموذج GBP/USD	222
الفرع الثاني: اختبار قوة وثبات نموذج GBP/USD	225
الفرع الثالث: الاختبار الاقتصادي للنموذج GBP/USD	226
المطلب الثالث: صياغة النموذج JPY/USD وإجراء اختباره القبلية	230
الفرع الأول: تقديم النموذج JPY/USD	230
الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج JPY/USD	231
الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج JPY/USD	235
المطلب الرابع: نتائج تقدير نماذج أشعة الانحدار الذاتي للنموذج JPY/USD	238
الفرع الأول: تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR	238
الفرع الثاني: اختبار استقرارية النموذج JPY/USD	239
الفرع الثالث: تشخيص بواقي النموذج JPY/USD	240
الفرع الرابع: التحليل الديناميكي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي	242
المبحث الرابع: أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار	
الأمريكي وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو	246

فهرس المحتويات

247	المطلب الأول: صياغة النموذج BRL/USD وإجراء اختباراته القبلية
247	الفرع الأول: تقديم النموذج BRL/USD
248	الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD
252	الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج BRL/USD
255	المطلب الثاني: اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)
255	الفرع الأول: تشخيص بواقي النموذج
257	الفرع الثاني: اختبار قوة وثبات النموذج
258	الفرع الثالث: الاختبار الاقتصادي للنموذج BRL/USD
262	المطلب الثالث: صياغة النموذج TRY/EUR وإجراء اختباراته القبلية
262	الفرع الأول: تقديم النموذج TRY/EUR
263	الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج TRY/EUR
267	الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج TRY/EUR
270	المطلب الرابع: نتائج تقدير نماذج أشعة الانحدار الذاتي للنموذج TRY/EUR
270	الفرع الأول: تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR
272	الفرع الثاني: اختبار استقرارية النموذج TRY/EUR
272	الفرع الثالث: تشخيص بواقي النموذج TRY/EUR
274	الفرع الرابع: التحليل الديناميكي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي
279	خلاصة الفصل الثالث
280	الخاتمة
281	أولاً: نتائج متعلقة بالجانب النظري
283	ثانياً: نتائج متعلقة بالجانب التطبيقي
284	ثالثاً: اختبار الفرضيات
285	رابعاً: اقتراحات الدراسة
285	خامساً: آفاق الدراسة
286	قائمة المصادر والمراجع
287	أولاً: المراجع باللغة العربية:
287	الكتب
289	المجلات والدوريات
291	الملتقيات والمؤتمرات
291	التقارير والنشرات والمطبوعات والنصوص القانونية
292	الرسائل الجامعية

فهرس المحتويات

294	ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية.....
Livres/ Books	294
Périodiques/Periodicals.....	296
Rapports & Publications	299
Theses	301
301	ثالثا: مواقع الأنترنت:.....

مقدمة عامة

تعتبر السياسة النقدية إحدى الركائز الأساسية للسياسة الاقتصادية، حيث تعمل على تحقيق مختلف الأهداف الاقتصادية الكلية، والمعروفة اختصاراً بمربع كاليدور السحري المتضمن رفع معدلات النمو الاقتصادي واستمراره، زيادة التوظيف إلى أقصى مستوياته، المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار، كل هذا على الصعيد الداخلي؛ والسعي إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات على المستوى الخارجي. كل الأهداف السابقة كانت مطلب غالبية المصارف المركزية غير أنه وبعد سنة 1990 اهتمت المصارف المركزية خاصة في الدول المتقدمة بهدف واحد ممثلاً في استهداف التضخم (معدلات مقبولة للتضخم والتي عادة ما تكون 2%)، وبعد أزمة الرهن العقاري توجهت المصارف المركزية نحو محاربة ما يسمى بفقاعات الأسواق عامة والمالية على وجه الخصوص؛ كما تستعمل السياسة النقدية كوسيلة لعلاج وإدارة الأزمات الاقتصادية سواءً النقدية منها أو المالية.

تعد ظاهرة الأزمات المالية إحدى العوامل الرئيسية التي أدت إلى تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية، فإلى جانب ما تؤديه السياسة النقدية من وظائف عديدة أصبحت مؤخراً تشرف على الحفاظ على الاستقرار المالي الذي يقتضي تبني تدابير معينة لمنع ظهور الأزمات المالية ومعالجتها في حالة ظهورها خاصة إذا كان سببها هو العدوى، وقد أصبحت الأزمات المالية في العقود الأخيرة أكثر قوة وأكثر تردداً وأسرع انتشاراً، و اكتسبت الأزمات المالية هذه الخصائص نتيجة ما شهده العالم من تحولات اقتصادية في العقود الأخيرة، وبالأساس لما أطلق عليه تسمية العولمة المالية؛ التي أسفرت عن تسارع الدول نحو التحرير المالي، تزايد حركة رؤوس الأموال بين الدول، ارتفاع معدلات التجارة البينية، تعدد الابتكارات المالية، و التهافت وراء العائد و تزايد المخاطر.

تعتبر أزمة 2008 أقوى الأزمات المالية التي عرفها العالم، وكانت بداياتها من أزمة الرهن العقاري (الائتمان العقاري) في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي أدت إلى انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى، من مصارف وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق الاستثمار.

وقد خلفت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 آثاراً سلبيةً على مختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي سواءً على المستوى المحلي، أو على المستوى العالمي. حيث انخفضت معدلات النمو الاقتصادي إلى أدنى مستوياتها منذ أزمة الكساد العظيم في ثلاثينيات القرن العشرين، وارتفعت معها البطالة نتيجةً لإفلاس العديد من الشركات والمؤسسات المالية منها وغير المالية، والذي تبعه تسريح للعمال بمئات الآلاف؛ الأمر الذي أرغم الدول الأكثر تضرراً من الأزمة ممثلة في مصارفها المركزية إلى اتباع أدوات غير تقليدية لسياستها النقدية لمواجهة هذه التحديات الجديدة، خاصةً في ظل العجز التام لأدوات السياسة النقدية التقليدية، على رأسها معدلات الفائدة حيث اقتربت هذه الأخيرة إلى مستويات الصفر موقعةً بذلك الاقتصاد في مصيدة السيولة وكل ذلك دون جدوى؛ ما أدى إلى ظهور نوع جديد من أدوات السياسة النقدية، التي اتسمت من الناحية النظرية والتطبيقية بالطابع غير التقليدي كونها طبقت

مقدمة عامة

بشكل غير مسبوق في التاريخ النقدي العالمي، وبطريقة استثنائية واستعجالية لاحتواء آثار الأزمة المالية، حيث عملت بها كلاً من الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، المملكة المتحدة ومنطقة اليورو، وعدة دول أخرى متقدمة ونامية؛ وقد استهدفت هذه السياسة العديد من متغيرات الاقتصاد الكلي خاصةً النمو الاقتصادي والتخفيض من معدلات البطالة، إضافةً إلى استرجاع الاستقرار المالي؛ وللوصول إلى هذه الأهداف لا بد من مرور آثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي من عدة قنوات، حيث يعتبر سعر الصرف من أهم تلك القنوات بل يعد في أحيان كثيرة هدف وسيط للسياسة النقدية، والذي قد يتعرض لعدة تقلبات سواءً بعد التدخل مباشرةً في السوق النقدي، أو بعد مدة من الزمن.

ثانياً: أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من الدور الذي تقوم به أدوات السياسة النقدية غير التقليدية باعتبارها أحد أهم الاتجاهات الحديثة للمصارف المركزية خلال الأزمات المختلفة، حيث أصبحت العديد من المصارف المركزية في العالم تلجأ إلى مثل هذه الأدوات، لذلك وفي ظل اللجوء إلى هذه الممارسات أثناء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ومعاودة استعمالها في أزمة كورونا 2020، وإمكانية اللجوء إليها مستقبلاً، تعين علينا معرفة أثارها على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية عامةً، وعلى أسعار الصرف خاصةً، مما قد يدخل الاقتصاد العالمي في موجة جديدة من حرب العملات.

ثالثاً: أسباب اختيار موضوع الدراسة

هناك أسباب عديدة دفعتنا لاختيار هذا الموضوع منها أسباب ذاتية وأخرى موضوعية، والتي تم إدراجها بهذا الترتيب في النقاط التالية:

- ✓ جمع الموضوع المختار بين التخصصات المدروسة من طرف الطالب سواءً على مستوى الماستر (اقتصاد دولي) أو على مستوى الدكتوراه (اقتصاد نقدي وبنكي)؛
- ✓ ميول الطالب إلى المواضيع المتعلقة بالسياسة النقدية وأسعار الصرف؛
- ✓ أهمية الجمع بين المتغيرين (السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف) في دراسة على مستوى عال؛
- ✓ حداثة الموضوع المختار على الساحة المحلية والعالمية، وضرورة توضيح مختلف جوانبه للمهتمين به والمساهمة في إثرائه؛
- ✓ المساهمة في إثراء الساحة البحثية الوطنية كون الجزائر اتبعت أسلوب التمويل غير التقليدي في إدارة سياستها النقدية، والذي يشبه إلى حد ما السياسة النقدية غير التقليدية، وهذا ما يجعل هذه الدراسة من الدراسات التي تدعم أولويات البحث العلمي الوطني؛

مقدمة عامة

✓ مساعدة الدول خاصةً النامية منها، من خلال توضيحها لمختلف آثار السياسة النقدية غير التقليدية، وبالتركيز أكثر على سعر الصرف وما قد ينجم عنه من تغيير لموازين القوى وترجيح للقدرات التنافسية للصادرات.

رابعاً: إشكالية الدراسة

تتمثل إشكالية الدراسة في ما يلي:

✓ هل لتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أثر في سعر الصرف خلال الفترة الممتدة من: 2008-11 إلى 2020-12؟

الأسئلة الفرعية: بما أن السياسة النقدية غير التقليدية اتبعت من طرف اقتصادات دون الأخرى، حيث شملت الاقتصادات التي اتبعت هذا النهج غير التقليدي مجموعة من الدول على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة واليابان، كما اتبعته المصرف المركزي الأوروبي باعتباره السلطة النقدية لأكبر اتحاد نقدي في العالم، وليتسنى لنا القيام بتقييم شامل لآثار السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف لعملات مختلفة ولحالات مختلفة، يتعين علينا الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

✓ هل لاتباع منطقة اليورو كاتحاد نقدي لسياسة نقدية غير تقليدية أثر في سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو باعتبار أن المملكة المتحدة اتبعت نفس السياسة؟؛

✓ ما أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الاسترليني، والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، باعتبار أن الدول الثلاث اتبعت سياسة نقدية غير تقليدية؟؛

✓ ما تأثير سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو، باعتبار كلاً من البرازيل وتركيا دول متلقية للصدمات النقدية الخارجية الناتجة عن اتباع منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية للسياسة النقدية غير تقليدية؟.

خامساً: فرضيات الدراسة

قصد الإجابة على إشكالية الدراسة ومختلف أسئلتها الفرعية، تنطلق الدراسة من الفرضيات التالية:

1. فرضية الدراسة: تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية خلال الفترة من: 2008-11 إلى: 2020-12 يؤثر في سعر الصرف.

2. الفرضيات الفرعية:

✓ إن سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو ينخفض نتيجة اتباع منطقة اليورو والمملكة المتحدة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛

مقدمة عامة

✓ تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من طرف الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة واليابان ليس له أي تأثير في سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي؛

✓ تؤدي السياسة النقدية التوسعية في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية إلى انخفاض سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو.

سادسا: أهداف الدراسة

يمكن صياغة أهداف الدراسة وفقاً للنتائج التي يسعى الطالب لتحقيقها سواءً على المستوى النظري أو التطبيقي، وذلك كما يلي:

✓ توضيح العديد من المصطلحات والمفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية؛

✓ معرفة مدى تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف؛

✓ تقدير أثر السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو، باعتبار أن منطقة اليورو اتحاد نقدي والمملكة المتحدة اتبعتا سياسة نقدية غير تقليدية؛

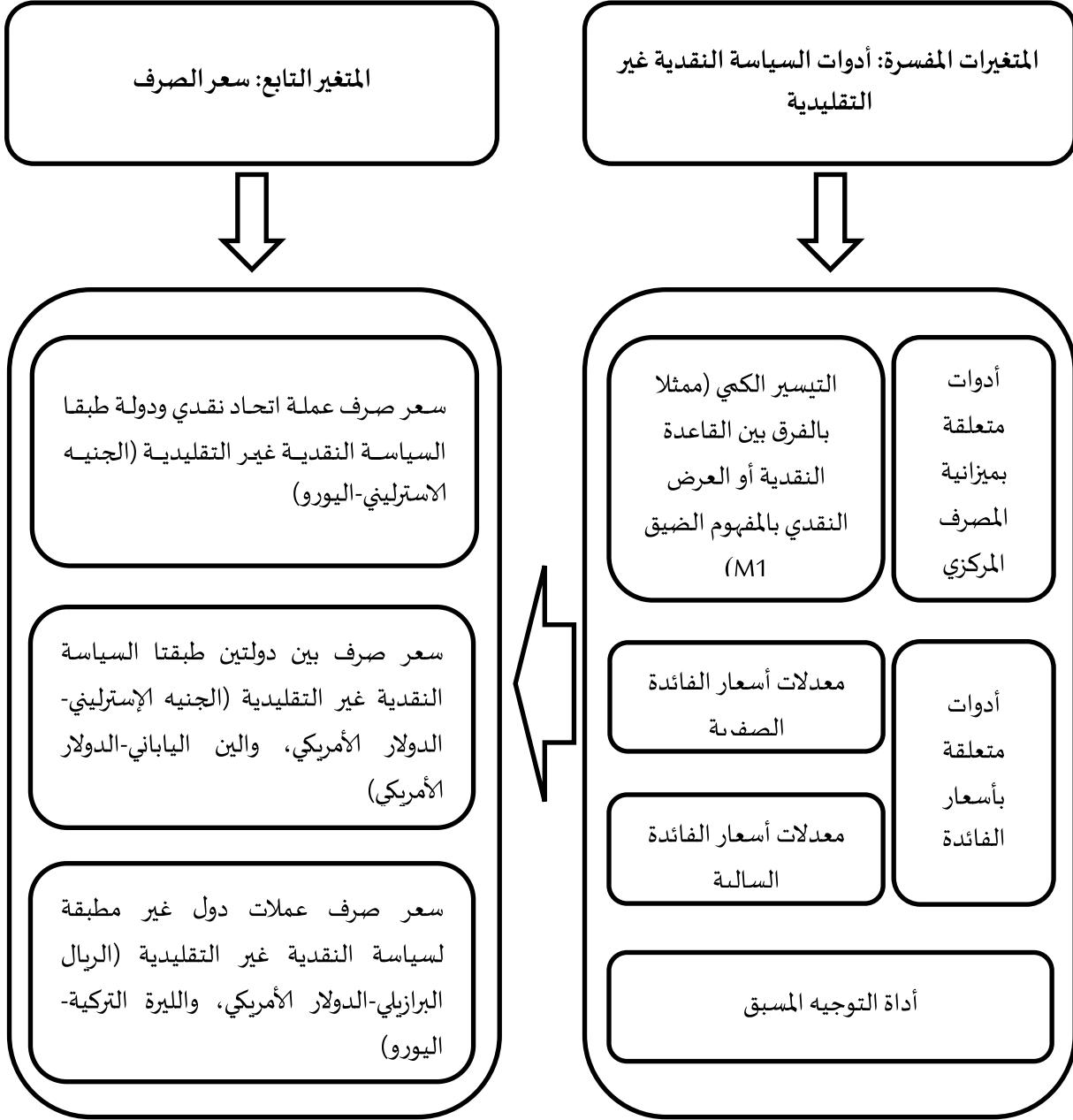
✓ قياس أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، باعتبار جميع الدول اتبعت السياسة النقدية غير التقليدية؛

✓ قياس تأثير عملات الدول غير المتبعة للسياسة النقدية غير التقليدية نتيجة اتباع دول واتحادات نقدية أخرى لتلك السياسة.

سابعا: منهج الدراسة

يهدف الإجابة عن إشكالية الدراسة وأسئلتها الفرعية، وقصد اختبار الفرضيات المقترحة انتهجت الدراسة المنهج الوصفي الذي يتيح إمكانية فهم الموضوع من مختلف جوانبه النظرية، وكذلك قصد استخراج العناصر التي يمكن إسقاطها على الدراسة التطبيقية، والتي تكون في شكل دراسة قياسية على مستوى عدة اقتصادات ممثلة في: الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، اليابان، البرازيل، تركيا، إضافة إلى منطقة اليورو. وسيتم استخدام المنهج الاستقرائي لمعرفة أثر استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على أسعار الصرف انطلاقاً من تأثيرها على مختلف الحالات التي سيتم التطرق إليها في الجانب التطبيقي. كما سيتم الاستعانة بالمنهج التاريخي لتتبع مختلف المراحل التي مر بها النظام النقدي الدولي، وكذا المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية؛ كما تم الاعتماد على المنهج التجريبي باستخدام الأساليب الرياضية والإحصائية في تقدير النماذج القياسية المستخدمة في تقدير أثر السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف.

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة ومختلف أسئلتها الفرعية، تم اعتماد النموذج التالي لكي يكون لنا بمثابة خارطة الطريق في الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة.



تاسعا: حدود الدراسة

1. الحد الموضوعي: تتناول الدراسة موضوع أثر السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف من خلال دراسة قياسية على عينة مختارة من أسعار الصرف البينية.
2. الحد المكاني: تشمل الدراسة كل من: الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة اليورو، اليابان، المملكة المتحدة باعتبارها اقتصادات طبقت السياسة النقدية غير التقليدية، إلى جانب كل من تركيا والبرازيل كدول غير المطبقة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

3. الحد الزمني: يتغير الإطار الزمني من حالة إلى أخرى، وذلك بتغير زمن تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية إذ تمتد فترة الدراسة من شهر نوفمبر 2008 بداية أولى جولات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية بالنسبة للنماذج التي يكون فيها الدولار الأمريكي إحدى العملات المستخدمة في التقييم، بينما تبدأ فترة الدراسة من شهر ماي 2009 عندما يكون اليورو موضع التقييم، وتنتهي جميعها في شهر ديسمبر 2020.

عاشرا: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات التي تطرقت إلى موضوع علاقة السياسة النقدية غير التقليدية بأسعار صرف العملات، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية وتوجه عديد من المصارف المركزية نحو النهج غير التقليدي لإدارة سياستها النقدية، ولا يزال الاهتمام بهذا الموضوع قائمًا إلى اليوم.

في حدود علم الطالب وبعد القيام بالبحث البيبليوغرافي فإن هناك غياب شبه تام للدراسات باللغة العربية في الموضوع ما عدا دراستين والتي سنتطرق إليهما بعد قليل، بينما تتنوع وتتعدد الدراسات باللغات الأجنبية خاصة باللغة الانجليزية، وفيما يلي سرد لأهم تلك الدراسات:

1. دراسة Michel Dupuy¹: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الآثار التي ستنتج عن سياسة التيسير الكمي خاصة على سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل (اليورو، الين الياباني، والجنيه الإسترليني)، ولقد انطلقت هذه الدراسة من الفرضية التي مفادها أن البلدان الصناعية ستستخدم سياسة التيسير الكمي كسلاح جديد للحماية التجارية، من خلال تخفيض قيمة عملتها، وذلك بالاعتماد على تفسير العلاقة بين سعر الصرف وسياسة التيسير الكمي باستخدام كلاً من نظرية تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة، والنموذج النقدي ذو السعر المرن، ونظرية تعادل القوة الشرائية، وقد غطت الدراسة الفترة التي تم فيها تطبيق البرنامج الأول والثاني للتيسير الكمي (QE1-QE2) في الولايات المتحدة الأمريكية (نوفمبر 2008- فيفري 2012) وباستخدام بيانات يومية، حيث تم تمثيل التيسير الكمي بالقاعدة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية مقسومًا على القاعدة النقدية للمنطقة المعنية، وتم إضافة كلاً من الفارق بين معدلات الفائدة قصيرة الأجل، كما تم قسمة الانتاج الصناعي بنفس طريقة قسمة القاعدة النقدية، تمت النمذجة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS). توصلت الدراسة إلى أن سياسة التيسير الكمي أدت إلى انخفاض قيمة الدولار مقابل اليورو، بينما كانت تغيراته غير معنوية مقابل الجنيه الإسترليني والين الياباني.

¹ Michel Dupuy, Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change: Les enseignements de l'expérience américaine, REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, N°108, 2012/4, <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2012-4-page-243.htm>

2. دراسة **Simón Sosvilla-Rivero & Natalia Fernández-Fernández**¹: هدفت هذه الدراسة إلى البحث في ما إذا كان للتيسير الكمي وغيره من الأدوات غير التقليدية وإعلانات السياسات النقدية من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (Fed) والمصرف المركزي الأوروبي (ECB) تأثيراً على سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو، لتحقيق هذه الغاية استخدم الباحثان منهج جوهانسون للتكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ لثلاثة نماذج الأول منها سعر الصرف بدلالة معدلات الفائدة قصيرة الأجل، والثاني بدلالة معدلات الفائدة طويلة الأجل، أما النموذج الثالث فكان بدلالة مؤشر السوق المالي ومؤشر التقلب فيه، وتم ذلك باستخدام بيانات يومية للفترة الممتدة بين 2 يناير 2007 إلى 31 يناير 2015، وقد تم استخدام متغيرات وهمية تبين الإعلانات حول تغييرات السياسة النقدية حيث تأخذ قيمة 1 عند ذلك التاريخ و القيمة 0 في غيره، وهذا لدراسة إمكانية تأثير تلك الإعلانات على سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو. توصلت الدراسة إلى أن الإعلان والتنفيذ اللاحق لمثل هذه الإجراءات من قبل المصرف المركزي الأوروبي كان من شأنه أن يتسبب في ارتفاع قيمة الدولار، في حين أنها كانت تتسبب في انخفاض قيمته إذا كان الاحتياطي الفيدرالي هو من يتبع السياسة النقدية غير التقليدية. وخلص الباحثان إلى أنه ومن منظور دولي وانطلاقاً من النتائج المتحصل عليها، فإنه يجب على المصارف المركزية تنسيق سياساتها النقدية غير التقليدية لتجنب الآثار المتناقضة أو التحفيزية المفرطة.

3. دراسة **Kenourgios Kenourgios & all**²: هدفت هذه الدراسة إلى البحث في آثار إعلانات التيسير الكمي (QE) الصادرة عن المصرف المركزي الأوروبي، ومصرف اليابان، ومصرف إنجلترا على تقلبات أسعار الصرف. باستخدام البيانات اليومية لأسعار الصرف البينية للمناطق سالفه الذكر، خلال الفترة الممتدة: من 3 فيفري 2009 إلى غاية 31 ديسمبر 2012، وبتطبيق نموذج (APARCH) أحادي المتغير (1,1)، قام الباحثون بتضمين التيسير الكمي كمتغير صوري قصد التحقيق تجريبياً في كيفية تأثر أسعار الصرف في المتوسط والتقلب. توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

✓ تأثير سلبي مباشر على الجنيه الإسترليني والين الياباني وعدم وجود تأثير لتقلبهما حول إعلانات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو، وتأخر انخفاض قيمة اليورو وزيادة تقلبه قبل وبعد إعلانات المصرف المركزي الأوروبي.

¹ Simón Sosvilla-Rivero & Natalia Fernández-Fernández, **Unconventional monetary policy and the dollar–euro exchange rate: first results from time series analysis**, Applied Economics Letters, 2015, <http://dx.doi.org/10.1080/13504851.2015.1102841>

² Dimitris Kenourgios, & al, **On quantitative easing and high frequency exchange rate dynamics**, Research in International Business and Finance, 2015, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.01.003>

✓ تسببت إعلانات التيسير الكمي التي أجراها كل من مصرف إنجلترا ومصرف اليابان في انخفاض مباشر وكبير في عملاتهما دون زيادة التقلبات. تسلط هذه النتائج الضوء على زيادة مصداقية وفعالية سياسات التيسير الكمي لمصرف إنجلترا ومصرف اليابان، وتدعم وجود قناة إشارة في أسواق الصرف الأجنبي.

✓ اليورو والجنيه الاسترليني، يتأثران سلبيًا بإعلان التيسير الكمي الصادر عن مصرف إنجلترا. تشير هذه النتيجة إلى أنه على الرغم من أن اليورو له ارتباط كبير بالجنيه الإسترليني خلال فترة الدراسة، فإعلان مصرف إنجلترا عن إجراءات التيسير الكمي أدى بالعملتين إلى اتباع مسار مختلف.

4. دراسة **Jens Klose**¹: كان الهدف من الدراسة تقييم تأثير أسعار الصرف بين الدولار الأمريكي مقارنة باليورو في ظل أسعار الفائدة الصفرية السائدة في المنطقتين، في هذه الحالة تتعطل آلية عمل نظرية تعادل أسعار الفائدة، وأن العمل بمنطق التكافؤ في أسعار الفائدة لم يعد قائمًا إذا اقتربت المصارف المركزية من الحد الأدنى للصفر على أسعار الفائدة والتحول إلى تدابير التيسير الكمي. تم الاعتماد على نظرية القاعدة النقدية حيث تم تفسير سلوك سعر الصرف بالقاعدة النقدية ممثلة في إجمالي العملة المتداولة في كل المنطقتين، باستعمال بيانات أسبوعية للفترة من: الأسبوع الأول لسنة 2005 إلى غاية الأسبوع العاشر لسنة 2015، والتي تم تقسيمها هي الأخرى إلى ثلاثة فترات: قبل الأزمة (من الأسبوع الأول 2005-أسبوع 37-2008)، أثناء الأزمة (أسبوع 38-2008 إلى: نهاية الفترة)، والفترة الثالثة تمثل فترة ما بعد انخفاض معدلات الفائدة إلى معدلات صفرية (أسبوع 20-2009 إلى نهاية الفترة)، توصلت هذه الدراسة إلى أنه بالرغم من عدم تأثير القاعدة النقدية قبل الأزمة. فقد تم إثبات أن تغيرات أسعار الصرف تتأثر بالمواقف المختلف للقاعدة النقدية، وهو مؤشر على اختلاف السياسات النقدية في البلدان. ولقد كشفت النتائج أن تحركات أسعار صرف الدولار مقابل اليورو يمكن تفسيرها بالاختلافات في القاعدة النقدية، خلال فترة أسعار الفائدة الصفرية. ومع ذلك فإن التأثير يعتمد بشكل حاسم على ما إذا كانت القاعدة النقدية قد زادت أو انخفضت، وما إذا كان المصرف المركزي الآخر يقوم أيضًا بتوسيع أو تقليص ميزانيته العمومية في نفس الوقت.

5. دراسة محمد بوطبة وأحمد طويل²: هدفت الدراسة إلى تبيان أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية على سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كلاً من (الين الياباني، الجنيه

¹ Jens Klose, Exchange rate movements in the presence of the zero lower bound, Banks and Bank Systems, 12(1), 2017, [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.12\(1\).2017.10](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.12(1).2017.10)

² محمد بوطبة وأحمد طويل، سياسة التيسير الكمي وأثرها على سعر الصرف خلال الفترة من 2008-2015، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، العدد: 12، 2017.

الإسترليني، واليورو) باستخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة من: شهر جانفي 2008 إلى غاية: شهر فيفري 2015، حيث قام الباحثان بدراسة قياسية باستخدام نموذج VECM بعد تجريب نموذج VAR باستخدام متغيرين مفسرين (معدل الفائدة طويل الأجل، سيولة الاقتصاد M3)، توصلت الدراسة إلى مساهمة سياسة التيسير الكمي المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية بانخفاض سعر صرف كلاً من (الين الياباني واليورو) مقابل الدولار الأمريكي، فيما انخفضت قيمة الدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني.

6. دراسة إمام محمد سعد إمام¹: هدفت الدراسة إلى بيان العلاقة بين السياسة النقدية والتغيرات في السوق العالمي للنقد الأجنبي من خلال نموذجين: نموذج (Krugman) (نموذج هجمات المضاربة) يهتم بتكوين الاحتياطات من العملات الأجنبية قصد تفادي الصدمات المختلفة، ونموذج (Dorunbosch) (تطايير قيمة العملة في الأجل القصير) بعد اتباع كبرى الاقتصادات للسياسات النقدية غير التقليدية. اعتمدت الدراسة لتقدير نموذج (Krugman) على نموذج ARDL وذلك بالاعتماد على مجموعة من المتغيرات المفسرة أهمها (الاحتياطي من النقد الأجنبي، معدلات العائد على سندات الخزنة الأمريكية)، وفي مرحلة ثانية اختبر الباحث نموذج (Dorunbosch) من خلال تقدير نموذج G-VAR على أربعة دول (مصر، تونس، الهند، نيجيريا) والتي تعني بتكوين احتياطات من النقد الأجنبي كأداة للتحكم في سوق الصرف الأجنبي فيها، يقدر النموذج العلاقة بين التغيرات في السياسة النقدية للدول المتبعة لسياسة النقدية غير التقليدية (الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي) ممثلة في التغيرات في معدلات الفائدة ومعدلات العائد في المنطقتين، على التغيرات التي تحدث في معدلات صرف العملات الأجنبية للدول الأربعة. وكأهم نتيجة توصلت إليها الدراسة فإن التغيرات في السياسة النقدية وبالخصوص السياسة النقدية غير التقليدية تؤثر بشكل كبير على قيمة الدولار الأمريكي، وبالتالي على فعالية الاحتياطي من النقد الأجنبي للدول النامية منها الاقتصاد المصري.

7. دراسة Arnoldo López-Marmolejo & Daniel Ventosa-Santaulària²: هدفت الدراسة إلى تقييم دور الإنتاجية النسبية في تحديد سعر الصرف الاسمي بين البيزو المكسيكي والدولار الأمريكي (MXN/USD)، حيث تم الاعتماد على مجموعة من البيانات الفصلية للاقتصاد الكلي المكسيكي تمتد للفترة من 1996 إلى 2016، وكذا لاقتصاد الولايات المتحدة باعتبارها أهم شريك تجاري

¹ إمام محمد سعد إمام، أثر السياسة النقدية على سوق النقد الأجنبي: دراسة مقارنة مع التطبيق على الاقتصاد المصري، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة اقتصادات التجارة الخارجية، جامعة حلوان، مصر، 2017.

² Arnoldo López-Marmolejo & Daniel Ventosa-Santaulària, Why does the peso-dollar exchange rate show a depreciation trend? The role of productivity differentials, Economic Modelling, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.004>

للمكسيك، لقد تم تمثيل المتغيرات المفسرة بـ نسبة الإنتاجية ممثلة بإجمالي الناتج المحلي/السكان العاملين في المكسيك (GDP_{mx}/WP_{mx}) مقسومًا على (GDP_{us}/WP_{us}) في الولايات المتحدة؛ وتم حساب فرق السعر بالفرق بين مؤشرات أسعار المستهلك في المكسيك والولايات المتحدة. بالإضافة إلى قنوات أخرى تم تناولها في هذه الدراسة وهي: ديون المكسيك (مجموع ديونها الداخلية والخارجية بالأسعار الثابتة)؛ رصيد الحساب الجاري (بالدولار الأمريكي)؛ ومتغيرات خارجية أخرى، مثل سعر النفط (سعر برمبل نفط غرب تكساس بالدولار الأمريكي). وتم إضافة المتغيرات المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي حيث يتأثر سعر الصرف الاسمي للمكسيك بظروف السيولة في الولايات المتحدة والمكسيك. وبالتالي تم إضافة إجمالي الأصول المتغيرة التي يحتفظ بها الاحتياطي الفيدرالي للتحكم في هذه القناة. باستخدام منهجية جوهانسون للتكامل المشترك تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها أن السيولة غير العادية التي قدمتها الولايات المتحدة خلال أزمة 2008 تسببت في ارتفاع البيزو المكسيكي مقابل الدولار الأمريكي.

8. دراسة **John Thornton & Caterina di Tommaso**¹: هدفت الدراسة إلى تقديم المزيد من الأدلة التجريبية على الجدل حول حرب العملات، من خلال دراسة ما إذا كان للسياسة النقدية غير التقليدية (UMP) تأثيرات إيجابية على أسعار الصرف في الاقتصادات المطبقة لهذه السياسة (اليابان، السويد، منطقة اليورو، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية)، مقارنة بمجموعة من أسعار الصرف اليومية والشهرية لـ 26 دولة مضافًا إليها منطقة اليورو، ضمنها المناطق سالفة الذكر. باستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel)، خلال الفترة من جانفي 2000 إلى غاية ديسمبر 2016، تم تمثيل الدول التي تبنت (UMP) بمتغيرات وهمية حيث تأخذ تلك الدول الرقم: 1 ويعطى الرقم: 0 للدول الأخرى. ونفس الشيء للفترة التي سبقت تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أخذت تلك الفترة رقم: 0 ورقم: 1 لما بعدها، بالإضافة إلى إدراج نظام الصرف وإذا كان المصرف المركزي يستهدف التضخم أم لا، وتم إضافة متغير يقيس مقدار الاختلاف في الفروق الذي يرصد الفرق في متوسط سلوك سعر الصرف بين المجموعات المعالجة (الدول الأخرى) والمجموعات الضابطة (الدول التي اتبعت UMP)، توصلت الدراسة إلى نتائج تبدو قوية بشكل معقول، مفادها أن أسعار الصرف الفعلية لمتبني (UMP) كانت بشكل عام أكثر تقلبًا، وأن مستويات أسعار الصرف الثنائية والاسمية والفعالة الحقيقية قد انخفضت، بالنسبة إلى غير المتبنين لتلك السياسة. وبناءً على ذلك أكد الباحثان أن نتائجهم تقدم بعض الدعم لأولئك الذين يقولون بأن الدول المطبقة للسياسة النقدية غير التقليدية داخلية في "حرب العملات"، سواء عن قصد أو عن غير قصد.

¹ John Thornton & Caterina di Tommaso, **Unconventional monetary policy and the "currency wars"**, Finance Research Letters, 2018, doi: 10.1016/j.frl.2018.02.010.

9. دراسة Elisabeth Ziegler-Hasiba, Ernesto Turnes¹: الغرض من هذه الدراسة هو تقديم مراجعة نظرية ووصفية لسياسة أسعار الفائدة السلبية للمصرف الوطني السويسري (SNB) بعد الأزمة المالية العالمية، في سياق انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية. علاوة على ذلك توضح الدراسة تداعيات هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد السويسري، بالإضافة إلى استقرار السوق المالية، اعتمدت الدراسة بالكامل على البحث النظري، حيث فحصت واستعرضت الحجج والأدلة المستفيضة لـ 97 مقالة علمية، حيث أشارت الأدبيات الاقتصادية التي تناولت النقاش حول آليات انتقال السياسة النقدية من خلال عدة قنوات: قناة سعر الفائدة وقناة سعر الصرف وقنوات أسعار الأصول الأخرى. وتم إدراج تحليل وصفي مركز على الوضع في سويسرا. توصلت الدراسة إلى أنه حتى الآن هناك آثار لسياسة أسعار الفائدة السلبية (NIRP) التي تم تنفيذها في عام 2015 في زيادة الائتمان، وخاصة في قروض الرهن العقاري؛ انخفاض صافي دخل المصارف السويسرية من العمولات والخدمات، وهناك استقرار سعر صرف الفرنك السويسري مقابل اليورو إلى حد ما.

10. دراسة Kansho Piotr Otsubo²: هدفت الدراسة إلى البحث في آلية انتقال السياسات النقدية غير التقليدية إلى مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، القاعدة النقدية، معدلات الفائدة طويلة الأجل، أسعار الأسهم، أسعار الصرف، الإقراض المصرفي، والنتائج المحلي الإجمالي) من خلال تقدير نموذج الانحدار الذاتي للناقل الهيكلي المتغير بمرور الوقت (TVP-VAR) وباستخدام البيانات الشهرية للاقتصاد الياباني بدءًا من تنفيذ التيسير الكمي في مارس 2001 إلى غاية نوفمبر 2016. تلخص نتائج الدراسة القياسية في أربع نقاط، نذكر منها النقطة الأولى التي تهمنا والمتعلقة بسعر الصرف وأسعار الأسهم، حيث كانت ردود الفعل الفورية المتراكمة لأسعار الأسهم وأسعار الصرف لصدمة السياسة النقدية الإيجابية هي زيادات كبيرة لأسعار الأسهم، وانخفاض كبير في قيمة العملة على التوالي، في الأيام الأولى من جميع فترات السياسة النقدية غير التقليدية. وعليه خلصت الدراسة إلى النتيجة التي مفادها أن قناة النقل الرئيسية للسياسة النقدية غير التقليدية في اليابان هي أسعار الأسهم وسعر الصرف.

¹ Elisabeth Ziegler-Hasiba & Ernesto Turnes, **Negative Interest Rate Policy in Switzerland**, Entrepreneurial Business and Economics Review, 6(3), 2018, <https://doi.org/10.15678/EBER.2018.060307>

² Kansho Piotr Otsubo, **HOW DOES UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY INFLUENCE THE ECONOMY IN JAPAN?**, Asian Economic and Financial Review, 8(3), 2018.

11. دراسة **Martina Cecioni**¹: هدفت الدراسة إلى تقديم دليل تجريبي على آثار السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية المتبعة من طرف المصرف المركزي الأوروبي على سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، وذلك خلال الفترة من جانفي 1999 إلى غاية سبتمبر 2017، حيث تم تقسيمها إلى فترتين: فترة ما قبل الأزمة (1999-2008) وفترة ما بعد الأزمة من جانفي 2013 إلى سبتمبر 2017. تم تمثيل التغيرات في السياسات النقدية التقليدية وغير التقليدية من خلال التغيرات في أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل على التوالي، والتي تعقب مباشرة اجتماعات مجلس إدارة المصرف المركزي الأوروبي. توصلت الدراسة إلى أن كلا السياستين ساهمت في انخفاض قيمة اليورو اعتباراً من منتصف عام 2014؛ غير أن للصدمة الناتجة عن التدابير التقليدية أثر أقوى وأكثر استمرارية من تلك المرتبطة بالتدابير غير التقليدية. كما تشير التقديرات إلى أن آثار الصدمات التقليدية تبدأ منذ عام 1999 غير أن استجابة أسعار الصرف للصدمة النقدية زادت بشكل ملحوظ من عام 2013. كما أن سعر الصرف أصبح أكثر حساسية للسياسة النقدية عندما تبنى المصرف المركزي الأوروبي سياسة أسعار الفائدة السلبية، وعندما تتحرك الصدمات النقدية التقليدية وغير التقليدية في نفس الاتجاه.

12. دراسة **Jordi Galí**²: هدفت الدراسة إلى تحليل فعالية سياسات التوجيه المسبق في الاقتصادات المفتوحة، مع التركيز على الدور الذي يؤديه سعر الصرف في انتقالها. في ظل نظرية تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة (UIP)، من خلال تحليل التأثيرات على سعر الصرف الحقيقي الناتجة عن التغير المتوقع في سعر الفائدة الحقيقي، تم الاعتماد على الفارق بين معدلات العائد على سندات الحكومة لكل من ألمانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، بأجال مختلفة (1-2-5-10-30 سنة) من أجل تمثيل معدلات الفائدة، ومتوسط معدلات التضخم الشهرية لاستدلال على معدلات التضخم المتوقع؛ لتفسير سلوك سعر الصرف الحقيقي تم اعتماد أسعار الصرف الاسمية لـ (يورو-دولار، جنيه-دولار، جنيه-يورو) وبقسمتهم على مؤشر أسعار الاستهلاك CPI للمناطق الثلاثة تم الحصول على سعر الصرف الحقيقي. باستخدام بيانات شهرية متعلقة بالولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة، خلال الفترة الممتدة من: 2004-08 إلى غاية 2018-12، حيث تم التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، توصلت الدراسة إلى: وجود انحراف كبير عن تنبؤات الثبات، حيث تبين أن التوقعات الخاصة باختلافات

¹ Martina Cecioni, **ECB monetary policy and the euro exchange rate**, Bank of Italy, Working Papers, N° 1172, April 2018.

² Jordi Galí, **Uncovered Interest Parity, Forward Guidance and the Exchange Rate**, University Pompeu Fabra, department of Economics and Business, Economic Working Paper Series, N°. 1600, Barcelona, May 2019.

أسعار الفائدة في المستقبل القريب لها تأثيرات أكبر ضمناً على سعر الصرف الحقيقي، أما تلك المتعلقة بالمستقبل البعيد لها تأثيرات أقل بواسطة (UIP).

13. دراسة **Jai Won Ryoua & al**¹: هدفت الدراسة إلى تحليل آثار سياسة التيسير الكمي (QE) والتيسير الكمي والائتماني (QQE) على كلاً من اليابان وكوريا، حيث استخدمت بيانات فصلية غطت الفترة من: الثلاثي الأول 1990 إلى غاية الثلاثي الرابع لسنة 2017، وشملت المتغيرات الخاصة باليابان (القاعدة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي، معدلات التضخم، وسعر صرف الين مقابل الدولار)؛ أما المتغيرات المتعلقة بكوريا (صافي صادرات كوريا إلى اليابان، سعر صرف الون الكوري مقابل الين الياباني، مؤشر KOSPI للسوق المالي)، كما تم تمثيل كلاً من سياسة التيسير الكمي (QE) والتيسير الكمي والنوعي (QQE) بمتغيرات صورية حيث يأخذ رقم: 1 في الثلاثي الذي بدأ فيه تطبيق إحدى السياستين، ويأخذ رقم: 0 في الحالة الأخرى. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي ذو المتجه النوعي (Qual-VAR)، واستخدمت نموذج الانحدار الذاتي المتغير للوقت (TVP-VAR) للتحقق من قوة النتائج التجريبية باستخدام القاعدة النقدية كبديل لسياسة التيسير الكمي. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج لعل التي تهمنا في دراستنا هذه تسبب سياسة التيسير الكمي والتيسير الكمي والائتماني في انخفاض قيمة الين الياباني مقارنة بالدولار الأمريكي أو بالون الكوري.

14. دراسة **John Thornton & Chrysovalantis Vasilakis**²: هدفت الدراسة إلى تقديم المزيد من الأدلة التجريبية على الجدل حول حرب العملات من خلال دراسة ما إذا كان لمعدلات الفائدة السالبة تأثيرات إيجابية في أسعار الصرف في المناطق المطبقة لهذه السياسة والمتمثلة في (الدنمارك، منطقة اليورو، المجر، اليابان، النرويج، السويد، سويسرا) مقارنة بمجموعة من أسعار الصرف اليومية والشهرية لـ 32 دولة بينها السبعة دول السابقة الذكر، باستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel)، خلال الفترة من يناير 2010 إلى غاية مارس 2017، تم تمثيل الدول التي تبنت سياسة معدلات الفائدة السالبة (NPIR) بمتغيرات وهمية حيث تأخذ رقم: 1 للدول التي تبنت تلك السياسة ورقم: 0 للدول الأخرى. ونفس الشيء للفترة التي سبقت تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة حيث أخذت تلك الفترة رقم: 0 وفترة ما بعد تطبيق سياسة معدلات الفائدة الصفرية رقم: 1، بالإضافة إلى إدراج مجموع أصول المصرف المركزي للدلالة على باقي أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، إضافة متغير يقيس مقدار الاختلاف في الفروق الذي يرصد الفرق في متوسط سلوك سعر الصرف بين المجموعات المعالجة (الدول الأخرى) والمجموعات

¹ Jai Won Ryoua, & al, **Effects of Japanese quantitative easing policy on the economies of Japan and Korea**, North American Journal of Economics and Finance, 48, 2019.

² John Thornton; Chrysovalantis Vasilakis, **Negative policy interest rates and exchange rate behavior: Further results**, Finance Research Letters, 29, 2019.

الضابطة (الدول التي اتبعت سياسة أسعار الفائدة السالبة)، توصلت الدراسة إلى وجود انخفاض كبير في تقلبات أسعار الصرف، وأسعار صرف أضعف في البلدان التي تتبنى (NPIR) مقارنة بالبلدان التي لم تتبنى هذه السياسة. وفقاً لذلك، يمكن أن يكون (NPIR) مفيداً بشرط ألا يتبنى معظم الشركاء التجاريين نفس السياسة، وأن تكون البلدان المطبقة لتلك السياسة على استعداد لمواجهة شركائها التجاريين وخطر الانتقام.

15. دراسة Serag Masoud, & al¹: تستخدم هذه الدراسة نماذج معدل الانحدار الذاتي المتحرك المتكامل (ARIMA)، ونماذج الانحدار الذاتي المشروط (ARCH) لفحص تأثير السياسات النقدية غير التقليدية المطبقة في الولايات المتحدة على حركة وتقلب سعر الصرف في الاقتصادات الناشئة والقائدة للنمو (EAGLEs)، والتي تشمل البرازيل والهند وإندونيسيا والمكسيك والفلبين وتركيا. يتم استخدام سلسلتين من أسعار الصرف، وهما متوسط سعر الصرف (AER) وسعر الصرف في نهاية الفترة (EER)، مع مجموعات مختلفة من العينات، ويغطي النموذج الفترة من: 1990:01 إلى 2018:04 بالنسبة (EER)، وامتد خلال الفترة 1980:01 إلى 2018:04 بالنسبة (AER). تُستخدم سلسلة التباين الخاصة بنموذج (ARCH) لقياس تقلبات (AER) و (EER). يتم تقدير أفضل نموذج (ARIMA) لكل من (AER) و (EER) لكل بلد، ويعمل نموذج (ARIMA) كمعادلة متوسطة لقياس تقلب (ARCH). على خلاف الدراسات السابقة، ركزت هذه الورقة على دول (EAGLEs)، وتوظف سعر الصرف، وتدرس بدائل (ARCH) المختلفة في اختيار أفضل نموذج. كشفت نتائج الدراسة أن الهند هي الدولة الوحيدة بين مجموعة (EAGLEs) التي تأثرت حركة سعر الصرف بها بالسياسة النقدية غير التقليدية للولايات المتحدة. نقطة أخرى مهمة هي التأثير السلبي لسياسات التيسير الكمي على تقلب كل من متوسط سعر الصرف (AER) وسعر الصرف في نهاية الفترة (EER) عبر دول (EAGLEs). المعنى الضمني هو أن سياسات التيسير الكمي تميل إلى تقليل عدم اليقين في العملات الأجنبية لبلدان (EAGLEs). ومن ثم لا يحتاج صانعو السياسة في دول (EAGLEs) إلى اتخاذ أي إجراء عندما تنتهج الولايات المتحدة سياسة نقدية غير تقليدية.

التعليق على الدراسات السابقة: بعد استعراض الدراسات السابقة والمتعلقة بموضوع أثر السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف، تجدر الإشارة إلى بعض جوانب الاتفاق والاختلاف بين هذه الدراسات:

1 Serag Masoud, & al, Examining the relationship between unconventional monetary policy and exchange rate movements: Empirical evidence from United States quantitative easing. Int J Fin Econ. 2020;1–15. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2330>.

✓ اتفقت الدراسات السابقة على موضوع واحد وهو تحديد أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (بمختلف أدواتها) على سعر صرف سواءً كمتغير وحيد أو مع متغيرات أخرى، في الدول والاقتصادات التي أجريت فيها تلك الدراسات أو خارجها، ما عدا دراسة Martina Cecioni التي أدرجت حتى السياسة النقدية التقليدية في التحليل.

✓ اتفقت جميع الدراسات السابقة على اتباع المنهج التجريبي (القياسي) لتبيان العلاقة بين السياسة النقدي غير التقليدية وسعر الصرف، ما عدا دراسة Elisabeth Ziegler-Hasiba, Ernesto Turnes التي اعتمدت على التحليل النظري والوصفي.

✓ اتفقت دراسة كل من محمد بوطبة وأحمد طويل ودراسة Michel Dupuy مع دراسة Dimitris Kenourgios & al و Jai Won Ryoua, & al باتخاذها لأداة التيسير الكمي كمتغير مفسر لسلوك سعر الصرف، ولقد أضافت الدراسة الأخيرة وبصورة منفردة عن جميع الدراسات أداة التيسير الكمي والائتماني QQE التي استخدمت في اليابان. في حين اعتمدت دراسة Jens Klose على اتخاذ معدلات الفائدة الصفرية كمتغير مفسر لسلوك سعر الصرف، ولقد اتخذت دراسة John Thornton & Chrysovalantis ودراسة Elisabeth Ziegler-Hasiba, Ernesto Turnes و Vasilakis من معدلات الفائدة السالبة سبباً لتفسير تقلبات أسعار الصرف، وكانت الدراسة الوحيدة التي استخدمت التوجيه المسبق هي دراسة Jordi Galí، ونجد دراسة Serag Masoud, & al لم تعتمد إطلاقاً على متغيرات مفسرة لتمثيل السياسة النقدية غير التقليدية حيث اعتمدت فقط على سعر الصرف (لمتوسط الفترة ولآخر الفترة) من أجل تقدير نموذج الانحدار الذاتي بنوعين مختلفين، أما باقي الدراسات فهي إما شملت أكثر من أداة من أدوات السياسة النقدية التقليدية، أو أنها لم تشر إطلاقاً إلى الأداة بل تم تمثيل السياسة النقدية غير التقليدية إجمالاً ببعض المؤشرات كإجمالي أصول المصرف المركزي ومعدلات الفائدة التوجيهية.

✓ اتفقت دراسة كل من Martina Cecioni و Jens Klose وكذا دراسة Simón Sosvilla-Rivero & Natalia Fernández-Fernández على اختيارها لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو كحالة لتبيان أثر السياسات النقدية غير التقليدية على سعر الصرف، فيما اتفقت دراسة كل من Kansho Piotr Otsubo و Jai Won Ryoua, & al على دراسة الموضوع في الاقتصاد الياباني، بينما اهتمت دراسة كل من Elisabeth Ziegler-Hasiba, Ernesto Turnes و Arnaldo López و Marmolejo & Daniel Ventosa-Santaulària بدولة واحدة هي سويسرا والمكسيك بهذا الترتيب، فيما اتخذت باقي الدراسات مجموعة من الدولة كعينة للدراسة.

✓ اعتبرت دراسة كل من John Thornton & Caterina di Tommaso و John Thornton & Chrysovalantis Vasilakis التصرفات التي تقوم بها المصارف المركزية بانتهاجها للسياسات النقدية غير التقليدية كحرب للعملات سواء كان ذلك عن قصد أو عن غير قصد.

أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة: تختلف هذا الدراسة عن الدراسات السابقة في عدة نقاط نوجزها أهمها في ما يلي:

✓ دراستنا هذه شاملة لكل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستخدمة من طرف السلطات النقدية، حيث ستبحث في أثر هذه الأدوات في سعر الصرف؛

✓ قد شملت دراستنا هذه على عدة حالات، حيث تدرس حالة سعر صرف عملة اتحاد نقدي طبق السياسة النقدية غير التقليدية مع دولة طبقت تلك السياسة، وسعر صرف عملة دولة طبقت السياسة النقدية غير التقليدية مقابل دولة أخرى طبقت نفس السياسة، وفي الأخير نرى حالتين لدولتين لم تطبقا السياسة النقدية غير تقليدية وتأثر سعر صرف عملتهما مع دولة واتحاد نقدي طبقا تلك السياسة.

أوجه الاستفادة من الدراسات السابقة: تم الاستفادة من الدراسات السابقة من عدة أجه نوضح أهمها في ما يلي:

✓ تحديد مختلف المتغيرات المفسرة والممثلة لمختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لسلك أسعار الصرف، في ظل تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية؛

✓ بناء فكرة حول تفسير علاقة السياسة النقدية غير التقليدية بسعر الصرف في إطار مختلف المدارس والنظريات الاقتصادية؛

✓ التعرف على الدول الممكن التطبيق عليها دراستنا هذه، حيث تم اختيارنا لكل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو بالإضافة إلى المملكة المتحدة واليابان كاقتمادات طبقت أدوات غير تقليدية في سياستها النقدية؛ ودولة تركيا، كوريا، المكسيك، والبرازيل ... كدول متلقية لصددمات خارجية من الدول المطبقة للسياسات النقدية غير التقليدية، والتي اخترنا من بينها كل من البرازيل وتركيا.

✓ بالتحديد استفدنا من دراسة إمام محمد سعد إمام في: إعداد الجانب النظري المتعلق بالسياسة النقدية غير التقليدية، كما تم الاعتماد عليها وعلى دراسة Michel Dupuy لمعرفة مختلف النماذج المفسرة لسعر الصرف، ولقد اعتمدنا على دراسة: Jens Klose ودراسة Jordi Galí لتفسير نظرية تعادل أسعار الفائدة، واستفدنا من دراسة Arnaldo López-Marmolejo & Daniel Ventosa-Santaulària في إمكانية إدراج بعض المتغيرات الخارجية التي أدرجتها دراستهما، تم الاستعانة بدراسة Elisabeth Ziegler-Hasiba, Ernesto Turnes في العنصر المتعلق بقنوات انتقال آثار السياسة النقدية غير التقليدية، كما دلتنا دراسة Jai Won Ryoua على أداة تمزج بين أداتين من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وهي أداة التيسير الكمي والائتماني، ولقد تم الاستعانة بدراسة: Chrysovalantis Vasilakis & John Thornton في

مقدمة عامة

تحديد الدول الممكن دراستها في إطار الدول المتلقية للخدمات النقدية الناتجة عن السياسة النقدية غير التقليدية.

إحدى عشر: هيكل الدراسة

يهدف الإلمام بالعناصر الأساسية للموضوع تمّ تقسيم هذه الدراسة إلى شقين، الأول خصص للجانب النظري، وذلك من خلال الفصلين الأول والثاني، أما الشق الثاني فقد خصص للجانب التطبيقي، وذلك من خلال الفصل الثالث، ويمكن توضيح هيكل الدراسة من خلال الشكل الموالي.



الفصل الأول:

الأزمة المالية

العالمية واللجوء

إلى السياسة

النقدية غير

التقليدية

مقدمة الفصل الأول

تعتبر السياسة النقدية أحد أهم الآليات التي تستخدمها الدول في الوقت المعاصر من أجل تحقيق أهدافها الاقتصادية الكلية؛ على رأسها تحقيق معدلات مقبولة للتضخم والمحافظة على مستويات منخفضة للبطالة. ولقد اعتبرت مختلف أدواتها التقليدية الحل الأفضل والناجع لدى الكثير من مسؤولي المصارف المركزية في تسيير سياستهم الاقتصادية، ومواجهة الأزمات المالية المتتالية؛ غير أن ذلك لم يعد ممكناً خلال الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي سنة 2008 حيث لم تجد أدواتها التقليدية نفعاً. اتجهت كبرى اقتصاديات العالم نحو كساد اقتصادي فاق الكساد الكبير لسنة 1929، خاصةً في ظل وقوع معظم تلك الاقتصاديات في مصيدة السيولة، واقتراب معدلات الفائدة فيها إلى مستويات صفرية؛ التي حالت دون فعالية هذه الأداة، حيث لم يعد في الإمكان التخفيض فيها إلى مستويات أدنى مما هي عليه. ولهذا كان لا بد من إيجاد أدوات بديلة لتخرج الاقتصاد من حالة الانكماش التي أوصلته إليها الأزمة.

على خطى المصرف المركزي الياباني في بدايات الألفية الثالثة، حيث استخدم أدوات غير تقليدية للخروج من الأزمة الاقتصادية وحالة التضخم المنخفض التي كان يعاني منها الاقتصاد الياباني، اتبعت العديد من المصارف المركزية خاصة في الدول المتقدمة على غرار الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي وكذا المملكة المتحدة هذا النهج غير التقليدي بعد أزمة الرهن العقاري.

من خلال هذا الفصل، وحسب التسلسل المنطقي للأحداث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، حيث سيتم التطرق خلالها إلى كل من: الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية وذلك في المبحث الأول؛ قصد تأسيس قاعدة نظرية تتعلق بالسياسة النقدية بصفة عامة، ثم يليه في المبحث الثاني معالجة نظرية لموضوع الأزمات المالية، وسنخصص بالذكر أزمة الرهن العقاري، التي عجزت الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن الخروج منها؛ وفي المبحث الثالث والأخير، وكنهج جديد للسياسة النقدية لمعالجة الأزمة المالية العالمية؛ سيتم التطرق إلى السياسة النقدية غير التقليدية وجل ما يتعلق بها.

المبحث الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية

تعتبر السياسة النقدية واحدةً من أهم مكونات السياسة الاقتصادية، حيث تعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي عبر تدخلات السلطة النقدية، والتي غالباً تمثلها المصارف المركزية من خلال وضع إطار استراتيجي يعمل على تحقيق الأهداف الكبرى للسياسة الاقتصادية، والتي حددها كالدور في مربعه السحري والمتمثلة في تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي، التحكم في التضخم، توفير أقصى مستوى من التشغيل، هذا على المستوى الداخلي، بالإضافة إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات على المستوى الخارجي، وبداية من سنة 1990 اشتهت اهتمام المصارف المركزية خاصة في الدول المتقدمة باستهداف التضخم ولو على حساب باقي الأهداف، باعتباره العدو اللدود للمواطن من خلال تأثيره على قدرته الشرائية، كما وتهتم المصارف المركزية بما يسمى بفقاعات الأسواق سعياً منها لتجنب الأزمات، خاصة عقب أزمة الرهن العقاري.

سيتم من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على تعريف السياسة النقدية، وتطورها في المدارس الاقتصادية في المطلب الأول، وسوف يتم التطرق كذلك من خلال المطلب الثاني إلى أهداف السياسة النقدية، وقنوات إبلاغها، وفي المطلب الأخير سنتعرف على الأدوات التقليدية للسياسة النقدية بنوعها الكمية والنوعية بالإضافة إلى أدوات أخرى مساعدة.

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وتطور مكانتها في ظل المدارس الاقتصادية

تنظم السياسة النقدية العلاقة بين النشاط الاقتصادي والنقود، فهي بذلك تعتبر أحد أهم أركان السياسة الاقتصادية الكلية، وقد تطورت السياسة النقدية تبعاً للتطور الاقتصادي، إذ يختلف مفهومها في المدرسة الكلاسيكية عنه في المدارس الحديثة؛ حيث أن كل واحد منهم ينظر إلى تأثير السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من زاويته.

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية

يعتبر مصطلح السياسة النقدية من بين المصطلحات الحديثة نسبياً فقد تعددت تعريفاتها من طرف المفكرين الاقتصاديين فيعرفها George Pariente بأنها: مجموعة التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر في الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف¹.

كما تم تعريفها على أنها مجموعة الإجراءات والأدوات النقدية التي تنفذها السلطات النقدية في إدارة النظام النقدي، والتحكم بعملية عرض النقود من أجل تحقيق أهداف اقتصادية متعلقة بالتأثير على الناتج الكلي والأسعار².

¹ لعلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ط1، 2010، ص 59.

² محمد أحمد الأفندي، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الأمين للنشر والتوزيع، صنعاء، اليمن، 2013، ص 213.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

كما عرفها الاقتصادي Bash G.L بأنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات تجارية¹.

من خلال ما سبق من تعاريف، والتي تدور كلها في مضمون مشترك يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها تدخل السلطات النقدية عادةً ما تكون ممثلة في المصرف المركزي من أجل ضبط كمية النقود المتداولة في الاقتصاد زيادةً كانت أو نقصاناً للتأثير على حجم الائتمان واتجاهه، باستخدام مجموعة من الأدوات والإجراءات، والتي تهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية.

الفرع الثاني: مكانة السياسة النقدية في ظل المدارس الاقتصادية²

لقد تطور دور السياسة النقدية في الاقتصاد بتطور الأحداث، والنظريات الاقتصادية عبر مراحل متعاقبة، حيث يمكن تقسيمها إلى أربعة مراحل بحسب درجة تأثيرها على النشاط الاقتصادي، وفعالية هذا التأثير، واختلف موقعها من حيث الأهمية في هيكل السياسة الاقتصادية الكلية، حيث في المدرسة الاقتصادية الكلاسيكية كانت تعتبرها محايدة، وقد احتلت السياسة المالية مكانة السياسة الأكثر استخداماً في الثلاثينات من القرن العشرين خلال رواج مدرسة الاقتصادي كينز، وفي سنوات الخمسينات، وكمرحلة ثالثة نالت السياسة النقدية مكانتها من بين أهم السياسات الاقتصادية الكلية على يد الاقتصادي الأمريكي Milton Friedman، لتصل في النهاية إلى مرحلة تحتاج فيها لأدوات ومبادئ السياسة المالية لتحقيق الفعالية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

الجدول رقم (1-1): مكانة السياسة النقدية في المدارس الاقتصادية

المرحلة	الفترة الزمنية	المدرسة الاقتصادية	السياسة المستخدمة
الأولى	قبل أزمة 1929	الكلاسيكية	حيادية السياسة النقدية
الثانية	بعد أزمة 1929	الكينزية	السياسة المالية
الثالثة	1951-1982	النقدية	السياسة النقدية
الرابعة	نهاية القرن 20	جدل مالي ونقدي	السياسات متكاملتان

المصدر: عبد الحلیم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، كتاب الكتروني من إعداد مطبوعات Kie Publications، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2018، ص 81. (بتصرف)

¹ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ط 1، 2005، ص 98.

² للمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على:

- محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، ط 1، 2018، ص ص 439-468.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

وفيما يلي تفصيل لهذه المراحل الأربعة¹:

أولاً: مكانة السياسة النقدية في المدرسة الكلاسيكية

اعتبرت النقود حيادية، خلال الفترة ما قبل القرن العشرين سواء في فكر المدرسة التجارية أو الكلاسيكية، وليس لها أثر في الحياة الاقتصادية، ولقد عبر عن ذلك واحد من أهم رواد المدرسة الكلاسيكية Jean-Baptiste Say الذي قال: بأن النقود هي مجرد أداة للمبادلات، وأن لا شيء في الاقتصاد أتفه من النقود؛ فقد جاءت الفروض الكلاسيكية حول دور النقود في الاقتصاد إيماناً منهم بأن هناك نظاماً اقتصادياً يسوده التوافق بين العلاقات الحقيقية في الاقتصاد إذا ما تركت دون تدخل من طرف السلطات العمومية، وعليه فالنقود تظل محايدة لا أثر لها في الظواهر الاقتصادية الحقيقية، إذ إن التحليل الكلاسيكي قائم على أساس الفصل ما بين العوامل الحقيقية والعوامل النقدية أو التقسيم ما بين القطاع الحقيقي والنقدي، ففي القطاع الحقيقي تتحدد العوامل الحقيقية كالدخل والاستخدام والإنتاج بمعزل عن العوامل النقدية، أما القطاع النقدي فتتحدد فيه كمية النقد، وهذا ما ذهبت إليه النظرية الكمية للنقود للاقتصادي Irving Fisher سنة 1917، والتي تشير إلى أن التغيرات في كمية النقود تؤدي إلى تغيرات متناسبة طردياً في المستوى العام للأسعار، وذلك من خلال معادلة عرض على النقود والمستوى العام للأسعار المبينة في المعادلة التالية:

$$M.V = P.T \dots (1 - 1)$$

حيث: (M): تمثل كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، V: تمثل سرعة تداول النقود، P: المستوى العام للأسعار، T: حجم المبادلات خلال فترة معينة)

ويعوض الاقتصاديون حجم المبادلات، بمتغير الناتج Y، فتصبح المعادلة (1-1) كما يلي:

$$M.V = P.Y \dots (1 - 2)$$

ما يمكننا استنتاجه من هذه المعادلة أنه إذا بقيت سرعة تداول النقود ثابتة مع عدم تغير الناتج مادام الاقتصاد في حالة التشغيل الكامل، فإن أي تغيير في العرض النقدي سيؤدي مباشرة إلى تغيير في المستوى العام للأسعار، فعرض النقود يحدد القيمة الإسمية الناتج، حيث التغيرات النقدية تتسبب فقط في تغير مستوى الأسعار، دون أن يتغير الناتج الحقيقي. وعليه فالسياسة النقدية في المدرسة الكلاسيكية، والتي تم التطرق إليها من خلال الأهمية النسبية للنقود، سياسة محايدة اتجاه المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد، والتي من بينها الناتج الحقيقي، حيث تؤثر فقط في الناتج الإسمي، وكذلك من خلال تأثيرها على المستوى العام للأسعار.

¹ عبان شهرزاد، فعالية السياستين النقدية والميزانية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019، ص 56-57.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: مكانة السياسة النقدية في المدرسة الكينزية

بعد عجز المدرسة الكلاسيكية عن تقديم حلول لأزمة الكساد الكبير خلال ثلاثينيات القرن العشرين، ظهر في هذه المرحلة المدرسة الكينزية بقيادة الاقتصادي البريطاني John Maynard Keynes، بفرضيات تخالف تلك التي قامت عليها النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك، ركز التحليل الكينزي بصفة أساسية على أثر التغير في المعروض النقدي على المتغيرات الاقتصادية الكلية، كما أن إيمان كينز بمبدأ تدخل الدولة جعله يفوض إدارة وتجديد كمية النقود اللازمة للاقتصاد للسلطات النقدية، وعليه فإن كمية النقود المعروضة تعد بمنزلة المتغير الخارجي، في حين اعتبر أن الطلب على النقود يتحدد بتفضيل السيولة، والذي يعد من أبرز ميزات التحليل الكينزي حيث أضاف الطلب على النقود من أجل المضاربة ومن أجل الاحتياط كدوافع إضافية للطلب على النقود إضافة إلى الطلب على النقود من أجل التبادل التي كانت سائدة عند الكلاسيك.

إن زيادة كمية النقود كقيام السلطة النقدية بشراء الأوراق المالية من السوق النقدي مثلاً سيؤدي إلى توظيف كمية أكبر من النقود لأغراض المضاربة في السندات من طرف الأفراد والذي سيرفع الطلب على السندات فترتفع أسعارها السوقية، وبما أن العلاقة عكسية بين سعر السندات ومعدل الفائدة فإن معدل الفائدة سينخفض، الأمر الذي سيرفع من حجم الاستثمار الذي يتميز بمرونة عالية بالنسبة لمعدل الفائدة، على أساس العلاقة بين معدل الفائدة والكفاية الحدية لرأس المال، وزيادة الاستثمار حسب التحليل الكينزي تؤثر على الطلب الكلي الفعال والذي يتحدد وفقاً للاستهلاك والاستثمار، وبما أن الاستثمار أحد المكونات الرئيسية للطلب الكلي فزيادته طبقاً لألية السياسة النقدية السابقة الذكر تؤدي إلى زيادة الدخل.

على الرغم من المكانة التي احتلتها السياسة النقدية عند كينز إلى أنها تبقى مجرد سياسة مساعدة، حيث أعطى الأهمية الكبرى للسياسة المالية باعتبارها الأكثر فعالية في معالجة الأزمات، حيث ساهمت في وضع حد لأزمة الكساد الكبير، إلا أن ما تلى من أزمات واختلالات جعل أفكار المدرسة الكينزية عاجزة عن حلها، ما مهد إلى ظهور مدرسة اقتصادية جديدة.

ثالثاً: مكانة السياسة النقدية في ظل المدرسة النقدوية

خلال هذه المرحلة كان الرجوع إلى تطبيق بعض أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاديات الوطنية، في مقابل تراجع استخدام السياسة المالية لعدة نقائص فيها، لعل أهمها عدم جدواها في التخفيض من معدلات التضخم، الأمر الذي دفع بعض الدول المتقدمة سنة 1951 لتبني السياسة النقدية كأفضل حل لمشكلة التضخم، لتظهر بذلك المدرسة النقدوية بزعامة Milton Friedman، والتي أرجعت تطبيقات الفكر الاقتصادي إلى مرحلة المدرسة الكلاسيكية مرةً أخرى من خلال فكرة النظرية الكمية للنقود حيث يقر أن التغيرات في الدخل وحجم العمالة يمكن تفسيرها بالتغيرات في الطلب على النقود، وهو نفس الافتراض الذي قامت عليه النظرية التقليدية لكمية النقود، إلا أن هناك

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

فروقاً أساسية بين النظريتين، حيث تقوم النظرية التقليدية على أساس مبدأ افتراض حالة التشغيل الكامل، بينما تقوم النظرية النقدية الحديثة على عدم افتراض حالة التشغيل الكامل، أي أن حجم الإنتاج هو عنصر متغير وليس كمية ثابتة، على الأقل في الأجل القصير.

ويعتقد النقديون أن الأثر الأولي للنمو في المعروض النقدي سيقع أولاً على الناتج الحقيقي، طالما أن الاقتصاد لم يصل بعد إلى مستوى العمالة الكاملة، فإن أي زيادة في المعروض النقدي سوف يترتب عليها زيادة في الدخل والتشغيل، ويبقى التأثير كذلك حتى نقرب من مستوى التشغيل الكامل، حيث عندها تبدأ الأسعار في الارتفاع.

ولقد كانت الفترة الممتدة من 1979 إلى 1982 عصر النهضة للنقديين، خاصة بعد انتخاب Margaret Thatcher رئيسة حكومة بريطانيا سنة 1979، و Ronald Reagan لرئاسة الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1981، الأمر الذي عجل بتخلف المدرسة الكينزية عن قمة الفكر الاقتصادي لصالح المدرسة النقدية الحديثة. كل هذه التغيرات عملت في المرحلة الموالية على تكريس نكسة النقديين مجدداً، من خلال ظهور موجة من الكساد والبطالة نتيجة لمشكلات في التطبيق، بالرغم من تراجع معدلات التضخم.

رابعاً: مكانة السياسة النقدية خلال مرحلة ما بعد المدرسة النقدية

بعد ظهور نقائص كل من السياسات المالية والنقدية اشتد التنافس بين أنصارهما، فأصبح كل فريق يعتقد أن سياسته هي الأفضل، وبمكثها تحقيق الاستقرار الاقتصادي المطلوب، وبهذا مرة أخرى عاد الفكر الاقتصادي إلى الخلف، حيث أن تعصّب كل من الفريقين لسياسته أدى إلى ظهور فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الأمريكي Walter Wolfgang Heller الذي يرى بأن استخدام إحدى السياستين بمفردها لا يغني عن ضرورة استخدام الأخرى للخروج من الأزمات الاقتصادية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وبأن التعصّب لسياسة مالية أو نقدية ليس له ما يبرره، كما أن لكل منهما فعاليتها في الظرف الاقتصادي السائد المناسب لها.¹

¹ للمزيد من التفاصيل حول النظريات المعالجة للسياسة النقدية يمكن الاطلاع على:

- أحمد رمزي محمد عبد العال، العلاقة التبادلية بين معدلات الدورة وفعالية السياسة النقدية، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر، ط 1، 2013، ص ص 122-136.
- نشيدة فريجة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي الداخلي 1970-2013 - حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2016-2017، ص ص 28-63.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية وقنوات إبلاغها

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف؛ من خلال التأثير على جملة من المتغيرات الاقتصادية كالنمو الاقتصادي، وميزان المدفوعات، ومستويات الأسعار، ومستويات التشغيل. ويعد تقسيم أهداف السياسة النقدية إلى ثلاث مجموعات من الأهداف، وهي: الأهداف الأولية، الأهداف الوسيطة، وأخيرًا الأهداف النهائية، وسنحاول التفصيل في هذه الأهداف من خلال النقاط التالية.

الفرع الأول: الأهداف الأولية للسياسة النقدية

إن الأهداف الأولية عبارة عن مجموعة من المتغيرات التي يستخدمها المصرف المركزي لتحقيق الأهداف الوسيطة، وتشكل الأهداف الأولية من مجموعتين: المجموعة الأولى مجموعة الاحتياطات النقدية، أما المجموعة الثانية فهي تتعلق بظروف السوق النقدي.

أولاً: مجتمعات الاحتياطات النقدية

يعرف النقد ذي الأثر القوي أو القاعدة النقدية على أنها مجموع الأصول التي يمكن استخدامها في المعاملات¹. وتتكون القاعدة النقدية من جهة استخدامها من العملة في التداول، والاحتياطي النقدي للمصارف التجارية سواء تعلق الأمر بالاحتياطي القانوني أو بالاحتياطي الاختياري².

ولكل من مجاميع الاحتياطي مؤيدون ومعارضون، فلقد دافعت المصارف المركزية في أمريكا ولسنوات عديدة عن القاعدة النقدية، كما دافعت فروع أخرى واقتصاديو مجلس المحافظين عن مختلف أنواع مجاميع الاحتياطي المصرفية الأخرى كهدف أولي، وهكذا بقي الموضوع محل جدل نظرًا لكونه يتصف بالتجربة³.

ثانياً: ظروف سوق النقد

تُعنى ظروف السوق كهدف أولي للسياسة النقدية بمدى سهولة أو صعوبة الوصول إلى الائتمان، حيث أنه يقيس تأثير المقترضين، وسرعة مواقفهم من عدمها في نمو معدل الائتمان، ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، بالإضافة إلى شروط الإقراض الأخرى، وكذا سعر فائدة الأرصدة المصرفية الذي

¹ لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، ط 1، 2006، ص 72.

³ صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 124.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

يمثل سعر الفائدة على الأرصدة المقرضة فيما بين المصارف لمدة تتراوح من يوم إلى يومين. تحتوي هذه المجموعة على الاحتياطات الحرة* ومعدل الأرصدة المصرفية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد¹.

وقد اختلفت وجهات نظر الاقتصاديين حول مدى نجاعة استخدام مجتمعات الاحتياطات النقدية أم ظروف السوق النقدي كهدف أولي، حيث يفضل النقديون استعمال مجاميع الاحتياطات النقدية باعتبارها ذات صلة وطيدة بالمجمعات النقدية، والتي تمثل الهدف الوسيط المفضل لديهم، بينما يرى الكينزيون أن تغيرات ظروف السوق النقدي هي الأفضل لأن الهدف الوسيط الرئيسي لديهم هو أسعار الفائدة السائدة في السوق. ويمكن في الأخير أن نستخلص أن أحسن هدف أولي هو ذلك الذي يتصف بديناميكية أكثر، وفعالية أعلى في التجاوب مع متغيرات تأثير أدوات السياسة النقدية المستخدمة².

الفرع الثاني: الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

تسمى أيضا بالأهداف المتوسطة أو الوسيطة؛ ويقصد بها مجموعة المتغيرات النقدية القابلة للمراقبة من طرف السلطات النقدية، والتي تساهم بشكل جزئي أو كلي في تحقيق الأهداف النهائية. ويجب أن تتوفر فيها الشروط التالية³:

- ✓ يجب على المصرف المركزي أن يكون قادراً على التحكم في الهدف الوسيط للتأكد من بناء الاستراتيجية بشكل جيد وجني ثمارها؛
- ✓ أن تتوفر إمكانية التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي حتى يستطيع القيام بدوره بشكل جيد كهدف وسيط؛
- ✓ يمكن للمصارف المركزية التأثير في هذه المتغيرات، وبإمكان السياسة النقدية التأثير على تقلبات المجمعات النقدية، سعر الصرف، ومعدلات الفائدة؛

* تشكل الاحتياطات الحرة من الفارق الموجود بين الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى المصرف المركزي والقروض التي يمنحها هذا الأخير للبنوك المقرضة.

¹ بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر: 1990م-2010م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باتنة، الجزائر، 2015-2016، ص ص 10-11.

² صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 125.

³ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- عبد الرزاق بن عمرة، السياسة النقدية من خلال الانتقال والتأثير، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2020، ص ص 185-188.

- جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني دراسة مقارنة، دار الخلدونية، الجزائر، ط 1، 2007، ص ص 99-124.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

✓ أن تكون قابلة للقياس في الوقت المناسب للحكم على مدى فعالية إجراءات السياسة النقدية.

كان هناك تباين بين النقيدين والكيينيين في تحديد الأهداف الوسيطة، فالكيينيون ركزوا على سيولة المصارف، ومعدل الفائدة كهدف وسيط؛ بينما ركز النقيديون على كمية النقود، والقاعدة النقدية كهدف وسيط، وعموما هناك ثلاثة أهداف وسيطة هي:

أولا: أسعار الفائدة كهدف وسيط

تعرف أسعار الفائدة بأنها المقابل الذي يدفعه المقترض للمقرض لقاء تخلي هذا الأخير ولفترة زمنية يتفق عليها سلفا عن التصرف في أمواله لصالح المقترض. ويسمى أيضا سعر الائتمان (The Price of credit).

تحظى أسعار الفائدة باهتمام كبير من قبل السلطات النقدية؛ نظراً لما لها من أهمية بالنسبة لأصحاب المؤسسات والأفراد على حد السواء، فهي تمثل تكلفة قروضهم، وتعويضات توظيف مدخراتهم. لذلك يجب على السلطات النقدية أن تكون حريصة على إبقاء التغيرات في معدلات الفائدة ضمن هوامش ومجالات مقبولة حول مستوى وسطي يحقق الاستقرار الاقتصادي¹. وهناك عدة عوامل مؤثرة في سعر الفائدة سواء كانت للإقراض قصير الأجل أو للسندات، تتمثل فيما يلي²:

✓ وحدة القياس: وتعتبر عن الوحدة التي يتم على أساسها حساب الفوائد، لذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف؛

✓ الاستحقاقية: كلما زادت مدة الاستحقاق كلما ارتفعت أسعار الفائدة من أجل مواجهة تكاليف التخلي عن السيولة؛

✓ مخاطر عدم الدفع: كلما زادت مخاطر عدم الدفع ارتفعت أسعار الفائدة.

وهناك مجموعة من معدلات الفائدة داخل الاقتصاد الواحد لعل أهمها³:

1. المعدلات الرئيسية: وهي المعدلات التي على أساسها يقترض المصرف المركزي المصارف التجارية، كما تحدد على ضوءها معدلات الإقراض ما بين المصارف، وتعتبر أداة للسياسة النقدية، وليس كهدف وسيط.

¹ محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية "2007-2008"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 100.

² وليد العايب ولحلو بوخاري، اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2013، ص 97.

³ المرجع نفسه، ص 98-99.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

2. معدلات السوق النقدي: بعد تحديد المعدلات الرئيسية، واعتماداً عليها يتم تحديد معدلات الفائدة ما بين المصارف هذا بالمعنى الضيق لمعدلات السوق النقدي. أما بمعناها الواسع فهي معدلات تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تصدرها المصارف التجارية التي تتحدد أيضاً من خلال معدلات الفائدة الرئيسية.

3. معدلات السوق المالية: وهي تلك المعدلات المطبقة على مختلف السندات المصدرة؛ كونها أداة دين طويلة الأجل، وبالتالي فإن هناك علاقة بين مختلف معدلات الفائدة إلا أن أساس التحركات في معدلات الفائدة هو معدلات الفائدة على النقود المركزية.

أصبحت معدلات الفائدة في الداخل تتأثر بمعدلات الفائدة في الخارج؛ خاصة في ظل انفتاح الاقتصاديات على العالم الخارجي، وتدويل أنظمة النقد، فإن أسعار الفائدة المرتفعة تجذب رؤوس الأموال الخارجية، بينما المعدلات المنخفضة تؤدي إلى هروب رؤوس الأموال إلى الخارج أين يمكنها تحقيق أرباح أكبر عن توظيفاتهم المالية. كما أن هذه التحركات تؤثر على سعر الصرف الذي يعتبر ثاني الأهداف الوسيطة التي تسعى السياسة النقدية لتحقيقها، والذي سيتم تفصيله في النقطة الموالية.

ثانياً: سعر الصرف كهدف وسيط

يستخدم سعر الصرف كهدف وسيط للسلطة النقدية، وذلك من أجل العمل على تحقيق هدف نهائي أو أكثر، ولعل من بينها تحسين وضعية ميزان المدفوعات؛ لأن تخفيض أسعار الصرف يجعل السلع المحلية أكثر تنافسية، وبالتالي يشجع الصادرات، وفي المقابل ارتفاع أسعار السلع المستوردة يخفض من الواردات، كما أن استقراره يعد ضماناً على استقرار وضعية البلاد اتجاه الخارج، ولهذا تعمل العديد من الدول على ربط عملاتها بعملات قوية قابلة للتحويل، وتحرص على استقرار سعر صرف عملاتها مقابل تلك العملات؛ إلا أن التقلبات التي تحدث في سوق الصرف الناجمة عن المضاربة الشديدة على العملات، تؤدي إلى عدم قدرة الدول على السيطرة والتحكم في هذا الهدف، بالرغم من استخدام السلطات النقدية لاحتياطاتها¹.

ثالثاً: المجمعات النقدية كهدف وسيط (العرض النقدي)

لكي نتمكن من استخدام العرض النقدي كهدف وسيط؛ لا بد من توفر القدرة على تحديده إحصائياً، أي قدرة القائمين على السياسة النقدية على تحديد الأصول المالية التي نسميها العملة أو النقود². ويمثل هذا الهدف بالنسبة للمدرسة النقدية الهدف المركزي للسلطات النقدية. ولهذا السبب فإن السلطات النقدية في كل الدول المتقدمة حددت أهدافاً في هذه المجمعات بالتدريج، بداية بشكل غير

¹ بن عليّة فتيحة، تحليل وتقييم أدوات السياسة النقدية وأثرها على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية وقياسية للفترة (1970-2015)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ل م د تخصص اقتصاد كلي مطبق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2019-2018، ص 18.

² لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص ص 65-66.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

معلن ثم معلن باطلاع جميع المتعاملين عليها بصفة دورية، ونشرها في مختلف تقاريرها. ويختلف تقسيم المجمعات النقدية من بلد إلى آخر، بحسب تطورات الابتكارات المالية، والجهاز المصرفي في تلك الدولة. ويمكن تقسيم تلك المجمعات إلى¹:

1. عرض النقود بالمعنى الضيق M1: يعرف بالسيولة النقدية ويشتمل على وسائل الدفع المتداولة في المجتمع خلال فترة زمنية معينة (Cash Money)، مضافاً إليها الودائع الجارية (Demand Deposits)، وقد شاع هذا التعريف بين أنصار المدرسة الكلاسيكية، بتأكيد على وظيفة النقود كوسيط للتبادل.

$$M1 = \text{النقود المتداولة بين الجمهور} + \text{الودائع الجارية}$$

2. عرض النقود بالمعنى الواسع M2: ويعرف أيضاً بالسيولة المحلية الخاصة، وتحتوي على عناصر عرض النقود بالمعنى الضيق، مضافاً إليها الودائع لأجل (Time Deposits) (أشبه النقود). وترجع أسباب التوسع في العرض النقدي إلى توفر جزء كبير من الموجودات المالية التي يمكن تحويلها بسرعة وسهولة لوسائل دفع، تدر عوائد معتبرة داخل القطاع المالي خاصة في الدول المتقدمة.

$$M2 = M1 + \text{الودائع الآجلة}$$

3. عرض النقد بالمعنى الأوسع M3: وتعرف أيضاً بالسيولة الإجمالية، ويشتمل هذا النوع على عرض النقود بالمعنى الواسع، مضافاً إليه الادخارات المودعة خارج المصارف التجارية، بإضافة إلى الودائع الحكومية لدى الجهاز المصرفي، ويطلق على هذا النوع مصطلح سيولة الاقتصاد.

$$M3 = M2 + \text{الادخارات المودعة خارج المصارف التجارية} + \text{الودائع الحكومية لدى الجهاز المصرفي}$$

4. العرض النقدي الأمريكي M4: وتعرف أيضاً بالكتلة النقدية أو السيولة العامة حيث توسعت المدرسة النقدية الأمريكية في تحديد معنى النقد، فأضافت عناصر دفع غير موجودة في دول أخرى، لذا أطلق على هذا المفهوم العرض الأمريكي الذي يتضمن M3 مضافاً إليها الشيكات السياسية، والتزامات وزارة الخزانة الأمريكية، بالإضافة إلى ودائع الأفراد الأمريكيين بالدولار الأوروبي².

¹ علي عبد الوهاب نجا وآخرون، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014، ص ص 59-61.

² علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، ط 1، 2012، ص 394.

$$+M3 = M4 \text{ سندات الخزينة للقطاع غير المصرفي}$$

تختلف استخدامات الأهداف الوسيطة من دولة إلى أخرى؛ حيث أن كل سلطة نقدية تستعمل معطيات ومجاميع معينة كأهداف وسيطة لسياستها النقدية، وكمثال على ذلك في ألمانيا تستعمل القاعدة النقدية وحدها بينما تستعمل كل من القاعدة النقدية ومعدل الفائدة من طرف السلطة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، والغرض في أي دولة من استخدام الأهداف الوسيطة هو الوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية.

الفرع الثالث: الأهداف النهائية للسياسة النقدية

إن الأهداف النهائية للسياسة النقدية هي عبارة عن النتيجة المرجوة من استخدام الأدوات المختلفة لتحقيق الأهداف الأولية والأهداف الوسيطة، فالسلطات النقدية تقوم أولاً بتحديد الأدوات النقدية التي تستخدم في التأثير على الأهداف الأولية، ومن ثم التأثير على الأهداف الوسيطة، قصد الوصول إلى الأهداف النهائية، والتي يقتصر على تسميتها بالمربع السحري (carré magique) لكالدور 1971 Kaldor وتشتمل هذه الأهداف على ما يلي:

أولاً: تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار (Price Stability)

يتأتى استقرار قيمة النقد من خلال تحقيق التوازن بين الإصدار النقدي، ومعدل نمو الناتج، والذي يؤدي إلى استقرار المستوى العام للأسعار. بينما عدم التوازن بين النقد وزيادة عرضه مقارنة بالزيادة في الناتج سيؤدي إلى رفع المستوى العام للأسعار، وهو ما يصطلح عليه بالتضخم.

إن حدوث التضخم سيؤثر على جميع المتغيرات الاقتصادية، وكذا الأوضاع الاجتماعية، ويؤدي إلى نشوء ظاهرة الطبقة في المجتمع، وتقسيمه إلى طبقة الفقراء وطبقة الأغنياء؛ وتزول بذلك الطبقة الوسطى، ذلك لأن التضخم يعمل على إعادة توزيع الدخل لصالح طبقة الأغنياء، وبالمقابل يزداد فقر الفقراء، لأنهم يحصلون على دخول نقدية غالباً ما تكون ثابتة، ولا تماشي والتغيرات الحاصلة في الأسعار، بينما أصحاب الأملاك والثروات تزداد قيمة ثروتهم عندما ترتفع أسعارها¹.

في الوقت الحالي خاصة بعد سنة 1990 حيث اتخذ مصرف نيوزيلاندا كأول مصرف مركزي من معدل التضخم كهدف لسياسته النقدية، تبعه بعد ذلك مصرف كندا والكيان الصهيوني سنة 1991، وتلاههما المملكة المتحدة عام 1992، ليتوسع بعد ذلك في العديد من دول العالم²، يتركز هدف السياسة النقدية على الاستقرار في مستوى الأسعار محلياً، والمحافظة على القوة الشرائية للعملة

¹ المرجع نفسه، ص 379.

² Keith Bain & Peter Howells, *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*, Palgrave Macmillan, Salisbury, England, 2003, p 260.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

المحلية على المستوى الخارجي؛ بحيث يقترح بعض الاقتصاديون نسبة تضخم تتراوح بين 1% و4% سنويا، وهي معدلات مقارنة لمعدلات النمو الاقتصادي؛ وذلك لضمان الثبات النسبي في قيمة الوحدة النقدية. ولقد أكدت أبرز النظريات النقدية على ضرورة تركيز السياسة النقدية على هدف استقرار الأسعار¹.

ثانيا: تحقيق العمالة الكاملة (Full Employment)

يعرف الاقتصاديون العمالة الكاملة بأنها: المستوى من التوظيف الذي يتحقق من خلاله الاستخدام الكفؤ لقوة العمل مع السماح بمعدل منخفض من البطالة الناتج أساسا عن التغيرات الديناميكية والظروف الهيكلية للبنى الاقتصادية. وتسعى أي سياسة اقتصادية إلى تحقيق معدلات مرتفعة من العمالة، وتعتبره هدفا أساسيا لها، وتدعم كل الآراء هذه السياسة، ويمكن للسياسة النقدية أن تساعد على تحقيق هذا الهدف، وذلك من خلال تقوية الطلب الفعال².

ولعل أبرز الأدوات التي تستعمل لبلوغ هذا الغرض هي قيام السلطات النقدية بزيادة العرض النقدي، فتتخفف معه أسعار الفائدة ما يؤدي إلى إقبال رجال الأعمال على الاستثمار، الذي بدوره يحتاج إلى توظيف عمالة جديدة فتتخفف البطالة، ويحصل العمال الموظفون مقابل عملهم على أجور يفوقونها على السلع والخدمات التي يقدمها المنتجون من أجل تلبية متطلباتهم؛ وبالتالي تزيد الاستهلاك ومن ثم يزداد الدخل.

ثالثا: تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي (high Economic Growth Rates)

يتحقق النمو الاقتصادي عن طريق رفع معدلات الاستثمار، ويحصل هذا النمو من خلال نسبتين للفائدة الأولى: نسب الفائدة التي يقترض بها أصحاب المشاريع بالتخفيض فيها لتشجيع طلب القروض وتوفير التمويل الكافي لهم لمشاريعهم الاستثمارية، والثانية برفع معدلات الفائدة الدائنة التي تمنح لأصحاب الودائع من أجل استقطاب أكبر قدر ممكن من مدخراتهم، ويزيد مستوى الادخار بما يناسب احتياجات تمويل الاستثمار.

وتحقيق هذا الهدف لا يتأتى إلا عن طريق التنسيق بين السياسة النقدية، ومختلف السياسات الاقتصادية الأخرى خاصة منها السياسة المالية في إطار ما تسطره السياسة الاقتصادية العامة، كما أنه يقتضى توفر عوامل أخرى غير نقدية، وتأثير السياسة النقدية عليها محدود. ومن بين هذه العوامل توفر الموارد الطبيعية والبشرية، الخبرة والتكوين، التقدم التكنولوجي، الظروف السياسية والاجتماعية وكلها

¹ نشيدة فريجة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² أحمد رمزي محمد عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83، بتصرف.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

عوامل مساعدة على دفع عجلة النمو نحو الأمام، لهذا لا بد من الاعتماد على سياسات أخرى لتوجيه هذه العوامل واستغلالها الاستغلال الأمثل¹.

رابعاً: تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات (Stable Balance Of Payment)

يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل تدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين المقيمين في بلد معين وبلاد أخرى خلال فترة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة. يسجل ميزان المدفوعات فائضاً لما تكون مدفوعاته للخارج من عملة صعبة أقل من ما يستلمه، وفي حالة العكس يسجل عجزاً. وتسعى كل دول العالم إلى تفادي العجز في ميزان مدفوعاتها؛ حتى تحافظ على ما لديها من احتياطات من العملة الصعبة ومخزونها من الذهب.

قصد التقليل من العجز في ميزان المدفوعات؛ يتم استخدام السياسة النقدية من خلال قيام المصرف المركزي برفع سعر الخصم، الذي يؤدي بدوره إلى رفع أسعار الفائدة من طرف المصارف التجارية؛ الذي ينجر عنه انخفاض الإقبال على طلب الائتمان، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار؛ لأن الطلب على السلع المعروضة قد انخفض؛ وبالتالي وكنتيجة نهائية لاستخدام أداة رفع سعر الخصم هي ارتفاع الصادرات، وانخفاض الطلب على الواردات، طالما أن الأسعار المحلية منخفضة، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة أيضاً يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ودفعهم لتوظيف أموالهم بالمصارف الوطنية؛ وبالتالي تحقيق تدفقات نحو الداخل من العملة الصعبة، والذي يعمل على تحقيق فوائض في حساب رأس المال، وفي الأخير يؤدي إلى تخفيض عجز ميزان المدفوعات. وعليه فإن السياسة النقدية تؤدي دوراً مهماً في تصحيح الاختلالات التي تطرأ على ميزان المدفوعات خاصة في الحالات التي يعاني فيها الاقتصاد من معدلات عالية للتضخم².

إن تحقيق جميع الأهداف النهائية في آن واحد يعتبر أمراً في غاية الصعوبة، بل إن تحقيق أحدها قد يواجه تعارضاً مع تحقيق هدف آخر، ويجب استخدام أفضل أداة للسياسة النقدية بما يتلاءم والهدف المراد تحقيقه، إلا أنه وفي بعض الأحيان يمكن تحقيق أكثر من هدف باستخدام أداة واحدة، لكن وبصفة عامة نادراً أن تتحقق كل الأهداف كاملة وفي نفس الوقت بأداة واحدة، أو بعدد من الأدوات المتاحة، دون أن يحدث تعارض بين الأهداف، وعلى وجه التحديد تظهر مشكلة التعارض بين الأهداف خاصة عند محاولة الجمع بين تخفيض معدلات البطالة، وخفض معدلات التضخم؛ فلقد أثبتت العديد من الدراسات وتجارب الدول الصناعية المتقدمة عدم القدرة على تحقيق هذين الهدفين معاً، في دراسة شهيرة جداً للاقتصادي الانجليزي William Phillips ظهرت سنة 1958، من خلالها قام بالمقارنة بين نسبة

¹ نشيدة فريجة، مرجع سبق ذكره، ص 18.

² محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-103.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

التغير في معدلات البطالة وبين معدلات الأجور النقدية في بريطانيا خلال الفترة 1861 إلى غاية 1957، حيث توصل إلى توضيح العلاقة العكسية بين الهدفين، وسمي ذلك المنحنى باسم منحنى فيليبس¹.

الفرع الرابع: قنوات إبلاغ السياسة النقدية

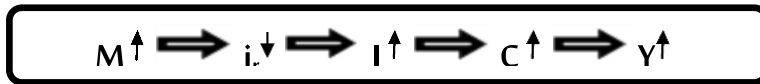
تعرف قنوات إبلاغ السياسة النقدية على أنها: النهج الذي يسلكه المصرف المركزي لنقل أثر الصدمات النقدية باستخدام أدوات السياسة النقدية من خلال الهدف الوسيط المختار إلى الهدف النهائي². تختلف أهمية هذه القنوات حسب الأوضاع الاقتصادية السائدة في كل بلد، وكذا درجات الانفتاح على العالم الخارجي، وهي متعددة نذكر منها الأربع قنوات الرئيسية، والمتمثلة فيما يلي:

أولاً: قناة سعر الفائدة

بما أن قناة سعر الفائدة تعتبر القناة التقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو الاقتصادي، إذ تؤدي السياسة النقدية التوسعية (زيادة عرض النقود) إلى انخفاض سعر الفائدة الاسمي. وفي ظل الفرضية الكينزية لثبات الأسعار في الأجل القصير، فإن سعر الفائدة الحقيقي ينخفض؛ مما يخفف من تكلفة الاقتراض، ويقوي من الطلب الاستثماري في قطاع الإنتاج.

يرى Taylor وآخرون أن مرونة إنفاق القطاع العائلي بالنسبة لسعر الفائدة الحقيقي مرتفعة نسبياً، وعليه فانخفاض سعر الفائدة الحقيقي؛ يزيد من الطلب الاستهلاكي خاصة على السلع المعمرة كالاستثمار في القطاع العقاري وغيرها، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع في الطلب الكلي، وبالتالي زيادة في معدلات النمو الاقتصادي³.

ويمكن توضيح آلية الانتقال من خلال النموذج الكنزى البسيط في ظل السياسة النقدية التوسعية، وفق المخطط التالي⁴:



حيث:

¹ ديش فاطيمة الزهرة، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية دراسة حالة: أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة تلمسان، الجزائر، 2017-2018، ص 37.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية -دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية-الجزائر، ط 2، ص 77.

³ William N. Butos, *The Bernanke Fed and "Credit Easing" Policies 2008–2014*, The Journal of Private Enterprise 30(4), 2015, P 5.

⁴ Frederic S. Mishkin, *The channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER Working Paper Series 5464, February 1996, P 2.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

$M \uparrow$: وجود سياسة نقدية توسعية؛ $i_r \downarrow$: يؤدي إلى انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية؛ $A \uparrow$: الذي يؤدي إلى ارتفاع في الإنفاق الاستثماري؛ $C \uparrow$: وارتفاع الإنفاق الاستهلاكي؛ $Y \uparrow$: يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي وزيادة في الإنتاج.

في حين يرى Friedman خلاف ذلك، فليس من الضروري انخفاض سعر الفائدة عند ارتفاع العرض النقدي، فإن التغيير في العرض النقدي يؤثر على سعر الفائدة من خلال أربعة آثار جزئية هي¹: أثر السيولة*، أثر الدخل**، أثر مستوى الأسعار المتوقع*** وأثر التضخم المتوقع****.

ثانياً: قناة سعر الصرف

إن انتقال أثر السياسة النقدية عبر قناة سعر الصرف، يتم من خلال قناتين أولهما قناة الطلب والعرض الكليين والثانية قناة التضخم. والغرض من نقل السياسة النقدية من خلال قناة سعر الصرف هو التأثير في أسعار السلع المحلية والأجنبية؛ وبالتالي التأثير على الطلب المحلي من السلع الأجنبية، والتأثير على الطلب الأجنبي من السلع المحلية².

1. نقل الأثر من خلال قناتي الطلب الكلي والعرض الكلي: يسمى بأثر الانتشار غير المباشر (Indirect Pass Through Effect)، حيث أن سعر الصرف لا يؤثر مباشرة على التضخم، ولكن يبدأ تأثيره على الطلب والعرض الكليين. وتسمح هذه القناة بحدوث ما يسمى بأثر الأسعار، فيؤدي انخفاض قيمة العملة بالنسبة لجانب الطلب إلى انخفاض أسعار الصادرات، وزيادة تنافسيتها؛ وبالتالي تسعى الدولة إلى زيادة حجم الصادرات قصد زيادة الناتج، أما بالنسبة لجانب العرض فيؤدي انخفاض سعر الصرف إلى ارتفاع أسعار الواردات؛ ما يدفع المؤسسات المحلية إلى زيادة أسعارها، وهو ما يؤدي حتماً في حالة عدم تغير مستوى الطلب الكلي إلى ارتفاع معدل التضخم. كما أن هناك تأثيرات

¹ رملوي عبد القادر، أثر حركة رؤوس الأموال الدولية على فعالية السياسة النقدية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة الشلف، الجزائر، 2018-2019، ص 25.

*أثر السيولة: ارتفاع العرض النقدي يعني زيادة السيولة ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في الأجل القصير.
**أثر الدخل: في ظل زيادة الأرصدة النقدية نتيجة زيادة العرض النقدي يحاول الأفراد الحفاظ على المستوى السابق المرغوب من الأرصدة النقدية الزائدة، وفي ظل هذه الزيادة يرتفع الدخل الحقيقي مما يترتب عنه ارتفاع سعر الفائدة تحت تأثير أثر الدخل.

***أثر مستوى الأسعار المتوقعة: زيادة المعروض النقدي يتوقع معها ارتفاع الأسعار وبالتالي ارتفاع الطلب على النقود والذي يؤدي إلى رفع سعر الفائدة.

****أثر التضخم المتوقع: الارتفاع المستمر للأسعار يرفع معدل التضخم ويدفع المقرضين إلى دفع علاوة زائدة مقابل المعدل المتوقع.

² Disponible sur: www.forum.scpo.com/economie/cannaux-transmission-politique-monetaire.htm

(Consulté le: 09/05/2020).

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

أخرى لقناة سعر الصرف خاصةً على صافي ثروة الأفراد والشركات، فانخفاض سعر صرف العملة الوطنية في ظل عدم توفر مقابل من الأصول بالعملة الأجنبية لديون العملاء؛ يؤدي إلى تدهور في المراكز المالية لهذه الوحدات، الذي بدوره يخفض من الطلب الكلي، وهذا ما يعرف بالأثر على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية¹.

2. نقل الأثر من خلال قناة التضخم: القناة الثانية التي يمكن من خلالها أن ينتقل أثر السياسة النقدية خاصة في ظل نظام الصرف المرن هي قناة التضخم، وذلك من خلال ما يسمى بأثر الانتشار المباشر (Direct Pass Through)، حيث تؤثر تقلبات أسعار الصرف مباشرةً على مستويات التضخم، فانخفاض سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع المستوردة وبالتالي زيادة التضخم².

ثالثاً: قناة أسعار الأصول

تعد هذه القناة تعبيراً عن وجهة نظر المدرسة النقدية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد. حيث يتم انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد من خلال قناتين رئيسيتين أولهما: قناة Tobin للاستثمار (Tobin's Theory of Investment)، والتي تعتمد على ما يسمى بمؤشر Tobin للاستثمار (Q)، والذي يحسب بقسمة القيمة السوقية للشركة في البورصة على تكلفة استبدال رأس المال، وثانيهما قناة أثر الثروة على الاستهلاك³. وفيما يلي تفصيل لآلية عمل كل منهما⁴:

1. قناة توبين للاستثمار: في حالة ارتفاع عرض النقود يكون لدى الأعوان الاقتصاديين أرصدة نقدية فائضة عن حاجتهم الاستهلاكية، حيث يحاولون التخفيض منها عن طريق الاستثمار في البورصة؛ وبالتالي زيادة الطلب على الأوراق المالية، ذلك لأن ارتفاع عرض النقود يخفض من أسعار الأوراق المالية، ويزيد من حيابة الأرصدة النقدية بالمحفظة الاستثمارية للمتعاملين الاقتصاديين. وكرد فعل على ذلك يحاول المتعاملون أن يشتروا المزيد من الأوراق المالية؛ مما يدفع بأسعارها إلى الارتفاع ويرتفع معها مؤشر (Q) كنتيجة مباشرة لذلك ويلبها ارتفاع في حجم الاستثمار، ثم في الناتج المحلي الإجمالي.

¹ أحمد شفيق الشادلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، سلسلة دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 39، الامارات العربية المتحدة، 2017، ص 21.

² Jan Przystupa, *The Exchange Rate In The Monetary Transmission Mechanism*, Bureau of Macroeconomic Research, National Bank of Poland, WP, 2002, P6.

³ Frederic S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England, 2007, p 59.

⁴ Frederic S. Mishkin, *Les Canaux de Transmission Monétaire: Leçon Pour la Politique Monétaire*, Bulletin de la Banque de France, N° 27, Mars 1996, p p 94-95.

$$M \uparrow \Rightarrow Pe \uparrow \Rightarrow Q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

2. قناة أثر الثروة على الاستهلاك: في دراسة أجراها Franco Modigliani سنة 1972 باستخدام نظرية دورة الحياة بين من خلالها بأن نفقات الاستهلاك تتحدد عن طريق مختلف مصادر الإنفاق على المدى الطويل، أي خلال كامل فترة حياة المستهلك، والتي تشمل على رأس المال البشري والمادي والثروة المالية التي تشكل الأسهم العادية فيها الأغلبية. عند قيام السلطات النقدية بسياسة نقدية توسعية ترتفع أسعار الأسهم أو حقوق الملكية، ولقد تم الإشارة إلى كيفية ارتفاعها في النقطة السابقة؛ وHن ارتفاع أسعار تلك الأسهم ترفع من الموارد الكلية للمستهلك خلال حياته، وبالتالي يرفع من استهلاكه، وهو ما يدفع بالطلب الكلي إلى الارتفاع، ومعه يرتفع الناتج.

$$M \uparrow \Rightarrow Pe \uparrow \Rightarrow \text{richesse} \uparrow \Rightarrow \text{consommation} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

رابعاً: قناة الائتمان

إن اعتماد السياسة النقدية على قناة الائتمان المصرفي؛ يمكنها من التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي، ومن ثم على الناتج المحلي الإجمالي. ويتم اللجوء إلى قناة الائتمان بناء على فرضية عدم كمال السوق المالي، أي لا يوجد تكافؤ بين الائتمان المصرفي والسندات أو الأوراق المالية الأخرى، كمصدر تمويلي بالنسبة لبعض أصحاب العجز، بالإضافة إلى أنها لا تعتبر كبديل كاملة في المحافظ الاستثمارية للمصارف التجارية¹. ويشترط لنجاح اعتماد المصرف المركزي على قناة الائتمان اعتماد المؤسسات على الائتمان المصرفي بدرجة أولى من أجل تمويل مشاريعهم، وكذلك قدرة السلطة النقدية على التحكم في منح الائتمان. ويمكن التمييز بين قناتين مختلفتين ضمن قناة الائتمان وهما:

1. قناة الاقتراض المصرفي: تؤدي السياسة النقدية الانكماشية إلى التخفيض في عرض النقود، وبالتالي حجم ودائع الجمهور لدى المصارف ينخفض، وتنخفض بذلك قدرة المصارف على منح الائتمان؛ وتتأثر بصورة خاصة بهذا الانخفاض المشروعات والمؤسسات الصغيرة، حيث تعتمد على مصارف الودائع كمصدر أساسي للاقتراض، كونها لا تقدر على الاقتراض من السوق المالية، وبذلك تتأثر قدرتها الانتاجية، وهذا يؤدي بدوره إلى التقليل من الاستثمار والنمو الاقتصادي بعد ذلك².

2. قناة ميزانية المؤسسات: تمنح المصارف القروض في ظل سياستها الاقتراضية تبعاً للوضع الائتمانية للمقترضين، فعند تطبيق سياسة نقدية توسعية تتحسن ميزانية المؤسسات بسبب

¹ Fernando Barran et al, *transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application a cinq pays de l'OCDE*, CEPII, N°3, juin 1994, p p 4-5.

² بن عليّة فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

انخفاض تكاليف الاقتراض، وترتفع أسعار الأسهم؛ فتزيد المؤسسات في نفقاتها الاستثمارية، وبالتالي الزيادة في الإنتاج والنمو. وفي حالة انخفاض عرض النقود يؤدي ذلك إلى تدهور صافي قيمة المؤسسات والضمانات الممكن تقديمها عند طلب الاقتراض من المصارف؛ فيتأثر استثمار القطاع الخاص، ومنه الإنتاج¹.

المطلب الثالث: الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

تعرف أدوات السياسة النقدية على أنها مجموع الوسائل والطرق المستخدمة من طرف السلطات النقدية لتحقيق أهداف اقتصادية ونقدية، أي تلك الإجراءات النقدية والاقتصادية، والقيود القانونية والإدارية التي تستخدمها السلطات النقدية؛ بهدف التأثير والتحكم في أهداف السياسة النقدية والتمويلية المراد الوصول إليها²، وتستخدم المصارف المركزية من أجل ذلك عددًا معتبرًا من الأدوات المختلفة لإدارة المعروض النقدي، ومراقبة عمليات الائتمان لدى المصارف التجارية. وبرغم من أن مجموع الأدوات تستخدمها تلك المصارف يعتبر محدودًا، إلا أن الاقتصاديين اعتادوا تصنيفها تحت مسميات مختلفة، فمنهم من صنفها إلى أدوات كمية وأخرى نوعية، وآخر يقسمها إلى أدوات إلزامية وأخرى خاضعة لقوى السوق، وهناك التقسيم الذي يفرق بينها من حيث طبيعة كل منها، فيقسمها إلى أدوات غير مباشرة وأدوات مباشرة.

على الرغم من اختلاف تلك التصنيفات إلى أن أدوات السياسة النقدية التقليدية تكاد تكون نفسها، وفي بحثنا هذا سنعتمد على التقسيم الأول الذي يقسم أدوات السياسة النقدية إلى: أدوات كمية، وأدوات كيفية. كون هذا التقسيم هو الأكثر شيوعًا واستعمالًا من طرف الباحثين، والأكثر تداولًا في كتب الاقتصاد. وقد تم إضافة أدوات أخرى لهذا التقسيم، والتي تعتبر كأدوات مساعدة. وفيما يلي تفصيل لأدوات السياسة النقدية التقليدية:

الفرع الأول: الأدوات الكمية للسياسة النقدية

يهدف المصرف المركزي من خلال هذه الأدوات إلى التأثير على حجم الائتمان الذي تمنحه المصارف دون الاهتمام بكيفية استعمال هذا الائتمان، وينعكس استخدام هذه الأدوات في العرض النقدي، إذ تستطيع السلطات النقدية التأثير على حجم النشاط الاقتصادي من خلال تلك الأدوات بشكل (انكماشى) أو (توسعي)، وذلك بالحد أو السماح لمؤسسات الإقراض بمنح المزيد من القروض، بحسب متطلبات الوضع الاقتصادي السائد³، وأبرز الأدوات الكمية المستخدمة لأداء هذا الغرض هي:

¹ ديش فاطيمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ أحمد رمزي محمد عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 68.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

أولاً: سياسة سعر إعادة الخصم (Re-discount Rate)

تمثل هذه السياسة إحدى الأدوات التي يستخدمها المصرف المركزي للتأثير على عرض النقود، وتعتبر من أقدم الأدوات التي استعملتها المصارف المركزية للرقابة على الائتمان، حيث استخدمت لأول مرة عام 1847 من طرف مصرف إنجلترا، وتلاه بعد ذلك مصرف فرنسا عام 1857، ثم طبقه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي عام 1913، واستعمل في الجزائر لأول مرة عام 1972¹.

1. تعريف سياسة معدل إعادة الخصم: هو عبارة عن معدل من معدلات الفائدة، ويسمى بمعدل إعادة الخصم، ويفرض من طرف المصرف المركزي في مقابل إعادة خصم الأوراق الممثلة للديون (مثل الأوراق التجارية) والتي تقدم إليه من طرف المصارف التجارية، حيث تكون هي الأخرى قد خصمتها لصالح زبائنها في وقت سابق. ويمكن أن يسمى بسعر المصرف إذا ما تلقى المصرف المركزي فائدة لقاء تقديم قروض وسلفيات للمصارف والمؤسسات المالية². بالرغم من إمكانية وجود بعض الاختلافات في قائمة الأوراق المالية التي يقبل المصرف المركزي بإعادة خصمها من بلد إلى آخر، إلا أنها عموماً تتكون من ما يلي³:

✓ السندات التجارية التي يكون أجل استحقاقها لمدة معينة (مثل أن تكون 90 يوم) كالكمبيالات، ويمكن اشتراط وجود ثلاثة توقيعات: الساحب، المسحوب عليه والمستفيد حتى تتمتع بضمان أكثر؛

✓ سندات الخزينة ذات أجل محدد؛

✓ أوراق مالية ممثلة لقروض قصيرة الأجل؛

✓ سندات ممثلة لقروض متوسطة الأجل؛

✓ سندات محركة لسلف على الخارج ذات أجل متوسط أو طويل.

2. أثر سياسة معدل إعادة الخصم: يقوم المصرف المركزي بواسطة سياسة معدل إعادة الخصم بتنفيذ سياسته النقدية توسعية كانت أو انكماشية. عند ارتفاع في معدلات التضخم يقوم المصرف المركزي باتباع سياسة نقدية انكماشية؛ للتقليل من عرض النقود المتداولة في الاقتصاد، وذلك من خلال رفع معدل إعادة الخصم؛ مما يؤدي إلى رفع من تكلفة اقتراض المصارف التجارية منه، وهي الأخرى تقوم برفع أسعار الفائدة على قروضها المقدمة للجمهور، ورفع معدل خصمها لأوراقهم المالية والتجارية، فيحجم الأفراد عن تقديم أوراقهم للخصم، كما ينقص إقبال أصحاب المشاريع

¹ صالح مفتاح، وسائل السياسة النقدية في الرقابة على الكتلة النقدية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 14، جوان 2008، ص 39.

² Sophie Brana & al, *économie monétaire et financière*, DUNOD, Belgique, 2012, p 183.

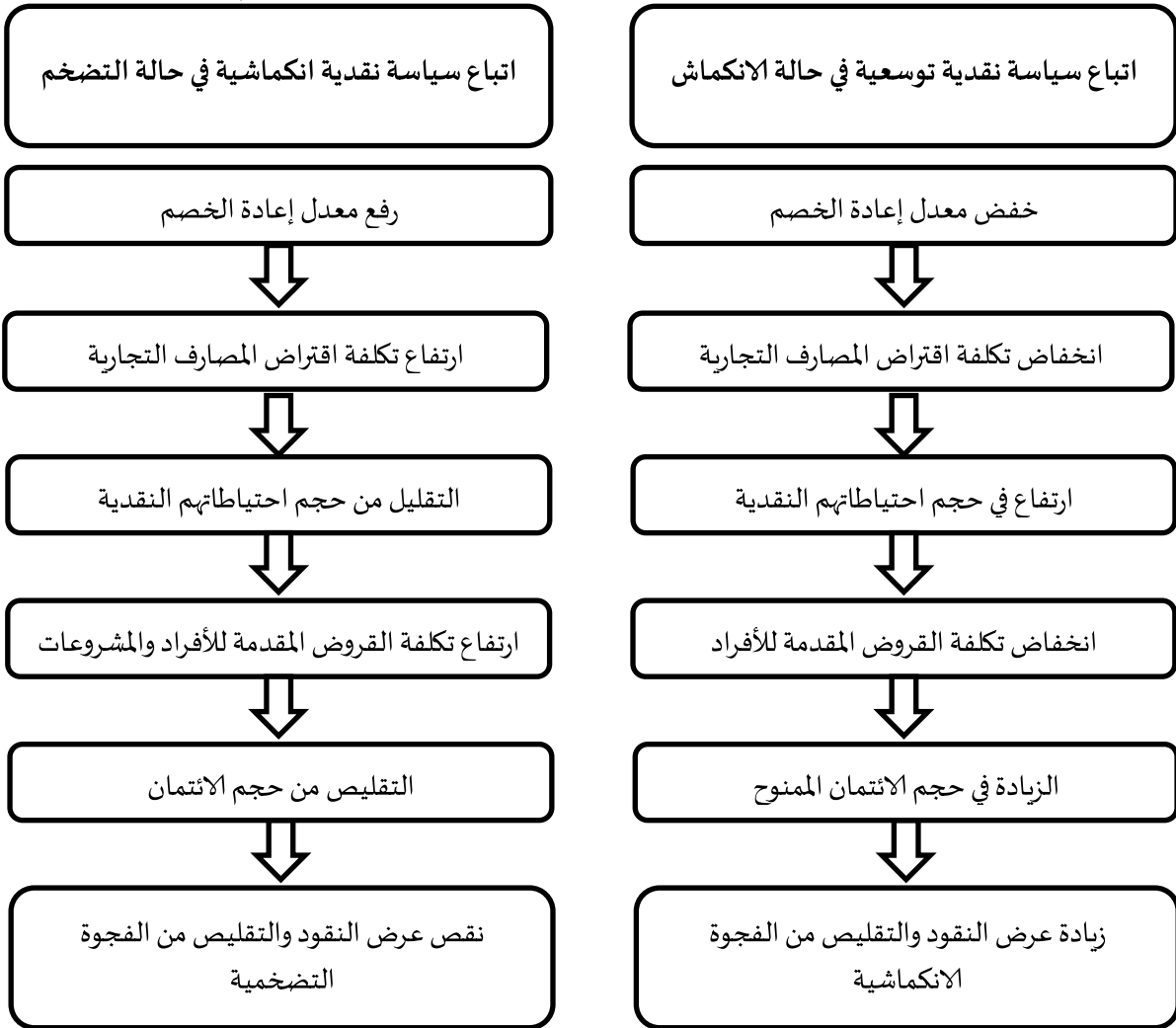
³ بهاء الدين طويل، مرجع سبق ذكره، ص 58.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

عن الاقتراض من المصارف؛ وبذلك تنخفض السيولة في الاقتصاد. وعلى إثر ذلك يتم تقليص حجم الفجوة التضخمية¹.

أما في حالة الركود الاقتصادي (الانكماش) فيتبع المصرف المركزي سياسة نقدية توسعية، من خلال خفض معدل الخصم، ويترتب عليه زيادة الاحتياطيات النقدية لدى المصارف التجارية الذي يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة؛ وبالتالي زيادة قدرتها على منح الائتمان، ومنه زيادة إقبال المشاريع والمستثمرين على طلب القروض، وهو ما ينجم عنه زيادة حجم الائتمان، وتؤدي في النهاية إلى زيادة المعروض النقدي، وتقليص الفجوة الانكماشية. ويمكن إيجاز عملية التوسع والانكماش النقدي سالف الذكر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): آلية عمل السياسة النقدية (الانكماشية-التوسعية) باستخدام أداة معدل الخصم



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- عبد الحلیم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

¹ Farrokh K. Langdana, *Macroeconomic Policy Demystifying Monetary and Fiscal Policy*, 3rd edition, Springer International Publishing, Switzerland, 2016, p 283.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

لا يقتصر دور معدل إعادة الخصم على التحكم في الائتمان في الداخل فحسب، بل يصل تأثيره أيضا إلى العلاقات الاقتصادية الخارجية للدول، ففي حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات وانخفاض القيمة الخارجية للعملة نتيجة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، فإنه وعن طريق قيام المصرف المركزي برفع معدل إعادة الخصم؛ سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق المالية المحلية، والذي يساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة، خاصة إذا كانت أعلى من أسعار الفائدة في الأسواق المالية العالمية، وهذا يؤدي إلى تسجيل فائض في حساب رأس المال على مستوى ميزان المدفوعات، ما يؤدي إلى تحسين وضعيتها هذا الأخير في النهاية¹.

3. فعالية تطبيق سياسة معدل إعادة الخصم: حتى تكون سياسة معدل إعادة الخصم ذات فعالية وتحقق الأهداف المرجوة منها، يتعين توفر عدة عوامل منها²:

✓ اتساع سوق النقد بوجه عام وسوق الخصم بوجه خاص، وهذا يتطلب معاملات كبيرة بالأوراق التجارية؛

✓ لجوء المصارف التجارية إلى المصرف المركزي من أجل الاقتراض، وخصم الأوراق التجارية في كل مرة، ويعني ذلك عدم وجود موارد أخرى تعتمد عليها المصارف التجارية؛

✓ تمتع النشاط الاقتصادي بالاستجابة للتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة داخل الدولة التي تتبع بدورها التغيرات في معدل الخصم.

تستخدم سياسة معدل إعادة الخصم للتأثير في أسعار الفائدة؛ وبالتالي حجم القروض الممنوحة، والذي يسمح بالتحكم في توجيه السوق النقدية، إلا أن هذه الأداة تعتبر قليلة الفعالية، خاصة إذا كانت التغيرات في معدل إعادة الخصم صغيرة، وبالتالي فإن تأثيرها على القروض المصرفية الممنوحة تكون ضعيفة، كما أنه يمكن أن لا تكون المصارف التجارية في حاجة إلى الاقتراض من المصرف المركزي لتوفر موارد أخرى أو لتوفر الأموال لديها.

ثانيا: عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operations)

برزت أهمية هذه الوسيلة منذ سنة 1830، خاصة بعد وضوح محدودية فعالية أداة معدل إعادة الخصم. وكان مصرف إنجلترا أول من استخدمها سنة 1830³، واتجهت الكثير من الدول إلى تطبيق

¹ بن عليّة فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص 19.

² نشيدة فريجة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³ Ulrich Bindseil, *Monetary Policy Operations And The Financial System*, OXFORD UNIVERSITY PRESS, United Kingdom, 2014, p 84.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

عمليات السوق المفتوحة، خاصة المتقدمة منها؛ لتوفرها على أسواق نشطة، والتي يكثر فيها تداول أدوات الدين العمومي المستعملة في هذا المجال¹.

1. تعريف عمليات السوق المفتوحة: يقصد بعمليات السوق المفتوحة تدخل المصرف المركزي في سوق الأوراق المالية، ببيع و/أو شراء الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة، والسندات الحكومية بصورة خاصة، وحتى الذهب والعملات الأجنبية؛ بهدف التأثير على الائتمان، وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة².

2. أثر تطبيق سياسة السوق المفتوحة: يؤثر استخدام سياسة السوق المفتوحة على المعروض النقدي، والتحكم في حجم الائتمان. ويستخدمها المصرف المركزي بحسب حالة الاقتصاد، فإذا كان الوضع الاقتصادي ركودي يقوم المصرف المركزي بشراء السندات الحكومية، وأذونات الخزنة؛ بهدف زيادة كمية النقود المتداولة؛ ومن ثم الزيادة في قدرة المصارف التجارية على منح الائتمان، الذي ينجر عنه التوسع في الاستثمار وامتصاص البطالة، وارتفاع في مستوى الدخل الوطني. أما في حالات التضخم يُقدّم المصرف المركزي على بيع بعض أو كل ما لديه من السندات الحكومية، وأذونات الخزنة للمصارف التجارية، وللجمهور قصد خفض كمية النقد المتداولة؛ وبالتالي انخفاض الطلب الكلي ويتبعه انخفاض في مستويات الأسعار³.

الشكل رقم (2-1): ملخص لأثر تطبيق عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق، الأردن، ط1، 2012، ص 202.

¹ Farrokh K. Langdana, Op-Cit, p 275.

² محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2013، ص 297.

³ أحمد رمزي محمد عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 71.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

3. فعالية سياسة السوق المفتوحة: تتوقف فعالية سياسة السوق المفتوحة على مدى تحقق الشروط التالية¹:

- ✓ توفر سوق مالي يتمتع بدرجة عالية من التنظيم والتقدم، ويتوفر على الحجم الكافي من مختلف أنواع الأوراق المالية اللازمة لهذه العملية؛
- ✓ مدى لجوء المصارف التجارية إلى المصرف المركزي من أجل التمويل، فكلما استغنت هذه المصارف عن اللجوء للمصرف المركزي باستخدام احتياطياتها النقدية الفائضة ومولت نفسها ذاتيا، تقل فرص نجاح هذه السياسة؛
- ✓ مدى مرونة طلب رجال الأعمال على الائتمان الناتج عن التقلب في أسعار الفائدة، حيث تتوقف هذه المرونة على حالتهم النفسية والبيسيكولوجية بين التفاؤل والتشاؤم وتوقعاتهم المستقبلية بشأن الربح والخسارة؛
- ✓ مدى توافر الأوراق المالية المرغوبة لدى المصرف المركزي التي يطرحها للبيع في حالة التضخم أو التي يقبل بشرائها ولو بأسعار عالية في حالة الانكماش، مع استعدادها لتحمل الخسارة عند بيعها، بالإضافة إلى مدى تناسب الأوراق المالية المحتفظ بها مع الأهداف المراد تحقيقها؛
- ✓ مدى استقلالية المصرف المركزي، حيث كلما تمتع باستقلالية أكبر كلما كانت هذه الأداة أكثر فعالية؛
- ✓ توفر النطاق الملائم، حيث إجراء هذه العمليات على مستوى نطاق واسع يمكن أن تؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، وكذا أسعار فائدها؛ الأمر الذي يرهن ربحية المصارف التجارية، وقد يقودها إلى اتخاذ سياسة دفاعية قد لا تتوافق والأهداف المرجو تحقيقها من السياسة النقدية.

ثالثا: التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني (Required Reserve Ratio)

يعود ظهور هذه الأداة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1933²، وقد تم الاعتماد عليها كأداة للتأمين على أموال الزبائن المودعة لدى المصارف التجارية؛ خاصة بعد موجة إفلاس عدة مصارف بعد أزمة الكساد العظيم. ولم يتخذ هذا الإجراء من أجل التحكم في مستوى الائتمان أو كبح التضخم، ولا لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة.

1. تعريف نسبة الاحتياطي القانوني: تسمى أيضا بنسبة الاحتياطي الإجباري: والمقصود بها هي تلك النسبة التي يفرضها المصرف المركزي على ودائع المصارف التجارية، ويتم اقتطاعها والاحتفاظ بها في

¹ جمال بن دعاس، مرجع سبق ذكره، ص ص 192-194، بتصرف.

² عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

حساب المصرف التجاري المفتوح لدى المصرف المركزي على شكل رصيد دائم غير منتج للفوائد. ويحدد معدله بالرجوع إلى نسبة الودائع والقروض المقدمة للاقتصاد، ويختلف عن الاحتياطي النقدي الذي يمثل نسبة السيولة التي تحتفظ بها المصارف عادة من أوراق نقدية وأصول سائلة لمواجهة السحوبات المحتملة، وتسوية العمليات اليومية¹.

2. أثر تطبيق سياسة التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني: يمكن ملاحظة أثر استخدام أداة نسبة الاحتياطي القانوني على المستويين الداخلي والخارجي، فعلى المستوى الداخلي وفي حالة الكساد يقوم المصرف المركزي بزيادة المعروض النقدي، وذلك من خلال تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني؛ الأمر الذي يؤدي إلى زيادة القدرة الائتمانية لدى المصارف التجارية، وبالتالي يعمل ذلك على تشجيع الاستثمار. أما في حالة وجود وضع تضخمي، وتريد السلطات النقدية محاربتة باتباع سياسة نقدية انكماشية، فإنها تقوم برفع نسبة الاحتياطي القانوني؛ الذي يعمل على تقليص قدرة المصارف التجارية على منح الائتمان، ويؤدي بدوره إلى انخفاض الاستثمار، وكذا معدلات التوظيف، ونقص في الطلب على القروض، ومن ثم تنخفض الأسعار². والشكل الموالي يلخص كيف تعمل أداة نسبة الاحتياطي القانوني على المستوى الداخلي.

الشكل رقم (3-1): ملخص لأثر تطبيق سياسة التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني على عرض النقود



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- عبد الحلیم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 87، بتصرف.

¹ بن ذببة يمينة، أدوات السياسة النقدية في الجزائر ومقدرتها على معالجة التضخم (1996-2014)، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد 3، العدد 4، ديسمبر 2015، ص 137.

² عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

أما على المستوى الخارجي فإن أداة نسبة الاحتياطي القانوني تعطي للمصرف المركزي إمكانية التحكم في احتياطات المصارف التجارية، ففي حالة عجز في ميزان المدفوعات، وخروج رؤوس الأموال إلى الخارج، فإن المصرف المركزي يخفض نسبة الاحتياطي القانوني؛ وبالتالي يساهم هذا في جلب أموال المصارف التجارية الموظفة في الخارج من أجل استثمارها، وتقديمها على شكل قروض محليا، ومن ثم ستعمل هذه الآلية على معالجة اختلال ميزان المدفوعات.

3. فعالية أداة سياسة التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني: يمكن أن يحد من فعالية سياسة التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني مجموعة من القيود، التي ترجع في الأساس إلى¹:

✓ ملكية المصارف التجارية لاحتياطات حرة فائضة أو كان لديها مصادر هامة للحصول على التمويل دون اللجوء إلى المصرف المركزي يحد من فعالية تغير معدل الاحتياطي القانوني؛

✓ في حالات الركود الاقتصادي فإن أي تغير في الاحتياطي القانوني قد لا يؤدي بالضرورة إلى التغيير في حجم الائتمان الممنوح للاقتصاد؛

✓ احتمال ارتفاع تكلفة الاقتراض الناتجة عن تأثر أرباح المصارف التجارية نتيجة التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني؛

✓ نسبة الاحتياطي القانوني قد تكون غير مجدية بالشكل المطلوب، لاعتماد المصارف التجارية في تحديد سياساتها الائتمانية على مقدار أرصدها الأجنبية، وعلى أساس نسبة مقدار القروض إلى الودائع، إلى جانب مقدار احتياطياتها النقدية؛

✓ رفع معدل الاحتياطي القانوني يؤدي إلى تقليص قدرة المصارف التجارية على منح الائتمان؛ مما يجعلها تسعى إلى تعويض النقص في السيولة من خلال بيعها للسندات العمومية التي لديها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عرض تلك السندات، وبالتالي انخفاض أسعارها.

يتم اعتماد أداة نسبة الاحتياطي القانوني بشكل أكبر في البلدان النامية، ويكون له أهمية وفعالية أكثر من الأدوات الأخرى، بالنظر لعدم توفر أسواق مالية متقدمة، وحالة عدم اليقين في السياسات الاقتراضية التي تعتمدها المصارف التجارية؛ أما بالنسبة للدول المتقدمة فهي تستخدم عمليات السوق المفتوحة بكفاءة، حيث تحتل المترتبة الأولى في ترتيب أدوات السياسة النقدية، ولا تستخدم التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني إلا في حالات خاصة.

¹ أنظر كلا من:

- جمال بن دعاس، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-191.

- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 86-87.

الفرع الثاني: الأدوات الكيفية للسياسة النقدية

رأينا سابقًا بأن الأدوات الكمية تؤثر مباشرةً على حجم الائتمان الكلي، وتوظيف الأموال واستثمارها، فهي أدوات تتصف بالشمولية؛ إذ تتدخل السلطة النقدية في القطاعات ككل. ويأتي استخدام الأدوات الكيفية أو كما تسمى في بعض المراجع النوعية، للتأثير على نوعية واتجاه الائتمان، وليس على حجمه الكلي. فهي سياسة مباشرة توجه وتسمح بمراقبة الائتمان، وتستخدم الأدوات الكيفية في تنظيم أنواع معينة من القروض، وتوجيه الإنفاق في وجوه معينة، فقد تعمل على تشجيع القروض الاستثمارية دون القروض الاستهلاكية، أو تشجع القروض قصيرة الأجل والحد من القروض طويلة الأجل، وكذلك يمكن أن تتدخل السياسة النقدية من أجل دعم قطاعات معينة: كأنشطة التي تعاني من عدم الاستقرار أو بعض الصعوبات. وتتخذ الأدوات النوعية أشكالاً عدة نذكر منها ما يلي:

أولاً: النسبة الدنيا من السيولة

هي نسبة معينة من الأصول السائلة أو التي يمكن تسيلها في مدة قصيرة من جملة الودائع المصرفية التي تكون محفوظة داخل خزائن المصارف التجارية؛ من أجل مقابلة طلبات السحب الطارئة المقدمة من أصحاب الودائع. وتستخدمه المصارف المركزية بغرض تحقيق رقابة على المصارف التجارية والمحافظة على سلامة أعمالها، وكذا حماية حقوق المودعين. إذاً فبواسطة هذه النسبة يمكن للسلطات النقدية التحكم وضبط مقدرة المصارف التجارية على خلق التمويل المصرفي، ويتم الرفع فيها أو التخفيض منها بحسب الوضع الاقتصادي السائد¹.

ثانياً: تنظيم القروض الاستهلاكية

هو عبارة عن إجراء هدفه تنظيم منح القروض، حيث تقوم بموجبه السلطات النقدية بفرض حد أقصى من خلال تسقيف مبالغ الأموال التي تمنحها المصارف التجارية لأغراض استهلاكية، ويمكن أن يتم تحديد نسبة معينة خلال السنة²، وترفق عادة سياسة تنظيم القروض الاستهلاكية بمجموعة من برامج استقرار الكتلة النقدية، والتقليل من النفقات العامة، وتعمل على تشجيع الادخارات، وتقوم بإصدار سندات، والقيام بتخفيض الكتلة النقدية الزائدة بكل الوسائل الممكنة³.

¹ عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص 166.

² فاطمة الزهراء خبازي، إدارة السياسة الاقتصادية في ظل ترتيبات سعر الصرف المختلفة، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2019، ص 35.

³ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، مرجع سبق ذكره، ص 156.

ثالثاً: الودائع المشروطة من أجل الاستيراد

إذا كان ميزان المدفوعات في دولة ما يعاني من عجز وكان حجم وارداته ضخماً، تقوم الدولة باستخدام السياسة النقدية للحد من ذلك العجز، حيث يلجأ المصرف المركزي إلى استخدام أسلوب الودائع المشروطة من أجل الاستيراد، ويتم ذلك من خلال إجبار المستوردين على إيداع المبلغ اللازم لتسديد فاتورة الاستيراد على شكل ودیعة لدى المصرف المركزي لفترة معينة، وبما أن معظم المستوردين لا يقبلون بتجميد أموالهم، وبالتالي يقدمون على طلب الائتمان من المصارف التجارية لضمان الأموال اللازمة للإيداع، وكل هذا من شأنه العمل على التقليل من حجم العملية الائتمانية لتمويل الواردات وزيادة تكلفتها؛ وكنيجة لذلك تنخفض الواردات، ويعالج الاختلال الموجود في ميزان المدفوعات¹.

رابعاً: السقوف التمويلية

تعمل السقوف التمويلية على الحد من التوسع في التمويل الإجمالي بجعله عند المستوى المطلوب للتوسع النقدي والتمويلي الذي يهدف المصرف المركزي لتحقيقه. ويمكن أن تتعرض المصارف التجارية لعقوبات من طرف المصرف المركزي في حالة ما تجاوزت النسب المسموح بها، وتختلف هذه العقوبات من دولة لأخرى، بحيث يمكن أن يفرض على المصرف التجاري المخالف تكوين ودائع خاصة لدى المصرف المركزي دون مقابل، كما يمكن أن يصل حجم تلك الودائع مبلغ التجاوز، وبتطبيق هذه السياسة يضطر المصرف التجاري إلى إعادة التمويل من المصرف المركزي، وبسعر فائدة يساوي أو يفوق السعر السائد في السوق النقدية، وبمبالغ تساوي أو تفوق مبالغ القروض الممنوحة².

خامساً: قيام المصرف المركزي ببعض العمليات المصرفية

قد يقوم المصرف المركزي بالدخول إلى السوق النقدي كمنافس للمصارف التجارية، من خلال قيامه ببعض الأعمال التي هي من اختصاص المصارف التجارية، كتقديم القروض لبعض القطاعات الأساسية في الاقتصاد عند امتناع المصارف التجارية عن تمويلها أو لعدم كفاية مواردها لتغطية كامل الطلب على الائتمان. ويستعمل هذا الأسلوب في البلدان التي تكون فيها أدوات السياسة النقدية ذات أثر محدود، وغير كافية³.

بالإضافة إلى الأدوات الكيفية سالفة الذكر، هناك أدوات كيفية أخرى يمكن للمصرف المركزي استخدامها، ويمكن ذكرها باختصار كما يلي⁴:

¹ رملوي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 11.

² لعلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 77.

³ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 81.

⁴ للمزيد من التفاصيل يمكن الاطلاع على:

- محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص ص 109-111.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

- ✓ هامش القروض المضمونة بسندات وتتم من خلال تحديد الهامش المطلوب لمنح القرض؛
- ✓ التمييز في معدلات الفائدة من خلال التخفيض في أسعار الفائدة على القروض المقدمة لقطاعات تريد الدولة تشجيعها؛
- ✓ تغيير شروط الاحتياطي القانوني بحيث يسمح للمصارف التجارية وقصد دعم بعض القطاعات بإقراض مبالغ تفوق قدرتها الإقراضية؛
- ✓ تسديد الخزينة لجزء من الفوائد، مثل ما تفعله الدولة اتجاه القروض الممنوحة للشباب من أجل انشاء مؤسساتهم في مقابل دفعهم لجزء فقط من الفائدة، ويغطي الباقي من خزينة الدولة.

الفرع الثالث: أدوات أخرى للسياسة النقدية (مساعدة)

في حالة ضعف أو عدم فعالية كل من الأدوات الكمية والكيفية في تحقيق أهداف السياسة النقدية قد يلجأ المصرف المركزي إلى استعمال أدوات أخرى، تسمى بالأدوات المساعدة، والتي يستعملها من أجل زيادة فعالية الأدوات الأخرى. كما أنه وفي إطار سياسة المصرف المركزي لتوجيه الائتمان، يسعى هذا الأخير للتأثير في أداء المصارف التجارية التي تعمل تحت رقابته من خلال تقديم النصح والإرشاد والمشورة لها، سواء كان ذلك بأسلوب الإقناع الأدبي (المعنوي) أو عبر تعليمات تكون مباشرة وملزمة للمصارف التجارية.

أولاً: الإقناع الأدبي (المعنوي)

هي أداة تستخدم لإقناع المصارف التجارية؛ حيث يستخدمها المصرف المركزي من أجل انتهاج سياسة ائتمانية معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية ملزمة. ويتوقف نجاح وفعالية هذه الطريقة على خبرة وهيبة ومكانة المصرف المركزي، وقدرته على مقاومة الضغوطات التي يمكن أن تواجهه، ومدى ثقة المصارف التجارية في إجراءاته، وقدرتها على التعامل معه¹. ويأخذ الإقناع الأدبي عدة أشكال نذكر منها²:

- ✓ التحذير بعدم قبول خصم الأوراق التجارية، والطلب من المصارف التجارية عدم إقراض مشروعات معينة؛
- ✓ الطلب من المصارف التجارية الامتناع عن قبول ضمانات معينة.

¹ سامي السيد، النقود والبنوك والتجارة الدولية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 2018، ص ص 223-224.

² محمود حامد محمود، الاقتصاد النقدي، دار حميثرا للنشر، القاهرة، مصر، ط 1، 2017، ص 186.

بموجب هذه الأداة يقوم المصرف المركزي بالإفصاح عن حالة الاقتصاد الوطني للرأي العام، بعرض الحقائق والأرقام والإحصائيات المتعلقة بالاقتصاد الوطني؛ ليبرر للجمهور تبنيه سياسة ائتمانية دون أخرى، كما ويمكن له التأثير في كمية المعروض النقدي من خلال قراراته باستقبال المصارف التجارية للودائع وتقديم التسهيلات. بعد إطلاع المصارف التجارية العاملة تحت سلطة المصرف المركزي على مختلف الحقائق والإحصائيات الخاصة بالاقتصاد الوطني يمكنهم اتخاذ مواقف تتفق وهذه الوقائع، وبالتالي تتماشى مع ما يريده المصرف المركزي¹.

ثالثاً: التعليمات والتوجيهات

في بعض الأحيان يضطر المصرف المركزي إلى التواصل مباشرة بمدراء المصارف لإعطائهم تعليماته الجديدة، عن طريق الهاتف أو الفاكس أو بواسطة مختلف الوسائل الإلكترونية الحديثة، المتعلقة بحجم الائتمان الممنوح المرغوب، وكذا نوعه وكيفية توجيهها؛ لكي يتمكن من السيطرة على السياسة الائتمانية المراد تنفيذها. كما يمكن للمصرف المركزي إصدار توجيهات يطالب فيها المصارف التجارية بأن تستثمر أموالها في السوق المالية لمضاعفة مدخراتها المالية، ويمكن أن يحثها على التعامل في قطاعات اقتصادية يرغب في تشجيعها على حساب قطاعات اقتصادية أخرى².

رابعاً: الرقابة المباشرة وغير المباشرة

تعد التدابير النقدية والمالية المستخدمة لتحقيق الاستقرار النقدي ومن ثم الاقتصاد، تدابير غير مباشرة تفضل الكثير من السلطات النقدية استخدامها خاصة في ظل الظروف العادية، حيث يمكن تمييزها عن الرقابة المباشرة مثل تلك الرقابة التي تمارسها الدولة على الأسعار والأجور والتقنيين، والتي تستخدم في الحالات الاضطرارية. تفضل المصارف المركزية للدول المتقدمة أسلوب الرقابة غير المباشرة على أعمال المصارف التجارية، حتى تترك الحرية التامة لعمل آلية السوق بدلا من التدخل المباشر³.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية وحدود السياسة النقدية التقليدية

تعرض النظام الرأسمالي إلى العديد من الأزمات المالية منذ نشأته إلى اليوم، ولعل أزمة الكساد الكبير في 1929 تعد أخطر وأكبر أزمة في القرن العشرين، حيث اجتاحت العديد من دول العالم فارتفعت معدلات الفقر والبطالة في المجتمع، وكانت الأزمة برهانا على عجز النظرية الكلاسيكية في إعادة التوازن

¹ عبد الرزاق بن عمرة، مرجع سبق ذكره، ص 227.

² عبد الحلیم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ سعدون حسين فرحان وثابت خليل إبراهيم، الاستقرار النقدي وأثره في النمو الاقتصادي في عدد من الدول النامية للمدة (1990-2010)، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 4، العدد 2، 2014، ص ص 145-144.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

التلقائي للأسواق، حيث بسببها ظهرت المدرسة الكينزية التي نادى بضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي؛ قصد الخروج من الأزمة. توالى الأزمات المالية واحدة تلو الأخرى وتنوعت، وتعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008 الأعنف منذ بداية القرن الحالي، حيث كانت بدايتها في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت بفعل أثر العدوى، وترابط الأسواق المالية إلى باقي دول العالم لتصبح أزمة مالية عالمية.

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، سنستعرض في المطلب الأول الإطار النظري العام للأزمات المالية، وذلك بتعريفها، والتعرض لمختلف أنواعها، وكذا أسبابها؛ وفي المطلب الثاني سيتم فيه التطرق ببعض التفصيل للأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وذلك بتسليط الضوء على تعريفها، وأهم مسبباتها، وكذلك نتائجها سواء على القطاع المالي أو الحقيقي؛ وفي المطلب الثالث سيتم توضيح أسباب فشل أدوات السياسة النقدية التقليدية في احتواء الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

إن الأزمات المالية عبارة عن أحداث عادية ومتكررة في ظل النظام الاقتصادي المنتهج، والتي يجب أن تكون في مركز هام في تفكيرنا واهتماماتنا. إذ يعد تاريخ الأسهم حافل ومملوء بالفقاعات السعوية وانفجارها، وما يتبعها بعد ذلك من انهيار للبورصات، وظهور مختلف أنواع الأزمات، وقد شهد على ذلك احصاء العشرات بل المئات من الأزمات المالية في مختلف الدراسات الإحصائية التاريخية التي يعدها الباحثون بين الحين والآخر.

إن موضوع الأزمات المالية وحده يمكن أن يكون فصلاً كاملاً كما هو موجود في العديد من الأطروحات، وتناولنا إياه لأهميته النسبية، حيث سنحاول الوصول إلى تصور شامل، ومختصر للأزمة المالية، وذلك من خلال تحديد مفهومها، وأهم أنواعها، وفي الأخير سيتم عرض أهم المؤشرات الاقتصادية التي تسمح بالتنبؤ بإمكانية حدوثها.

الفرع الأول: مفهوم الأزمات المالية

لا يوجد تعريف محدد وموحد للأزمة المالية، وذلك لتباين واختلاف مسبباتها وكذا طرق تصحيحها، وفيما يلي سوف نستعرض أهم التعاريف في الفكر الاقتصادي حول الأزمات المالية:

يعرفها Frederic S. Mishkin كما يلي: إن الأزمة المالية هي اضطراب للأسواق المالية، حيث يصبح الاختيار السلبي، ومشاكل الأخطار المعنوية أسوأ بكثير، وتكون فيها الأسواق المالية غير قادرة على توجيه الأموال بكفاءة إلى أولئك الذين لديهم فرص الاستثمار الأكثر إنتاجية. وبالتالي تؤدي الأزمة المالية إلى عدم قدرة الأسواق المالية على العمل بكفاءة، مما يؤدي إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي¹.

¹ Frederic S. Mishkin, **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, University of Chicago Press, January 2003, on line: <http://www.nber.org/books/feld03-1>, p 95.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

ركز هذا التعريف على الأزمة التي تحدث في سوق الأوراق المالية، والتي تعتبر أزمة بورصة والتي تشكل أحد أنواع الأزمات المالية التي سنتطرق إليها بشكل من التفصيل خلال الفرع الثاني.

كما يعرفها Michel Aglietta بأنها عبارة عن تلك الاضطرابات التي يمكن أن ينتقل تأثيرها إلى كل متغيرات النظام المالي، والنتيجة عن مخاطر النظام، يعني وقوع حدث نظامي قوي يكفي لإحداث أزمة مالية¹.

ويقصد كذلك بالأزمة المالية التدهور الكبير في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول، وأهم ما يميزها فشل النظام المصرفي داخل الدولة في القيام بوظائفه الرئيسية، وينعكس ذلك على التدهور في قيمة العملة، وكذلك في أسعار الأسهم؛ وعليه تنعكس أثارها السلبية على القطاع الإنتاجي وعلى التوظيف، كما قد تؤدي إلى إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية. وتحدث عادة الأزمات المالية بشكل مفاجئ ناتج عن أزمة ثقة في النظام المالي ككل، المتسبب فيها بشكل رئيسي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بمبالغ معتبرة إلى داخل الوطن، وما يرافقها من توسع كبير في منح القروض، حيث قد تمنح حتى بدون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، ولما تنخفض القيمة الاسمية للعملة المحلية، إلى أن يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، الذي يؤدي إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج، وهنا تحدث الأزمة².

مما سبق من تعاريف يمكن القول بأن الأزمة المالية هي عبارة عن خلل في النظام المالي لدولة أو لمجموعة من الدول يكون على شكل انهيار شبه كلي للنظام المالي، وتؤثر كليا أو جزئيا على مجموعة من المتغيرات المالية الأخرى، قد تمس حجم القروض الممنوحة والودائع المستلمة، وأسعار وحجم التداول في الأصول المالية (الأسهم والسندات)، وقد تتأثر أيضا بقيمة العملة. وقد تمتد أثارها إلى القطاع الحقيقي كالإنتاج والعمالة، وبالتالي تتحول إلى أزمة اقتصادية.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية بحسب أسبابها، وكذا القطاع الذي مسته، وتتمتع بدرجة عالية من التقاطع والتشابك فيما بينها. هناك من يصنف الأزمات المالية إلى أزمة السيولة الدولية، وأزمة الديون، والأزمة المنظومية إلا أن التقسيم الشائع للأزمات المالية يشتمل على أربعة أنواع: الأزمة المصرفية، أزمة العملة (سعر الصرف)، أزمة البورصة (السوق المالية)، وأخيرا أزمة المديونية.

¹ Michel Aglietta, Macroéconomie financière Crises financières et régulation monétaire, 4^{eme} édition, la découverte, paris, 2005, p8.

² عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999، ص ص 200-201.

أولاً: الأزمة المصرفية

تستخدم المصارف في العادة نسبة كبيرةً من ودائع عملائها في عمليات الإقراض والتشغيل، وعندما تحدث زيادة كبيرة ومفاجئة في سحب الودائع بما لا تتناسب مع النسبة المحددة من هذه الودائع والمحتفظ بها لدى المصرف في شكل سيولة لمواجهة طلبات السحب اليومية المعتادة، يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى المصرف. وعندما تتفاقم هذه الأزمة يقبل الزبائن على سحب ودائعهم سالكين في ذلك سلوك القطيع من المصارف الأخرى، والتي ليس بالضرورة أن تكون هي الأخرى تعاني من أزمة سيولة، بل قد تكون مصارفاً سليمةً وذات ملاءة مالية جيدة، فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية إذ تمس القطاع المصرفي بأكمله. لا تكون الأزمة المصرفية أزمة سيولة فقط، فيمكن أيضاً أن تكون أزمة ائتمان، حيث تحدث عندما تحجم المصارف عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن رغم توافر الودائع لديها خوفاً من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب في حال حدوثها¹، وخير دليل على ذلك ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عند انهيار مصرف الولايات المتحدة (Bank Of United States) عام 1951 ومصرف (Steans Bear)².

ثانياً: أزمة العملة (Currency Crisis)

تُسمى أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، حيث تعتبر أزمة العملة من أكثر الأزمات المالية شيوعاً، وتحدث نتيجة للتغير المفاجئ في أسعار الصرف الناتج عادةً عن هجوم مضاربي عنيف، وذلك بشكل مؤثر على أداء الدور التقليدي للعملة كوسيط للتبادل أو كمخزن للقيمة. وتحدث تلك الأزمات عند قيام المصرف المركزي بخفض قيمة العملة نتيجة لعمليات المضاربة، وبالتالي قد يؤدي هذا القرار إلى إحداث انهيار كبير في سعر صرف العملة. كما يمكن أن تحدث أزمة العملة نتيجة التوسع في منح الائتمان؛ الذي ينجم عنه ارتفاع حجم الديون المشكوك في تحصيلها لدى المصارف المحلية، وعند ذلك يحدث انخفاض في القيمة الاسمية للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية الأخرى، إلى أن يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، مؤدياً ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج³.

هناك طريقتين أو مؤشرين يستخدمان في العادة لتحديد ما إذا كان الاقتصاد به أزمة عملة من عدمه، أولهما أن يكون التدهور في قيمة العملة مقابل أحد العملات الرئيسية خلال مدة سنة أكثر من

¹ يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2015، ص 42.

² زموري مونية، التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية دراسة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019، ص 103.

³ يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الحدود المعقولة المقدرة بـ 25%¹؛ أما الطريقة الثانية التي يمكن أن يعتمد عليها هي حساب مؤشر ضغوط المضاربة على العملة. حيث يتم بناء هذا المؤشر بمقارنة معدل التغير الحادث في سعر صرف العملة بمعدل التغير في مستويات الاحتياطيات الرسمية ومعدلات الفائدة، حيث أن استخدامهما يعبر عن مدى دفاع السلطات النقدية عن سعر صرف العملة، ونكون أمام أزمة عملة عند انحراف هذا المؤشر بأكثر من 1.5 مرة عن قيمته المتوسطة².

يمكن أن تتفاعل الأزمات (الأزمة المصرفية وأزمة العملة) سالفتي الذكر فتؤدي الأزمات المصرفية إلى حدوث أزمة عملة أو العكس، ويتم رصد هذا التفاعل ما بين الأزميتين كما يلي³:

1. من أزمة مصرفية إلى أزمة عملة: إذا قام المصرف المركزي بمحاولة إنقاذ بعض المصارف المتعثرة عن طريق تقديم المزيد من القروض والائتمان، فسيؤدي هذا إلى ارتفاع حجم المديونية المحلية للمصارف، والتي يتولد عنها أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية وطلب عملات أجنبية في مقابلها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كبير في سعر صرف العملة المحلية وامتصاص الاحتياطي الأجنبي فتحدث أزمة عملة.

2. من أزمة عملة إلى أزمة مصرفية: عندما يتوقع المتعاملون أزمة عملة، وتحسبا لانخفاض قيمة العملة المحلية، يسعون إلى التخلص من هذه الأخيرة، وامتلاك بدلها عملات أجنبية؛ الأمر الذي قد ينتج عنه نوع من حالة هستيرية على سحب ودائعهم من المصارف، وانخفاض احتياطات هذه الأخيرة من الأصول الأجنبية، فيتقهقر وضعها المالي، وباستمرار هذا الانخفاض وعمومه في جميع المصارف في القطاع المالي تحدث أزمة مصرفية.

ثالثا: أزمة البورصة

يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة، حيث تتكون الفقاعة عندما تتجاوز أسعار تداول الأصول سعرها العادل، في شكل ارتفاع غير مبرر، حيث أن الغرض من شراء هذه الأصول هو المضاربة على استمرار ارتفاع أسعارها وليس لكونها تولد دخلاً، في هذه الحالة يصبح انفجار الفقاعة وانهيار أسعار الأصول مسألة وقت، وذلك عند توجه المتعاملين بقوة لبيعها؛ فيبدأ

¹ Jeffrey Alexander Frankel, Andrew Kenan Rose, Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators, Journal of International Economics, Elsevier, vol. 41(3-4), 1996, p 3.

² براهيم دلال، قياس استقرار الأداء المالي للبنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م -دراسة تطبيقية لمجموعة من البنوك الإسلامية في بعض الدول العربية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017-2018، ص 77.

³ أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، بدون سنة النشر، ص ص 21-22.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

سعرها في الهبوط، وتنتشر حالات من الذعر في الوسط المالي فتنهار الأسعار، ويمتد هذا الانهيار إلى أسعار الأصول الأخرى سواءً في نفس القطاع أو في قطاعات اقتصادية أخرى¹.

يمكننا القول بأننا بصدد مواجهة أزمة البورصة بطريقتين: حسب الطريقة الأولى نقول بأن السوق المالي يعاني من أزمة إذا تجاوز انخفاض مؤشر أسعار السوق خلال فترة معينة مقارنة بقيمة فترة مرجعية نسبة 20%، والتي تم تحديدها اعتمادًا على نسب انهيار أزمي سنة 1929 وسنة 1989. أما الطريقة الثانية فيتم تحديد حدوث أزمة في سوق المال بالاعتماد على انحراف قيمة مؤشر السوق بـ 1.5 إلى 2 مرات الانحراف المعياري على أساس فترة مرجعية محسوبة سابقًا².

رابعاً: أزمة المديونية

تحدث أزمة المديونية عندما يتوقف بلد أو مجموعة من البلدان المقترضين عن سداد ما عليهم، أو عندما يتوقع المقرضون أن التوقف عن سداد مستحقاتهم ممكن الحدوث، وعلى هذا الأساس يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية قروضهم القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو دين سيادي عام. إن المخاطر المتوقعة عن توقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد يؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي³.

الفرع الثالث: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية

إن الأسباب وراء حدوث الأزمات المالية كثيرة ومتنوعة، وتختلف بحسب نوع الأزمة التي تضرب الاقتصاد، فمنها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي. ولعله يمكننا إرجاع أهم الأسباب التي تزيد من خطورة الأزمة، وتأثيراتها على مختلف المتغيرات الاقتصادية في النقاط التالية⁴:

أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

إن عدم الاستقرار في المتغيرات الاقتصادية الكلية سواء الداخلية منها أو الخارجية تعتبر عنصراً مهماً في حدوث الأزمات المالية، فعلى سبيل المثال: انخفاض شروط التبادل التجاري كمتغير خارجي يعد عنصراً ذا تأثير كبير في حدوث الأزمات المالية، فحسب بيانات البنك الدولي فإن حوالي 75% من الدول

¹ زايري بلقاسم ومهدي ميلود، الأزمة المالية الدولية "نظرية للأزمة أم أزمة نظرية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 3.

² برايج دلال، مرجع سبق ذكره، ص 78.

³ حسن كريم حمزة وحسن شاكر الشمري، أسواق الأوراق المالية العربية بعد عام من الأزمة، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 3، العدد 17، 2010، ص 12.

⁴ لمزيد من التفاصيل، حول مؤشرات التنبؤ بالأزمات يمكن الرجوع إلى:

- بولعسل شمس الدنيا، الأزمة المالية - أزمة الائتمان العقاري- وانعكاساتها على اقتصاديات بعض الدول النامية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر3، الجزائر، 2016-2017، ص 6-9.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

النامية التي تعرضت لأزمات مالية كانت قد شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة¹، كما وبعد انخفاض شروط التبادل التجاري في كل من فنزويلا والإكوادور سبباً رئيسياً لأزمتهما المالية، إضافةً إلى اعتمادهما الكبير على صادرات البترول، مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

إن التقلبات في أسعار الفائدة العالمية تعد هي الأخرى أحد أهم المصادر الخارجية للأزمات المالية فبالإضافة إلى تأثيرها على تكلفة الإقراض تؤثر كذلك على تدفقات الاستثمار الأجنبي، حيث أنه ما بين 50-70% من التدفقات المالية من وإلى الدول النامية خلال فترة التسعينيات كانت أسبابها المباشرة تقلبات أسعار الفائدة، كما وتعد التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية متغيراً آخرًا مهمًا في عدم استقرار الاقتصاد الكلي على المستوى الخارجي. أما بالنسبة للمتغيرات الداخلية فيعد التضخم عنصر حسم في كونه يحد من قدرة القطاع المصرفي على قيامه بالوساطة المالية خاصةً في ما يتعلق بمنح الائتمان، مثلما وقع في أمريكا الجنوبية، حيث كان ارتفاع مستويات الأسعار عامل أساسي في حصول ركود اقتصادي.

ثانياً: اضطرابات القطاع المالي

عادةً ما تحدث الأزمات المالية بشكل غير منتظر بسبب أزمة ثقة في النظام المالي، ويعد تدفق رؤوس أموال بمبالغ ضخمة للداخل أهم أسبابها، والتي يرافقها توجه كبير وسريع في منح الائتمان دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقرضين؛ ما يؤدي إلى انخفاض في قيمة العملة الذي بدوره يقود التدفقات الرأسمالية باتجاه عكسي نحو الخارج. أثبت واقع العديد من الأزمات المالية التي كانت في تسعينات القرن الماضي بأن السبب الجوهرى وراءها هو وجود بعض المؤسسات المالية المستعدة لمنح قروض لأشخاص أو مؤسسات أو دول دون ضمانات كافية؛ وذلك على أمل تحقيق أرباح أكبر من تلك المحتمل تحقيقها من جراء منح قروض بضمانات أكبر وبمخاطر أقل، أي أنه يتم منح قروض تكون احتمالات سدادها محفوفة بالمخاطر. وكخلاصة لذلك فإن للتحرر المالي، وعولمة الاقتصاد دور كبير في نشوء الأزمات المالية².

ثالثاً: ضعف نظام الرقابة والإفصاح

حسب الكثير من المتابعين والمختصين فإن ضعف النظم المحاسبية المتبعة، والقوانين ومختلف التنظيمات، وكذا إجراءات الإفصاح المحاسبي، وبصفة خاصة ما تعلق بالديون المتعثرة ونسبتها في محفظة المصرف، والقدرة الائتمانية للعملاء والمقرضين تأثيراً على معدلات ربحية المصرف، وينقص من نجاعة المشاريع الخاصة. كما أنه من الممكن ارتكاب القائمين على إدارة المصرف أخطاءً في ظل غياب معلومات تتسم بالدقة والموضوعية، خاصةً إذا تزامن ذلك مع نظام مترابط ميزته التعقيد وبطؤ الإجراءات ما من شأنه الرفع من تكاليف الاقتراض. تشير الدراسات أن السبب المباشر في حدوث الأزمة

¹ ناجي التوني، الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، ماي 2004، ص 4.

² رواج عبدالرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة بسكرة، الجزائر، 2017-2018، ص 5.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

المالية لأكثر من 28 دولة راجع إلى نقص الرقابة المصرفية، حيث يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم الخاطئ للمخاطر الائتمانية، وتركيز المخاطر في مجال واحد¹.

رابعاً: تشوه نظام الحوافز

إن الأزمات المالية خاصةً منها المصرفية كان المساهم فيها بشكل كبير ملاك المصارف والإدارات العليا، والذين لا يتأثرون مالياً من جراء حدوث تلك الأزمات، فلا يتحملون الخسائر التي حدثت جراء الأزمة خاصة وأنهم هم من أقدمو على تحميل المصرف لمخاطر زائدة عن قدرة تحمله، كما أنه لا يتم إنهاء مهامهم، وخير مثال على ذلك ما حدث في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج، وتشير التجارب العالمية من ناحية أخرى إلى أن الإدارات العليا في المصارف، ومع قلة خبرتها كانت من بين أهم الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمات المصرفية، وأن القيام بعملية تعديل الهيكل الإداري للمصرف من خلال إعادة تدوير المناصب الإدارية لم تنجح هي الأخرى في تفادي حدوث الأزمات أو الحد منها، وهذا لكون نفس الفريق الإداري يبقى مسيطراً على مواقع اتخاذ القرارات، أي أنه لم يحدث أي تغيير حقيقي في الإدارة، وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان². ويجدر بالذكر إلى أنه ومن خلال تجارب أزمات مالية سابقة، تبين وفي حالات كثيرة قيام الإدارات العليا بإخفاء الديون المعدومة للمصرف لسنوات عديدة، وقد ساعدهم في ذلك ضعف نظام الرقابة المصرفية من جهة، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من جهة أخرى؛ نتيجة لكل ما سبق أصبح من الصعب التعرف على المؤشرات القبلية لحدوث الأزمات المالية والاستعداد جيداً لتفاديها والتخفيف من حدتها³.

خامساً: سياسات سعر الصرف

يجدر بالذكر أن الدول التي تتخذ من سياسة الصرف الثابت سياسةً لإدارة سعر صرف عملتها كانت هي الأكثر عرضةً للصدمات الخارجية، لأنه وفي ظل هذا النظام من الصعب على السلطات النقدية أن تؤدي دورها كملاذ أخير للإقراض خاصة بالعملات الأجنبية، حيث يؤدي ذلك إلى فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من العملة الصعبة؛ وبالتالي حدوث أزمة عملة في البلد كما حدث في كل من المكسيك والأرجنتين، وتؤدي أزمة العملة إلى ظهور عجز في ميزان المدفوعات ويرافقه نقص في عرض النقود يتبعه ارتفاع في أسعار الفائدة المحلية، الأمر الذي يضاعف من حدة الأزمة المالية خاصة على القطاع المصرفي. أما الدول التي تنتهج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة عملة بها يؤدي فوراً إلى انخفاض قيمتها، وارتفاع مستويات الأسعار المحلية؛ الذي يتبعه انخفاض في قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستويات تكون فيها أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي⁴.

¹ زموري مونية، مرجع سبق ذكره، ص 101.

² ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³ بولعسل شمس الدنيا، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁴ ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص 8.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

إن ما سبق ذكره لا يكفي لتغطية الجانب النظري المتعلق بالأزمات المالية فلم نعالج في بحثنا هذا العديد من النقاط على سبيل المثال تفسير الفكر الاقتصادي للأزمات المالية منذ الفكر الكلاسيكي إلى الكينزي والنقدي وأخيرًا في الفكر النيوليبرالي¹، والمؤشرات الاقتصادية للتنبؤ بالأزمات المالية التي تنقسم إلى مؤشرات تتعلق بالاقتصاد الكلي وأخرى تتعلق بالاقتصاد الجزئي²، بالإضافة إلى عدم التطرق إلى بعض الأزمات المالية التي توالى على اقتصاديات العالم خاصة أزمة 1929، ومختلف الأزمات التي كانت خلال ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين³، وتجنبنا منا للإطالة في الموضوع سيتم التطرق خلال المطلب الموالي إلى أهم أزمة، والتي تخدم بحثنا هذا، وهي الأزمة المالية العالمية 2007-2008.

المطلب الثاني: تشخيص للأزمة المالية العالمية 2007-2008

تعتبر الأزمة المالية لسنة 2007 من أعنف الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ أزمة الكساد الكبير في سنة 1929، فقد انتقلت الأزمة مباشرةً بعد انهيار مصرف "Lehman Brothers" في سبتمبر 2008 وبشكل سريع جدًا ومؤثر إلى كامل النظام المالي، الذي بدوره هز استقرار كبرى الأسواق المالية العالمية، ولقد كان قطاع المؤسسات المالية (المصارف، شركات التأمين، البورصات وشركات الرهن العقاري) أكبر المتضررين من الصدمة، خاصةً بعد تحول الأزمة من أزمة رهن عقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية، ولقد ساعد في انتشار الأزمة ما يسمى اقتصاديا بظاهرة العدوى المالية؛ نتيجة العولمة المالية، والترابط الكبير بين مختلف الأسواق في شتى أقطار العالم.

الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية العالمية

يعد مصطلح الأزمة المالية العالمية تعبيرًا عن تلك التداعيات التي نتجت عن أزمة الرهن العقاري سنة 2007، وذلك نتيجة لفشل الملايين من مقترضى الديون العقارية والتي استخدمت من أجل شراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية عن تسديد ديونهم للمصارف، الأمر الذي أحدث هزة قوية

¹ للمزيد من التفاصيل حول تفسير الأزمات في الفكر الاقتصادي يمكن الاطلاع على:

- بوعبدالله ودان، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014-2015، ص 63-72.

² للمزيد من التفاصيل حول مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية يمكن الاطلاع على:

- رواج عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ للمزيد من التفاصيل حول الأزمات المالية السابقة لأزمة الرهن العقاري يمكن الاطلاع على:

- يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص 65-100.

- يوسف مسعداوي، دراسات في المالية الدولية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1، 2013، ص ص

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

في الاقتصاد الأمريكي، وانتقلت عدواها إلى اقتصاديات كلاً من أوروبا وآسيا، وانهار خلالها عدد معتبر من أضخم المصارف والمؤسسات المالية العالمية. ولم تنجح عملية ضخ مئات مليارات الدولارات في أسواق المال العالمية لإيقاف أزمة الرهون العقارية، التي تطورت بعد ذلك إلى أزمة مالية عالمية، لم تسلم من تداعياتها كثيرًا من دول العالم¹.

تكمن خطورة الأزمة المالية العالمية في أن انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يعتبر قاطرة نمو الاقتصاد العالمي، حيث يقدر حجم اقتصادها حوالي 14 تريليون دولار سنة 2007 والذي فاق 23.31 تريليون سنة 2021²، ويعد الأكبر في العالم، كما وتهيمن تجارها الخارجية على أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية. أما من ناحية الأسواق المالية فقد احتلت السوق المالية الأمريكية موقع قيادي لباقي الأسواق المالية العالمية، وعلى هذا الأساس فإن أية صدمة تتعرض لها هذه السوق ستشمل أثارها وبسرعة فائقة الأسواق المالية الأخرى³.

الفرع الثاني: أهم أسباب الأزمة المالية العالمية

يعد التعرض لأسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من أهم النقاط التي وجب الاهتمام بها لكل دارس للأزمة، وهناك اختلاف كبير بين الاقتصاديين في تحديد الأسباب التي أدت إلى انفجار الأزمة فمنهم من يفسرها بوجود خلل في أساسيات النظام الرأسمالي، وآخر يعتبرها امتدادًا لأزمات سابقة مالية كانت أو اقتصادية، في حين يعتبرها البعض الآخر نتاج وجود تعقيدات تميز الأسواق المالية العالمية، ومنهم من يرجع أسبابها إلى وجود خلل في الاقتصاد الأمريكي⁴.

وسنحاول في ما يلي تحديد جملة من أهم الأسباب التي ساهمت في ظهور هذه الأزمة⁵:

¹ حامدي محمد، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، أيام 20 و21 أكتوبر 2009، ص 4.

² موقع الاحتياطي الفيدرالي بسانت لويس: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP>

³ بدون مؤلف، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية، السعودية، 10 أكتوبر 2008، ص 3.

⁴ علي عبد الفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة - أحداثها - أسبابها - تداعياتها - إجراءاتها، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011-2012، ص 122-123.

⁵ لمعلومات أكثر حول أسباب أزمة الرهن العقاري يمكن الاطلاع على:

- حسن عمر محمد وسعد الساكني، معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، ط 1، 2015، ص ص 66-72.
- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، ط 1، 2013، ص ص 14-34.
- يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص ص 141-166.

أولاً: تدهور الاقتصاد الأمريكي

عرف الاقتصاد الأمريكي تدهورًا ملحوظًا في مؤشراتته الاقتصادية الكلية؛ ما قلص من قدرته على مواجهة الأزمة خاصة في بدايتها، إذ تحول فائض الموازنة العامة للدولة المسجل سنة 2000 من 225 مليار دولار إلى حوالي 92 مليار دولار عام 2001، ليدخل في دائرة العجز حيث بلغ 230 مليار دولار سنة 2002 وبوتيرة متزايدة، ليصل العجز سنة 2007 و2008 لحوالي 445 مليار دولار، ويرجع سبب هذا العجز إلى التنامي المفرط في الإنفاق العسكري. كما ارتفع معدل التضخم مع بداية الأزمة بعدما كان 2% و3% ليصل إلى حوالي 5%، كما سجل معدل النمو الاقتصادي انخفاضًا ملحوظًا، حيث لم يتعدّ 2% سنويًا في المتوسط في السنوات الأخيرة قبل الأزمة، ولقد كانت معدلاته حوالي 4% سنويًا في المتوسط في السنوات الأخيرة من القرن العشرين. إضافةً إلى ارتفاع معدلات البطالة، وتنامي عجز الميزان التجاري، وكذا المديونية الخارجية، حيث صارت الولايات المتحدة الأمريكية أكبر دولة مدانة في العالم¹، حيث وصل حجم الدين حسب إحصائيات الحكومة الأمريكية سنة 2008 إلى حوالي 10 ترليون دولار أمريكي².

ثانياً: توفر الأموال الرخيصة

وذلك لانخفاض معدلات الفائدة حيث بلغت 1% سنة 2003، ما أدى إلى توسع عمليات طلب الائتمان خاصة العقاري؛ الأمر الذي نتج عنه ظهور الفقاعة السعرية للأصول العقارية، وبدخول كبريات المصارف وصناديق الاستثمار من خارج الولايات المتحدة الأمريكية ومن داخلها هذا المجال، كل ذلك أدى إلى انتشار مخاطرها على أوسع نطاق³.

ثالثاً: الرهون العقارية الأقل جودة

كان الفرد الأمريكي يشتري عقاره بالاقتراض من المصارف في مقابل رهن هذا العقار، ولما ترتفع أسعار العقار المرهون، يقوم صاحب الرهن بطلب قرض جديد مقابل رهن جديد لنفس العقار، وبالتالي سعي هذا الدين بدين من الدرجة الثانية، ويعد هذا الأخير أكثر خطورة في حال ما انخفض سعر العقار، وكنتيجة لتوسع المصارف في هذا النوع من الائتمان الأقل جودة ارتفعت درجة مخاطر تحصيل تلك القروض⁴.

¹ يوسف حسن يوسف، الأزمة العالمية من منظور القانون الدولي، المركز الإقليمي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، ط 1، 2011، ص ص 77 – 78.

² بهلول لطيفة، الأزمة المالية العالمية: التشخيص وكيفية المعالجة على ضوء الفكر الاقتصادي الإسلامي، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة تبسة، الجزائر، المجلد 10، العدد 2، 2017، ص 206.

³ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ط 1، 2010، ص 335.

⁴ المرجع نفسه، ص 335.

رابعاً: توريق الديون العقارية

يتم ذلك لما يتجمع لدى المصرف محفظة كبيرة من الرهونات العقارية فإنه يستخدم هذه المحفظة للقيام بعملية إصدار أوراق مالية جديدة، يفترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمن هذه المحفظة، ويقوم المصرف أو المؤسسة المالية التي قامت بالشراء بنفس العملية، وكنتيجة لذلك نحصل على بناء مالي متعدد الطوابق معرض للانهييار بكامله إذا انهار أي طابق منه. حقيقةً يعمل تدوير رؤوس الأموال على خلق فرص تمويلية جديدة، لكن يحمل معه مخاطراً كبيرةً خاصةً وأن جانب معتبر من هذه القروض العقارية صار بدون ضمان، فإذا ما انخفضت أسعار العقارات تكون الكارثة، وهو ما وقع بالفعل خلال الأزمة المالية العالمية¹.

بالإضافة إلى هذا السبب وفي مراجع أخرى أدرجت المشتقات المالية كسبب للأزمة، والتي لن يتم التطرق إليها في بحثنا هذا، وذلك للتشابه الكبير بينها وبين التوريق فكلاهما يعتمد على نفس المبدأ، حيث يقومان أساساً على معاملات وهمية ورقية شكلية، تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، وبالتالي فإن هناك اختلالاً للتوازن بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، وهذا الاختلال تدرجه مراجع أخرى على أنه أحد أسباب الأزمة.

خامساً: غياب الرقابة والإشراف الكافي على المؤسسات المالية

تقوم المصارف المركزية في كل دول العالم بإخضاع المصارف التجارية والمؤسسات المالية لرقابة دقيقة، غير أن هذه الرقابة تنقص ويمكن أن تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى كمصارف الاستثمار وسماسة الرهون العقارية، أو على المنتجات المالية الجديدة كالمشتقات المالية، أو على هيئات التصنيف الائتماني التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وعليه فهذا الضعف الرقابي شجع المستثمرين للإقبال على الأوراق المالية العالية المخاطر².

سادساً: فساد وكالات التقييم

إن المهمة الأساسية لوكالات التقييم هي: تقييم الجدارة الائتمانية للدول والمؤسسات، ولقد انتشر الفساد والرشوة في كثير من هذه الوكالات الناشطة في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية، فأصبح التقييم لا يعكس حقيقة الجدارة الائتمانية للمصارف وباقي المؤسسات المالية، وبالتالي هناك تزيف للحقائق على مستوى القطاع المالي بأكمله³.

¹ محمد أحمد المتبوتي، الأزمة المالية العالمية الأسباب والنتائج، مجلة الباحث الجامعي، جامعة إب، اليمن، العدد 20، 2009، ص 343.

² جميلة الجوزي، أسباب الأزمة المالية وجذورها، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص ص 10-11.

³ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 81.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الفرع الثالث: المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية

يمكن تقسيم أهم المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية، والتي كانت بدايتها في سنة 2007 انطلاقاً من الولايات المتحدة الأمريكية، وانتقالاً في ما بعد إلى أوروبا، وباقي دول العالم إلى أربعة مراحل، مبيّنة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-1): ملخص لأهم مراحل الأزمة المالية العالمية

المرحلة	التاريخ	الأحداث
1- بداية الأزمة	فيفري 2007	عدم قدرة المقترضين على تسديد مستحقات قروض الرهن العقاري في و م أ، مما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.
	أوت 2007	تدهورت البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة، وتدخل المصارف المركزية بدعم سيولة السوق.
2- الصعوبات وتضاؤل المخاوف من انهيار القطاع المصرفي	أكتوبر- ديسمبر 2007	عدة مصارف تعلن عن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
	22 يناير 2008	قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض معدل الفائدة الرئيسية بمقدار ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5%، ليصل التخفيض في نهاية أبريل إلى 2%.
	17 فيفري 2008	الحكومة البريطانية تؤمم مصرف "Northern Rock" والاستغناء عن أكثر من 2000 وظيفة، في إطار جهود الحكومة البريطانية لإخراج المصرف من أزمته.
3- تفاقم الأزمة وتوسع الخسائر بالمصارف	11 مارس 2008	تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق الائتمان.
	16 مارس 2008	إعلان مصرف "JP Morgan Chase" عن شراء مصرف الأعمال الأمريكي "Bear Stearns" بسعر متدن بمساعدة مالية من مصرف الاحتياطي الفيدرالي*.
	24 أبريل 2008	قيام مصرف "UBS" السويسري بنشر نتائج تحقيقاته الداخلية حول أسباب خسارته 40 مليار دولار من أصوله في أكبر خسارة يتعرض لها أول مصرف سويسري جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، وهو المصنف الثالث وأول عالمياً في مجال إدارة الثروات الخاصة.
4- اتساع الأزمة	7 سبتمبر 2008	وضع الخزانة الأمريكية كلاً من "Freddie Mac" و "Fannie Mae" تحت الوصاية مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

* المصرف الفدرالي الأمريكي: يسمى بنظام الاحتياطي الفدرالي، وهو تجمع وتكتل لـ 13 مصرفاً تجارياً أمريكياً، شكلت اتحاداً فيما بينها سنة 1913؛ وقامت باحتكار عمليات المصرف المركزي المعهودة، ولذلك فهي لا تعتبر مصرفاً مركزياً بالمعنى المعهود على الأقل.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

إعلان إفلاس مصرف "Lehman Brothers"، وإعلان "Bank of America" شراء مصرف آخر للأعمال في Wall Street هو "Merrill Lynch"، كما تم اتفاق عشرة مصارف دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة الأزمة، في حين وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات الإقراض؛ كل ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.	15 سبتمبر 2008
تأمين "AIG" أكبر مجموعة تأمين في العالم والمهددة بالإفلاس من طرف الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية، بمنحها مساعدة قيمتها 85 مليار دولار في مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.	16 سبتمبر 2008
تواصل تدهور البورصات العالمية والتسليف يضعف النظام المالي، وتكثيف المصارف المركزية عمليات تقديم السيولة للمؤسسات المالية.	17 سبتمبر 2008
قيام المصرف البريطاني "Loyds Bank Plc" بشراء منافسه "HBOS" المهتد بالإفلاس، وإعلان السلطات الأمريكية عن خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.	18 سبتمبر 2008
توجيه الرئيس الأميركي جورج بوش نداءً إلى التحرك فوراً بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.	19 سبتمبر 2008
الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.	23 سبتمبر 2008
انهيار أسهم "Fortis" المجموعة المصرفية والتأمينية البلجيكية الهولندية بسبب شكوك حول عدم الوفاء بالتزاماتها، ومصرف "J.P. Morgan" يشتري منافسه "Washington Mutual" بمساعدة من طرف الاحتياطي الفيدرالي.	26 سبتمبر 2008
اتفاق في الكونغرس حول خطة الإنقاذ الأمريكية. وتعويم "Fortis" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. كما تم تأمين مصرف "Brad Ford and Bingley" في بريطانيا.	28 سبتمبر 2008
رفض خطة الإنقاذ من طرف مجلس النواب الأميركي، وقيام مصرف "Citigroup" بشراء منافسه "Wachovia Bank" بمساعدة السلطات الفدرالية، وانهيار "Wall Street" بعد ساعات قليلة من تراجع قوي للبورصات الأوروبية. معدلات الفائدة ما بين المصارف تواصل ارتفاعها مانعة بذلك المصارف من إعادة تمويل ذاتها.	29 سبتمبر 2008
مجلس الشيوخ الأميركي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.	01 أكتوبر 2008

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- برايج دلال، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-86.
- بولعسل شمس الدنيا، مرجع سبق ذكره، ص ص 76-77.
- جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2014، ص ص 291-294.

خلفت الأزمة المالية العالمية تداعيات عدة اختلفت حدتها من اقتصاد إلى آخر، وكانت لها عواقب وخيمة على الاقتصاد العالمي بدايةً في القطاع المالي ثم انتقلت بعد ذلك إلى القطاع الحقيقي، ويمكن رصد أهم هذه التداعيات في ما يلي:

أولاً: خسائر القطاع المالي

نتيجة الأزمة المالية عرف القطاع المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، وبقية دول العالم تداعيات هامة وخطيرة، فمنذ بداية الأزمة كان تأثيرها واضحاً في الولايات المتحدة على القطاع المالي، حيث واجهت العديد من المصارف مشاكل نقص السيولة، إضافة إلى الديون المعدومة التي تحملتها، كما تكبدت الأسواق المالية العالمية خسائر فادحة.

1. **خسائر القطاع المصرفي:** إن من أكثر القطاعات تضرراً جراء الأزمة المالية العالمية القطاع المصرفي، حيث في سنة 2008 تم إعلان إفلاس 25 مصرف في الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها، كما تم غلق 115 فرعاً للمصارف التجارية بين عامي 2007 و2008، ولقد تعدت الأزمة الحدود الأمريكية لتمس كبرى المؤسسات المالية في أوروبا، حيث انهار خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية في قطاع الإقراض العقاري مصرف (Northern Rock)، حيث تم تأميمه بعد ذلك من طرف الحكومة البريطانية، كما تم التأميم مصرف (Bradford & Bigley)، بالإضافة إلى مصرف (HBOS) رابع أكبر مصرف في بريطانيا؛ أما في باقي دول أوروبا فقد ضربت الأزمة العديد من المصارف، كمصرف (Glitz) بإيسلندا، ومصرف (Hypo Real Estate) في ألمانيا، كما تم تأميم العملاق (Fortis) المجموعة المصرفية والتأمينية من طرف سلطات هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ، كما جمد مصرف (BNP Paribas) الذي يعد من كبريات المصارف الفرنسية استثمارات بقيمة 2.3 مليار دولار¹.

2. **خسائر الأسواق المالية العالمية:** تم تقدير الخسائر في أسواق الأسهم العالمية من طرف مؤسسة (McKinsey)* بحوالي 28.8 تريليون دولار في سنة 2008 والسداسي الأول من سنة 2009، إضافة إلى خسائر في قيمة باقي الأصول المالية بـ 16 تريليون دولار في 2008 وحدها؛ حيث

¹ Banque de France, **la crise financière**, documents et débats, N°2, Paris, février 2009, p50.

* **McKinsey:** هي شركة رائدة في مجال استشارات الأعمال، تأسست في 1926 ويعمل لديها ما يزيد على 9000 مستشار في مختلف المجالات الإدارية، قامت الشركة بالعديد من الأعمال الاستشارية والدراسات الأكاديمية المتميزة وتقدم استشاراتها للشركات والحكومات على حد السواء، اشتهرت منذ عام 1996 باستقطابها لأفضل خريجي درجات ماجستير إدارة الأعمال.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

انخفضت قيمة هذه الأصول التي كانت في ذروتها سنة 2007 من 194.2 تريليون دولار إلى 178 تريليون دولار سنة 2008¹.

ثانياً: خسائر القطاع الحقيقي

تطورت الأزمة المالية لتصبح أزمة اقتصادية مست القطاع الحقيقي كنتيجة لتأثر القطاع المالي بها، حيث دخل الاقتصاد العالمي بالفعل في مرحلة الركود، فانخفضت معدلات النمو الاقتصادي في مختلف دول العالم، وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة من دولة لأخرى، وفي ما يلي أهم تداعيات الأزمة على القطاع الحقيقي:

1. تراجع النمو الاقتصادي: شهدت معدلات النمو الاقتصادي انخفاضاً معتبراً في معظم دول العالم، حيث تراجع الناتج المحلي الإجمالي العالمي إلى 57.9 تريليون دولار عام 2009 بعدما كان 61.2 تريليون دولار عام 2008. كما سجلت الولايات المتحدة الأمريكية انخفاضاً في معدل نموها الاقتصادي حيث كان 2% عام 2007 ليصبح 1.1% عام 2008، وهو نفس الحال في منطقة اليورو، حيث انخفض من 2.7% سنة 2007 إلى 0.9% سنة 2008؛ ويرجع هذا الانخفاض إلى الخسائر التي منيت بها المصارف الأوروبية من استثماراتها في الولايات المتحدة، إضافةً إلى الخسائر المحققة في أسواق المال الأوروبية التي تأثرت هي الأخرى بتدهور سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة ودول آسيا. ولقد سجل الاقتصاد الياباني بعد الأزمة المالية العالمية معدل نمو سالب قدر بـ 0.6% في سنة 2008، بعدما كان موجباً في 2007، ويرجع جزء كبير من هذا التراجع إلى الاعتماد الكبير للاقتصاد الياباني على الأسواق المالية العالمية في مجالي التجارة والاستثمار²، كما شهدت دول وسط آسيا أكبر تراجع في معدلات النمو الاقتصادي بمعدل -14.4%، لتليها دول آسيا حديثة التصنيع (هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، سنغافورة وتايوان) حيث بلغ معدل نموها -10.9% ثم دول وسط أوروبا وشرقها بمعدل -10%³.

2. ارتفاع معدلات البطالة: نتيجة الكساد الاقتصادي الذي خلفته الأزمة المالية العالمية وعمليات التسريح الواسعة للعمال، ارتفعت معدلات البطالة في عدة اقتصاديات، فنجد مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاع معدل البطالة من 5.8% عام 2008 إلى 9.7% في 2010، وهو نفس الوضع

¹ عيشاوي علي، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال الأجنبية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2017-2018، ص 103.

² المرجع نفسه، ص ص 103-104.

³ عبد الرزاق فارس الفارس، الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص 49.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الذي عانت منه البلدان الأوروبية حيث انتقل معدل البطالة من 6.1% عام 2008 إلى حوالي 10% عام 2010، وأكثر القطاعات تسريحاً للعمال القطاع المالي وقطاع صناعة السيارات¹.

3. تفاقم عجز الموازنة العامة: وصل عجز الميزانية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ذروته في الربع الأول من سنة 2008 بما يعادل 2.9% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، حيث قدر حجم المديونية بنحو 32 تريليون دولار أمريكي منها 9.2 تريليون دولار عبارة عن ديون الأفراد المتعلقة بالقروض العقارية².

كانت هذه أهم الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، وهناك آثار أخرى تأتي تبعاً لهذه الآثار فمثلاً انخفاض النمو الاقتصادي؛ يأتي معه تقلص حجم التجارة الخارجية، ويتبعه انخفاض الطلب العالمي على المواد الأولية خاصة المحروقات التي شهدت هي الأخرى تدهوراً حاداً في أسعارها بحوالي 50% نتيجة الأزمة، وهذا التدهور يؤثر على مداخل الدول المنتجة والمصدرة للنفط، وبالتالي على وارداتها من باقي الدول، كما يتبعها بالضرورة انخفاض الإنتاج الصناعي وهكذا.

المطلب الثالث: حدود أدوات السياسة النقدية التقليدية في الخروج من الأزمة

نتيجة الأزمة المالية العالمية وما خلفته من آثار وخيمة كما تم سرده في آخر المطلب السابق على الكثير من الاقتصاديات في العالم، اتبعت هذه الاقتصاديات جملة من السياسات للخروج من الأزمة، ولعل من أهم تلك السياسات نجد السياسة النقدية بأدواتها التقليدية المعتمدة أساساً على معدلات الفائدة والائتمان المصرفي، حيث لم تفلح هذه الأخيرة في التقليل من آثار الأزمة، وسنبين فيما يلي أسباب فشل تلك الأدوات في السيطرة على الأزمة.

الفرع الأول: قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها

على مستوى الأسواق النقدية هناك عدد كبير من أسعار الفائدة، كل واحد منها خاص بفئة معينة من المقترضين وبمدة زمنية معينة، حيث يمكن التعبير عن تلك المعدلات بما يسمى بمنحنى معدلات الفائدة، الذي يحدد لكل فئة من المقترضين معدل الاقراض لمجموعة من الفترات الزمنية، وتستخدم المصارف المركزية معدلات الفائدة الرئيسية للتأثير على باقي المعدلات، والتي تتأثر بثلاثة عوامل رئيسية هي³:

✓ التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة؛

✓ حالة عدم اليقين التي تؤثر على الإستباقات الخاصة بمعدلات الفائدة؛

✓ تأثر معدلات الفائدة طويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات باختلاف تواريخ استحقاقها.

¹ مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2013، ص 120، بتصرف.

² عيشاوي علي، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ وليد طالب محمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص 155.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن أن تتوقف قناة معدل الفائدة عن العمل بشكل طبيعي في حالتين هما¹:

الحالة الأولى: عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيض آخر إذ لا يمكن أن يكون معدل الفائدة سالبا، وإذا ما صادف هذا التخفيض معدل التضخم المسبق سالب سوف يكون لهذا الوضع أثر سلبي، حيث ستفقد في هذه الحالة المصارف المركزية قدرتها على التأثير في معدلات الفائدة الحقيقية باستخدام معدل الفائدة الرئيسي.

الحالة الثانية: تعجز قناة معدل الفائدة عن أداء دورها عندما يكون الاقتصاد في مصيدة السيولة حسب الاقتصادي "Keynes"، فإن وجود فائض في السيولة داخل الاقتصاد في الأوضاع العادية يفترض توجيهه لشراء السندات، وتدفع عملية الشراء هذه معدلات الفائدة إلى الانخفاض، إلا أن هذا الآلية تعطلت عن العمل أثناء الأزمة فانخفض عائد السندات وزادت خطورة ما بحوزة المتعاملين الاقتصاديين من أصول، وبالتالي فسيفضل المتعاملون الاحتفاظ بالنقود على حالتها السائلة ولا يستثمرونها في شراء السندات، وكنيجة لهذا الوضع لن يكون هناك لا ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة.

الفرع الثاني: قناة الائتمان وأسباب تعثرها

نظراً لعدم قدرة صغار المتعاملين الاقتصاديين (عائلات ومؤسسات) الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية لتلبية متطلباتهم التمويلية، فإن جزء معتبر منهم يعتمد على الائتمان المصرفي، الأمر الذي من شأنه زيادة أهمية قناة الائتمان المصرفي في نقل آثار السياسة النقدية، حيث تعتبر هذه القناة مكملة لقناة معدل الفائدة، وبما أن هذه الأخيرة هي من تحدد تكلفة موارد المصارف سواء على المدى القريب من الأسواق النقدية أو على المدى الطويل من الأسواق المالية، فكلما ارتفعت تكاليف هذه الموارد (ارتفاع معدلات الفائدة)؛ كلما قل ميل المصارف للاقتراض، وهذا ما يؤدي إلى تراجع الطلب على الائتمان. إذًا فإن السياسة النقدية تؤثر على شروط الائتمان وحجمه، والملاحظ أن لقناة الائتمان المصرفي تأثيراً أكبر في منطقة اليورو إذ تمثل القروض المصرفية فيها 75% من التمويل الاقتصادي، مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية التي لا تمثل سوى 10%². وبالتالي فقناة الائتمان المصرفي تعطلت عن العمل بشكل طبيعي خلال الأزمة المالية العالمية، وذلك راجع إلى³:

✓ تحمل المصارف لخسائر معتبرة خلال الأزمة المالية العالمية ما يحد من قدرتها على الإقراض؛

✓ نقص عمليات الإقراض وارتفاع أخطارها ما يزيد من تردد المقرضين على طلبها؛

¹ محمد الأمين وليد طالب ونظيرة قلادي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، جوان 2019، ص 211.

² Laurent Clerc, les mesures non conventionnelles de politique monétaire, banque de France, Revue: FOCUS, N°4, 23 Avril 2009, p 2.

³ Ibid, p 2.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

✓ ارتفاع عدم اليقين الاقتصادي وضبابية الصورة في المستقبل التي أدت إلى ارتفاع مخاطر منح الائتمان ورفعت من تكلفة موارد المصارف؛

✓ توقف سوق ما بين المصارف بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملين والذي يعتبر مصدر مهم لتمويل المصارف التجارية.

لقد رأينا في ما سبق أسباب فشل أدوات السياسة النقدية التقليدية في معالجة آثار الأزمة المالية العالمية، وكان لزامًا على السلطات النقدية في مختلف دول العالم إيجاد سبل جديدة من شأنها تحسين الوضع الاقتصادي، وبعث حالة من الانتعاش داخله، هذا ما دفع بالعديد من السلطات النقدية إلى اتباع أساليب استثنائية عرفت من قبل بشكل محتشم لكن الأزمة أعادتها بقوة، وأطلق على هذه الأساليب تسمية السياسة النقدية غير التقليدية، وهو ما سيتم التطرق إليه في المبحث الموالي.

المبحث الثالث: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية

قامت المصارف المركزية كونها المعنية بسلامة القطاع المصرفي وحسن سيره بعدة تدخلات بأدواتها التقليدية لإيقاف تعاظم الأزمة المالية العالمية، إلا أنها لم تفلح في الحد من تفاقم هذه الأزمة، حيث تجلّى خلالها محدودية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية. ولقد أثبت الواقع العملي أن تطبيقها في ظل ظروف اقتصادية معينة قد يفقدها كل فعاليتها، ما جعل المصارف المركزية في وضعية صعبة، وعرضها لانتقادات كبيرة، فاستمرت معدلات البطالة في الارتفاع، ونسبة نمو الاقتصاد تنخفض، فكان من الضروري إتباع نمط آخر في تسيير الأزمة، فحاولت السلطات النقدية مواجهة كل تلك التحديات بأدوات جديدة لسياساتها النقدية، التي أطلق عليها فيما بعد بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

من خلال هذا المبحث الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مطالب سنحاول الامام بجل الجوانب النظرية المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية، حيث بدايةً سنستعرض في المطلب الأول تعريفها، نشأتها وتطورها إضافة إلى أهم الاستراتيجيات المتبعة في تنفيذها، لنركز في المطلب الثاني اهتمامنا على مختلف أدواتها، في المطلب الثالث سنهتم بأهم قنوات لانتقالها، والاشارة إلى محددات فعاليتها، وأهم التحديات التي تواجهها، وفي المطلب الرابع والأخير سنستعرض أهم التجارب الدولية بما فيها تجربة التمويل غير التقليدي الجزائرية.

المطلب الأول: ماهية السياسة النقدية غير التقليدية

إن فشل تنشيط الاقتصاد بعد الأزمة المالية العالمية باستخدام معدلات الفائدة، خاصة بعد وصول هذه الأخيرة إلى طريق مسدود بعد بلوغ معدلاتها مستويات صفرية دون جدوى. سعت العديد من المصارف المركزية عبر مختلف مناطق العالم، خاصة في الاقتصاديات المتطورة إلى اتباع نهج جديد للسياسة النقدية بأدوات غير تقليدية من أجل إخراج اقتصاداتها من دائرة الانكماش.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

لا يوجد اتفاق على تعريف واحد وشامل للسياسة النقدية غير التقليدية، حيث تم تعريفها حتى الآن من جانبين، جانب الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، وجانب الأدوات التي تستخدمها من أجل تحقيق أهدافها، وعليه فيمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية كما يلي:

أولاً: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية من جانب المستهدفات

السياسة النقدية غير التقليدية هي: مجموعة من الوسائل والإجراءات المستحدثة في السياسة النقدية التقليدية، تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة¹.

نلاحظ بأن هذا التعريف ركز على مستهدفات السياسة النقدية غير التقليدية، والمتمثلة في استهداف متغير اقتصادي محدد كالنمو الاقتصادي، أو معدلات التشغيل...إلخ.

ثانياً: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية من جانب الأدوات

السياسة النقدية غير التقليدية هي: سياسة نقدية يتم تطبيقها من خلال تنفيذ دعم ائتماني معزز، وتسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، تستخدم زمن الأزمات لدعم سير عمل القطاع المالي، وحماية الاقتصاد الحقيقي². اختص هذا التعريف بتبيان مختلف الأدوات التي تستخدمها السياسة النقدية غير التقليدية.

كما تم تعريفها على أنها مصطلح شامل لجميع أدوات السياسة النقدية التي يلجأ المصرف المركزي لاستخدامها، عند عجز أدواته التقليدية في مواجهة التحديات التي تقابله³.

ولقد عرفت أيضاً على أنها تلك السياسة التي تستهدف بصفة مباشرة تكلفة الائتمان، وتعمل على توفيره بالقدر اللازم للمصارف، والأفراد وباقي المؤسسات غير المالية⁴.

¹ عبو عمر وقسول كمال، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد عرض تجارب دولية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة الشلف، الجزائر، المجلد 5، العدد 1، 2019، ص 52.

² فرج شعبان وآخرون، أثر سياسات التيسير الكمي على تحقيق استقرار الاقتصاد العالمي: إشارة لتجارب دولية، مجلة معارف، المجلد 15، العدد 1، جوان 2020، ص 27.

³ Holger Markmann, **Covered Bonds under Unconventional Monetary Policy**, Essay in real Estate Research, Band 14, Springer Gabler, Germany, 2018, p 23.

⁴ Constantin Zopounidis & al, **Recent advances and application in alternative investments**, IGI Global, USA, 2020, p 140.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

مما سبق من تعاريف وبالجمع بينها، يمكننا تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها مجموعة من الأدوات المستحدثة للسياسة النقدية، والتي من خلالها تقوم المصارف المركزية بدعم الائتمان المصرفي، عن طريق التيسير الكمي و/أو الائتماني، بالإضافة إلى أدوات أخرى كالتخفيض في أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وتوجيه آراء المتعاملين الاقتصاديين، ويتم اللجوء إليها عند عدم نجاعة الأدوات التقليدية، خاصةً وقت الأزمات، وكل ذلك من أجل تحقيق جملة من الأهداف على رأسها دعم نمو الاقتصاد، والرفع من التشغيل، إضافة إلى استرجاع الاستقرار المالي.

الفرع الثاني: نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

مع نهاية القرن العشرين وفي عام 1998 ظهرت نظرية (PAUL R. KRUGMAN) ومقولته الشهيرة (It's Baaack)، من خلال دراسة أجراها على الاقتصاد الياباني أشار فيها إلى عودة وقوع الاقتصاديات في مصيدة السيولة، المسجلة خلال أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن العشرين. أكد (KRUGMAN) أن استخدام السياسة المالية للخروج بالاقتصاد من مصيدة السيولة ستكون غير فعالة، حيث أن الأعوان الاقتصاديين لا يقبلون على زيادة استهلاكهم؛ لأنهم يتوقعون تحمل أعباء السياسة المالية التوسعية، حيث يتم تغطية التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق رفع الضرائب والتقليل من منح الإعانات، وانتقد (KRUGMAN) في مقالته النظرية الكينزية، وأكد في نموذج إمكانية الاستخدام الفعال للسياسة النقدية حتى في ظل وقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة، وذلك من خلال استخدام أدوات نقدية استثنائية (غير تقليدية)، تكون مناسبة لظروف الأزمات، وتعيد الدورة الاقتصادية إلى حالتها الطبيعية، وذلك بتركيز المصارف المركزية على التأثير على توقعات الأعوان الاقتصاديين¹.

الفرع الثالث: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية

يتم اللجوء إلى استخدام السياسة النقدية غير التقليدية عادةً في ظروف اقتصادية استثنائية (في حالة الأزمات)، وذلك باستخدام أدوات غير تلك المستخدمة في السياسة النقدية في الأوضاع الاقتصادية العادية، ولذلك فإنه من الضروري توفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية، وتمثل هذه الشروط في²:

¹ للمزيد يمكن الاطلاع على:

- Paul R. Krugman & al, *it's back, Japan's Slump and the return on liquidity Trap*, Brookings Papers on Economic Activity, Volume 1998, Number 2, 1998, <http://www.jstor.org/stable/2534694>, p p 137-205.

- العشي وليد، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أدرار، الجزائر، 2018، ص 208.

² عبو عمر وقسول كمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 55-56.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

✓ ضرورة تناسب استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية كمًّا ونوعًا قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب الواقع في السوق أو الاقتصاد المراد تصحيحه؛

✓ ارفاق التدابير غير التقليدية المتخذة من طرف المصرف المركزي برسائل قوية للمصارف التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل، وإصلاح موازنتها في الأمد المتوسط، خاصة وأن المصرف المركزي يعتمد على المصارف التجارية لإعادة التمويل "غير الاعتيادي"، إذا فإن هذه الرسائل تشكل أهمية بالغة خاصة في حالة الأزمات؛

✓ في حالة الدول التي تشكل اتحاد (مثل دول الاتحاد الأوروبي)، لابد من التنسيق بين التدابير المتخذة على مستوى السلطة النقدية الموحدة، وباقي مؤسسات الدول الأعضاء، من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها كل دولة على حدى؛

✓ بقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها المصارف المركزية في الدول المتقدمة على تغير بنوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فمن حقها أن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي، والتعديل الضروري للخلل في التوازن الدولي، والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

الفرع الرابع: الاستراتيجيات المعتمدة في تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية

تختلف الاستراتيجيات المعتمدة من طرف المصارف المركزية التي أخذت بعين الاعتبار خصائصها الاقتصادية في اختيار المزيج الأنسب من الأدوات غير التقليدية ومدة وطريقة تطبيقها، وعلى هذا نستعرض أهم هذه الاستراتيجيات التي تؤثر بالضرورة على فعالية الأدوات غير التقليدية فيما يلي:

أولاً: استراتيجية إدارة التوقعات

استخدم عدد محدود من المصارف المركزية نسخة قوية وواضحة في إدارة التوقعات، وقد كان أحد الاستثناءات على هذه القاعدة مصرف كندا، حيث في 21 أبريل 2009 أصدر بياناً يتعلق بشروط توقعات التضخم، ومعدله المستهدف إذ سيظل عند مستواه في أبريل 2009 إلى غاية نهاية الربع الثاني من سنة 2010 للوصول إلى التضخم المستهدف. وقد استخدم الاحتياطي الفيدرالي بياناً أقل وضوحاً في 16 ديسمبر 2008 عندما أعلن أن اللجنة الخاصة بالسوق المفتوحة تتوقع أن المؤشرات الاقتصادية الضعيفة من المرجح أن تستدعي بشكل استثنائي تطبيق مستويات منخفضة من معدلات الفائدة الفيدرالية لمدة أخرى، وفي 10 أغسطس 2011، أكد مصرف الاحتياطي الفيدرالي البيان السابق ليؤكد إمكانية بقاء سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية قريباً من الصفر حتى منتصف عام 2013. ويعد التزام

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

مصرف اليابان خلال الفترة 1999-2006 فيما يتعلق بالعلاقة بين التضخم واستمرارية أسعار الفائدة المنخفضة أكثر الالتزامات وضوحاً¹.

ثانياً: استراتيجية شراء الأصول المالية غير التقليدية

قامت العديد من المصارف المركزية خلال الأزمة المالية العالمية بمباشرة عمليات شراء أو التوسع في شراء الأصول ذات الطابع غير تقليدي في مجال الائتمان الخاص، حيث قام مصرف إنجلترا المركزي بشراء سندات الشركات، والأوراق التجارية (CPs Commercial Papers)، وقام المصرف المركزي الأوروبي بشراء السندات المغطاة برهون عقارية، بينما قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بشراء سندات الوكالة (agency bonds) والسندات المدعومة بالرهن العقاري (Mortgage Backed Securities (MBSs)). قامت معظم المصارف المركزية بزيادة مدة توريد السيولة، وتوسيع قائمة الضمانات المؤهلة للحصول عليها، على سبيل المثال: تم تحديد معدل ثابت لكل برامج السيولة الممنوحة من طرف المصرف المركزي الأوروبي، وذلك بأسعار مدعمة نسبياً في السوق وباشتراقات ضخمة. بالإضافة إلى ذلك اعتبرت بعض الأصول غير التقليدية كضمان، فقد قبل الاحتياطي الفيدرالي السندات المدعومة بأصول (Asset Backed (ABSs) Securities) في إطار برنامجه لمنح التسهيلات الائتمانية (TALF) وهي عبارة عن قروض تم تغطيتها بسندات مدعومة بأصول (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). وقد قبلت الأوراق التجارية والأوراق التجارية المدعومة بالأصول (ABCP) Asset-Backed Commercial Papers) في إطار برنامج تسهيلات الأصول النقدية (Asset Money Liquidity Facility (AMLF)). كما قدمت المصارف المركزية قروضاً إلى مجموعة من الكيانات الجديدة غير التقليدية وغير مصرفية، على سبيل المثال تقديم الاحتياطي الفيدرالي قروضاً للسماسة، وصناديق الاستثمار، والمستثمرين في (ABS). وكان هناك تحرك آخر مهم هو عرض الدولار الأمريكي في الأسواق غير الأمريكية في إطار برامج تبادل الدولار بين الاحتياطي الفيدرالي والمصارف المركزية الأخرى².

ثالثاً: استراتيجية التوسع في حجم ميزانية المصارف المركزية

في بداية الأزمة المالية لم تستخدم المصارف المركزية هذا النوع من الاستراتيجيات بصفة كبيرة، ماعدا قيام مصرف إنجلترا بتحديد حد أقصى لمشترياته من السندات الحكومية، وأعلن أن هذه المشتريات سيكون من شأنها الرفع من المعروض النقدي؛ والذي بدوره سيحفز معدلات التضخم والنشاط الاقتصادي. حتى في هذه الحالة لم يتم تحديد القيمة المالية، على عكس المصرف المركزي الياباني خلال الفترة 2001-2006. بعد ذلك قامت معظم المصارف المركزية بزيادة حجم ميزانياتها، وقد كان هذا الإجراء السبب الرئيسي في تراكم فوائض كبيرة من احتياطات المصارف لدى المصرف المركزي. وأصبحت

¹ Kazuo Ueda, *the Effectiveness of Non-traditional Monetary Policy Measures: The Case of Bank of Japan*, CARF working Paper, 2011, on line: <https://ideas.repec.org/p/cfi/fseres/cf252.html>, pp 7-8

² العشي وليد، مرجع سبق ذكره، ص 208.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

استراتيجية التوسع في حجم ميزانية المصرف المركزي أكثر وضوحًا بعد فرض فائدة على احتياطات المصارف المودعة لدى المصرف المركزي¹.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

تم تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية باستخدام مجموعة من الأدوات، منها ما هو متعلق بحجم ميزانية المصرف المركزي أو تشكيلة أصوله، ومنها ما هو متعلق بمعدلات الفائدة، أما الأداة الأخيرة والتي تعتبر بمثابة أداة مساعدة، عادةً يستعملها المصرف المركزي مع أداة أو أكثر من الأدوات الأخرى للسياسة النقدية غير التقليدية، حيث من خلالها يتم استباق آراء المتعاملين، وذلك باطلاعهم على السياسة التي سينتجها المصرف المركزي مستقبلاً.

الفرع الأول: الأدوات المتعلقة بميزانية المصرف المركزي

يعتبر كلاً من التيسير الكمي والائتماني أهم أداتين تم استخدامهما بعد الأزمة المالية العالمية بغية تنشيط سوق الائتمان، ومن ثم دفع عجلة النمو إلى الأمام خاصةً في ظل التراجع الكبير في معدلات السيولة لدى المصارف، واحجامها على الإقراض، وذلك ناتج عن الانهيارات الكبيرة والمتعددة لكبريات المصارف عبر العالم عامةً وعبر الدول المتقدمة خاصةً.

أولاً: التيسير الكمي

يعتبر التيسير الكمي (The quantitative easing) من أهم وأشهر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وأكثرها استخدامًا، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، وفي ما يأتي سنقوم بتعريفه، وتبيان أهم المقاربات الواردة فيه، وأهداف وشروط تطبيقه، ومكانته بين باقي أدوات السياسة النقدية.

1. تعريف التيسير الكمي: هناك عدة تعريفات للتيسير الكمي أو كما يعرف ببرنامج شراء الأصول على نطاق واسع ((large-scale asset purchase (LSAP) إذ يعرف على أنه: إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، وتعني خطة التيسير الكمي عملية خلق النقود من فراغ، حيث يقوم المصرف المركزي بزيادة الأساس النقدي، واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية؛ قصد دعم عمليات الإقراض، وزيادة حجم الائتمان؛ وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، من خلال آلية المضاعف النقدي².

¹ العشي وليد وعبد الرحمان عبد القادر، السياسة النقدية غير التقليدية بين النظرية والتطبيق، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد 3، العدد 1، 2019، ص ص 72-74.

² محمد هاني وميلود وعيل، سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية- دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، جامعة البويرة، الجزائر، المجلد 3، العدد 4، جوان 2018، ص 253.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

كما ويعرف التيسير الكمي على أنه "أداة من أدوات السياسة النقدية، الهدف الرئيسي من استخدامها زيادة حجم ميزانية المصرف المركزي وحجم الاحتياطيات الخاصة بالمصارف التجارية المحتفظ بها في جانب الخصوم لميزانية المصرف المركزي"¹.

من خلال التعاريف السابقة، يمكن القول بأن التيسير الكمي في حقيقته ما هو إلا سياسة نقدية توسعية تتبعها المصارف المركزية بدون تغطية، توجه لشراء الأصول المالية، والتأثير على معدلات الفائدة في الأجل الطويل؛ قصد إعادة تنشيط دور الوساطة المصرفية، ويستخدم عادةً في أوقات الأزمات، وحين تعجز أداة معدل الفائدة قصير المدى على الخروج من حالة الكساد.

2. نشأة التيسير الكمي: كانت أولى استخدامات سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية حسب (Richard G.Anderson) في عام 1933، حيث قامت السلطات النقدية الأمريكية بدعم من الكونغرس بشراء ما قيمته 1 مليار دولار من الأوراق المالية الصادرة عن الخزانة الأمريكية².

يعتبر مصرف اليابان خلال الألفية الثالثة من أوائل المصارف المركزية التي قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي، وذلك بعد تخفيض معدلات الفائدة إلى مستوى قريب من الصفر خلال شهر فيفري 1999، وخلال شهر مارس 2001 قرر مصرف اليابان تدعيم سياسة معدلات الفائدة الصفرية بسياسة التيسير الكمي؛ من أجل تحفيز الاقتصاد الذي كان عند معدلات جد منخفضة من التضخم. وبعد الأزمة المالية العالمية، وعقب إعلان إفلاس مصرف Lehman Brothers في سبتمبر 2008 قامت العديد من السلطات النقدية باستخدام التيسير الكمي لتدعيم سياستها النقدية في العديد من الاقتصاديات المتطورة في العالم؛ التي تهدف إلى استرجاع الاستقرار في الأسواق المالية، وكذا رفع مستويات الطلب الكلي³.

3. المناهج الاقتصادية في التيسير الكمي: هناك العديد من المناهج في الاقتصاد المعاصر، والتي وردت في التيسير الكمي وشرحت آلية عمله، لعل أهمها ما يلي:

¹ Marc Lavoie & Brett Fiebiger, **Unconventional monetary policies, with a focus on quantitative easing**, European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, Volume 15, Number 2, 2018, published online: June 2018; doi: 10.4337/ejeep.2018.0037, p 140.

² Richard.G Anderson, **The First U.S. Quantitative Easing: The 1930s**, Economic synopses, federal reserve basic of Santo Louis, N°17, 30 June 2010, p p 1-2.

³ Ali Ashraf & al, **Monetary Policy Responses to the 2008 Financial Crisis: Quantitative Easing Evidence in the United Kingdom**, Journal of Economic Cooperation and Development, volume 39, Number 4, 2018, p 19.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الجدول رقم (1-3): أهم المناهج الاقتصادية في التيسير الكمي

المنهج	محتوى المنهج
منهج نيويك سيليان neo- Wicksellienne	رغم وقوع الاقتصاد في فخ السيولة فإنه يتأثر بطريقة غير مباشرة بسياسة التيسير الكمي وزيادة حجم القاعدة النقدية، من خلال التأثير في توقعات الأعوان الاقتصاديين شريطة مصداقية المصارف المركزية. حيث تقوم بتوجيه تلك التوقعات المتعلقة بمعدلات الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل وكذا معدلات التضخم؛ وبالتالي استرجاع ثقة المتعاملين الاقتصاديين والذي يؤدي إلى تحفيز الطلب الكلي، كما يمكن للمصرف المركزي تعزيز ذلك بتدخله في سوق الصرف لانقاص قيمة العملة خلال فترة زمنية مدروسة.
منهج النقديين	حقن السيولة عن طريق زيادة حجم القاعدة النقدية بالرغم من حالة مصيدة السيولة يمكنه التأثير على الاقتصاد، فزيادة حجم القاعدة النقدية الناتج عن برنامج التيسير الكمي؛ يؤدي إلى زيادة الاستهلاك، من خلال أثر الثروة الذي يدفع الأفراد إلى القيام بنفقات جديدة، وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي.
منهج ريتشارد كو	ركز هذا المنهج اهتمامه على القطاع الخاص، حيث أكد أن الأزمة المالية هي أزمة موازنة، وأن العديد من المؤسسات الكبيرة تعاني من عجز في الموازنة، وفي هذه الحالة فالمتعاملين الاقتصاديين يهدفون إلى تقليل مديونيتهم، ولا يبحثون عن تعظيم الأرباح، وهذا ما لا يشجعهم على الاقتراض من المصارف، بالرغم من انخفاض معدلات الفائدة، ووجود إمكانيات اقراضية كبيرة لدى المصارف التجارية، إلا أنه في حالة تعطل عملية الطلب على الإقراض يستحيل حصول عملية الاقتراض؛ وعلى هذا عزز هذا النهج من المكانة الاقتصادية للتيسير الكمي ودوره في تخليص المؤسسات الاقتصادية من مديونيتها.

المصدر: من إعداد الطالب استناداً إلى:

- العشي وليد وصديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، العدد 6، جوان 2018، ص ص 252-253.

- Naima Ghennam, **The impact of quantitative easing mechanism on macroeconomic indicators in Algeria**, Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies, university of Oum El Bouaghi, Algeria, Volume 6, Number 2, September 2019, p p 145-146.

4. هدف أداة التيسير الكمي: لما انخفضت معدلات النمو الاقتصادي بعد أزمة الرهن العقاري تم استخدام التيسير الكمي من طرف المصارف المركزية قصد إنعاش الاقتصاد، عن طريق توفير السيولة المالية للمصارف التجارية من جهة؛ ما يمنحها القدرة على الإقراض من جديد، كما يقوم المصرف المركزي بشراء مبالغ ضخمة من السندات الحكومية وغير الحكومية؛ ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها بشكل كبير ومتسارع، والذي بدوره يساهم في انخفاض معدلات الفائدة عليها من جهة أخرى، حيث تلجأ المصارف التجارية إلى توجيه أموالها نحو الإقراض بدلاً من الاستثمار في السندات، وهو ما يعطي دفعة ذات تغذية ذاتية للاقتصاد. من ناحية أخرى يمكن اللجوء إلى

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

التييسير الكمي استثنائيا وفي حالات نادرة، لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، أو لمواصلة برامجها التنموية ذات الأجل المتوسط والطويل.¹

5. فعالية أداة التيسير الكمي وشروطها: تكون أداة التيسير الكمي ذات فعالية عند توفر الشروط التالية:²

✓ يجب أن توجه الكتلة النقدية المصدرة إلى الأعوان الاقتصاديين لتحفيز الاستثمار والاستهلاك، ولا تكون على شكل أرباح لمسيري المصارف التجارية؛

✓ ضرورة أن يكون الاقتصاد في حالة الانكماش، حيث تهدف هذه الأداة إلى إنعاش النمو الاقتصادي؛

✓ يجب أن لا يتجاوز معدل التضخم 2%، لأن الكتلة النقدية المطروحة من طرف المصرف المركزي تكون بدون تغطية وعليه فهي تشكل التضخم؛

✓ يجب العمل على إنقاذ المؤسسات المالية الكبيرة من الافلاس باعتبارها محركا للاقتصاد كقيام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بإنقاذ شركتي ("Fannie Mae" و "Freddie Mac")؛

✓ ضرورة مراعاة مدى استعمال الشركاء التجاريين لهذه الأداة ووضعيتها الاقتصادية لديهم، لأن اتباعهم لهذه الأداة وفي نفس الوقت قد يفقد سياسة التيسير الكمي فعاليتها.

ثانيا: سياسة التيسير الائتماني

يعتبر التيسير الائتماني (Credit Easing) أو كما يسمى التيسير النوعي (qualitative easing) أحد أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي احتلت مكانة كبيرة في الفكر الاقتصادي، خاصة خلال الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية، واتباع الاتحاد الأوروبي لسياسة نقدية توسعية غير تقليدية من خلال برنامجه لشراء السندات من سوق رأس المال. فالتيسير الائتماني يأتي كمرحلة متقدمة للسياسة النقدية غير التقليدية بعد تطبيق معدل الفائدة الصفري.

1. تعريف التيسير الائتماني: تقوم أداة التيسير الائتماني من خلال التركيز على تشكيلة الأصول في ميزانية المصرف المركزي دون المساس بحجمها، حيث يتم استبدال سندات الخزنة (الأصول التقليدية) بأصول غير تقليدية تكون أكثر خطورة وأقل سيولة كالسندات المدعومة برهن عقاري³، قصد التأثير على أسعارها. وعليه فإن التيسير الائتماني يهدف إلى توجيه الطلب الائتماني إلى أنواع

¹ محمد هاني وميلود وعيل، مرجع سبق ذكره، ص 254.

² المرجع نفسه، ص ص 254-255.

³ Von Benjamin Schmidt, **Unconventional Monetary Policy – Theoretical Foundations, Transmission Mechanisms and Policy Implications**, thesis that is provided in the requirement of a PHD, hohennheim university, Germany, marsh 2018, p p 85-86.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

معينة من الائتمان مثل: الائتمان في مجال القروض العقارية، أو قطاع التأمين، كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية إبان الأزمة المالية العالمية¹.

2. آلية عمل أداة التيسير الائتماني: يقوم المصرف المركزي وقت الأزمات بعملية شراء لأوراق مالية ذات خطورة عالية من كيانات على وشك الإفلاس، وذلك من أجل تطهير السوق المالي من تلك الأوراق السامة، ويطرح في مقابلها أوراقاً أقل خطورة وأكثر سيولة²، ومن ثم:

✓ توفير القدر اللازم من السيولة، وإعطاء فرصة ثانية للكيانات الاقتصادية المهتدة بالإفلاس، وتمكينها من استعادة نشاطها الاقتصادي؛

✓ بشراء المصرف المركزي للأوراق المالية منخفضة الجودة (سندات الرهن العقاري)؛ ترتفع أسعارها، ويتجه العائد (Yield) عليها إلى الانخفاض في السوق الثانوي، وبالتالي فإن أي إصدار جديد لذلك النوع من السندات، سيكون بمعدل عائد منخفض مقارنةً بباقي السندات التجارية والاستثمارية (Investment Grade)، مما يحث الكيانات الاقتصادية على زيادة طلبها الائتماني سواءً على شكل سندات، أو من خلال طلب التسهيلات والقروض الائتمانية لدعم محافظها المالية؛

✓ عملية بيع كبيرة للأصول بقيم أقل من قيمها الأساسية، وعملية تخفيض كبيرة لتكلفة الائتمان الموجهة إلى القطاعات التي تم الاستحواذ على سنداتها في السوق؛

✓ المؤسسات المالية تفضل المضاربة بدلاً عن عمليات الإقراض الجديدة، التي تقوم بها المصارف المركزية عندما تكون الأسواق في حالة غير مستقرة، وهو ما يعرف بالأعمال المصرفية غير المستقرة؛ وذلك لتعظيم الأرباح التي تتركز على قيام الوسطاء الماليين بتقديم قروض للقطاع الحقيقي، وبعد ذلك يتم توريقها وإعادة بيعها، وعلى هذا فالتوريق يعتبر عملية مربحة بالنسبة للمصارف، ويسمح لها بتوسيع ميزانياتها، والاستفادة من فرص أسواق رأس المال.

3. أنواع التسهيلات الائتمانية: يمكن تقسيم التسهيلات الائتمانية إلى نوعين بحسب الكيفية التي يتدخل بها المصرف المركزي، حيث نجده يقوم بتدخلات مباشرة، وأخرى غير مباشرة، نوضحهما كما يلي:

¹ إمام محمد سعد إمام، أثر السياسة النقدية على سوق النقد الأجنبي: دراسة مقارنة مع التطبيق على الاقتصاد المصري، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه فلسفة اقتصاديات التجارية الخارجية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2017، ص 64.

² لتفاصيل أكثر يمكن الاطلاع على:

- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, **Asset Fire Sales and Credit Easing**, NBER, Working Paper No: 15652, 2010, p p 2-12.

- العشي وليد، مرجع سبق ذكره، ص 150.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

أ. التسهيل الائتماني المباشر (Direct Credit Easing): وفيه يتدخل المصرف المركزي مباشرة في أسواق الائتمان عن طريق شراء سندات الشركات، والأوراق المالية المدعومة برهون عقارية، في ظل معدلات الفائدة المنخفضة جداً، إلى جانب تخفيف شروط التمويل، ومعالجة الاختلالات الوظيفية في تلك الأسواق بصفته وسيطاً، وتحفيز المصارف التجارية على زيادة قروضها الموجهة نحو القطاع الخاص¹.

ب. التسهيل الائتماني غير المباشر (Indirect Credit Easing): يحاول المصرف المركزي توفير السيولة طويلة الأجل للمصارف، مع إمكانية التخفيض من شروط منح القروض؛ لتعزيز الائتمان المصرفي، كما يمكن له أن يجعل المؤسسات المالية تعتمد عليه في تمويلاتها على المدى الطويل، من خلال تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الائتماني... الخ، فيقوم المصرف المركزي بمنح القروض لفئات مُستهدفة، مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول)، أو سندات طويلة الأجل (سندات حكومية)².

4. محددات فاعلية أداة التيسير الائتماني: هناك عدة عناصر من شأنها أن تزيد من فعالية تطبيق أداة التيسير الائتماني لعل أهمها ما يلي³:

- ✓ ضرورة إحلال السندات التجارية والاستثمارية عالية المخاطر بسندات سيادية تكون أقل مخاطرة؛
- ✓ التقارب أو التطابق في المدة الزمنية لاستحقاق السندات المشتراة من طرف المصرف المركزي مع تلك المباعة، حتى لا تتأثر معدلات الفائدة نتيجة الفارق في المدد الزمنية؛

¹ Sharon Kozicki et Lena Suchanek, *l'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle: L'achat d'actifs par les banques centrales*, revue de la banque du canada, printemps 2011, p 14.

² نوفل سمايلي وفضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 44، 2015، ص ص 320-321.

³ للمزيد من المعلومات أنظر:

- S. Pelin Berkmen, *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?*, IMF Working Paper, WP N°: 12-2, 2012, p p 1- 14.
- William N. Butos, *The Bernanke Fed and "Credit Easing" Policies*, The Journal of Private Enterprise, Volume 30, Number 4, 2015, p p: 1-13.
- Matthew Pritsker, *Informational Easing: Improving Credit Conditions through the Release of Information*, FRBNY Economic Policy Review, August 2010, p p 77-87.

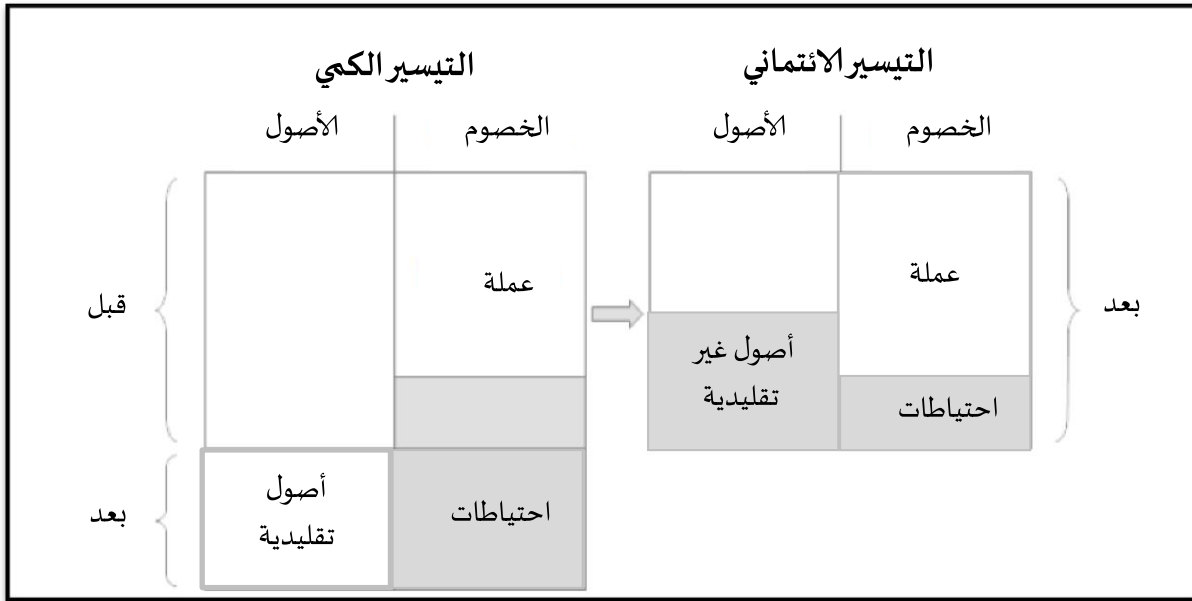
الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

✓ ضرورة الإحلال الكامل للأصول في ميزانية المصرف المركزي، من خلال إحلال أصول بدرجات ائتمان ومخاطر وعائد مختلفة؛

✓ يجب أن تختلف معدلات العائد على السندات المشتراة (ذات عائد أعلى) مع تلك المباعة (سندات حكومية ذات عائد أقل)، وكلما زاد الفارق بينهما زادت فعالية هذه الأداة.

5. مقارنة بين أداة التيسير الكمي وأداة التيسير الائتماني: نوضح من خلال هذا العنصر الفرق الجوهرى بين التيسير الكمي والتيسير الائتماني، حيث تهدف سياسة التيسير الائتماني إلى التخفيض من أسعار الفائدة، واسترجاع النشاط في السوق دون زيادة في حجم ميزانية المصرف المركزي، في حين تهتم أداة التيسير الكمي بزيادة وبشكل كبير جانبي أصول وخصوم المصرف المركزي (عملة أو الاحتياطيات المصرفية) خاصة في ظل أسعار الفائدة الصفرية، والشكل البياني الموالي يبين ذلك.

الشكل رقم (4-1): ميزانية المصرف المركزي بعد تطبيق التيسير الكمي/التيسير الائتماني



Source: Von Benjamin Schmidt, Op-cit, p 86.

الفرع الثاني: الأدوات المرتبطة بأسعار الفائدة

تعتبر أداة سعر الفائدة من أهم الأدوات التقليدية للسياسة النقدية التي بواسطتها يمكن للمصرف المركزي التحكم في حجم الائتمان؛ ومن ثم توجيه الاقتصاد إلى تحقيق الأهداف المرجوة، غير أن التخفيض في معدلات الفائدة فقد فاعليته وقت الأزمة المالية العالمية، ما دفع بالمصارف المركزية إلى تدنية معدلاتها إلى مستويات صفرية، وهذا التصرف الاستثنائي هو ما جعلها أداة غير تقليدية، بل وإن هناك من المصارف المركزية من ذهب إلى أبعد من ذلك، حيث فرضت غرامة على ودائع المصارف التجارية

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

والمؤسسات المالية لديها، والتي عرفت فيما بعد بأداة معدل الفائدة السالبة، وهذا لدفع تلك الأموال نحو الاقتصاد الحقيقي.

أولاً: سياسة أسعار الفائدة الصفرية (The Zero Interest Rate Policy)

بعد الأزمة المالية العالمية 2008 قامت الكثير من المصارف المركزية بتخفيض معدلات الفائدة بشكل سريع ومتكرر، أدى ذلك إلى وصول تلك المعدلات في بعض المصارف المركزية إلى مستويات جد منخفضة سميت بمعدلات الفائدة الصفرية، حيث تراوحت ما بين الصفر و0.25 نقطة أساس، وذلك من أجل تسهيل حصول الافراد على الائتمان، لأن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه، ومنحنى الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحنى الطلب العادي، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض يخفض الطلب على القروض والعكس صحيح. إن انخفاض واتجاه معدلات الفائدة الاسمية إلى الصفر؛ يدفع بمعدلات الفائدة الحقيقية إلى المستوى السلبي في ظل وجود تضخم مرتفع، وهذا يدفع بالمعاملين الذين يستثمرون في شراء السندات الحكومية إلى تحويل جانب من ثرواتهم إلى المصارف المركزية لهذه الدول، كما أن هذا الوضع سوف يؤدي إلى قلق المودعين، لذلك نجد أنه في ظل معدلات الفائدة الصفرية، فإن المستثمرين سيقاومون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم لدى المصارف، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تفضيل السيولة لديهم؛ ما يدفع بالاقتصاد إلى الوقوع في مصيدة السيولة¹.

1. أسعار الفائدة الصفرية ومصيدة السيولة: تعتبر حالة مصيدة السيولة من أهم محددات فعالية السياسة النقدية، حيث وحسب النظرية الكينزية فإن زيادة المعروض النقدي ستدفع بمعدلات الفائدة الاسمية إلى الانخفاض؛ ليتحقق التوازن في السوق النقدي، وسوق السلع والخدمات وفق نموذج (IS-LM Model)، إلا أن الحالة التي ينعدم فيها تأثير ارتفاع العرض النقدي على معدلات الفائدة الاسمية هي عند وقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة، حيث تكون معدلات الفائدة في أدنى مستوياتها، فيفضل الأفراد الاحتفاظ بالأرصدة النقدية، لأن العائد على السندات سيكون قريباً من الصفر. وهذه الحالة تفسر عدم فعالية السياسة النقدية في فترات الأزمات المالية كأزمة 2008. ومن ثم مع التوسع في المعروض النقدي سيرفع من مخرجات السوق الحقيقي IS، وذلك من خلال انتقال منحنى IS جهة اليمين، ومن ثم ارتفاع الناتج دون زيادة مماثلة في المعدل العام للأسعار مما يدخل الاقتصاد في حالة الانكماش (Deflation)، مما يؤدي إلى دخول الاقتصاد في حالة الكساد، وهذا واقع حال العديد من الاقتصاديات بعد الأزمة المالية العالمية 2008².

¹ صوفان العيد وبولحية الطيب، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق الاستقرار المالي (البنك الفيديريالي الأمريكي نموذجاً)، مجلة أبحاث للدراسات الاقتصادية والإدارية، جامعة سكيكدة، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، 2018، ص ص 207-208.

² إمام محمد سعد إمام، مرجع سبق ذكره، ص ص 65-66.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

2. أهداف تطبيق سياسة معدلات الفائدة الصفرية: تسعى المصارف المركزية الوصول إلى تحقيق

جملة من الأهداف من خلال تطبيقها لسياسة أسعار الفائدة الصفرية (ZIRP)، لعل أهمها¹:

✓ إنعاش الاقتصاد من خلال زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء حالة الانكماش، ويرفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد؛

✓ تشجيع القطاع الخاص من خلال زيادة الإنفاق، ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية لهم، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة، وتخفف من الضغوط على أسعار الصرف؛

✓ دعم القوة الشرائية للمواطنين الذين هم بحاجة للأموال لأنهم سيحصلون عليها بنسب فائدة منخفضة من المصارف التجارية، وتحفيز المواطنين الذين يملكون أموالاً على الاستهلاك ما دام الادخار لا يجلب لهم منافع مادية².

ثانياً: سياسة معدلات الفائدة السالبة (The Negative Interest Rate Policy)

نظراً لوقوع العديد من الاقتصاديات في مصيدة السيولة بعد تطبيق مصارفها المركزية لمعدلات فائدة صفرية، لجأت بعض المصارف المركزية إلى تبني معدلات فائدة سالبة قصد الخروج من مصيدة السيولة، وبالتالي إمكانية تطبيق استخدام أداة معدل الفائدة بفعالية وبمعدلات سالبة، يبدو الأمر للوهلة الأولى غير منطقي؛ حيث أن المعروف أن من يقترض الأموال من الأفراد والشركات يقومون بسداد دينه مضافاً إليه نسبة معينة كفائدة عند حلول أجل السداد، وإيداع أموال في مصرف ما، سيقوم المصرف بمنح المودع فائدةً سنويةً على إيداعه، هذا من الناحية النظرية أي أن أدنى مستوى فائدة يمكن أن يصل إليه هو الصفر في المئة، كذلك من المفترض أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير على الاقتصاد عن طريق هذه الأداة، غير أن التطبيق العملي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى ما دون الصفر.

1. تعريف سياسة معدلات الفائدة السالبة: هي الحالة التي يقوم فيها المصرف المركزي بفرض ضريبة على الودائع المصرفية للمصارف التجارية، سواءً المودعة لديه أو تلك المودعة فيما بين المصارف

¹ عز الدين نادية، أثر التيسير الكمي على استقرار النظام المالي -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه (ل م د) في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2019-2020، ص ص 29-30، بتصرف.

² خليل عبد القادر وبن عروس رضوان، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية -دراسة تجارب بعض الدول-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، الجزائر، المجلد 9، العدد 1، مارس 2018، ص 123.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

التجارية؛ وذلك قصد توجيه تلك الأموال إلى الاقراض، ومن ثم تنشيط الاقتصاد، ويترتب عليه التأثير على معاملات ما بين المصارف في سوق النقد¹.

2. الآثار الإيجابية لتطبيق معدلات الفائدة السالبة: تنوع الآثار الإيجابية التي قد تنتج عن تطبيق سياسة معدلات الفائدة السالبة خاصة على مستوى الاستقرار المالي والاقتصادي، والتي يمكن تبيان أهمها في ما يلي²:

✓ دعم الإنفاق الحكومي للدولة في تمويل مشروعاتها؛ وذلك لانخفاض تكلفة التمويل، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر إيجاباً على النشاط الاقتصادي؛

✓ منع حدوث ما يسمى بدخول الأموال الساخنة (Hot money)، والتي من شأنها زعزعة استقرار السوق، فيؤدي تطبيق معدلات الفائدة السالبة إلى إيقاف تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الهادفة إلى تحقيق فوائد ناتجة من الفوارق في أسعار الفائدة بين الدول؛

✓ دعم تنافسية الصادرات من خلال انتقال أثر معدل الفائدة السالب إلى قيمة العملة، فعندما تصبح معدلات الفائدة على الودائع من عملة ما سالبة؛ فإن الطلب على تلك العملة يتراجع، وتنخفض بذلك قيمة العملة؛ ما يعطي للمنتوجات المحلية تنافسية على حساب منتجات باقي الدول؛

✓ زيادة المعروض من الأموال المتاحة للإقراض من طرف المصارف، لأن الفوائض التي تملكها إن لم توظفها من خلال اقراضها، وأبقتها مجمدةً يكلفها خسارةً من خلال الفوائد التي تدفعها للمودعين، وضريبةً عند ايداعها لدى المصارف الأخرى، أو لدى المصرف المركزي، وبالتالي تضطر إلى توجيهها نحو الإقراض سواءً للأفراد أو للمشاريع؛ وهذا الأخير من شأنه تحفيز الطلب الكلي، وبالتالي الخروج من حالة الكساد الاقتصادي، وهذا هو المنشود من اتباع المصارف المركزية لهذه الأداة.

¹ l'éco on bref, **Les politiques monétaires non conventionnelles**, Banque de France, Janvier 2019, <https://abc-economie.banque-france.fr>, p 1.

² لمعلومات أكثر الآثار الإيجابية لتطبيق معدلات الفائدة السالبة، يمكن الاطلاع على:

- Hervé Hannoun, **Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth**, Bank of International Settlement, 2015, <http://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf>, p p 1-5.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

3. الآثار السلبية لتطبيق أسعار الفائدة السالبة: إن لتطبيق معدلات الفائدة السالبة آثاراً سلبية

متعددة على الاقتصاد، سواءً على المستوى الكلي أو على المستوى الجزئي، نذكر أهمها فيما يلي¹:

✓ تأكل أرباح المصارف التجارية، إذ تعمل معدلات الفائدة السالبة على تقارب معدلات الفائدة التي تدفعها المصارف على الأموال المودعة لديها مقابل تلك التي تقرضها لعملائها أو تستثمرها في شراء سندات، كما تتأثر قاعدة عملائها من خلال تخفيضها لأسعار الفائدة التي يتقاضها العملاء مقابل ودائعهم؛

✓ في ظل تطبيق معدلات الفائدة السالبة، ولجوء المصارف إلى البحث عن أصول ذات عائد جيد؛ يؤدي ذلك إلى حدوث فجوات زمنية بين أصول وخصوم المصارف التجارية، حيث تعتمد على خصوم ذات أجال استحقاق قصيرة لاقتناء أصول ذات عائد جيد لكن أجال استحقاقها طويلة، الأمر الذي من شأنه إيقاع المصرف في مشاكل السيولة؛

✓ نتيجة انخفاض أسعار الفائدة في سوق النقد، ومعدلات العائد السلبية على الأصول، سترتفع درجة المخاطر لدى المؤسسات المالية التي تستثمر أموالها في أصول ذات مخاطر عالية لأجل الحصول على عائد أعلى، وهذا قد يؤدي إلى تكرار سيناريو الأزمة المالية العالمية؛

✓ التخفيض في معدلات الفائدة إلى مستويات سالبة سيؤدي إلى انخفاض في قيمة العملة، واتباع دول عديدة لهذه الأداة قصد التخفيض في قيمة عملاتها؛ ذلك من شأنه زعزعة الاستقرار في النشاط التجاري بين الدول؛

✓ تدهور في الخدمات المقدمة لزبائن المصارف التجارية نتيجة تحمل هذه الأخيرة أعباء لادخار أموالها لدى المصارف المركزية، وعدم قدرتها على تمرير المعدلات السلبية إلى عملائها؛ وبالتالي ينعكس ذلك في ضعف خدماتها.

الفرع الثالث: أداة التوجيه المسبق

من خلال هذا الفرع سنقوم بدراسة أداة أخرى من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والمتمثلة في التوجيه المسبق لآراء وسلوكيات المتعاملين الاقتصاديين، وذلك بحسب الطريقة التي يرغب فيها المصرف المركزي والتي توصله لتحقيق أهدافه، وتعمل هذه الأداة موازاةً مع باقي الأدوات سالفة الذكر خاصةً منها معدلات الفائدة السالبة والصفيرية، حيث من خلال هذه الأداة يتم تعزيز باقي الأدوات غير التقليدية، وضمان فاعليتها.

¹ أنظر كلامن:

- إمام محمد سعد إمام، مرجع سبق ذكره، ص 54.

- العشي وليد، مرجع سبق ذكره، ص ص 139-142.

- Herve Hannoun, Op-cit., p 9.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

أولاً: تعريف أداة التوجيه المسبق

يمكن تعريف أداة التوجيه المسبق (The Forward Guidance (FG) على أنها تلك الإعلانات التي يقوم بها المصرف المركزي عن حالة الأسواق، وعن مستويات المتغيرات الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة، حيث يوضح للجمهور نواياه المستقبلية اتجاه أسعار الفائدة الفعلية، ومعدلات التضخم؛ من أجل التأثير في توقعات الأعوان الاقتصاديين، كل ذلك من أجل التحسين في قدرتهم على توقع التغيرات المستقبلية. كما أن المصرف المركزي يهدف من خلال هذه الأداة إلى تحقيق انخفاض في معدل الفائدة الحقيقي طويل الأجل عن طريق الإعلان عن تخفيض معدلات الفائدة الاسمية لفترة زمنية طويلة ومستمرة مع التوقع بمعدلات تضخم مرتفعة، مثلما حدث أثناء الأزمة المالية. يعتبر المصرف الاحتياطي النيوزيلندي أول مصرف مركزي تبني هذا النوع من التوجيه المسبق عام 1997 قصد احتواء الأزمة الآسيوية في أواخر التسعينات، من خلال إعلانه عن معدلات الفائدة في ما بين المصارف خلال ثلاثة أشهر اللاحقة¹.

من خلال ما سبق يمكن تعريف أداة التوجيه المسبق على أنها عبارة عن رسائل يبعث بها المصرف المركزي بصفة دورية، من خلال منشوراته أو تقاريره المختلفة، يعلم من خلالها مختلف الأعوان الاقتصاديين عن الوضع الذي ستكون عليه بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، خاصة فيما يتعلق بمعدلات الفائدة والتضخم، حيث يهدف من خلال هذه الأداة إلى تحقيق نوع من الاستقرار في المستقبل، وتوضيح الرؤية لمختلف الأعوان الذين هم بحاجة إليها للقيام باستثماراتهم.

ثانياً: أسباب اللجوء إلى تطبيق أداة التوجيه المسبق

تتعدد أسباب لجوء المصارف المركزية إلى استخدام أداة التوجيه المسبق، ولعل أهمها ما يلي²:

✓ تحقيق مبدأ الشفافية (Transparency) في الإجراءات، والقرارات التي يتخذها المصرف المركزي بخصوص سياسته النقدية، حيث يسترشد بذلك الأعوان الاقتصاديين ويتخذون قراراتهم على أساسها؛

✓ تنفيذ السياسة النقدية بأكثر فعالية (effectiveness) من خلال تأثير أداة التوجيه المسبق على اتجاه السوق، ومن ثم على منحنى العائد الذي يعود تأثيره بعد ذلك على الاقتصاد؛

¹ Biagio Bossonet, **Unconventional monetary policy revisited**, Group of Lecce and Centre d'Études pour le Financement de Développement Local, 2013, p p 3-4.

² Lars O. Svensson, **Forward Guidance**, RBNZ and IJCB conference "Reflections on 25 Years of Inflation Targeting", held in Wellington, New Zealand, December 1–2 2014, International Journal of Central Banking, Volume 11, Number S1, 2015, p p 24-25.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

✓ ضرورة ضمان المصرف المركزي لمعلومات مفيدة للقطاع الخاص والجمهور كونه الملجأ الأخير للمعلومة حول مسار السياسة النقدية وخطته المستقبلية؛

✓ تبرير اختيار المصرف المركزي لتوجه معين لسياسته النقدية، ومقارنتها بالبدائل أخرى؛

✓ تمكين الجهات المعنية ومختلف المتعاملين من مساءلة المصرف المركزي حول مدى تحقيق أهدافه بعد انتهاج السياسة النقدية غير التقليدية.

ثالثاً: أهداف أداة التوجيه المسبق

تسعى المصارف المركزية من استخدام أداة التوجيه المسبق إلى تحقيق جملة من الأهداف، منها¹:

✓ تخفيض حالة عدم اليقين والاضطرابات التي قد تصحبها، حيث تصاب الأسواق المالية عادة بهذه الحالة بعد الأزمات، وما قد ينجم عنها من هروب لرؤوس الأموال نحو الخارج والمضاربة على العملات؛

✓ التخفيض بشكل كبير في تقلبات بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، كمعدلات الفائدة، حيث تسمح أداة التوجيه المسبق بالتنبؤ بدقة أكبر بمعدلات الفائدة في المستقبل؛

✓ التأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية كالميزان التجاري، حيث تؤدي معدلات الفائدة الصفرية أو السالبة المتوقعة مستقبلاً إلى تدني في قيمة العملة، ومن ثم دعم صادرات الدولة وتحسين ميزانها التجاري.

رابعاً: آليات عمل أداة التوجيه المسبق

تنوع الآليات التي تعمل وفقها أداة التوجيه المسبق، فمنها الآليات الكمية (Quantities)، ومنها الآليات الكيفية (Qualitative)، والآليات المشروطة (Conditional)، وفيما يلي توضيح لهذه الآليات²:

1. الآليات الكمية (Quantities): من خلال هذه الآليات يركز المصرف المركزي على الإفصاح الكمي لبعض المتغيرات مثل معدلات الفائدة المستقبلية، والكيفية التي تتغير بها كمياً، وكذلك حجم

¹ لمعلومات أكثر حول أهداف أداة التوجيه المسبق، يمكن الاطلاع على:

- Andrew Filardo & Boris Hofmann, **Forward guidance at the zero lower bound**, BIS Quarterly Review, March 2014, p p 38-40.
- Marco Del Negro, & al, **The Forward Guidance Puzzle**, Federal Reserve Bank of New York, staff report N° 574, 2015, p p 1-10.
- Michael Woodford, **Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks**, Prepared for the conference "Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges" Sveriges Riksbank, N° SES-0820438, 2013, p p 3-10.

² Andrew Filardo & Boris Hofmann, **Op-Cit**, p p 42.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

برامج شراء الأصول، وحجم التوسع النقدي المستهدف. كمثال على عمل الآليات الكمية قيام المصرف المركزي بإعلان عن المعدل الذي ستكون عليه الفائدة خلال الشهر القادم (معدل الفائدة خلال الشهر القادم سيكون 0.6%)، أو كأن يذكر معدل تغيره عن الشهر الحالي (سيزيد معدل الفائدة خلال الشهر القادم بـ 0.1% عن الشهر الحالي المقدر بـ 0.5%)؛ بناءً على هذا الإعلان يقوم الأفراد والمؤسسات بترتيب أوضاعهم، وإعادة تقدير منحنيات العائد لديهم، والعمل على توقع الآثار المحتملة على باقي المتغيرات الاقتصادية الأخرى ذات الصلة بها، فمثلاً: انخفاض معدل الفائدة الاسمي مؤشر قوي على ارتفاع سوق رأس المال، وانخفاض قيمة العملة.

2. الآليات الكيفية (Qualitative): يعلن من خلالها المصرف المركزي عن الكيفية التي ستعمل بها السياسة النقدية غير التقليدية خلال الفترة القادمة (سنة أو عدة سنوات)، ما يزيد من شفافية السياسة المتبعة، ويخفض من حالة عدم اليقين التي تصاحب الأزمات المالية، وكمثال حول الآليات الكيفية: قيام المصرف المركزي بتوضيح البرنامج الزمني لانخفاض معدلات الفائدة وصولاً إلى معدلات فائدة سالبة، بالإضافة إلى توضيحه للهدف من استخدامه للأدوات الأخرى غير التقليدية للسياسة النقدية، سواءً بهدف التوسع النقدي أو بهدف خلق المزيد من الائتمان.

3. الآليات المشروطة (Conditional): من خلال هذه الآليات يبلغ المصرف المركزي عن اشتراطه لانتهاج استخدامه أداة معينة من الأدوات غير التقليدية، بتحقيق هدف معين يستهدفه المصرف المركزي من استخدام تلك الأداة، مثال على طريقة عمل الآليات المشروطة: تصريح الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بأن وقف برنامج شراء الأصول مشروط بانخفاض معدلات البطالة، وهو ما وقع فعلاً حيث توقف الاحتياطي الفيدرالي عن برامج التيسير الكمي التي اتبعها بعد انخفاض معدلات البطالة سنة 2014.

خامساً: محددات فاعلية أداة التوجيه المسبق FG

لكي تكون أداة التوجيه المسبق ذات فعالية، وتأتي النتائج المرجوة من استخدامها، يرتبط ذلك بما يلي¹:

✓ العمل بشكل مستمر على شرح مفصل لمستقبل السياسة النقدية غير التقليدية، وتوجه أدواتها من خلال توضيح كافة الاعتبارات المتعلقة بها، مثل التغيرات الحاصلة في سوق رأس المال، وهدف التوسع الائتماني؛

¹ أنظر كلا من:

- Marco Del Negrom, Marc Giannoni & Christina Patterson, Op-Cit, p p 1-10.
- Monica-Ionelia Mărgărit, Considerations regarding the unconventional monetary policies and their effects on the economy, International Journal of Economics & Strategic Management of Business Process (ESMB), Volume 16, 2019, p 8.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

✓ إذا اعتقد الأفراد والمؤسسات بنجاح سياسة المصرف المركزي وأنها سوف تؤدي إلى ارتفاع في الدخل الحقيقي وفي التضخم قد يؤدي هذا إلى ارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل؛

✓ التحلي بدرجة عالية من المصدقية من طرف المصرف المركزي، ووضوح توجهات سياسته النقدية غير التقليدية من خلال البيانات المعلن عنها، وعدم استخدام عبارات تثير الشك حول مستقبل السياسة النقدية؛ مما يخلق حالة من عدم اليقين في الأسواق، التي من شأنها أن تؤثر سلبيًا على فعاليتها؛

✓ في حالة توافق الإعلانات عن الحالة المستقبلية مع أسعار فائدة منخفضة وفي مستوياتها الدنيا لفترة طويلة من الزمن في هذه الحالة التنبؤات الأولية قد تكون ذات آثار سلبية على ثقة المتعاملين في السوق؛

المطلب الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، محددات فعاليتها وتحدياتها

من خلال هذا المطلب سنتعرض في الفرع الأول إلى أهم القنوات التي من خلالها يتم تمرير وانتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية إلى الاقتصاد، وحتى تكون هذه الآثار ذات فعالية، وتؤدي النتائج المرجوة منها؛ سنتطرق في الفرع الثاني إلى أهم المحددات الأخرى لفعالية السياسة النقدية غير التقليدية إضافة إلى تلك التي تم ذكرها سابقًا من خلال تطرقنا لمختلف أدواتها، وفي الأخير سيتم إلقاء نظرة على التحديات التي واجهتها أو التي تواجهها مستقبلاً الدول، ومصارفها المركزية بعد انتهاجها النهج غير التقليدي لتسيير سياستها النقدية.

الفرع الأول: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية

إن دراسة قنوات انتقال أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية تعتبر ذات أهمية بالغة، كون هذه الأخيرة هي المسؤولة عن تحويل القرارات والمبادرات التي يتخذها المصرف المركزي إلى الاقتصاد الحقيقي؛ بغية تحقيق أهدافه سواء الأولية منها أو الوسيطة أو النهائية، وقد اختلفت وجهات نظر الاقتصاديين والكتاب لهذه القنوات، فمنهم من اعتمد على قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية، حيث ذكرها على أنها قنوات محتملة لانتقال آثار السياسة النقدية غير التقليدية، وأعطى شرحًا وتبريرات لكيفية عملها¹.

¹ Kouamé Désiré Kanga, *Essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro*, université d'Orléans, la France, 2017, p p 35-44.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

لكن أغلب الدراسات¹ ركزت على ثلاثة قنوات رئيسية التي سيتم تفصيلها خلال هذا الفرع، والمتمثلة في: قناة توازن المحفظة، قناة الإشارة، وقناة السيولة²، كما توجد قنوات أخرى بالدراسات سالفة الذكر والمتمثلة في قناة التيسير الائتماني، قناة الأمان (الأصول الآمنة)، وقناة التضخم المتوقع، وتضيف دراسة (Kouamé Désiré Kanga) قناة سعر الصرف.

أولاً: قناة توازن المحفظة (Portfolio Balance Channel)

تعمل هذه القناة انطلاقاً من الفرضية التي مفادها أن الأوراق المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل كامل في محافظ المستثمرين³، وعليه فإن التغيرات في العرض الصافي لمثل هذه الأوراق يؤثر على معدل العائد الذي تحققه، وكذلك على باقي الأوراق المالية البديلة⁴، وتعمل هذه القناة من خلال القنوات الفرعية التالية:

1. قناة مخاطر المدة (Duration Risk Channel): تُعرف مخاطر المدة على أنها أحد أنواع المخاطر

المرتبطة بحساسية أسعار السندات لمخاطر التغيير في أسعار الفائدة خلال فترة حياة السند، وبما أن هدف السياسة النقدية غير التقليدية، وعلى رأسها أداة التيسير الكمي هو التأثير على هيكل أسعار الأصول -خاصة الأصول العقارية- والتأثير كذلك على معدلات الفائدة طويلة الأجل، حيث أشار (Annet Vising) سنة 2011 أن تقييم مخاطر المدة (Duration Risk) تعد من الاعتبارات المهمة في برنامج التيسير الكمي، وذلك بالنسبة لمخاطر السندات السيادية، ويتبعها بالضرورة السندات التجارية أو الاستثمارية (Corporate Bonds)، فقيام المصرف المركزي بشراء السندات الحكومية من المصارف، ومن سوق الإصدارات الأولية؛ سيخفض من صافي العرض منها في السوق، وسيكون البديل المتاح أمام مستثمري أصول الدخل الثابت هو الاستثمار في السندات التجارية أو

¹ أنظر كلا من:

- Jakub Janus, **The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy**, Institute of Economic Research Working Papers No. 57/2015, 2015.
- Hiroshi Ugai, **Transmission Channels and Welfare Implications of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy in Japan**, Graduate School of Humanities and Social Sciences Saitama University, January 2017, p p 8-19.

² لتفاصيل أكثر حول مختلف قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية يمكن الاطلاع على:

- Von Benjamin Schmidt, **Op-Cit**, p p 101-158.

³ Ben S. Bernanke, **Opening Remarks: Monetary Policy Since the Onset of the Crisis**, Published in The Changing Policy Landscape: Economic Policy Symposium, Jackson Hole, August 30-Sept 1, 2012. https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/Bernanke_final.pdf, p 3.

⁴ ناصر بوجلال وكمال ديب، التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة -حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 12، العدد 1، 2019، ص 251.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الاستثمارية، وبما أن هذه الأنواع من السندات قد تتأثر بالتغيرات في السندات الحكومية، والتي ستخفض درجة مخاطر المدة عليها (Duration Risk) تنتقل الأثار إلى الأنواع الأخرى من السندات، ومن ثم زيادة الطلب عليها وتحفيز قدرة الشركات على طلب الائتمان، والاستدانة عن طريق السندات في ظل انخفاض العائد عليها بالمقارنة بالأوضاع دون برنامج التيسير الكمي¹.

2. قناة العرض المحلي (Local Supply Channel): بما أن المصرف المركزي من خلال تدخلاته بأدواته غير التقليدية خاصة التيسير الكمي والتيسير الائتماني، حيث يشتري الأصول المالية طويلة الأجل ما من شأنه أن يرفع من سعرها ويخفض من العائد عليها، إضافة إلى كون المعروض المحلي من هذه الأوراق محدود، فإن الأعوان الاقتصاديين يوجهون استثماراتهم نحو الأوراق المالية قصيرة الأجل المنخفض سعرها، أو نحو القطاع الحقيقي².

ثانيا: قناة الإشارة (Signaling Channel)

إن العمليات التي ينفذها المصرف المركزي أثناء استخدامه لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية خاصة أداة التيسير الكمي توفر معلومات لمختلف المتعاملين الاقتصاديين حول المسار المحتمل للسياسة النقدية التي يتبعها المصرف المركزي، وذلك من خلال قناة الإشارة أو قناة التوجيه المسبق³. حيث يوحي هذا الإعلان للمتعاملين بأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل ستظل منخفضة على الأقل حتى نهاية تطبيق البرنامج المعلن عنه، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في الأجل الطويل، وهذا يسمح باتخاذ مختلف القرارات من طرف المتعاملين الاقتصاديين خاصة تلك المتعلقة بالاستثمار بيقين أكبر⁴، وحتى تعمل هذه القناة بفاعلية لا بد من الالتزام الكامل (مصدقية تامة) للمصرف المركزي بما تم إعلانه سلفاً⁵.

ثالثا: قناة السيولة (Liquidity Channel)

تم تسميتها في بعض المراجع بقناة الإقراض. من الناحية النظرية فإن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وبالخصوص سياسة التيسير الكمي تمثل صدمة في المعروض النقدي، وبالتالي فعالية تأثيره وعبره يمكن تحليلها عن طريق مبدأ المضاعف النقدي⁶، الذي يعمل على المبدأ الذي يقتضي بأن أي

¹ Arvind Krishnamurthy & Annette Vissing, **The Effects of Quantitative Easing on Interest Rate: channels and Implications for Policy**, NBER WORKING PAPER SERIES, N° 17555, 2011, p 5.

² Von Benjamin Schmidt, **Op-Cit**, p p 119-133.

³ Jakub Janus, **Op-Cit**, p 8.

⁴ Klaus-Jurgen Gern & al, **Quantitative easing in the euro area: transmission channels and risks**, Intereconomics, Leibniz Information Centre for Economics, volume 50, Number 4, 2015, p p 207-208.

⁵ Derya Yilmaz & al, **The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical Approach**, International Journal of Trade, Economics and Finance, volume 8, Number 2, April 2017, p 97.

⁶ Bowdler Christopher & Amar Radia, **Unconventional monetary policy : the assessment**, Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, volume 28, Number 4, 2012, p 614.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

تغيير في القاعدة النقدية تترجم كتغيير في الكتلة النقدية، يفترض أن عمل هذا المبدأ ثابت عبر الزمن في ظل فرضية ثبات سرعة تداول النقود، لكن هذا لم يتحقق بعد الأزمة المالية العالمية، ففي منطقة اليورو مثلاً شهدت القاعدة النقدية تطوراً أكبر من ذلك التطور الحاصل في الكتلة النقدية منذ شهر أكتوبر 2008 بعد انهيار مصرف (Lehman Brothers)، وبالتالي فإن آلية عمل المضاعف النقدي لا يمكنها أن تسمح لنا بفهم آلية عمل السياسة النقدية غير التقليدية. وعليه فإن كل الجهود المبذولة من طرف المصرف المركزي الأوروبي من أجل تحفيز الإقراض المصرفي لم يؤتي نتائجه، حيث قامت المصارف التجارية بتحويل الأموال الموجودة لديها الناتجة عن سياسة التيسير الكمي المطبقة من طرف المصرف المركزي الأوروبي إلى احتياطات، ولم تمنحها في شكل قروض، وذلك بالرغم من تخفيض المصرف المركزي الأوروبي لنسبة الاحتياطي الإجباري. وهو ما دفع بالمصرف المركزي الأوروبي لاحقاً إلى اتباع سياسة معدلات الفائدة السالبة¹.

الفرع الثاني: محددات فعالية السياسة النقدية غير التقليدية

إضافة إلى محددات فعالية الأدوات غير التقليدية التي تم ذكرها آنفاً، في المطلب الخاص بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، هناك جملة من العوامل التي يمكنها التأثير على فعالية التوجه غير التقليدي للسياسة النقدية، وفيما يلي أهم تلك المحددات:

أولاً: حجم الصادرات

إن اتباع السياسة النقدية غير التقليدية يخفض من قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأخرى؛ وهذا من شأنه أن يجعل صادرات الدولة التي اتبعت تلك السياسة ذات تنافسية أكبر من صادرات باقي الدول، وكلما كان حجم الصادرات كبيراً كان ذلك دليلاً على فعالية السياسة النقدية غير التقليدية، كما أن الواردات هي الأخرى تنخفض، ما يؤدي في النهاية إلى تحقيق فائض في ميزان المدفوعات².

ثانياً: حجم الدين العمومي

إن الدين العمومي المتمثل في السندات التي تصدرها الدولة لتمويل إنفاقها يعتبر أحد المؤشرات المهمة والحاسمة في فعالية السياسة النقدية غير التقليدية، خاصةً عند تدخل المصرف المركزي وقيامه بعملية شراء واسع للأصول (التيسير الكمي) بغية التأثير على معدلات الفائدة في المدى الطويل، والتخفيض منها لدعم الائتمان المصرفي؛ ومن ثم زيادة الاستثمار والاستهلاك، ففي حالة كان حجم الدين العمومي ممثلاً في السندات الحكومية كبيراً، ولتحقيق الهدف من استخدام أداة التيسير الكمي لا بد من

¹ Kouamé Désiré Kanga, Op-Cit, p p 40-41.

² Jeromin Zettelmeyer, **The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence of Three Small Open Economy**, IMF working Paper, WP N° 432, 2000, p p 2-10.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

القيام بعمليات شراء ذات مبالغ ضخمة؛ حتى تتأثر معدلات العائد على السندات، ومن ثم معدلات الفائدة في الأجل الطويل. إن برنامج شراء الأصول إن لم يكن بالمبالغ الكافية فإنه يكون دون جدوى¹.

ثالثاً: تغيرات أسعار البترول

تعتبر التغيرات في أسعار البترول عامل حسم في فعالية السياسة النقدية غير التقليدية، وتتأثر فعاليتها بشكل كبير جراء انخفاض هذه الأخيرة، وذلك من عدة نواحي، أولها انخفاض المستوى العام للأسعار، واتجاه الاقتصاد نحو الانكماش والذي تسعى السياسة النقدية غير التقليدية إلى الخروج منها، ثانياً انخفاض أسعار المحروقات سوف يؤدي إلى انخفاض الطلب العالمي على مختلف السلع والخدمات خاصةً من قبل الدولة المنتجة والمصدرة للنفط، وهذا التراجع في الطلب من شأنه تثبيط محاولات الإنعاش الاقتصادي، التي تسعى المصارف المركزية إلى تحقيقها، من خلال انتهاجها للنهج غير التقليدي، وأخيراً فإن انخفاض أسعار البترول سيؤدي إلى انخفاض في قيمة العديد من الأسهم المتداولة في البورصة، وهذا يتناقض والهدف من اتباع أداة التيسير الكمي التي تسعى إلى الرفع من قيمة الأصول المالية غير التابع ملكيتها للدولة².

رابعاً: نوعية أصول ميزانية المصارف التجارية

تستهدف عمليات شراء الأصول الممثلة في أداة التيسير الكمي بشراء السندات الحكومية، والأصول عالية المخاطر على وجه الخصوص، وهذا بغية رفع سيولة أصول تلك المصارف، وهنا يمكن أن تكون أداة التيسير الكمي ذات فعالية منخفضة أو منعدمة في ظل عدم تواجد مثل تلك الأصول المستهدفة في ميزانية المصارف التجارية أو قلتها، وإن طلب المصارف التجارية للسيولة سيكون على حساب باقي الأصول التي لا تدخل ضمن نطاق الشراء المقرر من طرف المصرف المركزي، الأمر الذي من شأنه تحميل المصارف التجارية خصماً في مقابل السيولة المطلوبة³.

خامساً: درجة الانفتاح الاقتصادي للدولة

يعتبر الانفتاح الاقتصادي على باقي دول العالم، وتحرير حركة رؤوس الأموال أحد المؤشرات المهمة في فعالية السياسة النقدية غير التقليدية، خاصةً في الدول المتقدمة والناشئة التي تملك اقتصاديات كبيرة، ويمكنها الاستفادة من الانفتاح التجاري، وذلك من خلال التأثير على قيمة العملة، والاستفادة من الميزة التنافسية التي تحصل عليها صادرات الدولة المتبعة للسياسة النقدية غير التقليدية؛ وبالتالي كلما كان انفتاحها على العالم الخارجي كبيراً كلما زادت فعاليتها أدواتها غير التقليدية.

¹ العشي وليد وعبد الرحمن عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 74-75، بتصرف.

² إمام محمد سعد إمام، مرجع سبق ذكره، ص ص 78-79، بتصرف.

³ Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Op-Cit*, p p 2-12.

سادسا: فترات الابطاء (Time Lags)

تعتبر فترات الابطاء عن تلك الفترة الزمنية المطلوبة لاستجابة متغيرات الاقتصاد الكلي للتغيرات الواقعة في السياسة النقدية غير التقليدية، وهو مرتبط بالأداة المستخدمة وفي أي سوق مالي تم استخدامها، حيث كما أسلفنا الذكر سابقًا حول أداة التيسير الكمي التي تؤثر على هيكل معدلات الفائدة طويلة الأجل، وبالتالي على أسعار وقيم الأصول، وهنا قد نجد أن درجة استجابة أسواق الدخل الثابت تكون أكبر من مثيلتها في سوق الأسهم. وعليه فكلما كانت الفترة التي يستغرقها الاقتصاد الكلي للاستجابة للتغيرات النقدية طويلةً، كلما دل ذلك على نقص فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.¹

سابعا: مرونة الطلب على الائتمان نتيجة تغيير أسعار الفائدة

كلما كانت مرونة الطلب على الائتمان عاليةً بالنسبة للتغيرات الواقعة في أسعار الفائدة؛ كلما كانت السياسة النقدية غير التقليدية أكثر فعالية، ويتم تجسيد ذلك من خلال ارتفاع الطلب على الائتمان قصد توجيهه للاستثمار أو الاستهلاك، ومن ثم زيادة الطلب الكلي، وتحفيز الاقتصاد والوصول به إلى المستوى المطلوب.²

ثامنا: السياسة النقدية المتبعة في باقي دول العالم

يعد اتباع السياسات النقدية غير التقليدية في دول العالم حديث النشأة وتزامن خاصة مع الأزمة المالية العالمية، حيث توجهت العديد من كبريات الاقتصاديات في العالم إلى تبني سياسات نقدية متشابهة إلى حد كبير، وهذا التوجه المتزامن نحو الأدوات غير التقليدية من شأنه الحد من فعالية السياسة النقدية في هذه الدول، خاصةً في ظل تبني هذا التوجه قصد الحماية غير المباشرة للتجارة البينية لمختلف المنافسين في العالم.

الفرع الثالث: تحديات تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية

إن إتباع المصارف المركزية بصفة استثنائية لمجموعة معتبرة من الأدوات والإجراءات غير التقليدية في سياستها النقدية، بشكل استعجالي لإيقاف التداعيات السلبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، يدعونا إلى التساؤل عن الآثار المحتملة التي يمكن أن تصاحب مثل هذه الإجراءات، خاصةً في ظل عدم

¹ David Gruen & al, **The Lags Of Monetary Policy**, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 9702, 1997, p p 275-296.

² Anthony A. Defusco & Andrew Paciorek, **The Interest Rate Elasticity of Mortgage Demand: Evidence From Bunching at the Conforming Loan Limit**, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2014, p p 2-3.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

وضوح نية لتطهير ميزانية المصارف المركزية لتلك الدول. وفيما يلي سيتم عرض أهم التحديات الناتجة عن اتباع الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية¹:

أولاً: تنامي حجم ميزانية المصارف المركزية

قامت المصارف المركزية في الدول المتقدمة خاصةً الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، ومصرف إنجلترا بتيسير كبير في شروطها النقدية خلال الأزمة، وقد قامت هذه المصارف بدايةً بخفض معدلات الفائدة، ثم بعد ذلك بتضخيم حجم ميزانيتها من خلال قيامها بعمليات شراء كبرى لأوراق دين خاصة وعمومية، وكذلك من خلال قيامها بتقديم تسهيلات جديدة للإقراض، وذلك بتقديم قروض لمؤسسات مالية والعمل على إنقاذها، ضف إلى ذلك ما قامت به المصارف المركزية في عدة حالات بتوسيع قائمة الأصول المقبولة في عمليات سياستها النقدية، كما قامت أيضا المصارف المركزية في الدول المتقدمة الأقل تضرراً من الأزمة المالية كأستراليا وكندا بزيادة ميزانياتها العمومية لكن بدرجة أقل عما سُجل في الدول المتقدمة الأكثر تضرراً. يمكن لارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل أن تؤدي إلى تسجيل خسائر مالية في حالة التخلي عن السندات أو في حالة اعتماد المحاسبة على قيمة السوق، كما وتجد المصارف المركزية التي تملك حجماً كبيراً من الأصول المقيمة بالعملة الصعبة نفسها عرضة لخطر الصرف، حيث ستسجل خسائر كبيرة في حالة ارتفاع قيمة العملة المحلية. كما سجل خطر القرض بالنسبة للمصارف المركزية ارتفاعاً كبيراً خلال الأزمة نتيجة حيازة هذه المصارف على أصول ذات نوعية رديئة على غرار الـ ABS وهذا إما بسبب عمليات شراء الأصول أو بسبب توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمانات².

ثانياً: التضخم المحتمل نتيجة ارتفاع حجم العرض النقدي

أن الخطر الحقيقي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية على رأسها التيسير الكمي ليس على معدلات التضخم في الدول التي طبقتها فقط، بقدر ما هو على معدلات التضخم العالمي؛ حيث يقول بعض الاقتصاديين على رأسهم رئيس المصرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السابق Alan Greenspan، إن سياسة التيسير الكمي ستعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل، وعليه فإنه من المتوقع أن تأخذ أسعار السلع التجارية الدولية في الارتفاع، مثلما حدث بالنسبة لأسعار النفط. وارتفاع أسعار السلع التجارية يعرض معظم دول العالم لصدمة تضخم مستورد، الأمر الذي سيرفع من درجة عدم التأكد، ومن ثم يؤثر سلبيًا في الآفاق المستقبلية للنمو في العالم³.

¹ مزيد من المعلومات حول مختلف التحديات التي تواجه السياسة النقدية بعد الأزمة المالية يمكن الاطلاع على:

- محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص ص 166-174.

² محمد الأمين وليد طالب ونظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 219.

³ صاري علي، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة تبسة، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، 2018، ص ص 175-176.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

ثالثاً: ضعف فعالية السياسة النقدية

يعود ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة إلى عاملين أولهما اعتماد المصارف المركزية على سياسة معدل الفائدة الصفري والسالب في بعض الأحيان، وبالتالي عدم إمكانية المصارف المركزية التخفيض إلى أقل من ذلك والذي ضيع على المصارف المركزية فرصة تنشيط الطلب، والثاني هو التداعيات التي قد تحدث عند القيام بعكس عملية التيسير الكمي بانكماش ميزانية المصارف المركزية.

حتى وإن لم تحقق مختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على رأسها أداة التيسير الكمي كل النتائج المرجوة منها فإنه لا ينبغي الجزم بأن هذه الأدوات لا تؤدي أي دور، خاصةً خلال مرحلة الانتعاش التي تتبع انكماش الميزانية، حيث بينت أحداث الأزمة المالية 2008 بأن إتباع قدر معين من تلك الأدوات منذ بداية الأزمة قد كان ضرورياً للحد من تداعياتها¹.

المطلب الرابع: بعض التجارب الدولية في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية

بعد الأزمة المالية العالمية التي حلت بالعالم نهاية 2007 وبداية 2008 ونتيجة لتداعياتها السلبية على مختلف الاقتصاديات في العالم، ونظراً لعجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية التقليدية على إيجاد مخرج من الأزمة، فقد اتبعت كبرى المصارف المركزية العالمية أساليب غير تقليدية لإدارة سياستها النقدية، وتأتي على رأسها الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة الأمريكية، والمصرف المركزي الأوروبي في منطقة اليورو، وغيرها، وقبل هؤلاء جميعاً كانت اليابان السبّاقة في هذا النهج بعد الركود الاقتصادي الذي ضربها في مطلع الألفية الثالثة، حيث قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي، خلال شهر مارس 2001. في هذا المطلب سنستعرض تلك التجارب ببعض من التفصيل.

الفرع الأول: تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

كانت بداية استخدام الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية حسب Richard G.Anderson في عام 1933 من خلال سياسة التيسير الكمي، إذ قامت السلطات النقدية الأمريكية بدعم من الكونغرس الأمريكي بشراء ما قيمته 1 مليار دولار من الأوراق المالية الصادرة عن الخزانة الأمريكية².

أولاً: سياسة التيسير الكمي

في الوقت الحالي وبعد الأزمة المالية العالمية، استخدمت الولايات المتحدة الأمريكية أداة التيسير الكمي على غرار العديد من اقتصاديات العالم، خاصة في ظل انخفاض معدلات الفائدة قصيرة الأجل إلى مستويات صفرية*.

¹ محمد الأمين وليد طالب ونظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 219.

² Richard.G Anderson, Op-Cit, p p 1-2.

* في الولايات المتحدة الأمريكية هو معدل الأموال الاتحادية الفيدرالية.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

وقد تم تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة على ثلاثة برامج¹:

✓ البرنامج الأول QE1 نوفمبر 2008 - مارس 2010: ركز فيه الاحتياطي الفيدرالي على شراء سندات الرهن العقاري بقيمة 100 مليار دولار شهريا، ومع انتهاء البرنامج اقتنى الاحتياطي الفيدرالي 1.25 ترليون دولار من سندات الرهن العقاري و30 مليار دولار من سندات الحكومة و175 مليار دولار من ديون الوكالات؛

✓ البرنامج الثاني QE2 نوفمبر 2010 - سبتمبر 2011: تم من خلالها شراء 600 مليار دولار من السندات الحكومية طويلة الأجل؛ و400 مليار دولار من سندات الخزنة التي بقي على استحقاقها من 6 سنوات إلى 30 سنة.

✓ البرنامج الثالث QE3 سبتمبر 2012 - أكتوبر 2014: حيث تم شراء 85 مليار دولار شهريا من السندات، منها 45 مليار دولار سندات حكومية و40 مليار دولار من سندات المدعومة برهن عقاري. بانتهاء برامج التيسير الكمي ارتفعت أصول الاحتياطي الفيدرالي بحوالي 3 ترليون دولار حيث قدرت في سنة 2007 بواحد ترليون دولار، وأصبحت 4 ترليون دولار نهاية سنة 2014².

ثانيا: أداة التوجيه المسبق

أدى تواجد معدلات الفائدة عند مستويات جد منخفضة إلى بحث الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن أدوات أخرى ولعل أبرز هذه الأدوات التي ركز عليها الاحتياطي الفيدرالي هي أداة التوجيه المسبق (Forward guidance)، التي استعملت من خلال الإعلان المسبق عن توجه السياسة الاقتصادية الكلية وعن مستقبل معدلات فائدة الأرصدة الفدرالية. تعد أهم أوجه استعمال هذه الأداة إعلانات الـ (FED) المتكررة حول بقاء معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة تتراوح بين 0 و0,25% إلى غاية منتصف عام 2015، حيث أدى تطبيق مختلف الإعلانات المتكررة إلى الرفع من مصداقية كل من الرئيس والاحتياطي الفيدرالي³.

ثالثا: الخروج من سياسة التيسير الكمي والرجوع إليها ثانية

بعد تعافي الاقتصاد الأمريكي من آثار الأزمة حيث تحسنت المؤشرات الاقتصادية الكلية فوصل النمو الاقتصادي نهاية سنة 2015 إلى 3.07%⁴، وانخفضت معدلات البطالة إلى 4.7% شهر ديسمبر

¹ لمزيد من التفاصيل، يمكن الاطلاع على:

- رمزي محمود، التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، ص ص 71-140.

² Monica-Ionelia Mărgărit, *Op-Cit*, 9.

³ محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 163.

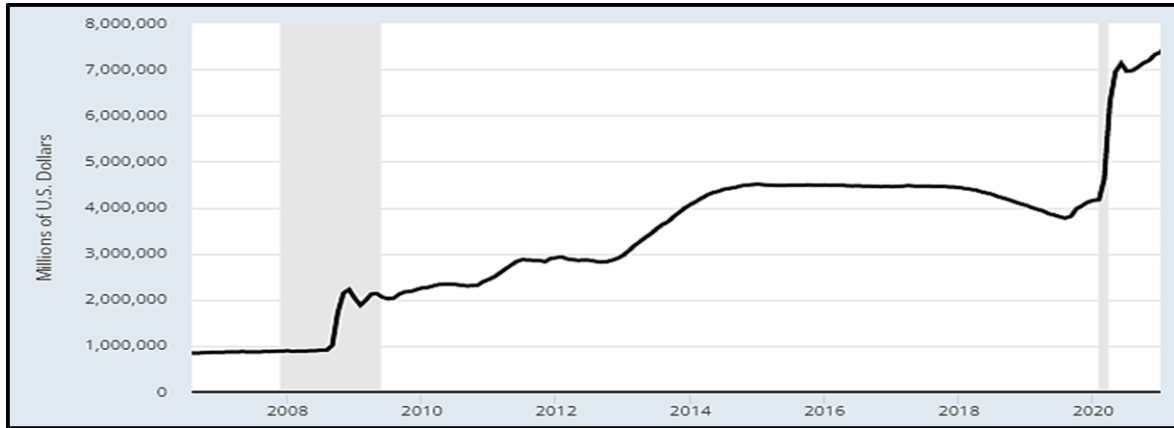
⁴ World Bank Database, *World Development Indicators*, on-line: <https://data.worldbank.org/country/united-states?view=chart>

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

2016، بعدما كانت 10% خلال شهر أكتوبر 2009¹، وقصد التخفيف من الارتفاع الكبير في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي ومحاولة من لإرجاعها إلى ماكانت عليه من قبل، قرر هذا الأخير في سنة 2017 بداية سياسة التشديد الكمي (Quantitative Tightening) (QT)، والتي عرفت أيضا بسياسة تطبيع الميزانية العمومية، حيث كانت بدايتها الفعلية في شهر أكتوبر 2017 من خلال بيع 6 مليار دولار من السندات الحكومية، و4 مليار دولار من سندات الرهن العقاري وديون الوكالة، وهذا خلال الثلاثة الأشهر الأولى لبدأ سياسة التطبيع، على أن يبيع ابتداءً من الشهر الرابع 30 مليار دولار من السندات الحكومية، و20 مليار دولار من سندات الرهن العقاري وديون الوكالة. سمحت برنامج التشديد الكمي بتقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي تدريجياً بأكثر من 600 مليار دولار أمريكي، حيث لم يتم استبدال الأصول التي بلغت أجل استحقاقها بأوراق مالية جديدة².

لكن جاءت الأزمة مجدداً، ولكن هذه المرة أزمة صحية عالمية بانتشار فيروس كورونا المستجد، ما أدى إلى تدهور جل المؤشرات الاقتصادية الكلية لأغلبية دول العالم، ولم تستثنى من ذلك الولايات المتحدة الأمريكية، حيث هبط معدل النمو الاقتصادي إلى أدنى مستوياته، حيث سجل تراجع بـ -3.49% سنة 2020 مقارنة بسنة 2019³، وارتفعت البطالة إلى أعلى مستوياتها لتصل 14.8% خلال شهر أبريل 2020، هذا ما أدى إلى رجوع الاحتياطي الفيدرالي مجدداً إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي، والشكل الموالي يوضح تطور إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي قبل الأزمة المالية وبعدها، وقبل وخلال أزمة كورونا.

الشكل رقم (5-1): ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, on-line: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>

¹ Federal Reserve Bank of St. Louis, on-line: <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>

² لمعلومات أكثر حول سياسة التشديد الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية، يمكن الاطلاع على:

- عزالدين نادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 152-174.

³ World Bank Database, World Development Indicators, on-line: <https://data.worldbank.org/country/united-states?view=chart>

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ بأن تداعيات أزمة كورونا على ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي كانت أكبر بكثير من تداعيات أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، حيث خلال هذه الأخيرة وبعد عدة جولات من التيسير الكمي وصل حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي إلى أقصى قيمة له شهر فيفري 2015، حيث وصلت إلى 4.5 ترليون دولار، لكن بعد أزمة كورونا نلاحظ تزايد وبشكل عنيف في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، حتى أنها وصلت بتاريخ 2021-09-08 ما قيمته 8.36 ترليون دولار.

الفرع الثاني: تجربة المصرف المركزي الأوروبي

يمكن تقسيم تدخلات المصرف المركزي الأوروبي باستخدام السياسة النقدية غير التقليدية، إلى ثلاثة مراحل رئيسية، مبينة كما يلي¹:

✓ المرحلة الأولى (سبتمبر 2008-ديسمبر 2009): خلال هذه الفترة عمل المصرف المركزي الأوروبي على توفير المساعدة للنظام المصرفي؛

✓ المرحلة الثانية (جانفي 2010-ديسمبر 2012): خلال هذه الفترة بدأت أزمة الديون السيادية، ركز المصرف المركزي الأوروبي جهوده خلالها على اقتناء السندات الحكومية؛

✓ المرحلة الثالثة (بداية من منتصف سنة 2013): طبق المصرف المركزي الأوروبي خلال هذه المرحلة استراتيجية أكثر حزما لإدارة سياسة نقدية، من خلال توسيع عمليات الشراء، بهدف دعم السياسة الائتمانية وطبق أسعار الفائدة السالبة.

أولا: عمليات تبادل العملات

تمثلت أولى الإجراءات التي قام بها المصرف المركزي الأوروبي عقب حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية في عمليات تبادل العملات SWAP*، من عدة مصارف مركزية على غرار ما تم الاتفاق عليه مع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، حيث تم التوصل إلى تبادل ما قيمته 310 مليار دولار على ثلاثة دفعات؛ كما اتفق مع مصرف سويسرا المركزي على تقديم التمويل اللازم بالفرنك السويسري للدول الأعضاء في منطقة اليورو. وقد تم توسيع قائمة الأصول المقبولة بضمان لتشمل سندات الدين الصادرة عن مؤسسات الائتمان، وسندات الدين المحمية بضمانات مقبولة وتضل هذه اللاتحة سارية المفعول إلى غاية نهاية عام 2009².

¹ Monica-Ionelia Mărgărit, Op-Cit, p 9.

* عقد تبادل العملات swap هو عقد بين طرفين ينص على مبادلة كمية معينة من العملات مع الاتفاق على عكس العملية بعد فترة زمنية محددة؛ وبالتالي هو اتفاق يحتوي على عقدين أحدهما عقد فوري والآخر أجل وتم انشاءه بهدف التقليل من مخاطر وقيود الصرف على مستوى الجزئي، أما على المستوى الكلي فيهدف إلى إتاحة إمكانية للدول للاقتراض بعملة أجنبية بسرعة ودون اللجوء إلى سوق الصرف، كما يمكن استخدامها للتدخل في سوق الصرف لدعم العملة المحلية، بالإضافة إلى إمكانية استخدامها لتحقيق الاستقرار المالي وأهداف السياسة النقدية.

² دودو نبيلة، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة سطيف1، الجزائر، 2020-2021، ص ص 153-154.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: سياسة التيسير الائتماني

لقد طبق المصرف المركزي الأوروبي سياسة التيسير الائتماني، حيث تضمنت عدة إجراءات أهمها: تقديم تيسير ائتماني غير مباشر من خلال عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (Very Long Term Refinancing Operations (VLTROs))، وقد وفرت قرابة 1000 مليار يورو، وكان تنفيذها على مرحلتين: (VLTROS1) في 21 ديسمبر 2011، لأجل 3 سنوات وقيمتها 489 مليار يورو، (VLTROS2) في 29 فيفري 2012، لأجل 3 سنوات وقيمتها 529 مليار يورو. وتيسير ائتماني غير مباشر من خلال عمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل على ثلاثة مراحل كان آخرها في 7 مارس 2019، تهدف هذه العملية لتقليص الضغوط على أسعار السندات بطريقة غير مباشرة، مما يجعل العوائد تتراجع وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة في منطقة اليورو.¹

ثالثاً: سياسة التيسير الكمي

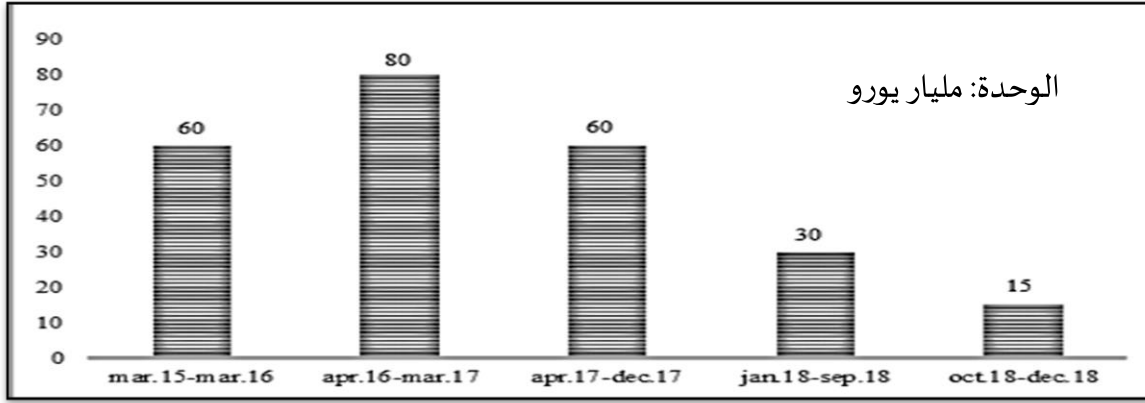
لقد اتبع المصرف المركزي الأوروبي أيضاً سياسة التيسير الكمي من أجل ضخ كمية معتبرة من السيولة التي تساعد على استعادة النشاط ما بين المصارف. في البداية وخلال سنة 2010 وجه المصرف المركزي الأوروبي سياسته النقدية لشراء سندات الدين العمومي، خاصة بعد أزمة الديون السيادية في كل من اليونان، إيطاليا، البرتغال وإيرلندا؛ وبعد سنة 2015 اتبع المصرف المركزي برنامج جديد من أجل اقتناء الأوراق المالية، متكون من أربعة أصناف من الأوراق المالية: برنامج شراء خاص بقطاع المؤسسات؛ ((corporate sector purchase programme (CSPP))، برنامج خاص بالقطاع العام ((public sector purchase programme (PSPP))، برنامج لشراء حزم الأصول المالية ((asset-backed securities purchase programme (ABSPP))، بالإضافة إلى ثالث دفعة من برنامج شراء السندات ((Third covered bond purchase programme (CBPP3)). حيث خلالها اقترح برنامج شراء الأصول اقتناء شهري للأوراق المالية (السندات السيادية، أوراق المالية للشركات، حزم الأصول، وسندات مغطاة أخرى) إضافة إلى رفع مبلغها بنهاية البرنامج إلى ما قيمته 2650 مليار يورو، حسب المصرف المركزي الأوروبي، فإن المبالغ الصافية المشتراة خلال فترة تطبيق برامج الشراء الشهرية الأخيرة التي بدأت سنة 2015²، مبينة في الشكل الموالي:

¹ المرجع نفسه، ص ص 154-156.

² Monica-Ionelia Mărgărit, Op-Cit, p 10.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الشكل رقم (1-6): متوسط مبالغ مشتريات المصرف المركزي الأوروبي من الأوراق المالية



Source: Monica-Ionelia Mărgărit, Op-Cit, p 10.

من خلال الشكل نلاحظ بأن المصرف المركزي الأوروبي قد قام بمتوسط مشتريات شهرية: 60 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من مارس 2015 إلى غاية مارس 2016؛ و80 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من أبريل 2016 إلى غاية مارس 2017؛ و60 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من أبريل 2017 إلى غاية ديسمبر 2017؛ و30 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من جانفي 2018 إلى غاية سبتمبر 2018؛ و15 مليار يورو من أكتوبر 2018 إلى غاية ديسمبر 2018.

وعلى غرار ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فإن ميزانية المصرف المركزي الأوروبي هي الأخرى قد تضاعفت حتى وصلت إلى 3.5 ترليون يورو بعد ما كانت في سنة 2007 تقدر بـ 1.2 ترليون يورو¹. وفي اجتماع 12 سبتمبر 2019 أعلن المصرف المركزي الأوروبي إعادة استئناف برنامج التيسير الكمي من خلال شراء السندات بقيمة 20 مليار يورو شهريا، ويبدأ هذا البرنامج في 1 نوفمبر 2019²، وبعد حلول أزمة كورونا تضاعفت ميزانية المصرف المركزي الأوروبي حيث وصلت إلى 8.21 ترليون يورو بتاريخ 3 سبتمبر 2021³. وقد قرر المصرف المركزي الأوروبي بأنه سيستمر في إجراء مشتريات إضافية ضمن البرنامج الطارئ لمكافحة الوباء بمبلغ إجمالي قدره 1850 مليار يورو حتى نهاية مارس 2022 على الأقل، وحتى يقرر المصرف أن مرحلة أزمة كورونا قد انتهت⁴.

¹ Ibid, p 10.

² Arabic trader on line: <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/87295/> Consulted: 10-09-2021.

³ Federal Reserve Bank of St. Louis, on-line: <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETSW>

⁴ Arabic trader, on line: <https://www.arabictrader.com/ar/news/central-banks/119537> Consulted: 10-09-2021.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

رابعا: سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة

عقب الأزمة المالية العالمية اتبع المصرف المركزي الأوروبي سياسة معدلات الفائدة القريبة من الصفر ابتداء من 11 مارس سنة 2009 حيث كان معدل الفائدة 0.5% بعدما كان 3.25% شهر أكتوبر 2008، واستمر التخفيض وصولاً للمعدلات الصفرية وذلك في 11 جويلية 2012 ليصبح معدل الفائدة ولأول مرة يساوي 0%، لكن المصرف المركزي الأوروبي لم يتوقف عند هذا الحد بل بدأ بتطبيق معدلات فائدة سالبة ابتداء من 11 جوان 2014 بمعدل -0.1%، استمرت المعدلات السالبة في التتالي، حيث أصبح في شهر سبتمبر من نفس السنة -0.2%، وخلال ديسمبر 2015 وصلت إلى -0.3%، وتواصل الانخفاض إلى أن وصل بتاريخ 18 سبتمبر 2019 نسبة -0.5%، وهذه النسبة لا تزال مطبقة إلى يومنا هذا¹. ويهدف المصرف المركزي الأوروبي من وراء هذه الإجراءات إلى تحفيز الاقتصاد حيث كان هناك انخفاض كبير في معدل النمو الاقتصادي، حيث قدر على سبيل المثال في فرنسا بـ 0.31% سنة 2012²، وتحقيق معدل تضخم مستهدف قدر بـ 2% على المدى المتوسط، حيث في فيفري 2015 كان معدل التضخم بالسالب -0.27%³.

الفرع الثالث: تجربة المصرف المركزي الياباني

تعتبر اليابان أول دولة قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي للخروج من حالة الانكماش التي عرفها الاقتصاد الياباني في العقد الأخير من القرن العشرين، نتيجة انفجار فقاعة أسعار السندات سنة 1990 مما أدى إلى انهيار المستوى العام للأسعار وحدث ركود في الاقتصاد الياباني.

أولا: سياسة معدلات الفائدة الصفرية

مع نهاية التسعينات استخدم المصرف المركزي الياباني سياسة نقدية توسعية بهدف تخفيض سعر الفائدة، حيث وصل إلى 0.5% سنة 1995، وهي بداية ما يسمى بسياسة سعر الفائدة الصفرية (ZIRP) استمر هذا التخفيض ليصل إلى 0.03% بحلول سنة 1999 ووصل إلى 0% خلال سنة 2000، وبعد شهر مارس 2006 عرفت أسعار الفائدة نتيجة إيجابية نتيجة لقرار المصرف المركزي الياباني برفع سعر الفائدة مرتين في ضوء التطورات المواتية في النشاط الاقتصادي والأسعار: من 0% إلى 0.25% في جويلية 2006، وإلى 0.5% في فيفري 2007، وتم الحفاظ على هذا السعر حتى أكتوبر 2008، وقد أدت أزمة 2008 إلى ضرب اقتصاد اليابان بشدة في صادراته، مما أدى إلى انخفاض الناتج

¹ European Central Bank, Key ECB interest rates, on line: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.htm

| Consulted: 10-09-2021.

² Federal Reserve Bank of St. Louis, on line: <https://fred.stlouisfed.org/series/NGDPRXDCFRA#>

³ Federal Reserve Bank of St. Louis, on-line: <https://fred.stlouisfed.org/series/CPALTT01FRM659N>

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

المحلي الإجمالي بنسبة 5.6% في سنة 2009¹. وقد اتجه مصرف اليابان إلى استخدام معدلات الفائدة السلبية ابتداءً من 2 جانفي 2016²، وفي ظل انتشار وباء كورونا حول العالم، قرر مصرف اليابان بأن تظل أسعار الفائدة عند النسبة السالبة -0.1%³.

ثانياً: سياسة التيسير الكمي

بالرغم من تطبيق إجراءات سياسة معدلات الفائدة الصفرية نهاية التسعينات وبداية الألفية الجديدة إلا أن معدلات الاقتراض من قبل الأفراد والمؤسسات بقيت منخفضة، وبقي الاقتصاد الياباني في حالة انكماش وانحصر سعري (انخفاض معدلات التضخم)، ومن أجل مواجهة هذه التحديات اقترح مصرف اليابان شكل جديد للسياسة النقدية لا يعتمد على تخفيض معدل الفائدة ولا على وصف السياسة النقدية التقليدية لتوسيع المعروض النقدي من خلال طباعة النقود مثلاً، عمل المصرف المركزي الياباني على توليد الائتمان بهدف تحقيق الانتعاش الاقتصادي، وذلك من خلال اتباع ولأول مرة سياسة التيسير الكمي⁴، وكان ذلك في شهر مارس 2001 من خلال الخطوات التالية⁵:

✓ في أوت 2001 تم رفع مشتريات المصرف المركزي الياباني من السندات الحكومية طويلة الأجل من 400 مليار ين إلى 600 مليار ين شهرياً؛

✓ في فيفبر 2002 تم رفع المشتريات الشهرية من السندات الحكومية طويلة الأجل إلى 1 ترليون ين بعدما كانت 800 مليار ين؛

✓ وفي أكتوبر 2002 تم الرفع مجدداً في قيمة المشتريات من السندات الحكومية طويلة الأجل لتصل 1.2 ترليون ين.

¹ عز الدين نادية، مرجع سبق ذكره، ص 129.

² صندوق النقد العربي، تقرير أفاق الاقتصاد العربي، الإصدار الثالث عشر، أبريل 2021، ص 12.

³ بيان السياسة النقدية الصادر عن مصرف اليابان -شهر جويلية 2021-، متاح على الرابط:

<https://www.arabictrader.com/ar/news/central-banks/117351>

⁴ أنظر كلا من :

- عبو عمر وقسول كمال، مرجع سبق ذكره، ص 56.

- عز الدين نادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 128-129.

⁵ عز الدين نادية، مرجع سبق ذكره، ص 129.

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

وفي 10 ماي 2010 تم الإعلان عن مشتريات السندات الحكومية اليابانية (JGBs)، سندات الشركات، الصناديق المتداولة في البورصة، الأوراق التجارية، صناديق الاستثمار العقاري اليابانية وقد خطط لاقتناء 76 تريليون ين ياباني، بحلول نهاية سنة 2013؛ وفي أبريل 2013 تبنى مصرف اليابان سياسة التيسير الكمي والائتماني¹ (Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)) بدلاً من سياسة التيسير النقدي الشامل التي تم تبنيها في 2010، والتي كانت أكثر هجومية وذلك بشراء 80 ألف مليار ين سنوياً من السندات الحكومية، مقابل 50 ألف مليار ين سابقاً، و3000 مليار ين من صناديق المؤشرات المتداولة في سوق الأسهم اليابانية مقابل 1000 مليار ين ياباني من قبل. بنهاية شهر ماي 2017 وصل إجمالي أصول ميزانية المصرف المركزي الياباني 500 ترليون ين، حيث تضاعفت أكثر من ثلاثة مرات منذ بداية البرنامج التحفيزي القوي الذي بدأ سنة 2013، وعلى هذا الأساس اتجهت عمليات شراء الأصول من قبل مصرف اليابان نحو التنازل، حيث وصلت في سنة 2018 إلى معدل سنوي بلغ حوالي 45 تريليون ين ياباني (410 مليار دولار أمريكي)، على الرغم من أن الالتزام الرسمي بمشتريات سنوية تبلغ حوالي 80 تريليون ين ياباني². وقد قرر مصرف اليابان في آخر اجتماعاته واستجابة لتداعيات أزمة كورونا بأن المصرف سيقوم بشراء كمية أكبر من السندات الحكومية اليابانية (JGBs) دون تحديد حد أقصى للمشتريات. كما وافقت لجنة السياسة النقدية على الاستمرار في شراء الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) حسب الضرورة بحد أقصى يبلغ حوالي 12 تريليون ين، وحوالي 180 مليار ين من صناديق الاستثمار العقاري الياباني (J-REITs)، ويواصل مصرف اليابان شراء الأوراق التجارية (Commercial Paper) وسندات الشركات بحد أقصى للمبلغ بحوالي 20 تريليون ين إجمالاً حتى نهاية سبتمبر 2021. كما سيواصل البنك التسهيل النقدي الكمي والائتماني مع التحكم في منحى العائد، الذي يهدف إلى تحقيق هدف استقرار الأسعار عند نسبة 2%³.

الفرع الرابع: تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر

من خلال هذا الفرع سنحاول تسليط الضوء على التجربة الجزائرية في مجال التمويل غير التقليدي، باعتبار أن الجزائر من الاقتصاديات النامية القليلة التي طبقت هذا النموذج التمويلي، مع محاولة تحليل أسباب اللجوء إليه ومراحل تطبيقه.

¹ معلومات أكثر حول هذه الأداة واستخدامها في اليابان، يمكن الرجوع إلى:

- Hiroshi Ugai, **Transmission Channels and Welfare Implications of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy in Japan**, Doctor Course (16GD503), Graduate School of Humanities and Social Sciences, Saitama University, January 2017.

² عز الدين نادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 130-131.

³ بيان السياسة النقدية الصادر عن مصرف اليابان -شهر يوليو 2021- متاح على الرابط:

<https://www.arabictrader.com/ar/news/central-banks/117351>

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

أولاً: أسباب لجوء الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي

أدى تفاقم عجز الميزانية في الجزائر خاصة بعد سنة 2014 الناتج عن انخفاض أسعار البترول في الأسواق العالمية، ونفاذ موارد صندوق ضبط الموارد ما انعكس سلباً على قيمة مداخيل الخزينة من جهة، وتآكل احتياطات الصرف من جهة أخرى. حيث اتخذت الحكومة آنذاك مجموعة من الإجراءات للحد من العجز في الميزانية إلا أنها لم تكن كافية فتم استحداث آلية جديدة لتمويل العجز والمعروفة باسم التيسير الكمي أو التمويل غير التقليدي؛ وفيما يلي تفصيل لأهم أسباب اللجوء إلى التمويل غير التقليدي¹:

1. انخفاض أسعار البترول في السوق العالمية: تم تسجيل مستويات منخفضة لمتوسط سعر البترول الجزائري السنوي مقارنة بالسعر المرجعي لإعداد الميزانية، حيث تشير إحصائيات منظمة الأوبك إلى أن البترول الجزائري أنهى سنة 2017 بمتوسط 54 دولار و44.28 دولار في 2016 مقابل تحديد الحكومة لسعر مرجعي للبترول يقدر بـ 50 دولار في 2017، و45 دولار في 2016، هذا ما هدد التوازنات المالية للاقتصاد الوطني وتفاقم الأزمة المالية التي تعيشها البلاد منذ صيف 2014.

2. عجز الميزانية العامة: عرف عجز الميزانية العامة في الجزائر قبيل اللجوء إلى استخدام التمويل غير تقليدي مستويات جد مرتفعة حيث كانت خلال سنة 2013 يقدر بحوالي 151.2 مليار دينار ليتزايد بوتيرة جد متسارعة السنتين الموالتين نتيجة الصدمة النفطية ليصل العجز إلى 1357.3 و2553.2 مليار دينار خلال سنتي 2014 و2015 على التوالي، ليعرف انخفاضا والذي قد يعزى إلى اتباع سياسة ترشيد النفقات وتجميد عدد معتبر من المشاريع التنموية خلال سنتي 2016 و2017 حيث كانت قيمة عجز الميزانية 2314.4 و795 مليار دينار على التوالي، وتزامن هذا العجز من نفاذ موارد صندوق ضبط الإيرادات التي كانت تستخدم لتغطية العجز المسجل في الميزانية العامة للدولة.

3. تآكل احتياطي الصرف وموارد صندوق ضبط الإيرادات: إن استمرار تآكل احتياطي الصرف الجزائري قلل من هامش التصدي للصدمات الخارجية، حيث كانت قيمته سنة 2011 ما يعادل 178.94 مليار دولار ليتراجع إلى 144.13 مليار دولار ليصل إلى أدنى مستوياته قبل بداية تنفيذ التمويل غير التقليدي 97.33 مليار دولار خلال سنة 2017، ونفس الحال بالنسبة لصندوق ضبط الإيرادات الذي انخفضت امكانياته التمويلية من 4408.5 مليار دينار جزائري سنة 2011، لتصل إلى 2072.5 مليار دينار سنة 2015 واستمر استنزاف موارد الصندوق التي انعدمت خلال سنة 2017.

4. انخفاض السيولة النقدية في المصارف: تم تسجيل انخفاض رهيب للسيولة النقدية في المصارف على مدار سنتي 2015 و2016، حيث انتقلت من 2731 مليار دينار مع نهاية 2014 إلى 1833 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2015، لتبلغ 821 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2016.

¹ العشي وليد وصديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 259-260. (بتصرف)

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

ثانيا: تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2017 للسماح بالتمويل غير التقليدي

بعد الانخفاض الكبير في أسعار البترول منذ 2014 الذي نتج عنه ضغوط متزايدة على الخزينة العمومية من خلال تزايد النفقات العمومية والانخفاض الكبير في الإيرادات العمومية، وقد حاولت الجزائر التصدي لآثار هذه الأزمة عن طريق الاعتماد على صندوق ضبط الإيرادات واحتياطي العملات الأجنبية واللجوء إلى الاستدانة الداخلية غير أن هذه الأخيرة لم تكلل بالنجاح لأسباب عديدة؛ ولم تكن كل الإجراءات سالفة الذكر ذات جدوى، كما أن الاستدانة الخارجية هي الأخرى تمثل بديلا لكن بسبب التجارب السابقة مع الصندوق النقدي الدولي اجتنبت السلطات العمومية هذا الخيار وتوجهت نحو خيار التمويل غير التقليدي من خلال استدانة الخزينة العمومية مباشرة من المصرف المركزي، لكن في ظل القانون الساري المفعول كان لا يسمح إلا بحدود ضيقة لهذه العملية لذا كان لزاما تعديل قانون النقد والقرض 10-90 وتم ذلك بموجب القانون رقم 10-17¹ المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 وذلك من خلال إدراج المادة 45 مكرر، بموجب هذا التعديل يمكن أن يقوم بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس (5 سنوات) بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في:

✓ تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛

✓ تمويل الدين العمومي الداخلي؛

✓ تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

ووفقا لهذه المادة الجديدة، تأتي هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، التي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المحددة كأقصى حد إلى:

✓ توازنات خزينة الدولة؛

✓ توازن ميزان المدفوعات.

ثالثا: استعمالات السيولة الناتجة عن التمويل غير التقليدي²

وجهت الأموال المطبوعة من قبل بنك الجزائر مقابل شراء سندات الخزينة العمومية، لتغطية عجز الميزانية العمومية، تسديد الدين العام ولتمويل بعض الاستثمارات، ومنذ منتصف نوفمبر 2017 وحتى نهاية جانفي 2019 تم ضخ ما مقداره 6556.2 مليار دج من بنك الجزائر لصالح الخزينة العمومية في إطار التمويل غير التقليدي، والذي وزع كما يلي:

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، قانون رقم 10-17 مؤرخ في 11 أكتوبر سنة 2017 يتم الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 26 غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، العدد: 57، الصادر في 12 أكتوبر 2017، ص.4.

² <https://www.bank-of-algeria.dz/point-de-situation-sur-le-financement-non-conventionnel/> (Consultée: 09/07/2020).

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

الجدول رقم (4-1): استعمالات السيولة الناتجة عن التمويل غير التقليدي

المبلغ (مليار دج)	الاستخدامات
2470	تمويل عجز الميزانية لسنتي 2017 و2018 وجزء من سنة 2019
1813	تسديد الدين العام اتجاه المؤسسات العمومية سوناطراك وسونلغاز، وتمويل القرض السندي للنمو (التي تم طرحها من قبل الخزينة للجمهور في أفريل 2016)
500	الصندوق الوطني للتقاعد لتمويل دينه اتجاه صندوق الضمان الاجتماعي
1773.2	للصندوق الوطني للاستثمار لتمويل برنامج AADL، وعجز الصندوق الوطني للتقاعد، وكذا هيكلية المشاريع
6556.2	المجموع

المصدر: من أعداد الطالب استنادا إلى: <https://www.bank-of-algeria.dz/point-de-situation-sur-le-financement-non-conventionnel>

من مبلغ إجمالي قدره 6556.2 مليار دج، لم يضح في الاقتصاد ما قدره 945.1 مليار دج وهو موجود في حساب الخزينة لدى المصرف المركزي، وما قدره 656.7 مليار دج موجود في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة في انتظار استخدامه وفق الحاجة، ومبلغ 1830 مليار دج خاضع للتعقيم من قبل بنك الجزائر من خلال أدواته المختلفة. ومن المبلغ الإجمالي تم ضح في الاقتصاد ما يقارب 3114.4 مليار دج فقط.

خلاصة الفصل الأول

تحتل السياسة النقدية مكانة معتبرة ضمن السياسات الاقتصادية الكلية، ولكن لم تكن ترقى إلى مستوى استخدامها كسياسة اقتصادية في المدرسة الكلاسيكية التي همشت دور النقود واختصرته فقط على التداول، لكن بعد أزمة الكساد الكبير عام 1929 حيث عجزت المدرسة الكلاسيكية عن معالجتها، معتقدين بوجود اليد الخفية التي تعيد الاقتصاد إلى وضعه التوازني تلقائياً؛ غير أن ذلك لم يحدث. وجاء كينز بأفكار جديدة مغايرة لتلك التي كانت سائدة، وأكد على الدور الكبير الذي يمكن أن تؤديه الدولة في توجيه الوضع الاقتصادي نحو التوازن المنشود؛ مستخدمةً بذلك أداة الإنفاق العام التي تنطوي تحت عنوان السياسة المالية، وبالفعل نجحت هذه السياسة في الخروج من الأزمة، وتوالت المدارس الفكرية الاقتصادية بين مؤيد للسياسة النقدية ومناصر للسياسة المالية، إلى أن استقر الفكر الاقتصادي المعاصر على ضرورة التنسيق بين السياستين للوصول إلى أقصى فعالية لكل منهما.

إن الدور الحيوي الذي تقوم به السياسة النقدية في سبيل تحقيق مختلف الأهداف الاقتصادية الكلية، التي تسعى الدول للوصول إليها بدايةً من الأهداف الأولية، نحو الوسيطة، وصولاً إلى تحقيق الأهداف النهائية، والمتمثلة أساساً في الوصول إلى معدلات نمو مرتفعة ومستدامة، وتحقيق أقصى مستوى تشغيل ممكن، والمحافظة على الاستقرار في الأسعار، إضافةً إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات؛ وذلك باستخدام أدوات مختلفة كمية وكيفية وأدوات مساعدة أخرى، والتي تمر من خلال عدة قنوات، ولعل من بين أهم تلك الأدوات أداة معدل الفائدة والتي تعمل على تنشيط أهم قناة والمتمثلة في قناة الإقراض المصرفي.

حلت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 والتي كانت نتاج العديد من الأسباب والتراكمات السلبية للنظام المالي العالمي، ولقد عملت الدول على الخروج منها بمختلف السياسات الاقتصادية، خاصةً السياسة النقدية مستخدمةً أداة سعر الفائدة، من خلال قناة الإقراض المصرفي؛ والتي لم تكن كافيةً للخروج من الأزمة بالرغم من التخفيضات المتتالية لمعدلات الفائدة، حيث وصلت هذه الأخيرة إلى مستوى الصفر موقعة بذلك الاقتصاد في مصيدة السيولة، وللخروج من هذه الوضعية استخدمت حزمة من الأدوات غير التقليدية منها ما هو مرتبط بحجم ميزانية المصرف المركزي ونوعية أصوله، وهنا نجد أدواتي التيسير الكمي والائتماني؛ ومنها ما هو مرتبط بأسعار الفائدة، حيث طبقت أسعار فائدة صفرية، وحتى سالبة من خلال الغرامة المفروضة على ودائع المصارف التجارية لدى المصرف المركزي أو لدى المصارف الأخرى؛ ولتدعم الأدوات السالفة الذكر تم استخدام أداة التوجيه المسبق التي تسعى إلى توضيح الرؤية لمختلف المتعاملين لمستقبل مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية.

كما هو معلوم فإن لأي سياسة قنوات لانتقالها إلى الاقتصاد، فيتم انتقال آثار الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية من خلال عدة قنوات يمكن إجمالها في ثلاثة قنوات رئيسية أولها قناة توازن المحفظة والتي تنتقل هي الأخرى عبر قنوات فرعية مختلفة، والمتمثلة في قناة خطر المدة، قناة العرض المحلي، أما القناة الرئيسية الثانية فهي قناة الإشارة، التي تسمح للمتعاملين الاقتصاديين بتوقع مستقبل

الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية واللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

مسار السياسة النقدية، وتعتبر قناة السيولة القناة الثالثة لانتقال السياسة النقدية غير التقليدية. إن تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية وضع الدول في مواجهة العديد من التحديات، أولها التضخم الكبير لميزانية المصارف المركزية، والتضخم المرتفع الذي سينتج عن الإفراط في السيولة المقدمة للاقتصاد، وكل ذلك سيؤدي إلى ضعف أداء السياسة النقدية مستقبلاً، خاصة في ظل توسع نطاق استخدامها من طرف كبرى المصارف المركزية العالمية كالاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والمصرف المركزي الأوروبي، ومصرف اليابان المركزي، وغيرهم.

إن كل سياسة تتبعها الدولة قد ينتج عنها آثار، ولا بد من أن يكون للسياسة النقدية غير التقليدية عدة آثار مقصودة كانت أو غير مقصودة على المتغيرات الحقيقية والمتغيرات النقدية على حد سواء، ويعتبر سعر الصرف أحد أهم المتغيرات النقدية التي يمكن أن يتأثر بهذه السياسة، وهذا ما سيتم تناوله وتقديره خلال الفصلين الثاني والثالث من هذه الدراسة.

الفصل الثاني:

الإطار النظري

لسعر الصَّرف

وتأثره بالسياسة

النقدية غير

التقليدية

مقدمة الفصل الثاني

يؤدي سعر الصرف دورًا مهمًا جدًا سواءً على الصعيد الداخلي أو الخارجي، ويعتبر واحدًا من المتغيرات الاقتصادية شديدة الحساسية للصدمات الداخلية والخارجية، خاصةً بعد التطور الذي شهدته معدلات التبادل الدولية وتطور أسواق المال الدولية. لذلك فإن هذا المتغير يكون مختلفًا في مضمونه ومدلوله عن باقي المتغيرات الاقتصادية الأخرى، وذلك لاعتباره مقياسًا لحجم المبادلات وحلقة وصل بين مختلف الاقتصاديات الدولية، كما أن له آثارًا بارزة على التوازن الاقتصادي الكلي، من خلال علاقته بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية.

يعتبر تفسير سلوك سعر الصرف من القضايا الجديرة بالاهتمام سواءً من طرف الباحثين أو أصحاب القرار، خاصةً خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وهذا في ظل اقتصاد السوق وحرية تدفق رؤوس المال بين الدول، فقد أصبح يمثل جوهر التعاملات الاقتصادية الدولية، واستقراره من استقرارها، حيث يعتبر هذا الاستقرار واحدًا من أهم أولويات السياسة النقدية في مختلف الاقتصاديات. وفي هذا الصدد فقد برزت العديد من النظريات والنماذج التي تفسر سلوك سعر الصرف، والتي يمكن الاعتماد عليها في دراستنا هذه في تفسير العلاقة بين سعر الصرف وما تبعته الدول من سياسات نقدية غير تقليدية خاصة المتقدمة منها. وقصد تحقيق هذا الغرض تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث: حيث يتناول المبحث الأول جل ما يتعلق بسعر الصرف وسوقه، فيما خصص المبحث الثاني لدراسة مختلف أنظمة سعر الصرف مع دراسة لتطور النظام النقدي الدولي، فيما ناقش المبحث الثالث مختلف الآليات التي يمكن أن تعتبر أداة ربط بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف، وذلك من وجهات نظر مختلفة.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسعر وسوق الصَّرْف

تتم المبادلات داخل إقليم الدولة الواحدة باستخدام العملة المحلية، والتي تملك قوةً لإبراء الذمم وقدرةً على تسوية المعاملات؛ حيث تستمد قوتها أساساً من قوة السلطة التي أصدرتها، والمتمثلة في المَصَّرْف المركزي، وذلك مقابل تغطيتها سواءً بعملات أجنبية أو بالذهب...، كما يمكن أن تصدر بدون تغطية؛ لكن وبمجرد أن تتم تلك المبادلات والمعاملات بين مقيمي الدولة وأطراف آخرين غير مقيمين فيها، سيتم التعامل غالباً بعملات أخرى غير عملة تلك الدولة، وهذه العملات يتم تقويمها بالعملة المحلية. ويسمى سعر بيع تلك العملة بسعر الصَّرْف، ويتم تقييمها في أسواق خاصة بها تدعى أسواق الصَّرْف.

من خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بسعر الصَّرْف في المطلب الأول، حيث سنقوم بتعريفه، وتوضيح مختلف أشكاله، إضافة إلى أهميته، ووظائفه، كما سنتعرف على أهم العوامل المؤثرة في تحديده؛ وخصص المطلب الثاني لدراسة مختلف سياسات سعر الصرف والتي تستخدم لإدارة هذا الأخير؛ أما المطلب الأخير فسنقوم من خلاله بعرض بعض الأدبيات النظرية المتعلقة بالسوق الذي تشتري منه وتباع فيه العملات، حيث بداية سيتم تعريفه، والتعرف على خصائصه، لننتقل بعدها إلى تعداد وظائفه، وعرض مختلف أنواعه، وكذا المتعاملين والفاعلين فيه؛ وفي آخر مطلب سوف نقوم بعرض التطورات التي مر بها النظام النقدي الدولي.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصَّرْف

إن الانفتاح الاقتصادي لدول العالم؛ خاصة بعد اعتماد الاتفاقية العامة حول التعريف الجمركية والتجارة عقب الحرب العالمية الثانية، أصبح ظاهرة مألوفة، وفي تزايد مستمر يوماً بعد يوم؛ وذلك من خلال مختلف التعاملات التجارية، وتحركات رؤوس الأموال التي يقوم بها مختلف المقيمين داخل الدولة، ما أوجب على تلك الدول تبني عملات محددة لتكون معياراً لتقييم مختلف هذه المعاملات؛ وهذا لاختلاف العملات المحلية بين الدول، حيث يتم تسعيرها في مقابل العملة المحلية.

الفرع الأول: تعريف وأشكال سعر الصَّرْف

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى تعريف سعر الصَّرْف، حيث ظهرت له عدة تعريفات، غير أن مضمونها تقريباً واحد. كما أنه يتخذ عدة أشكال منها الإسمية ومنها الحقيقية، وهذا ما سيتم التعرف عليه في ما يلي ببعض التفصيل:

أولاً: تعريف سعر الصَّرْف

يعرف سعر الصَّرْف على أنه: سعر عملة بلد معين عند مبادلتها بعملة بلد آخر، أي أنه يمثل سعر وحدة نقدية واحدة لبلد معين معبراً عنه بعدد من الوحدات النقدية لبلد آخر، وبالتالي تعتبر إحدى هاتين العملتين سلعة، في حين تعتبر عملة البلد الآخر عن السعر النقدي لتلك السلعة¹.

¹ صندوق النقد العربي، نشرة أسعار الصرف التقاطعية 2013-2018، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، 2019، ص 3.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

أي أنه عبارة عن تلك النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدة النقدية الوطنية (The Domestic currency) بالوحدات النقدية الأجنبية (The Foreign Currency) في زمن معلوم. ويختلف سعر الصَّرْف الأجنبي عن الصَّرْف الأجنبي؛ حيث يعتبر هذا الأخير أوسع ويحمل عدة معاني فمرةً يقصد به النقد الأجنبي، ومرةً يقصد به عملية تبادل النقود الأجنبية ببعضها البعض¹.

من خلال التعريف السابق يمكننا القول بأن سعر الصَّرْف يتضمن ما يلي:

✓ وجود على الأقل عُملتين مختلفتين؛

✓ يحدد مسبقاً نسبة معينة للتبادل بين العملتين، سواء من قبل الدولة أو في سوق الصَّرْف؛

✓ يتم تبادل العملات في سوق يسمى سوق الصَّرْف الأجنبي.

إن سعر الصَّرْف باعتباره يمثل العلاقة التناسبية بين عملتين مختلفتين؛ فإنه يمكن التعبير عنه بطريقتين مختلفتين، نذكرهما في ما يلي²:

1. طريقة التسعير المباشر (الأكيدة): حيث في هذه الحالة تكون العملة المحلية هي السلعة المطلوبة، وبالتالي فثمنها يتحدد بعدد الوحدات من العملة الأجنبية المدفوع مقابل وحدة واحدة من العملة المحلية.

2. طريقة التسعير غير المباشر (غير الأكيدة): تعمل هذه الطريقة عكس الطريقة السابقة، حيث تكون العملة الأجنبية هي السلعة المعروضة للبيع أو الشراء، فيتم تسعير وحدة واحدة منها مقابل عدد معين من وحدات العملة المحلية. وتعتبر هذه الطريقة الأكثر استخداماً في أسواق الصَّرْف على اعتبار العملة الأجنبية هي السلعة المراد شراؤها أو بيعها بالعملة المحلية.

يمكن إضافة طريقة ثالثة من طرق التسعير، والتي يتم اللجوء إليها عند عدم توفر سعر صَّرْف عملتين في مقابل بعضهما البعض، ولضرورة التبادل يجب تحديد سعر تبادلها، ويتم ذلك بناءً على علاقة العملتين بعملة ثالثة غالباً ما تكون عملة ارتكازية. وتسمى الأسعار المحسوبة بهذه الطريقة بالأسعار المتقاطعة أو التقاطعية³.

¹ علي عصام الباور، أسعار صرف العملات (معالجة أزماتها من خلال التجارب الدولية)، دار الأيام، عمان، الأردن، ط 1، 2019، ص 38.

² الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 2، 2012، ص 217، بتصرف.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 7، 2010، ص 98.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: أشكال سعر الصَّرف

يتخذ سعر الصَّرف أشكالاً عديدةً، لكل واحدة منها أهميتها وخصوصياتها. وتتمثل أهم هذه الأشكال في سعر الصَّرف الإسمي، سعر الصَّرف الحقيقي، وسعر الصَّرف الفعلي الإسمي، وسعر الصَّرف الفعلي الحقيقي، إضافة إلى سعر الصَّرف التوازني. وفي ما يلي تفصيل لكل شكل من هذه الأشكال¹:

1. سعر الصَّرف الإسمي (Nominal Exchange Rate (NER): يعرف سعر الصَّرف الإسمي بين

عملتين على أنه: ذلك السعر الذي يعبر به عن سعر عملة بواسطة عملة أخرى، ويتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الصَّرف في لحظة زمنية معينة؛ حيث يستعمل في إجراء صفقات البيع والشراء للعملات المختلفة². وينقسم سعر الصَّرف الإسمي إلى قسمين³:

أ. سعر الصَّرف الرسمي: وهو السعر المتعامل به في المبادلات التجارية والتعاملات الرسمية، ويستند إلى أسعار يتم إعلانها بصفة دورية ورسمية من طرف المصَّرف المركزي، ويتم التعامل بها وفقاً لما هو معلن بالفعل. كلما كان سعر الصَّرف الرسمي عادلاً؛ كان سوق الصَّرف متوازناً توازناً فعالاً، وكلما ابتعد عنه دفع ذلك بالمعاملين إلى اللجوء إلى سوق الصَّرف الموازي.

ب. سعر الصَّرف الموازي: وهو ذلك السعر المعتمد في أسواق الصَّرف الموازية، حيث يخضع لقوى العرض والطلب، وهو سعر متغير من عملية لأخرى ومن عميل لآخر، كما أنه غير ثابت وغير معلن عنه رسمياً؛ فهو يتحدد عن طريق المساومة بين بائع العملة والمشتري، لذلك يمكن أن يوجد أكثر من سعر صَّرف موازي داخل البلد الواحد في وقت واحد.

بالرغم من تعدد أسعار الصرف الإسمية؛ فإن المتعاملين في سوق الصَّرف الأجنبي لا يهتمهم المقدار الذي يدفعونه أو يتلقونه لقاء مبادلتهم العملات بقدر ما يهتمهم القدرة الشرائية لتلك العملات، وهذا ما يقودنا إلى الحديث عن سعر الصَّرف الحقيقي.

2. سعر الصَّرف الحقيقي (Real Exchange Rate (RER): يعبر سعر الصَّرف الحقيقي عن القدرة

الشرائية للعملة؛ حيث يتم حسابه من خلال الدمج بين سعر الصَّرف الإسمي، والتقلبات الحاصلة في المستوى العام للأسعار (التضخم) للدولتين⁴، ويمكن التعبير عنه ببساطة على أنه عدد

¹ لتفاصيل أكثر حول مختلف أشكال أسعار الصرف، يمكن الاطلاع على:

- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة وحرب العملات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2016، ص ص 20-29.

² جبار محفوظ، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية -دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015-، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 16، 2016، ص 20.

³ لباز أمين، مسار سياسة سعر الصرف في الجزائر دراسة تحليلية للنظم والنتائج بين 1964-2015، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 11، ديسمبر 2016، ص 115.

⁴ جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 20.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الوحدات من السلعة المحلية مقابل وحدة واحدة من السلع الأجنبية، ويتم تمثيله حسابياً بالعلاقة التالية:

سعر الصَّرف الحقيقي = سعر الصَّرف الإسمي X (مؤشر الأسعار الأجنبية/مؤشر الأسعار المحلية).

$$RER = NER \times \frac{P^*}{P} \dots\dots (2.1)$$

من خلال المعادلة السابقة يتضح بأن سعر الصَّرف الحقيقي RER تتحكم به ثلاثة متغيرات:

- ✓ سعر الصَّرف الإسمي (NER)، وتربطهما علاقة طردية؛
- ✓ المستوى العام للأسعار المحلية (P)، وتربطهما علاقة عكسية؛
- ✓ المستوى العام للأسعار الأجنبية (P*)، وتربطه به علاقة طردية.

3. سعر الصَّرف الفعلي الإسمي (NEER) Nominal Effective Exchange Rate: يعرف سعر

الصَّرف الفعلي الإسمي (متعدد الأطراف)* على أنه: المتوسط المرجح** للأسعار الصَّرف الإسمية الثنائية مقارنة بفترة أساس، والذي لا يأخذ بعين الاعتبار اتجاهات الأسعار في الدولة المعنية إزاء نظرائها من دول الشركاء أو المنافسين التجاريين؛ ويسمح ذلك بتحديد درجة تغير العملة الوطنية مقارنة بعملات الدول الشركاء التجاريين أو المنافسين استناداً إلى فترة مرجعية تعتبر فترة الأساس؛ والتي يكون فيها ميزان المدفوعات في وضع توازن، يدل سعر الصَّرف الفعلي الإسمي على مدى تطوّر قيمة العملة للبلد المعني بالنسبة لمجموعة من العملات الأخرى¹.

يتم حساب سعر الصَّرف الفعلي الإسمي بالاستعانة بمؤشر "La speres" للأرقام القياسية، وذلك بعد اختيار سلة من العملات (في العادة يتم استخدام من 20 إلى 25 عملة) لأهم الدول الشركاء أو المنافسين من خلال العلاقة التالية²:

$$NEER = 100 \times \sum_{i=1}^n W_i \times E_i \dots\dots (2.2)$$

حيث:

NEER: يمثل سعر الصَّرف الفعلي الإسمي؛

* حسب مؤلفات الاقتصادي (Edouard Maciejewski) فإن كلمة فعلي لا تعني متعدد، وإنما تعني الأخذ بعين الاعتبار الضرائب والإعانات في الدول المعنية عند حساب سعر الصرف الفعلي؛ باعتبارها تؤثر في المنافسة الدولية.

** تتم عملية الترجيح وإعطاء وزن لكل شريك بين مختلف الشركاء التجاريين بعدة طرق: كأن يتم الترجيح على أساس قيمة الصادرات، أو على أساس قيمة الواردات، كما قد يكون على أساس قيمة التجارة البينية.

¹ بن جميل هناء، مرجع سبق ذكره، ص 134، بتصرف.

² بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، المجلد 2، العدد 23، نوفمبر 2003، ص 6، بتصرف.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

W_i : أوزان التجارة الخارجية الثنائية؛

E_i : أسعار الصَّرف الإسمية الثنائية في سنة القياس مقارنة بسنة الأساس؛

i : الدولة ذات العلاقة التجارية.

لا يسمح هذا المؤشر لوحده بتبيان وإظهار تطورات القدرة التنافسية للاقتصاد، كونه لا يأخذ بعين الاعتبار التغيرات في الأسعار الداخلية مقارنة بتلك التغيرات التي تحدث في دول الشركاء التجاريين والمنافسين.

4. **سعر الصَّرف الفعلي الحقيقي (REER) Real Effective Exchange Rate**: يدمجُ سعر الصَّرف الفعلي الحقيقي بين كلاً من سعر الصَّرف الفعلي الإسمي، ومؤشر الأسعار في الدولة المعنية وباقي الدول، وعليه فإن سعر الصَّرف الفعلي الحقيقي يأخذ بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في الأسعار النسبية للسلع المحلية، والسلع الأجنبية للدول الشريكة أو المنافسة. وبالتالي فهو يقيس مقدار التغير في القدرة الشرائية للوحدة النقدية لدولة معينة، ويترجم مقدار التغير في القدرة التنافسية لاقتصاد هذه الدولة مقابل اقتصاديات بقية دول العالم¹؛ بحيث ارتفاع سعر الصَّرف الفعلي الحقيقي يعبر عن انخفاض التنافسية الخارجية للبلد، والعكس بالعكس. ويعبر عن سعر الصَّرف الفعلي الحقيقي REER بالصيغة الرياضية التالية²:

$$REER = NEER \times \frac{P_i}{P_i^*} \dots\dots (2.3)$$

حيث:

NEER: مؤشر سعر الصَّرف الفعلي الإسمي؛

P_i : المؤشر العام للأسعار الداخلية للبلد في الفترة i ؛

P_i^* : السعر المرجح الذي يلخص مجموعة المؤشرات العامة للأسعار في الفترة i لأهم الشركاء التجاريين.

5. **سعر الصَّرف التوازني (EER) Equilibrium Exchange Rate**: سعر الصَّرف التوازني هو: ذلك السعر الذي يضمن التوازن في ميزان المدفوعات بشل دائم؛ عندما ينمو الاقتصاد بمعدل طبيعي. أي أنه السعر الذي تحدده قوى السوق، من خلال التساوي التام بين الكمية المطلوبة وتلك المعروضة من عملة معينة بغض النظر عن أثر المضاربة وغير ذلك. تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في سعر الصَّرف التوازني: منها ما هو حقيقي كمعدل نمو

¹ بن جميل هناء، مرجع سبق ذكره، ص 133.

² سوبح جمال، دراسة أثر تقلبات سعر الصرف على التضخم دراسة حالة الجزائر 1990-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (ل م د) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، 2018-2019، ص 68.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الدخل الوطني، ومنها ما هو نقدي كمعدل التغير النسبي في المعروض النقدي، ومعدل التغير في سعر الفائدة، واتجاه الطلب على النقود. وهناك عدة جهات نظر من طرف الاقتصاديين لسعر الصَّرْف التوازني¹: حيث اعتبره Williamson بأنه هو سعر الصَّرْف الفعلي الحقيقي، بينما ركز Macdonald على مدى انحراف سعر الصَّرْف عن قيمته التوازنية، في حين يرى Stein بأنه هو سعر الصَّرْف الطبيعي².

الفرع الثاني: أهمية ووظائف سعر الصَّرْف

يعتبر سعر الصَّرْف حلقة وصل بين مختلف دول العالم لإجراء معاملاتهم، فبينما تجرى المعاملات المحلية بالعملة المحلية دون أية حواجز، تعتمد المعاملات الخارجية الدولية على العديد من العملات؛ التي لا يمكن أن يتم الربط بينها إلا بوضع أداة تناسب الدول المشاركة في التعامل الدولي، والمتمثلة في سعر الصَّرْف.

أولاً: أهمية سعر الصَّرْف

إن لسعر الصَّرْف أهمية بالغة في الاقتصاد؛ وذلك من خلال مساهمته في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية، ممثلةً بالتوازن على المستويين الداخلي والخارجي، حيث يشتمل التوازن الداخلي على تحقيق الاستقرار النسبي في المستوى العام للأسعار المحلية، مع تحقيق قدر مقبول من النمو الاقتصادي، كل ذلك من أجل الوصول إلى أقصى مستوى ممكن من التوظيف (الاستخدام الكامل)؛ أما تحقيق التوازن الخارجي فهو مرتبط أساساً بميزان المدفوعات، من خلال تحقيق قدر الإمكان التوافق بين الواردات والصادرات بمختلف أنواعها، بالإضافة إلى تكييف المدفوعات الخارجية مع حجم التجارة الدولية وحركة رأس المال.

ثانياً: وظائف سعر الصَّرْف

لسعر الصَّرْف أهمية بالغة في أي اقتصاد؛ وذلك من خلال الوظائف التي يؤديها هذا الأخير، ولعل أهم تلك الوظائف ما يلي³:

1. الوظيفة القياسية: يمثل سعر الصَّرْف حلقة ربط بين الأسعار المحلية والأجنبية؛ حيث يمكن من خلالها مقارنة أسعار السلع المحلية بأسعار نفس السلع في الدول الأخرى بعد معرفة أسعار الصَّرْف المتبادلة.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-27.

² Jerome Stein, *The Fundamental Determinants of the Real Exchange Rate of the U.S. Dollar Relative to Other G-7 Currencies*, IMF WORKING PAPER, N° 95/81, July 1995, p 5.

³ علي عصام الياور، مرجع سبق ذكره، ص 40.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

2. الوظيفة التطويرية: يمكن للقائمين على الدولة استخدام سعر الصَّرف لتحفيز بعض القطاعات على حساب قطاعات أخرى؛ من خلال منحها أسعار صَّرف ملائمة عند الاستيراد و/أو التصدير، كمنح القطاع الزراعي تلك الأسعار. كما يمكن لها أن تستخدمه من أجل التقليل في نشاط قطاعات أخرى غير المرغوب فيها، كصناعة الكحول أو التبغ.

3. الوظيفة التوزيعية: يعمل سعر الصَّرف على إعادة توزيع الثروات والدخل بين الأمم، فعند حدوث انخفاض في سعر صَّرف عملة دولة ما؛ فإن الدول الشريكة للدولة صاحبة تلك العملة سوف تستفيد من هذا الانخفاض، حيث ستستورد منها بتكاليف أقل. أما في حالة ارتفاع سعر صَّرف تلك العملة؛ فإن الدولة الشريكة سوف تدفع المزيد من الأموال مقومة بتلك العملة ثمنًا لاستيرادها.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصَّرف

إن الصَّرف الأجنبي شأنه شأن أي سلعة معروضة في السوق الحرة، إذ يتم تحديد سعره من خلال التفاعل بين قوى العرض والطلب. وتخضع التغيرات في كل من العرض والطلب لمجموعة من العوامل منها ما يستند إلى تغيرات اقتصادية بحتة، ومنها ما يستند إلى عوامل أخرى كخبرة المتعاملين في سوق النقد الأجنبي، ومختلف الأخبار والاشاعات التي تصل إليهم، وكذلك التغيرات التي تنتج عن الكوارث والحروب.

أولاً: العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصَّرف

هناك مجموعة من العوامل المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية؛ حيث التغير فيها يؤدي إلى تقلبات في أسعار صَّرف العملة. ومن بين أهم تلك العوامل ما يأتي:

1. وضعية ميزان المدفوعات: في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات (حجم الصادرات أكبر من الواردات) هذا سيدفع قيمة العملة نحو الارتفاع نتيجة لزيادة طلب الأجانب على هذه العملة؛ وهذا الارتفاع سيعمل على تشجيع الواردات من الخارج مما يؤدي إلى عودة التوازن إلى سعر الصَّرف¹. الملاحظ أن العلاقة بين سعر الصَّرف وميزان المدفوعات علاقة تبادلية، يمكن تفسيرها في اتجاهين مختلفين، فسعر الصَّرف يؤثر على ميزان المدفوعات (في حالة اتباع سياسة تخفيض قيمة العملة)، ويتأثر به كما سبق الإشارة إليه.

¹ سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 25.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

2. التضخم: حسب نظرية تعادل القوة الشرائية عندما ترتفع أسعار السلع المحلية؛ سينخفض الطلب عليها، ويتجه سعر العملة المحلية إلى الانخفاض؛ بحيث يمنح ذلك قدرة تنافسية للسلع المحلية وإمكانية لزيادة حجم الصادرات، والعكس صحيح¹.
3. التغيير في العرض النقدي ومعدلات الفائدة: إن لتغيرات المعروض النقدي وأسعار الفائدة سواءً على المستوى المحلي أو الدولي؛ آثارًا مختلفةً على أسعار الصَّرْف، والتي تتحدد بحسب اتجاه هذا التغيير، وكذلك درجة مرونة وحركية رؤوس الأموال الدولية**.
4. التدخلات الحكومية والموازنة العامة للدولة: تحصل التدخلات الحكومية في سوق الصَّرْف الأجنبي عندما يحاول المصَّرْف المركزي تعديل سعر صَّرْف العملة، إذا كان هذا الأخير غير متلائم مع سياسته المالية والاقتصادية، وبالتالي الحد أو التقليل من التدهور في سعر صَّرْفها².
- يمكن للسياسة المالية التوسعية المترجمة في زيادة الإنفاق العام على السلع والخدمات سواءً المحلية أو الخارجية؛ أن تؤدي إلى زيادة طلب العملات الأجنبية لتسوية هذه الطلبات، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية³.
5. مستوى الدخل المحلي والخارجي: إن ارتفاع مستوى الدخل المحلي يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي على السلع والخدمات المحلية والأجنبية، وبما أن الطلب على السلع والخدمات الأجنبية يتطلب عملات أجنبية لتسوية قيمتها فسنشهد زيادةً في الطلب على العملة الأجنبية، وارتفاعاً في قيمتها مقابل انخفاض قيمة العملة المحلية. ويحدث نفس الشيء عند ارتفاع الدخل لدى الدول الأخرى التي تزيد من طلبها على العملة المحلية ما يرفع من قيمتها⁴.

ثانياً: عوامل أخرى مؤثرة على سعر الصَّرْف

هناك إلى جانب العوامل الاقتصادية مجموعة عوامل أخرى تؤثر على أسعار الصَّرْف، لعل أهمها ما يلي:

1. الحروب والكوارث الطبيعية: تؤدي الحروب والاضطرابات السياسية وكذا الكوارث الطبيعية في الاقتصاديات الوطنية للدول إلى اختلال قوى الاقتصاد الوطني، ما يؤدي إلى انخفاض قيمة

¹ العشي وليد وصديقي أحمد، دراسة تحليلية وقياسية لأثر تغيرات سعر الصرف على تنافسية الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2015، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد 5، العدد 2، جوان 2017، ص ص 116-117.

** سيتم التطرق إليها بالتفصيل خلال المبحث الثالث من هذا الفصل.

² علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، ط 1، 2012، ص 493.

³ موساوي وردة، أثر انحرافات سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني على الأداء الاقتصادي الكلي (باستعمال أدوات التحليل الكمي)- حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد والمالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2018-2019، ص 21.

⁴ المرجع نفسه، ص 17.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى، مثال ذلك: الأزمة الأوكرانية (أزمة القرم 2014) التي أثرت في عملة اليورو.¹

2. الإشاعات والأخبار: تعد الإشاعات والأخبار بغض النظر عن مدى صحتها، واحدة من أهم المؤثرات السريعة على سعر الصَّرْف، حيث تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض سعر الصَّرْف على المدى القريب، والتي سرعان ما تعود إلى أسعارها الطبيعية بزوال أثر الإشاعة أو الخبر.²

3. خبرة المتعاملين في السوق: من شأن كلاً من خبرة المتعاملين في أسواق الصَّرْف، وقوتهم التفاوضية، والأساليب المستخدمة في عملياتهم المختلفة؛ أن تؤثر على سعر صَّرْف العملات.³

المطلب الثاني: سياسة سعر الصَّرْف

تعتبر سياسة الصَّرْف الأجنبي بصفة مؤكدة على دور الدولة بكل مقوماتها التقليدية على المستوى الدولي وبثقلها الاقتصادي في عالم أصبحت فيه قوى السوق هي المحدد الأساسي لكل قرارات السياسة الاقتصادية، حيث تلعب سياسة الصَّرْف دوراً مهماً وأساسياً في النشاطات الاقتصادية الخارجية التي يقوم بها أي بلد سواء كان ذلك النشاط تجاري أو استثماري.

الفرع الأول: ماهية سياسات سعر الصَّرْف

تعد سياسة سعر الصَّرْف من ضمن السياسات المتعددة التي يمكن أن تلجأ إليها السلطات النقدية في مختلف بلدان العالم بغرض إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من اختلال توازنه، فهي تسعى إلى فهم تغيرات سلوك سعر الصَّرْف لتفادي أثارها السلبية على مختلف الأعوان الاقتصاديين، وبهذا فهي تعتبر جزءاً من السياسة الاقتصادية والتي تسمح بتحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية.

أولاً: تعريف سياسة سعر الصَّرْف

تعتبر سياسة سعر الصَّرْف عن دور الدولة بكل مقوماتها التقليدية على المستوى الدولي، ويمكن تعريفها على أنها: كافة الإجراءات الصادرة عن السلطات العامة، والتي تستخدم تغيير سعر الصَّرْف بهدف تعزيز التوازن التجاري، وحالياً تستخدم سياسة سعر الصَّرْف لمحاربة التضخم.⁴

¹ العشي وليد وصديقي أحمد، دراسة تحليلية وقياسية لأثر تغيرات سعر الصرف على تنافسية الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2015، مرجع سبق ذكره، ص 118.

² عدالة لعجال وسحنون مريم، تأثير الصدمات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، صنعاء، اليمن، المجلد 11، العدد 7، 2015، ص ص 208-209.

³ المرجع نفسه، ص 209.

⁴ فاطمة الزهراء خبازي، مرجع سبق ذكره، ص 97.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: أهداف سياسة سعر الصَّرْف

يعكف القائمون على رسم السياسات الاقتصادية الكلية والسياسات النقدية عمومًا، وسياسة سعر الصَّرْف خصوصًا إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وذلك من خلال استخدام سعر الصَّرْف للوصول إلى أهداف على مستوى الاقتصاد ككل، وتتمثل أهم تلك الأهداف فيما يلي:

1. مقاومة التضخم: تهدف سياسة الصَّرْف للحفاظ على القوة الشرائية للعملة الوطنية، وذلك بالتنسيق مع السياسة النقدية التي تهدف إلى تخفيض معدلات التضخم، ففي المدى القصير فإن تحسن سعر الصَّرْف يؤدي إلى انخفاض تكاليف الاستيراد والتي يكون أثرها إيجابيًا على انخفاض مستوى التضخم.¹

2. تخصيص الموارد: يعمل سعر الصَّرْف الحقيقي على جعل الاقتصاد الوطني أكثر تنافسية من خلال تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية الموجهة للتصدير، وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية، بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها. ويزيد إنتاج السلع التي كانت تستورد محلياً (إحلال الواردات)، والسلع التي يمكن تصديرها كما ينعكس أثر تغيير سعر الصَّرْف الحقيقي على إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.²

3. توزيع الدخل: يؤدي سعر الصَّرْف دورًا مهمًا في إعادة توزيع الدخل بين فئات المجتمع، أو بين مختلف القطاعات داخل الوطن، فعندما ترتفع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعية) نتيجة انخفاض سعر الصَّرْف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، حيث تحصل هذه الأرباح لفائدة أصحاب رؤوس الأموال، في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال. وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصَّرْف الاسمي وارتفاع سعر الصَّرْف الحقيقي فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للعمال، في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية المؤسسات الناشطة في قطاع السلع القابلة للإتجار الدولي، فتقلص بذلك تلك المؤسسات استثماراتها. ويهدف تقليص الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصَّرْف التنافسي، يلجأ أصحاب القرار أحيانًا إلى اعتماد أسعار أكثر من سعر صَّرْف، مثل: سعر صَّرْف للمصادرات التقليدية، سعر صَّرْف للواردات الغذائية...³

4. تنمية الصناعات المحلية: يمكن تنمية الصناعات المحلية ودعم الشركات والمؤسسات الناشئة وذلك من خلال رفع تنافسية منتجات تلك المؤسسات، مع نظيرتها من المنتجات الأجنبية، ويكون

¹ لعلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 138.

² سويح جمال، مرجع سبق ذكره، ص 77.

³ لعلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 138.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ذلك عبر تخفيض سعر الصَّرف من طرف المصَّرف المركزي. حيث يكون ذلك بصورة مباشرة وسهلة. بالنسبة للبلدان التي ليست منظمة إلى أي نوع من الاتفاقيات الملزمة بتحريك رؤوس الأموال، كمنظمة التجارة العالمية¹.

ثالثاً: أدوات سياسة سعر الصَّرف

لتنفيذ سياسة سعر الصَّرف وتحقيق أهدافها ينبغي استعمال مجموعة من الأدوات والوسائل أهمها ما يلي:

1. إقامة سعر صَّرف متعدد: يهدف نظام أسعار الصَّرف المتعددة إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة. ومن أهم الوسائل المستخدمة هو اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصَّرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صَّرف العملة، أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو واردات القطاعات المراد دعمها وترقيتها، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير غير الأساسية فتخضع لسعر الصَّرف العادي. يصعب اللجوء إلى هذا الأسلوب في ظل الشروط التي يضعها الصندوق النقدي الدولي والمنظمة العالمية للتجارة، والتي تقضي بعدم إمكانية اللجوء إلى تعدد أسعار الصَّرف².
2. استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة يقوم المصَّرف المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفعة التي تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية والذي من شأنه زيادة الطلب على العملة المحلية لتعويض خطر انهيارها، كل ذلك لأجل الحفاظ على سعر الصَّرف عند المستويات التي من شأنها تجسيد مخططات التنمية الاقتصادية ككل. غير أن هذا الارتفاع يهدد الاقراض لمختلف النشاطات الاقتصادية داخل الدولة التي رفعت معدلات فائدتها، ومن ثم النمو الاقتصادي ككل³.
3. استخدام احتياطات الصَّرف: في ظل أسعار صَّرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على استقرار سعر صَّرف عملتها. فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة المحلية تقوم بشراء العملات الأجنبية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم المصَّرف المركزي بتخفيض قيمة العملة المحلية⁴.

¹ سويح جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-78.

² لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 127. بتصرف.

³ مساعدية جمال، أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1996-2016)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (ل م د) في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية وتنمية مستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، الجزائر، 2018-2019، ص 104.

⁴ لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 127.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

4. تعديل سعر صَّرْف العملة: وفق لهذه السياسة تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض* أو رفع قيمة عملتها، مقارنة بالعملات الأجنبية، ومنه فهو تصَّرْف مقصود لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية.

5. مراقبة الصَّرْف: تقضي سياسة مراقبة الصَّرْف** بإخضاع المشتريات ومبيعات العملة الصعبة إلى رخصة خاصة. ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة تلك التي يقوم بها المضاربون على العملات، وتعتمد السلطات النقدية على عدة تدابير لتحقيق ذلك. نشير إلى أن معظم الدول بدأت تتخلى عن مراقبة الصَّرْف بعد انتشار ظاهرة التعويم¹.

الفرع الثاني: سياسة تخفيض قيمة العملة

تعتبر سياسة تخفيض قيمة العملة واحدةً من أهم الأدوات المستخدمة في إطار استغلال سعر الصَّرْف كسياسة اقتصادية، وفي ما يلي تفصيل لهذه السياسة.

أولاً: تعريف سياسة تخفيض قيمة العملة

سياسة تخفيض العملة هي وسيلة مقصودة من طرف أصحاب القرار، والتخفيض في قيمة العملة يختلف عن الانخفاض، لأن هذا الأخير حالة تلقائية تحدث نتيجة ظروف اقتصادية معينة كارتفاع أسعار السلع أو نتيجة زيادة عرض العملة في سوق الصَّرْف الأجنبي، ويتعلق التخفيض بالمعاملات في سوق الصَّرْف الأجنبي فقط، في حين يمتد الانخفاض إلى السوقين سوق الصَّرْف والسوق الداخلي للسلع والخدمات. تستخدمها البلدان لمعالجة ظرف اقتصادي معين عن طريق تخفيض قيمة العملة المحلية والذي يؤدي إلى انخفاض أسعار المنتجات المحلية وبالتالي زيادة الطلب الخارجي عليها، وبالمقابل تقليص الواردات لارتفاع أسعارها، ومن ثم يستعيد ميزان المدفوعات توازنه²؛ غير أن هذه السياسة تتطلب عدة شروط لنجاحها.

* سيتم التطرق إلى التخفيض في قيمة العملة بالتفصيل خلال الفرع الثاني من هذا المطلب.

** سيتم التطرق إلى سياسة الرقابة على الصرف بالتفصيل خلال الفرع الثالث من هذا المطلب.

¹ مساعدية جمال، مرجع سبق ذكره، ص 104.

² صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص ص 33-34.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: شروط نجاح سياسة تخفيض العملة

من أجل الاستفادة من تطبيق سياسة تخفيض قيمة العملة، يجب التأكد من بلوغ أهداف محددة من تطبيقها، وعليه فإن نجاح سياسة التخفيض في قيمة العملة في بلوغها أهدافها مشروط بمجموعة من العوامل أهمها¹:

- ✓ تمتع الطلب الخارجي على منتجات الدولة بقدر كافي من المرونة، بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة الانتاج المحلي؛
- ✓ يجب أن تكون هناك مرونة عالية للطلب المحلي على السلع المستوردة نتيجة تخفيض قيمة العملة، لأن عدم مرونته يفقد هذه السياسة فعاليتها؛
- ✓ ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كافي من المرونة، بحيث يستجيب الجهاز الانتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات؛
- ✓ الاستقرار في المستوى العام للأسعار المحلية؛
- ✓ عدم قيام الدولة المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها؛
- ✓ استجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية الضرورية للتصدير؛
- ✓ ضرورة الاستجابة لشروط (Marshall-Lerner) القاضي بأن يكون مجموع مرونة الطلب على الواردات ومرونة الصادرات أكبر من الواحد الصحيح.

ثالثاً: آثار تطبيق سياسة تخفيض قيمة العملة

إن أي اقتصاد مفتوح على العالم الخارجي فد يتأثر من جراء تخفيض قيمة العملة الوطنية، مهما كانت درجة انفتاحه، وذلك بغض النظر عن طبيعة ذلك الاقتصاد ومكانته بين باقي الاقتصادات، سواءً كان قويا أو ناميا، ويتأثر الاقتصاد القوي والصناعي عموماً بالإيجاب، في حين ونتيجة لضعف التقنية والإنتاج قد يكون من الخطورة تخفيض قيمة العملة الوطنية في الاقتصادات النامية.

1. الآثار الإيجابية لتخفيض قيمة العملة: يمكن أن يكون لتخفيض قيمة العملة الوطنية العديد من الآثار الإيجابية ولعل أهمها ما يلي²:

¹ صافة محمد، العوامل المؤثرة في تسارع انتقال أثر سعر الصرف إلى التضخم المحلي دراسة اقتصادية وقياسية لحالة الجزائر 1970-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التكامل الجهوي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2017-2018، ص ص 180-182.

² لمزيد من المعلومات حول الآثار الإيجابية لسياسة تخفيض قيمة العملة، أنظر كلا من:

- زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص 293-294.

- فاطمة الزهراء خبازي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

✓ رفع معدلات النمو الاقتصادي وتنمية الصناعة المحلية من خلال تشجيع الصادرات لدخول الأسواق الخارجية، وامتلاك حصة سوقية فيها؛

✓ تخفيف الضغوط على احتياطات العملة الصعبة لدى المصَّرف المركزي؛

✓ التخفيف من العجز في الميزان التجاري وإعادته إلى حالة التوازن، ما يؤدي إلى توازن ميزان المدفوعات؛

2. الآثار السلبية لتخفيض قيمة العملة: كما لتخفيض قيمة العملة إيجابيات فهي لا تخلو من بعض السلبيات والتي يمكن ايجازها في ما يأتي:

✓ ارتفاع أعباء المديونية الخارجية، كون الشائع أن يتم اقتراض الدولة من الخارج يكون بعملة الدول المانحة للقرض¹؛

✓ زيادة تكاليف الإنتاج الذي يعتمد على المواد الأولية المستوردة²؛

✓ ارتفاع مستويات الأسعار المحلية واضعاف القدرة الشرائية للمواطنين، خاصةً إذا زاد تخصيص جزء إضافي من الدخل لشراء المستوردات إذا كانت مواد أساسية، مما يؤدي إلى تراجع الطلب على بقية المنتجات الوطنية غير الأساسية³.

مما سبق ذكره فإن سياسة تخفيض قيمة العملة إن لم تتوافر لها مجموعة من الشروط السالف ذكرها، خاصة في حالة الدول النامية التي لا تملك جهاز انتاجي فعال ومعظم وارداتها ضرورية لا يمكن الاستغناء عنها. فإنها تكون أداة لتخلف الاقتصاد ودخوله في دوامة من المشاكل الاقتصادية، والأفضل في هذه الحالة عدم اللجوء إليها.

الفرع الثالث: سياسة الرقابة على الصَّرف

تعتبر سياسة الرقابة على الصَّرف الأجنبي إحدى الأدوات القديمة التي تلجأ إليها الدول من أجل إدارة سياسة الصَّرف لديها، غير أن هناك العديد من الدول التي لا تزال تطبيق هذه الأداة وهذا لأهميتها، وفي ما يلي تفصيل لهذه الأداة.

أولاً: مفهوم سياسة الرقابة على الصَّرف

يقوم المصَّرف المركزي عند اعتماده سياسة الرقابة على الصَّرف بإخضاع مشتريات ومبيعات العملة الأجنبية لرخصة خاصة، وذلك بغرض مراقبة خروج ودخول رؤوس الأموال من وإلى الخارج،

¹ زينب حسين عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 293.

² مساعدية جمال، مرجع سبق ذكره، ص 108.

³ المرجع نفسه، ص 108.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

وبالخصوص منعها من الهروب نحو الخارج، بغية تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية يأتي في مقدمتها حماية العملة الوطنية من المضاربة والمحافظة على توازن ميزان المدفوعات¹.

ثانياً: أساليب وإجراءات تطبيق سياسة الرقابة على الصَّرف

يتم تطبيق سياسة الرقابة على الصَّرف من طرف السلطات النقدية، وذلك من خلال عدة إجراءات مفروضة على المقيمين، وغير المقيمين في تلك الدولة، كما أن لها أسلوبين مختلفتين فقد تكون رقابة كلية أو رقابة جزئية.

1. أساليب الرقابة على الصَّرف الأجنبي: يمكن أن تتخذ سياسة الرقابة على الصَّرف إحدى الأسلوبين التاليين²:

✓ أسلوب الرقابة الكلية: تقوم الدولة في هذه الحالة بمراقبة كل العمليات المتعلقة بعرض العملات الأجنبية والطلب عليها، حيث تقوم بمراقبة مباشرة على التجارة الخارجية من خلال عدة أساليب على رأسها استخدام نظام الحصص وتراخيص الاستيراد والتصدير والاتجار الحكومي المباشر، أو أنها تستخدم أساليب غير مباشرة المتمثلة أساساً في الرسوم الجمركية واعانات التصدير وتغيير القيمة الخارجية للعملة، وفي هذا النظام يصبح استيراد السلع متوقفاً على امتلاك الترخيص لا على ما يطلبه المستورد من جودة وانخفاض للأثمان... الخ. كما ويمكن للدولة أن تلزم كل من يقيم على إقليمها ويمتلك نقداً أجنبياً تسليمه لها. وهكذا فالرقابة الكلية للصَّرف تشمل جميع عناصر ميزان المدفوعات.

✓ أسلوب الرقابة الجزئية: يقتصر هذا الأسلوب على مراقبة بعض عناصر ميزان المدفوعات، كالرقابة على تسديد الديون الخارجية وفوائدها، أو تقييد حرية الافراد والمؤسسات الخاصة في الاحتفاظ بعملات أجنبية، ونظام الرقابة على الصَّرف حسب هذا الأسلوب هو أقل فاعلية من أسلوب الرقابة الكاملة، فكثيراً ما يجد الأفراد طرقاً بديلةً قد تكون غير شرعية للقيام بعملياتهم النقدية دون مرورهم على نظام الرقابة المستخدم. ولكن في ظل نظام الرقابة الشاملة للصَّرف يتم تحديد سعر الصَّرف من قبل الدولة، فإما أن تحدد سعر صَّرف واحد لعملتها، حيث تجرى به عمليات المبادلة وتقوم من وقت إلى آخر بتعديله أو أنها تحدد سعر صَّرف متعدد لعملتها حسب أهمية السلعة المستوردة بالنسبة للاقتصاد الوطني.

2. إجراءات الرقابة على الصَّرف: من أهم الإجراءات التي يفرضها المصَّرف المركزي من أجل التحكم في الصَّرف الأجنبي في إطار الرقابة على الصَّرف، ما يلي³:

¹ فاطمة الزهراء خبازي، مرجع سبق ذكره، ص 106.

² صافية محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 186-187.

³ مساعدي جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 112-113.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

- ✓ تحديد مصادر العملة الأجنبية والاستخدامات المسموحة لها قانوناً؛
- ✓ تحديد أنواع الوكلاء المسموح لهم بالمتاجرة في الصَّرْف الأجنبي، ووضع قواعد لتعاملهم تتلاءم مع تصنيفهم حسب مستويات مختلفة بما في ذلك أنواع الصفقات ومكان المتاجرة؛
- ✓ عمليات صَّرْف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية تكون محدودة بضوابط الصَّرْف التي من شأنها أن تضع شروطاً لقبولية تحويل العملة الوطنية بالنسبة لعمليات التبادل التجاري، وعدم قابلية التحويل بالنسبة للعمليات المالية؛
- ✓ تقنين مقدار المنحة السنوية التي تمنح من النقد الأجنبي للسواح والمعالجين في الخارج؛
- ✓ فرض قيود على تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج، من خلال إخضاع عملية المتاجرة بالعملة وإجراء تحويلات الأموال لموافقة المَصَّرْف المركزي؛
- ✓ منع إقراض العملة الوطنية إلى خارج البلد، أين تقوم السلطات بوضع حد أقصى للمبلغ المقرض، أو تقسيط القروض إلى الخارج مع ضرورة تجميد جزء في شكل ودیعة دون فوائد لدى المَصَّرْف المركزي.

ثالثاً: إيجابيات وسلبيات سياسة الرقابة على الصَّرْف

إن لتطبيق سياسة الرقابة على الصَّرْف الأجنبي عدة نتائج، منها ما هو مرغوب فيه ومستهدف ومن شأنه تحسين سيورة التنمية الاقتصادية في البلد، ومنها ما هو غير مرغوب فيه ومن شأنه التأثير سلباً على اقتصاد البلد، وفي ما يلي تفصيل لبعض سلبيات وإيجابيات سياسة الرقابة على الصَّرْف.

1. إيجابيات سياسة الرقابة على الصَّرْف: حتى يمكننا القول بأن تطبيق سياسة الرقابة على الصَّرْف كان ناجحاً يتعين علينا النظر في مدى تحقيق أهدافها. وخصوصاً تلك المتعلقة برفع أداء المؤسسات الوطنية وتطوير منتجاتها، إضافة إلى تحقيق التوازن في الميزان التجاري. وفيما يلي أهم إيجابياتها ومبرراتها¹:

- ✓ الحد من هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج؛
- ✓ المحافظة على توازن ميزان المدفوعات؛
- ✓ الحفاظ على استقرار سعر الصَّرْف من خلال التحكم في كميات العرض من العملة الوطنية في سوق العملات الأجنبية؛
- ✓ حماية احتياطي العملة الصعبة؛

¹ المرجع نفسه، ص 113.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

✓ حماية الإنتاج الوطني من المنافسة الأجنبية من خلال التحكم بمقدار استيراد السلع من الخارج التي تنافس السلع المحلية.

2. سلبيات سياسة الرقابة على الصَّرْف: رغم الإيجابيات المسجلة لسياسة الرقابة على الصَّرْف فهي لا تخلو من بعض السلبيات التي يمكن ذكر بعضها في ما يلي¹:

✓ تعمل سياسة الرقابة على الصَّرْف على إعادة التوازن لميزان المدفوعات من خلال الحد من الاستيراد وهذا ما يدفع بحجم التجارة الدولية نحو الانكماش خاصة إذا اتبعت هذه السياسة من مجموعة معتبرة من الدول؛

✓ اتباع نظام الصَّرْف المتعدد الذي يعتبر من بين آليات تنفيذ سياسة الرقابة على الصَّرْف تبعًا لنوع السلع المراد استيرادها (استهلاكية، كمالية، رأسمالية) يؤدي إلى تغيير مسار التجارة الدولية نحو بلدان أخرى، منحرفة بذلك عن مسارها الطبيعي الذي يسمح بتحقيق أهداف التنمية على المستوى الدولي؛

✓ من شأن نظام الرقابة على الصَّرْف الحد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، والتي قد تكون الدولة في حاجة ماسة إليها، وذلك لأن نظام الرقابة على الصَّرْف يقيد تحويل أموال المستثمرين أو أرباحهم إلى عملات بلدانهم.

المطلب الثالث: سوق الصَّرْف الأجنبي

يمثل سوق الصَّرْف الأجنبي واحدًا من أهم وأكبر الأسواق المالية الدولية، حيث يتم فيه تداول مختلف العملات، ويوفر لمختلف المتعاملين فيه المساعدة اللازمة لإكمال صفقاتهم التجارية، والاستثمارية الدولية؛ وذلك بتمكينهم من تحويل العملة، كما يعتبر وسيلة لإحداث التوازن بين العرض والطلب على العملات: حيث يعمل على منح الائتمان بمختلف العملات، ويوفر مختلف أدوات التغطية الخارجية ضد مخاطر الصَّرْف، في أسواقه المختلفة سواء الفورية، أو الآجلة، أو سوق المبادلات.

الفرع الأول: تعريف سوق الصَّرْف الأجنبي وخصائصه

يؤدي سوق الصَّرْف الأجنبي دورًا مهمًا في الحياة الاقتصادية؛ إذ من خلاله يتم تسوية مختلف المدفوعات الدولية الناجمة سواءً من المبادلات التجارية في شكل سلع أو خدمات، أو تدفقات رؤوس الأموال الدولية بمختلف أشكالها عبر الحدود.

أولاً: تعريف سوق الصَّرْف

يمثل سوق الصَّرْف الأجنبي (Forex) تلك الشبكة التي تربط بين مختلف المتدخلين فيه، وهو ليس محددًا بمكان معين، حيث تتم عملية التواصل فيما بين المتعاملين فيه بمختلف وسائل الاتصال الممكنة

¹ صافة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 187.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

(الهاتف، الفاكس، الانترنت، ...)، ومن خلاله يعبر هؤلاء المتدخلون عن حاجاتهم إلى العملات الصعبة. كغيره من الأسواق الأخرى (سوق السلع والخدمات، سوق رأس المال، ...)؛ فإن هذا السوق يعمل وفقًا لآليات العرض والطلب، حيث يوجد عدد من المتدخلين يمثلون جانب العرضين للصَّرف الأجنبي، وعدد آخر يمثل جانب الطلبين له، ويتم التعبير عن هذه الرغبات من خلال الاتصال فيما بينهم بمختلف الوسائل المتاحة. ويؤدي التفاعل بين قوى العرض والطلب على العملات المختلفة إلى تحديد سعر صَّرف تلك العملات مقابل عملة معينة¹.

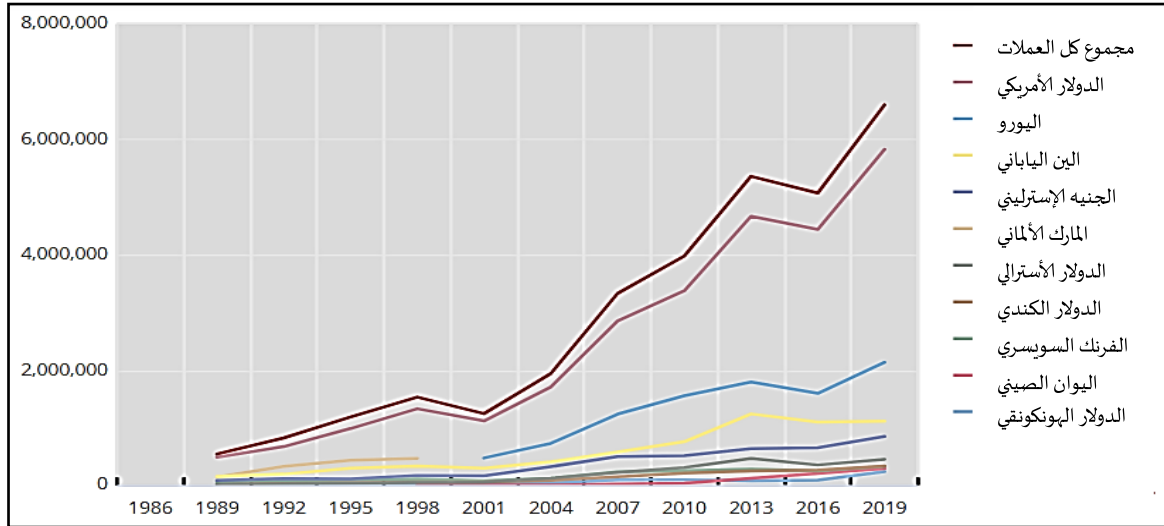
ثانياً: خصائص سوق الصَّرف الأجنبي

سوق العملات الأجنبية تتميز عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية كسوق الأسهم والسندات، بعدة خصائص، لعل أهمها ما سيأتي ذكره²:

1. كبر حجم السوق: يعتبر أكبر سوق مالي في العالم؛ حيث حقق أرقامًا قياسيةً من حيث حجم التداول في العملات الأجنبية، فقد بلغ متوسط التداول اليومي في سنة 2013 ما يقارب 5.36 ترليون دولار أمريكي ليصل إلى 5.07 ترليون في سنة 2016. ويصل عام 2019 إلى 6.59 ترليون دولار، والشكل الموالي يبين ذلك:

الشكل رقم (1-2): متوسط حجم التداول اليومي لمجموعة من العملات في سوق الصَّرف خلال الفترة من

2019-1986



Source: Bank for International Settlements, on line: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6%7C381%7C677>

2. انخفاض التكاليف: يتم التداول في سوق الصَّرف الأجنبي عن طريق السوق غير المنظمة، بطريقة مباشرة بين مختلف الفاعلين في السوق أو الاطراف المشاركة الأخرى، وعليه فإن عمولات التداول

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص ص 215-216.

² سويح جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-103.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

أو التصفية غير مطبقة على عمليات التداول في هذا السوق، كما أن الهامش في العادة بين سعر بيع وسعر شراء العملة يكون ضئيلاً.

3. سيولة عالية: إن من أكثر الأسواق سيولةً على المستوى العالمي سوق الصَّرف الأجنبي، وهذا ما يجعل المتعاملين فيه غير قلقين حيال السيولة، خاصةً عند استخدام أحد عملات الدول ذات الاقتصاديات الكبيرة، كما هو الحال عندما يكون الدولار الأمريكي أحد طرفي التداول كونه يحوز على حصة الأسد في عمليات التداول في أسواق الصَّرف الأجنبي، أنظر الشكل رقم (2-1) أعلاه.

4. رافعة مالية عالية: تتميز أسواق الصَّرف الأجنبي برافعة مالية عالية مقارنة بالأسواق المالية الأخرى، حيث تصل في بعض الأحيان إلى 400 ضعف مقارنة بالأسواق الأخرى.

5. يعمل على مدار 24 ساعة: يشتغل سوق العملات الأجنبية على مدار 24 ساعة، ولمدة 5 أيام أسبوعياً؛ حيث يبدأ العمل انطلاقاً من سوق سيدني في أستراليا، ثم طوكيو وسنغافورة، وفي الوقت الذي تستعد فيه الأسواق الآسيوية للإغلاق يبدأ العمل بسوق لندن، وبقيّة المراكز الأوروبية، وبحلول الظهيرة في أوروبا يفتح سوق نيويورك، ثم يليه كلاً من سوق شيكاغو ولوس أنجلوس، وبغروب الشمس في الولايات المتحدة الأمريكية، يتم البدء من جديد ليوم عمل آخر في سوق سيدني، وهكذا تستمر الأسواق على مدى الأسبوع¹.

6. سوق ثنائي الاتجاه: نظراً لأن تداول العملات يكون على شكل أزواج، فإن الدخول كمشتري لإحدى العملات هو عملية بيع لعملة أخرى، والعكس بالعكس.

الفرع الثاني: وظائف سوق الصَّرف الأجنبي

إن سوق العملات الأجنبية يوفر العديد من الخدمات لمختلف المتعاملين فيه، من خلال مبادلة العملات والتداول عليها؛ حيث لكل متعامل أهداف يسعى إلى تحقيقها. ويتم ذلك من خلال أنشطة عديدة، منها ما هو مستقل بذاته كالمضاربة، والوساطة المالية، وتوفير الائتمان؛ ومنها ما هو نشاط تكميلي كتسوية المدفوعات الدولية، والقيام بالتغطية ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصَّرف، والترجيح.

أولاً: تحديد أسعار صَّرف العملات المختلفة

يعتبر تحديد أسعار صَّرف العملات أولى الوظائف وأهمها، والتي من أجلها تم انشاء سوق الصَّرف؛ حيث تتحدد في ظلّه أسعار الصَّرف، من خلال التقاء الطلبات على الصَّرف الأجنبي مع عروضها، وتتفاعل قوى العرض والطلب يتحدّد سعر الصَّرف التوازني.

¹ لتفاصيل أكثر حول فترات عمل سوق العملات الأجنبية، يمكن الاطلاع على: أوقات ومواعيد عمل سوق الفوركس، متاحة على الرابط: <https://arincen.com/forex-text-academy/10/25> تاريخ الاطلاع عليه: 2021-02-18.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: توفير الائتمان للتجارة الخارجية

لقيام بعمليات التجارة الخارجية ينبغي توفير الائتمان اللازم لها، وهذا ما هو متاح بفضل وجود أسواق الصَّرْف الأجنبي، وبما أن عملية تحرك السلع بين البائع والمشتري تأخذ بعض الوقت، كما يجب تمويل هذا التبادل من أحد الطرفين لاستكمال العملية أثناء هذا التحرك. فإذا قام المستورد بالدفع فهو من يقوم بعملية التمويل، وإذا وفر المُصَدِّر حساباً مفتوحاً للمستورد مقابل استلام وعد بالدفع خلال فترة معينة (عادة 90 يوم)؛ لكي يتمكن المستورد من بيع البضاعة، ودفع قيمة المستوردات عند الاستحقاق، فإن المصدر هو الذي يقوم بعملية التمويل. نظراً لحاجة المصدر للأموال فإنه يقوم بخصم أوراقه التجارية المقبوضة من المستورد لدى المصارف التجارية، التي تنتظر هي نهاية المدة الممنوحة للمستورد حتى تحصل قيمة الورقة التجارية، وبالتالي فهي تمنح ائتماناً قصير الأجل للمستورد¹.

ثالثاً: التغطية (hedging)

نظراً للفارق الزمني بين إبرام الصفقة واستلام البضاعة والتسديد التي تستغرقها عملية الاستيراد والتصدير، وبما أن أسعار الصَّرْف تتغير يوماً بعد يوم، وقد تتغير في اليوم نفسه عدة مرات، إن هذا التغير في سعر الصَّرْف قد يعرض المصدرين والمستوردين إلى خسائر، وبالتالي فهم يلجؤون إلى سوق الصَّرْف الأجنبي قصد توفير الحماية اللازمة من الخسائر المحتملة² الناتجة عن التقلبات المفاجئة لأسعار الصَّرْف³.

رابعاً: المراجحة (Arbitrage)

تسمى في بعض المراجع بالتحكيم أو الموازنة، وهي العملية التي يسعى من خلالها المراجع إلى الاستفادة من الفروق في أسعار صَّرْف العملة بين أسواق صَّرْف مختلفة. حيث يقوم بشراء عملة معينة من سوق الصَّرْف التي يكون فيها سعرها منخفض، ليعيد بيعها في سوق صَّرْف آخر يكون فيه سعرها مرتفع، مستفيداً من الفارق في السعر، وتستمر عملية المراجحة حتى يتعادل السعر في السوقين، ويتم

¹ سويح جمال، مرجع سبق ذكره، ص 96، بتصرف.

² للمزيد من التفاصيل حول مختلف أنماط التغطية من مخاطر الصرف، يمكن الاطلاع على:

- نور الدين مزباني، إدارة مخاطر سعر الصرف في المؤسسات الاقتصادية: الاستراتيجيات والوسائل، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة سطيف1، الجزائر، المجلد 2، العدد 1، 2016، ص ص 82-96.

- رجاء صادق بيجان، إدارة مخاطرة أسعار صرف العملات باستخدام عقود المشاركة بالمخاطرة، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، العراق، المجلد 1، العدد 22، 2016، ص ص 286-306.

³ James Gerber, *International Economics*, Seventh edition, Pearson Education Limited, United States, 2017, p 276.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

هذا التعادل بسرعة كبيرة نظرًا للتطور التكنولوجي الكبير، وسرعة تداول المعلومة؛ وهذا من شأنه أن يجعل من أسواق الصَّرف سوقًا واحدًا خاصةً في ظل حرية انتقال رؤوس الأموال والعملات.¹

نفرق بين نوعين من الترجيح: أولهما الترجيح المباشر، الذي تتم فيه مقارنة سعر صَّرف عملة بسعر صَّرف عملة أخرى في مركزين ماليين مختلفين، أما الثاني فهو الترجيح غير المباشر، وهي الحالة التي يكون فيها الترجيح بثلاث عملات، متبعين في ذلك طريقة التسعير التقاطعية.²

خامسًا: المضاربة (Speculation)

المضاربة في سوق العملات الأجنبية، هي النشاط الوحيد الذي يمكن أن يكون نشاطًا رئيسيًا ومستقلًا بذاته؛ حيث يعتبر المضارب مستثمرًا في إحدى أشكال الاستثمار قصير الأجل، فهو يقوم بشراء العملات بغرض إعادة بيعها بربح في المستقبل القريب، إذًا فهو يقبل على الخطر، فيحقق بذلك ربحاً إذا صحت توقعاته، ويخسر إذا لم تصح توقعاته.³ والمضارب نوعان:⁴

1. مضارب على الصعود (Bull): يكون فيها المضارب متفائلاً حول مستقبل العملة، حيث يتوقع ارتفاع قيمتها فيدخل مشترياً لها بمركز مفتوح طويل.

2. مضارب على الهبوط (Bear): وهي الحالة التي يكون فيها المضارب متشائماً حول مستقبل العملة، حيث يتوقع انخفاضها؛ فيدخل السوق بائعاً لها بمركز مفتوح قصير.

قد لا يملك المضارب على الهبوط العملة التي يبيعها فيقتربها من مؤسسة الوساطة المالية، ونفس الشيء بالنسبة للمضارب على الصعود قد يقترب أموالاً لكي يتمكن من شراء العملة التي يتوقع ارتفاع أسعارها، وهذا ما يعرف بالشراء الهامشي.

سادسًا: تسوية المدفوعات الدولية

يتيح سوق الصَّرف الأجنبي للمتعاملين فيه إمكانية نقل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى، ويسهل عملية تسوية المدفوعات الدولية الناتجة عن مختلف التعاملات التجارية الملموسة منها وغير الملموسة، وحركات رؤوس الأموال بمختلف أجالها الطويلة والقصيرة، وتسوية الحقوق الدائنة والمدينة في نفس الوقت؛ ويتحقق كل هذا بالاعتماد على الحوالات البنكية والتلغرافية، والكمبيالات وغيرها، وتقوم الدولة

¹ ماهر كنج شكري و مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2004، ص ص 270-275.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³ Laurence S. Copeland, *Exchange Rates and International Finance*, Sixth Edition, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2014, p50.

⁴ كامل بكري، الاقتصاد الدولي، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2012، ص ص 133-136.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

بعملية المقاصة بين مختلف العملات المتعامل بها، وليس لكلِّ عملة على حدى، وتجدر الإشارة إلى أن أغلب عمليات المقاصة تكون متعددة الأطراف¹.

الفرع الثالث: أنواع أسواق الصَّرف الأجنبي

عند قيام المتعاملين في سوق الصَّرف الأجنبي بعملية صَّرف العملة، فإنهم يتجهون إلى سوق الصَّرف الذي يتلاءم وطبيعة عملياتهم، إذ أن لكل عملية صَّرف سوق خاص بها. حيث يتم تقسيم هذه الأسواق بما يتناسب وطبيعة العقود المبرمة فيها، وذلك على النحو التالي:

أولاً: سوق الصَّرف الفوري (spot market)

1. تعريف سوق الصَّرف الفوري: وهو السوق الذي يتم فيه تسليم واستلام العملات المشتريات والمباعة في أجل أقصاه يومين، وبسعر الصَّرف السائد لحظة إبرام العقد، ويسمى بسعر الصَّرف الحاضر. يتم اللجوء إلى هذه السوق لتمويل عمليات الاستيراد، وشراء مختلف الأصول الأجنبية كالسندات؛ العقارات... إلخ². يستخدم في سوق الصَّرف الفوري مختلف التسعيرات التي تم التطرق إليها سابقاً (المباشر، غير المباشر، التقاطعي).

2. خصائص سوق الصَّرف الفوري: يتميز سوق الصَّرف الفوري بعدة خصائص، أهمها ما يلي³:

- ✓ سوق نشطة على مدار 24 ساعة، وذلك للاختلاف الزمني بين مختلف المراكز المالية الدولية؛
- ✓ يتم فيها غالباً تسعير العملات بالدولار أو الأورو، حتى لو لم يكن مشتركاً في الصفقات؛
- ✓ تشكل عملياته الجانب الأكبر من نشاط أسواق الصَّرف الأجنبي بعد عمليات مبادلات الفوركس، حيث من خلال الوقع الرسمي لبنك التسويات الدولية فإن متوسط حجم التداول اليومي بالعملات الأجنبية يقدر بحوالي 1.99 ترليون دولار؛
- ✓ في حالة تحديد تاريخ التسليم في الصفقة المبرمة فإن أسعار البيع والشراء تؤخذ على أنّها أسعار عاجلة؛
- ✓ يتيح للمصارف المركزية إمكانية التدخل، عن طريق بيع وشراء العملات للتأثير على أسعار الصَّرف ارتفاعاً أو انخفاضاً خاصة في ظل تبني نظام الصَّرف العائم؛
- ✓ سوق الصَّرف الفورية تنشط في ظل وجود سعر صَّرف آني رسمي؛
- ✓ في بعض الدول يمكن أن يتواجد بها سوقين واحدة رسمية وأخرى حرة.

¹ صافية محمد، مرجع سبق ذكره، ص 177.

² محمود عزة اللحام وآخرون، المالية الدولية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2017، ص ص 262-263.

³ صافية محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 174-175.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: سوق الصَّرْف الآجلة (forward exchange market)

1. تعريف سوق الصَّرْف الآجل: تتيح أسواق الصَّرْف الآجلة إمكانية شراء أو بيع العملات الأجنبية بسعر اليوم الذي تمت فيه العملية، ويكون التسليم والدفع في تاريخ لاحق يتم تحديده مسبقاً يسمى تاريخ التصفية، وعادةً ما يتضمن سوق الصَّرْف الآجل مجموعة من الآجال (30 أو 60 أو 90 يوماً) لكي تتطابق مع تواريخ دفع مبيعات التصدير، وآجال استحقاق الأصول المالية قصيرة الأجل، كالأوراق التجارية، وأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع¹. يبدأ سريان هذه الآجال بعد مرور ثمانية وأربعين (48) ساعة من إبرام العقد، ويسمى سعر الصَّرْف في هذه الحالة بالسعر الصَّرْف الآجل، ويلجأ إلى هذه السوق على وجه الخصوص المؤسسات التي تعمل في التجارة الخارجية؛ قصد التحوط من التقلبات المحتملة في أسعار صَّرْف العملات².

2. خصائص سوق الصَّرْف الآجل: لسوق الصَّرْف الآجل عدة خصائص أهمها ما يأتي³:

- ✓ سوق الصَّرْف الآجل لا يحتوي على سعر آجل رسمي؛
- ✓ لا يمكن للمصارف المركزية التدخل في سوق الصَّرْف الآجل الأمر الذي يزيد من عمليات المضاربة فيه؛
- ✓ العقود في سوق الصَّرْف الآجل نمطية من حيث المدة والمبلغ؛
- ✓ تتم فيها عمليات الصَّرْف مباشرةً بين المصارف أو عن طريق السماسرة؛
- ✓ لا توجد تسعيرة للأسعار الآجلة في البورصة؛
- ✓ إمكانية تمديد عمليات الصَّرْف الآجلة بعملية عاجلة، حيث يتم ترصيد العملية الآجلة الأولى وإنشاء عملية آجلة جديدة بشروط جديدة.

ثالثاً: سوق الخيارات للعملات الأجنبية (Options Market)

يعبر سوق الخيارات للعملات الأجنبية عن ذلك المكان الذي يتم فيه التفاوض حول إبرام عقود اختيار (بيع أو شراء) العملات الأجنبية، مقابل الدفع الفوري لعلاوة بموجبها يمنح الحق لمشتري الخيار تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة خلال كامل مدة العقد (عقود الخيار الأمريكي)، أو في تاريخ الاستحقاق

¹ Robert J. Carbaugh, *International Economics*, Seventeenth Edition, Cengage, Boston, USA, 2019, p 385.

² James Gerber, *Op-Cit*, p 242.

³ صاففة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 175.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

(عقود الخيار الأوروبية)، كما يمكن أن تكون في وسط الفترة حسب عقود الخيارات الآسيوية، مع تحديد السعر الذي تتم به عملية التسوية النهائية لشراء أو بيع العملة¹.

تعتبر عقود الخيارات² لل عملات الأجنبية أهم العقود المتداولة في سوق الخيارات، حيث يتميز بين³:

1. خيار الشراء (call option): الذي يعطي الحق وليس الالتزام لحامله بأن يشتري من طرف آخر أصلاً معيناً بسعر التنفيذ المحدد عند إبرام عقد خيار الشراء، خلال فترة زمنية معينة أو عند تاريخ الاستحقاق؛ مقابل عمولة يدفعها المشتري إلى محرر الخيار (البائع) ليتمتع بهذا الحق.
2. خيار البيع (put option): يشترك خيار البيع مع خيار الشراء في جميع الخصائص، غير أنه يعطي لحامله الحق أو الامتناع عن بيع أصل معين بسعر محدد وتوقيت متفق عليه.
3. الخيار المزدوج: يسمح هذا النوع من عقود الخيارات بشراء أو بيع أصل معين خلال كامل الفترة أو متوسط الفترة أو في نهاية الفترة، وذلك حسب اتجاه الأسعار حيث يختار مشتري الخيار التنفيذ إذا أتاحت له هذه العملية (بيع/شراء) تحقيق أرباح، وذلك بدفع علاوة أعلى من سابقها.

رابعاً: سوق المبادلات (swap Market)

يعتبر سوق مقايضة (مبادلة) العملات امتداد للسوق الآجل، فمقايضة العملات عبارة عن عملية تؤمن للعون الاقتصادي إمكانية شراء وبيع عملة مقابل أخرى في آن واحد، مع مواقيت دفع مختلفة، وعليه فعملية المقايضة هي صَّرْف للعملات مع وعد بإنجاز العملية المعاكسة في زمن يحدد مسبقاً⁴.

خامساً: سوق العقود المالية المستقبلية للعملات الأجنبية

1. تعريف سوق العقود المالية المستقبلية: هي المكان الذي يتم فيه التفاوض على العقود النمطية، التي تلزم البائع بالتسليم، والمشتري بالاستلام لكمية معينة من العملات الأجنبية بسعر محدد يوم التفاوض، مع التحديد الدقيق لكمية العملات الأجنبية، وتاريخ تسليمها أو استلامها⁵.

¹ Dennis Appleyard, Alfred Field, **International Economics**, Eighth Edition, McGraw-Hill Education, New York, U S A, 2014, p p 503-504 .

² لتفاصيل أكثر حول عقود الخيارات، يمكن الاطلاع على:

- دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011، ص ص 116-93.

³ Roy E. Bailey, **The Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press, UK, 2005, p 439.

⁴ جميل محمد خالد، مرجع سبق ذكره، ص 184، بتصرف.

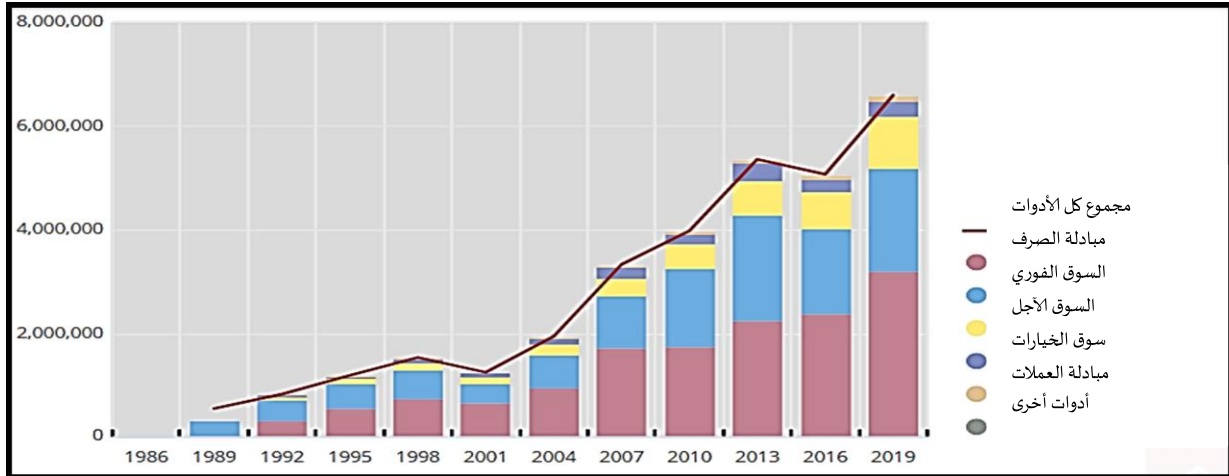
⁵ Jean Kllein Bernard Marois, **Op-Cit**, p 55.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

2. خصائص سوق العقود المالية المستقبلية: تتميز أسواق العقود المالية المستقبلية للعمليات الأجنبية بالخصائص التالية¹:

- ✓ لا يتم في الغالب تنفيذ العقود المالية المستقبلية عند حلول تاريخ التسليم؛ وذلك راجع إلى تغير صفقات الشراء إلى صفقات بيع قبل أن يتم التسليم الفعلي؛
- ✓ انخفاض تكاليف الجلسات في المزاد العلني؛
- ✓ غرفة المقاصة في السوق هي المسؤولة عن تسوية الصفقات المبرمة، حيث تنفذ العقود وتسلم العملات؛
- ✓ نمطية تداول العقود المالية المستقبلية، والتي تتم عن طريق المزاد العلني المفتوح في سوق مركزية منظمة وبواسطة السماسرة.

الشكل رقم (2-2): تطور متوسط حجم تداول لأهم المعاملات في أسواق الصَّرف الأجنبي للفترة 1986-2019



Source: Bank for International Settlements, on line: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6%7C381%7C677>

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ ارتفاع متتالي في حجم التداول لمختلف المعاملات في سوق الصرف الأجنبي خلال كامل الفترة ماعدا خلال سنة 2001 حيث يمكن ارجاع السبب إلى أحداث سبتمبر 2001 وتفجيرات برجي التجارة العالمي، الأمر الذي يؤثر بشكل مباشر على حجم التبادل في سوق الصرف لأن معظم المبالغ التي يتم تداولها توجه لتمويل التجارة الدولية، والاستثمارات برؤوس الأموال. كما عرف انخفاض آخر بين سنتي 2013 و2016 ولعل هذا الانخفاض قد يعزى إلى انخفاض أسعار البترول في السوق العالمي، حيث تمثل المبادلات فيها قيمة معتبرة من الحجم الإجمالي للتجارة الدولية.

¹ صافة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 176.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرْف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الفرع الرابع: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصَّرْف الأجنبي

سوق الصَّرْف الأجنبي يتكون من ثلاثة عناصر أساسية وهي: السلعة والمتمثلة أساسًا في العملة المراد المتاجرة بها، والنقود إذ تمثل المقابل لشراء العملة، والمتعاملون في السوق. حيث اقتصر المتدخلون في بداية انشاء سوق الصَّرْف على المصارف سواءً لحسابها، أو لحساب عملائها، فلم يتدخل باقي الأطراف فيها بصورة مباشرة. غير أن التطورات التكنولوجية، وكبر حجم السوق، وضخامة المبالغ المتداولة فيه، ونظرًا للحاجة الملحة إليه؛ جعلت أطرافًا عديدة فاعلةً فيه، ولعل أهم تلك الأطراف ما يلي¹:

- ✓ المصارف بمختلف أنواعها التجارية، ومصارف الاستثمار؛
- ✓ المضاربون في أسواق الصَّرْف سواءً لصالحهم أو لصالح عملائهم؛
- ✓ الوسطاء (السماسرة) الذين يعملون على التنسيق بين طلبات بيع وشراء العملات الأجنبية؛
- ✓ المؤسسات المالية غير المصرفية كصناديق التقاعد، شركات التأمين، وصناديق الاستثمار؛
- ✓ الزبائن من الأفراد العاديين، ومختلف المؤسسات الصناعية والتجارية والخدمية؛
- ✓ المصارف المركزية عند تطبيقها لمختلف سياساتها الاقتصادية سواءً النقدية أو التجارية، ومن خلال تنفيذ أوامر زبائنها من الإدارات العمومية، والمصارف المركزية للدول الأجنبية.

المبحث الثاني: أنظمة سعر الصرف

يشكل نظام سعر الصرف الإطار العام الذي يتحدد فيه سعر صرف العملات، ويعتبر عنصرًا مهمًا ومحددًا جوهريًا لسياسة الصرف المطبقة في البلد؛ لأنه يمثل الإطار الذي يمكن السلطات النقدية التدخل من خلاله، فهو يفرض مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، وبالتالي فهو يضبط سلوك سعر الصرف.

المطلب الأول: التطور التاريخي للنظام النقدي الدولي

يعرف النظام النقدي الدولي على أنه: مجموعة العلاقات النقدية بين مختلف الدول الناتجة عن تجارب عملية، واتفاقيات دولية، تسعى لتوفير وسيلة أو وسائل للدفع تلقى قبولًا عامًا تسوى به مختلف

¹ للمزيد من التفاصيل حول مختلف المتعاملين في سوق الصرف، يمكن الاطلاع على:

- علي عصام الياور، مرجع سبق ذكره، ص ص 179-180.
- سليمان موصلي وعدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012-2013، ص ص 151-153.
- فاطمة الزهراء خبازي، مرجع سبق ذكره، ص ص 90-92.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

المعاملات الدولية. أو بعبارة أخرى هو ذلك النظام الذي يوفر ما يدعى بالنقد الدولي، أي ما يتم استخدامه كوسيط في المبادلات الدولية، ومقياساً للقيمة الأجنبية، ومستودعاً لها (السيولة الدولية)¹.

كما قد يعرف على أنه: مجموعة من القواعد والاتفاقيات، وكذا المؤسسات التي تحكم سير السياسات النقدية والتنسيق فيما بينها، وتحديد أسعار صَّرف العملات، وتوفير السيولة الدولية اللازمة². حيث تشمل تلك الاتفاقيات والقواعد والسياسات على أمور عديدة تتعلق ب: ضبط السيولة الدولية، تعديل اختلالات موازين المدفوعات، تحديد مختلف أنظمة الصَّرف، وترتيبات الرقابة والإشراف على النظام المصرفي والمالي، كيفية الوقاية من الأزمات ومعالجتها³. في حين تشمل المؤسسات التي تحكم سير العلاقات الدولية كلاً من الصندوق النقدي الدولي، والبنك الدولي، ومختلف المصارف المركزية.

من خلال التعريفات السابقة يمكننا أن نستنتج عدة خصائص للنظام النقدي الدولي وهي:

- ✓ وجود مؤسسات دولية تتولى إدارة وتنظيم والإشراف والرقابة على النظام النقدي الدولي، كالبنك الدولي، والصندوق النقدي الدولي؛
- ✓ وجود آلية عمل يتم من خلالها سير النظام كالأجراءات التي تعمل على تسهيل التدفقات النقدية لتسوية المبادلات الدولية؛
- ✓ توفير أدوات ووسائل يتم من خلالها عمل النظام، والمتمثلة في مختلف وسائل تسوية المبادلات الدولية كالذهب والعملات وغيرها من وسائل الدفع المقبولة.

مر النظام النقدي الدولي بمراحل عديدة، بدءاً من اعتماده على قاعدة الذهب الكلاسيكية التي اتخذت من الذهب ركيزة لقيامها، والتي تم تعديلها بعد ذلك ليتحول النظام النقدي الدولي إلى قاعدة السبائك الذهبية ونظام الصَّرف بالذهب؛ وذلك نظراً لعدة عوامل أهمها قلة الذهب، حيث تركزت كميات كبيرة منه في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية، وعلى مشارف نهاية الحرب العالمية الثانية وبالضبط عام 1944 تم عقد مؤتمر بريتون وودز حيث تم تسمية النظام النقدي الدولي الجديد باسمه، واستمر العمل به ما يزيد عن ربع القرن وذلك إلى غاية انهياره سنة 1974، وما جاء بعدها من اتفاقيات تحدد لنا السمات الحالية للنظام النقدي الدولي. ولقد كانت كل تلك التغيرات في النظام النقدي الدولي استجابةً للتطورات الاقتصادية المتتالية، والتي استلزمت في كل مرحلة تغييراً في شكله بما يساهم في تحقيق الاستقرار النقدي للاقتصاد العالمي.

¹ علي عبد الوهاب نجا وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 30-31.

² Emmanuel Farhi & al, **Reforming the International Monetary System**, Centre for Economic Policy Research, London, U K, 2011, p 7.

³ Ettore Dorrucci and Julie McKay, **The international monetary system after the financial crisis**, European Central Bank, occasional paper series N° 123, February 2011, p 9.

عمل النظام النقدي الدولي على مدى نصف قرن التي سبقت الحرب العالمية الأولى وفق قاعدة الذهب الكلاسيكية، حيث ارتكز نجاح هذا النظام على مصداقية الدول من خلال ضمانها تحويل عملتها الورقية إلى ذهب بدون قيد أو شرط وبسعر ثابت. ولقد كان مسموحًا لها بالخروج عن القاعدة الرئيسية عند مواجهتها لبعض التحديات، كمحدودية موجوداتها من الذهب خلال فترات الأزمات والحروب؛ بما يكفل لها الخروج من أزمتها، والعودة في ما بعد إلى القاعدة الرئيسية¹.

أولاً: تعريف قاعدة الذهب

قاعدة الذهب (gold standard) أو كما يطلق عليها بمرحلة الذهب الكلاسيكية هي: نظام نقدي تتكافؤ فيه قيمة وحدة النقد مع وزن معين من الذهب، وهي عبارة عن قاعدة نقدية ترتبط بمقتضاها القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية للذهب، لتمييزه بالصفات الأساسية للنقد (القبول العام، صعوبة تزييفه، ندرته النسبية، درجة تجانس كبيرة أكثر بكثير من درجة تجانس الفضة)، وهو ما سهل استخدام الذهب كوحدة نقد وكأساس للنظام النقدي. حيث يتخذ الأفراد مقياساً للقيم الاقتصادية، ويعترف المشرع له بقوة إبراء غير محدودة للوفاء بالالتزامات، فلما اتفقت دول عدة على اتخاذ الذهب قاعدة للنقد، وكفل المشرع للأفراد حرية تصدير المعدن واستيراده بلا قيد ولا شرط، اكتسبت هذه القاعدة طابعها الدولي، باستثناء الصين والمكسيك اللتان فضلتا قاعدة الفضة (Silver Standard)².

ثانياً: الأسس التي قامت عليها قاعدة الذهب

استندت قاعدة الذهب على مجموعة من القواعد، تم تسميتها بقواعد اللعبة (The game rules)، والمتمثلة في ما يلي:

- ✓ التزام المصارف المركزية لجميع الدول بتحديد قيمة ثابتة لعملتها المحلية مقابل وزن معين من الذهب، كما تلتزم بشراء وبيع الذهب بكميات غير محدودة وبسعر ثابت³.
- ✓ حرية تصدير واستيراد الذهب من وإلى الخارج دون قيد أو شرط؛
- ✓ احترام قيد المقابل الذهبي حين إصدار العملة من قبل المصرف المركزي، حيث يتوجب على الدولة المعنية امتلاك مخزون من الذهب يكافئ حجم الكتلة النقدية المتداولة⁴.

¹ ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² محمود عزة اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 72-73.

³ Michael D.Bordo & Finn E.Kydland, **The gold standard as a rule: An essay in exploration**, Explorations in Economic History, Volume 32, Number 4, 1995, p 425.

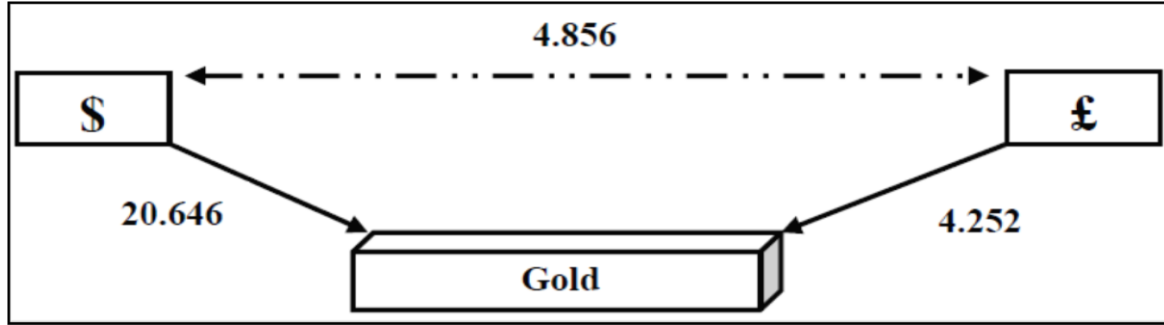
⁴ بودخدخ كريم، مطبوعة محاضرات في مقياس: المالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، الجزائر، 2015-2016، ص 52.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثالثاً: تحديد سعر الصَّرف في ظل قاعدة الذهب

يتم تحديد سعر الصَّرف الأجنبي للعملة الوطنية في ظل قاعدة الذهب على أساس ما تحويه العملة المراد صَّرفها من كمية الذهب الخالص، مقابل كمية الذهب الذي تحويه العملة الأخرى التي تدفع مقابل العملة الأولى¹. ويسمى سعر الصَّرف في هذه الحالة بسعر التعادل، والذي يمكن توضيحه في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-3): سعر تعادل الجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي



المصدر: جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 103.

من خلال الشكل أعلاه، ولحساب سعر صَّرف واحد جنيه استرليني مقابل الدولار الأمريكي فإنه: إذا كان ثمن الأوقية الواحدة من الذهب الخالص بـ 20.646 دولار أمريكي، وثمانها بالجنيه هو: 4.252 جنيه استرليني، فإن سعر صَّرف 1 جنيه استرليني = $\frac{20.646}{4.252} = 4.856$ دولار أمريكي +/- نفقات نقل وتأمين الذهب (حد دخول وخروج الذهب)².

رابعاً: مزايا قاعدة الذهب

في ظل قاعدة الذهب الكلاسيكية تعتبر عملات الدول الذهبية أو التي ترتكز إلى الذهب عملات دولية قوية؛ ذلك لتمتعها بالقبول على المستوى الدولي. وقد كان من أهم مزايا قاعدة الذهب الكلاسيكية ما يلي:

1. استقرار أسعار الصَّرف والتجارة الخارجية: وذلك راجع إلى العلاقة الثابتة بين وحدة النقد لكل دولة، وبين وزن معين من الذهب؛ وأي تقلب في أسعار الصَّرف فإنه يعود إلى تكاليف شحن الذهب والتأمين عليه، وهذا أدى إلى دعم حرية التجارة وازدهارها، ونمو معدلات التبادل الدولي.

¹ Dennis Appleyard, Alfred Field, **Op-Cit**, p p 599-602.

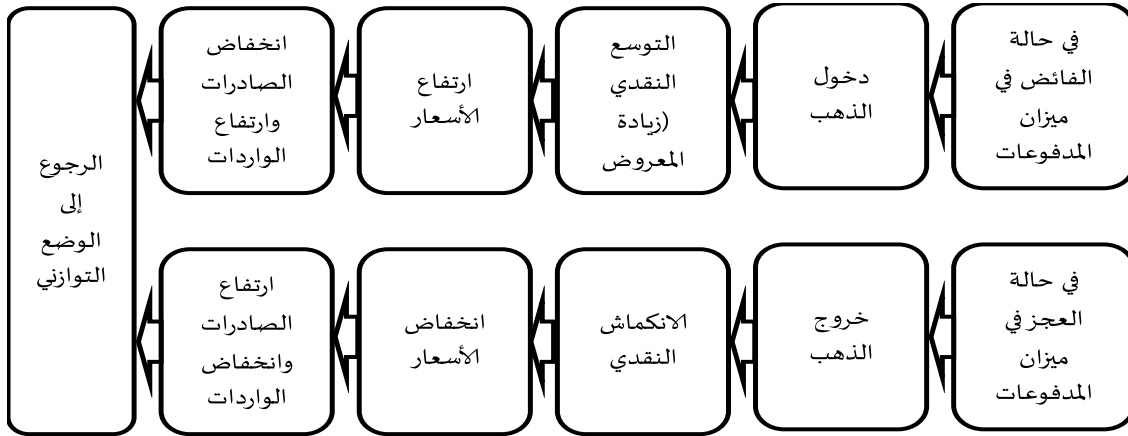
² لمعلومات أكثر حول تحديد سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب الكلاسيكية،، يمكن الاطلاع على: - موساوي وردة، مرجع سبق ذكره، 59-62.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

2. استقرار المستوى العام للأسعار: حيث تلجأ الدول التي ترتفع فيها مستويات الأسعار بالنسبة لمستوياتها في الدول الأخرى إلى تصدير الذهب إلى الخارج، وتستمر عملية التصدير إلى غاية عودة الأسعار إلى ما كانت عليه؛ وذلك للقيود الذي تفرضه آلية النظام على كمية النقود المصدرة، والذي بدوره يدعم استقرار مستويات الأسعار، بمعنى أن الذهب يكون موزعاً بين مختلف الدول بحسب حاجة كل منها إلى الإصدار.

3. التوازن التلقائي في ميزان المدفوعات: حسب الاقتصادي الاسكتلندي دافيد هيوم فإن: التوازن في ميزان المدفوعات في ظل قاعدة الذهب يحدث تلقائياً؛ من خلال العلاقة بين تدفق الذهب والتغير في المستوى العام للأسعار. فعند وجود فائض في ميزان المدفوعات فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية؛ بحيث يدفع بالأسعار المحلية إلى الارتفاع من وجهة نظر الأجانب، وفي نفس الوقت تصبح أسعار السلع الأجنبية منخفضةً من وجهة نظر المحليين؛ هذا يدفع بالطلب على السلع الأجنبية (الواردات) إلى الارتفاع مقابل انخفاض الطلب الأجنبي على السلع المحلية (الصادرات)، الأمر الذي يؤدي إلى تآكل الفائض في ميزان المدفوعات إلى أن يتلاشى وينتهي، ويحدث العكس في حالة العجز¹، ويمكن تلخيص هذه الآلية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-4): ملخص آلية التوازن التلقائي في ميزان المدفوعات في ظل قاعدة الذهب



Source: Emmanuel Nyahoho, *Finances internationales: théorie, politique et pratique*, 2^{eme} édition, Presses de l'Université du Québec, 2002, p 358.

¹ Samuel Knafo, *The Gold Standard and The origins of The modern International Monetary System*, Review of International Political Economy, Volume 13, Number 1, 2006, <http://dx.doi.org/10.1080/09692290500396693> p 81.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

خامساً: عيوب قاعدة الذهب

بالرغم من المزايا العديدة التي يتمتع بها الاقتصاد في ظل تطبيق قاعدة الذهب غير أن هذه الأخيرة لها بعض العيوب والتي يمكن حصرها في¹:

✓ ان تطور هذا النظام يعني اتجاهه نحو احتكار الذهب والسيطرة على السوق لأن هذا النظام يعني وحدة السوق العالمية؛

✓ لم يتوسع إنتاج الذهب أمام توسع إنتاج السلع والخدمات مما أدى إلى ارتفاع الأسعار.

الفرع الثاني: التجارب النقدية خلال الفترة ما بين الحربين 1918-1939

بعد الحرب العالمية الأولى سعت عدة دول خاصة منها الأوروبية إلى العودة إلى قاعدة الذهب، من خلال عقد مؤتمر للإصلاح النقدي في بروكسل عام 1920، ومؤتمر ثاني في مدينة Genoa الإيطالية عام 1922، حيث حضرته العديد من الدول كفرنسا وبريطانيا واليابان وإيطاليا الدولة المضيفة، في حين غابت عنه الولايات المتحدة الأمريكية. لكن عدم كفاية الأرصدة الذهبية، والتي كانت موجودة بحوزة الولايات المتحدة الأمريكية حال دون الرجوع إلى قاعدة الذهب الكلاسيكية، فاقترح المؤتمر شكلاً آخر تمثل في قاعدة السبائك الذهبية، وظهر معها قاعدة الصَّرف بالذهب.

أولاً: قاعدة السبائك الذهبية (gold Bullion standard)

في هذا النظام تم ربط إصدار النقود القانونية بالوزن المقابل لها من الذهب، حيث تغطي نسبة معينة من هذا الإصدار على شكل سبائك ذهبية، وتتمتع النقود الورقية المصدرة بصفة القانونية والنهائية، حيث تلقى قبولاً عاماً في المعاملات، ولا يجوز تحويلها إلى ذهب باستثناء المعاملات ذات المبالغ الضخمة. كما أن استخدام السبائك الذهبية في ظل هذا النظام اقتصر فقط على تسوية المعاملات الخارجية، مع إعطاء الحرية للأفراد في تصدير واستيراد الذهب، وقد اتبعت انجلترا هذا النظام عام 1925 وبنفس سعر التعادل الذي ساد قبل الحرب العالمية الأولى؛ مستهدفة بذلك استرجاع مكانة الجنيه الإسترليني كعملة دولية، كما قامت بمنع تصدير السبائك الذهبية* إلا في حدود 400 أوقية، كما وتعددت بتسديد ديونها الخارجية، وقد أخذ بهذا النظام الجديد عدة دول أخرى منها ألمانيا عام 1924 في محاولة منها لكبح التضخم الجامح (hyper inflation) الذي حل بها**، وفرنسا في عام 1928.²

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2014، ص 70.

* وزن السبيكة الواحدة المعروضة للبيع 400 أوقية.

** وصل سعر صرف واحد دولار أمريكي إلى 4200 مليار روتنمارك ألماني بتاريخ 15 نوفمبر 1923.

² موساوي وردة، مرجع سبق ذكره، ص 65. بتصرف.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثانياً: الأسس التي قامت عليها قاعدة السبائك الذهبية

قامت قاعدة السبائك الذهبية على مجموعة من الاعتبارات والأسس التي يمكن أن نبرز أهمها في¹:

- ✓ عدم إتاحة الحرية للأفراد لسك الذهب، حيث تم سحبه من التداول في السوق المحلية، وإحلال النقود الورقية محله؛
- ✓ اقتصار بيع الذهب في شكل سبائك لتمويل الصفقات الضخمة للتجارة الخارجية، وعدم قابلية تلك السبائك للتقسيم إلى أجزاء صغيرة؛
- ✓ قابلية تحويل النقود الورقية إلى ذهب إذا بلغت مستويات دنيا محددة سلفاً**؛
- ✓ احتفاظ المصارف المركزية بالذهب على شكل سبائك ذات حجم ووزن كبيرين.

ثالثاً: قاعدة الصَّرف بالذهب (gold exchange standard)

تعتبر هذه القاعدة ثاني قاعدة تم اعتمادها بين الحربين العالميتين الأولى والثانية، حيث من خلال هذه القاعدة تقوم الدولة بتحديد قيمة العملة الوطنية على أساس الذهب، ولكن بصورة غير مباشرة من خلال ربط قيمتها بعملة دولة أخرى تسير وفق قاعدة الذهب*، ويعتمد ذلك على²:

- ✓ عدم وجود مسكوكات ذهبية في التداول المحلي مع عدم قابلية تحويل العملة المحلية إلى ذهب في الداخل؛
- ✓ إمكانية تحويل العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب، إما في شكل مسكوكات ذهبية أو سبائك؛
- ✓ تلتزم المصارف المركزية ببيع وشراء عملتها الوطنية بسعر صَّرف ثابت مع العملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب، وهذا يعني تثبيت سعر صَّرفها بطريقة غير مباشرة مقابل الذهب.

رابعاً: انهيار قاعدة الذهب

لجأ عدد كبير من الدول بعد الحرب العالمية الأولى إلى تطبيق قاعدة الذهب في أشكالها الجديدة، ولكن كان ذلك لفترة جد قصيرة؛ حيث ضرب الكساد الكبير سنة 1929 جل اقتصاديات العالم، مرغماً الدول واحدةً تلوى الأخرى على الخروج عن الالتزام بقاعدة الذهب³، وسادت الفوضى، وفرضت معظم الدول سعراً إلزامياً لعملتها المحلية مع سعيها إلى تعويمها؛ فقد رفضت بريطانيا تحويل الجنيه إلى ذهب

¹ مساعدية جمال، مرجع سبق ذكره، ص 23.

* مثل: مصر، العراق، الهند، الدول الاسكندنافية، حيث ربطت عملاتها بالجنيه الإسترليني.

² Triffin Robert, *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press, U S A, 1960, p p 67-69.

³ للمزيد من المعلومات حول أسباب انهيار قاعدة الذهب، يمكن الاطلاع على:

- علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص ص 34-36.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

وعومته مع التخفيض في قيمته بنسبة 30% سنة 1931، ليتبعها بعد ذلك عدد كبير من الدول، حيث تم تخفيض 40.9% من قيمة الدولار الأمريكي سنة 1933، كما خفضت فرنسا من قيمة الفرنك الفرنسي سنة 1936، متبعين بذلك سياسة إفقار الجار (Beggars Thy Neighbor Policy) من خلال شن حرب عملات (Currencies War) لأول مرة في التاريخ. كل ذلك كان له آثارًا سلبيةً على حركة التجارة الخارجية مُسرِّعَةً بذلك انهيار نظام الصَّرف بالذهب؛ وما زاد الطين بلة انقسام الساحة النقدية الدولية إلى مجموعة من المناطق النقدية أهمها: منطقة الجنيه الإسترليني، منطقة الدولار الأمريكي، منطقة الفرنك الفرنسي، منطقة الين الياباني ومنطقة الروبل الروسي¹.

الفرع الثالث: نظام بريتون وودز 1944-1974

في أعقاب نهاية الحرب العالمية الثانية، وبوضوح معالم تغلب دول الحلفاء على دول المحور في الحرب، تم تنظيم مؤتمر دولي دعت له الولايات المتحدة الأمريكية وحلفاؤها في يوليو عام 1944 في بريتون وودز بمدينة (New Hampshire) حيث اجتمعت فيه 44 دولة، كلها موقعة على ميثاق الأمم المتحدة، قصد البحث عن صيغة جديدة لإدارة النظام النقدي الدولي؛ حتى يتفادى العالم الوقوع مرةً أخرى في الفوضى التي سادت خلال المرحلة ما بين الحربين.

قدمت كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية مشروعين لمناقشتهما في المؤتمر، حيث قدمت بريطانيا المشروع الأول ممثلةً من طرف الاقتصادي الشهير John Maynard Keynes مقتضاه انشاء عملة دولية جديدة تسمى (Bancor) يتم انشاؤها وتسييرها من طرف الاتحاد الدولي للمقاصة، تكون غير مغطاة بالذهب، ويصدر منها بقدر الاحتياجات الحقيقية لتمويل التجارة الخارجية، وتتحدد أسعار صَّرف جميع العملات مقابلها بأسعار ثابتة. بينما جاء المقترح الأمريكي الذي تولاه Harry Dexter White (مساعد وكيل الخزانة الأمريكية)، والذي ارتكز على إنشاء مؤسسات مالية دولية والتي تبلورت فيما بعد في كل من "الصندوق النقدي الدولي" و"البنك الدولي للإنشاء والتعمير"، تتولى هذه المؤسسات تنظيم الشؤون النقدية والمالية في الاقتصاد العالمي في إطار قاعدة الصَّرف بالذهب، يكون فيها الدولار الأمريكي العملة الوحيدة المرتبطة بالذهب، في حين تتحدد قيم باقي العملات الدولية بنسب ثابتة مع الدولار. ولقد صوت المؤتمر لصالح المشروع الأمريكي نظرًا للوزن الاقتصادي والسياسي الذي كانت تتمتع به الولايات المتحدة الأمريكية بصفتها المنتصر الأكبر في الحرب العالمية الثانية².

¹ بودخدخ كريم، مرجع سبق ذكره، ص 54، بتصرف.

² لمعلومات أكثر، يمكن الاطلاع على:

- Emmanuel Nyahoho, **Op-Cit**, p p 360.

- Raymond F.Mikesell, **The Bretton Woods Debates: A Memoir**, Essays In International Finance, N^o 192, March 1994, p p 3-10.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

أولاً: المبادئ الرئيسية لنظام بريتون وودز

قام نظام بريتون وودز على عدة أسس ومبادئ، أهمها¹:

- ✓ الدولار هو العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب بسعر 35 دولار للأوقية الواحدة من الذهب، وجميع العملات الأخرى قابلة للتحويل إلى الدولار وفقاً لسعر تعادل رسمي؛
- ✓ على الدول الأعضاء الحفاظ على أسعار صَّرف عملاتها مقابل الدولار في مجال تذبذب 1% ارتفاعاً أو انخفاضاً من سعر التعادل الرسمي، وهذا يعني تدخل المصارف المركزية من خلال التأثير في العرض والطلب على العملة في حالة انحراف سعر الصَّرف عن مجال التذبذب المذكور. في حالة ما إذا كان تخفيض العملة هو الحل الوحيد لمعالجة اختلال ميزان المدفوعات، يمكن تعديل سعر التكافؤ الرسمي بالاتفاق مع الصندوق النقدي الدولي إذا كان هذا التعديل لا يتجاوز نسبة 10%.

ثانياً: انهيار نظام بريتون وودز

مر نظام بريتون وودز بمرحلتين أساسيتين: أولها كانت في بدايات العمل بالنظام الجديد، حيث فرض بموجبه استخدام الدولار أو الذهب كاحتياطي، وكوسيلة لتسوية مبادلات الدول؛ وبالتالي فقد سعت جل الدول إلى الحصول على الدولار، حيث سميت هذه المرحلة بمرحلة ندرة الدولار. أما المرحلة الثانية وبعد أن أصبح الدولار متوفراً بكثرة، تخوفت الدول من إمكانية تغطيته بالذهب واهتزت ثقتهم فيه، فأرادت الدول تغيير ما لديها من دولارات إلى ذهب، وتتابع عدديد الدول في ذلك؛ مؤديةً إلى تخفيض احتياطات الولايات المتحدة الأمريكية منه، إلى أن أعلنت هذه الأخيرة تعليق قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وفي ما يلي تفصيل لهذه المراحل:

1. مرحلة الازدهار ونقص الدولار: امتدت هذه المرحلة من 1944 حتى 1958، وما يميز هذه المرحلة هو الاستقرار النسبي للدولار، ساعد على ذلك تراكم 75% من احتياطي الذهب الرسمي في العالم لدى الولايات المتحدة الأمريكية²، حيث سعت جميع الدول بعد الحرب العالمية الثانية إلى الحصول على الدولار من أجل تمويل عمليات استيراد السلع لديها، وهنا ظهر ما يسمى بمعضلة تريفين (The Triffin Dilemma) على يد الاقتصادي Robert Triffin، محتواها أنه يجب على الدولة مصدرة عملة الاحتياطي (الولايات المتحدة الأمريكية) أن تحقق عجزاً دائماً في ميزان مدفوعاتها؛ لتمكين

¹ أنظر في ذلك كلا من:

- David Henaux, **les mouvements internationaux des capitaux**, educagri éditions, France, 2009, P 57.
- M. POLASEK & V. BARATTIERI, **U.S. Gold Policy and the Gold Exchange Standard**, Economic Record, Volume 45, Number 1, 1969, p p 50-52.

² مفتاح صالح، مطبوعة المالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005-2006، ص 19، بتصرف.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

بقية الدول من بناء احتياطياتها من الدولار¹. كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية خلال هذه الفترة بإمداد أوروبا بمبلغ 13.4 مليار دولار في إطار مشروع مارشال لإعادة بناء أوروبا، منها 11.6 مليار دولار في شكل اعانة و1.8 مليار دولار الباقية على شكل قرض².

2. مرحلة تخمة الدولار (التصدع والانهييار): وصلت احتياطيات الدول من الدولار إلى أقصى مستوياتها، وتحول الاقتصاد العالمي مع حلول سنة 1960 إلى "ظاهرة تخمة الدولار"، بعد العجز الكبير في ميزان المدفوعات الأمريكي نتيجة تزايد استثمارات في الخارج ومخلفات حرب الفيتنام، انعكس ذلك سلباً على المخزون الأمريكي من الذهب الذي تراجع من حوالي 25 مليار دولار سنة 1950 إلى حوالي 10 مليار دولار سنة 1970؛ نتيجة قيام المصارف المركزية الأجنبية بتحويل أصولها من الدولار إلى ذهب كرد فعل لتوقعاتها حول تخفيض قيمته³. حيث قامت فرنسا في عام 1962 بالشروع في تحويل ما لديها من دولارات إلى ذهب رغم الاعتراض الأمريكي، وهو ما شجع دولاً أخرى على تحويل الدولار إلى ذهب؛ دفع كل هذا إلى حدوث أول أزمة عملة في عام 1968، حيث اعتمد خلالها على وضع سعرين للذهب، أولهما السعر الرسمي 35 دولار للأوقية، والثاني معوم يتحدد بناء على العرض والطلب في السوق. وبتزايد الأزمات النقدية خلال الفترة 1962-1968، حيث تم خلالها تخفيض الجنيه الإسترليني في نوفمبر 1967 بنسبة 14.3%، ومن ثم الفرنك الفرنسي في 8 أوت 1969 بنسبة 12%، وارتفع الدوت شمارك بـ 9.29% في 4 أكتوبر 1969. وبحلول منتصف أوت 1971 كانت أزمة الدولار قد وصلت إلى مرحلة تتطلب تدخلاً عاجلاً، حيث أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون تعليق قابلية تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت 1971، مؤذناً بذلك على بداية انهيار نظام بريتون وودز⁴.

ثالثاً: اتفاقية (Smithsonian) 1971

من أجل انقاذ نظام بريتون وودز من الانهيار والمحافظة على أسعار الصَّرف الثابتة، تم التوصل إلى نمط جديد لأسعار الصَّرف في اتفاقية (Smithsonian) المنعقدة في معهد (Smithsonian) في الولايات المتحدة الأمريكية في 18 ديسمبر 1971، بموجبها تم تخفيض قيمة الدولار الأمريكي مقابل الذهب بنسبة 8.5% ليصبح ثمن الأوقية 38 دولارًا بدلاً من 35 دولار، وكذلك هو الحال بالنسبة لباقي العملات حيث خفضت كل من اليابان وألمانيا قيمة عملاتهما بنسبة 17% و14% على التوالي، وتم توسيع مجال تذبذب

¹ Triffin Robert, *Op-Cit*, p 10.

² U.S. Embassy and Consulate in the Netherlands, <https://nl.usembassy.gov/our-relationship/marshall-plan-1947-2017/> consultée le: 18-02-2021.

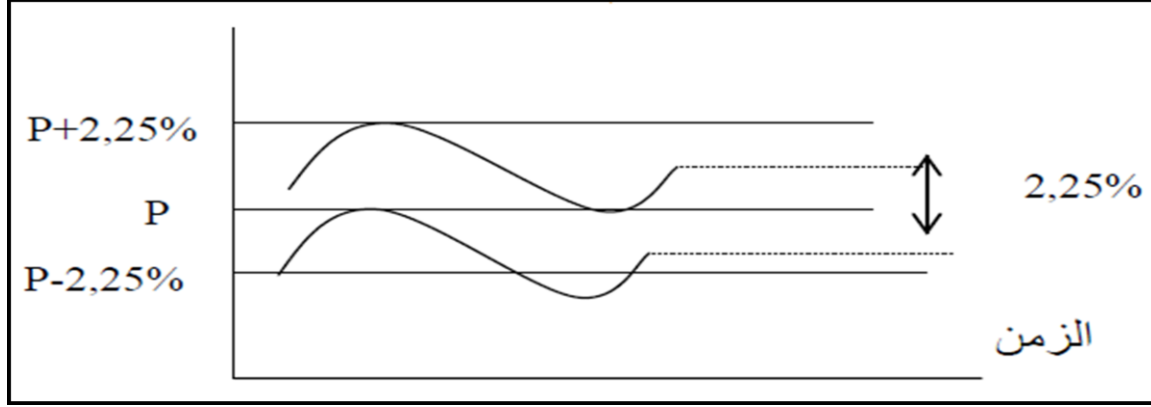
³ Emmanuel Nyahoho, *Op-Cit*, p 365.

⁴ موساوي وردة، مرجع سبق ذكره، ص 71.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

أسعار الصَّرف ليصبح بين $\bar{P} \pm 2.25\%$ عام 1972، وهو ما سمي بالثعبان النقدي أو الثعبان في النفق (Snake in the Tunnel).¹

الشكل رقم (2-5): أسعار الصَّرف الثابتة ممثلة في شكل الثعبان في النفق



المصدر: مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على واقع المصارف العربية مع التركيز على حالة مصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، بغداد، العراق، العدد 24، 2010، ص 49.

رغم عقد اتفاقية (Smithsonian) الساعية إلى استمرارية نظام بريتون وودز والبقاء على سعر صَّرف ثابت للدولار مقابل الذهب، إلا أن ذلك لم يحل كل المشاكل التي كان يعاني منها هذا الأخير، فقد عرف الدولار انخفاضاً آخر في فيفري 1973 بنسبة 10%، وبذلك ارتفع سعر الأوقية الذهبية من 38 دولار إلى 42.222 دولار، ولقد كان هذا آخر سعر صَّرف رسمي للدولار بالذهب. حسب دراسة لـ Marston² فإن سعر صَّرف الدولار في السوق أضعف بكثير عما هو محدد في اتفاقية (Smithsonian)، فمثلاً: سعر الصَّرف الرسمي للين مقابل الدولار بموجب اتفاقية (Smithsonian) هو 308، في حين أن سعره في السوق هو 264.98. وقد أعلنت دول أوروبا عدم إمكانية تحكّمها في سعر الصَّرف المحدد في إطار الثعبان في النفق، حيث خرج هذا الأخير عدة مرات من الإطار المحدد له؛ مُنّياً بذلك اتفاقية (Smithsonian) ومعها الانهيار الكلي لنظام بريتون وودز.³

الفرع الرابع: النظام النقدي الدولي بعد سنة 1974

بعد فشل محاولات إنعاش نظام بريتون وودز تم عقد مؤتمر في (Kingston) بجامايكا في سنة 1976، انبثقت عنه اتفاقية جاميكا، والتي ألغت بند تثبيت أسعار الصَّرف الذي كان مفروضاً على الدول

¹ Frieden Jeffrey, *Currency politics*, Princeton University Press, United Kingdom, 2015, p 145.

² Richard C. Marston, *Rate Policy Reconsidered*, Martin Feldstein, ed, International Economic Cooperation, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, U S A, 1988, p p 79-136.

³ *Ibid*, p 126.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

من طرف الصندوق النقدي الدولي، وتركت الحرية التامة للدول في اختيار نظام صَّرف عملتها، وقد تمثلت أهم بنود اتفاقية جامايكا فيما يلي¹:

✓ إلغاء سعر الصَّرف الرسمي للذهب (السعر الثابت)، وترك الحرية الكاملة للمصارف في التعامل في الذهب وتحديد أسعاره؛

✓ إنهاء دور الذهب كوحدة مرجعية لتقييم حقوق السحب الخاصة، وكذلك كأساس لتقييم العملات الوطنية للدول الأعضاء؛

✓ إلغاء أي بند من الاتفاقية ينص على التعامل بالذهب.

من خلال هذه الاتفاقية يمكن للدول اختيار نظام الصَّرف الذي تريده، ويمكن للمصارف المركزية الاحتفاظ باحتياطياتها سواءً في شكل ذهب أو عملات أجنبية أو حقوق السحب الخاصة، كما يمكن ترك سعر الصَّرف حرًا يتحدد وفق قوى العرض والطلب في سوق الصَّرف، أو التدخل لتعديله؛ وبالتالي ظهور النظام النقدي الدولي كما هو عليه في الوقت الحالي.

المطلب الثاني: الأنواع الرئيسية لأنظمة الصرف الأجنبي

عقب انهيار نظام بريتون وودز عام 1973 ظهر العديد من أنظمة سعر الصرف وتطورت بشكل لم يحصل من قبل، وأصبح للدول الحرية الكاملة في اختيار نظام سعر الصرف الذي يتلاءم واقتصادها ويحقق أهدافها الداخلية والخارجية، وكنتيجة لتعدد تلك الخيارات لدى الدول اجتهد الاقتصاديون لاختيار النظام الأفضل للاقتصاد، فيرى كل من Robert Mundell و Ronald I. McKinnon أن نظام سعر الصرف الثابت الأفضل كونه يعمل على ازدهار واستقرار التجارة الخارجية، كما يساعد الدول على التحكم في معدلات التضخم الداخلية والمستوردة، بينما يفضل Friedman نظام سعر الصرف المرن كونه أقرب إلى الواقعية الاقتصادية، كما يقي الدول من هجمات المضاربة على العملة التي قد تؤدي في العديد من الحالات إلى أزمة عملة، وبين هذا وذاك ينادي فوج آخر من الاقتصاديين الواسطيين على غرار Paul R. Krugman و John Williamson باتباع نظام صرف وسيط يجمع بين مزايا كلاً من النظامين السابقين².

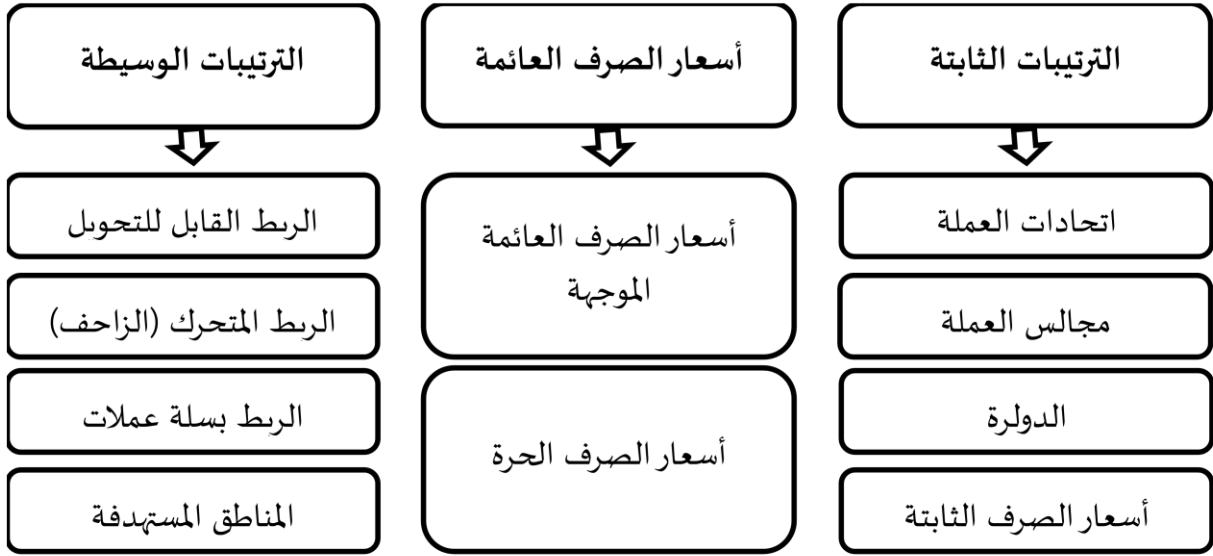
¹ Dennis Appleyard, Alfred Field, **Op-Cit**, p 759.

² أنظر أحدث أنظمة سعر الصرف:

- Hisayuki Mitsuo, **New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries**, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2007, p p 11-13.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الشكل رقم (2-6): أنظمة أسعار الصرف



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- مايكل بوردو، المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، مداخلة في ندوة نظمت من قبل "معهد السياسات الاقتصادية" صندوق النقد العربي- بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في: 16-17 ديسمبر 2002، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، تحت عنوان نظم وسياسات سعر الصرف، ص ص 24-25.

الفرع الأول: نظام سعر الصرف الثابت

يعد نظام الصرف الثابت (Fixed Exchange Rate System) أولى أنظمة سعر الصرف وجودًا، حيث نشأ في ظل قاعدة الذهب وذلك من خلال معادلة قيمة العملة بوزن معين من الذهب، حتى بعد زوال قاعدة الذهب وبانتهاء الحرب العالمية الثانية وانعقاد مؤتمر بريتون وودز ظل هذا النظام ساري المفعول، وكانت العملات تقيم في مقابل الدولار أو الذهب، إلى غاية سنة 1971 حين أعلن رئيس الولايات المتحدة الأمريكية إيقاف صرف الذهب مقابل الدولار. بالرغم من انهيار نظام بريتون وودز ما تزال العديد من الدول تتبع هذا النظام، حيث في ظلها تقوم السلطة النقدية ممثلة بالمصرف المركزي بالحفاظ على معدل ثابت لصرف عملتها المحلية.

أولاً: أشكال أنظمة الصرف الثابتة

يندرج تحت هذا النظام عدة أشكال يمكن أن تتبعها الدول لتثبيت سعر صرف عملتها، فقد يكون التثبيت صارمًا كما هو الحال في: اتحادات العملة، مجالس العملة، والدولة، وقد يكون تثبيتيًا تقليدياً من خلال ربط سعر صرف العملة بوحدة من العملات الارتكازية، وفي ما يلي شرح للأشكال سالفة الذكر¹:

¹ لتفاصيل أكثر حول مختلف أشكال أنظمة الصرف الثابتة، يمكن الاطلاع على:

- موساوي وردة، مرجع سبق ذكره، ص ص 74-80.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

1. اتحادات العملة (Currency Unions): يتحدد مفهوم نظام اتحاد العملة أو ما يعرف بالاتحاد النقدي، بأنه وجود سياسة نقدية واحدة فيما بين مجموعة من الاقتصاديات، والتي أنشأتها اتفاقية قانونية حكومية دولية، بوصفها اتحادًا نقديًا تحل العملة الموحدة للاتحاد محل العملات الوطنية، مشكلة بذلك اتحاد نقدي يشمل قضايا منهجية محددة لتجميع ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي. وتشمل هذه المسائل معاملات السلطة النقدية المركزية، وترتيبات إدارة الاحتياطيات¹.

2. مجلس العملة (Currency Board): هو نظام نقدي يقوم على تفويض قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، ولا يمكن للدولة المنظمة إلى هذا المجلس أن تصدر عملتها المحلية إلا بوجود تغطية كاملة بالنقد الأجنبي، الأمر الذي قد يترتب عنه إلغاء بعض الوظائف التقليدية للمصرف المركزي، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير، غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي، حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة².

3. الدولار (Dollarization): من خلال هذا الشكل يتم استخدام عملة خارجية، والتي عادةً ما تكون أحد العملات الارتكازية، حيث يأتي في مقدمتها الدولار الأمريكي، فقد ذهب بعض الاقتصاديين³ إلى القول بأن الدولار مشتقة من كلمة الدولار، وأنها تطلق فقط على الدول التي تستخدم الدولار بدل عملتها الوطنية، في حين يمكن القول بأن الدولار مصطلح شامل لأي عملة تحل محل العملة المحلية في جميع التعاملات الداخلية⁴، وقد يكون هذا الإحلال كليًا وهذا قليل الحدوث، كما هو الحال في بنما منذ سنة 1904 والاكوادور والسلفادور 2000-2001 على التوالي؛ أو إحلالًا جزئيًا وهي الحالة السائدة في العديد من الدول الناشئة والنامية⁵.

¹ Without author, **Balance of Payments and International Investment Position Manual**, 6th Ed, International Monetary Fund, Washington .D.C, USA, 2009, p 256.

² Giovanni Piersanti, **The Macroeconomic Theory of Exchange Rate Crises**, Oxford University Press, United Kingdom, 2012, p 36.

³ Nouriel Roubini, **Factors to be Considered in Assessing a Country's Readiness for Dollarization**, Stern School of Business, New York University, November 2011, <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/dollarization.pdf>

⁴ Osman Sayid Hassan Musse & Abdelghani Echchabi, **Dollarization in East Africa: Causes, Consequences, and Future Forecasts**, Binus Business Review, Volume 8, Number 1, May 2017, <http://dx.doi.org/10.21512/bbr.v8i1.1759>, p 15.

⁵ Dennis Appleyard & Alfred Field, **Op-Cit**, p 764.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

4. أسعار الصرف الثابتة: إضافة إلى الأشكال السابقة الذكر، والتي تنطوي تحت نظام التثبيت الصارم، هناك شكل آخر والذي يعبر عن الشكل التقليدي لأنظمة الصرف الثابت، وهو أقل صرامةً من الأشكال الأولى. يكون الربط فيه بشكل جزئي للعملة المحلية، وبقيمة ثابتة مقابل إحدى العملات الارتكازية غالبًا ما تكون الدولار الأمريكي، والتي تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار والأهمية في حجم التبادل التجاري والمالي، إذ يسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm 1\%$ حول سعر الصرف المركزي، كما تتدخل السلطة النقدية للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال مختلف أدواتها النقدية¹.

ثانياً: دواعي تبني نظام الصرف الثابت

تتبني الدول نظام صرف ثابت لعدة اعتبارات تتمثل في قلة حضور الدولة في الحراك الاقتصادي العالمي، وخيارها للتضحية باستقلالية السياسة النقدية مقابل مصداقية المصرف المركزي؛ الارتباط القوي للاقتصاد المحلي بعملة شريك تجاري رئيسي، امتلاك احتياطي هام من العملات الأجنبية وسوق عمل ذو مرونة عالية².

ثالثاً: مزايا نظام الصرف الثابت

هناك اعتقاد بأن نظام الصرف الثابت يتوفر على مزايا عديدة، تعمل على ترجيح استعماله خاصةً من طرف الدول النامية التي لا تمتلك أنظمة مالية متطورة، ويمكن تلخيص هذه المزايا فيما يلي³:

✓ يعمل ثبات أسعار الصرف على الاستقرار النسبي في حركة التجارة الدولية، وكذا تدفقات رؤوس الأموال المتجهة للاستثمار في داخل البلد، والتي تستفيد من مزايا استقرار العملة ووضع خطط للنمو تقوم على المزايا التي يتمتع بها هذا الاقتصاد داخلياً؛

✓ تعزيز حالة الاستقرار العام في الاقتصاد من خلال المساعدة على مواجهة التقلبات في أسواق الصرف الدولية، حيث يعتبر ثبات سعر الصرف عنصراً هاماً للوقاية من الصدمات المالية والنقدية الخارجية؛

¹ نزالي سامية، أثر أنظمة الصرف الأجنبي على فعالية السياسة النقدية في ظل العولمة -دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016-2017، ص 93.

² Antoine Fain, **les systèmes du taux de change**, Réseau Financité, fédération wallonie, bruxelle, Belgique, 2012, p p 5-6.

³ Lucio Sarno & al, **Handbook of exchange rates**, John Wiley & Sons, Inc, U S A, 2012, p p 768-770.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

✓ يؤدي الاستقرار في أسعار الصرف إلى الاستقرار في المستوى العام للأسعار، ويسمح بالتحكم في مستويات التضخم، وبالتالي فهذا الأمر يمنح للمتعاملين الاقتصاديين الثقة في العملة الوطنية، ويتيح لهم رؤية واضحة للمستقبل عند اتخاذ قراراتهم الاقتصادية؛

✓ يساعد ثبات أسعار الصرف الحكومة على وضع سياسات اقتصادية داخلية صارمة، خاصةً فيما يتعلق بميزانيتها؛ وذلك لضمانها عدم تعرض ميزان المدفوعات للتقلبات الكثيرة، ما يجنبها اللجوء باستمرار إلى احتياطات الصرف من أجل التدخل في سوق الصرف لدعم العملة.

رابعاً: عيوب نظام الصرف الثابت

كما لنظام الصرف الثابت مزايا، فهو لا يخلو من بعض العيوب، والتي يمكن حصرها في النقاط التالية¹:

✓ ضرورة حيازة الدولة وبصفة دائمة لاحتياطات هامة من الصرف الأجنبي، لاستعمالها عند الاقتضاء قصد التدخل في سوق الصرف للدفاع عن العملة، من أجل المحافظة على سعر تعادل العملة المحدد، وبالتالي فإن قلة هذه الاحتياطات يضعف من قدرة السلطات النقدية في الدفاع عن عملتها، خاصةً في الحالات التي تتعرض فيها العملة إلى هجمات المضاربة؛

✓ قد يكون سعر الصرف الثابت المحدد بعيداً عن وضع التوازن في سوق الصرف، ما ينجم عنه اختلالاً على مستوى هذه السوق، ونشوء أسواق للصرف الموازي، بالإضافة إلى إمكانية تعريض العملة المحلية إلى هجمات مضاربة تؤدي إما إلى استعمال احتياطات الصرف المتاحة بشكل مكثف أو اللجوء إلى تخفيض العملة؛

✓ لا يتسم نظام الصرف الثابت بالمرونة اللازمة لتأقلم الاقتصاد المحلي مع تغير الظروف الاقتصادية المحيطة به بالنظر إلى ثقل آلية التعديل، خاصةً في حالة عدم كفاية احتياطات الصرف لمواجهة الخلل والقيام بالتصحيح اللازم، ويعود مثل هذا الأمر إلى غياب آليات تلقائية للتعديل.

الفرع الثاني: نظام سعر الصرف العائم

يطلق عليه أيضاً نظام الصرف المرن (Floating Exchange Rate System)، حيث لا يقوم المصرف المركزي بالتدخل في سوق النقد الأجنبي شراءً أو بيعاً للتأثير على سعر صرف العملة المحلية، حيث يتحدد سعر الصرف في ظل هذا النظام من خلال التقاء قوى العرض والطلب في سوق الصرف، وفي هذا النظام فإن سعر الصرف يتحدد بتقاطع منحنى العرض والطلب على العملة، وتكون هناك استجابة سعر الصرف للزيادة أو النقصان في العملات الأجنبية بصورة آلية دون تدخل من المصرف المركزي، ففي حالة دخول عملات أجنبية إلى السوق المحلية يعني أن هناك طلب عالي على العملة المحلية، ما يؤدي إلى ارتفاع

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص ص 204-205.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

قيمتها (Exchange Rate Appreciation). وفي الحالة الأخرى المعاكسة حين يكون هناك خروج لرؤوس الأموال المحلية إلى الخارج، يترجم هذا الخروج بطلب المزيد من العملات الأجنبية في مقابل عرض العملة المحلية، ما من شأنه الدفع بقيمتها نحو الانخفاض، وهذا يعني انخفاض سعر صرف البلد المعني (Exchange Rate Depreciation)، هذا النظام هو السائد في الولايات المتحدة الأمريكية¹.

أولاً: أشكال أنظمة الصرف العائمة:

على الرغم من فرضية عدم تدخل الدولة في هذا النظام لتحديد سعر الصرف، إلا أنه وبالنظر إلى الانعكاسات التي قد تنجم عن التغيرات المتعددة في سعر الصرف على معظم المتغيرات الاقتصادية الكلية، فإنه من غير المعقول أن يترك مصير استقرار الاقتصاد رهناً لتقلبات قوى العرض والطلب، لذلك فإن الواقع العملي يؤكد أن السلطات النقدية تتخذ ما تراه مناسباً من الإجراءات للتأثير على سعر الصرف في الاتجاه الذي يجنبها وقوع اقتصادها في أزمة؛ على هذا الأساس فإن تعويم سعر الصرف ينقسم إلى قسمين التعويم الحر والتعويم الموجه.

1. **التعويم الحر:** أو كما يطلق عليه التعويم النظيف أو النقي (pure floating) والذي يترك في ظله سعر الصرف حراً يتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب، وتقوم السلطة النقدية بإنشاء ما يدعى بأموال موازنة الصرف، وهذا من خلال تخصيص أرصدة من الاحتياطات النقدية والذهب تسمح للسلطات النقدية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق البيع أو الشراء حسب الحالة، وذلك لحماية سعر صرف العملة من التغيرات العارضة أو المؤقتة أو التي تسببها عمليات المضاربة، وتعتبر أموال موازنة الصرف وطرق استخدامها قواعد اللعبة في ظل نظام أسعار الصرف الحرة².

2. **التعويم الموجه:** ويسمى أيضاً بالتعويم غير النظيف أو غير النقي (impure floating)، تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفاً لهذا التأثير. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطات الدولية، وتطورات السوق الموازية، ولا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية. وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشراً أو غير مباشر³.

ثانياً: دواعي تبني نظام الصرف العائم

¹ نجم الدين محمد بابكر محمد، أنظمة سعر الصرف وعلاقتها بالسياسة النقدية والمالية، مجلة المصري، بنك السودان المركزي، العدد 85، سبتمبر 2017، ص ص 22-23.

² John N. Kallianiotis, **International Financial Transactions and Exchange Rates**, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2013, p 295.

³ Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regimes is Right for All Countries or All Times**, NBER Working Paper, N° 7338, September 1999, p 5.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

هناك عدة عوامل قد تدفع بالدول إلى تبني نظام سعر الصرف العائم، منها ما هي عوامل نقدية، ومنها ما هي عوامل حقيقية، ويمكن ايجاز أهمها في ما يلي¹:

1. معدل التضخم: تسعى الدول إلى تعويم عملتها كلما كانت الاختلالات كبيرةً وواسعةً في معدل التضخم بين الدولة والدول الشريكة؛
2. الاحتياطات من العملات الصعبة: كلما قلت احتياطات العملة الصعبة لدى الدولة تجدها تتجه نحو تعويم سعر صرف عملتها، لأن نظام الصرف الثابت كما رأينا سابقاً يحتاج إلى تدخلات متكررة من طرف المصرف المركزي في سوق الصرف قصد المحافظة على ثبات سعر صرف العملة المحلية، وذلك يتطلب وجود احتياطات كافية لتغطية هذه التدخلات؛
3. انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي: تزداد الاهتمامات بسعر الصرف كلما كان الاقتصاد منفطحاً على الخارج ويقل الاهتمام به عند انغلاقه، ويساعد في اختيار نظام الصرف المناسب درجة مرونة الاقتصاد، حيث كلما توافرت المرونة المطلوبة اتجهت الدولة نحو تعويم سعر صرف عملتها، والعكس في حالة نقص أو انعدام المرونة؛
4. وزن وحجم الاقتصاد المحلي: كلما كان الاقتصاد المحلي صغيراً احتاج إلى مناطق خارج اقليمه لتصريف سلعه ومنتجاته نظراً لضيق سوقه المحلي، وبالتالي يحتاج إلى تعويم سعر صرف عملته؛
5. حجم التجارة الخارجية: كلما كانت نسبة المبادلات التجارية والمالية كبيرة ومتنوعة، دل ذلك على أن للاقتصاد مكانةً ووزناً في السوق العالمية وزادت أهمية عملته، وبالتالي يكون التعويم أكثر كفاءة للأداء المالي، حيث يساعد على توسيع وتنويع الإنتاج والاستثمار في العديد من القطاعات ولدى مختلف الشركاء التجاريين.
6. طبيعة القاعدة الإنتاجية: إذا كان الاقتصاد يتميز بتعدد القطاعات المنتجة، دل ذلك على أن صادرات البلد تكون ذات تشكيلة واسعة من المنتجات، استدعى ذلك التوجه إلى نظام التعويم، وذلك لتطلب الاقتصاد المزيد من الديناميكية والحيوية التي يزيد وقعها كلما زاد عدد القطاعات المنتجة؛

ثالثاً: مزايا نظام سعر الصرف العائم

إن تعويم سعر صرف العملات المحلية، يمنح للدول التي تتبعته عدة مزايا أهمها²:

¹ مساعدي جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 54-56.

² مساعدي جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 57-58.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

- ✓ التمتع بسياسة نقدية أكثر استقلالية، حيث يتم توجيهها لتحقيق الأهداف الداخلية بدلاً من الانشغال بسعر الصرف، كما يسمح للمصرف المركزي بالقيام بدوره كملجأ أخير للإقراض؛
- ✓ العمل على التعديل التلقائي لميزان المدفوعات، حيث في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات، فإن قيمة العملة سترتفع نتيجة ارتفاع الطلب عليها؛ ما ينقص من تنافسية صادرات الدولة ويرفع من وارداتها، الأمر الذي ينجم عنه تراجع الفائض حتى زواله نهائياً، ويحدث عكس ذلك في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات؛
- ✓ يساعد تعويم سعر الصرف الاقتصاد على تجاوز الصدمات التجارية، حيث يعمل على التكيف مع الصدمات الخارجية، ذلك لأن التحركات في سعر الصرف الاسمي تترجم بتغيرات في سعر الصرف الحقيقي، وبالتالي فإن انخفاض سعر الصرف يمتص أو يعوض جزئياً التأثير السلبي للصدمة. فعند حدوث صدمة حقيقية سالبة فإن تراجع سعر الصرف سيخفّض أسعار السلع القابلة للتبادل الدولي، وبالتالي تتحسن تنافسيتهما في نفس اللحظة التي انخفض فيها الطلب على هذه السلع مما يرفع من الطلب الخارجي عليها؛
- ✓ تجنّب حروب العملات والحمايية التجارية وذلك عبر استبعاد آثار التخفيض في سعر صرف عملة الدول التي تتبني التعويم، وبالتالي تجنّب سباق التخفيض التنافسي للعملات.

رابعا: عيوب نظام سعر الصرف العائم

- يمكن حصر أهم عيوب نظام سعر الصرف العائم في النقاط التالية¹:
- ✓ في ظل هذا النظام يمكن أن يعرف سعر الصرف تذبذبات وتقلبات كبيرة تؤثر سلبيًا على التبادلات التجارية، وتنشأ جواً من عدم التأكد للمستثمرين الأجانب؛
- ✓ هذا النظام يشجع حركات المضاربة التي تؤدي إلى الرفع أو المبالغة في قيمة العملة، حيث يفسر المضاربين هذا الارتفاع على أنه مقدمة لارتفاع جديد في قيمة العملة فيقبلون على شرائها موجهين بذلك سعرها نحو الارتفاع؛
- ✓ يؤدي هذا النظام إلى نقص في حركات رؤوس الأموال طويلة الأجل بسبب عدم وجود الثقة من استقرار الأموال المستثمرة في الخارج وعائدها، حيث قد تؤدي الموجات التضخمية والانكماشية إلى إلغاء العائد الفعلي من الاستثمار في الأموال طويلة الأجل في الخارج.

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 212.

الفرع الثالث: نظام سعر الصرف الوسيط

في ظل هذا النظام تسمح السلطات النقدية لسعر صرف عملتها بالتحرك ارتفاعاً أو انخفاضاً في حدود نطاق معين، بحيث لا يكون سعر الصرف جامداً كما في أنظمة سعر الصرف الثابتة، ولا يترك كليا لقوى السوق كما في أنظمة أسعار الصرف المرنة، فهو بين هذا وذاك.

أولاً: أشكال أسعار الصرف الوسيطة

بين التثبيت والمرونة يوجد العديد من أنظمة الصرف، حيث هناك استمرارية للأنظمة الثابتة من خلال الربط بسلة من العملات وكذا المناطق المستهدفة، وقريباً إلى نظام التعويم وبدون تدخل للسلطات النقدية حيث نجد كلاً من الربط القابل للتعديل، والربط المتحرك (الزاحف)،

1. الربط القابل للتعديل: يمكن لسعر الصرف في ظل هذا النظام بالتغير ضمن هامش محدد حول سعر صرف مرجعي، حيث يتدخل المصرف المركزي ليمنع خروج سعر الصرف عن هذه الحدود، خير مثال على هذا الشكل كان خلال تطبيق ما يسمى بالثعبان النقدي أو الثعبان داخل النفق، حيث يسمح لسعر الصرف بالتحرك بين $\pm 2.5\%$ حول السعر المرجعي.

2. الربط المتحرك: يسمى أيضاً بنظام سعر الصرف الزاحف، ويتم من خلاله تعديل قيمة العملة الوطنية بصفة دورية تعديلاً خفيفاً وبمعدل ثابت، أو يكون هذا التعديل كاستجابة للتغيرات في بعض المؤشرات الكمية المختارة مسبقاً، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات. يمكن تحديد سعر الصرف المتحرك بحيث يتعدل تلقائياً لاستبعاد أثر التضخم (على أساس استرجاعي)، أو تحديده بسعر صرف ثابت معلن سلفاً و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة (على أساس استشراقي). ويفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقدية¹.

3. الربط بسلة من العملات: في ظل هذا النظام يحافظ المصرف المركزي على سعر صرف ثابت في مقابل سلة من العملات تتضمن عملات أهم الشركاء التجاريين أو الماليين. ويتم اللجوء إلى هذا الربط في حالة وجود عدة شركاء وعدم تركيز المعاملات التجارية مع شريك واحد فقط، حيث يمنح لكل واحد منهم له حصة أو وزن معين في السلة يدعى بمعامل الترجيح، حيث يختار هذا المعامل على أساس حجم التبادل التجاري وتدفقات رؤوس الأموال. عادة ما تضم السلة عدداً قليلاً من العملات في حدود ستة على الأكثر؛ وذلك حتى تتمكن الدولة من إدارتها إدارة جيدة. على الرغم من

¹ روبا دوتاغوبوتا وآخرون، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف ومتى، وبأي سرعة؟، سلسلة قضايا اقتصادية، رقم: 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص 3.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

أن أفق السياسة النقدية في هذا النظام محدود، إلا أنه يظل أوسع مما هو عليه في ظل غياب العملة الوطنية، أو في ظل نظام سعر الصرف المربوط بشدة¹.

4. المناطق المستهدفة: هي عبارة عن مقترح تقدم به Williamson يقضي بوضع نطاق مستهدف، ويحدد سعر الصرف عند مستوى معين، فتعرف المنطقة المستهدفة لسعر الصرف على أنها عبارة عن المسافة بين الحد الأعلى والحد الأدنى لسعر الصرف في حدود ($\pm 10\%$)، وتسعى المصارف المركزية لتقييد تقلبات سعر الصرف بداخلها، أي تتم عملية تعويم لسعر الصرف داخل النطاق المحدد، ولا يتدخل المصرف المركزي إلا في حالة خروج سعر الصرف عن ذلك النطاق. عند تطبيق المنطقة المستهدفة بمصادقية، فإن المصرف المركزي يلتزم مقدماً ببيع احتياطي الصرف الأجنبي لكي يحافظ على سعر الصرف المحدد إذا وصل هذا الأخير عند الحد الأعلى أو أقل منه قليلاً، كما يقوم بشراء احتياطي الصرف الأجنبي عند بلوغ سعر الصرف الحد الأدنى أو أعلى منه قليلاً².

ثانياً: إيجابيات أنظمة سعر الصرف الوسيطة

لأنظمة الصرف الوسيطة عدة إيجابيات نوجزها في ما يلي:

✓ تسمح المرونة المحدودة بالامتصاص الجزئي للصدمات³، فالحفاظ على درجة من المرونة في سعر الصرف يساهم في تعديل الأسعار بسبب الدور الذي يلعبه في تثبيت التغيرات الاسمية، كما أن نظم الصرف الوسيطة تسمح لسعر الصرف أن يعدل التغيرات المؤقتة في الأسعار النسبية والمحافظة على درجة من الاستقلال النقدي. لكن بالمقارنة مع أنظمة الصرف المرنة، فإن أنظمة الصرف الوسيطة تساهم في تقليص التقلبات في سعر الصرف الاسمي، ويلعب دور مهم في استهداف الأسعار الداخلية؛

✓ يرى Williamson أن الأنظمة الوسيطة هي الخيار الملائم، حيث تسمح بالتقليل من أثر تقلبات سعر الصرف على التبادل التجاري، ومن ثم تزداد التجارة البنية وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية⁴.

¹ Jeffrey A. Frankel, *Op-Cit*, p 4.

² Atish R. Ghosh & al, *Exchange Rate Regimes (Choices and Consequences)*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, Massachusetts, London, England 2002, p 41.

³ Fahrettin Yagci, *Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries*, The World Bank, Africa Region Working Paper Series N°16, April 2001, p 4.

⁴ John Williamson, *Designing a middle way between fixed and flexible exchange rates*, Paper presented to a conference on "Monetary and Exchange Rate Policies: Options for Egypt", Egyptian Center for Economic Studies, Cairo, Egypt, November 19-20, 2000, p 12.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

- ✓ تحقيق استقرار نسبي في معدلات التضخم المحلية مقارنة بتطبيق نظام سعر الصرف الثابت، حتى ولو كانت وضعية التضخم غير مستقرة على مستوى اقتصاديات الدول الشريكة¹.
- ✓ في ظل الأنظمة الوسيطة لا يحتاج المصرف المركزي لحجم كبير من احتياطات النقد الأجنبي وذلك لوجود مجال أوسع يتحرك فيه سعر الصرف، وبالتالي منح حرية أكبر للسياسة النقدية لاستهداف متغيرات نقدية أو حقيقية أخرى غير تلك المتعلقة بسعر الصرف.

ثالثا: سلبيات أنظمة سعر الصرف الوسيطة

حتى تتحقق الاستفادة القصوى من مزايا الأنظمة الوسيطة فإن ذلك مرهون بمدى التسيير الجيد لهوامش تقلب سعر الصرف المحددة من طرف السلطة النقدية للدولة. ويمكن إبراز أهم السلبيات المتعلقة بالأنظمة الوسيطة في ما يلي²:

- ✓ عدم اتسام النظم الوسيطة بالشفافية، وذلك يسمح للحكومات اتباع سياسات أقل استنارة، مثل محاولة الدفاع عن السعر الثابت لأسباب فات أوانها تاريخيا بدون أن تخضع سياساتها للفحص أو على الأقل أن تحدث أزمة؛

✓ على الرغم من تميز النظام الوسيط بأكثر مرونة مقارنة بالنظام الثابت، إلا أن ذلك لا يسمح دائماً بمواجهة الصدمات الناتجة عن التقلب القوي في تدفقات رؤوس الأموال واتجاهات الأسواق، ففي حالة الصدمات القوية يتم توسيع مجال سعر الصرف حتى يصل إلى مرحلة التخلي عن النظام لصالح التعويم الكامل، وهذا ما أكدته تجارب أزمات الصرف في بعض الدول مثل اندونيسيا، روسيا وتركيا؛

مما سبق يمكن تلخيص مختلف صيغ سعر الصرف المعتمدة من قبل الدول في الجدول التالي المأخوذ من تقرير الصندوق النقدي الدولي لسنة 2019، والذي يضم تسعة أنظمة رئيسية لسعر الصرف، والباقي يضم أنظمة أخرى، كما يوضح الجدول نسبة الدول الأعضاء المطبقة لكل صيغة.

1 Jouini, A. **Régime de change et croissance économique: Théories et essai de validation empirique**, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis, Membre de l'IFGT (Unité de recherche), (n.d.) p p 10-15.

² نزالي سامية، مرجع سبق ذكره، ص 98.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الجدول رقم (1-2): نظم أسعار الصرف الحالية

Exchange Rate Arrangement	2011 ²	2012 ²	2013	2014	2015	2016 ³	2017	2018	2019
Hard peg	13.2	13.2	13.1	13.1	12.6	13.0	12.5	12.5	12.5
No separate legal tender	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	7.3	6.8	6.8	6.8
Currency board	6.3	6.3	6.3	6.3	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
Soft peg	43.2	39.5	42.9	43.5	47.1	39.6	42.2	46.4	46.4
Conventional peg	22.6	22.6	23.6	23.0	23.0	22.9	22.4	22.4	21.9
Stabilized arrangement	12.1	8.4	9.9	11.0	11.5	9.4	12.5	14.1	13.0
Crawling peg	1.6	1.6	1.0	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Crawl-like arrangement	6.3	6.3	7.9	7.9	10.5	5.2	5.2	7.8	9.4
Pegged exchange rate within horizontal bands	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Floating	34.7	34.7	34.0	34.0	35.1	37.0	35.9	34.4	34.4
Floating	18.9	18.4	18.3	18.8	19.4	20.8	19.8	18.2	18.2
Free floating	15.8	16.3	15.7	15.2	15.7	16.1	16.1	16.1	16.1
Residual									
Other managed arrangements	8.9	12.6	9.9	9.4	5.2	10.4	9.4	6.8	6.8

Source: International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2019, p 9.

من الجدول أعلاه أتضح لنا أن تطور أنظمة الصرف المتبعة من طرف الدول الأعضاء في الصندوق النقدي الدولي عرف استقرار نسبي خلال التسع سنوات المبينة في الجدول أعلاه، حيث شهدت أنظمة الصرف الثابت انخفاضاً طفيفاً ما بين 2011 و2019، في حين عرف متبعي أنظمة الصرف الوسيطة ارتفاعاً بنسبة 3.2% بين بداية الفترة المبينة في الجدول ونهايتها، وتجدر الإشارة إلى أن هذا النظام يحوز على أعلى نسبة كونه يجمع بين المزايا المرتبطة بالنظام الثابت وتلك المتعلقة بالنظام العائم، حيث عرف هذا الأخير استقراراً نسبياً، فقد مثل 34.7% في سنة 2011 ليختتم سنة 2019 بانخفاض جد طفيف حيث سجل 34.4%. بينما سجلت الأنظمة الأخرى غير تلك التي تم الطرح إليها سابقاً ما معدله 8.9%، مع تسجيل تذبذب كبير في نسبة الدول التي تتبعه من سنة إلى أخرى، ليستقر خلال آخر سنتين (2018-2019) في حدود 6.8%.

في ختام هذا المطلب لا بد من الإشارة إلى أن أنظمة سعر الصرف المختلفة التي يمكن الاختيار بينها قد يطرح العديد من التساؤل حول كيفية القيام بهذا الاختيار، فهناك العديد من الآراء حيث لا يوجد اجماع بين الاقتصاديين وصناع القرار على نظام واحد أمثل وصالح لكل الدول وفي كل الظروف التي يمكن أن تمر بها هذه الأخيرة، لذا وجب علينا معرفة أهم المحددات التي على أساسها يمكن للدولة أن تختار نظاماً لسعر صرفها، وهذا ما سنتناوله في المطلب الموالي.

المطلب الثالث: محددات اختيار نظام الصرف الملائم

ان اختيار نظام الصرف كان موضوع اهتمام العديد من الاقتصاديين وأصحاب القرار، قبل انهيار نظام بريتون وودز وبعد انهياره وما تبعه من اعتماد التعديل الثاني لمواد اتفاقية الصندوق النقدي الدولي، التي أعطت حرية أكبر للدول في اختيار نظام الصرف الذي يتلاءم وخصوصيتها، وهذا الاختيار يمكن ربطه

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

يهيكل الاقتصاد وبطبيعة الصدمات التي يتعرض لها، كما توجد هناك العديد من العوامل الأخرى التي تؤخذ بعين الاعتبار عند المفاضلة بين مختلف أنظمة أسعار الصرف، ولهذا جاء هذا المطلب لدراسة أهم محددات اختيار نظام الصرف الملائم.

الفرع الأول: إشكالية الثلاثية المستحيلة ومناطق العملة المثلى

عرف موضوع اختيار أفضل نظام لسعر الصرف الاهتمام به منذ ستينيات وسبعينيات القرن الماضي انطلاقاً من اعتماد (Mundell- Fleming) على محددتين هامتين لاختيار نظام الصرف، وهما: الثلاثية المستحيلة، ومنطقة العملة المثلى.

أولاً: إشكالية الثلاثية المستحيلة (The Impossible Trinity)

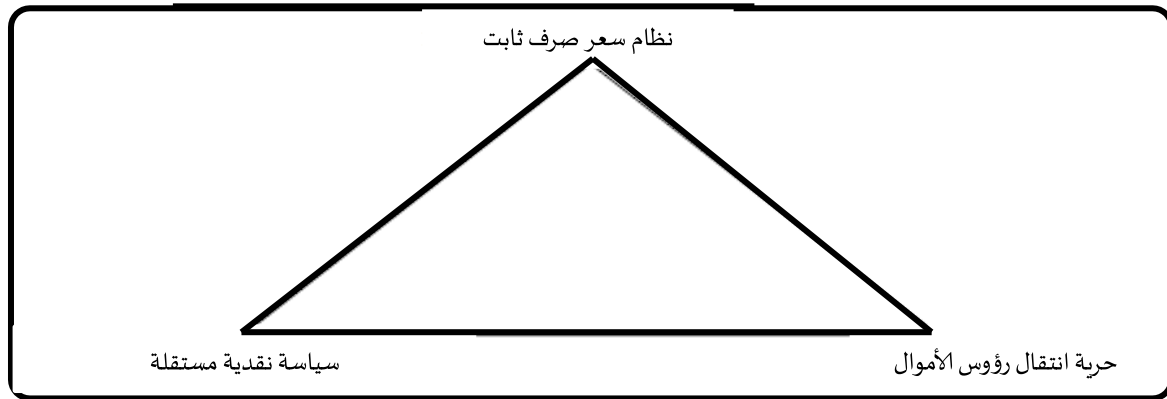
حسب Mundell فإن هناك إشكالية تفرض على الدول خيارين من بين الخيارات الثلاثة المتاحة لها (تحرير تدفقات رؤوس الأموال، تثبيت سعر الصرف، استقلالية السياسة النقدية) مع التضحية بالخيار الثالث، ويمكن تبين ذلك في ما يلي¹:

✓ يمكن الجمع بين استقرار سعر الصرف وحركة رأس المال الحرة من خلال اعتماد سعر صرف ثابت بشكل دائم ولكن يجب التخلي عن الاستقلال النقدي؛

✓ يمكن الجمع بين الاستقلال النقدي وحركة رأس المال الحرة من خلال اعتماد سعر صرف عائم ولكن يجب أن يتنازل عن استقرار سعر الصرف؛

✓ استقرار سعر الصرف والاستقلال النقدي يمكن تحقيقهما، لكن يجب التضحية بحرية حركة رأس المال، بالاعتماد على سعر الصرف الثابت والاستقلال النقدي مع غلق حساب رأس المال؛ ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-7): الثلاثية المستحيلة لـ Mundell



Source: Goh Soo Khoo, Op-Cit, p 3.

¹ Goh Soo Khoo, *Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia*, Published in: CenPRIS Working Paper Series, Volume 9, Number 109, August 2009, p p 2-3. <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/18094/>

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

يعبر الشكل أعلاه والممثل في مثلث عن الاقتصاديات المفتوحة، حيث تمثل زوايا المثلث أو رؤوسه مجتمعةً الأهداف الاقتصادية الكلية المرغوبة، غير أنه أي زوج من هذه الأهداف قابل للتحقيق دون الهدف الثالث، وذلك كما تم توضيحه سابقاً.

ثانياً: مناطق العملة المثلى

تقوم على أساس اعتماد عملة موحدة لمجموعة من الدول، أو تقوم هذه الدول بتحديد أسعار صرف ثابتة بين عملاتها حتى تكون وكأنها عملة واحدة. وقد حدد Mundell مجموعة من الشروط اللازم توافرها لضمان نجاح منطقة العملة، من بينها: قابلية عوامل الإنتاج على الانتقال بين دول الاتحاد، درجة انفتاح الاقتصاد، معدل التبادل التجاري بين دول المنطقة، مستوى وتشابه التنوع في القواعد الإنتاجية، التشابه في معدلات التضخم ومرونة الأجور ودرجة الاتساق بين السياسات الاقتصادية لدول الاتحاد النقدي¹. أضاف Ronald MacKinnon معيار التبادل التجاري كأحد المعايير الأساسية لقيام منطقة عملة مثلى واشترط كثرته بين الدول التي تشكل منطقة عملة مثلى². كما أدرج Peter B. Kenen معيار تنوع الإنتاج والصادرات كواحد من أهم الشروط اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى والاستفادة من ثبات سعر الصرف، حيث توصل إلى أن التنوع الكبير لاقتصاديات دول الإقليم يؤدي إلى التقليل من صدمات عدم التماثل التي تتعرض لها هذه الدول، والتي تحتاج معالجتها للتغيرات في أسعار الصرف³.

الفرع الثاني: الصفات الهيكلية وطبيعة الصدمات الاقتصادية

هناك العديد من العوامل التي يحصيها التحليل الاقتصادي وتؤخذ بعين الاعتبار عند اختيار نظام سعر الصرف، خاصةً تلك المرتبطة بالصفات الهيكلية وطبيعة الصدمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد وحساسيته لمواجهتها، تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد إجماع تام على العوامل والأسس التي تؤدي بالبلد إلى اعتماد نظام للصرف دون الآخر بطريقة مؤكدة، حيث يبقى الأمر نسبي إلى حدٍ ما.

أولاً: الصفات الهيكلية

اعتمدت الدراسات التي عالجت موضوع منطقة العملة المثلى المتطرق إليها في الفرع الأول على الصفات الهيكلية للاقتصاد، حيث اعتنت بذكر حركية عوامل الإنتاج، درجة التكامل التجاري وتنوع

¹ ماجدة مدوخ، النظام النقدي الأوروبي، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، الجزائر، العدد 03، 2008، ص ص 2-3.

² Ronald I. McKinnon, **Optimum Currency Areas**, The American Economic Review, Volume 53, Number 4, Sep 1963, p p 717-725.

³ Kenen, Peter, **The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View**, Monetary problems of the international economy, Univ. of Chicago Press, ISBN 0-226-55065-6., Chicago, 1969, p. 41-60.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الإنتاج، وعلى هذا الأساس يمكن القول بأن الصفات الهيكلية للاقتصاد يمكن أن تعمل على توجيه الدول نحو نظام صرف معين، وذلك على النحو التالي:

تعود مرونة سعر الصرف بمنافع على الاقتصاديات غير المتنوعة المعتمدة على الموارد أقل، كما أن تغيرات سعر الصرف لا تُحدث سوى أثر طفيف في المراكز الخارجية والنمو عندما يكون تحويل الإنتاج بين السلع التجارية وغير التجارية محدوداً. وعلى العكس من ذلك، ينطوي هيكل الصادرات غير المتنوعة على احتمال تقلب عائدات التصدير وربما تذبذبه مع أسعار السلع الأولية الدولية، مما يؤدي في ظل نظام سعر الصرف المرن، إلى تذبذبات كبيرة في سعر الصرف. وفي مرحلة صعود دورة أسعار السلع الأولية، سيؤدي ذلك إلى حدوث ارتفاع كبير في سعر الصرف، فيعطل جهود البلدان الرامية إلى تحقيق التنوع الاقتصادي، وقد يشير إلى إنفاق الأرباح غير المتوقعة من صادرات السلع الأولية بدلا من استثمارها في الخارج من أجل الأجيال القادمة¹.

ثانياً: طبيعة الصدمات الاقتصادية

لقد أدخلت الأدبيات المعاصرة لمناطق العملة المثلى معيار الصدمات التي تواجه الاقتصاد عند اتخاذ القرار حول البدائل الممكنة لنظم إدارة سعر الصرف. ووفقاً لهذا المعيار فإن نظام الصرف الملائم هو الذي يسمح بتخفيض تكلفة الناتج (مُقاسة بإجمالي الناتج المحلي) للتأقلم مع الصدمات الخارجية، أو بعبارة أخرى هو النظام الذي يستهدف تحقيق الاستقرار في الناتج². وتنقسم الصدمات من حيث مصدرها إلى صدمات داخلية وصدمات خارجية، ويمكن تقسيم الصدمات الداخلية حسب طبيعتها إلى نوعين صدمات نقدية والتي تتعلق بمستوى عرض أو الطلب على النقود، وصدمات حقيقية وهي تلك الصدمات الناتجة عن تذبذبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية الحقيقية في مقدمتها الناتج المحلي الإجمالي.

يفضل انتهاز نظام سعر الصرف الثابت إذا كان الاقتصاد أكثر عرضة للصدمات الداخلية منها إلى الصدمات الخارجية، أما إذا كان أغلب مصادر الصدمات خارجياً كتحويل الطلب الأجنبي على السلع الوطنية أو تدهور شروط التبادل التجاري، وارتفاع أسعار الفائدة الخارجية ...، يفضل في هذه الحالة اتباع نظام صرف مرن أو زاحف بغرض امتصاص هذه الصدمات الخارجية³.

¹ هارالد فينغر وآخرون، نحو آفاق جديدة: التحول الاقتصادي العربي في غمار التحول السياسي، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2014، ص 37.

² جيبلي عبد العلي، كارمارنكو فيتالي، اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، صندوق النقد الدولي، 2003، ص 3.

³ Lucio Sarno & al, *Op-Cit*, p 780.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الفرع الثالث: معايير أخرى لاختيار نظام الصرف الملائم

من خلال ما سبق ذكره فإن لكلا نظامي الصرف الثابتة والمرنة مزايا وعيوب تعكس مدى قدرة الاقتصاد المتبع لها تفادي الصدمات الداخلية والخارجية، وإضافةً إلى المعايير التي تطرقنا إليها سابقاً، هناك عدة معايير أخرى تعتمد عليها الدول في اختيار نظام الصرف الأمثل، ولعل أهمها ما يلي:

أولاً: هجمات المضاربة

قد تتعرض الدول التي تتبع نظام صرف ثابت إلى هجمات مضاربة على عملتها خاصةً عند قيامها بإجراءات من شأنها التشكيك في قوة العملة مستقبلاً، كقيام المصرف المركزي بإصدار نقدي في ظل التمويل غير التقليدي، ذلك سيدفع بالمتعاملين في سوق الصرف الأجنبي إلى بيع العملة المحلية بكميات كبيرة، ما يدفع بالمصرف المركزي إلى التدخل في سوق الصرف كمشتري للعملة المحلية مقابل عرض العملات الأجنبية، لكن وفي ظل الطلب الكبير على العملات الأجنبية من طرف الأعوان الاقتصاديين، وعند وصول الاحتياطيات من الصرف الأجنبي إلى أدنى مستوى لها أو انتهاءها، فإن أمام المصرف المركزي حلين إما أن يرفع من معدلات الفائدة المحلية لإيقاف استنزاف العملة الصعبة وإعادة توجيه حركة رؤوس الأموال نحو الداخل، أو أنه يوقف دفاعه عن العملة ويتبع نظام الصرف العائم¹.

ثانياً: مستوى التطور المالي

كلما زادت درجة التطور المالي أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظم الصرف المرنة نظراً لقدرة أسواق الصرف والأسواق المالية وعمقها بالقدر الكافي لتكون قادرةً على امتصاص الصدمات بدون إحداث تغيرات كبيرة في سعر الصرف، بالإضافة إلى توفر الأدوات المالية المناسبة للتغطية من خطر الصرف الناتج عن تقلبات سعر الصرف. أما في الحالة المعاكسة فمن الأفضل تبني نظام الصرف الثابت، من أجل تجنب الآثار المزعزعة لعدم استقرار سعر الصرف على أداء الاقتصاد الكلي².

ثالثاً: درجة تكامل سوق رأس المال المحلي مع أسواق المال الدولية

يقاس تكامل سوق رأس المال المحلي مع الأسواق المالية الدولية من خلال احتساب نسبة الأصول المالية الأجنبية التي تحتفظ بها المصارف إلى العرض النقدي المحلي، حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعةً كان نظام التعويم أفضل، كون التغيرات في أسعار الصرف تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ومن ثم تساعد على تصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات التي قد تقع في الحساب الجاري، في ما ينصح

¹ بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2015-2016، ص ص 140-141.

² مارك ستون وآخرون، أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2008، ص 42.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

باتباع نظام الصرف الثابت إذا تمتع هذا الاقتصاد بانخفاض في درجة تكامل رأس المال المحلي مع الأسواق المالية الدولية¹.

رابعاً: احتياطي الصرف الأجنبي

كلما كان البلد يتوفر على حجم كاف من احتياطي الصرف الأجنبي، كلما ساعده ذلك على اعتماد نظام سعر الصرف الثابت، لأن السعة المالية ستوفر له إمكانية المحافظة على هذا النظام واستمراره. وقد يزود تراكم الاحتياطيات البلدان المشكلة له بحاجز واق أو تأمين ذاتي أكبر لمواجهة الصدمات الخارجية، إلا أن هذا الطرح وبعد الأزمة الآسيوية، قلت أهميته في مواجهة التقلبات الدورية في أعقاب هجمات المضاربة على البلدان المعرضة لعملاتها لتقلبات الأسعار².

خامساً: الاندماج الإقليمي

يسمح تكتل مجموعة من الدول في إطار اتحاد نقدي بالحد من تغيرات أسعار صرف البلدان الأعضاء فيه من خلال تثبيتها، حتى لا تؤثر سلبيًا على المبادلات التجارية بينها. وخير مثال على ذلك تحول دول النظام النقدي الأوروبي المنشأ عام 1979 نحو الاتحاد الاقتصادي والنقدي وتبني اليورو عملة موحدة سنة 1999.

المبحث الثالث: آليات انتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية لسعر الصرف

من أجل تحديد ومعرفة آليات انتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية إلى سعر الصرف، واستنادًا إلى الدراسات السابقة سألنا الذكر، وحتى نتمكن من الإلمام بالموضوع ارتأينا معالجته من عدة نواحي، والتي سيتم التطرق إليها في هذا المبحث، حيث يمكن تفسير العلاقة بين المتغيرين في إطار مختلف النظريات المفسرة لسعر الصرف خاصة منها نظرية تعادل القوة الشرائية ونظرية تعادل أسعار الفائدة؛ كما يمكن تفسير ذات العلاقة في إطار مختلف النماذج التي وضعها الاقتصاديون والتي سيتم التطرق إليها بالتفصيل خلال المطلب الثاني من هذا المبحث، وفي الأخير ذهب العديد من صناع القرار إلى اعتبار اتباع الأدوات النقدية غير التقليدية من طرف الدول المتقدمة فعلاً متعمداً وينطوي تحت مسمى حرب العملات، والتي سيتم تناولها في المطلب الثالث.

المطلب الأول: النظريات المفسرة لتقلبات سعر الصرف

إن تنوع الاقتصاد بمختلف مجالاته ومكوناته وتباينها من بلد لآخر، كان السبب الرئيسي لظهور عدة نظريات تفسر وتحدد سلوك سعر الصرف بما يناسب مقومات كل عملة وخصوصيات كل علاقة

¹ بنين بغداد، مرجع سبق ذكره، ص 141.

² الأمم المتحدة، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، دراسة الحالة الاقتصادية والاجتماعية في العالم 2008: التغلب على انعدام الأمن الاقتصادي، نيويورك، 2008، ص: 12. متاح على الموقع:

https://www.un.org/en/development/desa/policy/wess/wess_archive/2008wess_overview_ar.pdf

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

سواءً كانت ثنائية بين عملتين، أو أكثر من ذلك. فمن هذه النظريات ما ركز على الجانب النقدي والتي تمثل اهتمامنا في هذا البحث، ومنها من تُرجع التغيير في سعر الصرف إلى عوامل أخرى كرصيد ميزان المدفوعات، والنتائج المحلي الإجمالي، ...، وفي هذا المطلب سيتم التطرق بالتفصيل لمختلف هذه النظريات مع التركيز على تلك المرتبطة بالجانب النقدي، ونقصد هنا مجال تدخل السلطات النقدية بسياساتها النقدية سواء التقليدية أو غير التقليدية.

الفرع الأول: نظرية تعادل القوة الشرائية

اعتمدت العديد من الدراسات السابقة التي تم التطرق إليها في تفسير العلاقة بين أداة التيسير الكمي كسياسة نقدية غير تقليدية وسعر الصرف على نظرية تعادل القدرة الشرائية، على غرار دراسة Michel Dupuy، ودراسة محمد بوطبة وأحمد طويل، ويعتبر هذا الربط منطقي كون أداة التيسير الكمي تعمل على ضخ كم هائل من السيولة في الاقتصاد، والذي من شأنه التأثير على معدلات التضخم الذي يعتبر أساس نظرية تعادل القدرة الشرائية (PPP Purchasing power parity theory).

تعود نشأة نظرية تعادل القوة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي Gustav CASSEL، وذلك بعد انهيار قاعدة الذهب التي كانت تضبط العلاقة بين مختلف العملات، وكان ذلك سنة 1922 عندما أصدر كتابه بعنوان: النقود وأسعار الصرف بعد عام 1914، وتعتبر هذه النظرية تطويراً وامتداداً لكتابات كل من Wheatly و Ricardo في أوائل سنة 1800¹، ولما اعتبره Ricardo في مقولته المشهورة "قيمة النقود هي نفسها في كل مكان"، ويرى CASSEL أنه يجب أن نشترى نفس السلة من السلع في أي دولة مقابل نفس المقدار من العملة، وبالتالي قيمة العملة تقدر بقيمة ما تستطيع شراؤه، ومن هنا يمكن القول أن سعر أي عملة يتحدد وفقاً للقوة الشرائية لهذه العملة في السوق المحليّة مقارنة بقوتها الشرائية الخارجية. أي أن العلاقة بين عملة دولة معينة وعملة أي دولة أخرى تتحدد تبعاً للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كلّ من الدولتين².

أولاً: صور نظرية تعادل القوة الشرائية

يمكن توضيح نظرية تعادل القوة الشرائية بالتمييز بين صورتين مختلفتين لها، هما: الصورة المطلقة، والصورة النسبية.

1. مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق (Absolute purchasing power parity (APPP)): ويعتمد هذا المبدأ على ما يسمى بـ (قانون السعر الواحد Law Of One Price)، وفكرته أن التدفق الحر

¹ Nelson C. Mark, *International Macroeconomics and Finance: Theory and Empirical Methods*, Forthcoming, Blackwell Publishers, December 2000, p 80.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 43، بتصرف.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

للتجارة الدولية سيؤدي إلى تساوي أسعار السلع في مختلف مناطق العالم، وإلا كان هناك فرصة للمراجعة التي يمكن استغلالها من قبل المضاربين.

أي بعبارة أخرى: فحسب هذا المبدأ فإن هناك ميل لتساوي سعر أي سلعة أينما وجدت في العالم إذا ما قيس سعرها بالعملة نفسها. ومن ثم يتحدد سعر الصرف باستخراج النسبة بين مؤشرات الأسعار (الأرقام القياسية للأسعار) في البلدان المختلفة، ويكون سعر صرف أي عملتين يساوي النسبة بين مؤشري الأسعار في بلدي العملتين¹. ويتحدد وفق الصيغة التالية:

$$E = \frac{P}{P^*} \dots \dots \dots (2.4)$$

حيث: E: سعر صرف العملة الأجنبية بدلالة العملة المحلية، P: الرقم القياسي للأسعار في الدولة المحلية، P*: الرقم القياسي للأسعار في الدولة الأجنبية.

يعتبر مؤشر (Big Mac Index) الذي تصدره مجلة (The Economist) تطبيقاً لمبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق، والذي يستخدم لمعرفة إذا ما كانت العملات مقيمة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية. بحسب نظرية تعادل القوة الشرائية يجب أن يكون سعر وجبة Big Mac هو نفسه في جميع الدول عندما يتم تحويل العملات المحلية إلى الدولار الأمريكي².

2. مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي ((Relative Purchasing Power Parity (RPPP))³: ويعني أن سعر الصرف بين عملتين يجب أن يتعدل ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين البلدين، ويستخدم هنا التغير في مستوى الأسعار وليس مستويات الأسعار نفسها. وبالتالي من الضروري هنا حساب مستويات التضخم، والفرق في مستويات التضخم بين فترتين يجب أن يساوي التغير في سعر صرف العملتين خلال الفترة نفسها.

يمكننا من المعادلة (2.4) التعبير عن مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي:

$$E = bX \frac{P}{P^*} \dots \dots \dots (2.5)$$

حيث: b ثابت ويعكس العوامل التي تمنع مبدأ تعادل القوة الشرائية في صيغته المطلقة من التطبيق، أي يمكن أن يكون مقياساً لتكاليف النقل والشحن... إلخ؛ وبما أن (b) ثابت، فإن معدل التغير في سعر الصرف بين العملتين يساوي الفرق بين معدل التغير في مستويات الأسعار في كلا الدولتين، وعليه يمكن تفسير الصيغة النسبية لمبدأ (PPP) كما يلي:

$$\frac{dE}{E} = \frac{dP}{P} - \frac{dP^*}{P^*} \dots \dots \dots (2.6)$$

¹ سليمان موصلي وعدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012-2013، ص 102.

² المرجع نفسه، ص ص 165-166.

³ المرجع نفسه، ص ص 166-167.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

تعكس المعادلة (2.6) الاعتقاد السائد أن الارتفاع في مستوى الأسعار المحلية بسرعة أكبر من مستوى الأسعار الأجنبية سيؤدي إلى انخفاض سعر الصرف (سيرتفع والعكس صحيح).

وبما أن تعادل القوة الشرائية النسبي يربط بين التغير النسبي في سعر الصرف الفوري لعملة معينة والتباين في معدل التضخم بين الدول خلال فترة زمنية معينة، فإنه بإمكاننا كتابة المعادلة (2.6) بشكل آخر:

$$\frac{E_t}{E_0} = \frac{(1+I_d)}{(1+I_f)} \dots \dots (2.7)$$

حيث:

E_0 و E_t : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t وفي الزمن 0 على التوالي؛

I_d و I_f : معدل التغير في التضخم المحلي والأجنبي على التوالي، بين الفترتين (t و 0).

حسب هذه النظرية فإن العملة ذات معدل التضخم الأعلى يتوقع أن تنخفض قيمتها في المستقبل بالمقارنة مع العملة ذات معدل التضخم المنخفض. وهكذا أصبحت نظرية (PPP) في شكلها النسبي أكثر قبولاً من سابقتها، غير أن ذلك لم يمنع من وجود بعض أوجه القصور فيها.

ثانياً: الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية

رغم فعالية نظرية تعادل القوة الشرائية في إعطاء تفسير صحيح إلى حد ما لتحركات أسعار الصرف خصوصاً على المدى الطويل، إلا أنها تعاني من بعض الانتقادات التي تؤكد وجود قصور في مصداقية تفسيرها لسلوك سعر الصرف، والتي بينها كلاً من Paul Samuelson و Bela Balassa سنة 1964، ولعل أهم تلك الانتقادات ما يلي¹:

✓ عدم الأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل والمعاملات، وحتى الرسوم الجمركية التي تدخل في تحديد سعر المنتج المتاجر به دولياً، مما يعني عدم تطابق سعر المنتج بين البلدين باعتبار سعر الصرف بينهما، وبقاء الاختلاف في أسعار المنتج الواحد واردة بين الدول؛

¹ لتفاصيل أكثر، يمكن الاطلاع على:

— Paul A. Samuelson, **Theoretical Notes on Trade Problems**, The Review of Economics and Statistics, Volume 46, Number 2, May, 1964, pp. 145-154.

— Bela Balassa, **The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal**, Journal of Political Economy, Volume 72, Number 6, Dec., 1964, pp. 584-596.

— عبد المطلب عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-50.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

✓ إهمال النظرية لعوامل أخرى تؤثر في تحديد أسعار الصرف كأسعار الفائدة المطبقة في مختلف الدول، والتي تؤثر على حركة رؤوس الأموال، بالإضافة إلى مستويات الدخل التي تؤثر على الطلب على العملات الأجنبية؛

✓ عدم بروز العديد من السلع والخدمات القابلة للمتاجرة دولياً كبداية تامة، مما يزيد من احتمال بقاء الاختلاف في أسعار السلعة أو الخدمة الواحدة بين الدول، فعلى سبيل المثال يفضل بعض المستهلكين الجبن السويسري في حين يفضل آخرون الجبن الفرنسي، ومن ثم ورغم وجود اختلاف بين سعري الجبن في كلتا الدولتين، لن يكون هنالك وجود لعملية التحكيم بحكم أن المستهلكين لا يهتمون للسعر بقدر ما يهتمون بنوعية وجودة المنتج، ومن ثم فإن كمية الجبن الذي تشتريه العملة في فرنسا لن تكون هي نفس الكمية التي تشتريها العملة في سويسرا بحكم اختلاف سعره في كلا البلدين؛

✓ هنالك العديد من السلع والخدمات تختلف أسعارها بين الاقتصاديات العالمية، لكنها لا تخضع للتجارة الدولية، وبالتالي لن تكون محل عملية تحكيم تسمح بتطابق أسعارها كنتيجة لذلك ومن ثم بقاء اختلاف في أسعار بعض المنتجات نفسها بين الدول، ومن ثم تختلف سلة السلع والخدمات التي تشتريها العملة الواحدة من دولة لأخرى نظراً لاختلاف الأسعار وعدم تطابقها؛

✓ تفترض النظرية أن مستوى الأسعار هو المتغير المستقل، وأن سعر الصرف هو المتغير التابع؛ إلا أنه يمكن للأسعار أن تتغير نتيجة للتغيرات في سعر الصرف، وليست سبباً له كما تفسره النظرية¹؛

✓ تركز هذه النظرية في تفسيرها لتغيرات سعر الصرف على ما تخلقه حركة السلع والخدمات على المستوى الدولي من عرض وطلب للعملات الأجنبية، في حين أنها تتجاهل تأثير طلب وعرض العملات الأجنبية الخاص بتداول الأصول المالية، والذي يتجاوز في اليوم الواحد 5 ترليون دولار، وهو ما يزيد عن قيمة شهر كامل من طلب وعرض العملات الأجنبية لأغراض التجارة العالمية للسلع والخدمات، فعلى سبيل المثال إذا قرر المستثمرون أن الأصول الأمريكية هي رهان أفضل من الأصول اليابانية، فسوف ترتفع قيمة الدولار الأمريكي، حتى لو كان معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية أعلى بكثير من معدل التضخم في اليابان².

مما سبق ذكره، وبالرغم من مختلف الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية ترى دراستنا أن نظرية تعادل القوة الشرائية تعتبر سبباً مهماً في تفسير العلاقة في المدى الطويل بين سعر الصرف والسياسة النقدية غير التقليدية، خاصة أداة التيسير الكمي التي تعمل على ضخ كم هائل من

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 120.

² William J. Baumol & al, **Macroeconomics: principles and policy**, fourteenth edition, Cengage Learning, Boston, USA, 2020, p 378.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

السيولة، وكما هو معروف فإن العلاقة بين العرض النقدي والتضخم علاقة طردية، فتعمل السيولة الموجهة للاقتصاد الناتجة عن سياسة التيسير الكمي على رفع معدلات التضخم، والتي تعد الأساس الذي اعتمدت عليه النظرية في تفسير سلوك سعر الصرف، وحسب نظرية تعادل القوة الشرائية فإنه من المتوقع تغيير في سعر الصرف الاسمي نحو الارتفاع، ولكن يجب بدايةً معرفة تغيير معدلات التضخم في الدولة التي اتبعت سياسة التيسير الكمي من عدمه، وملاحظة إذا كان هناك تغيرات في معدلات التضخم للدول الأخرى.

الفرع الثاني: نظرية تعادل أسعار الفائدة

تم تقديم هذه النظرية من قبل John Maynard Keynes، سنة 1924 في مؤلفه A Tract on Monetary Reform¹، والتي فحواها أن أسواق الصرف لا يمكن أن تتوازن إلا إذا نتج عن ودائع مختلف العملات نفس معدل المردودية، فهي تنشئ علاقة بين الأسواق النقدية وأسواق الصرف.

على العكس من نظرية تعادل القوة الشرائية التي تعمل على تفسير تغيرات سعر الصرف على المدى الطويل تعمل نظرية تعادل أسعار الفائدة (Interest Rate Parity (IRP)) على المدى القصير، وقد تتعداه إلى المدى المتوسط، حيث يقوم المتعاملين بالترجيح بين أسعار الفائدة في الداخل وتلك الموجودة في الخارج. حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية مقارنة بتلك السائدة في العالم الخارجي سيكون دافعاً لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخارجية نحو الداخل، والذي يترتب عليه زيادة الطلب على العملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية، وبهذا يرتفع سعر صرفها².

أولاً: أشكال نظرية تعادل معدلات الفائدة

يمكن التمييز بين صيغتين لنظرية تعادل أسعار الفائدة هما: تعادل أسعار الفائدة المغطاة؛ تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة.

1. تعادل أسعار الفائدة المغطاة (Covered Interest Rate Parity (CIRP)): تنص هذه النظرية

على وجود صلة بين سعر الصرف الحاضر والآجل وبين الفروقات في أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. وتنطلق نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة من فكرة مفادها أن للمستثمر خيارين عند توظيف أمواله. ويتحقق التكافؤ في سعر الفائدة كما يلي³:

بداية سيتم تعريف المتغيرات المستخدمة في تفسير العلاقة بين معدلات الفائدة وسعر

الصرف، كما يلي:

¹ John Maynard Keynes, A Tract on Monetary Reform, Series: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume 4, Cambridge University Press, 2012.

² William J. Baumol & al, Op-Cit, p 276.

³ James Gerber, Op-Cit, p p 372-373.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

i = سعر الفائدة في البلد المحلي، i^* = سعر الفائدة الأجنبية، E = سعر الصرف الاسمي والذي يقاس بعدد الوحدات من عملة البلد المحلي مقابل كل وحدة من العملة الأجنبية، F = سعر الصرف الآجل، بحيث سعر الصرف الآجل وأسعار الفائدة لها نفس المدة حتى تاريخ الاستحقاق.

المستثمر يمكنه الاختيار بين i و i^* ، إذا افترضنا الدولار هو العملة المحلية، فإن واحد دولار المستثمر اليوم سيعود ب $(i+1)$ دولار بعد نهاية الفترة إذا تم استثماره في الداخل.

لإجراء المقارنة مع الاستثمار الأجنبي، يجب أولاً تحويل الدولار إلى العملة الأجنبية، ثم الاستثمار ويتم تحويل الأرباح في نهاية فترة الاستثمار إلى دولارات. بحيث: $\frac{1}{E} = 1\$$ عملة أجنبية. إذا تم استثمار $\frac{1}{E}$ في الخارج، في نهاية الفترة يتم استرجاع $(1 + i^*) \times \left(\frac{1}{E}\right)$ والتي تكون مقيمة بالعملة الأجنبية. حتمًا سيقوم المستثمر بإعادة تحويل المبلغ المتحصل عليه إلى دولارات نهاية فترة الاستثمار ومن أجل تفادي التقلبات التي قد تحدث في سوق الصرف (التغطية)، فإنه يبرم عقد بيع لما سيتحصل عليه من عملة أجنبية في سوق الصرف الآجل بسعر صرف F . وهنا يمكن القول بأن 1 دولار المستثمر في الخارج سيعود بما قدره $F \times (1 + i^*) \times \left(\frac{1}{E}\right)$ في الفترة القادمة.

ينص شرط تعادل أسعار الفائدة على أن المستثمرين سيكونون غير مباينين بين الاستثمارات المحلية والأجنبية (ذات المخاطر المماثلة)، مما يعني أنهم سوف يحركون أموالهم ويتسببون في تغيير أسعار الفائدة وأسعار الصرف حتى تتماثل العوائد في الحالتين:

$$1 + i = \left(\frac{1}{E}\right) (1 + i^*) F = (1 + i^*) \left(\frac{F}{E}\right) \dots \dots \dots (2.9)$$

بقسمة الطرفين على $(1 + i^*)$ نجد:

$$\frac{(1+i)}{(1+i^*)} = \frac{F}{E} \dots \dots \dots (2.10)$$

بطرح 1 من كلا الجانبين نجد:

$$\frac{(1+i)}{(1+i^*)} - 1 = \frac{F}{E} - 1 \dots \dots \dots (2.11)$$

$$\frac{(1+i)}{(1+i^*)} - \frac{(1+i^*)}{(1+i^*)} = \frac{F}{E} - \frac{E}{E} \dots \dots \dots (2.12)$$

$$\frac{(1+i) - (1+i^*)}{(1+i^*)} = \frac{F-E}{E} \dots \dots \dots (2.13)$$

$$\frac{i-i^*}{(1+i^*)} = \frac{F-E}{E} \dots \dots \dots (2.14)$$

بما أن مقام الجانب الأيسر قريب من 1 وذلك للقيم الصغيرة لـ i^* فإنه يمكن إعادة كتابة المعادلة الأخيرة:

$$i - i^* \approx \frac{(F-E)}{E} \dots \dots \dots (2.15)$$

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

هذه هي الصيغة التي تعبر عن أن هناك اختلاف بسيط بين سعر الصرف في السوق الآجل والحاضر، حيث تعبر الجهة اليمنى من الصيغة على الفرق النسبي بين السعر الحاضر و الآجل؛ إذا كان الفرق موجبا فيطلق عليه الخصم، أما إذا كان سالبا فيطلق على ذلك الفرق تسمية علاوة على العملة لأجل. كما يشير هذا التعبير إلى أنه عندما تحد حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين المراكز المالية من الاختلافات بين السعر الحاضر والسعر الآجل، فإن علاوة أو خصم عملة مقابل أخرى يكون نتيجة الفارق في أسعار الفائدة في كل مركز. كما أنه إذا كان السعر الآجل والحاضر لا يحققان المساواة فإن هناك فرصة للمراجعة يمكن استغلالها واستعادة التوازن بين مختلف المعدلات.

2. تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة (Uncovered Interest-rate Parity (UIP)): في هذه الحالة لا يبيع المستثمر ما قد يحصل عليه من عملة أجنبية مسبقاً في سوق الصرف الآجل بسعر معلوم، لكنه سينتظر حلول أجل نهاية فترة استثماره ويحول ما تحصل عليه في ذلك الأجل إلى عملة محلية بسعر الصرف الفوري السائد آن ذاك، يكون المستثمر في هذه الحالة في وضعية غير مغطاة اتجاه التقلبات التي قد تحدث في سعر صرف العملة المحلية اتجاه العملة المستثمر بها فيكون في هذه الحالة أمام وضعيتين: يمكن أن تعرف قيمة العملة المحلية تحسناً في المستقبل مقابل العملة الأجنبية، وبالتالي عملية الشراء السابقة سوف لن ترضي هذا المستثمر لأن كمية العملة المحلية التي سيشتريها بعد نهاية المدة ستقل إذا ما استبدلت بالعملات الأجنبية التي اشتراها في بداية الفترة؛ ويمكن أن يحدث العكس فتدهور قيمة العملة المحلية مستقبلاً ففي هذه الحالة تكون عملية الاستثمار السالفة الذكر مربحة، ذلك لأن كمية العملات الأجنبية المشتراة في بداية الفترة ستعطي وحدات نقدية محلية أكثر بعد نهاية فترة الاستثمار¹.

ثانياً: الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل أسعار الفائدة

يؤدي تقبل نظرية تعادل معدلات الفائدة إلى قبول فكرة أن الأسواق المالية تتميز بالمنافسة التامة والعمل بحرية وبدون قيود، لكن يظهر الواقع اختلاف عن هذه المبادئ، وذلك لما يأتي ذكره²:

✓ لا ترتبط حركة رؤوس الأموال فقط بمعدلات الفائدة، حيث لا تشكل هذه الأخيرة إلا عاملاً واحداً من العوامل المؤثرة في حركة رؤوس الأموال حتى وإن كانت هي الأهم. فالسيولة تعتبر كعامل مؤثر في استراتيجية المحكمين، إذ يمكن أن لا يدفع فارق مهم في معدل الفائدة إلى القيام بعملية تحكيم إذا لم يوفر سوق الصرف وكذا سوق الودائع قدر كافي من السيولة؛

¹ جبوري محمد وبوزيان محمد، أنظمة أسعار الصرف -تقييم واختيار-، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص ص 34-35. بتصرف.

² Michael Melvin & Stefan Norrbin, **International money and finance**, 8th ed, Elsevier Inc, Oxford, UK, 2012; p p 118-119.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

✓ إمكانية وجود حواجز على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية كحالة نظام الرقابة على الصرف؛

✓ يمكن أن تحدث المضاربة آثارًا تذبذبية، حيث زيادة هجمات المضاربة قد يؤدي إلى ارتفاع نسبة العلاوة أو الخصم بشكل غير طبيعي يختلف عما تنص عليه نظرية تعادل أسعار الفائدة.

وفي الأخير يمكننا القول بأن نظرية تعادل معدلات الفائدة تعتبر كمرجع مهم ومفيد لتفسير سلوك سعر الصرف في المدى القصير، والنتائج عن تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية كسياسة التيسير الكمي باعتباره سياسة نقدية توسعية، وما يتبعها من انخفاض في معدلات الفائدة، خاصةً منها متوسطة وطويلة الأجل، كون سياسة التيسير الكمي وكما سبق الإشارة إليه تستهدف شراء الأوراق المالية ذات آجال متوسطة وطويلة.

كما تعمل نظرية تعادل معدلات الفائدة على تفسير العلاقة بين سعر الصرف وأداتي معدلات الفائدة المصرفية والسالبة اللتان تعتبران أداتين غير تقليديتين للسياسة النقدية، وذلك في المدى القصير، وهذا من خلال الترجيح بين معدلات الفائدة لمختلف الاقتصاديات بالطريقة السالف ذكرها.

الفرع الثالث: نظريات أخرى لتحديد سعر الصرف

سنتطرق في هذا الفرع إلى بعض النظريات الأخرى المفسرة لسعر الصرف، وسيتم ترتيبها بحسب علاقتها بالسياسة النقدية من عدمه، وهي: النظرية الكمية للنقود، نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية، نظرية الإنتاجية، ونظرية الأرصد، وفي الأخير نظرية كفاءة الأسواق.

أولاً: النظرية الكمية للنقود في تحديد سعر الصرف

تقوم هذه النظرية على افتراض أساسي أن أي تغيير في كمية النقود المعروضة سيحدث تغييراً بنفس الاتجاه في المستوى العام للأسعار، وهذا سيؤثر على تحديد سعر صرف العملة، وبالتالي ارتفاع تكلفة الصادرات مما يجعلها غير قادرة على منافسة نظرائها من سلع وخدمات الدول الأخرى، الشيء الذي ينتج عنه تباين واضح في التبادل الدولي، واقبال المقيمين على اقتناء هذه السلع من الخارج، وهذا يعني زيادة الطلب على العملة الأجنبية، وبالتالي تدهور سعر صرف العملة الوطنية. ويحدث العكس تمامًا في حالة نقص كمية النقود، وانخفاض سرعة تداولها، إذ تقل تكلفة الصادرات فيزداد الطلب عليها فتزيد قيمة العملة الوطنية؛ ونظرًا للتأثير المباشر للتغيرات في كمية النقود على سعر صرف العملة، وجب العمل على إزالة الفجوات التضخمية أو اتخاذ نماذج من شأنها تحديد سعر صرف حالي، كنموذج M.L MUSSA المبني على أساس توقع العرض الآجل للنقود والطلب الآجل عليها¹. وجهت لهذه النظرية العديد من الانتقادات أهمها²:

¹ لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 131، بتصرف.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 55.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

- ✓ أن الزيادة في عرض النقود تترجم فقط في زيادة الطلب على النقود ولا تؤثر على المستوى العام للأسعار وذلك في حالة الكساد، وعندما يكون الاقتصاد في مصيدة السيولة، ؛
- ✓ تجاهلت النظرية آثار أسعار الفائدة على المستوى العام للأسعار؛
- ✓ لم تبين النظرية أسباب التغيرات التي تطرأ على قيمة النقود والقوى التي تحكم ذلك؛
- ✓ يمكن أن تتغير الأسعار تبعاً لمتغيرات أخرى ولا يرتبط تغيرها فقط وفق تغير كمية النقود المعروضة كما افترضت النظرية؛
- ✓ اهملت النظرية وظائف النقود الأخرى واهتمت فقط بوظيفة النقود كوسيط للتبادل.

يمكننا القول بأن العلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف في إطار النظرية الكمية للنقود هي علاقة مباشرة، ويمكن تفسير تأثيرها في الاتجاهين، وأما عن كيفية التأثير فهو نفسه تقريباً كما تم ذكره سابقاً في العلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف في إطار نظرية تعادل القوة الشرائية.

ثانياً: نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية في تفسير سعر الصرف

إن سعر الصرف يتغير عند حدوث تغيرات طارئة في الأسواق المالية، وما تمتلكه الدولة من أصول مالية مقارنة بالتغيرات التي تحدث في قيمة ما يملكه الأجانب من أصول مالية، وترتكز النظرية على الخيارات المتاحة أمام الأفراد في الاحتفاظ بمزيج من هذه الأصول الوطنية و الأجنبية. إذ يتزايد الطلب على العملة الوطنية مع تناقص أسعار الفائدة الأجنبية، وينخفض الطلب على الأوراق المالية الوطنية مع انخفاض سعر الفائدة الوطني والعكس صحيح. وقد انتقدت هذه النظرية وذلك لعدم صلاحيتها لتفسير تغيرات سعر الصرف في الدول التي تتدخل في سوق النقد الأجنبي بدرجة تحد كثيراً من حريته، وعلى أي حال فإن الاتجاهات العالمية الراهنة التي تميل إلى تدويل أسواق المال والنقد، وتعويم أسعار الصرف وتحرير التجارة الدولية تشير إلى أهمية تطبيق هذه النظرية وملاحظة النتائج واختبار صحة الفروض التي تقوم عليها، وهو ما لم يحدث عملياً حتى الآن¹.

يعتبر جوهر هذه النظرية تطبيقاً عملياً لما تقوم به المصارف المركزية عند اعتمادها على أداة التيسير الائتماني، حيث تعمل هذه الأخيرة على استبدال ما لديها من أوراق مالية (محلية أو أجنبية)، خاصة تلك منخفضة وعديمة المخاطر، بأوراق مالية أخرى أكثر خطورة وقد تكون محلية أو أجنبية، وبالتالي فإن هذا التغيير في تركيبة ميزانية المصارف المركزية واستناداً إلى نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية في تفسير سعر الصرف، قد يكون سبباً في تغيير سعر صرف عملة الدولة التي اتبعت هذه الأداة، فيما يبقى مقدار واتجاه التقلب مرهوناً بقيمة وجنسية الأوراق المالية المشتراة والمباعة من طرف المصرف المركزي.

¹ سمير فخري نعمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-31.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ثالثاً: نظرية الإنتاجية في تفسير سعر الصرف

يتلخص محتوى هذه النظرية في أن القيمة الخارجية لعملة دولة ما تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي، وزيادة الإنتاجية بما فيها إنتاجية الفرد، ومن ثم مستوى معيشتها، بما يتضمنه هذا من ارتفاع في مستويات الدخل والأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من الصادرات وزيادة الواردات، وهذا معناه زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وانخفاض الطلب على العملة المحلية، وهو ما يعني انخفاض قيمتها الخارجية. ويحصل العكس في حالة انخفاض الأسعار المرتبطة بانخفاض الدخل ومستوى المعيشة، والمتأتي من انخفاض الإنتاجية. ويلاحظ أن انخفاض قيمة العملة يمكن أن يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي على صادرات الدولة في حالة استجابة الجهاز الإنتاجي له مما يؤدي إلى تحسن الميزان التجاري للدولة، واتجاه قيمة العملة إلى الارتفاع في المستقبل. ولعل ما سبق يشير إلى أهمية اتجاه سعر الصرف في نفس اتجاه مستوى الإنتاجية في الدولة لكي يتحقق التوازن المرغوب في ميزان المدفوعات¹.

تؤثر السياسة النقدية غير التقليدية من خلال عدة دراسات لعل أهمها دراسة: Stephanos Papadamou & al² على معدلات النمو الاقتصادي، وبالتالي يمكننا القول بأنه في إطار النظرية الإنتاجية لتفسير سلوك سعر الصرف فإنه هناك علاقة غير مباشرة بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر صرف العملة تمر هذه العلاقة عبر ما قد يعتبر كقناة وهو الناتج.

رابعاً: نظرية الأرصدية في تفسير سعر الصرف

يتم تحديد سعر صرف عملة دولة ما وفق هذه النظرية على حالة ميزان مدفوعاتها، فإذا حقق ميزان المدفوعات عجزاً فهذا يدل على زيادة الكميات المعروضة من العملة المحلية، مما ينتج عنه انخفاض في قيمتها الخارجية، ويحدث العكس عندما يحقق ميزان المدفوعات فائضاً، حيث أن ارتفاع الطلب على العملة المحلية يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية. إلا أن هذه النظرية لا تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية للأسعار النسبية كمحدد لتفسير حركة التجارة في الأجل الطويل³.

خامساً: نظرية كفاءة السوق في تفسير سعر الصرف

تستند هذه النظرية على الاستغلال الكفاء للمعلومات الخاصة بالعناصر الاقتصادية أو ما يطلق عليه بكفاءة المعلومات، إذ يمتاز السوق الكفاء بالتأثير الآني على أسعار الصرف الآنية والأجلة، حيث تكون تكاليف المعاملات ضعيفة وتغيرات أسعار الصرف عشوائية؛ وهذا ما يمنع أي مضارب من تحقيق وباستمرار المكاسب، كما أن التسعيرة الآجلة تصبح كمؤشر من دون دراية على السعر الآني، وبهذا يعتبر

¹ لعلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² Stephanos Papadamou & al, **Unconventional monetary policy effects on output and inflation: A meta-analysis**, International Review of Financial Analysis, 61, 2019, p p 295–305.

³ نزالي سامية، مرجع سبق ذكره، ص 60.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

سعر الصرف المتوقع في ظل سوق الصرف ذو كفاءة مسار لسعر الصرف الآجل بالنسبة لنفس فترة الاستحقاق¹، وعملية التحكيم بالفائدة يمكن التعبير عنها رياضياً بالعلاقة التالية:

$$\frac{e_{t+1}^a - e_t}{e_t} = \frac{e_a - e_t}{e_t} = i - i^* \dots\dots(2.16)$$

حيث: e_{t+1}^a يعبر عن سعر الصرف المتوقع، e_a سعر الصرف الآجل، i^* سعر الفائدة الأجنبي، i سعر الفائدة المحلي. وفي حالة كفاءة السوق يكون:

$$e_a = e_{t+1}^a \dots\dots(2.17)$$

المطلب الثاني: أهم نماذج تفسر العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الصرف:

شهدت العقود الأخيرة من القرن العشرين دراسات هائلة نظرية كانت أم تطبيقية حول سعر الصرف، ولاسيما المنهج النقدي لتحديد سعر الصرف، فضلاً عن إسهامات المتخصصين في الاقتصاد القياسي والتطبيقي في اختبار العديد من الفرضيات المتعلقة بأسواق الصرف الأجنبي، وعلى الرغم من كثرة الدراسات المتعلقة بسعر الصرف، إلا أن عددًا كبيرًا من القضايا والموضوعات ذات الصلة لا تزال دون تفسير، ويعتبر المدخل النقدي لسعر الصرف من أهم هذه القضايا، والتي تعد مجالًا خصبًا للباحثين في مجال الاقتصاد الدولي بشكل عام، والاقتصاد النقدي بشكل خاص.

يتميز المنهج النقدي بتباين وتعدد النماذج الفرعية التي تنطوي تحت لوائه والتي أهمها: المدخل النقدي في شكله الأساسي سواءً بالأسعار المرنة أو الجامدة، ونموذج فروق أسعار الفائدة الحقيقية لـ Frankel، ونموذج Hooper Morton... الخ.

الفرع الأول: النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف

يعتبر المنهج النقدي أن عرض النقود والطلب عليها من المحددات الرئيسية لسعر الصرف، كما أنه يؤكد على الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية في تحديد كل من سعر الصرف ومعدل التضخم في الأجلين الطويل والقصير، إلا أن ذلك لا يعني عدم تأثير المتغيرات الحقيقية على سعر الصرف بالنسبة للنماذج النقدية، إذ تمارس المتغيرات الحقيقية تأثيرها على سعر الصرف ولكن بطريقة غير مباشرة من خلال تأثيرها على الطلب على النقود، كذلك فالمنهج النقدي يبرز دور التوقعات في تحديد سعر الصرف مع الأخذ بعين الاعتبار الطبيعة النقدية لهذه التوقعات.

وتجدر الإشارة إلى أن النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف يتشابه مع التحليل الاقتصادي الكلاسيكي من حيث افتراضه مرونة الأسعار في الأجل القصير، بمعنى سريان نظرية تعادل القوة الشرائية PPP، أي أن تأثيرات السياسة النقدية تنتقل إلى سعر الصرف من خلال قناة تعادل القوة الشرائية وليس من خلال قناة أسعار الفائدة، كما أن لتغيير وتعديل الفروض وتوسيع نطاق النموذج القدرة على تغيير

¹ صافة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 201.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

النتائج المحتملة للمتغيرات النقدية على سعر الصرف، وفي هذا الصدد سوف يتم التركيز على المنهج النقدي لسعر المرن والمنهج النقدي للسعر الجامد لتحديد سعر الصرف.

أولاً: النموذج النقدي لسعر المرن FLMA

تم تطوير النموذج النقدي لسعر المرن من قبل Frenkel (1976) و Bilson (1978) و Frenkel and Johnson (1979) و Mussa (1976، 1979)، حيث يرى كلاً من Frenkel (1976) و Mussa (1976) أنه يمكن النظر إلى المنهج النقدي من منظورين، الأول: أنه يقدم تفسيراً نقدياً لاختلال ميزان المدفوعات في ظل أسعار الصرف الثابتة مع التشديد على دور النقود والأصول الأخرى في تحديد رصيد ميزان المدفوعات عند تثبيت سعر الصرف؛ والثاني: ينظر إلى تغيرات أسعار الصرف كظاهرة نقدية في ظل أسعار الصرف المرنة مع التأكيد على دور النقود والأصول المالية في تحديد سعر الصرف¹، وكما يقول Mussa فإن النموذج النقدي يؤكد أن ميزان المدفوعات وسعر الصرف هما ظاهرتان نقديتان²؛ يهدف هذا النموذج إلى تفسير كيفية تأثير التغير في عرض وطلب النقود على أسعار الصرف، سواء كان هذا التأثير مباشراً أو غير مباشر.

ترتكز الفرضيات الأساسية للنموذج النقدي على المرونة التامة للأسعار، بما فيها أسعار الصرف، وبأن عرض النقود والإنتاج هي متغيرات خارجية، ويمكن تطبيق النموذج النقدي في اقتصاد كبير واقتصاد صغير، لأن أسعار الفائدة المحلية والأجنبية هي متغيرات خارجية، وبالنسبة لاقتصاد كبير ومفتوح فإن النموذج يتكون من أربع معادلات، وهي: معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة، معادلة تعادل القوة الشرائية، ومعادلتى الطلب على النقود المحلي والأجنبي، وذلك حسب الآتي³:

نبدأ بافتراض أن هناك دالة الطلب على النقود التقليدية مقدمة من خلال:

$$m - p = \beta_1 y - \beta_2 i \dots \dots (2-18)$$

حيث m هو لوغاريتم المعروض النقدي المحلي، و p هو لوغاريتم المستوى العام للأسعار المحلية، و y يمثل لوغاريتم الدخل المحلي الحقيقي، و i هو معدل الفائدة المحلي الاسمي. وقد تم افتراض مرونة الدخل β_1 ، وشبه مرونة سعر الفائدة β_2 متساوية عبر الدول المختلفة.

¹ Jacob A. Frenkel, **A Monetary Approach to The Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence**, The Scandinavian Journal of Economics, Volume 78, Number 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, Jun 1976, p 200.

² Michael Mussa, **The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating**, The Scandinavian Journal of Economics, Volume 78, Number 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, Jun 1976, p 229.

³ Joscha Beckmann, & al, **The dollar–euro exchange rate and monetary fundamentals**, Empirical Economics, Journal of the Institute for Advanced Studies, Vienna, Austria, Volume 54, 2018, p p 4-6.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

وفي المقابل تقدم معادلة الطلب على النقود الأجنبي المعبر عنه بالنجمة (*)، من خلال المعادلة التالية:

$$m^* - p^* = \beta_1 y^* - \beta_2 i^* \dots\dots(2-19)$$

من المفترض أن يظل مبدأ تعادل القوة الشرائية ثابتاً، معبراً عنه على النحو التالي:

$$s = p - p^* \dots\dots(2-20)$$

حيث S هو لوغاريتم سعر الصرف معبر عنه بعدد الوحدات من العملة المحلية لكل وحدة عملة أجنبية.

يقوم النموذج النقدي على افتراض حاسم بأن السندات المحلية والأجنبية هي بدائل مثالية. في هذه الحالة، فإن شرط تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة يتحقق من خلال المعادلة:

$$E_s = i - i^* \dots\dots(2-21)$$

حيث: E_s هو المعدل المتوقع للتغير في سعر الصرف الفوري؛ وأن التغير المتوقع في سعر الصرف يمثل الفرق بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية.

يمكن إعادة كتابة المعادلتين: (2-18) و(2-19) كالتالي:

$$p = m - \beta_1 y + \beta_2 i \dots\dots(2-22)$$

$$p^* = m^* - \beta_1 y^* + \beta_2 i^* \dots\dots(2-23)$$

يمكن تعويض قيمتي المعادلتين (2-22) و(2-23) في المعادلة (2-20) فنحصل على التالي:

$$s = (m - m^*) - \beta_1 (y - y^*) + \beta_2 (i - i^*) \dots\dots(2-24)$$

من خلال المعادلة (2-24) فإن الزيادة في المعروض النقدي المحلي أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية النسبية (مدفوعة بارتفاع التضخم المتوقع) تؤدي إلى زيادة الأسعار المحلية، نظراً لأنه من المفترض أن يظل تعادل القوة الشرائية ثابتاً، فإن العملة المحلية تنخفض نتيجة لارتفاع الأسعار، في حالة توسع الدخل المحلي، يزداد الطلب على الأرصدة الحقيقية، وتنخفض الأسعار المحلية، وترتفع قيمة العملة.

ثانياً: النموذج النقدي للسعر الجامد (SPMA) لـ Dornbusch

قدم Dornbusch¹ أحد أهم النماذج التي تتناول العلاقة بين السياسة النقدية التوسعية ومعدل الصرف الأجنبي في ظل فرضية حرية انتقال رؤوس الأموال (Capital Mobility)، قصد تعادل معدلات العائد عليها بسبب التغير في أحد محددات تكوين المحفظة المالية، وذلك في ظل جمود الأسعار في السوق الحقيقي للسلع والخدمات مقارنةً بسوق المال، ومن ثم ومع سرعة استجابة سوق المال وتعديل الأصول للتغيرات في السياسة النقدية وفق قناة الأصول بالمقارنة بالتغيرات بالأسعار في السوق الحقيقي،

¹ Rudiger Dornbusch, *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, Journal of Political Economy, Volume 84, Number 6, 1976, p p 1161-1176.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ستتحقق نظرية Dornbusch بحدوث ظاهرة الاندفاع السريع لمعدل الصرف (Overshooting of Exchange Rate) في الأجل القصير.

هدف الدراسة من تناول هذا النموذج هو بيان الكيفية التي قد يتم بها انخفاض معدل الصرف الأجنبي في الدول التي اتبعت السياسة النقدية غير التقليدية، والتي تتميز وتهدف إلى التأثير في معدلات الفائدة في الأجلين القصير والطويل، ومن ثم فإن إمكانية الاندفاع السريع لانخفاض قيمة العملة قد تأخذ شكلاً أكثر حدة عنه في السياسة النقدية التوسعية العادية، والنظر إلى المدى الزمني لانخفاض في قيمة العملة نتيجة التغير في هيكل معدل الفائدة في الأجل الطويل.

احتفظ نموذج Dornbusch بتوازن سوق النَّقد وتعادل أسعار الفائدة غير مغطاة، واختلف مع النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة في تحديد الأسعار وتوقعات الصرف. ويعطى النموذج بالشكل التالي¹:

1. سوق الأوراق المالية: انطلق نموذج Dornbusch من سوق الأوراق المالية، مفترضاً الحرية التامة لتنقل رؤوس الأموال، والإحلال التام بين الأصول المحلية والأجنبية، وقد أوضح أن مقدار التغير في سعر الفائدة بين الأصول الأجنبية والمحلية يعادل مقدار التغير في قيمة العملة (x).

$$i = i^* + x \dots \dots (2-25)$$

حيث: i و i^* يمثلان معدل الفائدة قصيرة الأجل للبلد المحلي والأجنبي على التوالي؛

أما عن الدور الذي تلعبه التوقعات في سوق الصرف الأجنبي حول التغير في قيمة العملة نجد أن قيمة x سوف تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$x = \theta(\bar{e} - e) \dots \dots (2-26)$$

حيث: \bar{e} : سعر الصرف الأجنبي المتوقع خلال الفترة القادمة، e : سعر الصرف الأجنبي الحالي، θ : لوغاريتم التغير بين \bar{e} و e .

فإذا كان هناك مبالغة في التقدير، فإنه كلما ارتفعت قيمة θ من المتوقع أن يحدث ارتفاع في سعر الصرف بسرعة أكبر، وإذا كانت أسعار السلع تتكيف باستمرار مع التغيرات في المعروض النقدي فإن سعر الصرف الحالي يميل إلى الاقتراب من قيمته على المدى الطويل، في هذه الحالة معامل التعديل لا نهائي ($\theta = \infty$)، لكن بما أن أسعار السلع تتمتع بالبطء في المدى القصير، فإن سعر الصرف لا يتكيف مع الأسعار النسبية بسرعة، وهو ما يعني أن المعامل يكون محدود

¹ يمكن الرجوع إلى:

- Rudiger Dornbusch, **Op-Cit**, 1161-1176.
- Imad A. Moosa & Razzaque H. Bhatti, **The theory and empirics of exchange rates**, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, 2010, p p 149-185.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

($\theta < 0$) وهذه هي الخاصية الرئيسية لنموذج Dornbusch، ولتوضيح هذه الخاصية فيمكن دمج المعادلتين السابقتين كالآتي:

$$e = \bar{e} - \frac{1}{\theta}(i - i^*) \dots \dots \dots (2-27)$$

يظهر من خلال المعادلة (27-2) أن هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف الحاضر والفروق في أسعار الفائدة.

2. السوق النقدي: يتم تحديد سعر الفائدة المحلي من خلال حالة التوازن في سوق النقد المحلي. إذ يفترض أن الطلب على أرصدة النقود الحقيقية يعتمد على سعر الفائدة المحلي والدخل الحقيقي وسيساوي في حالة التوازن المعروض النقدي الحقيقي. الأمر الذي يتضح في المعادلة التالية:

$$m - p = \phi y - \lambda i \dots \dots \dots (2-28)$$

حيث: i : تمثل معدل الفائدة، y : لوغاريتم الدخل الحقيقي، m : لوغاريتم العرض النقدي، p : لوغاريتم المستوى العام للأسعار، (λ, ϕ) معاملات التغير لمعدلات التغير في الدخل الحقيقي ومعدلات الفائدة على التوالي.

وبدمج المعادلات (26-2) و(27-2) و(28-2) نستخلص العلاقة بين معدلات الصرف الأجنبي في السوق الفورية (Spot Exchange Rate)، ومعدلات الأسعار السائدة ومعدلات الصرف المستقبلية، وذلك على النحو التالي والذي يعبر على دالة الطلب على النقود الحقيقية في الدخل الوطني الثابت ومعدلات الفائدة والتغيرات في معدلات الصرف الأجنبي حيث:

$$p - m = -\phi y + \lambda i^* + \theta \lambda (\bar{e} - e) \dots \dots \dots (2-29)$$

يمكن تبسيط المعادلة (29-2) من خلال ملاحظة أنه مع وجود عرض نقدي ثابت، فإن التوازن طويل المدى سيعني المساواة بين أسعار الفائدة، لأن أسعار الصرف الحالية والمتوقعة متساوية. هذا يعني أن مستوى سعر التوازن في المدى الطويل \bar{p} ، سوف يساوي:

$$\bar{p} = m + (\lambda i^* - \phi y) \dots \dots \dots (2-30)$$

بتعويض المعادلة (30-2) في (29-2) تعطينا العلاقة بين سعر الصرف ومستوى الأسعار:

$$e = \bar{e} - \left(\frac{1}{\theta \lambda}\right)(p - \bar{p}) \dots \dots \dots (2-31)$$

تعكس المعادلة (31-2) العلاقة بين سعر الصرف والمستوى العام للأسعار، وتعتبر واحدة من أهم أهداف نموذج Dornbusch حول التغيرات في سعر الصرف في السوق الفوري e وتقر أنه دالة في مستوى الأسعار قصيرة الأجل p ، إذ أن حدوث زيادة في المستوى العام للأسعار يؤدي إلى حدوث ارتفاع في سعر الفائدة المحلي، مما يؤدي إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال من الخارج، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف في السوق الفوري. وتستمر تحركات رؤوس الأموال إلى النقطة التي

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

يحدث فيها انخفاض في معدلات الفائدة، وتبدأ معها المضاربة على انخفاض قيمة العملة، وتحرك رؤوس الأموال إلى الخارج.

وهنا سنجد أن الأمر قد يكون مختلفًا في حالة السياسة النقدية غير التقليدية والتي وفقًا لها تنخفض معدلات الفائدة إلى مستويات قياسية قد تقترب من المستويات السالبة، ومن ثم قد تتأثر المستويات العامة للأسعار بدرجة كبيرة في جانب، وفي الجانب الآخر تتسع الفجوة بين فروق معدلات الفائدة الأمر الذي يخلق قيودًا جديدة على الدول الأخرى بسبب اختلاف فروق الفائدة.

3. سوق السلع: الطلب على الناتج المحلي D يتحدد بـ: السعر النسبي للسلع المحلية، معدلات الفائدة، والدخل الحقيقي، وبالتالي تأخذ دالة الطلب الشكل التالي:

$$\ln D = u + \delta(e - p) + \gamma y - \sigma i \dots \dots (2-32)$$

حيث: D : الطلب المحلي، u : الجزء الثابت في المعادلة ويمثل المتغيرات الأخرى غير تلك المدرجة في المعادلة والتي لها تأثير على الطلب المحلي، $(e - p)$: السعر النسبي للسلع المحلية، y : الدخل المحلي، i : معدل الفائدة في السوق النقدي، (σ, γ, δ) تمثل معدل التغير في الطلب المحلي الناتج عن التغير في مستوى السعر النسبي للسلع المحلية، الدخل الحقيقي ومعدلات الفائدة على التوالي.

نلاحظ من المعادلة (2-32) أن انخفاض السعر النسبي للسلع المحلية يؤدي إلى زيادة الطلب، تمامًا كتأثير زيادة الدخل أو انخفاض أسعار الفائدة. ولما كانت الأسعار مؤثرة في التغيرات في قيمة العملة، وقيمة العملة مؤثرة في الطلب الكلي، توضح الدراسة دالة المستوى العام للأسعار في الدالة التالية:

$$\dot{p} = \pi \ln(D/y) = \pi[u + (e - p) + (\gamma - 1)y - \sigma i] \dots \dots (2-33)$$

حيث: \dot{p} : يمثل معدل الزيادة في أسعار السلع، π : درجة حساسية معدل الزيادة في الأسعار لمتغيرات النموذج.

ومن ثم فإن معدل الصرف المتوقع خلال الفترة القادمة بدلالة الأسعار سيكون:

$$\bar{e} = \bar{p} + (1/\delta)[\sigma i^* + (1 - \gamma)y - u] \dots \dots (2-34)$$

ويتحقق التوازن في أسعار الفائدة والتي قد تؤثر في المستوى العام للأسعار، ومن ثم في معدلات الصرف الأجنبي من المعادلة: $i - i^* = \theta(\bar{e} - e)$. ومن هنا يمكن إعادة كتابة المعادلة رقم (2-33) كما يلي:

$$\dot{p} = -\pi[(\delta + \sigma\theta)/\theta\lambda + \delta](p - \bar{p}) = -v(p - \bar{p}) \dots \dots (2-35)$$

بحيث:

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

$$v = \pi[(\delta + \sigma\theta)/\theta\lambda + \delta] \dots\dots\dots(2-36)$$

تطور مسار السعر (ارتفاع منحنى p) يمثل بالمعادلة (2-36)، حيث يمكن اشتقاقها والحصول على:

$$p(t) = \bar{p} + (p_0 - \bar{p})e^{-vt} \dots\dots\dots(2-37)$$

بدمج المعادلة رقم (37-2) في المعادلة (31-2) نتحصل على تطور مسار سعر الصرف:

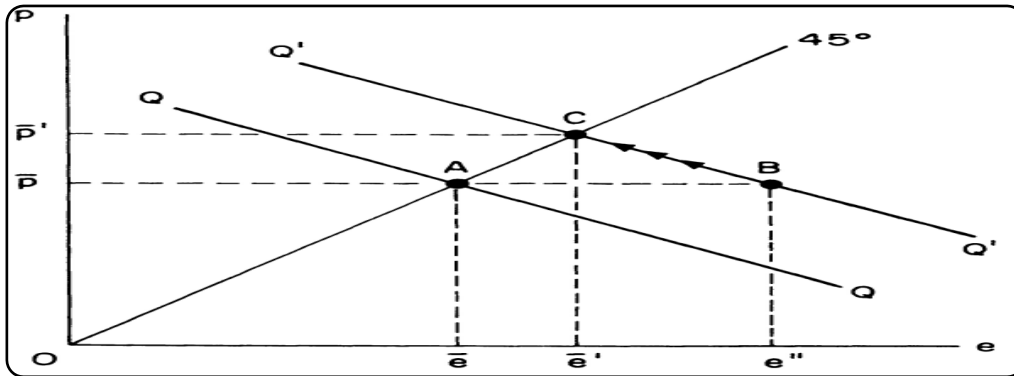
$$\begin{aligned} e(t) &= \bar{e} - \left(\frac{1}{\theta\lambda}\right) (p - \bar{p})e^{-vt} \\ &= \bar{e} + (e_0 - \bar{e})e^{-vt} \dots\dots\dots(2-38) \end{aligned}$$

4. الآثار المترتبة على التوسع النقدي: لتتبع آلية انتقال أثر السياسة النقدية في نموذج Dornbusch يجب التفرقة بين الأجل المختلفة، فزيادة العرض النقدي في الأجل القصير ينطوي على عدم مرونة الأسعار، في حين يعكس الأجل المتوسط إمكانية تغير الأسعار تدريجياً مقابل زيادة العرض النقدي، أما الأجل الطويل فيعني ارتفاع الأسعار بنفس معدل زيادة العرض النقدي.

يعرف نموذج Dornbusch بنموذج الاندفاع السريع (Overshooting) لسعر الصرف، إذ أن حدوث زيادة في عرض النقود الاسمي يؤدي إلى اندفاع سعر الصرف بسرعة في الأجل القصير متعدياً مستوى سعر الصرف طويل الأجل نتيجة حدوث أثرين لزيادة العرض النقدي، هما الأثر المباشر (أي أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية)، وأثر السيولة (زيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، وبالتالي تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية)¹.

ويمكن أن نبين التوازن في نموذج Dornbusch من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (8-2): أثر التوسع النقدي على معدل الصرف



Source: Rudiger Dornbusch, Op-Cit, p 1169.

¹ درقال يمينة وبن بوزيان محمد، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سعر الصرف في ظل نموذج التعديل الزائد لدورنيوش، Revue algérienne d'économie et gestion، المجلد 10، العدد 3، 2016، ص 11.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

حيث: يوضح خط 45°: معامل التناسب في الأجل الطويل بين مستوى الأسعار وسعر الصرف بافتراض سريان تعادل القوة الشرائية في الأجل الطويل، ويعبر المنحنى (Q, Q) عن التوازن في سوق الأصول في ظل اقتصاد مفتوح يتحقق فيه تعادل سعر الفائدة غير مغطاة، وقد تم رسمه في ظل كمية معينة من الأرصدة النقدية الاسمية (M).

تمثل النقطة A نقطة التوازن الأولي بين معدلات أسعار الصرف طويلة الأجل \bar{e} والمستوى العام للأسعار طويل الأجل \bar{p} ، فان حدوث زيادة في كمية النقود يؤدي إلى اختلال التوازن. وللإبقاء على وضع التوازن في كل من سوق السلع وسوق الأصول آنيا، فإن المستوى العام للأسعار يجب أن يرتفع بنفس النسبة و/أو ينخفض سعر الصرف بنفس النسبة، ولذلك يتم انتقال منحنى توازن سوق الأصول إلى أعلى (\bar{Q}, \bar{Q}) ، ويوضح الشكل أعلاه أن التوازن في الأجل الطويل سوف يتحقق عند النقطة C حيث يتزامن التوازن في كل من سوق الأصول وسوق السلع أي أن تغيرات كمية النقود تنعكس كليا في تغير e و p أي: $de = dp = dm$.

كما يؤدي التوسع النقدي إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال للخارج، وبالتالي تدهور قيمة العملة المحلية وانتقال سعر الصرف من \bar{e} إلى \bar{e}' وانتقال نقطة التوازن من النقطة (A) إلى النقطة (B).

ويحدد Dornbusch مقدار التدهور في قيمة العملة والنتائج عن زيادة كمية النقود بالمعادلة:

$$de/dm = 1 + 1/\theta\lambda \dots \dots (2-39)$$

توضح المعادلة (2-39) أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى تغير معدل الصرف بنسبة أكبر، حيث أن:

$1 < de/dm < \theta$ أي أن سعر الصرف يندفع بسرعة (Overshoot)، وتعتمد درجة الاندفاع على حساسية الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة (λ) ومعامل التوقعات (θ)، أي أنه كلما زادت مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة اتجه سعر الفائدة إلى الانخفاض بنسبة صغيرة، يصاحب ذلك توقعات بتحسن طفيف في قيمة العملة المحلية لتعويض انخفاض سعر الفائدة المحلي، وفي ظل افتراض جمود الأسعار في الأجل القصير فإن التغير في كمية النقود الاسمية ما هو إلا تغير في كمية النقود الحقيقية، وبالتالي فإن تعديل سعر الصرف قصير الأجل يساعد في استعادة التوازن في سوق الأصول من خلال تكوين توقعات بتحسن قيمة العملة بنسبة تكفي لتعويض الانخفاض في سعر الفائدة على الأصول المحلية.

عند إدخال القيد المتمثل في أن التوقعات رشيدة، ومن خلال إجراء جملة من التعديلات على

المعادلة (2-39) نحصل على المعادلة التالية:

¹ Rudiger Dornbusch, Op-Cit, p 1169.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

$$de/dm = 1 + \frac{1}{\theta\lambda} = \frac{1}{\frac{\pi(\sigma+\delta\lambda)}{2} + \left[\frac{\pi^2(\sigma+\delta\lambda)^2}{4} + \pi\delta\lambda\right]^{\frac{1}{2}}}\dots\dots(2-40)$$

تعكس المعادلة (40-2) ما يلي:

يكون الانخفاض في قيمة العملة المحلية محدودًا كلما اقتربت حساسية الطلب على النقود لسعر الفائدة من الصفر، ويقترب التغير في سعر الصرف الناتج عن تغير كمية النقود من المقدار $\left(\frac{de}{dm} = 1 + \frac{1}{\pi\sigma}\right)$ ، هذه النتيجة تعكس حقيقة أنه بالنسبة للتغيرات الكبيرة في سعر الفائدة يكون مسار الأسعار ومعدل الصرف محكومًا بتأثير أسعار الفائدة على الطلب الكلي.

يرتبط اندفاع سعر الصرف في الأجل القصير عكسياً مع سرعة التعديل في النظام (θ) ، وتتجلى هذه الحقيقة خاصة عندما تكون سرعة تعديل الأسعار (π) كبيرة جدًا، وطبقًا لذلك يندفع الوضع أنيا نحو التوازن طويل الأجل عند النقطة (C). وبالتالي لكي يتم التوافق بين تدهور سعر الصرف على المدى الطويل والتمثمين المسبق في المدى القصير، يكون التدهور الضروري في المدى الطويل أقل من التدهور القوي الحاصل في الأجل القصير، أي أن استجابة سعر الصرف في الأجل القصير كانت بشكل مفرط¹.

بشكل عام، فإن العوامل التي تؤدي إلى تسريع عملية التعديل، ولا سيما استجابة معدل الفائدة المرتفع للطلب على النقود، أو الإنفاق الكلي، أو ارتفاع مرونة الأسعار، ستعمل بالتالي على تخفيف تأثير التوسع النقدي على سعر الصرف. يعتمد هذا التأثير كلياً على التوقعات حول المسار اللاحق للاقتصاد، بدلاً من التفاعل الحالي بين أسواق السلع والأصول.

الفرع الثاني: نموذج Frankel لفروق أسعار الفائدة الحقيقية

في ورقة قدمها Jeffrey Frankel² سنة 1979 من خلالها قام بتطوير نموذج نقدي يمزج بين النموذج النقدي للسعر المرن (والذي سماه بنظرية شيكاغو لسعر الصرف) التي افترضت العلاقة إيجابية بين معدلات الفائدة وسعر الصرف، والنموذج النقدي للسعر الجامد (والذي أسماه بالنظرية الكينزية لسعر الصرف) التي افترضت أن العلاقة بين فروقات أسعار الفائدة وسعر الصرف هي ذات علاقة عكسية، حيث أوضح النموذجين السابقين آثاراً متناقضة للعلاقة بين أسعار الصرف ومعدلات

¹ Rudiger Dornbusch, Op-Cit, p p 1170-1171.

² للمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى:

- Jeffrey A. Frankel, **On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials**, The American Economic Review, Volume 69, Number 4, Sep 1979, pp. 610-622.
- Imad A. Moosa & Razzaque H. Bhatti, Op-Cit, p p 190-192.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

الفائدة. ويطلق على النموذج الجديد تسمية النموذج النقدي لفروقات أسعار الفائدة الحقيقية؛ تبدأ النظرية بافتراضين أساسيين هما¹:

✓ **الفرض الأول:** سريان نظرية تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة، وحرية تامة لانتقال رؤوس الأموال، وغياب تكاليف المبادلات، كما أنها أسواق تتميز بالفعالة، وتكون فيها سندات الدول المختلفة بدائل تامة؛ بحيث:

$$x = i - i^* \dots\dots(2-41)$$

يشير: x إلى معدل الانخفاض المتوقع في قيمة العملة،

✓ **الفرض الثاني:** يعتبر المعدل المتوقع لخفض قيمة العملة دالة في كل من الفجوة بين السعر الفوري الجاري والسعر التوازني، وفروق التضخم المتوقع طويل الأجل بين البلد المحلي والأجنبي:

$$x = -\theta(e - \bar{e}) + \pi - \pi^* \dots\dots(2-42)$$

تشير المعادلة (2-42) أنه في المدى القصير يتوقع لسعر الصرف أن يعود إلى قيمته التوازنية عند السعر الذي يكون متناسبًا مع الفجوة الجارية، وفي الأجل الطويل بما أن $(e = \bar{e})$ ، فإنه يتوقع أن يتغير سعر الصرف بمعدل الفرق طويل الأجل لمعدلات التضخم $\pi - \pi^*$ ، وهو ما يعادل معدل النمو النقدي النسبي على المدى الطويل، وبدمج المعادلتين (2-41) و(2-42) نحصل على:

$$e - \bar{e} = -\frac{1}{\theta} [(i - \pi) - (i^* - \pi^*)] \dots\dots(2-43)$$

يعبر المقدار بين الحاضنتين في المعادلة (2-43) عن فروق أسعار الفائدة الحقيقية، ويمكن اعتبار المعادلة بديهية، إذ تؤدي السياسة النقدية الانكماشية إلى زيادة الفروق في معدلات الفائدة الاسمية عن مستواها طويل الأجل مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، وبالتالي تحسن قيمة العملة المحلية عن مستواها التوازني بالتناسب مع الفارق المتوقع في أسعار الفائدة الحقيقية.

للحصول على معادلة كاملة لتحديد سعر الصرف في ظل نموذج تعادل أسعار الفائدة الحقيقية، افترض Frankel أن تعادل القوة الشرائية يظل ثابتًا على المدى الطويل، أي أن: $\bar{e} = \bar{p} - \bar{p}^*$ (المتغيرات \bar{p} و \bar{p}^* باللوغاريتم)، وباعتبار دوال الطلب على النقود العادية تأخذ الشكل: $m = p + \phi y - \lambda i$ (المتغيرات باللوغاريتم)، ونفس الدالة تضاف إليها علامة (*) لتمثل معادلة الطلب على النقود الأجنبية، وبأخذ الفرق بين المعادلتين نجد²:

$$m - m^* = p - p^* + \phi(y - y^*) - \lambda(i - i^*) \dots\dots(2-44)$$

¹ Jeffrey A. Frankel, Op-Cit, p 611.

² Ibid, p 612.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

في المدى الطويل وبالاعتماد على العلاقة $\bar{e} = \bar{p} - \bar{p}^*$ وبما أن $(e = \bar{e})$ فإن: $\bar{i} - \bar{i}^* = \pi - \pi^*$ يمكن أن نستنتج قيمة \bar{e} على الشكل التالي:

$$\bar{e} = \bar{p} - \bar{p}^* = (\bar{m} - \bar{m}^*) - \phi(\bar{y} - \bar{y}^*) + \lambda(\pi - \pi^*) \dots \dots (2-45)$$

تعكس المعادلة (2-45) النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف، والذي يبين أن سعر الصرف يتحدد بالعرض والطلب على العملتين.

ففي حالة التوازن التام تؤدي زيادة المعروض النقدي إلى تضخم الأسعار، و بالتالي ارتفاع سعر الصرف تناسبياً، كما تؤدي زيادة الدخل أو الانخفاض في معدل التضخم المتوقع إلى زيادة الطلب على النقود مما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية.

بتعويض المعادلة (2-45) في المعادلة (2-43) وبافتراض ثبات العرض النقدي الحالي ومستويات الدخل من خلال مستوياتها الفعلية الحالية، نحصل على معادلة كاملة لتحديد السعر الفوري محددة كما يلي¹:

$$e = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \alpha(i - i^*) + \beta(\pi - \pi^*) \dots \dots (2-45)$$

$$\text{حيث: } \alpha = -\frac{1}{\theta} \text{ و } \beta = \left(\frac{1}{\theta} + \lambda\right)$$

في الأخير يمكن القول بأن نموذج Frankel هو واحد من النماذج الأكثر عمومية لتحديد سعر الصرف، إذ يبرز التأثير المباشر لنمو عرض النقود على سعر الصرف، وكذلك التأثير غير المباشر للتوقعات الخاصة بالتضخم على سعر الصرف، كما أنه يبين أثر السيولة على أسعار الفائدة الحقيقية وتحركات رأس المال، ومن ثم على سعر الصرف.

الفرع الثالث: النموذج النقدي لسعر الصرف الحقيقي التوازني لـ Hooper & Morton

يرى Hooper & Morton أن من أبرز عيوب النموذج النقدي أنه يهمل التغيرات في اختلالات التجارة الخارجية وتأثيرها على سعر الصرف. إذ يفترض النموذج وجود سعر صرف حقيقي توازني، ولذلك قاما بإدخال متغير يعبر عن توازن الحساب الجاري في النموذج النقدي، بحيث يتوقعان أن هذا السعر يجب أن يحقق التوازن في الحساب الجاري في الأجل الطويل، كما يفترض أنه عند أي نقطة يحدد سعر الصرف الحقيقي التوازني (\bar{q}) بمحصلة تراكمات التوازنات السابقة والحالية للحساب الجاري، والذي يعبر عنه من خلال المعادلة:

$$\bar{q} = f(\sum CA, \sum CA^*) \dots \dots (2-46)$$

وبالتالي فإن وجود فائض متراكم في الحساب الجاري لفترة طويلة سيؤدي حتماً إلى رفع القيمة الحقيقية طويلة الأجل للعملة لاستعادة التوازن مرة أخرى.

¹ Ibid, p 613.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

كما هو معلوم ووفقًا لنظرية تعادل القوة الشرائية، فإن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي التوازني طويل الأجل يتبعه ارتفاع سعر الصرف الاسمي، وذلك كما يلي:

$$e = \bar{q} + (p - p^*) \dots (2-47)$$

قام Hooper & Morton بجمع معادلة النموذج النقدي بالمعادلة رقم (2-46) المتعلقة بالحساب الجاري، فتحصلوا على المعادلة التالية¹:

$$e = m - m^* - \phi(y - y^*) + \alpha(i - i^*) + \beta(p - p^*) + \varphi(\sum CA - \sum CA^*) \dots (2-48)$$

تعتبر المعادلة (2-48) من بين أكثر المعادلات شمولية في تحديد سعر الصرف في المنهج النقدي، وذلك لأنها تجمع بين النموذج النقدي للسعر المرن، النموذج النقدي للسعر الجامد والنموذج النقدي لفروق أسعار الفائدة الحقيقية. وتم إضافة إلى النماذج السابقة آلية انتقال الأثر بين الحساب الجاري وسعر الصرف، حيث تعمل التغيرات المتراكمة في الحساب الجاري على أحداث تغيرات في توقعات سعر الصرف الحقيقي التوازني طويل الأجل، والذي بدوره يؤثر على توقعات سعر الصرف الاسمي التوازني طويل الأجل، ويتعدل السوق طبقًا لسعر الصرف الاسمي التوازني طويل الأجل الجديد تدريجياً عبر الزمن.

المطلب الثالث: حرب العملات

شهدت العلاقات الاقتصادية الدولية خلال السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية عدة اضطرابات نتيجة لجوء العديد من الاقتصاديات خاصة المتقدمة منها إلى اتباع أدوات نقدية غير تقليدية لتسيير سياستها النقدية، وذلك بغية دفع عجلة النمو الاقتصادي والتخفيف من نسب البطالة. شملت هذه الأدوات خاصة على التيسير الكمي وتخفيض معدلات الفائدة إلى معدلات صفرية، ومختلف الأثار المترتبة عنها، وبالخصوص على سعر الصرف موضوع بحثنا هذا، الأمر الذي دفع وزير المالية البرازيلي Guido Mantega في سبتمبر 2010 إلى التصريح بأن العالم قد دخل في حرب العملات.

الفرع الأول: ماهية حرب العملات

يعتبر سعر صرف العملة واحدًا من أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تسعى الدول إلى ضبطها وتوجيهها إلى ما يخدم الاقتصاد الوطني، وعادة ما يكون هذا على حساب الشركاء التجاريين وذلك من خلال تخفيض هذا الأخير، وهو ما قد يدفع بهؤلاء الشركاء إلى اتباع نفس الطريقة كسياسة مضادة، وبالتالي ندخل في سلسلة من التخفيضات المتتالية، والتي تم اعتبارها كحرب جديدة لحماية التنافسية

¹ لتفصيل أكثر، يمكن الرجوع إلى:

- Hooper Peter & Morton John, **Fluctuations in the dollar: A model of nominal and real exchange rate determination**, Journal of International Money and Finance, 1, 1982, p p 39-56.
- Imad A. Moosa & Razzaque H. Bhatti, **Op-Cit**, p p 196-203.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

المحلية، ويعود أول صراع بين العملات إلى فترة ما بين الحربين، وسيتم التطرق في ما يلي إلى تعريف حرب العملات وجذورها التاريخية.

أولاً: تعريف حرب العملات

اختلف الاقتصاديون في تعريف حرب العملات فقد يشير مصطلح حرب العملات إلى الحالة التي نرى فيها دولاً عديدة تسعى لكي تُخَفِّض قيمة عملاتها المحلية عن قصد من أجل تحفيز اقتصادها على حساب الدولة المنافسة. لأن انخفاض قيمة العملة أمر شائع في سوق الصرف الأجنبية، لكن ما تتميز به حرب العملات عن هذه الحالة التي تعتبر عادية، هو انخراط عدد كبير من الدول في محاولات لتخفيض قيمة عملاتها في نفس الوقت، ويتضمن تخفيض قيمة العملة اتخاذ إجراءات تضعف القوة الشرائية للعملة المحلية. قد تتبع الدول مثل هذه السياسات بهدف تقوية مكانتها في ميدان التجارة الدولية، وتقليل أعباء الديون التي تؤثر على سيادتها، وقد تحمل سياسة تخفيض قيمة العملة عواقب تؤدي إلى الفشل¹.

كما تم تعريفها على أنها: "قيام الدول بالتلاعب بقيمة عملاتها وتخفيضها أو منعها من الارتفاع في محاولة منها لتشجيع صادراتها وخفض وارداتها وبالتالي تخفيض العجز في ميزانها التجاري أو تحقيق الفوائض فيه، ومن ثم رفع مستويات التشغيل ورفع مستوى النشاط الاقتصادي ومعدلات النمو"².

وتعرف أيضاً بأنها: اعتماد الدول الكبرى على قوتها الاقتصادية لتقليص قوة تنافسية الدول الأخرى وتقليص حجم ثروتها عن طريق استخدام السياسة النقدية، والتدخل في أسواق تبادل العملات كشكل من أشكال الحروب الاقتصادية الباردة، عبر انتهاج سياسات تؤدي إلى خفض قيمة عملتها المحلية من أجل دعم القطاعات الاقتصادية الرئيسية لاسيما القطاعات التصديرية، وهذا ما يؤدي إلى الإضرار بمصالح الشركاء التجاريين إذا ما استخدم على نطاق واسع حول العالم³.

من خلال التعاريف السابقة، يمكن تعريف حرب العملات بأنها: حرب غير اعتيادية ذات مصالح اقتصادية، تكون فيها العملة المحلية هي السلاح، وذلك من خلال تخفيض قيمتها مقابل عملة الدول الشريكة، وفي غالب الأحيان يكون ذلك قصد دعم التنافسية للسلع والخدمات المحلية على حساب السلع والخدمات الأجنبية، وبالتالي تحقيق توازن أو فائض في الميزان التجاري، على حساب الشركاء التجاريين.

¹ محمد يونس الشرابي، حرب العملات والسيطرة على الاقتصاد العالمي، متاح على الرابط: <https://www.noonpost.com/content/39738>، نشر بتاريخ: 2021-02-07، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2021-09-02.

² جعفري عمار وغالم عبد الله، حرب العملات .. الحماية الجديدة في ظل الأزمة المالية العالمية، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة، الجزائر، المجلد 12، العدد 1، 2018، ص 288.

³ طارق ليساوي، صراع العملات بين الصين وأمريكا خاصة والبلدان الصاعدة عموماً هو أخطر القضايا التي ينبغي الحسم فيها، متاح على الرابط: <https://www.raialyoum.com/صراع-العملات-بين-الصين-وأمریکا-خاصة-وا/> تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2021-09-04.

بعد اندلاع الحرب العالمية الأولى سنة 1914 توقفت معظم الدول عن التعامل بقاعدة الذهب، إذ كان وفقاً يتم تحديد قيمة العملة بوزن معين من الذهب الخالص (أوقية ذهب = 20,67 دولار أمريكي)، بحيث يمكن مبادلة العملة بالذهب أو العكس بسعر صرف رسمي وثابت. تم إلغاء قابلية استبدال معظم النقود الورقية كالفرنك الفرنسي والجنيه الإسترليني للذهب، (ما عدا الدولار الأمريكي)، وقد دفع هذا الوضع إلى ضبط وتنظيم التداول النقدي الورقي، وسمحت هذه الظروف بأن تصبح عملة الجنيه الإسترليني أكثر حرية في التقلب، وهو ما دفع بالعديد من الدول إلى ربط عملاتها بها².

وعليه أصبحت أسعار الصرف لعملات الدول عرضة لتقلبات حادة، انتشرت معها الفوضى في المعاملات النقدية الدولية، كما لجأت الكثير من الدول إلى تخفيضات تنافسية في أسعار صرف عملاتها، بغرض اكتساح الأسواق الخارجية وهذه كانت أولى بدايات حرب العملات وسميت أن ذاك بسياسة افقار الجار، كل هذا أدى إلى عدم الاستقرار في التعامل النقدي الدولي منذ منتصف الثلاثينات وإلى غاية الحرب العالمية الثانية، مما ساهم في ضعف المحاولات لتحقيق نوع من التعاون النقدي الدولي، وكان نظام بريتون وودز عقب الحرب العالمية الثانية عاملاً على إعادة الاستقرار إلى أسعار الصرف بعد ربطها بالدولار الأمريكي، وقابلية تحويل هذا الأخير إلى ذهب. استمر الوضع كما هو عليه، وفي بداية السبعينات ومع تزايد حجم العجز التجاري الأمريكي، أعلن الرئيس نيكسون إلغاء العمل بما يدعى الدولار الذهبي في: 15-08-1971، أي عدم قدرة أي دولة استبدال ما تملكه من دولارات أمريكية إلى ذهب.

ولذلك فإنه منذ سنة 1973، أصبحت أسعار الصرف مرنة بما في ذلك الدولار الأمريكي، وشهد سوق الصرف الخارجي تدخلات دورية من قبل الكثير من الدول بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية، وبالتالي تحول العالم من وضع الاستقرار المنظم إلى جو يتميز بعدم الاستقرار³.

كما لجأت العديد من الدول بعد عام 1970 إلى تخفيض سعر صرف عملاتها من أجل تحسين أوضاعها الاقتصادية. نجد أنه وأثناء الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا في عام 1997 خفضت

¹ لمعلومات أكثر يمكن الاطلاع على:

– محمد مولود غسيل وعلي صاري، حرب العملات: الأزمة القادمة، دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 7، العدد 3، سبتمبر 2016، ص ص 74-75.

– بودوشن ياقوتة، أثر التخفيض التنافسي لقيم العملات (حرب العملات) على الاقتصاد العالمي مع الإشارة للأثار الناجمة عنها على اقتصاديات الدول العربية، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة الجلفة، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، 2012، ص ص 20-21.

² بورزامة جيلالي وبن عمر خالد، صراع العملات الدولية وقيادة النظام النقدي الدولي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد 4، العدد 3، 2019، ص 236.

³ المرجع نفسه، ص 237.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

اندونيسيا من سعر صرف عملتها لحماية نفسها، وهو ما قامت به كذلك الأرجنتين في عام 2002 لسعر صرف البيزو الأرجنتيني للمحافظة على تنافسية صادراتها مقارنة باقتصاديات ناشئة أخرى مثل البرازيل، والتي تحولت هي الأخرى إلى تعويم سعر الصرف خلال نفس الفترة، ظهرت حرب العملات بشكل أكبر بحلول العام 2014، حيث سجلت سلسلة من الأحداث بداية بانهبان الروبل الروسي، وتخفيض سعر صرف الين الياباني في أكتوبر 2014، وأيضاً تخفيض اليوان الصيني في أوت 2015، ثم تلاه تخفيض التينغي الكازاخستاني¹.

ثالثاً: أشكال التدخل في حرب العملات

يتم التدخل في حرب العملات بعدة أشكال، حيث تنقسم تدخلات الدول في سوق الصرف بغرض خفض قيمة العملة الوطنية إلى تدخلات مباشرة، وأخرى غير مباشرة، ويتم ذلك كما يلي:

1. تدخلات مباشرة: وتتم عن طريق تدخل المصرف المركزي بصفة مباشرة في السوق، سواءً كبائع لعملته المحلية ومشتري للعملات الأخرى أو العكس، وذلك بهدف الحد من التغيرات أو التقلبات في سعر الصرف، ويتم شن حملة حرب عملات عن طريق بيع العملة المحلية مقابل العملات الصعبة التي يحتفظ بها قصد الضغط لانخفاض قيمة عملته المحلية، وتقوم معظم المصارف المركزية في الدول ذات الفائض التجاري بامتصاص التدفق النقدي الداخل من العملة الأجنبية نتيجة التصدير عن طريق زيادة المعروض من العملة المحلية، ويتم توجيه هذا الفائض لشراء الأصول الأجنبية، وبالتالي الربح على مرتين مرة عند تحويل العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية والحفاظ على سعر صرف منخفض للعملة المحلية، ومرة عند تحصيل الفوائد على الأموال المستثمرة في شراء السندات الأجنبية². كما أنه يمكن أن يقوم المصرف المركزي بخفض سعر الفائدة الأساسي وبالتالي انخفاض الطلب على العملة المحلية نظير انخفاض العائد عليها مما يؤدي إلى انخفاضها، لكن هذا الإجراء يعتبر كلاسيكياً حيث تعمل المصارف المركزية على تحريك سعر الفائدة وفقاً لما يتناسب مع احتياجات وحالة الاقتصاد القائم³.

2. التدخلات غير المباشرة: قد يأخذ التدخل غير المباشر واحدة أو أكثر من الحالات التالية⁴:

✓ إقامة سعر صرف متعدد يهدف إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة، في هذا الصدد يمكن اعتماد نظام ثنائي أو أكثر

¹ هيئة الجزيرة للأسواق المالية، حرب العملات وأثرها على الاقتصاد السعودي، تقارير الجزيرة كابيتال، 2016، ص 4.

² جعفري عمار وغالم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 289.

³ محمد جلال، حرب العملات... وصراع البقاء، متاح على الرابط: <https://alphabet.argaam.com/article/detail/24380> نشر بتاريخ: 18-12-2010، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 05-

2021-09.

⁴ جعفري عمار وغالم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 289.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

لسعر الصرف، من خلال اعتماد سعرين أو أكثر لسعر صرف العملة الواحدة، أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو واردات القطاعات المراد دعمها وترقيتها، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي؛

✓ تصريحات مسؤولي المصارف المركزية وأصحاب القرار من خلال وسائل الإعلام، والتي تتضمن إشارات مستترة حول إجراءات أو أحداث مستقبلية من شأنها أن تخفض من قيمة العملة، وبالتالي يتم توجيه المضاربين والمستثمرين إلى الاتجاه المقصود؛

✓ تطبيق سياسة التيسير الكمي وقد استخدمت هذه السياسة على نطاق واسع بعد الأزمة المالية العالمية، ففي عام 2009 قام بهذا الإجراء الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والمصرف المركزي البريطاني وأيضا المصرف المركزي الياباني¹.

الفرع الثاني: أهداف حرب العملات والأدوات المستخدمة فيها

تعتبر حرب العملات واحدةً من بين أحدث الحروب الاقتصادية، بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف، وذلك من خلال استخدام أدوات عديدة، وفيما يلي سيتم التطرق إلى أهداف وأدوات حرب العملات ببعض من التفصيل.

أولا: أهداف حرب العملات

تسعى حرب العملات لتحقيق مجموعة من الأهداف الآتي ذكرها، سواءً كلها أو البعض منها²:

✓ تحسين الأداء الاقتصادي: تعمل حرب العملات على استخدام كافة الوسائل بما فيها سعر الصرف من أجل الوصول إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للبلد، وكذا زيادة قدرتها على تسويق منتجاتها، وتعمل كذلك على زيادة التوظيف؛

✓ اكتساب مزايا تنافسية عديدة: تعمل حرب العملات على زيادة تنافسية العديد من المنتجات والخدمات المحلية الموجهة للتصدير، حيث يؤدي اضعاف قيمة العملة المحلية إلى زيادة طلب الأجانب على المنتجات والخدمات المحلية لانخفاض سعرها؛

✓ زيادة الصادرات وتحقيق فائض في الحساب التجاري: إن ارتفاع الصادرات نتيجة الميزة التنافسية للسلع والخدمات المحلية تدفع الميزان التجاري للدولة نحو تحقيق فائض، قد يكون مستمر طيلة الفترة التي تم فيها تخفيض قيمة العملة؛

¹ محمد جلال، مرجع سبق ذكره.

² محسن أحمد الخضيرى، حرب العملات: مقدمة في توازنات سعر الصرف وإطالة لعالم جديد من الصراع التنافسي على سيادة العالم، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط 1، 2015، ص ص 65-83.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

✓ توفير نقاط نمو ارتكازية في الاقتصاد الكلي: بفضل الميزة التنافسية التي تمنحها حرب العملات لبعض المنتجات والخدمات خاصة التصديرية منها، تدفع الاقتصاد نحو التخصص أكثر واعتماد اقتصاد الحجم في القطاعات الأكثر مبيعاً، وبالتالي جعلها نقاط مركزية للاقتصاد ككل، والتي بتطورها يتطور معها العديد من القطاعات أو الأنشطة التي قد تتداخل معها، سواءً من حيث توفير بعض السلع الوسيطة أو من خلال شركات النقل لهذه السلع، أو خدمات التأمين... إلخ. وهذا الأمر يعود بالإيجاب على الاقتصاد ككل، حيث يمكن من خلاله زيادة التوظيف والنتاج.

✓ تحقيق اختلال اقتصادي لدى الدول المنافسة: تعمل حرب العملات على بعث الاختلال في اقتصاديات الدول المنافسة، من خلال افقائها لميزتها التنافسية بشكل تدريجي، الأمر الذي يدفع بها إلى إغلاق مراكز قوتها سواءً الإنتاجية أو التسويقية، والذي يؤدي إلى تكديس منتجات شركاتها وإلى افلاسها وتسريح عمالها.

ثانياً: الأدوات المستخدمة في حرب العملات

تدافعت العديد من الأدوات من أجل استخدامها في حرب العملات، حيث تتناسب كل أداة منها مع متطلبات الظروف والأوضاع المحيطة والمتفاعلة مع هذه الحرب، سواء كان استخدامها مباشر وصریح أو كان استخدام غير مباشر. يمكن ذكر بعض الأدوات المستخدمة في حرب العملات كما يلي¹:

✓ أدوات الإصدار: حيث تقوم الدولة بإصدار العملة المحلية بالقدر الوافر الذي يسمح لها بتخفيض قيمة عملتها، ويتجلى اتباع هذه الأداة حديثاً في عمليات التيسير الكمي، والتي نتج عنها إصدار العملات المحلية بالمليارات، كما حدث في الولايات المتحدة واليابان ومنطقة اليورو؛

✓ أدوات التداول: يتم استخدام أدوات التداول من خلال التأثير على سرعة تداول النقود، ومن بين تلك الأدوات نجد أجهزة الدولة المصرفية والالكترونية، ومدى تجهيز المصارف بالعتاد الحديث والتقني، حيث كلما تطورت تلك الأجهزة زادت سرعة تداول النقود، ولسعر الفائدة أيضاً أثر في سرعة التداول، وهو ما يجعل الاقتصاد يخضع للمعادلة التوازنية التالية:

$$\text{سعر العملة} = \frac{\text{كمية النقود} * \text{سرعة تداولها}}{\text{المستوى العام للنشاط الاقتصادي}}$$

إن تأثر سرعة التداول زيادة أو نقصاناً من شأنه تحريك الاقتصاد المحلي، وكذا تؤثر على معاملاته مع الخارج، وبالتالي فهي تؤثر على سلوك الأفراد الاستهلاكي الحالي والمستقبلي؛

✓ أدوات إدارة المعروض النقدي: يعبر المعروض النقدي عن إجمالي النقود التي تم طرحها للتداول، أي تلك النقود التي هي في أيدي الأفراد، ويرتبط المعروض النقدي بقدرة الاقتصاد على استيعاب

¹ المرجع نفسه، ص ص 145-165.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

وامتصاص مختلف الزيادات المتتالية في ذاك المعروض، وإن تأثره على الدخل والإنفاق يقود إلى التأثير على الأسعار، والتي توجهها حرب العملات؛

✓ أدوات معالجة الدورة الاقتصادية: تعمل حرب العملات على أحداث استقرار توازني في الاقتصاد، والذي من خلاله يتم المحافظة على عمليات التنمية، والمحافظة على معدل النمو الاقتصادي ومحققة في نفس الوقت الاستقرار في الأسعار؛

✓ التيسير الكمي: حيث يعمل على تخفيض قيمة العملة من خلال طريقتين مختلفتين: الأولى أنه يعمل على تشجيع المضاربين على تخفيض قيمة العملة، والثاني كون تواجد مبلغ كبير من النقود في التداول يخفض أسعار الفائدة، وبالتالي يسمح ذلك للشركات المحلية بالاقتراض من الداخل وتقدمه أو تقرضه في الدول التي تمنح معدلات فائدة أعلى، وتحقيق أرباح من الفروقات في أسعار الفائدة، ومن الناحية الفنية فهي تقوم ببيع العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية ما يدفع إلى التخفيض من قيمتها¹.

الفرع الثالث: أطراف حرب العملات

يتجلى الصراع بين العملات في تدخلات تقوم بها المصارف المركزية للدول المعنية لتخفيض قيمة العملة بنسب متفاوتة وفترات متباينة، ولقد أثر هذا التسابق بين الدول لتخفيض قيمة عملتها على استقرارية النظام النقدي الدولي، حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية والصين أبرز الدول المتنافسة حول إبقاء عملاتها منخفضة، إضافة إلى دول أخرى بدرجة أقل، وعلى هذا الأساس تم تقسيم أطراف الصراع على النحو التالي:

أولاً: الأطراف الرئيسية

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية والصين أهم قطبين في حرب العملات الدولية الحالية، إذ أنهما أهم محركين لهذه الحرب التجارية، وخاصة في ظل نجاح تدويل اليوان الصيني، واعتماده رسمياً من قبل الصندوق النقدي الدولي كعملة احتياطي عالمي وذلك ابتداء من العام 2016 بنسبة 10.92% من مجمل عملات الاحتياط الخمسة حالياً، ولقد جاء هذا الاعتراف الدولي باليوان تنويجا للصعود الصيني الاقتصادي والسياسي، وهو الأمر الذي ينمي المخاوف الأمريكية بزوال هيمنة الدولار، فالصين تبعا لمختلف التوقعات قادمة لقيادة الاقتصاد العالمي والاندماج فيه مرة أخرى بحلول عام 2030. أيضا تشكل منطقة اليورو منافس قوي لهذين البلدين نظرا للقوة التي يتمتع بها اليورو ولاستقراره النسبي، وتمثل هذه الأطراف في:

¹ محمد مولود غزيل وعلي صاري، حرب العملات - الأزمة القادمة-، دراسات -العدد الاقتصادي-، المجلد 07، العدد 3، سبتمبر 2016، جامعة الأغواط، الجزائر، ص 77.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

1. الصين: تمكنت الصين من أن من تمتلك أكبر احتياطي نقدي من العملات والذهب على مستوى العالم، بالإضافة إلى ذلك فقد احتلت المركز الأول كأكبر مصدر على مستوى العالم وفقاً لإحصائيات منظمة التجارة العالمية لسنة 2019، تأتي بعدها الولايات المتحدة الأمريكية ثم ألمانيا وفي المرتبة الرابعة هولندا¹، وتسعى الصين دوماً إلى إبقاء قيمة عملتها منخفضة مقابل العملات القوية الأخرى لدعم تنافسية صادراتها وانقاص وارداتها. وقد صدرت الصين لأمريكا عام 2019 صادرات تجاوزت قيمتها أزيد من 500 مليار دولار، أي ما يقرب من 100 ضعف حجم التجارة بين الدولتين عام 1979. فالولايات المتحدة وجهة مفضلة للمنتجات الصينية منذ تبني سياسة الإصلاح والانفتاح عام 1979²، وهو الأمر الذي يقلق الطرف الثاني والمتمثل في الولايات المتحدة الأمريكية.

2. الولايات المتحدة الأمريكية: بعد الأزمة المالية العالمية عانى اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية من تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي، والذي سجل تراجع بين سنتي 2008 و2009 بما معدله 2.54%³، وارتفاع عجز الموازنة العامة بجانب تضخم الدين العام وتراجع ملحوظ في سوق العمل، حيث وصل معدل البطالة فيها إلى 10% في شهر أكتوبر 2009⁴، ويستمر الضعف مهيمناً على الاقتصاد الأمريكي بالرغم من الجهود المبذولة من قبل الحكومة أو الاحتياطي الفدرالي الأمريكي من خلال تقديم خطط تحفيز وإنقاذ وتسهيلات، إلا أنها لم تعد كافية لدعم الاقتصاد لذا لم يكن أمام الحكومة والاحتياطي الفدرالي الأمريكي أن ذاك سوى المضي في اتجاهين لتحقيق هدف واحد والمتمثل في دعم تنافسية السلع الأمريكية وخفض سعر صرف الدولار؛

3. منطقة اليورو: تضم منطقة اليورو مجموعة من الدول ذات الاقتصاديات القوية على غرار ألمانيا وفرنسا، حيث شكل الفائض التجاري الألماني 217.1 مليار يورو سنة 2014، وبذلك صنفت الأولى عالمياً من حيث الفائض التجاري⁵، وتعتبر أكبر دولة مصنعة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي ككل. ويعتبر اليورو من أقوى العملات وأكثرها استقراراً، حيث يشكل مخاوف كبيرة بالنسبة للعملات الأخرى التي تود بقاءه مرتفعاً خاصةً أمام الدولار الأمريكي، فالمصرف المركزي الأوروبي

¹ موقع أرقام، أكبر الدول المصدرة للسلع والخدمات في العالم، متاح على الرابط: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1424182> تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2021-09-02.

² طارق ليساوي، مرجع سبق ذكره.

³ World Bank, World Development Indicators, accessible at the link: <https://data.worldbank.org>

⁴ Federal Reserve Bank of St. Louis, accessible at the link: <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>

⁵ اسكندر الديك، ألمانيا الأولى عالمياً في الفائض التجاري، جريدة الحياة، متاح على الرابط: <https://www.imlebanon.org/2015/03/26/germany-first-in-the-world-in-trade-surplus> نشر بتاريخ: 2015-03-26.

2015، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2021-09-05.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

يسعى من أجل الحيلولة دون ارتفاع اليورو بشكل كبير وخفض أو تقليص صدى التقلبات التي يشهدها سوق الصرف.

ثانياً: الأطراف الثانوية

1. اليابان: يعتبر الاقتصاد الياباني من الاقتصاديات التي تعتمد بشكل رئيسي على الصادرات في تحقيق النمو الاقتصادي، إلا أن القوة المفرطة وغير المرغوبة للين الياباني أمام الدولار الأمريكي سنة 2010 أثرت سلباً على الصادرات اليابانية، ونتيجة لذلك اضطر المصرف المركزي الياباني إلى التدخل المباشر في سوق الفوركس. حدث هذا التدخل المباشر بعد أن وصل الين إلى مستويات قياسية اعتبرت آنذاك الأعلى منذ 15 عامًا، حيث صرح وزير المالية الياباني Yoshihiko Noda وعلى فترات متباعدة بأن المصرف المركزي الياباني سيتخذ ما يراه مناسباً من إجراءات إذا استدعت الحاجة لذلك، دون أن يصرح بشكل مباشر بأنه سيتدخل لبيع الين أمام العملات الرئيسية، إلا أن هذا التدخل لم يكن ناجحاً حيث عاود الين صعوده من جديد، وربما يعود سبب عدم نجاح سياسة تخفيض قيمة الين الياباني إلى تدخل الصين لشراء الين واتخاذها سياسة معاكسة لسياسة المصرف المركزي الياباني، حيث يعتبر هذا التدخل خطوة في السباق نحو خفض قيمة العملة، وخطوة أخرى لظهور مصطلح حرب العملات بين الدول¹.

2. بريطانيا: تصنف على أنها من دول العجز التجاري، حيث بلغ العجز التجاري فيها 12.20 مليار جنيه استرليني في سبتمبر 2015²، وتعتبر منطقة اليورو الشريك التجاري الأول لبريطانيا، وهو ما يعني حساسية موقف الجنيه الإسترليني أمام اليورو، هذه الحساسية تظهر بشدة على تحركات اليورو أمام الإسترليني والمعروف باسم الزوج الملكي، حيث شهد منذ منتصف سنة 2010 تحركات عنيفة، حيث وصل سعر صرف الجنيه 1.22324 يورو خلال شهر جوان 2010، ووصل مستوى قياسي شهر جويلية 2015 إذ قدر بـ 1.42025 يورو، وهو الذي عرف بتحركاته الهادئة والبطيئة حيث كان 1 جنيه يساوي 1.04987 يورو في شهر ديسمبر 2008³؛

3. سويسرا: تعتبر سويسرا ساحة مالية كبيرة نتيجة سياسة الحياد التي تعتمدها الحكومة السويسرية وابتعادها عن المنازعات والمشاكل الدولية، وتأتي قوة الفرنك السويسري من طبيعة المصرف المركزي السويسري الذي يتمتع بأعلى درجات الاستقلالية المتعارف عليها دولياً. غير أن المصرف المركزي السويسري المشهور بتدخلاته في سوق الصرف مثل اليابان فقد خسر خلال عام

¹ محمد جلال، مرجع سبق ذكره.

² متاح على الرابط: <https://sa.investing.com/economic-calendar/trade-balance-284> تم الاطلاع عليه بتاريخ: 03-2021-09.

³ Federal Reserve Bank of St. Louis, accessible at the link: <https://fred.stlouisfed.org/series/CCEUSP01GBM651N>

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

2010 ما يقرب من 15 مليار دولار أمريكي ضمن محاولاته وقف الارتفاع المضطرد لسعر صرف الفرنك السويسري¹؛

4. الاقتصاديات الناشئة: تضم الاقتصاديات الناشئة مجموعة من الدول وتعد دول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) من أهمها، وهي دول تعتمد بشكل رئيسي على التصدير، مثل سنغافورة وتايوان على سبيل المثال. هذه الدول ذات فائض تجاري كبير ولديها سعر فائدة كبير مقارنة بالدول الكبرى ذات العجز التجاري وهو ما يسهل تدفق رؤوس الأموال إليها، فهذه الدول لا ترغب في انخفاض قيمة الدولار عالمياً لأنه يغذي التضخم فيها، وهو ما يدفع مصارفها المركزية إلى رفع سعر الفائدة، وبالتالي يحدث تباطؤ لوتيرة النمو فيها. الهند أيضاً من الدول التي لا ترغب ليس فقط في انخفاض قيمة الدولار فحسب، بل اليونان الصيني أيضاً، لأنه يمنعها من منافسة المنتجات الصينية المنخفضة السعر، وبالتالي تأثر حصصها التصديرية في السوق العالمي. على الجانب الآخر من الكرة الأرضية وتحديداً في البرازيل والتي تعد واحدة من أهم الاقتصادات الناشئة ومن أكبر المعارضين لأي تحركات نحو خفض قيمة الدولار الأمريكي، ولا ننسى أن ظهور مصطلح "حرب العملات" جاء على خلفية تصريحات وزير المالية البرازيلي في سبتمبر 2010، والذي قال حرفياً بأن المصارف المركزية انزلت في "حرب عملات عالمية". وأعلن صراحة عن القيام بشراء كميات معتبرة من الدولار الأمريكي كي يحافظ على سعر صرف الريال البرازيلي، حتى أن تدخل مصرفه المركزي وصل لما يقارب 1 مليار دولار أمريكي في اليوم الواحد².

¹ محمد جلال، مرجع سبق ذكره.

² المرجع نفسه.

انطلاقاً مما تم عرضه في هذا الفصل تبين لنا أن سعر الصرف يعتبر واحداً من أهم الأسعار في أي اقتصاد وطني مفتوح على العالم الخارجي، كما أنه يأخذ أشكالاً عديدةً بين الإسمية والحقيقية، وله تأثيرات بالغة الأهمية على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال الوظائف التي يؤديها؛ كما أنه يتأثر بعدة عوامل اقتصادية منها وغير اقتصادية، وتديره السلطات النقدية بسياسات مختلفة تتجلى أهم تلك السياسات في سياسة تخفيض قيمة العملة المحلية وسياسة الرقابة على الصرف؛ كما أن قيمته تحدد في سوق خاص يدعى سوق الصرف الأجنبي، ويقوم هو الآخر بعدة وظائف أهمها تحديد أسعار صرف العملات والسماح بتسوية المبادلات الخارجية؛ وتعدد أنواع هذه الأسواق بين فوري وأجل، بالإضافة إلى أنواع أخرى، والتي تتيح لمختلف المتدخلين فيه من أفراد ومضاربين ومؤسسات رسمية وخواص مختلف ما يحتاجونه من العملات.

لقد اتسمت أسعار الصرف بالثبات في ظل النظم الثابتة لسعر الصرف، بدءاً من نظام الذهب بمختلف مراحلها، إلى غاية آخر نظام لثبات أسعار الصرف والمتمثل في نظام بريتون وودز، حيث كان انهياره بسبب الاختلالات الكبيرة التي شهدتها موازين مدفوعات الدول خاصة ميزان المدفوعات الأمريكي، الأمر الذي أدى بالكثير من الدول إلى ترك عملاتها تتقلب بحرية تحت تأثير العرض والطلب عليها، وهذا ما يسمى بالنظام المرن لسعر الصرف. وبينه وبين النظام الثابت عدة أنظمة وسيطة، ولإتباع أي نظام هناك محددات عديدة تسترشد بها الدول لاختيار نظام صرف ملائم لاقتصادها لعل أهم تلك المحددات الصفات الهيكلية وطبيعة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد.

ولما كان الاقتصاد الرأسمالي يتميز بتوالي الصدمات والأزمات، ولعل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أشدها وأعنفها، الأمر الذي جعل عدة اقتصاديات تتبع سبل نقدية غير تقليدية للخروج منها، ولتلك التدخلات آثار مختلفة على المتغيرات الاقتصادية الكلية، ولعل سعر الصرف أهم تلك المتغيرات، حيث بينا من خلال مختلف النظريات المفسرة لسلوك سعر الصرف العلاقة الممكنة بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف، حيث تعتبر نظرية تعادل القوة الشرائية، ونظرية تعادل أسعار الفائدة أهم نظريتين تخدمان موضوع دراستنا. ومن أجل تفسير أكثر لتلك العلاقة واعتماداً على النظريات سألنا الذكر فقد ظهرت عدة نماذج في هذا المجال، حيث اعتنت هذه الدراسة وتماشياً مع هدفها بالنماذج النقدية، انطلاقاً من النموذج النقدي الأساسي إلى غاية النموذج النقدي لسعر الصرف التوازني. وقد وصف بعض السياسيين والاقتصاديين على غرار ما صرح به وزير المالية البرازيلي **Guido Mantega** في سبتمبر 2010 العلاقة بين السياسة النقدية التوسعية في صيغتها غير التقليدية وسعر الصرف بأنها عبارة عن حرب للعملات، أطرافها الأساسية الولايات المتحدة الأمريكية والصين ومنطقة اليورو، أما أطرافها الثانوية فهي عديدة، على غرار اليابان وسويسرا وانجلترا، واقتصاديات ناشئة أخرى كالنمور الآسيوية وتركيا والهند والبرازيل.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسعر الصَّرف وتأثره بالسياسة النقدية غير التقليدية

ولإثبات مدى وجود هذه الحرب وباستخدام النظريات والنماذج سألقة الذكر، سنقوم من خلال الفصل الثالث وباستخدام النهج القياسي وبالتطبيق على عدة حالات، تبيان علاقة تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف.

الفصل الثالث:
دراسة قياسية لأثر
تطبيق السياسة
النقدية غير
التقليدية في سعر
الصراف

مقدمة الفصل الثالث

خلال هذا الفصل ومن أجل الإجابة عن إشكالية الدراسة ومختلف أسئلتها الفرعية سنقوم بتطبيق خمسة نماذج قياسية، بالاعتماد على الدراسات السابقة التي تم عرضها سابقاً، وكذا النموذج المقترح من طرف Hooper & Morton، وذلك كونه يشتمل على عدة متغيرات من شأنها أن تمثل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث يشمل المتغيرات النقدية: كالقاعدة النقدية والتي تم استخدامها في العديد من الدراسات السابقة على غرار دراسة كل من محمد بوطبة وأحمد طويل، ودراسة Jens Klose، بالإضافة إلى معدلات الفائدة والتي اعتمدها بعض الدراسات السابقة على غرار دراسة كل من إمام محمد سعد إمام، بالإضافة إلى دراسة Michel Dupuy، كما أنه يعتبر نموذج شامل للعديد من النظريات التي تفسر سلوك سعر الصرف كنظرية تعادل القوة الشرائية التي تستخدم معدلات التضخم في تفسير أسعار الصرف، وقد اعتمد عليها دراسة Arnaldo López-Marmolejo & Daniel Ventosa-Santaulària وكذا دراسة John Thornton & Caterina di Tommaso، ونظرية تعادل أسعار الفائدة، ونظرية الأرصدة والتي استخدمها Jordi Galí في دراسته، وكذا دراسة Arnaldo López-Marmolejo & Daniel Ventosa-Santaulària التي استخدمت من بين المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة رصيد الحساب الجاري.

تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، خلال المبحث الأول سنقوم بالتطرق إلى الجانب النظري للنماذج المستخدمة في الدراسة القياسية، وخلال المبحث الثاني سنحاول قياس تأثير سعر صرف عملة اتحاد نقدي مقابل عملة دولة كل منهما اتبعا السياسة النقدية غير التقليدية، حيث سنقوم بتقدير نموذج يقيس تأثير سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو بالسياسة النقدية غير التقليدية المتبعة في كل من منطقة اليورو والمملكة المتحدة؛ أما المبحث الثالث فقد خصص لدراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولتين طبقاً السياسة النقدية غير التقليدية، حيث تم تقدير نموذجين لقياس هذا الأثر، خصص الأول لتقدير سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، بينما النموذج الثاني خصص لتقدير سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، وهذا لمعرفة مدى تأثيرهما بالسياسة النقدية غير التقليدية المتبعة في البلدين، ومن خلال المبحث الرابع سنحاول قياس تأثير سعر صرف دول لم تستخدم السياسة النقدية غير التقليدية مقابل اتحاد نقدي ودولة اتبعت تلك السياسة، حيث تم اختيار من أجل ذلك نموذجين خصص الأول لتقدير سعر صرف الدولار أمريكي مقابل الريال البرازيلي، أما النموذج الثاني فقد خصص لتقدير سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو، حيث اعتبرنا كلاً من الاقتصاد البرازيلي والتركي كاقتمادات متلقية للصدمات الناجمة عن استخدام الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو للسياسة النقدية غير التقليدية.

المبحث الأول: الإطار النظري لنماذج VAR ونماذج ARDL

قصد تقدير النماذج المستخدمة في الدراسة القياسية سنقوم في البداية بإعطاء ومضة حول الجانب النظري لنماذج أشعة الانحدار الذاتي باعتبارها النماذج المستخدمة في تقدير عدة نماذج في دراستنا هذه، وذلك خلال المطلب الأول من هذا المبحث؛ كما سيتم التطرق إلى الإطار النظري العام للنمذجة القياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول: الأدبيات النظرية لنماذج أشعة الانحدار الذاتي

من بين النماذج القياسية الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية ودراسة العلاقات بين مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي نجد نماذج أشعة الانحدار الذاتي، والذي يرمز له بنموذج VAR اختصارًا لـ (Vector Auto-Regression)، إذ يعمل هذا النموذج على المزج بين نماذج المعادلات الآنية السائدة قبله ونماذج السلاسل الزمنية، حيث يتم من خلاله تفسير التغير في كل متغيرات الدراسة بسلوك ذلك المتغير في الماضي وماضي باقي المتغيرات الداخلية الأخرى المشكلة للنموذج، وتعتبر هذه المنهجية بأن جميع المتغيرات في هذا النموذج هي عبارة عن متغيرات داخلية (أي تتحد قيمها داخل النموذج)، لذلك فإن من أساسيات تقدير هذا النموذج هو تحديد متغيرات الدراسة وفترات الإبطاء المثلى لها.

الفرع الأول: عموميات حول نماذج أشعة الانحدار الذاتي

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق لبعض المفاهيم العامة المتعلقة بنماذج أشعة الانحدار الذاتي، حيث سيتم في البداية الإشارة إلى تعريفه كما سيتم التطرق إلى الكتابة الرياضية للنموذج، وأخيرًا تبيان أهم خصائصه.

أولاً: تعريف نماذج أشعة الانحدار الذاتي

ظهرت نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR كبديل لنماذج المعادلات الآنية، التي عرفت انتقادات كثيرة خاصةً من طرف كلاً من Granger سنة 1969 و Sims سنة 1980، في ظل بيئة اقتصادية مضطربة، ولعل أهم تلك الانتقادات هي الموجهة لضعف التنبؤات الناتجة عن استخدام النماذج التقليدية. وقد قام الاقتصادي Christopher Sims باقتراح نموذج أشعة الانحدار الذاتي VAR في العام 1980 من خلال مقاله المعنون بـ: (Macroeconomics and Reality)¹. كان Sims يرى أن الطريقة التقليدية في بناء النماذج القياسية الآنية تعتمد وجهة النظر التفسيرية، إذ تتضمن الكثير من الفرضيات غير المختبرة مثل استبعاد بعض المتغيرات من بعض المعادلات من أجل الوصول إلى تشخيص مقبول للنموذج، وكذلك الأمر فيما يتعلق باختيار المتغيرات الخارجية (Exogenous Variables)، وشكل توزيع فترات الإبطاء الزمني.

¹ Christopher A. Sims, *Macroeconomics and Reality*, *Econometrica*, Volume 48, N° 1, Jan 1980, pp. 1-48.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

وقد جاء Sims بفكرة جديدة مفادها وجود علاقات آنية بين عدد من المتغيرات التي يجب أن تعامل كلها بنفس الطريقة، منتقدًا قرار التمييز بين المتغيرات. كما وأنه حسب رأيه يجب أن لا يكون هناك تمييز بين المتغيرات الداخلية والخارجية، وعليه فيجب أن تعامل جميع المتغيرات كمتغيرات داخلية، يعني ذلك أن كل معادلة في شكلها المختزل لها نفس مجموعة الانحدار، مما يقودنا إلى بناء نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR¹.

ثانياً: الصيغة الرياضية لنماذج أشعة الانحدار الذاتي

اقترح Sims في نماذج VAR معاملة جميع المتغيرات بنفس الطريقة (أي دون استبعادها أو اعتبارها خارجية)، وكذا إدخالها جميعاً في المعادلات باستخدام نفس فترات الإبطاء الزمنية p ، أي باعتبار كل المتغيرات داخلية وليكن عددها K متغير، حيث يرمز للنموذج بالرمز $VAR(p)$ وصيغته كالتالي²:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \dots (3 - 1)$$

بحيث:

$$Y_t = \begin{bmatrix} y_{1,t} \\ y_{2,t} \\ \vdots \\ y_{k,t} \end{bmatrix}; A_{p \neq 0} = \begin{bmatrix} a_{1p}^1 & a_{1p}^2 & \dots & a_{1p}^k \\ a_{2p}^1 & a_{2p}^2 & \cdot & a_{2p}^k \\ \vdots & \cdot & \cdot & \cdot \\ a_{kp}^1 & a_{kp}^2 & \cdot & a_{kp}^k \end{bmatrix}; A_0 = \begin{bmatrix} a_1^0 \\ a_2^0 \\ \vdots \\ a_k^0 \end{bmatrix}; \varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{kt} \end{bmatrix} \dots (3 - 2)$$

نرمز: $\sum \varepsilon = E(\varepsilon_t \varepsilon_t')$ ، مصفوفة ذات بعد (k,k) للتباين المشترك للأخطاء. هذه المصفوفة

بالطبع غير معروفة. يمكن كتابة هذا التمثيل باستخدام عامل التأخير كالتالي:

$$A(D)Y_t = A_0 + \varepsilon_t \text{ أو } (I - A_1 D - A_2 D^2 - \dots - A_p D^p)Y_t = A_0 + \varepsilon_t$$

يكون نموذج VAR مستقر إذا كان يفي بالشروط الكلاسيكية الثلاثة التالية:

- 1- $E(Y_t) = \mu \forall t$;
- 2- $Var(Y_t) < \infty$;
- 3- $Cov(Y_t, Y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = \Gamma_k \forall t$.

وبصفة عامة تكون السيرة VAR مستقرة إذا كان كثير الحدود المعرف انطلاقاً من محدد

المصفوفة $0 = \det(I - A_1 Z - A_2 Z^2 - \dots - A_p Z^p)$ ، كل الجذور خارج الدائرة الوحدوية.

ثالثاً: خصائص نماذج أشعة الانحدار الذاتي

يتميز نموذج VAR ببعض الخصائص الجيدة جداً³:

¹ Dimitrios Asteriou & Stephen G. Hall, **Applied Econometrics**, 4th Edition, Macmillan Education, London, U K, 2021, p 347.

² Régis Bourbonnais, **Econométrie**, 10ème édition, Dunod, Paris, France, 2018, pp 299-300.

³ **Ibid**, p 348.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

- ✓ بسيطة للغاية ولا يلزم لمطبقها التفريق فيها بين المتغيرات الداخلية والخارجية؛
- ✓ عملية التقدير بسيطة جداً، حيث أنه يمكن تقدير كل معادلة بشكل منفصل باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، والتي تعتبر من أسهل الطرق للتقدير؛
- ✓ التوقعات التي تم الحصول عليها من نماذج VAR أفضل في معظم الحالات من تلك التي تم الحصول عليها من نماذج المعادلات الآنية والتي تعتبر أكثر تعقيداً.
- على الرغم من الخصائص التي امتازت بها نماذج VAR إلا أنها لم تخلو من بعض أوجه الانتقاد، حيث تمثلت أهم الانتقادات الموجهة إليها في:
 - ✓ الانتقاد الأول كونها غابت النظرية الاقتصادية في عمليات التقدير، بمعنى آخر لم يتم تقييد أي من معاملات النموذج، حيث كل متغير يسبب الآخر. غير أنه يمكن التغلب على هذا الانتقاد باستخدام الاختبارات الإحصائية، حيث يمكن تقدير النموذج والتخلص من المعاملات التي تكون غير معنوية، وذلك من أجل الحصول على نموذج قد يحوي النظرية الاقتصادية، يتم إجراء هذا الاستدلال عادةً باستخدام ما يسمى باختبارات السببية.
 - ✓ الانتقاد الثاني يتعلق بفقدان درجات الحرية. إذا افترضنا أن لدينا نموذج VAR ثلاثي المتغيرات وقررنا تضمين 12 تأخيراً لكل متغير في كل معادلة، فسيستلزم ذلك تقدير 36 معلمة في كل معادلة بالإضافة إلى ثابت المعادلة. إذا لم يكن حجم العينة كبيراً بشكل كافٍ، فإن تقدير هذا العدد الكبير من المعلمات سيستهلك درجات عديدة من الحرية، وبالتالي يخلق مشاكل في التقدير؛
 - ✓ الانتقاد الأخير الموجه لنماذج VAR هو صعوبة تفسير المعاملات التي تم الحصول عليها، لنماذج VAR بسبب افتقارها إلى أي خلفية نظرية. للتغلب على هذا الانتقاد قام المؤيدون للنموذج بتقدير ما يسمى بدالة الاستجابة الفورية (Impulse Response Function)، حيث تختبر استجابة المتغير التابع إلى الصدمات في حد الخطأ¹.

الفرع الثاني: الاختبارات القبلية لبناء نماذج أشعة الانحدار الذاتي

- من أجل بناء نموذج VAR يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية المستخدمة في التقدير مستقرة، أي أنها لا تحتوي على جذر الوحدة؛ كما يجب تحديد فترات الإبطاء المثلى التي ستعتمد في تقدير النموذج، ودراسة إمكانية وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة من عدمه.

¹ العشي وليد، مرجع سبق ذكره، ص 251.

أولاً: استقرارية السلاسل الزمنية

إن معظم الدراسات الإحصائية والقياسية تفترض أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة أو ساكنة، في حين أن غالبية السلاسل الزمنية سواء كانت اقتصادية أو غير اقتصادية تتميز بعدم الاستقرار نتيجة عدم استقرار الظروف المحيطة بها.

إن السلسلة الزمنية المستقرة هي تلك التي تتغير مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط الحسابي فيها، وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبياً، أي أن السلسلة لا يوجد فيها اتجاه لا نحو الزيادة ولا نحو النقصان، ونقول عن سلسلة زمنية مستقرة بمعنى ضعيف إذا كانت توقعها، تبايناتها، وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن¹.

لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية هناك العديد من الأساليب والطرق أبسطها المشاهدة العادية للتمثيل البياني للسلاسل الزمنية موضوع الدراسة، ويأتي تحليل دالة الارتباط الذاتي كأسلوب آخر لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية، غير أن معظم الدراسات تستعمل مجموعة من الاختبارات لعل أهمها اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey- Fuller)، ويرمز له اختصاراً بـ ADF واختبار فيليبس بيرون (Phillips-Perron) واختصاره P P وهذا الأخير سيتم الاعتماد عليه خلال دراستنا هذه، إذ يتيح لنا هذان الاختباران تبيان ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أو غير مستقرة، وذلك من خلال تحديد ما إذا كان هناك جذور وحدوية (unit roots) واتجاه عام زمني أم لا.

تعتمد هذه الاختبارات على فرضيتان؛ الأولى فرضية العدم H_0 وهي تعني وجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة غير مستقرة، أما الفرضية البديلة فهي H_1 وهي تمثل حالة رفض فرضية العدم، هذا يعني أن السلسلة مستقرة، وهذا بعض التفصيل عن آلية عملهما:

1. اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey- Fuller)²: يعتبر اختبار ديكي فولر الموسع أو كما يطلق عليه في بعض الأحيان المطور من أهم اختبارات الجذر الوحدوي وأكثرها استخداماً، ويرتكز على الفرضية ($H_1: |\phi| < 1$) وعلى التقدير بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS للنماذج الثلاثة التالية³:

$$\checkmark \text{ النموذج الأول: دون اتجاه زمني ودون قاطع: } \Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_j \Delta x_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\checkmark \text{ النموذج الثاني: يتضمن قاطع فقط: } \Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_j \Delta x_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

¹ شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011، ص 200.

² للمزيد، يمكن الاطلاع على:

- David A. Dickey and Wayne A. Fuller, **Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root**, *Econometrica*, Vol. 49, No. 4 (Jul., 1981), pp. 1057-1072.

³ Régis Bourbonnais, **Op-Cit**, p 268.

✓ النموذج الثالث: يتضمن قاطع واتجاه زمني:

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_j \Delta x_{t-j+1} + c + bt + \varepsilon_t$$

حيث يمكن تحديد قيمة p وفق معيار Akaike أو معيار Schwarz.

2. اختبار Phillips Perron¹: يتميز عن الاختبار السابق بأنه يعطي تقديرات قوية في حالة السلاسل التي لها ارتباط متسلسل وتباين غير ثابت، يركز هذا الاختبار على تصحيح غير معلمي لإحصائيات Dickey- Fuller من أجل أخذ الأخطاء بعين الاعتبار. ويتم عبر أربع مراحل كالتالي²:

✓ المرحلة الأولى: تقدير المربعات الصغرى العادية لنماذج الاختبار الأساسية الثلاثة ل-Dickey- Fuller، وحساب الإحصائيات المرتبطة بها، مثل سلسلة البواقي e_t ؛

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2$$

✓ المرحلة الثانية: تقدير الانحراف في المدى القصير

✓ المرحلة الثالثة: تقدير التباين في المدى الطويل، ويحسب انطلاقاً من تباينات البواقي للنماذج

$$s_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^t \left(1 - \frac{i}{n}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-i}$$

ولتقدير هذا التباين في المدى الطويل لا بد من وجود قيمة تأخر (L) المقدر كدالة لعدد المشاهدات

$$L \approx 4 \left(\frac{n}{100}\right)^{\frac{2}{9}}$$

حيث: n

✓ المرحلة الرابعة: حساب إحصائية PP من خلال المعادلة التالية:

$$t_{\hat{\theta}_1}^* = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\theta}_1 - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\theta}_1}} + \frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\theta}_1}}{\sqrt{k}}$$

حيث أنه: $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_t^2}$. يجب مقارنة الإحصائية $t_{\hat{\theta}_1}^*$

المتحصل عليها بالقيم الحرجة لجدول MacKinnon.

ثانياً: تحديد درجة التأخير المثلى (Lag Order Selection Criteria)

فترات التأخير أو الفجوة الزمنية أو فترات الإبطاء (Lag) هي المدة اللازمة لظهور تأثير القيم الحالية بالقيم السابقة للظاهرة المدروسة. وهناك أساساً ثلاث طرق يتم استخدامها لتحديد هيا³:

1. باستخدام بعض نماذج النظرية الاقتصادية؛

¹ يمكن الاطلاع على:

- Peter C. B. Phillips and Pierre Perron, **Testing for a Unit Root in Time Series Regression**, Biometrika, Vol. 75, No. 2 (Jun., 1988), pp. 335-346.

² Régis Bourbonnais, **Op-Cit**, p 269.

³ Sam Ouliaris & all, **Quantitative Macroeconomic Modeling with Structural Vector Autoregressions An Eviews Implementation**, 2018, <https://www.eviews.com/StructVAR/structvar.html>, p p 27-28.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

2. باستخدام قاعدة الإبهام، حيث أنه في التعامل مع البيانات الفصلية نختار $p=4$ وعند

استخدام البيانات الشهرية نختار $p=6$ ؛

3. باستخدام المعايير الإحصائية التي تعمل على تدنية مجموع مربعات البواقي.

ويعد استخدام المعايير الإحصائية أكثر المعايير شيوعًا واستخدامًا، حيث أنه من أجل تجنب الحكم الشخصي فيما يتعلق بطول مدة التباطؤ الزمني اقترحت عدة معايير إحصائية يمكن الاستعانة بها، ومن خلال التطبيق العملي يمكن أن نحصل على نتائج مختلفة لهذه المعايير، في هذه الحالة نقوم باختيار التباطؤ الزمني الذي حصلنا عليه في أكبر عدد من المعايير الإحصائية، ولعل أهم تلك المعايير:

$$AIC = -2 \left(\frac{L}{T} \right) + 2 \left(\frac{K}{T} \right) \quad \checkmark \text{ معيار Akaike info criterion يرمز له بـ AIC}$$

$$SC = -2 \left(\frac{L}{T} \right) + \frac{\ln(T)K}{T} \quad \checkmark \text{ معيار Schwarz criterion يرمز له بـ SC}$$

$$HQ = -2 \left(\frac{L}{T} \right) + 2 \frac{\ln(\ln(T))K}{T} \quad \checkmark \text{ معيار Hannan-Quinn يرمز له بـ HQ}$$

ثالثًا: اختبار التكامل المشترك

قُدِّم أول مرة مفهوم تحليل التكامل المشترك (Co-integration) من طرف Granger سنة 1983، ومن طرف Engel & Granger سنة 1987¹، وقد اعتبره الاقتصاديون بمثابة ثورة جديدة لما له من أهمية كبيرة في مجال الاقتصاد القياسي، وتحليل السلاسل الزمنية، لكن ما يعاب عليه أنه يقوم بدراسة العلاقة بين سلسلتين زمنتين فقط مما شكل عائقًا أمام الدراسات متعددة المتغيرات، واعتبر هذا عجزًا في هذه المنهجية؛ فاقترح كل من Johansen و Stock-Watson سنة 1988 أسلوبًا جديدًا يعتمد على مقدرات المعقولة العظمى، وفي سنة 1990 تم تطوير هذه المنهجية في دراسات Johansen-Julius²، ثم قام Johansen بإعطاء فكرة أوضح عن هذه التقنية الجديدة سنة 1991³، حيث تسمح هذه التقنية بإمكانية إجراء اختبار التكامل المشترك بين مجموعة من المتغيرات ولكن بشروط: الشرط الضروري للتكامل يتمثل في أن السلاسل ينبغي أن تكون متكاملة من نفس الدرجة (الرتبة) على أن لا تفوت الدرجة الأولى، بالإضافة إلى التقنية السابقة هناك تقنية استخدمت من قبل Pesaran and Shin خلال سنوات 1995-1997 وقد قام بتطويره Pesaran & al في سنة 2001 والمعروفة بمنهج اختبار الحدود، لا يستلزم هذا الاختبار أن

¹ Robert F. Engle and C. W. J. Granger, **Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing**, *Econometrica*, Vol. 55, No. 2, Mar 1987, p p. 251-276.

² Søren Johansen & Katarina Juselius, **Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration -with Applications to the Demand for Money**, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52; Iss. 2, 1990, p p 169-210.

³ Søren Johansen, **Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models**, *Econometrica*, Vol. 59, No. 6 (Nov., 1991), p p 1551-1580.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الرتبة نفسها $I(0)$ أو من الرتبة الأولى $I(1)$ بشرط أن لا تكون متكاملة من الرتبة الثانية $I(2)$ فقط، غير أنه يجب أن يكون المتغير التابع مستقر في الفرق الأول $I(1)$ ؛ سيتم التطرق إلى تفاصيل هذه المنهجية خلال المطلب الثاني من هذا المبحث، إذا كانتا غير متكاملتين من نفس الدرجة، فهذا يعني أنهما لا تحققان خاصية التكامل المشترك. ويتم تحديد عدد علاقات التكامل المشترك باختبارين هما: اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية أو الكامنة العظمى¹. وهذا بعض التفصيل عنهما²:

1. اختبار الأثر ($\text{Trace test}-\lambda_{\text{trace}}$): يأخذ هذا الاختبار الصيغة الآتية:

$$\lambda_{\text{trace}} = -T \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i)$$

حيث:

λ_i القيمة الذاتية رقم i للمصفوفة M ؛ T حجم العينة؛ K عدد المتغيرات و r رتبة المصفوفة.

تتبع هذه الإحصائية قانوناً احتمالياً يشبه إلى حد كبير توزيع χ^2 مجدولاً بالاستعانة بعملية محاكاة قام بها (1990) Johansen and Juselius يكون اختبار Johansen كما يلي:

✓ رتبة المصفوفة π تساوي الصفر ($r = 0$)، أي $H_0: r = 0$ ضد الفرضية $H_1: r > 0$ إذا رفضنا الفرضية H_0 نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية أكبر تماماً من القيمة الحرجة L Johansen and Juselius فإننا نرفض H_0).

✓ رتبة المصفوفة π تساوي الواحد ($r = 1$)، أي $H_0: r = 1$ ضد الفرضية $H_1: r > 0$ إذا رفضنا الفرضية H_0 نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية أكبر تماماً من القيمة الحرجة L Johansen and Juselius فإننا نرفض H_0).

إذا رفضنا H_0 في النهاية واختبرنا بعدها الفرضية $H_0: r = k - 1$ ضد $H_1: r = k$ وقمنا برفض H_0 ، فإن رتبة المصفوفة هي $r = k$ وفي هذه الحالة لا يوجد علاقة تكامل مشترك باعتبار أن المتغيرات هي $I(0)$.

2. اختبار القيمة الكامنة العظمى ($\text{Maximum Eigen Values test}-\lambda_{\text{max}}$): يأخذ هذا الاختبار

$$\lambda_{\text{max}}(, r + 1) = -n \ln(1 - \lambda_{r+1})$$

حيث: λ القيمة العظمى الكامنة؛ r : عدد متجهات التكامل المشترك؛ n : عدد المتغيرات في النظام.
صيغة الاختبار:

¹ شيخي محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 299-304.

² أحمد العيش، أثار الإنفاق العام على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة «1990-2017»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ل م د تخصص اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2019-2020، ص ص 117-118.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

✓ الفرضية الصفرية $H_0: \lambda_{\max-t} < \lambda_{\max-c}$ عدد المتجهات التكامل المشترك هو r .

✓ الفرضية البديلة $H_1: \lambda_{\max-c} > \lambda_{\max-t}$ عدد المتجهات التكامل المشترك هو $r+1$.

الفرع الثالث: تشخيص نماذج أشعة الانحدار الذاتي

حتى نتمكن من الاعتماد على النموذج المقدر في تفسير الظاهرة المدروسة، يجب التأكد من صلاحية النموذج من الناحية القياسية، وهذا بمعرفة مدى انسجام النموذج المقدر وخلوه من المشاكل القياسية. هناك العديد من الاختبارات القياسية غير أن أكثرها شيوعاً هو اختبار استقراره النموذج ككل، يليه عدة اختبارات على البواقي، حيث يتم اختبار مدى ثبات تباينها، إضافة إلى التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، وهل تتوزع توزيعاً طبيعياً أم لا.

أولاً: اختبار استقرارية النموذج

من أجل دراسة استقرار النموذج المقدر ككل تعتمد غالبية الدراسات على اختبار الجذور المقلوبة (Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial)، حيث يعتمد هذا الاختبار على تقدير معاملات القيم الذاتية لنموذج (VAR) المستخدم، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للنموذج إذا كانت كل الجذور تقع داخل الدائرة الأحادية.

ثانياً: اختبار عدم ثبات التباين (Hétéroscédasticité)

المقصود بثبات التباين هو وجود تباين متساو للبواقي، يعني أن حدود الخطأ متساوية الانتشار (Homoscedasticity). أما عدم ثبات التباين فهو عكس ذلك، وبشكل عام يحدث عدم ثبات التباين في إطار البيانات المقطعية؛ لكن هذا لا يعني أنه غير ممكن في نماذج السلاسل الزمنية. وفي هذه الحالة تنهك فرضية ثبات التباين، ويعتمد تباين حدود الخطأ على قيمة المتغيرات المفسرة، وقد تنتج هذه المشكلة من خطأ في توصيف النموذج، كما قد تكون راجعة إلى طبيعة البيانات حيث أنها هي من تعطي فرصة لتكون هناك تباينات في حد الخطأ العشوائي؛ وإن وجود هذه المشكلة في التقدير من شأنه ابقاء المعالم المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية متصفة بعدم التحيز والاتساق، ولكن تفقد صفة الكفاءة، وتكون أقل مصداقية في التنبؤ من الطرق الأخرى؛ كما تصبح التباينات المقدر كبيرةً وكذلك التباينات المشتركة (Covariance) الخاصة بالمعالم المقدر متحيزة وغير متسقة. وهناك عدة طرق واختبارات قياسية للكشف عن عدم ثبات التباين لعل أهمها اختبار (Harvey)، اختبار (White)، اختبار (Breusch – Pagan – Godfrey)، اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء (ARCH-LM)¹.

¹ للاطلاع أكثر على الموضوع، يمكن الاطلاع على:

خالد محمد السواعي، مبادئ الاقتصاد القياسي، دار الكتاب الثقافي، بدون بلد النشر، 2018، ص ص 237-272.

ثالثاً: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation)

المقصود بالارتباط الذاتي هو وجود ارتباط بين قيم حد الخطأ العشوائي (البواقي) التي تحدث خلال فترة زمنية معينة ε_t ، وله عدة أسباب أهمها إهمال أحد المتغيرات المفسرة، والذي قد يكون متغيراً ضرورياً في النموذج، التوصيف الخاطئ للنموذج مثل اعتماد علاقة خطية بين المتغيرات وفي واقع الأمر يجب اعتماد علاقة لوغاريتمية أو أسية، كما قد ينشأ من الأخطاء المرتكبة في القياس؛ وفي حالة وجود هذه المشكلة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي (أو معامل التغاير) غير مساوية للصفر $Cov(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-1}) \neq 0$ ، وهذا ما يعتبر اختلالاً بأحد الافتراضات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى العادية¹.

غياب مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي يثبت أن فترة التباطؤ المختارة فترة مثالية، ولإثبات ذلك هناك عدة اختبارات قياسية منها اختبار دربين واتسون (Durbin-Watson test) والذي يكشف الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، خلال دراستنا هذه سوف نعتمد على اختبار مضاعف لاجرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)، حيث يتم اختبار صحة الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، ضد الفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، حيث يتم قبول الفرضية الصفرية إذا كانت الإحصائية (LM-stat) المحسوبة أكبر من 5%.

رابعاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality Test)

بخصوص التحقق من التوزيع الطبيعي للبواقي عادةً ما يتم استخدام اختبار (Jarque-Bera). نسبة إلى مقدميه، حيث تم تقديم هذا الاختبار من طرف كل من Jarque و Bera سنة 1987، ويستخدم في اختبار المشاهدات والبواقي للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي. في هذه الحالة يمكن رفض أو قبول فرضية عدم القائله بأن بواقي معادلة الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً انطلاقاً من إحصائية هذا الاختبار²، نرفض الفرض عدم عدم إذا كانت قيمة إحصائية J-B أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع كاي تربيع χ^2 والعكس، ويتم احتسابه كما يلي:

$$JB = \frac{n}{6} \left[S^2 + \frac{(K-3)^2}{4} \right]$$

¹ سمير خالد صافي، مقدمة في تحليل نماذج الانحدار باستخدام Eviews، مكتبة آفاق، غزة، فلسطين، 2015، ص 84.
² دحماني محمد ادريوش، سلسلة محاضرات في الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، 2012-2013، ص 83.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

هو الآخر يعتمد في حسابه على استخدام كلاً من معامل الالتواء (Skewness) ويرمز له اختصاراً بالحرف S، ومعامل التفرطح (Kurtosis) ورمزه المختصر K، حيث يحسب هذان المعاملان من خلال العلاقات التالية¹:

$$S = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left[\frac{y_i - \bar{y}}{\hat{\sigma}} \right]^3$$
$$K = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left[\frac{y_i - \bar{y}}{\hat{\sigma}} \right]^4$$

ويمكن الاستدلال مباشرة بقيمتي المعاملين السابقين للحكم على التوزيع الطبيعي، حيث²:

بالنسبة لمعامل الالتواء:

✓ إذا كان: $S > 0$ ينتشر التوزيع جهة اليمين (ملتوي جهة اليمين)؛

✓ إذا كان: $S < 0$ فإن التوزيع ملتوي إلى اليسار؛

✓ إذا كان: $S = 0$ لا يمكننا استنتاج أن التوزيع متماثل لكن المقابل صحيح.

بالنسبة لمعامل التفرطح:

✓ إذا كان $K > 3$ يكون التوزيع مدبب؛

✓ إذا كان $K < 3$ يكون التوزيع مفلطح؛

✓ إذا كان $K = 3$ يكون التوزيع لا هو مدبب ولا هو مفلطح.

الفرع الرابع: التحليل الهيكلي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي

تتيح نماذج VAR تحليل تأثيرات السياسة الاقتصادية، من خلال محاكاة الصدمات العشوائية باستخدام ما يعرف بدوال الاستجابة الدفعية أو الفورية وتحليل تباين الخطأ. ومع ذلك، يتم إجراء هذا التحليل من خلال افتراض ثبات البيئة الاقتصادية، ويتم كل ذلك بعد دراسة العلاقة السببية بين مختلف المتغيرات المفسرة والمتغير التابع موضوع الدراسة.

أولاً: دراسة العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة

على المستوى النظري، فإن تسليط الضوء على العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية يوفر دعماً للفكر يؤدي إلى فهم أفضل للظواهر الاقتصادية. من الناحية العملية، فإن "المعرفة السببية"

¹ محمد ترقو، الدرس #27 || اختبار جارك-بيرا Jarque-Bera test لاختبار التوزيع الطبيعي، قناة على اليوتيوب باسم Dr Mohamed TERGOU، الدرس متاح على الرابط: <https://youtu.be/tBkWLledrFs>، تاريخ المشاهدة: 2022-03-07.

² Renée Veysseyre, Aide-mémoire Statistique et Probabilités pour l'ingénieur, DUNOD, 3^e édition, Paris, 2014, p23.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

ضرورية للصياغة الصحيحة للسياسة الاقتصادية. في الواقع، فإن معرفة معنى السببية لا يقل أهمية عن إبراز الصلة بين المتغيرات الاقتصادية. وأشهر اختبارات السببية اختبار السببية لـ Granger واختبار السببية لـ Sims.

1. السببية عند Granger¹: قام Granger سنة 1969 بوضع مصطلحي السببية والخارجية (Causality and Exogeneity) بحيث تكون المتغيرة Y_{2t} مسبب دافع لـ Y_{1t} وهذا إذا تم تحسين إمكانية التنبؤ عند إضافة المعلومة بالنسبة إلى Y_{2t} في التحليل.

ليكن لدينا نموذج VAR (p) الذي تكون فيه المتغيرات Y_{2t} و Y_{1t} ثابتة:

$$\begin{bmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_0 \\ b_0 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_1^1 & b_1^1 \\ a_1^2 & b_1^2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{1t-1} \\ Y_{2t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_2^1 & b_2^1 \\ a_2^2 & b_2^2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{1t-2} \\ Y_{2t-2} \end{bmatrix} + \dots \\ + \begin{bmatrix} a_p^1 & b_p^1 \\ a_p^2 & b_p^2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{1t-p} \\ Y_{2t-p} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \dots \dots (3-3)$$

تعتبر مجموعة المتغيرات $(Y_{2t-1}, Y_{2t-2}, \dots, Y_{2t-p})$ خارجية بالنسبة لمجموعة المتغيرات $(Y_{1t-1}, Y_{1t-2}, \dots, Y_{1t-p})$ إذا كانت إضافة المجموعة Y_{2t} لا تحسن بشكل كبير من تحديد متغيرات قيم Y_{1t} ، وهذا يمكننا من إجراء اختبار تقييد على معاملات المتغيرات Y_{2t} لنموذج VAR ويسمى حينئذ بنموذج VAR المقيد، المشار إليه بـ RVAR. يتم تحديد فترات التأخير p بواسطة معايير AIC أو SC، وعليه يتم اختبار الفرضيات التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: b_1^1 = b_2^1 = \dots = b_p^1 = 0 \text{ إذا كانت الفرضية التالية مقبولة: } Y_{1t} \text{ لا تسبب } Y_{2t} \checkmark \\ H_0: a_1^1 = a_2^1 = \dots = a_p^1 = 0 \text{ إذا كانت الفرضية التالية مقبولة: } Y_{2t} \text{ لا تسبب } Y_{1t} \checkmark \end{array} \right.$$

2. السببية عند Sims²: قدم Sims سنة 1980 مواصفات اختبار مختلفة قليلاً، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه إذا كانت القيم المستقبلية لـ Y_{1t} تفسر القيم الحالية لـ Y_{2t} ، فإن Y_{2t} هي سبب Y_{1t} ويمكن ترجمة ما سبق على النحو التالي:

$$Y_{1t} = a_1^0 + \sum_{i=1}^p a_{1i}^1 Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^p a_{1i}^2 Y_{2t-i} + \sum_{i=1}^p b_i^2 Y_{2t+i} + \varepsilon_{1t} \\ Y_{2t} = a_2^0 + \sum_{i=1}^p a_{2i}^1 Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^p a_{2i}^2 Y_{2t-i} + \sum_{i=1}^p b_i^1 Y_{1t+i} + \varepsilon_{2t} \\ H_0: b_1^2 = b_2^2 = \dots = b_p^2 = 0 \text{ إذا كانت الفرضية التالية مقبولة: } Y_{2t} \text{ لا تسبب } Y_{1t} \checkmark \\ H_0: b_1^1 = b_2^1 = \dots = b_p^1 = 0 \text{ إذا كانت الفرضية التالية مقبولة: } Y_{1t} \text{ لا تسبب } Y_{2t} \checkmark$$

¹ Régis Bourbonnais, *Op-Cit*, p p 316-317.

² *ibid*, p p 317-318.

ثانياً: تحليل دوال الاستجابة الدفعية (الفورية)

يمكن من خلال هذه الدالة تتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات المفاجئة التي تتعرض لها المتغيرات في النموذج، وتعكس كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي صدمة مفاجئة في أي متغير في النموذج عبر الزمن، يصعب تفسير المرونة الناتجة عن نموذج VAR، حيث يمكن النظر إلى المرونة بأنها استجابة المتغيرات في الأجل الطويل ونتجاهل المدى القصير، ويظهر هنا دور دالة الاستجابة لتتبع التفاعل بين المتغيرات. إذا كانت المتغيرات مستقرة ومتكاملة، وكانت المتغيرات في حالة توازن في فترة زمنية معينة، فإن أية قيمة لأي من المتغيرات المستخدمة تستعمل في التأثير على وضعية التوازن لفترة زمنية معينة. ثم تعود المتغيرات إلى التوازن شريطة عدم حدوث أي صدمة أخرى في نفس الوقت، تواجه دالة الاستجابة الفورية مشكلة ترتيب المتغيرات الداخلة في النموذج، فعند حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري واحد في متغير ما نتيجة لسياسة اقتصادية هي قيمة غير معرفة أو محددة ويعود ذلك إلى المتغير الذي يأتي أولاً في نموذج VAR¹.

ثالثاً: اختبار تحليل مكونات التباين

إن الهدف من تحليل مكونات التباين هو اختبار مدى أهمية المتغيرات المختلفة في تأثيرها على سلوك الظواهر الاقتصادية، وذلك من خلال تحديد النسبة التي يعتبر كل متغير مسؤول عنها في تغير الظاهرة، ويتم تحليل مكونات التباين لكل متغير من متغيرات النموذج للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات المفسرة الأخرى في نموذج VAR، وتبرز أهمية تحليل مكونات التباين في أنه يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغير مفاجئ Shocks في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات الأخرى في النموذج، ويعتمد هذا التحليل بدرجة كبيرة على إعادة ترتيب متغيرات النموذج من أجل استقصاء حساسية النتائج، فكلما كانت النتائج متقاربة بعد إعادة ترتيب المتغيرات دل ذلك على مصداقية النتائج².

المطلب الثاني: الإطار النظري العام للنمذجة القياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

تعتبر نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) Autoregressive Distributed Lag من بين أحدث النماذج في مجال الاقتصاد القياسي، والمستخدم بكثرة في العديد من الدراسات، وذلك لما تتمتع به من خصائص. سيتم التطرق خلال هذا المطلب إلى تعريف نماذج ARDL والتطرق إلى أهم مميزاتهما، وعرض أهم المتطلبات النظرية للنمذجة القياسية باستخدام نماذج ARDL، وفي الأخير سنقوم بالتعريف على مختلف الاختبارات التي يعتمد عليها الباحث في تشخيص النموذج المستخدم، وخلوه من المشاكل القياسية.

¹ أحمد العيش، مرجع سبق ذكره. ص 122.

² المرجع نفسه، ص 123.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الفرع الأول: تعريف نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) ومميزاته

يعتبر استخدام نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) أو كما يطلق عليه منهج اختبار الحدود (Bounds Testing Approach)، واحدًا من أهم الأساليب والأدوات المستخدمة في تقدير علاقات التكامل المشترك، إلى جانب كلاً من سببية (Engle and Granger) ومنهجية (Juselius)Johansen التي تم التطرق إليهما خلال المطلب الأول من هذا المبحث.

تم وضع نموذج ARDL من قبل Pesaran and Shin خلال سنوات 1995-1997 وقد قام بتطويره Pesaran & al في سنة 2001¹، حيث قام الباحثون في دراستهم بالدمج بين نماذج الانحدار الذاتي (Auto-regressive Models) ونماذج فترات الإبطاء الموزعة (Distributed Lag Models)، من خلال هذا النوع من النماذج يمكن تقدير المتغير التابع بدالة في إبطاء قيمته، وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية بفترة واحدة أو أكثر. وتأخذ نماذج ARDL الصيغة العامة التالية:

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta X_{2t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k} \beta_k \Delta X_{kt-i} + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_{1t-1} + \alpha_3 X_{2t-1} + \dots + \alpha_k X_{kt-1} + \varepsilon_t \dots \dots (3 - 4)$$

حيث أن:

c: يمثل الحد الثابت، Δ : الفروق من الدرجة الأولى، k: عدد المتغيرات؛

P: فترة إبطاء المتغير التابع Y؛

و q_1, q_2, \dots, q_k : فترات الإبطاء للمتغيرات المفسرة X_1, X_2, \dots, X_k ؛

و $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$: تمثل معاملات العلاقة قصيرة الأجل؛

و $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_k$: معاملات العلاقة طويلة الأجل، و ε_t : يمثل حد الخطأ العشوائي.

وتمتاز منهجية (ARDL) للتكامل المشترك عن أساليب التكامل الأخرى كسببية (Engle and Granger) والتي تفسر العلاقة التكاملية بين متغيرين فقط، وتكامل (Johansen-Juselius) الذي يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة، بعدة مزايا أهمها²:

¹ M. Hashem Pesaran, & al, **Bounds testing approaches to the analysis of level relationships**, Journal of Applied Econometrics, Volume 16, Number 3, 2001, p p 289–326.

² عبد الله بن سلوى رشيدة، أثر تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة قياسية للفترة (Q4 2019-Q1 1980)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2020-2021، ص 105.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

- ✓ لا يستلزم اختبار ARDL أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الرتبة نفسها، فيكفي أن تكون مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو من الرتبة الأولى $I(1)$ بشرط أن لا تكون متكاملة من الرتبة الثانية $I(2)$ فقط، غير أنه يجب أن يكون المتغير التابع مستقر في الفرق الأول $I(1)$ ؛
- ✓ إمكانية تقدير الأجل الطويل والقصير في آن واحد، فضلاً عن إمكانية التعامل مع المتغيرات التفسيرية في النموذج بفترات إبطاء زمنية مختلفة؛
- ✓ إن نتائج تطبيقه تكون دقيقة في حالة كون حجم العينة صغير، فضلاً عن بساطة هذا النموذج في تقدير التكامل المشترك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية؛
- ✓ إن استخدام هذا النموذج يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات، ومشكلات الارتباط الذاتي، مما يجعل المقدرات الناتجة ذات كفاءة وغير متحيزة؛
- ✓ من خلال نموذج ARDL يمكن تحديد العلاقة التكاملية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، فضلاً عن تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وتعد معلمته المقدره للأجل القصير والطويل أكثر اتساقاً من تلك المقدره بالطرق الأخرى لاختبار التكامل المشترك.

الفرع الثاني: مراحل تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

يمر تطبيق نماذج ARDL بعدة مراحل حتى نصل في الأخير إلى تقدير النموذج واستخدامه في تحليل الظاهرة المدروسة، في البداية يجب التذكير بأن النموذج الحالي يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو عند الفرق الأول $I(1)$ أو مزيج بينهما، بشرط أن لا تتعداه إلى الاستقرارية من الدرجة الثانية $I(2)$. قد تم التطرق إلى كيفية دراسة استقرارية السلاسل الزمنية في المطلب الأول من هذا المبحث، وعليه سنعدد في ما يلي المراحل التي تليها، وهي مبينة كالآتي¹:

المرحلة الأولى: تحديد فترات الإبطاء المثلى: يتم خلال هذه المرحلة اختيار الفترات المثلى للتباطؤ لكل متغير، والتي يتم استخدامها في تقدير النموذج، وهذا بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (Unrestricted Error Correction Model) (UECM)) وهو نوع خاص من نماذج ARDL. ويتم اختيار فترات الإبطاء المثلى باستخدام خمسة معايير، وهي: معيار معلومات (Akaike (AIC 1973)، معيار معلومات (Schwarz (SC; 1978)، معيار معلومات (Hannan and Quinn (HQ; 1979)، معيار خطأ التوقع النهائي (Final Prediction Error (FPE) المقترح من طرف Akaike سنة 1969، بالإضافة إلى معيار نسبة الإمكان الأعظم (LR) Likelihood Ration Test.

المرحلة الثانية: اختبار الحدود (ARDL Bounds Test): حيث يتم بمقتضى هذا الاختبار التحقق من وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ويتم ذلك من خلال حساب إحصائية فيشر (F-

¹ المرجع نفسه، ص ص 107-109.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

statistics) لاختبار الحدود للتكامل المشترك لنموذج $ARDL(p, q_1, q_2, \dots, q_k)$ ، يجب اختبار فرضية أن مستويات الإبطاء معاملات المتغيرات تساوي الصفر، وفرضية العدم لهذا الاختبار تدل على عدم وجود علاقة طويلة الأجل معرفة بـ:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_k = 0$$

ولدينا العكس أي الفرض البديل الذي ينص على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج

$$H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \dots \neq \alpha_k \neq 0$$

وبعد حساب قيمة احصائية (F) تتم مقارنتها مع قيمة (F) الجدولية المحتسبة من قبل (Pesaran & al) سنة 2001، ونظرًا لأن اختبار (F) له توزيع غير معياري، فإن هناك قيمتين حرجتين له: قيمة الحد الأدنى والتي تفترض أن جميع المتغيرات مستقرة في مستواها الأصلي، أي متكاملة من الرتبة $I(0)$ ، وقيمة الحد الأعلى والتي تفترض أن كل المتغيرات مستقرة بعد أخذ الفرق الأول، أي متكاملة من الرتبة $I(1)$. ويتم اتخاذ القرار من بين ثلاث حالات التالية:

✓ نقبل بفرضية العدم والتي مفادها عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات: إذا كانت قيمة إحصائية (F) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية؛

✓ نقبل بالفرضية البديلة القائلة بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات: إذا كانت قيمة إحصائية (F) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة (F) الجدولية؛

✓ ونكون أمام نتائج غير محسومة: إذا كانت قيمة إحصائية (F) المحسوبة تقع بين الحدين الأدنى والأعلى لقيمة (F) الجدولية، وبالتالي عدم القدرة على اتخاذ قرار لتحديد ما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه.

المرحلة الثالثة: تقدير معاملات نموذج (ARDL) ومعلمة تصحيح الخطأ (ECM): بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك (وجود علاقة توازنية طويلة الأجل) بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، يتم تقدير معاملات نموذج (ARDL) للأجلين القصير والطويل، ومعلمة متجه تصحيح الخطأ (ECM)، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) استنادًا إلى عدد فترات الإبطاء المحددة سابقًا، كما يتم استخلاص قيمة معامل تصحيح الخطأ الذي يعنى بتصحيح الانحراف عن التوازن في الأجل الطويل، أي أنه يصحح بالتدرج من خلال التعديلات والتصحيحات الجزئية والأجل القصير.

بعد تقدير النموذج، وحتى يتم استخدامه في تفسير الظاهرة المدروسة ويعطينا نتائج موثوقة إلى أقصى حد ممكن، يجب أن يتم تمحيصه من خلال جملة من الاختبارات التشخيصية، وهذا ما سنتناوله في الفرع الموالي.

الفرع الثالث: تشخيص نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

يتم تشخيص النموذج من خلال جملة من الاختبارات على البواقي كاختبار عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، وينبغي أيضاً التأكد من ثبات تباين حد الخطأ، والتوزيع الطبيعي للبواقي؛ بالإضافة إلى اختبار استقرارية النموذج، وفيما يلي شرح لأهم تلك الاختبارات.

أولاً: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي

هناك عدة اختبارات تستخدم للكشف عن الارتباط الذاتي أبسطها اختبار (Brush-Godfrey) الذي يركز على مضاعف لاغرانج (BG) (Lagrange Multiplier Test of Residual) الذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد.

ثانياً: اختبار ثبات تباين حد الخطأ

اختبار فرضية اختلاف التباين، يتم في العادة استخدام عدة اختبارات لعل أشهرها اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) والذي سوف نستخدمه في دراستنا الحالية، بالإضافة إلى اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity) (ARCH Test)، ونحكم على النتائج سواء قبول فرضية عدم H_0 القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، أو رفض الفرض عدم وقبول الفرض البديل H_1 مفادها عدم ثبات التباين. نجري اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) لفترة واحدة لفرض الاختبار الصفري القائل بثبات التباين، ويقوم هذا الاختبار سواءً على اختبار فيشر (F) الكلاسيكي أو اختبار مضاعف لاغرانج (LM).

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

قدم هذا الاختبار كل من جارك وبرا (Jaqu Bera (JB) سنة 1987، ويستخدم في اختبار المشاهدات والبواقي للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي، وبخصوص التحقق من التوزيع الطبيعي لبواقي المعادلة وفق هذا الاختبار، وذلك برفض أو قبول فرضية عدم القائلة بأن بواقي معادلة الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً انطلاقاً من خلال إحصائية هذا الاختبار، فنرفض الفرض عدم إذا كانت قيمة إحصائية JB أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع كاي تربيع والعكس بالعكس.

رابعاً: اختبار صحة العلاقة الدالية للنموذج واحتوائه على التركيبة المثلى للمتغيرات المفسرة

يتم اختبار صحة العلاقة الدالية للنموذج، من خلال اختبار (Ramsey) وتتمثل فكرة الاختبار في معرفة ما إذا كان النموذج يعاني من إغفال واحد أو أكثر من المتغيرات المفسرة ذات العلاقة بتفسير الظاهرة المدروسة، أي أن النموذج يأخذ في الاعتبار جميع المتغيرات ذات الصلة، والتي ينطوي عليها تفسير المتغير التابع، وكذا تحديد طبيعة العلاقة الدالية للنموذج هل هي مثلى أم لا. والذي يعتمد على مقارنة إحصائية فيشر المحسوبة، مع الجدولية عند درجة حرية $(2, n-k-3)$. حيث أن صيغة افتراضات عدم والقبول على الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

H0: إهمال متغيرات مؤثرة أو علاقة دالية خاطئة $F - statistic < f_{(2.n-k-3)}$

H1: كل المتغيرات مؤثرة والعلاقة الدالية صحيحة $F - statistic > f_{(2.n-k-3)}$

حيث أنه، يمكن الحكم على معنوية المعلمات من خلال احتمال إحصائية فيشر¹.

خامسا: اختبار استقرارية النموذج (Stability test)

من خلال هذا الاختبار يتم التأكد من خلو البيانات المستخدمة في النموذج من وجود تغيرات هيكلية (Structural Change)، ولأجل ذلك نستخدم الاختبارات التالية: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاوذة (Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM Test)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاوذة (Cumulative Sum of Square Recursive Residual (CUSUMSQ Test)، وذلك حسب الاختيار المناسب، وقد تم اقتراحها من طرف كلاً من (Brown and Evans and Dublin 1975)، وباعتبار هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال، فإنهما يوضحان أمرين مهمين:

✓ يبين مدى وجود التغير الهيكلي في البيانات؛

✓ مدى استقرار وانسجام المعلمات الطويلة الأجل مع المعلمات القصيرة الأجل.

بتطبيق منهجية ARDL نجد أن هذه الاختبارات لا بد منها فهي اختبارات مصاحبة لهذه المنهجية، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ للنموذج إذا ظهر في الشكل البياني للاختبارات السابقة بأن كلا المنحنيين داخل الحدود الحرجة وذلك عند مستوى معنوية 5%².

المبحث الثاني: تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو

من خلال هذا المبحث سنقوم بإعداد نموذج قياسي يمثل العلاقة بين سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو، والذي نرمز له اختصاراً بـ GBP/EUR، وذلك لاختبار مدى تأثير سعر الصرف عند اتباع تكتل نقدي لسياسة نقدية غير تقليدية مقابل دولة اتبعت نفس السياسة، وهذا باعتبار أن كل من منطقة اليورو والمملكة المتحدة قد طبقت بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وأزمة الديون السيادية بالنسبة لمنطقة اليورو منذ نهاية عام 2009 حزمة من الإجراءات غير التقليدية شملت على التيسير الكمي والائتماني، ومعدلات فائدة صفرية بل وصلت إلى معدلات سالبة في منطقة اليورو.

سنقوم خلال هذا المبحث بإجراء مجموعة من الاختبارات القبليّة الواجب القيام بها قبل تقدير نموذج GBP/EUR وهذا ما سيتم خلال المطلب الأول، وحتى يتم اعتماد النموذج بعد تقديره لا بد من التأكد من سلامته وتشخيص بواقيه والذي خصص له المطلب الثاني، وسيتم خلاله أيضاً محاولة معرفة

¹ جمال مساعديّة، مرجع سبق ذكره، ص 158.

² زكرياء مسعودي وعزي خليفة، اختبار علاقة فيليبس في الاقتصاد الجزائري بتطبيق نموذج Ardl خلال الفترة (1980-2016)، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد 4، العدد 7، جوان 2019، ص 145.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الأثار الديناميكية لمختلف المتغيرات المفسرة خاصةً الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية على المتغير التابع (سعر الصرف)، وشرحها من خلال دراسة العلاقة السببية واختبارات دوال الاستجابة الدفعية، وتحليل التباين.

المطلب الأول: تعريف متغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR وإجراء اختبار التكامل المشترك

خلال هذا المطلب سنقوم بتطبيق نموذج قياسي بالاعتماد على النموذج المقترح من طرف Hooper & Morton وذلك كونه يشتمل على عدة متغيرات من شأنها أن تمثل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تم الإشارة إليها سابقًا في مقدمة هذا الفصل، كما أنه يعتبر نموذج شامل للعديد من النظريات التي تفسر سلوك سعر الصرف كنظرية تعادل القوة الشرائية ونظرية تعادل أسعار الفائدة... إلخ، وفقًا لما تم تناوله في الإطار النظري لنموذج Hooper & Morton المبين في العلاقة التالية:

$$e = m - m^* - \phi(y - y^*) + \alpha(i - i^*) + \beta(p - p^*) + \phi \left(\sum CA - \sum CA^* \right) \dots (3 - 5)$$

وبعد إضافة متغير جائحة كورونا التي عرفت انتشارًا واسعًا في جميع أنحاء العالم بعد شهر مارس 2020 على شكل متغير وهمي، وبالتالي فإنه يمكن إعادة كتابة النموذج على شكله المبسط ليصبح النموذج المقترح كالتالي:

$$LEXCH = F(LM1, INFL, SINT, GDP, CA, COVID) \dots \dots (3 - 6)$$

لقد تم استخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة من: شهر ماي 2009 بداية تطبيق معدلات الفائدة الصفرية في منطقة اليورو إلى غاية شهر ديسمبر 2020.

الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات

خلال هذا الفرع سنقوم بتعريف متغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات لتلك المتغيرات، وذلك وفق ما هو مبين في الجدول الموالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-1): تعريف متغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR ومصادر بياناتها

المتغير	تعريفه	مصدر جمع البيانات
LEXCH	لوغاريتم سعر الصرف: 1 جنيه استرليني مقابل اليورو (المتغير التابع).	تم جمع البيانات من موقع
LM1	الفرق* بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق (M1) مقومة بعملة الدولة المعنية (الوحدة: مليار)	الفيديريالي الأمريكي بسانت لويس https://fred.stlouisfed.org
INFL	الفرق في المستوى العام للأسعار.	باستثناء البيانات المتعلقة برصيد
SINT	الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل.	الحساب الجاري لمنطقة اليورو
GDP	الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.	استخرج من موقع
CA	الفرق بين الحساب الجاري للاقتصاديين مقوم بالبيانات دولار، تم تحويل البيانات المرتبطة بالمملكة المتحدة من بيانات ربع سنوية إلى بيانات شهرية باستخدام برنامج EViews10.	https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database كما تم الاستعانة بموقع
COVID	متغير صوري (1 أثناء بداية انتشار فيروس كورونا بشكل ملحوظ في العالم من مارس 2020، و0 قبل ذلك التاريخ)	https://www.ons.gov.uk لجمع البيانات المرتبطة بالحساب الجاري للمملكة المتحدة.

* الفرق: قيمة المتغير في منطقة اليورو ناقص قيمته في المملكة المتحدة.

الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR

إن استقرارية السلاسل الزمنية تكتسي أهمية بالغة في الولوج إلى عالم النمذجة، وذلك عند استخدام مختلف المتغيرات في الدراسات التطبيقية، فإن عدم استقرارية السلاسل الزمنية من شأنه أن يكون أحد أسباب النتائج المزيفة وغير الواقعية والتي في الأخير تؤدي إلى نتائج مضللة، فاستقرار السلسلة الزمنية يعني تذبذب قيمها حول وسط حسابي ثابت مع تباين غير مرتبط بالزمن، وخلاف ذلك هو عدم الاستقرار، ويتم الكشف عن عدم استقرارية السلسلة الزمنية بعدد الطرق بداية الاستعانة برسمها البياني، وأخيراً عند اختبارات جذور الوحدة الشهيرة والمعروفة كل حسب طريقة عملها وشروطها، والتي اخترنا منها اختبار (Phillips-Perron) وفرضيتها الصفرية الموضوعية في ذلك. وقبل كل ذلك سنقوم بدراسة للخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة.

أولاً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR

يحتل التحليل الوصفي لبيانات الدراسة أهمية كبيرة في التعرف على خصائص السلاسل الزمنية، حيث يسمح لنا بتكوين فكرة عن الكيفية التي تتطور بها قيم مختلف هذه البيانات أثناء فترة الدراسة، بالإضافة إلى معرفة مدى التجانس بين مستوياتها، وذلك بعد إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية الوصفية لتلك البيانات (القيمة العظمى، القيمة الدنيا، القيمة الوسطية، القيمة المتوسطة، الانحراف المعياري، إحصائية J-B، (Kurtosis)، (Skewness)، والجدول الموالي يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة، والتي تم استخراجها باستخدام برنامج EViews10:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (2-3): الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR

	LEXCH	LM1	SINT	INFL	GDP	CA
Mean	0.074171	1.946691	-0.438950	-0.091325	0.203342	44.99172
Median	0.067573	1.932028	-0.497150	-0.070000	0.232119	47.66007
Maximum	0.151309	2.063255	0.592900	1.460000	3.707521	95.21910
Minimum	0.038421	1.890318	-1.175000	-1.600000	-3.395640	-23.01803
Std. Dev.	0.026967	0.049742	0.411061	0.571561	0.917063	26.31587
Skewness	1.179782	0.859385	0.253591	0.162598	0.921471	-0.237921
Kurtosis	3.776906	2.498693	2.753474	3.721446	6.752545	2.286963
Jarque-Bera	35.99821	18.69864	1.855046	3.653048	101.9552	4.286615
Probability	0.000000	0.000087	0.395532	0.160972	0.000000	0.117266
Sum	10.38397	272.5368	-61.45300	-12.78548	28.46792	6298.841
Sum Sq. Dev.	0.101086	0.343929	23.48701	45.40877	116.8995	96260.98
Observations	140	140	140	140	140	140

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (2-3) يمكن التعليق على ما يلي:

1. بالنسبة للوغاريتم سعر الصرف LEXCH: نلاحظ أن لوغاريتم سعر الصرف خلال فترة الدراسة تراوح بين أدنى قيمة والتي تمثل 0.038421 في شهر أوت 2019، وأعلى قيمة 0.151309 شهر نوفمبر 2015، وبمتوسط حسابي يقدر ب 0.074171، وانحرافاً معيارياً قدره 0.026967، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 35.99821 وباحتمال 0%، وبالتالي فإن توزيع قيم لوغاريتم سعر الصرف لا تتبع التوزيع الطبيعي. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (1-3): التمثيل البياني للوغاريتم سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

2. بالنسبة للفرق بين لوغاريتم العرض النقدي LM1: نلاحظ أن الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق M1 خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل 1.890318 في شهر فيفري 2012، وأعلى قيمة 2.063255 شهر ماي 2020، وهذا خلال أوج أزمة كورونا، حيث عاود المصرف المركزي الأوروبي توسيع حجم الإصدار النقدي لمواجهة تداعيات الأزمة الصحية، وبمتوسط حسابي يقدر ب 1.946691، وانحرافاً معيارياً قدره

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

0.049742، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 18.69864 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق M1 لا يتبع التوزيع الطبيعي.

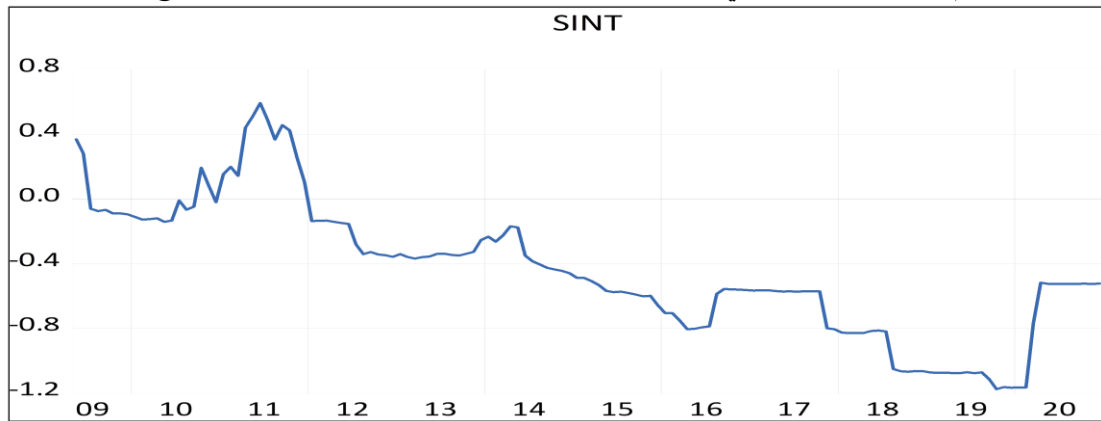
الشكل رقم (2-3): التمثيل البياني للفرق بين لوغاريتم العرض النقدي M1 للنموذج GBP/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

3. بالنسبة للفرق في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: نلاحظ أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -1.175% خلال شهر أكتوبر 2019 حيث كانت منطقة اليورو في مجال معدلات فائدة سالبة سجلت أدنى قيمة لها خلال شهر ديسمبر 2020 حيث كان معدل الفائدة -0.4725%، وأعلى قيمة 0.5929% خلال شهر جوان 2011 التي خلالها قامت منطقة اليورو برفع معدلات الفائدة إلى 1.146% والذي يعد أعلى معدل لأسعار الفائدة في المنطقة خلال كامل فترة الدراسة، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.43895%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.411061%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 1.855046 وباحتمال 39.55%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل يتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (3-3): التمثيل البياني للفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل للنموذج GBP/EUR

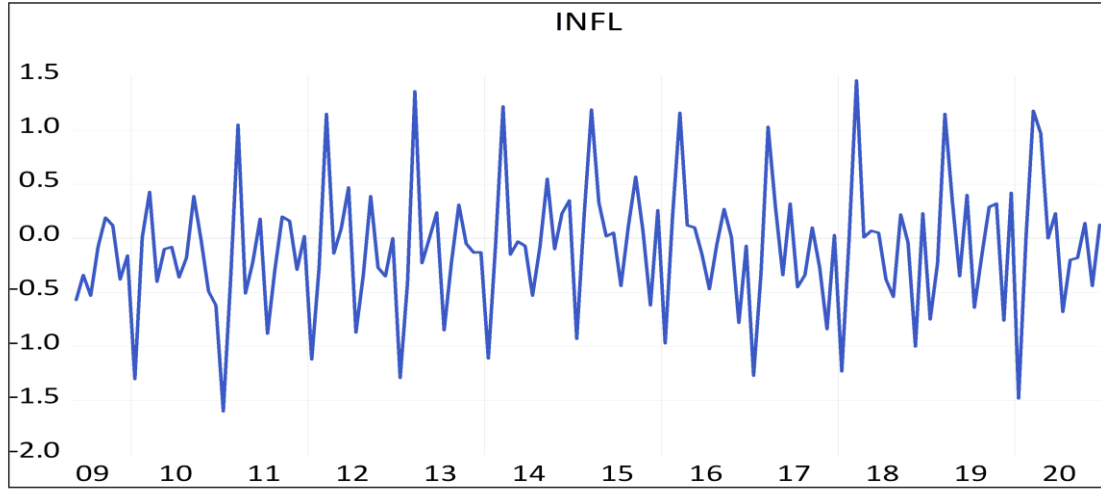


المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

4. بالنسبة للفرق في المستوى العام للأسعار INFL: نلاحظ أن الفرق بين المستوى العام للأسعار خلال فترة الدراسة تراوح بين أدنى قيمة، والتي تمثل -1.6% في شهر جانفي 2011، وأعلى قيمة 1.46% شهر مارس 2018، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.091325%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.571561%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 3.653048 وباحتمال 16.09%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين المستوى العام للأسعار تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (4-3): التمثيل البياني للفرق بين المستوى العام للأسعار للنموذج GBP/EUR

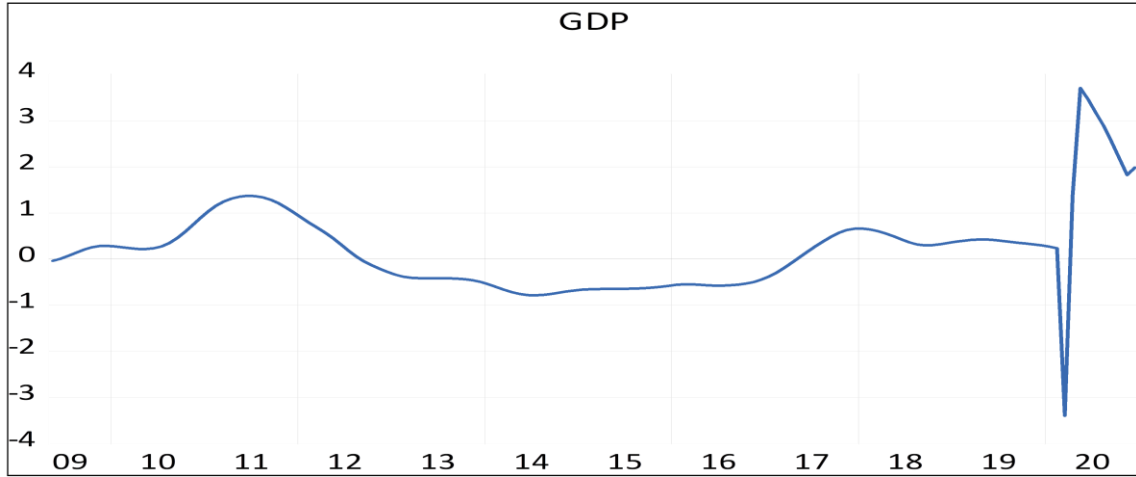


المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

5. بالنسبة للفرق في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: نلاحظ أن الفرق بين نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -3.395640% خلال شهر مارس 2020 وهذا راجع إلى تدني معدلات النمو الاقتصادي في جميع دول العالم بسبب تداعيات أزمة كورونا غير أن الصدمة كانت أقوى على منطقة اليورو منها على المملكة المتحدة، حيث تراجع معدل النمو في منطقة اليورو خلال شهر مارس 2020 بمعدل -10.475% في مقابل تراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي في المملكة المتحدة بمعدل -6.847%، وأعلى قيمة 3.707521% خلال شهر ماي 2020 خلال هذا الشهر انخفض معدل النمو في المملكة أكثر من انخفاضه في منطقة اليورو، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 0.203342%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.917063%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 101.9552 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

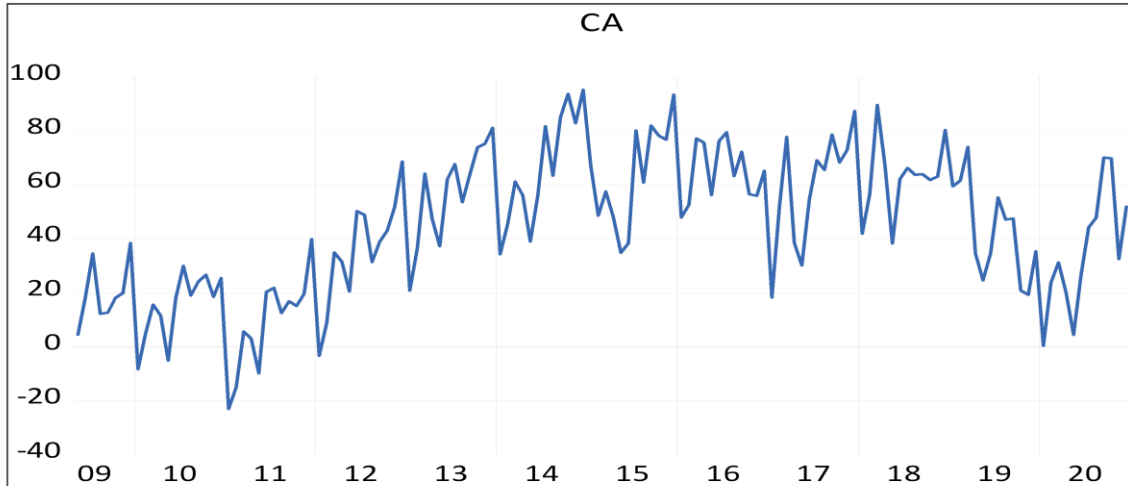
الشكل رقم (3-5): التمثيل البياني للفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للنموذج GBP/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

6. بالنسبة للفرق في الحساب الجاري CA: نلاحظ أن الفرق في الحساب الجاري خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -23.01803 مليار دولار خلال شهر جانفي 2011، وأعلى قيمة 95.219102 مليار دولار خلال شهر ديسمبر 2014، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 44.99172 مليار دولار، وانحرافاً معيارياً قدره 26.31587 مليار دولار، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 4.286615 و باحتمال 11.72%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق في الحساب الجاري تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (3-6): التمثيل البياني للفرق في الحساب الجاري للنموذج GBP/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الأشكال البيانية السابقة يتبين أن جميع السلاسل غير مستقرة، يعني وجود اتجاه زمني أو ثابت أو الاثنين معاً، وذلك في كل السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة، ما عدا سلسلتي الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) والفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، مما يدعونا لضرورة القيام باختبار جذر الوحدة، للتأكد من الملاحظة السابقة من جهة، والتخلص من الاتجاه الزمني

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

إن وجد من جهة أخرى، وذلك للوصول إلى سلاسل زمنية مستقرة يمكن الاعتماد عليها في تقدير نموذج GBP/EUR.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للنموذج GBP/EUR

في كثير من الحالات لا يكون اختبار الكشف البياني كافياً لوحده لتحديد استقرارية السلسلة الزمنية بشكل دقيق مما يستلزم استعمال أدوات إحصائية لهذا الغرض. ومن بين هذه الأدوات اختبار جذر الوحدة، ولمعرفة ذلك تم استخدام اختبار (Phillips-Perron)، بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية وباستخدام برنامج EViews10، كما ننوه أنه قد تم الاستعانة بالإضافة التي قدمها عماد الدين المصباح على برنامج EViews، والتي تقوم بإجراء اختبار جذر الوحدة لجميع الحالات الثلاثة، ولجميع المتغيرات دفعة واحدة، وذلك في المستوى وبعد أخذ الفرق الأول، وتم اختيار فترات الإبطاء بطريقة أوتوماتيكية من خلال معيار Schwartz Info Criterion، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (3-3): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/EUR

عند المستوى At Level						
CA	GDP	SINT	INFL	LM1	LEXCH	
-4.9648	-3.3848	-2.1172	-13.9339	1.6549	-1.6421	إحصائية t
0.0001***	0.0131**	0.2383	0.0000***	0.9996	0.4584	الاحتمال
-5.7910	-3.4694	-2.3434	-14.8092	-0.8721	-1.9035	إحصائية t
0.0000***	0.0468**	0.4076	0.0000***	0.9553	0.6474	الاحتمال
-1.4687	-3.2373	-0.8782	-11.7297	3.7969	-0.6902	إحصائية t
0.1322	0.0014***	0.3339	0.0000***	1.0000	0.4163	الاحتمال
بعد أخذ الفرق الأول At First Difference						
d(CA)	d(GDP)	d(SINT)	d(INFL)	d(LM1)	d(LEXCH)	
-16.0444	-17.0942	-9.3339	-57.4447	-9.0033	-10.6604	إحصائية t
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال
-15.9875	-17.8851	-9.3767	-57.3251	-9.6671	-10.6410	إحصائية t
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال
-16.1030	-16.8714	-9.3315	-57.5198	-8.3453	-10.6961	إحصائية t
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-3) أعلاه، والذي يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة يتضح بأن جل المتغيرات غير مستقرة في المستوى مما يعني وجود جذر الوحدة، حيث أنها عند المستوى كانت قيمة إحصائية t المحسوبة بقيمتها المطلقة أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10%

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

وهذا ما تؤكدده قيم الاحتمال التي هي أكبر من 5%. باستثناء كل من GDP و INF التي كانت مستقرة عند المستوى (0)، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت جميع المتغيرات الأخرى مستقرة، أي أنها أصبحت متكاملة من الدرجة الأولى (1)، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند المستوى الثاني (2)، وبهذا يمكن أن يكون هناك تكامل مشترك، وبالتالي إمكانية تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.

الفرع الثالث: تحديد درجة التأخير المثلى واختبار التكامل المشترك

بناء على نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (مستقرة عند المستوى وبعد أخذ الفرق الأول)، والمتغير التابع مستقر بعد أخذ الفرق الأول، فإنه يمكن إجراء التكامل المشترك باستعمال طريقة منهج الحدود (The Bounds test)، وعليه سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وذلك وفق المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \Delta LEXCH = C + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta LEXCH_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta LM1_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta INFL_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta SINT_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_4} \beta_5 \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \beta_6 \Delta CA_{t-i} + \varphi_1 COVID + \alpha_1 LEXCH_{t-1} + \alpha_2 LM1_{t-1} \\ + \alpha_3 INFL_{t-1} + \alpha_4 SINT_{t-1} + \alpha_5 GDP_{t-1} + \alpha_6 CA_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (3-7) \end{aligned}$$

حيث:

Δ : تمثل الفروق من الدرجة الأولى؛

C: الحد الثابت؛

$p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5$: العدد الأقصى لفترات الإبطاء الزمني للمتغيرات: $INFL, LM1, LEXCH$ بهذا الترتيب؛

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \varphi_1, \varphi_2$: معاملات العلاقة القصيرة الأجل (تصحيح الخطأ)؛

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6$: معاملات العلاقة طويلة الأجل؛

t : يمثل الزمن؛ ε_t : حد الخطأ العشوائي.

أولاً: تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج

سيتم تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج، بناء على مجموعة من الاختبارات، ومن خلال الاستعانة ببرنامج EViews10 سيتم تحديد أمثل درجة إبطاء، باستخدام 6 درجات اعتماداً على قاعدة الإبهام التي تستخدم 6 درجات إبطاء من أجل البيانات الشهرية، وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-4): تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج GBP/EUR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-233.3136	NA	1.57e-06	3.661397	3.920905	3.766853
1	529.0641	1433.725	3.07e-11	-7.180061	-6.142029*	-6.758238*
2	565.0824	64.51038	3.08e-11	-7.180334	-5.363778	-6.442144
3	617.0365	88.39961	2.45e-11	-7.418456	-4.823375	-6.363899
4	673.4760	90.97710*	1.84e-11*	-7.723523*	-4.349918	-6.352599
5	696.3574	34.83429	2.29e-11	-7.527722	-3.375593	-5.840431
6	731.2796	50.03787	2.42e-11	-7.511636	-2.580984	-5.507978

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

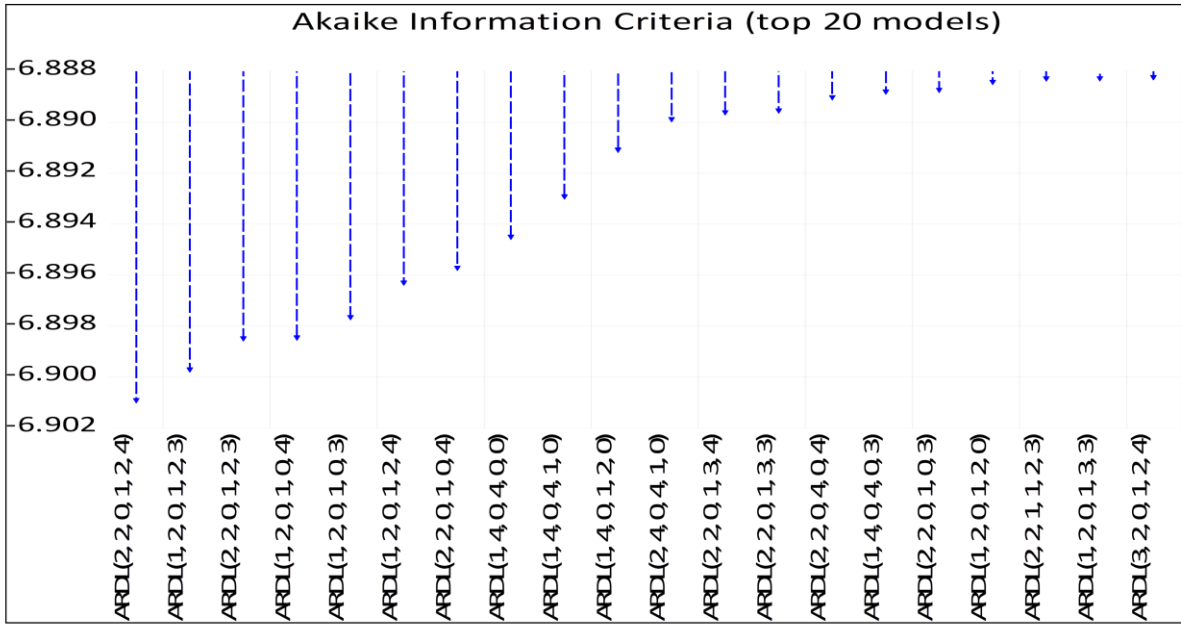
من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة الرابعة (lag=4)، وهذا لاتفاق ثلاثة معايير من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR)، معيار خطأ التوقع النهائي (FPE)، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ) ومعيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختارا درجة إبطاء واحدة.

ثانياً: تحديد عدد فترات الإبطاء الزمني المثلى لكل متغير

يقدم لنا برنامج EViews10 فترة الإبطاء المثلى للمتغير التابع والمتغيرات المفسرة، ويقوم تلقائياً بالمفاضلة بين مجموعة من النماذج ليقدم لنا في الأخير فترات الإبطاء المثلى، من خلال شكل يضم أفضل 20 نموذج مقدر، وبغرض المفاضلة بينها باستخدام معيار Akaike Information Criteria (AIC) وهو المعيار الأكثر شيوعاً، حيث يتم من خلاله اختيار فترات الإبطاء اللازم التي تعطي أقل قيمة لهذا المعيار. والشكل الموالي يوضح نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى $p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5$ للمتغير التابع وللمتغيرات المفسرة. وقد تحصلنا على النموذج التالي: ARDL (2,2,0, 1,2,4) وهو الأمثل من بين أفضل 20 نموذج مقترح.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-7): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج GBP/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

بعد تحديد فترات الإبطاء المثلى كما هي موضحة في الشكل السابق، والتي تم اختيارها بالاعتماد على معيار (Akaike)، وللتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار الحدود.

ثالثاً: اختبار الحدود للتكامل المشترك Bounds Test

خلال هذه المرحلة سنقوم بالتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، وسيتم التأكد من ذلك باختبار الفرضيتين التاليتين:

✓ فرضية العدم: عدم وجود تكامل مشترك $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = 0$

✓ الفرضية البديلة: وجود تكامل مشترك $H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq \alpha_5 \neq \alpha_6 \neq 0$

حيث: α تمثل معاملات الأجل الطويل.

نتائج اختبار التكامل المشترك، مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج GBP/EUR

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic k	1.299270 5	10%	2.08	3
		5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	136	10%	2.303	3.154
		5%	2.55	3.606
		1%	3.351	4.587

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

من خلال مقارنة القيم المحسوبة بالقيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5%، وذلك كما هو مبين في المتراجحة التالية: $F_{I(0)F-Pesaran}(2.55) < F_{-statistic}(1.2992705)$

وبالتالي، نقبل فرضية العدم H_0 ، أي أنه لا يوجد تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغير التابع (لوغاريتم سعر الصرف) والمتغيرات المفسرة وذلك عند جميع مستويات المعنوية. وعليه فسنعوم بتقدير النموذج في الأجل القصير وذلك باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR. المطلوب الثاني: نتائج تقدير نماذج أشعة الانحدار الذاتي

نظرًا لاستحالة وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وبالتالي فالمتغير التابع ممثلًا بلوغاريتم سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو لا تربطه علاقة طويلة الأجل مع المتغيرات التفسيرية المستخدمة في النموذج، وعليه سنقوم في ما يلي كمرحلة أولى بتقدير العلاقة في الأجل القصير باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، واختبار الاستقرار الكلية للنموذج في المرحلة الثانية، وفي الأخير سنقوم بعملية تشخيص للبواقي الخاصة بالنموذج المقدر، غير أن تركيزنا في تشخيص البواقي سيكون مخصصًا وحصريًا لدالة الهدف دون سواها، والمتمثلة في الدالة التي يكون فيها لوغاريتم سعر الصرف هو المتغير التابع، أخيرًا سنقوم بمختلف الاختبارات المتعلقة بديناميكية النموذج المقدر.

الفرع الأول: تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

من خلال هذا الفرع سوف نقوم بتقدير نموذج لوغاريتم سعر الصرف باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، حيث سنقوم بذلك على مرحلتين. خلال المرحلة الأولى سنقوم بتحديد درجات الإبطاء المثلى وذلك للمتغيرات في صورتها الساكنة أي بعد أخذ الفرق الأول للمتغيرات غير المستقرة في المستوى، وفي المرحلة الثانية سنقوم بالتقدير.

أولاً: تحديد فترات الإبطاء المثلى

باستعمال برنامج EViews10 سوف نقوم بتحديد درجة الإبطاء المناسبة لتقدير النموذج وفق تقنية نماذج شعاع الانحدار الذاتي، وهذا باستخدام مجموعة من المعايير من أجل المفاضلة، وتكون الدرجة الأفضل للإبطاء هي تلك النتيجة التي يتوافق عليها أكبر عدد من المعايير المستخدمة، وذلك حسب الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-6): درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للنموذج GBP/EUR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	385.0595	NA	1.48e-10	-5.609917	-5.349133	-5.503944
1	489.4952	196.3079	5.28e-11	-6.639026	-5.595893*	-6.215137
2	546.6968	102.3607	3.85e-11	-6.957847	-5.132363	-6.216040*
3	591.6924	76.45864	3.39e-11	-7.093119	-4.485285	-6.033395
4	639.6046	77.09186*	2.88e-11*	-7.272250*	-3.882066	-5.894609
5	667.8913	42.96178	3.33e-11	-7.156261	-2.983726	-5.460702
6	701.8746	48.54752	3.57e-11	-7.125934	-2.171049	-5.112458

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة الرابعة (P=4)، وهذا لاتفاق ثلاثة معايير من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار خطأ التوقع النهائي Final Prediction Error (FPE)، معيار نسبة الإمكان الأعظم (LR) Likelihood Ration Test، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختار درجة إبطاء واحدة، فيما اختار معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ) درجتى إبطاء.

ثانياً: تقدير نموذج VAR(4)

بعد التحقق من سكون السلاسل الزمنية، وعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وباستخدام تقنية أشعة الانحدار الذاتي في تحديد النموذج GBP/EUR، وبما أن دراستنا مرتبطة بتفسير سلوك متغير لوغاريتم سعر الصرف، وباستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية OLS تم إعادة تقدير معادلة معدل تغير لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH)، وكانت نتائج التقدير كالتالي:

$$\begin{aligned} DLEXCH = & 0.16877 * DLEXCH(-1) - 0.12138 * DLEXCH(-2) + 0.06957 * DLEXCH(-3) - \\ & 0.03834 * DLEXCH(-4) + 0.64315 * DLM1(-1) - 0.01424 * DLM1(-2) - 0.12625 * DLM1(-3) - \\ & 0.01016 * DLM1(-4) + 0.00579 * DSINT(-1) - 0.00873 * DSINT(-2) + 0.01098 * DSINT(-3) + \\ & 0.00160 * DSINT(-4) + 0.00051 * INFL(-1) - 0.00073 * INFL(-2) + 0.00025 * INFL(-3) - \\ & 0.00164 * INFL(-4) - 0.00084 * GDP(-1) + 0.00284 * GDP(-2) + 3.34165e-05 * GDP(-3) - \\ & 0.00057 * GDP(-4) - 4.76024e-05 * DCA(-1) + 0.00010 * DCA(-2) - 2.66466e-05 * DCA(-3) + \\ & 5.218006e-05 * DCA(-4) - 0.00045 - 0.00700 * COVID. \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.226556, \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.194431, \text{Durbin-Watson stat} = 1.989105$$

كما سبق وأن ذكرنا فإن نموذج VAR لا يستعمل لقراءة التقدير مباشرة، من خلال قراءة وتفسير قيم المعلمات ومعنوياتها الإحصائية، لأن الغرض منه هو تحديد نوعية العلاقة بين المتغيرات، ودرجة

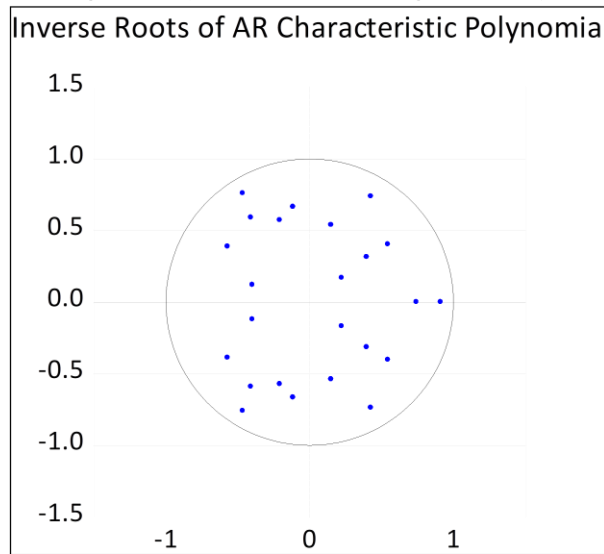
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

التأثير بينها، من خلال دراسة وتحليل دوال الاستجابة الفورية وتحليل جداول تفكيك تباين خطأ التنبؤ، إلا أنه لا يمكننا الاستفادة من النموذج واستخدامه إلا بعد التحقق من اختبار استقراره الكلية، وهذا ما سيتناوله الفرع الثاني.

الفرع الثاني: اختبار استقرارية النموذج GBP/EUR

إن عدم استقراره نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يؤدي إلى نتائج غير صحيحة، وبذلك يكون اختبار الاستقرار من أهم الاختبارات التشخيصية، التي يتعين علينا القيام بها، ويمكن الحكم على استقراره النموذج من خلال الشكل البياني للجذور المقلوبة، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (8-3): نتائج اختبار الجذور المقلوبة للنموذج GBP/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EVIEWS10

انطلاقاً من الشكل أعلاه، يتضح أن كل قيم الجذور المقلوبة المبينة بالنقاط الزرقاء في الشكل تقع داخل الدائرة الأحادية، وعليه فيمكننا القول بأن النموذج GBP/EUR ككل مستقر، وهذا ما يدل على أن النموذج GBP/EUR لا يعاني من مشكلة في ارتباط الأخطاء أو عدم ثبات التباين أي أن مقدرات النموذج لا تتغير في المدى الطويل.

الفرع الثالث: تشخيص بواقي النموذج GBP/EUR

خلال هذا الفرع سوف نقوم فقط بتشخيص بواقي دالة الهدف والمتمثلة في دالة التغير في لوغاريتم سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو، وسنقوم بذلك بعد إعادة تقدير الدالة المعنية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وسوف نقوم بعدة اختبارات على بواقي النموذج المقدر والمتمثلة في اختبار عدم ثبات التباين واختبار الارتباط الذاتي، وأخيراً اختبار التوزيع الطبيعي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: اختبار عدم ثبات التباين (Hétéroscédasticité)

يعتبر كل من اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) واختبار (ARCH) من أهم الاختبارات المستخدمة في الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين بين حدود الخطأ العشوائي، من خلال اختبار فرض عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، مقابل الفرض البديل بعدم ثبات التباين، وسوف نستخدم اختبار (ARCH) من أجل اختبار عدم ثبات التباين كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج GBP/EUR

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.670879	Prob. F(2,130)	0.5130
Obs*R-squared	1.358697	Prob. Chi-Square(2)	0.5069

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا بأن قيمة F المحسوبة بلغت 0.670879 باحتمال قدره 51.30% وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا ما يؤكد فرضية عدم وينفي الفرضية البديلة، أي أنه لا وجود لمشكلة التباين بين حدود الخطأ العشوائي.

ثانياً: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation)

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، فمن المهم أن تكون الأخطاء مستقلة بشكل تسلسلي، ويتم ذلك باختبار الفرض عدم الذي مفاده عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي مقابل الفرض البديل القائل بوجود ارتباط ذاتي، وبعد إجراء الاختبار تظهر نتائجه من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-8): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج GBP/EUR

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.709125	Prob. F(2,107)	0.1859
Obs*R-squared	4.179235	Prob. Chi-Square(2)	0.1237

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

تشير نتائج اختبار (LM Test) في الجدول أعلاه أن قيمة P-Value للإحصائية Fisher تساوي 0.1859 وهي أكبر من 0.05، أي أنه يمكن قبول فرضية عدم (لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي) وبالتالي رفض الفرضية البديلة (وجود ارتباط ذاتي).

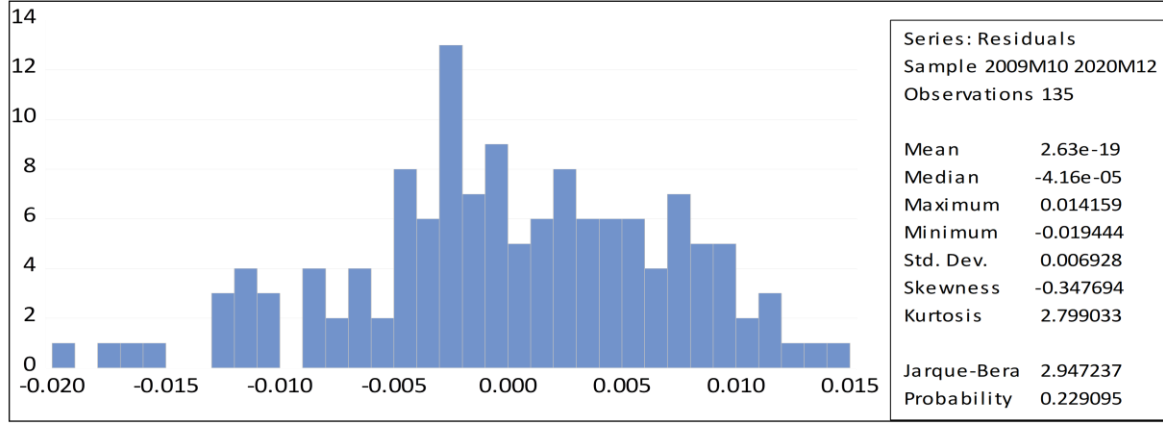
ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality Test)

تتضمن هذه المرحلة اختبار طبيعة توزيع البواقي لمعرفة إذا كانت تتوزع بشكل طبيعي أم لا، وهذا بالاستعانة باختبار (Jarque-Bera)، الذي يعتمد على معامل التفلطح (Kurtosis)، ومعامل التناظر

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

(Skewness)، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وتظهر نتائج هذا الاختبار في الشكل البياني التالي.

الشكل رقم (9-3): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج GBP/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن معامل (Skewness) يقدر بـ -0.347694 وهو قريب من الصفر، وهذا ما يثبت وجود تناظر بين بواقي النموذج، أما معامل (Kurtosis) فقدّر بـ 2.799033 وهو قريب من 3 وهذا معناه أن الشكل البياني للبواقي لا هو مفلطح ولا هو مدبب، أما بالنسبة لقيمة (Jarque-Bera) فهي تساوي 2.947237 وباحتمال إحصائي يساوي بالتقريب 22.91% أي أكبر من 5%، وهذا يعني أن النموذج المقدر لسلسلة معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف يتبع التوزيع الطبيعي.

الفرع الرابع: التحليل الديناميكي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي

إن الهدف من استخدام نماذج VAR هو استخدامها في دراسة وتحليل ديناميكية النموذج المقدر، من أجل بلوغ الهدف والإجابة على إشكالية الدراسة وتساؤلاتها الفرعية، لأن التحليل الديناميكي ما هو إلا دراسة تحديدية لشبكة العلاقات السائدة بين متغيرات النظام المدروس، في دراستنا هاته سوف نقوم بداية بدراسة العلاقات السببية بين متغيراتنا والمتمثلة في معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف، معدل تغير في الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (M1)، الفرق في المستوى العام للأسعار، معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل، الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، قيمة التغير في الفرق بين الحساب الجاري للبلدين، وذلك حسب مفهوم Granger من أجل تحديد اتجاهها، هذا الأمر يقودنا إلى البحث والتعرف على شدة وقوة وتحديد إشارة هاته العلاقات، حيث يتم ذلك باستخدام تقنية محاكاة الصدمات وتحليل دوال الاستجابة الدفعية (الفورية)، وكذا تقنية تفكيك تباين خطأ التنبؤ لتحديد الأهمية النسبية لكل متغيرة في تفسير تقلبات باقي متغيرات النظام الأخرى على التوالي غير أن دراستنا هذه ستهتم فقط بالمتغير موضوع الدراسة والمتمثل في سعر الصرف.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: دراسة العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة

من أجل تحديد اتجاه العلاقة بين معدل تغير لوغاريتم سعر الصرف وباقي المتغيرات، قمنا بإجراء اختبار العلاقة السببية لـ Granger وذلك باستخدام برنامج EViews10، حيث نختبر الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين في الأجل القصير ضد الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة سببية بين المتغيرين، علماً أنه يتم تحديد السببية من عدمها بناءً على الاحتمالية، فإذا كانت الاحتمالية أقل من 5% نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل الفرضية البديلة أي أنه هناك علاقة سببية حسب Granger. والنتائج المحصل عليها ممثلة في الجدول التالي.

الجدول رقم (9-3): السببية بين متغيرات النموذج ومعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف للنموذج GBP/EUR

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 06/19/22 Time: 19:32			
Sample: 2009M05 2020M12			
Included observations: 135			
Dependent variable: DLEXCH			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLM1	4.869326	4	0.3010
DSINT	2.059061	4	0.7249
INFL	1.248158	4	0.8701
GDP	3.751081	4	0.4407
DCA	7.239816	4	0.1237
All	27.00024	20	0.1353

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

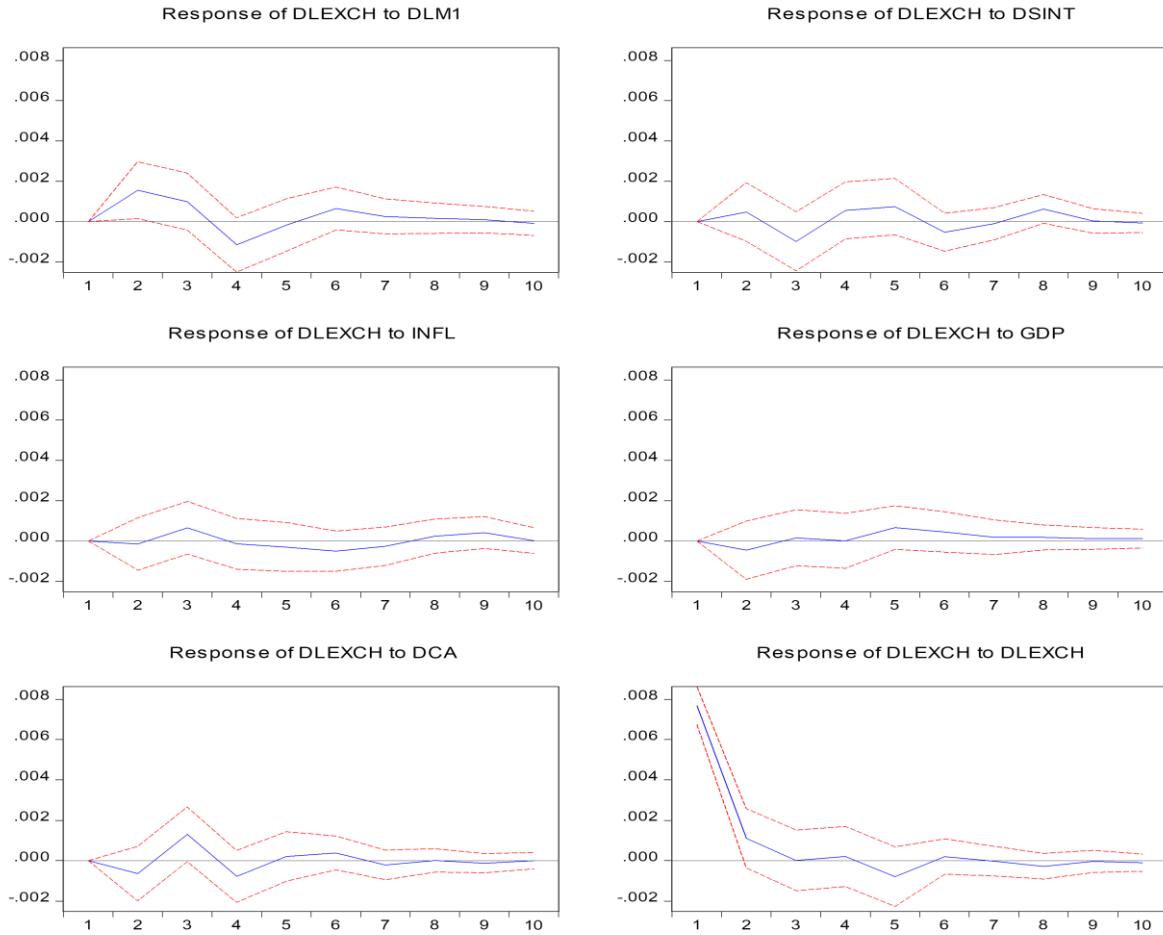
من خلال الجدول أعلاه فقد كشف اختبار العلاقة السببية بين التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) كمتغير تابع وباقي المتغيرات المفسرة عن عدم وجود أي علاقة سببية بين المتغيرات المفسرة اتجاه المتغير التابع، وهذا كون أن جميع الاحتمالات كانت أكبر من مستوى المعنوية 5%، ونفس الشيء إذا أخذنا المتغيرات المفسرة مجتمعة، حيث كان الاحتمال المقابل لها يساوي 13.51%.

ثانياً: تحليل دوال الاستجابة الدفعية

بعد تقديرنا لنموذج متجه الانحدار الذاتي VAR سيتم في ما يلي اختبار دالة الاستجابة الدفعية (IRF) وذلك من أجل تتبع المسار الزمني للتغيرات أو الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها متغيرات الدراسة، سيتم التركيز على استجابة معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) لصدمة في كل من معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (DLM1)، معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT)، الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL)، الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، قيمة التغير في الفرق بين الحساب الجاري (DCA)، حيث سيتم أخذ نتائج الفترة الأولى (الشهر الأول) فقط بما أننا في المدى القصير، فكانت النتائج حسب الشكل الآتي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-10): نتائج دالة الاستجابة الفورية للنموذج GBP/EUR
Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل البياني أعلاه نستنتج بأن هنالك تأثير إيجابي لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) على نفسه، أما بالنسبة لباقي المتغيرات المفسرة فتأثيرها خلال الشهر الأول منعدم.

ثالثاً: اختبار تحليل مكونات التباين

بعد الانتهاء من دراسة دوال الاستجابة الدفعية التي تعكس لنا التغير في متغيرات الدراسة لمختلف الصدمات بشكل عام، وعلى معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف بشكل خاص، فإنه من الضروري الانتقال إلى الخاصية الثانية من خصائص تباين خطأ التنبؤ، والتي من شأنها مساعدتنا في معرفة مدى مساهمة كل متغيرة في تباين خطأ التنبؤ من خلال كتابته بدلالة تباين خطأ التنبؤ وحساب نسبة كل تنبؤ من التباين الكلي من أجل الحصول على نسبته المئوية، والجدول التالي يلخص تباين خطأ التنبؤ معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-10): اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج GBP/EUR

Period	S.E.	DLEXCH	DLM1	DSINT	INFL	GDP	DCA
1	0.007682	84.83644	0.328741	12.28482	0.136869	2.369812	0.043322
2	0.007971	81.04542	4.453029	11.42332	0.142857	2.304314	0.631061
3	0.008224	76.43972	5.632154	11.93101	0.750997	2.177122	3.069002
4	0.008363	74.23925	7.293911	11.80209	0.746270	2.116334	3.802139
5	0.008470	72.83264	7.174044	12.82481	0.865697	2.541994	3.760813
6	0.008549	71.49962	7.640564	13.00610	1.195481	2.766737	3.891493
7	0.008562	71.29183	7.706025	12.97628	1.282228	2.800772	3.942856
8	0.008597	70.73171	7.676067	13.51371	1.350056	2.817139	3.911314
9	0.008609	70.52581	7.665498	13.47661	1.583355	2.827476	3.921251
10	0.008612	70.51320	7.672806	13.47037	1.583066	2.841336	3.919220

Cholesky Ordering: DLM1 DSINT INFL GDP DCA DLEXCH

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة التنبؤ في تباين الخطأ لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) في الفترة الأولى بالنسبة لنفس المتغير تمثل 84.84%، لتشهد تراجعاً فيما بعد، وصل إلى حدود 72.83% في الشهر الخامس الذي يلي حدوثه، فيما مثلت النسبة المتبقية والمقدرة بـ 27.17% مساهمة باقي المتغيرات بما فيها المتغيرات الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث كان لمعدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT) أعلى نسبة وقدرت بـ 12.82%، بينما شهد معدل تغير لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق (DLM1) قفزة معتبرة من 0.32% خلال الشهر الأول ليصل إلى 7.64%، وتعتبر مساهمة الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) أدنى نسبة والمقدرة بـ 0.86%؛ وقد استمر انخفاض مساهمة DLXCH خلال الخمسة الأشهر الموالية لكن بمعدلات أقل تناقصاً من الأشهر الخمسة الأولى، وصولاً إلى ما نسبته 70.51% في الشهر العاشر، أما نسبة تأثيرات تجديدات المتغيرات الأخرى فقد عرفت اتجاهًا نحو الزيادة لكن أقل حدة مما عرفت خلال الخمس الأشهر الأولى، بحيث انتقلت إلى نسبة قدرها 29.49% خلال الشهر العاشر؛ أما التأثيرات المتعلقة بالتجديد الخاص بكل متغير فكانت أعلى نسبة لمعدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT) بنسبة 13.47% بينما معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (DLM1) قدرت بـ 7.67%، وتعتبر مساهمة الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) أدنى نسبة والمقدرة بـ 1.58%.

رابعاً: اختبار الفرضية الفرعية الأولى

مما سبق يمكننا الوصول إلى النتيجة التي مفادها لا يوجد أثر لتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو، وذلك استناداً إلى اختبار العلاقة السببية الذي أظهر عدم وجود أي علاقة سببية بين معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف وباقي المتغيرات المفسرة بما فيها المتغيرات الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وهذا ما أظهرته أيضاً دوال الاستجابة الدفعية التي بينت عدم وجود تأثير لجميع المتغيرات المفسرة خلال الفترة الأولى بما أننا ندرس العلاقة في الأجل القصير، وهو ما أثبتته أيضاً اختبار تفكيك التباين حيث التغير في المتغير التابع ممثلاً في معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) يعزى بنسبة 84.84% للمتغير نفسه خلال الشهر الأول، و

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

بنسبة 70.51% في الشهر العاشر، وبالتالي وحسب ما تم ذكره ننفي صحة الفرضية الفرعية الأولى، والتي كان مفادها أن سعر صرف الجنيه الأسترليني مقابل اليورو ينخفض نتيجة اتباع منطقة اليورو والمملكة المتحدة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية. ونقول بأنه لا يوجد أثر لتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو كاتحاد نقدي والمملكة المتحدة على سعر صرف الجنيه الأسترليني مقابل اليورو، وقد يرجع السبب في ذلك إلى كون التطبيق المتزامن لنفس أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (أداة التيسير الكمي، وأداة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة) يؤدي إلى تآكل تأثيرات هذه السياسات على متغيرات الاقتصاد الكلي خاصةً الخارجية منها، وعلى رأسها سعر الصرف.

المبحث الثالث: تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في سعر صرف الجنيه الأسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي

من خلال هذا المبحث سنقوم بإجراء دراسة قياسية على حالتين لمعرفة أثر السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف بين اقتصادات دول طبقت السياسة النقدية غير التقليدية، حيث سنتخذ كعينة في هذا المبحث كنموذج ثاني للدراسة النموذج المقدر للعلاقة بين سعر صرف الجنيه الأسترليني مقابل الدولار الأمريكي، وسنرمز له اختصاراً بنموذج GBP/USD باعتبار أن كلاً من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة قد تدخلتا في إدارة سياستهما النقدية بأدوات غير تقليدية، قصد الخروج من حالة تباطؤ النمو السائدة في الاقتصادين بعد الأزمة المالية العالمية 2008، ونموذج ثالث يقدر العلاقة بين سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي وسنرمز له اختصاراً بنموذج JPY/USD باعتبار أن اليابان من أوائل الدول تطبيقاً لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية قبيل بداية الألفية الثالثة بمعدلات فائدة صفرية، وكانت أولى استخداماته لأداة التيسير الكمي منذ شهر مارس 2001.

سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى أربعة مطالب، المطلبين الأول والثاني مخصصان للنموذج GBP/USD، بينما سيتم تخصيص المطلبين الثالث والرابع للنموذج JPY/USD، حيث بداية سنقوم بصياغة النموذج GBP/USD وإجراء مجموعة من الاختبارات القبليّة التي يتطلبها، وهذا خلال المطلب الأول بينما سنعمل خلال المطلب الثاني على التأكد من مدى صلاحية النموذج من الناحية القياسية، وسنقدم تحليلاً اقتصادياً للنتائج المتحصل عليها، وسنقوم بنفس ما قمنا به للنموذج JPY/USD وذلك خلال المطلبين الثالث والرابع.

المطلب الأول: صياغة النموذج GBP/USD وإجراء اختباره القبليّة

سيتم من خلال هذا المطلب الشروع في الدراسة القياسية للنموذج GBP/USD، والمخصص لدراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة على سعر صرف الجنيه الأسترليني مقابل الدولار الأمريكي، وهذا من أجل الإجابة عن السؤال الفرعي الثاني، حيث سيتم خلال هذا المطلب التعريف بالنموذج المقترح، مع الإشارة إلى مصادر جمع البيانات الخاصة بمتغيراته في الفرع الأول، ليتم التطرق إلى دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمختلف متغيرات الدراسة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

وكذا دراستها دراسةً احصائيةً وهذا في الفرع الثاني، لنختتم هذا المطلب بتحديد درجات الإبطاء المثلى واختيار أفضل نموذج، ليتسنى لنا إجراء اختبار الحدود على النموذج المختار وكل ذلك يتم من خلال الفرع الثالث.

الفرع الأول: تقديم النموذج GBP/USD

استنادًا إلى ما تم التطرق إليه سابقًا في الجانب النظري، خاصةً في الجزء المتعلق بالنماذج التي تفسر العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الصرف، فقد تم اختيار النموذج المقترح من طرف كلاً من Hooper & Morton وهذا لاحتوائه على مجموعة من المتغيرات النقدية التي يمكن استخدامها لاستخراج أثر السياسة النقدية غير التقليدية، وبعد إضافة متغيرين وهميين أحدهما لتمثيل أداة التوجيه المسبق المنتهجة في الولايات المتحدة الأمريكية، والمتغير الوهمي الثاني لتمثيل أزمة كورونا التي عرفت انتشارًا واسعًا في جميع أنحاء العالم بعد شهر مارس 2020، ولقد تم استخدام بيانات شهرية للفترة من: نوفمبر 2008 بداية أول برنامج من برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية شهر ديسمبر 2020، وتأتي صياغة النموذج المختصرة كالتالي:

$$LEXCH = F(LMB, INFL, SINT, GDP, CA, FG, COVID) \dots \dots (3 - 8)$$

حيث:

الجدول رقم (3-11): تعريف متغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD ومصادر بياناتها

المتغير	تعريفه	مصدر جمع البيانات
LEXCH	لوغاريتم سعر الصرف: 1 جنيه استرليني مقابل الدولار الأمريكي (المتغير التابع).	تم جمع البيانات المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي من موقع الفيدرالي الأمريكي بسانت لويس
LMB	الفرق* بين لوغاريتم القاعدة النقدية (M0) مقومة بمليار عملة محلية.	
INFL	الفرق في المستوى العام للأسعار بين الدولتين.	https://fred.stlouisfed.org أما
SINT	الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل.	البيانات المرتبطة باقتصاد المملكة المتحدة فقد تم تجميعها من موقع الديوان الوطني للإحصاء
GDP	الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.	https://www.ons.gov.uk
CA	الفرق بين الحساب الجاري للبلدين مقوم بالمليار دولار تم تحويل البيانات المرتبطة بالحساب الجاري للدولتين من بيانات ربع سنوية إلى بيانات شهرية باستخدام برنامج EViews10.	
FG	متغير صوري (1 أثناء اعتماد أداة التوجيه المسبق من: 2008-12 إلى 2015-06، و0 في غير ذلك)	
COVID	متغير صوري (1 أثناء بداية انتشار فيروس كورونا بشكل ملحوظ في العالم من مارس 2020، و0 قبل ذلك التاريخ)	

* الفرق: قيمة المتغير في الولايات المتحدة الأمريكية ناقص قيمته في المملكة المتحدة.

الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD

قبل تقدير النموذج يجب إجراء بعض الاختبارات الضرورية للتأكد من صلاحية استخدام السلاسل الزمنية للمتغيرات، وذلك عن طريق اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وهذا تجنبًا للوقوع

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

في ما يسمى بالانحدار الزائف، وسيتم هذا عبر ثلاث خطوات، حيث في أول خطوة سنقوم بمعرفة الخصائص الإحصائية لمختلف المتغيرات، وبعدها في الخطوة الثانية سيتم رسم مختلف السلاسل الزمنية والتعليق على مدى استقراريتها من خلال الملاحظة بالعين المجردة للشكل البياني، وفي آخر خطوة سنعتمد على اختبار Phillips-Perron test (PP) لمعرفة في أي مستوى تكون السلاسل الزمنية مستقرة.

أولاً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD

الجدول الموالي يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD، والتي تم استخراجها باستخدام برنامج EViews10، حيث يظهر الجدول عدة مقاييس إحصائية.

الجدول رقم (3-12): الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD

	LEXCH	LMB	SINT	INFL	GDP	CA
Mean	0.163920	1.649902	0.291612	-1.862609	0.025342	-78.75276
Median	0.180719	1.648944	0.173200	-1.896345	0.000590	-74.51060
Maximum	0.232126	1.789047	1.665900	0.295172	4.273500	0.000000
Minimum	0.084927	1.446347	-1.203800	-5.715290	-2.252180	-161.1820
Std. Dev.	0.043718	0.078475	0.659931	1.011068	0.558359	26.68739
Skewness	-0.329187	-0.318227	0.403514	-0.424260	3.022577	-0.650875
Kurtosis	1.593231	2.424221	2.162025	3.931578	33.25783	4.719681
Jarque-Bera Probability	14.67576 0.000650	4.480952 0.106408	8.233772 0.016295	9.659261 0.007989	5791.822 0.000000	28.29877 0.000001
Sum	23.93234	240.8856	42.57530	-271.9409	3.699880	-11497.90
Sum Sq. Dev.	0.277132	0.892957	63.14883	148.2274	45.20588	103271.4
Observations	146	146	146	146	146	146

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-12) يتبين ما يلي:

1. بالنسبة للوغاريتم سعر الصرف LEXCH: نلاحظ أن لوغاريتم سعر الصرف خلال فترة الدراسة تراوح بين أدنى قيمة والتي تمثل 0.084927 في شهر أوت 2019، وأعلى قيمة 0.232126 شهر جويلية 2014، وبمتوسط حسابي يقدر ب 0.163920، وانحرافاً معيارياً قدره 0.043718، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 14.67576 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم لوغاريتم سعر الصرف لا تتبع التوزيع الطبيعي.

2. بالنسبة للفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB: نلاحظ أن الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل 1.446347 في شهر نوفمبر 2008 أين بدأت الولايات المتحدة الأمريكية تطبيق أداة التيسير الكمي، وأعلى قيمة 1.789047 شهر ماي 2020، وهذا خلال أوج أزمة كورونا، حيث عاود الاحتياطي الفيدرالي توسيع حجم الإصدار النقدي لمواجهة تداعيات الأزمة الصحية، وبمتوسط حسابي يقدر ب 1.649902، وانحرافاً معيارياً قدره 0.078475، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 4.4809

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

وباحتمال 10.64%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية يتبع التوزيع الطبيعي.

3. بالنسبة للفرق في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: نلاحظ أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -1.2038% خلال شهر ديسمبر 2008، وأعلى قيمة 1.6659% خلال شهر نوفمبر 2018، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 0.291612%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.659931%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 8.233772 وباحتمال 1.6%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل لا تتبع التوزيع الطبيعي.

4. بالنسبة للفرق في معدلات التضخم INFL: نلاحظ أن الفرق بين معدلات التضخم خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -5.715290% في شهر نوفمبر 2008، وأعلى قيمة 0.295172% شهر مارس 2015، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -1.862609%، وانحرافاً معيارياً قدره 1.011068%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 9.659261 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات التضخم لا تتبع التوزيع الطبيعي.

5. بالنسبة للفرق في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: نلاحظ أن الفرق بين نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -2.25218% خلال شهر جوان 2020 وهذا راجع إلى تدني معدلات النمو الاقتصادي في جميع دول العالم بسبب تداعيات أزمة كورونا، وأعلى قيمة 4.2735% خلال شهر أبريل 2020، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 0.25342%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.558359%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 5791.822 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

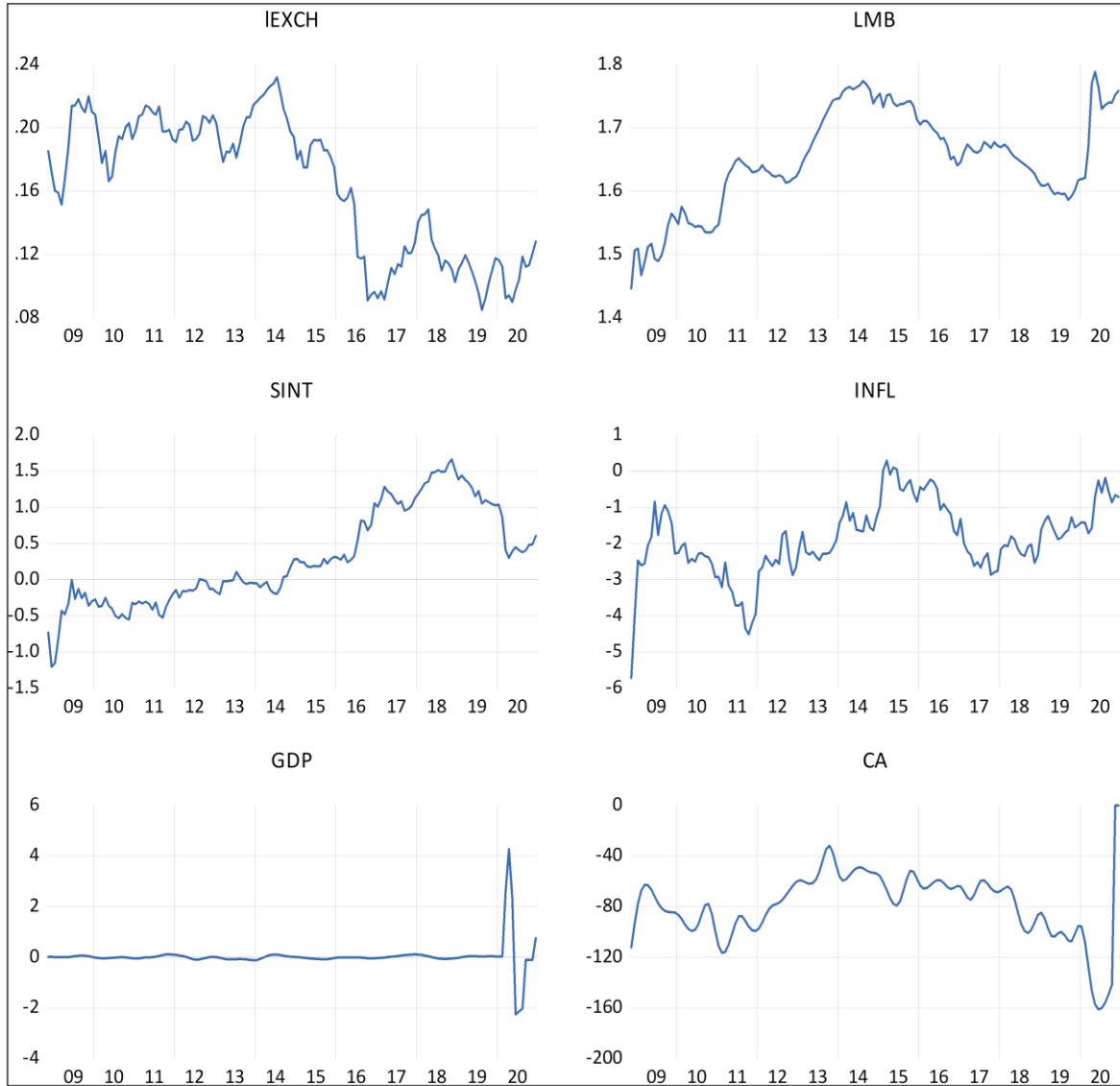
6. بالنسبة للفرق في الحساب الجاري CA: نلاحظ أن الفرق في الحساب الجاري خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -161.1820 مليار دولار خلال شهر جوان 2020، وأعلى قيمة 0 مليار دولار خلال شهري نوفمبر وديسمبر 2020 وهذا راجع لحذف القيمتين الأخيرتين من طرف البرنامج بسبب عملية تحويل البيانات من ربع سنوية إلى بيانات شهرية، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -78.75276 مليار دولار، وانحرافاً معيارياً قدره 26.68739 مليار دولار، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 28.29877 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق في الحساب الجاري لا تتبع التوزيع الطبيعي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

ثانياً: رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD

من أجل تحليل السلسلة الزمنية يتم رسم مشاهداتها لمعرفة وجود مركبة الاتجاه العام لها، وهل هي مستقرة أم لا، وهذا ما يوضحه الشكل رقم: (3-11)، حيث يمثل المحور الأفقي في كل شكل من الأشكال الأشهر (من: نوفمبر 2008 إلى: ديسمبر 2020)، والمحور العمودي يمثل قيم المتغيرات.

الشكل رقم (3-11): أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل رقم (3-11) يتبين أن جميع السلاسل غير مستقرة، يعني وجود اتجاه زمني أو ثابت أو الاثنين معاً وذلك في كل السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة، ما عدا السلسلة الزمنية المتمثلة في الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) مما يؤدي بنا لإجراء اختبار جذر الوحدة، للتأكد من الملاحظة السابقة من جهة، والتخلص من الاتجاه الزمني إن وجد من جهة أخرى، وذلك للوصول إلى سلاسل زمنية مستقرة يمكن الاعتماد عليها في تقدير النموذج.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

ثانياً: اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للنموذج GBP/USD

سنقوم فيما يلي باختبار مدى سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD، وهل هي مستقرة في المستوى؟، فإذا تبين عدم استقرارها في المستوى سنقوم بأخذ الفروق الأولى لها، ثم نختبر مدى سكونها بعد أخذ الفروق الأولى؛ وسوف نعلم على اختبار (PP)، وذلك في حالة وجود ثابت، وفي حالة وجود ثابت واتجاه عام، وفي حالة عدم وجود لا ثابت ولا اتجاه عام. ولقد تم الاستعانة بالإضافة التي قدمها عماد الدين المصباح على برنامج Eviews، والتي تقوم بإجراء اختبار جذر الوحدة لجميع الحالات الثلاثة، ولجميع المتغيرات دفعة واحدة، وذلك في المستوى وبعد أخذ الفرق الأول، وتم اختيار فترات الإبطاء بطريقة أوتوماتيكية من خلال معيار Schwartz Info Criterion، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (3-13): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة للنموذج GBP/USD

عند المستوى At Level						
CA	GDP	SINT	INFL	LMB	LEXCH	
-3.0239	-5.0224	-1.5868	-4.1132	-2.2911	-1.3117	إحصائية t
0.0350**	0.0000***	0.4867	0.0013***	0.1762	0.6233	الاحتمال
-2.9883	-5.4056	-1.7659	-4.1519	-2.2160	-2.4277	إحصائية t
0.1391	0.0001***	0.7163	0.0067***	0.4768	0.3638	الاحتمال
-1.4713	-4.9826	-1.1022	-2.7359	1.3234	-0.7964	إحصائية t
0.1316	0.0000***	0.2444	0.0064***	0.9529	0.3695	الاحتمال
بعد أخذ الفرق الأول At First Difference						
d(CA)	d(GDP)	d(SINT)	d(INFL)	d(LMB)	d(LEXCH)	
-9.9662	-13.9224	-11.7998	-11.7248	-8.8635	-10.0038	إحصائية t
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال
-9.9605	-13.9551	-11.9174	-11.6470	-8.8049	-9.9791	إحصائية t
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال
-9.9895	-13.9847	-11.7262	-11.7385	-8.8354	-10.0326	إحصائية t
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-13) أعلاه، والذي يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة يتضح بأن جل المتغيرات غير مستقرة في المستوى مما يعني وجود جذر الوحدة، حيث أنها عند المستوى كانت قيمة إحصائية t المحسوبة بقيمتها المطلقة أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وهذا ما تؤكد قيم الاحتمال التي هي أكبر من 5%. باستثناء كل من GDP و INF التي كانت مستقرة عند المستوى (0)، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت جميع المتغيرات الأخرى مستقرة، أي أنها أصبحت متكاملة من الدرجة الأولى (1)، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند المستوى الثاني (2)، وبهذا يمكن أن يكون هناك تكامل مشترك، وبالتالي إمكانية تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج GBP/USD

بناءً على نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (مستقرة عند المستوى وبعد أخذ الفرق الأول)، والمتغير التابع مستقر بعد أخذ الفرق الأول، فإنه يمكن إجراء التكامل المشترك باستعمال طريقة منهج الحدود (The Bounds test)، وعليه سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) وذلك وفق المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \Delta LEXCH = C + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta LEXCH_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta LMB_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta INFL_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta SINT_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_4} \beta_5 \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \beta_6 \Delta CA_{t-i} + \varphi_1 FG + \varphi_2 COVID + \alpha_1 LEXCH_{t-1} + \alpha_2 LMB_{t-1} \\ + \alpha_3 INFL_{t-1} + \alpha_4 SINT_{t-1} + \alpha_5 GDP_{t-1} + \alpha_6 CA_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (3-9) \end{aligned}$$

تم التطرق سابقاً إلى شرح مكونات المعادلة، وتجنباً للتكرار لن نعيد شرحها ثانية.

أولاً: تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج GBP/USD

سيتم تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج، بناءً على مجموعة من الاختبارات، ومن خلال الاستعانة ببرنامج EViews10 سيتم تحديد أمثل درجة إبطاء، باستخدام 6 درجات اعتماداً على قاعدة الإهمام التي تستخدم 6 درجات إبطاء من أجل البيانات الشهرية، وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-14): تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج GBP/USD

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LEXCH LMB SINT INFL GDP CA						
Exogenous variables: FG COVID C						
Date: 06/28/22 Time: 15:49						
Sample: 2008M11 2020M12						
Included observations: 140						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-379.3735	NA	1.18e-05	5.676764	6.054976	5.830458
1	380.5712	1422.182	3.80e-10	-4.665302	-3.530669*	-4.204221
2	446.5361	117.7946	2.48e-10	-5.093373	-3.202317	-4.324905
3	515.4478	117.1498	1.57e-10	-5.563540	-2.916062	-4.487684
4	564.0101	78.39345	1.33e-10	-5.743001	-2.339101	-4.359758
5	710.5420	223.9845	2.81e-11	-7.322029	-3.161706	-5.631398
6	798.5487	126.9811*	1.39e-11*	-8.064982*	-3.148237	-6.066964*

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج EViews10

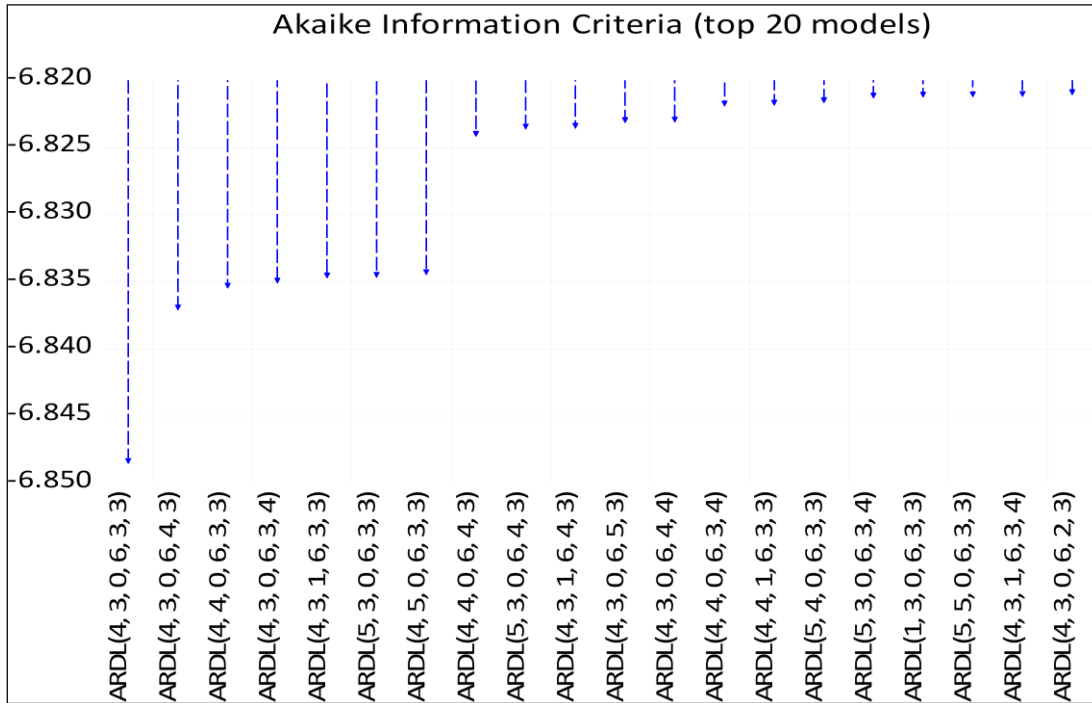
من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة السادسة (lag=6)، وهذا لاتفاق أربعة معايير من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR)، معيار خطأ التوقع النهائي (FPE) Final Prediction Error، معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ)، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختار درجة إبطاء واحدة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

ثانياً: التوزيع الأمثل لعدد فترات الإبطاء الزمني لكل متغير

يقدم لنا برنامج EViews10 فترة الإبطاء المثلى لكل من المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، ويقوم تلقائياً بالمفاضلة بين مجموعة من النماذج ليقدّم لنا في الأخير فترات الإبطاء المثلى، من خلال شكل يضم أفضل 20 نموذج مقدر، وبغرض المفاضلة بينها باستخدام معيار (Akaike Information Criteria (AIC وهو المعيار الأكثر شيوعاً، حيث يتم من خلاله اختيار فترات الإبطاء اللّازم التي تعطي أقل قيمة لهذا المعيار. والشكل الموالي يوضح نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى $p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5$ للمتغير التابع وللمتغيرات المفسرة. وقد تحصلنا على النموذج التالي: $ARDL(4, 3, 0, 6, 3, 3)$ وهو الأمثل من بين أفضل 20 نموذج مقترح.

الشكل رقم (3-12): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج GBP/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

بعد تحديد فترات الإبطاء المثلى كما هي موضحة في الشكل السابق، والتي تم اختيارها بالاعتماد على معيار (Akaike)، وللتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار الحدود.

ثالثاً: اختبار الحدود للتكامل المشترك Bounds Test للنموذج GBP/USD

خلال هذه المرحلة سنقوم بالتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، وسيتم التأكد من ذلك باختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = 0 \quad \checkmark \text{ فرضية العدم: عدم وجود تكامل مشترك}$$

$$H1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq \alpha_5 \neq \alpha_6 \neq 0 \quad \checkmark \text{ الفرضية البديلة: وجود تكامل مشترك}$$

حيث: α تمثل معاملات الأجل الطويل.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

نتائج اختبار التكامل المشترك، مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-15): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج GBP/USD

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	4.832838	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	140	10%	2.303	3.154
		5%	2.55	3.606
		1%	3.351	4.587

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال مقارنة القيم الحسابية بالقيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5%، وذلك كما هو مبين في المتراجحة التالية: $F_{I(1)F-Pesaran}(3.606) > F_{-statistic}(4.8328)$

وبالتالي، نقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أنه يوجد تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغير التابع (لوغاريتم سعر الصرف) والمتغيرات المفسرة وذلك عند جميع مستويات المعنوية.

المطلب الثاني: اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

تعتبر اختبارات التشخيص من أهم الوسائل الاحصائية للتحقق من سلامة النماذج الاقتصادية وخلوها من المشاكل القياسية، وذلك من خلال مجموعة من الاختبارات على بواقي التقدير، بإضافة إلى ضرورة معرفة مدى موافقة النموذج في المدى القصير للنموذج في المدى الطويل من خلال اختبارات الاستقرار الهيكلي، وأخيرًا سنجري اختبارات اقتصادية لمختلف معالم النموذج.

الفرع الأول: تشخيص بواقي النموذج GBP/USD

للتأكد من جودة النموذج المقدر سيتم إجراء عدة اختبارات: الأولى منها ستكون على البواقي، حيث سيتم الاعتماد على ثلاثة اختبارات أساسية، وهي: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي، يليه اختبار ثبات تباين حد الخطأ، ليتم في الأخير إجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، وهذا ما سنقوم به من خلال هذا الفرع.

أولاً: اختبار الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج GBP/USD

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، فمن المهم أن تكون الأخطاء مستقلة بشكل تسلسلي، ويتم ذلك باختبار الفرض العدم الذي مفاده عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي مقابل الفرض البديل القائل بوجود ارتباط ذاتي، وبعد إجراء الاختبار تظهر نتائجه من خلال الجدول أدناه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-16): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج GBP/USD

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.616811	Prob. F(2,111)	0.5415
Obs*R-squared	1.538819	Prob. Chi-Square(2)	0.4633

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-16) أعلاه يتضح لنا أن قيمة الاحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع (Chi-Square) المحسوبة تساوي: 54.15% وبالتالي فهي أكبر من 5%، وعليه فإننا نقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي.

ثانياً: اختبار عدم ثبات التباين (Hétéroscédasticité) للنموذج GBP/USD

للكشف عن عدم ثبات التباين بين حدود الأخطاء، يمكن استخدام عدة اختبارات، ويعتبر (Breusch-Pagan-Godfrey) أحدثها، من خلال اختبار فرض عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، مقابل الفرض البديل بعدم ثبات التباين. ويظهر الجدول الموالي نتائج اختبار عدم ثبات التباين.

الجدول رقم (3-17): نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج GBP/USD

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.558647	Prob. F(26,113)	0.9560
Obs*R-squared	15.94572	Prob. Chi-Square(26)	0.9375
Scaled explained SS	19.40570	Prob. Chi-Square(26)	0.8189

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

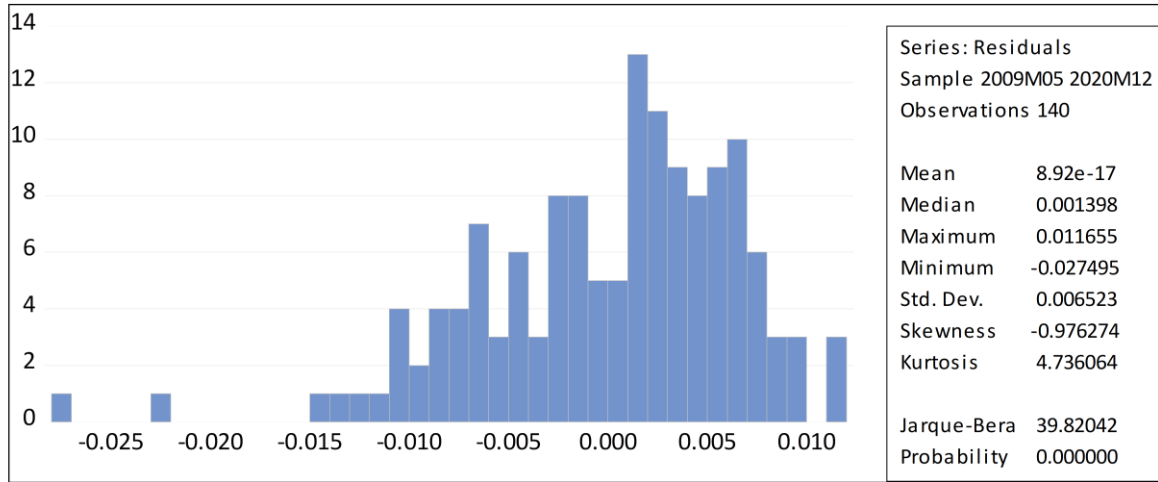
نلاحظ من خلال الجدول رقم: (3-17) أعلاه أن قيمة (Prob. Chi-square) تساوي 93.75% هي أكبر من 5%، وهذا ما يؤكد فرضية عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين للأخطاء.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج GBP/USD

من أجل التحقق من أن البواقي الناتجة عن النموذج المقدر تتبع التوزيع الطبيعي يمكن معرفة ذلك من خلال مجموعة من الاختبارات أهمها (Kurtosis)، (Skewness) واختبار Jarque-Berra، وسيتم فيما يلي استخدام إحصائية Jarque-Berra من خلال اختبار فرضية عدم التي مفادها أن بواقي معادلة الانحدار موزعةً توزيعاً طبيعياً. والشكل الموالي يظهر نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-13): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج GBP/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن معامل (Skewness) يقدر بـ -0.9762 وهو يختلف عن الصفر، وهذا ما يثبت عدم وجود التناظر والقيم متحيزة نحو اليمين، أما قيمة معامل (Kurtosis) تقدر بـ 4.736064 وهو أكبر من 3 وهذا معناه وجود تدبب في الشكل البياني، كما تظهر احتمال إحصائية (Jarque-Bera) يساوي الصفر أي أصغر من 5%، وهذا ما يعني بأن النموذج المقدر لسلسلة سعر الصرف لا يتبع التوزيع الطبيعي، ويعتبر التوزيع الطبيعي للبواقي حالة مستحبة، لكن ليست ضرورية من أجل اعتماد النموذج المقدر، وعليه يمكن الاعتماد على النتائج المتوصل إليها حتى في حالة عدم توفر شرط التوزيع الطبيعي للبواقي*.

رابعا: مقارنة بيان القيم الفعلية والتقديرية للنموذج GBP/USD

من خلال هذا الاختبار نلاحظ مدى تطابق منحنى القيم الحقيقية Actual مع منحنى القيم المقدر Fitted لاختبار جودة النموذج، والشكل الموالي يوضح ذلك.

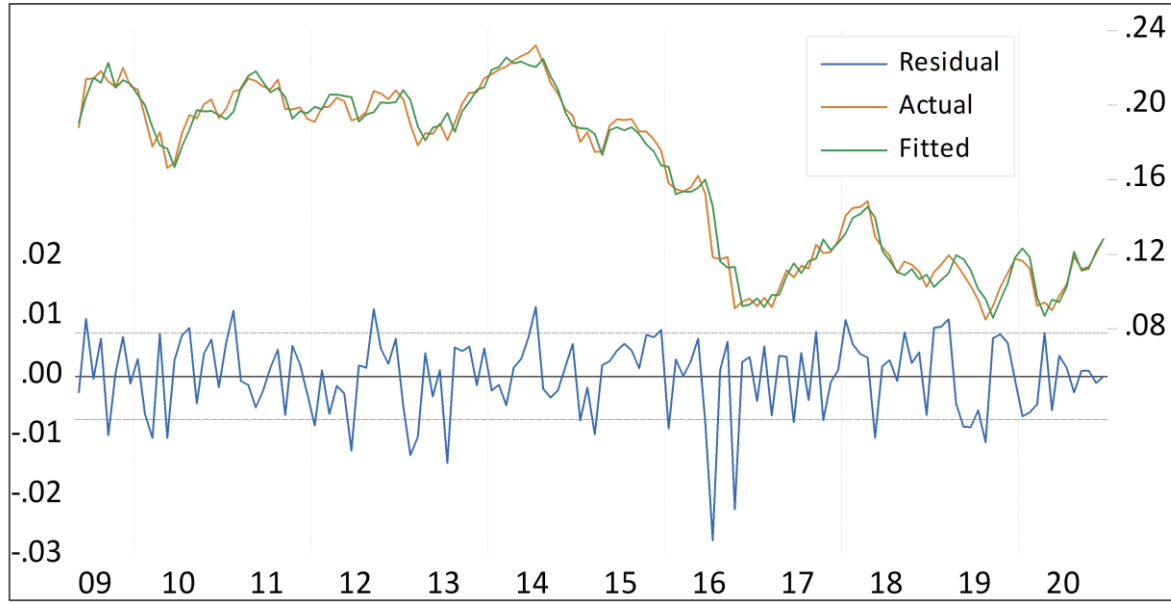
* يمكن الرجوع في هذا الموضوع إلى محاضرة الأستاذة: أسماء الميرغني الموجودة على اليوتيوب تحت عنوان: الدرس 28: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL عبر برنامج إيفيوز 11- النموذج الأول، يمكن مشاهدتها عبر الرابط:

<https://www.youtube.com/watch?v=IkIIAtCjb9k&list=PLZAUcbDZNzgtfzut7GaaU-ZyKS3Mg-NEw&index=28>

تاريخ الاطلاع: 2022-06-23، حيث عند اجرائها لاختبارات جودة النموذج من الناحية القياسية (اختبارات البواقي) معتمدة على ما جاء في الدليل الخاص ببرنامج Eviews، أهملت نهائيا اختبار التوزيع الطبيعي وأجرت فقط اختبار عدم ثبات التباين واختبار الارتباط الذاتي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-14): نتائج اختبار التطابق للنموذج GBP/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل رقم (3-14) أعلاه نلاحظ تطابق شبه كلي لمنحنى القيم الحقيقية Actual مع منحنى القيم المقدرة Fitted، وهذا التطابق يدل على أن النموذج المقدر ذو جودة عالية.

الفرع الثاني: اختبار قوة وثبات نموذج GBP/USD

المجموعة الثانية من الاختبارات الضرورية عند النمذجة باستخدام نماذج ARDL موجهة لمعرفة مدى قوة النموذج، وذلك من خلال اختبار العلاقة الدالية، وكذا اختبار ثباته من خلال اختبار استقرار المعلمات المقدرة، ويتجلى ذلك بالكشف عن توفر شرط الاستقرار الهيكلي.

أولاً: اختبار صحة العلاقة الدالية للنموذج واحتوائه على التركيبة المثلى للمتغيرات المفسرة

يتم ذلك عبر اختبار (Ramsey) كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-18): نتائج اختبار Ramsey للنموذج GBP/USD

Ramsey RESET Test			
Equation: ARDL			
Specification: LEXCH LEXCH(-1) LEXCH(-2) LEXCH(-3) LEXCH(-4) LMB			
LMB(-1) LMB(-2) LMB(-3) SINT INFL INFL(-1) INFL(-2) INFL(-3) INFL(-4)			
INFL(-5) INFL(-6) GDP GDP(-1) GDP(-2) GDP(-3) CA CA(-1) CA(-2)			
CA(-3) FG COVID C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	0.556431	112	0.5790
F-statistic	0.309615	(1, 112)	0.5790

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

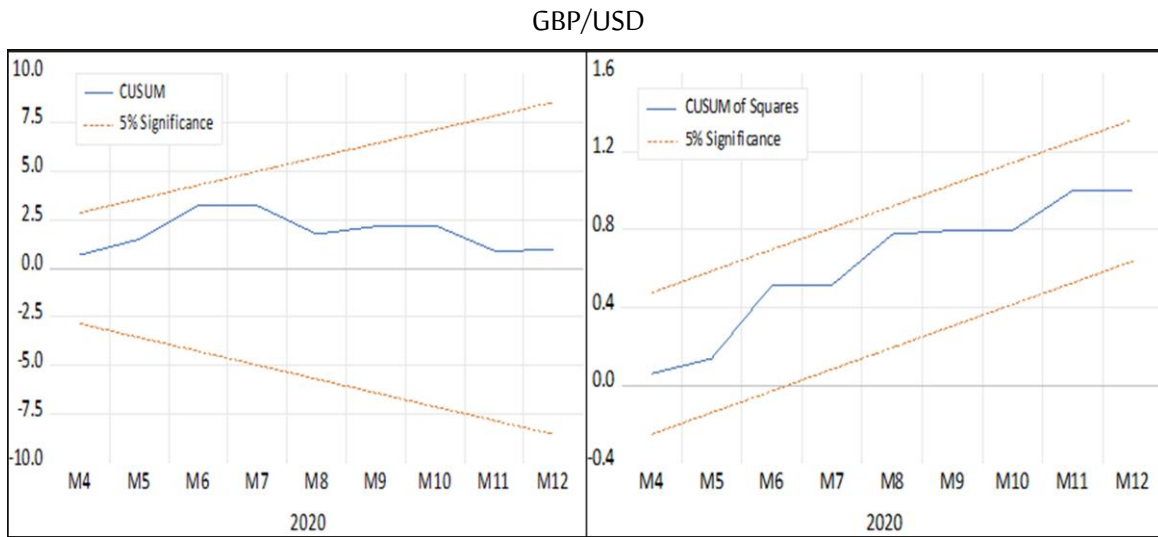
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة إحصائية F المحسوبة بلغت 0.30 عند مستوى دلالة 57.90% وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية عدم القائلة بصحة العلاقة الدالية المستخدمة في النموذج.

ثانياً: اختبار الاستقرار الهيكلية لمعاملات النموذج

بعد تقدير صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL يتوجب علينا إجراء اختبارات الاستقرار الهيكلية لمعاملات الأجلين الطويل والقصير، وهذا من أجل التأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، وفي هذا الصدد سنستخدم اختبارين مناسبين لذلك متمثلين في اختبار المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative sum of Recursive Residual) (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (Cumulative Sum of Squares of Recursive Residual) (CUSUM-SQ)، ويتحقق الاستقرار الهيكلي إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-15): اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) ومربعات البواقي (CUSUM-SQ) للنموذج



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل البياني أعلاه يظهر أن المجموع التراكمي للبواقي يقع داخل مجال الثقة 95% أي أنه يتحرك في مجال ومنطقة القبول، والأمر ذاته بالنسبة للمنحنى البياني للمجموع التراكمي لمربعات البواقي. وبالتالي فإنه يمكننا القول أن النموذج مستقر هيكلياً.

الفرع الثالث: الاختبار الاقتصادي للنموذج GBP/USD

يتضمن تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) نموذجين، النموذج الأول الذي يتمثل في نموذج تقدير العلاقة طويلة الأجل؛ والنموذج الثاني هو نموذج تصحيح الخطأ ويعطينا العلاقة قصيرة الأجل، قصد التحقق من صحة الفرضية الفرعية الثانية سنستخدم كلا النموذجين.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج (ARDL)

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وفق اختبار منهج الحدود، سنقوم بقياس العلاقة طويلة الأجل في إطار نموذج ARDL، وتتضمن هذه المرحلة الحصول على مقدرات المعلمات في الأجل الطويل، ونتائج التوازن في المدى الطويل، كما هو موضح في الجدول التالي، وقد اعتمدنا على فترات التباطؤ وفق معيار Akaike Information Criteria.

الجدول رقم (3-19): نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل للنموذج GBP/USD

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMB	0.071693	0.055901	1.282490	0.2023
SINT	-0.044226	0.009980	-4.431210	0.0000
INFL	-0.006863	0.004986	-1.376559	0.1714
GDP	-0.008893	0.013679	-0.650138	0.5169
CA	0.000225	0.000221	1.017429	0.3111
C	0.057553	0.103802	0.554449	0.5804

المصدر: م. اعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج EViews10

من خلال نتائج الجدول رقم (3-19) أعلاه، يمكننا استنتاج ما يلي:

كل معلمات الأجل الطويل لمتغيرات النموذج غير معنوية عند مستوى معنوية 5%، ما عدا متغير الفرق في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وعليه سنقوم في ما يلي بالتعليق فقط على آثار الفرق بين معدلات الفائدة قصيرة الأجل في الدولتين على سعر الصرف، وسنقوم بإهمال المتغيرات الأخرى كونها غير معنوية.

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: أظهرت نتائج التقدير لمعلمة الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل أنها ذات معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، لأن قيمتها الاحتمالية تساوي 0.00 هي أقل من 0.05، أي أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل له تأثير معنوي على سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي في الأجل الطويل، حيث أن ارتفاع في الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل بمعدل 1% يؤدي إلى انخفاض سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي بمعدل 0.044226%. هذا الأثر السلبي لسعر الفائدة معناه تفوق أثر حساب رأس المال على أثر الحساب الجاري، وهذا مطابق لما نصت عليه نظرية تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة. ويفسر هذا بأن ارتفاع سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بعد تحسن الأوضاع الاقتصادية وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة، وبداية من شهر أوت 2016 حيث سجل فرق موجب لأول مرة بين أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية وتلك المسجلة في المملكة المتحدة حيث كان الفرق يساوي 0.15%، ليستمر في الارتفاع ليصل إلى ذروته خلال شهر أبريل

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

2019 مسجلاً فرقاً يقدر بـ 1.71% هذا الأمر من شأنه الدفع برؤوس الأموال في المملكة المتحدة بالتوجه نحو الولايات المتحدة الأمريكية بحثاً عن مستويات أعلى من العائد، وبالتالي فإن الفترة التي كانت فيها معدلات الفائدة أكبر من الصفر تغلبت أثارها على الفترة التي طبقت فيها معدلات الفائدة الصفرية في الولايات المتحدة الأمريكية.

ثانياً: تقدير نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل لنموذج (ARDL)

إن معامل تصحيح الخطأ $CointEq(-1)$ يعبر عن سرعة العودة من الأجل القصير إلى الأجل الطويل، وحتى نقر بوجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج المدروس، يجب أن يكون معامل تصحيح الخطأ سالباً ومعنوياً، سنقوم بالتحقق من ذلك وهذا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (20-3): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ومعلمات الأجل القصير للنموذج GBP/USD

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std- Error	t-Statistic	Prob
D(LEXCH(-1))	0.057633	0.076046	0.757867	0.4501
D(LEXCH(-2))	0.071631	0.075544	0.948198	0.3451
D(LEXCH(-3))	0.229546	0.078792	2.913299	0.0043
D(LMB)	-0.054137	0.061228	-0.884200	0.3785
D(LMB(-1))	0.086183	0.062287	1.383655	0.1692
D(LMB(-2))	0.176534	0.063247	2.791163	0.0062
D(INFL)	0.004054	0.001780	2.277631	0.0246
D(INFL(-1))	0.004757	0.001788	2.659839	0.0090
D(INFL(-2))	0.003619	0.001806	2.003628	0.0475
D(INFL(-3))	0.003598	0.001798	2.001294	0.0478
D(INFL(-4))	0.002272	0.001672	1.359050	0.1768
D(INFL(-5))	0.004420	0.001572	2.811076	0.0058
D(GDP)	-0.000203	0.001739	-0.116747	0.9073
D(GDP(-1))	0.002994	0.001572	1.904876	0.0593
D(GDP(-2))	-0.004950	0.001613	-3.068370	0.0027
D(CA)	0.000188	5.52E-05	3.401208	0.0009
D(CA(-1))	0.000140	5.60E-05	2.505848	0.0136
D(CA(-2))	-0.000451	0.000157	-2.878995	0.0048
FG	0.003226	0.001172	2.752614	0.0069
COVID	-0.015752	0.003194	-4.932133	0.0000
CointEq(-1)*	-0.233695	0.039153	-5.968764	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج EViews10

نلاحظ من خلال نتائج الجدول (20-3) أن قيمة معامل تصحيح الخطأ ECM: -0.233695 هي سالبة ومعنوية عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهذا ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي كمتغير تابع وباقي المتغيرات المفسرة، وهذا يعني أن

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

23.36% من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها تلقائياً لبلوغ التوازن في الأجل الطويل، أو بعبارة أخرى سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي يتطلب أكثر من أربعة أشهر لبلوغ قيمته التوازنية في الأجل الطويل ($1/0.233695=4.27$).

بالنسبة لمعاملات الأجل القصير ستهتم الدراسة الحالية فقط بتفسير معاملات المتغيرات التي لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%، مع التركيز على تلك المتغيرات التي تمثل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، واستبعاد المتغيرات الحقيقية، وسنقوم بهذا على النحو التالي:

✓ بالنسبة لمعلمة لوغاريتم سعر الصرف: خلال فترة الإبطاء الثالثة ($t=3$) كانت تأثيراته ذات دلالة احصائية على لوغاريتم سعر الصرف، حيث كانت قيمته الاحتمالية تساوي 0.0043 وهي أقل من مستوى معنوية 5%، أي أن ارتفاع بمعدل 1% في لوغاريتم سعر الصرف للشهر الثالث السابق له تأثير إيجابي على لوغاريتم سعر الصرف يقدر بحوالي 0.2295%؛

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB: إن معلمة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية خلال الفترة الحالية والفترة السابقة لم يكن لها أي تأثير ذو دلالة إحصائية، حيث كانت قيمتهما الاحتمالية تساوي 0.3785 و 0.1692 على التوالي، وهي أكبر من مستوى معنوية 5%، بينما كانت قيمتها خلال الفترة ($t=2$) ذات تأثير معنوي حيث كانت قيمتها الاحتمالية 0.0062%، وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، حيث يؤدي زيادة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية بـ 1% خلال الفترة ($t=2$) إلى ارتفاع سعر الصرف بـ 0.1765%. وهذا لا يتوافق مع النموذج النقدي لدورنبوش حيث لا يوجد أثر لارتفاع القاعدة النقدية في المدى القصير، بينما هناك أثر على المدى المتوسط يعني زيادة القاعدة النقدية في الولايات المتحدة أدى إلى ارتفاع سعر الصرف في المدى المتوسط وهذا مطابق لما نصت عليه النظرية الكمية للنقود.

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين معدلات التضخم INFL: إن معلمة الفرق بين معدلات التضخم خلال الفترات الخمسة وخلال الفترة الحالية كلها ذات دلالة احصائية، ما عدا الفترة الرابعة التي كانت غير معنوية، وكانت تأثيراتها متقاربة حيث كانت محصورة بين أدنى نسبة والمقدرة بـ 0.003598%، وبين أعلى قيمة والمقدرة بـ 0.004757%، وهو تأثير طفيف جداً يكاد يكون مساوي للصفر، وهذا يتوافق مع النموذج النقدي لدورنبوش ويتنافى مع جميع النماذج النقدية الأخرى.

✓ بالنسبة لمعلمة أداة التوجيه المسبق FG: تم تمثيل أداة التوجيه المسبق بمتغير وهي كما سبق الإشارة إليه في تعريف متغيرات الدراسة، وتظهر نتائج المدى القصير معنوية هذا المتغير، حيث أنه ذو دلالة إحصائية، حيث كانت قيمته الاحتمالية تساوي 0.00، وهي أقل من مستوى معنوية 5%، حيث أنه خلال فترة تطبيق أداة التوجيه المسبق من طرف الاحتياطي الفيدرالي ارتفع سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي بـ 0.003226%، مقارنة بالفترة التي لم يتم فيها تطبيق أداة التوجيه المسبق.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

المطلب الثالث: صياغة النموذج JPY/USD وإجراء اختباره القبلية

سيتم من خلال هذا المطلب إجراء نموذج قياسي ثالث سيتم تخصيصه لدراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية على سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، وهذا من أجل الوصول إلى إجابة عن السؤال الفرعي الثاني، حيث سيتم خلال هذا المطلب التعريف بالنموذج المقترح، مع الإشارة إلى مصادر جمع البيانات الخاصة بمتغيراته في الفرع الأول، بعدها سنتطرق لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية ودراستها دراسةً إحصائيةً وهذا في الفرع الثاني، لنختتم هذا المطلب بتحديد درجات الإبطاء المثلى واختيار أفضل نموذج، ليتسنى لنا إجراء اختبار الحدود على النموذج المختار وهذا ما سنهتم به خلال الفرع الثالث.

الفرع الأول: تقديم النموذج JPY/USD

شأنه شأن النموذجين الأول والثاني سنعتمد خلال هذا النموذج الذي سميناه اصطلاحاً بالنموذج JPY/USD، على النموذج النظري المقدم من طرف كلاً من Hooper & Morton من أجل تقدير هذا النموذج؛ وقد تم إضافة متغيرين وهميين، أحدهما لتمثيل أداة التوجيه المسبق FG المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية، والمتغير الوهمي الثاني لتمثيل أزمة كورونا التي عرفت انتشاراً واسعاً في جميع أنحاء العالم بعد شهر مارس 2020، اعتباراً أن اليابان كانت من الدول الأوائل في تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية أواخر تسعينيات القرن العشرين، وحتى نتمكن من إجراء تقدير ودراسة النموذج JPY/USD خلال فترة تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في كلى البلدين، فقد تم تحديد بداية الدراسة من: شهر نوفمبر 2008 بداية أول برنامج من برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى غاية شهر ديسمبر 2020، وذلك باستخدام بيانات شهرية. وتأتي صياغة النموذج المختصرة كالتالي:

$$\text{LEXCH} = F(\text{LM1}, \text{INFL}, \text{SINT}, \text{GDP}, \text{CA}, \text{FG}, \text{COVID}) \dots \dots (3 - 10)$$

حيث:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (21-3): تعريف متغيرات الدراسة للنموذج JPY/USD ومصادر بياناتها

المتغير	تعريفه	مصدر جمع البيانات
LEXCH	لوغاريتم سعر الصرف: 1 ين ياباني مقابل الدولار الأمريكي (المتغير التابع).	تم جمع البيانات المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي والياباني من موقع الفيدرالي الأمريكي بسانت لويس
LM1	الفرق* بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق (M1) مقوم بمليار عملة محلية.	https://fred.stlouisfed.org باستثناء
INFL	الفرق بين معدلات التضخم بين الدولتين.	البيانات المتعلقة برصيد الحساب الجاري لليابان تم استخراجها من قاعدة بيانات بنك اليابان
SINT	الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل.	
GDP	الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.	
CA	الفرق بين الحساب الجاري للبلدين مقوم بالمليار دولار، تم تحويل البيانات المرتبطة بالحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية من بيانات فصلية إلى بيانات شهرية باستخدام برنامج EViews10.	https://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html# وتم تحويله إلى الدولار الأمريكي بالقسمة على سعر الصرف.
FG	متغير صوري (1 أثناء اعتماد أداة التوجيه المسبق من: 2008-12 إلى 2015-06، و0 في غير ذلك)	
COVID	متغير صوري (1 أثناء بداية انتشار فيروس كورونا بشكل ملحوظ في العالم من مارس 2020، و0 قبل ذلك التاريخ)	

* الفرق: قيمة المتغير في الولايات المتحدة الأمريكية ناقص قيمته في اليابان.

الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج JPY/USD

تعتبر دراسة الاستقرارية للسلاسل الزمنية من الشروط المهمة للتكامل المتزامن لأن غيابها يسبب عدة مشاكل قياسية، وتكمن أهميتها في التحقق من استقرار أو عدم استقرار السلسلة الزمنية، وسنقوم بذلك من خلال ثلاث خطوات، الخطوة الأولى يتم خلالها معرفة الخصائص الإحصائية لمختلف المتغيرات، وفي الخطوة الثانية سنقوم برسم مختلف السلاسل الزمنية والتعليق على مدى استقراريتها من خلال تطور مشاهداتها على الشكل البياني، وفي الخطوة الثالثة والأخيرة سنجري اختبار (PP) Phillips-Perron test لمعرفة في أي مستوى تكون السلاسل الزمنية مستقرة.

أولاً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات النموذج JPY/USD

الجدول الموالي يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة، والتي تم استخراجها باستخدام برنامج EViews10، حيث يظهر الجدول عدة مقاييس إحصائية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-22): الدراسة الإحصائية لمتغيرات النموذج JPY/USD

	LEXCH	LM1	SINT	INFL	GDP	CA
Mean	-2.000251	-2.320707	0.519473	0.120953	-0.072054	-118.3031
Median	-2.016412	-2.317242	0.085000	0.139231	-0.108580	-116.4323
Maximum	-1.884472	-1.718526	2.487000	1.058989	1.797944	-75.88382
Minimum	-2.092435	-2.500756	-0.051000	-1.770325	-3.443483	-194.3400
Std. Dev.	0.058506	0.155583	0.771963	0.374958	0.801892	22.66153
Skewness	0.534313	2.942497	1.424620	-0.850329	-0.245045	-1.218730
Kurtosis	2.125084	12.06398	3.553366	6.926482	4.369666	5.322030
Jarque-Bera	11.60360	710.4658	51.24834	111.3828	12.87338	68.94265
Probability	0.003022	0.000000	0.000000	0.000000	0.001602	0.000000
Sum	-292.0367	-338.8232	75.84300	17.65911	-10.51990	-17272.25
Sum Sq. Dev.	0.496335	3.509874	86.40946	20.38604	93.23957	74464.03
Observations	146	146	146	146	146	146

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-22) يتبين ما يلي:

1. بالنسبة للوغاريتم سعر الصرف LEXCH: نلاحظ أن لوغاريتم سعر الصرف خلال فترة الدراسة تراوح بين أعلى قيمة والتي تمثل -1.884472 في شهر أكتوبر 2011، وأدنى قيمة -2.092435 شهر جوان 2015، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -2.000251، وانحرافاً معيارياً قدره 0.058506، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 11.60360 وباحتمال 0%، فإن توزيع قيم لوغاريتم سعر الصرف لا تتبع التوزيع الطبيعي.
2. بالنسبة للفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق LM1: نلاحظ أن الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -2.500756 في شهر نوفمبر 2008 أين بدأت الولايات المتحدة الأمريكية تطبيق أداة التيسير الكمي، وأعلى قيمة -1.718526 شهر ديسمبر 2020، وهذا خلال أوج أزمة كورونا، حيث عاود الاحتياطي الفيدرالي توسيع حجم الإصدار النقدي لمواجهة تداعيات الأزمة الصحية، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -2.320707، وانحرافاً معيارياً قدره 0.155583، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 710.4658 وباحتمال 00%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق لا يتبع التوزيع الطبيعي.
3. بالنسبة للفرق في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: نلاحظ أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة المقدرة بـ 0.051% خلال شهر ديسمبر 2008، وأعلى قيمة والتي تمثل 2.487% خلال شهر أبريل 2019، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 0.519473%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.771963%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 51.24834 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل لا تتبع التوزيع الطبيعي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

4. بالنسبة للفرق في معدلات التضخم INFL: نلاحظ أن الفرق بين معدلات التضخم خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة والمقدرة بـ -1.770325% شهر أفريل 2014، وأعلى قيمة والتي تمثل 1.058989% شهر جوان 2009، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 0.120953% ، وانحرافاً معيارياً قدره 0.374958% ، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 111.3828 وباحتمال 0% ، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات التضخم لا تتبع التوزيع الطبيعي.

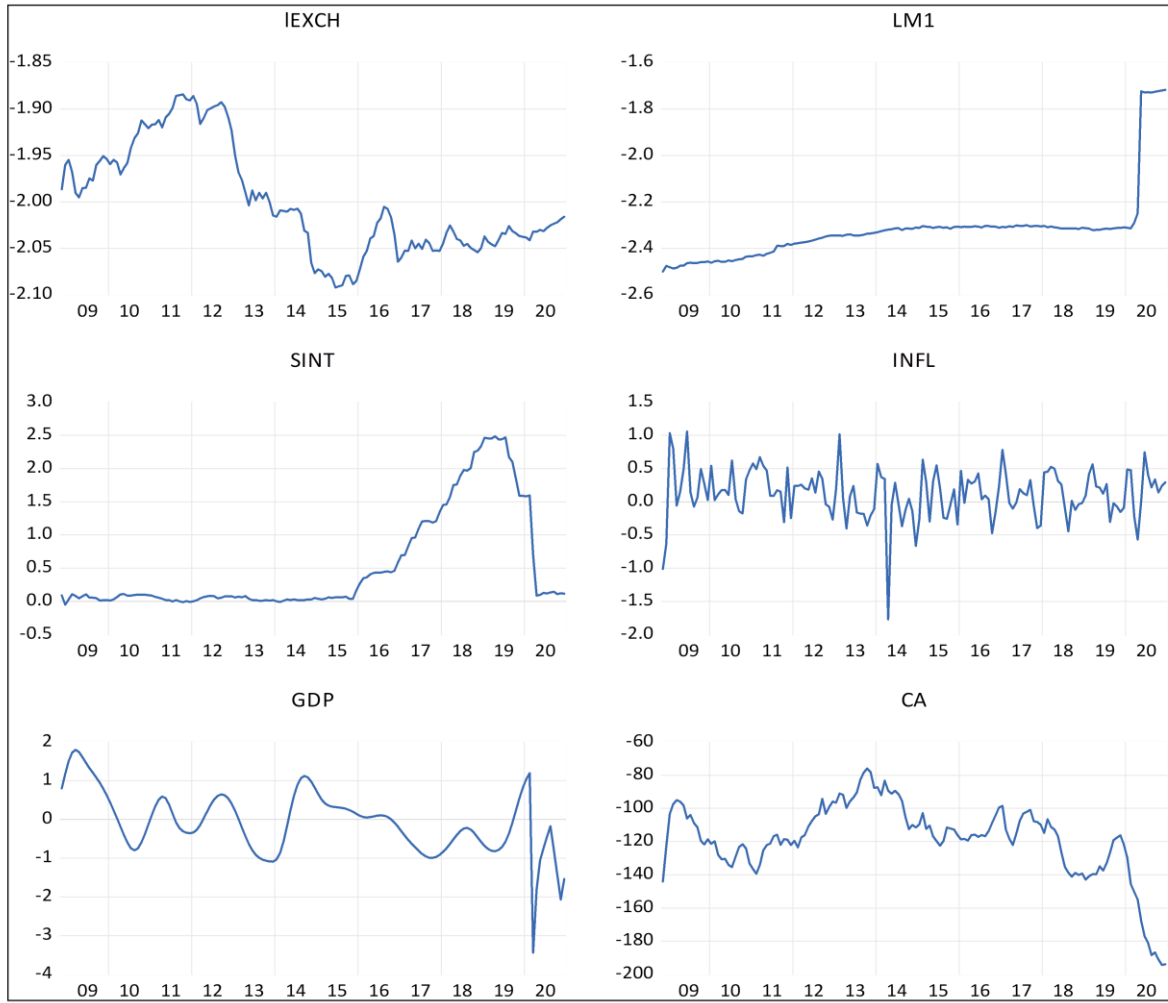
5. بالنسبة للفرق في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: نلاحظ أن الفرق بين نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة والمقدرة بـ -3.443483% خلال شهر مارس 2020 بداية انتشار أزمة كورونا بشكل واضح في مختلف دول العالم، وأعلى قيمة والتي تمثل 1.797944% خلال شهر مارس 2009، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.072054% ، وانحرافاً معيارياً قدره 0.801892% ، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 12.87338 وباحتمال 0% ، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

6. بالنسبة للفرق في الحساب الجاري CA: نلاحظ أن الفرق في الحساب الجاري خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -194.34 مليار دولار خلال شهر نوفمبر 2020، وأعلى قيمة -75.88382 مليار دولار خلال أكتوبر 2013، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -118.3031 مليار دولار، وانحرافاً معيارياً قدره 22.66153 مليار دولار، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 68.94265 وباحتمال 0% ، وعليه فإن توزيع قيم الفرق في الحساب الجاري لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً: رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج JPY/USD

من أجل تحليل السلسلة الزمنية يتم رسم مشاهداتها لمعرفة وجود مركبة الاتجاه العام لها، وهل هي مستقرة أم لا، وهذا ما يوضحه الشكل رقم: (3-16)، حيث يمثل المحور الأفقي في كل شكل من الأشكال الأشهر (من: نوفمبر 2008 إلى: ديسمبر 2020)، والمحور العمودي يمثل قيم المتغيرات.

الشكل رقم (3-16): أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج JPY/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل رقم (3-16) يتبين أن معظم السلاسل الزمنية غير مستقرة، وذلك من خلال وجود اتجاه زمني أو ثابت أو الاثنين معاً، ما عدا السلسلة الزمنية المتمثلة في الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وسلسلة الفرق بين معدلات التضخم (INFL)، مما يقودنا إلى ضرورة إجراء اختبار جذر الوحدة، للتأكد من ما تم ملاحظته في الأشكال البيانية، وللتخلص من حالة عدم استقرار السلاسل الزمنية من جهة أخرى، وذلك للوصول إلى سلاسل زمنية مستقرة يمكن الاعتماد عليها في تقدير النموذج.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية

بعد الاختبارات الكيفية، يتم تأكيد النتائج بواسطة الاختبارات الإحصائية، وسوف نعتمد على اختبار (PP)، من أجل اختبار الفرضية العدمية والتي تنص على وجود جذر وحدوي وبالتالي عدم استقرار السلسلة ضد الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر وحدة، وبالتالي استقرار السلسلة. اعتماداً على إحصائية t المحسوبة، فإذا كانت t المحسوبة أكبر من t الجدولة نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وبالتالي السلسلة مستقرة، أما إذا كانت t المحسوبة أصغر من t الجدولة نقبل فرضية العدم وبالتالي السلسلة غير مستقرة، والجدول التالي يبرز نتائج هذا الاختبار.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-23): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج JPY/USD

عند المستوى At Level							
CA	GDP	INFL	SINT	LM1	LEXCH		
-0.2599	-3.3230	-9.6903	-1.4029	0.2647	-1.2174	إحصائية t	ثابت
0.9266	0.0156**	0.0000***	0.5795	0.9757	0.6661	الاحتمال	
-1.5458	-4.0319	-9.7260	-1.2553	-0.8992	-1.7396	إحصائية t	ثابت واتجاه عام
0.8092	0.0097***	0.0000***	0.8945	0.9524	0.7286	الاحتمال	
0.5856	-3.3390	-8.8642	-1.1550	-1.4203	0.1748	إحصائية t	بدون ثابت وبدون اتجاه عام
0.8418	0.0010***	0.0000***	0.2254	0.1445	0.7356	الاحتمال	
بعد أخذ الفرق الأول At First Difference							
d(CA)	d(GDP)	d(INFL)	d(SINT)	d(LM1)	d(LEXCH)		
-8.9648	-14.0476	-26.2942	-7.4992	-11.2387	-9.1738	إحصائية t	ثابت
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	
-9.0485	-13.9790	-25.9078	-7.5466	-11.3619	-9.1427	إحصائية t	ثابت واتجاه عام
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	
-8.9478	-13.9333	-26.4905	-7.5254	-11.1276	-9.1922	إحصائية t	بدون ثابت وبدون اتجاه عام
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-23) أعلاه، والذي يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة يتضح بأن جل المتغيرات غير مستقرة في المستوى مما يعني وجود جذر الوحدة، حيث أنها عند المستوى كانت قيمة إحصائية t المحسوبة بقيمتها المطلقة أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وهذا ما تؤكد قيم الاحتمال التي هي أكبر من 5%. باستثناء كل من GDP و INFL التي كانت مستقرة عند المستوى (0)، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت جميع المتغيرات الأخرى مستقرة، أي أنها أصبحت متكاملة من الدرجة الأولى (1)، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند المستوى الثاني (2)، وبهذا يمكن أن يكون هناك تكامل مشترك، وبالتالي إمكانية تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.

الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج JPY/USD

بناءً على نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (مستقرة عند المستوى وبعد أخذ الفرق الأول)، والمتغير التابع مستقر بعد أخذ الفرق الأول، فإنه يمكن إجراء التكامل المشترك باستعمال طريقة منهج الحدود (The Bounds test)، وعليه سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية الموزعة (ARDL) وذلك وفق المعادلة (3-9)¹ سالفة الذكر والتي لن نعيد كتابتها تجنباً للتكرار، حيث

¹ أنظر الصفحة 217.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

سنقوم في البداية بتحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج، ثم يليه توزيع فترات الإبطاء على كل متغير لنختتم الفرع باختبار الحدود.

أولاً: تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج JPY/USD

سيتم تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج، بناءً على مجموعة من الاختبارات، ومن خلال الاستعانة ببرنامج EViews10 سيتم تحديد أمثل درجة إبطاء، سنستخدم 6 درجات إبطاء اعتماداً على قاعدة الإبهام كون البيانات المستخدمة في النموذج شهرية، وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-24): تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج JPY/USD

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-414.7363	NA	1.95e-05	6.181947	6.560158	6.335641
1	414.2231	1551.338	2.35e-10	-5.146045	-4.011411	-4.684964
2	551.2271	244.6499	5.57e-11	-6.588958	-4.697902	-5.820490
3	691.7034	238.8097	1.26e-11	-8.081477	-5.433999*	-7.005621
4	765.9239	119.8131	7.43e-12	-8.627484	-5.223584	-7.244241*
5	818.0059	79.61109	6.05e-12*	-8.857228	-4.696905	-7.166597
6	855.3147	53.83125*	6.16e-12	-8.875925*	-3.959179	-6.877906

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

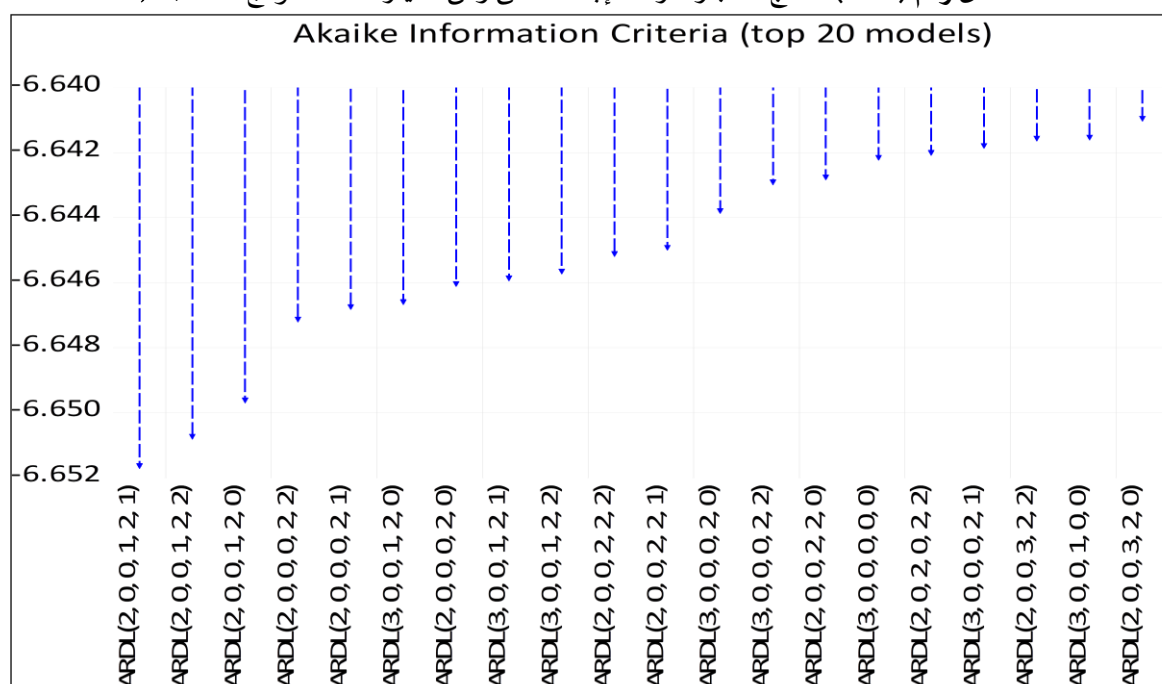
من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة السادسة (lag=6)، وهذا لاتفاق معيارين من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR)، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار خطأ التوقع النهائي Final Prediction Error (FPE) فقد اختار خمس درجات إبطاء، أما معيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختار ثلاث درجات إبطاء، بينما معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ) فقد اختار أربع درجات للإبطاء.

ثانياً: التوزيع الأمثل لعدد فترات الإبطاء الزمني لكل متغير

لتحديد طول فترات الإبطاء الموزعة نستخدم معيار Akaike Information Criteria حيث يتم اختيار طول الفترة التي تدني من قيمة (AIC)، وقد تحصلنا على النموذج التالي: ARDL(2,0,0,1,2,1) وهو الأمثل من بين أفضل 20 نموذج مقترح. كما هو موضح في الشكل التالي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-17): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج JPY/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

بعد تحديد فترات الإبطاء المثلى كما هي موضحة في الشكل السابق، والتي تم اختيارها بالاعتماد على معيار (Akaike)، وللتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار الحدود.

ثالثاً: اختبار الحدود للتكامل المشترك Bounds Test

خلال هذه المرحلة سنقوم بالتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، ونتائج اختبار التكامل المشترك مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-25): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج JPY/USD

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	2.352066	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	144	10%	2.303	3.154
		5%	2.55	3.606
		1%	3.351	4.587

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال مقارنة القيم الحسابية بالقيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5%، وذلك كما هو مبين في المتراجحة التالية:

$$F\text{-statistic} (2.352) < F_{I(0)F\text{-Pesaran}} (2.55)$$

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، أي أنه لا يوجد تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغير التابع (لوغاريتم سعر الصرف) والمتغيرات المفسرة وذلك عند جميع مستويات المعنوية. وعليه فسنبقوم بإجراء تقدير النموذج في الأجل القصير وذلك باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR.

المطلب الرابع: نتائج تقدير نماذج أشعة الانحدار الذاتي للنموذج JPY/USD

بينت نتائج اختبار الحدود عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وبالتالي فالمتغير التابع ممثلاً بلوغاريتم سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي لا تربطه أي علاقة طويلة الأجل مع المتغيرات التفسيرية المستخدمة في النموذج، وعليه سنقوم خلال المطلب الحالي بتقدير العلاقة في الأجل القصير باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، يليه اختبار استقرارية النموذج الكلي، وفي الأخير سنقوم بعملية تشخيص للبواقي الخاصة بالنموذج المقدر، غير أن تركيزنا في تشخيص البواقي سيكون مخصصاً فقط لدالة الهدف دون سواها، والمتمثلة في الدالة التي يكون فيها لوغاريتم سعر الصرف هو المتغير التابع، أخيراً سنقوم بمختلف الاختبارات المتعلقة بديناميكية النموذج المقدر.

الفرع الأول: تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

من خلال هذا الفرع سنقوم بتقدير نموذج لوغاريتم سعر الصرف باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، حيث سنقوم بذلك على مرحلتين. المرحلة الأولى نقوم خلالها بتحديد درجات الإبطاء المثلى للمتغيرات المستقرة أي بعد أخذ الفرق الأول للمتغيرات غير المستقرة في المستوى، وفي المرحلة الثانية سنقوم بالتقدير.

أولاً: تحديد فترات الإبطاء المثلى

باستخدام مجموعة من المعايير من أجل المفاضلة وباستعمال برنامج EViews10 سوف نقوم بتحديد درجة الإبطاء المناسبة لتقدير النموذج وفق تقنية نماذج شعاع الانحدار الذاتي، وتكون الدرجة الأفضل للإبطاء هي تلك الدرجة التي يتفق عليها أكبر عدد من المعايير المستخدمة، وذلك ما يظهره الجدول الموالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-26): درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للنموذج JPY/USD

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	231.1651	NA	1.88e-09	-3.067124	-2.687120	-2.912700
1	389.1460	295.5038	3.25e-10	-4.822244	-3.682233	-4.358974
2	465.0179	135.3686	1.84e-10	-5.395941	-3.495922	-4.623823
3	600.1589	229.4480	4.45e-11	-6.822430	-4.162403*	-5.741466
4	678.7983	126.7283	2.45e-11	-7.435947	-4.015913	-6.046136
5	733.1985	82.97000	1.93e-11	-7.700698	-3.520656	-6.002040
6	797.6536	92.74119*	1.33e-11*	-8.110124*	-3.170074	-6.102619*

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة السادسة (P=6)، وهذا لاتفاق أربعة معايير من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR)، معيار خطأ التوقع النهائي (FPE) Final Prediction Error، معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ)، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختار ثلاثة درجات ابطاء.

ثانياً: تقدير نموذج VAR(6)

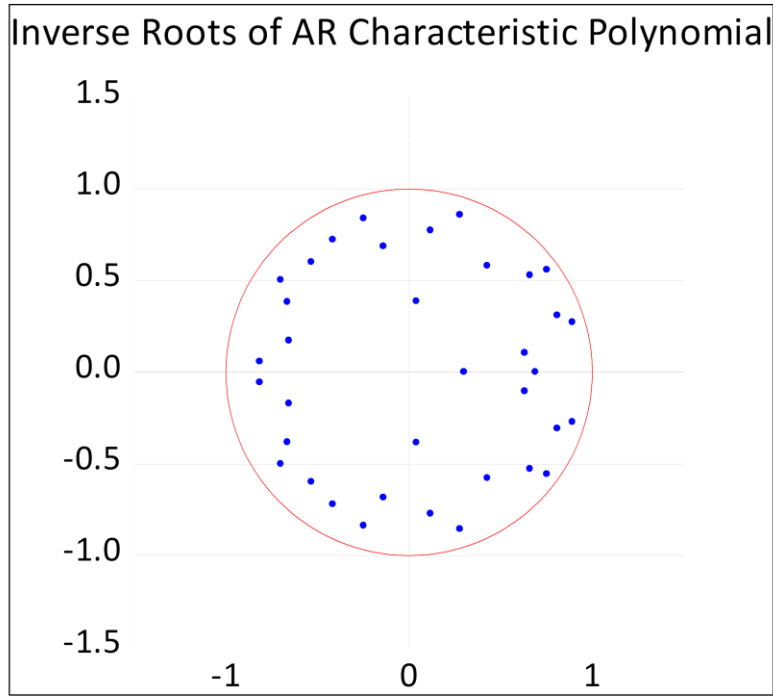
سنقوم بتقدير نموذج VAR باستخدام ستة درجات ابطاء، وبما أن دراستنا مرتبطة بتفسير سلوك متغير لوغاريتم سعر الصرف، والذي أصبح بعد أخذ الفرق الأول عبار عن معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف DLEXCH، وباستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية OLS تم إعادة تقدير معادلة DLEXCH، ونظراً لاحتوائها على ستة تأخيرات لكل متغير من المتغيرات المفسرة وكذا المتغير التابع، وعدم استخدامها في التحليل فلا داعي لكتابتها.

كما سبق وأن ذكرنا فإن نموذج VAR لا يستعمل لقراءة التقدير مباشرة، من خلال قراءة وتفسير قيم المعلمات ومعنوياتها الإحصائية، لأن الغرض منه هو تحديد نوعية العلاقة بين المتغيرات، ودرجة التأثير بينها، من خلال دراسة وتحليل دوال الاستجابة الفورية وتحليل جداول تفكيك تباين خطأ التنبؤ، إلا أنه لا يمكننا الاستفادة من النموذج واستخدامه إلا بعد التحقق من اختبار استقراره الكلية، وهذا ما سيتناوله الفرع الثاني.

الفرع الثاني: اختبار استقرارية النموذج JPY/USD

إن عدم استقراره نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يؤدي إلى نتائج غير صحيحة، وبذلك يكون اختبار الاستقرارية من أهم الاختبارات التشخيصية، التي يتعين علينا القيام بها، ويمكن الحكم على استقراره النموذج من خلال الشكل البياني للجذور المقلوبة، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-18): نتائج اختبار الجذور المقلوبة للنموذج JPY/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

انطلاقاً من الشكل أعلاه، يتضح أن كل قيم الجذور المقلوبة تقع داخل الدائرة الأحادية، وعليها فيمكننا القول بأن النموذج JPY/USD ككل مستقر، أي أنه لا يعاني من مشكلة في ارتباط الأخطاء أو عدم ثبات التباين أي أن مقدرات النموذج لا تتغير في المدى الطويل.

الفرع الثالث: تشخيص بواقى النموذج JPY/USD

خلال هذا الفرع سوف نقوم فقط بتشخيص بواقى دالة الهدف والمتمثلة في دالة التغير في لوغاريتم سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، وسنقوم بذلك بعد إعادة تقدير الدالة المعنية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وسوف نقوم بعدة اختبارات على بواقى النموذج المقدر والمتمثلة في اختبار عدم ثبات التباين واختبار الارتباط الذاتي، وأخيراً اختبار التوزيع الطبيعي.

أولاً: اختبار عدم ثبات التباين (Hétéroscédasticité)

يعتبر كل من اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) واختبار (ARCH) من أهم الاختبارات المستخدمة في الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين بين حدود الخطأ العشوائي، من خلال اختبار فرض عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، مقابل الفرض البديل بعدم ثبات التباين، وسوف نستخدم اختبار (ARCH) من أجل اختبار عدم ثبات التباين كما هو مبين في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-27): نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج JPY/USD

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	1.537988	Prob. F(1,136)	0.2171
Obs*R-squared	1.543155	Prob. Chi-Square(1)	0.2141

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا بأن قيمة F المحسوبة بلغت 1.537988 باحتمال قدره 21.71% وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا ما يؤكد فرضية العدم وينفي الفرضية البديلة، أي أنه لا وجود لمشكلة التباين بين حدود الخطأ العشوائي.

ثانياً: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation)

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، ويتم ذلك باختبار الفرض العدم الذي مفاده عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي مقابل الفرض البديل القائل بوجود ارتباط ذاتي، وبعد إجراء الاختبار تظهر نتائجه من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-28): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج JPY/USD

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.017690	Prob. F(1,99)	0.8945
Obs*R-squared	0.024833	Prob. Chi-Square(1)	0.8748

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

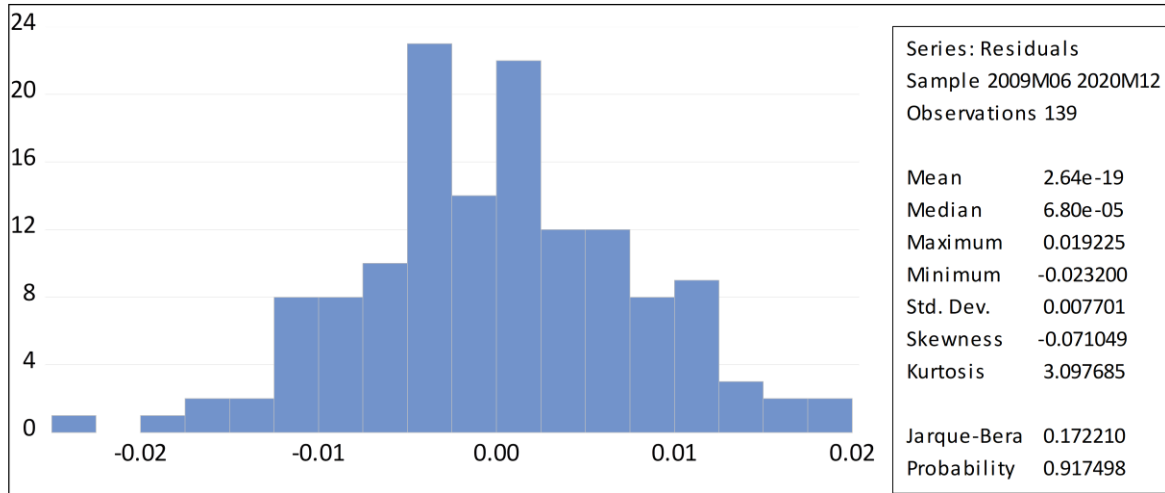
تشير نتائج اختبار (LM Test) في الجدول أعلاه أن قيمة P-Value للإحصائية Fisher تساوي 0.8945 وهي أكبر من 0.05، أي أنه يمكن قبول فرضية العدم (لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي).

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality Test)

بالاستعانة باختبار (Jarque-Bera)، الذي يعتمد على معامل التفلطح (Kurtosis)، ومعامل التناظر (Skewness)، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وتظهر نتائج هذا الاختبار في الشكل البياني التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-19): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج JPY/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معامل (Skewness) يقدر بـ -0.071049 وهو قريب من الصفر، وهذا ما يثبت وجود تناظر بين بواقي النموذج، أما معامل (Kurtosis) فقدّر بـ 3.097685 وهو قريب من 3 وهذا معناه أن الشكل البياني للبواقي لا هو مفلطح ولا هو مدبب، أما بالنسبة لقيمة (Jarque-Bera) فهي تساوي 0.172210 وباحتمال إحصائي يساوي 91.74% وهو أكبر من 5%، وهذا يعني أن النموذج المقدر لسلسلة معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف يتبع التوزيع الطبيعي.

الفرع الرابع: التحليل الديناميكي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي

يتم استخدام نماذج VAR في العادة لدراسة وتحليل ديناميكية النموذج المقدر، وهذا من أجل بلوغ تحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن إشكالية الدراسة ومختلف أسئلتها الفرعية، وذلك كون التحليل الديناميكي يسمح بدراسة شبكة العلاقات السائدة بين متغيرات النظام المدروس.

خلال هذا الفرع سنقوم بدراسة العلاقات السببية بين متغيرات النموذج والمتمثلة في معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف DLEXCH، معدل تغير في الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق DLM1 (M1)، معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل DSINT، الفرق في المستوى العام للأسعار INFL، الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP، قيمة التغير في الفرق بين الحساب الجاري للبلدين DCA، وذلك حسب مفهوم Granger من أجل تحديد اتجاهها، هذا الأمر يقودنا إلى البحث والتعرف على شدة وقوة وتحديد إشارة هاته العلاقات، حيث يتم ذلك باستخدام تقنية محاكاة الصدمات وتحليل دوال الاستجابة الدفعية (الفورية)، وكذا تقنية تفكيك تباين خطأ التنبؤ لتحديد الأهمية النسبية لكل متغير في تفسير تقلبات باقي متغيرات النظام الأخرى على التوالي غير أن خلال هذا الفرع سنهتم فقط بالمتغير موضوع الدراسة والمتمثل في لوغاريتم سعر الصرف.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: دراسة العلاقة السببية بين متغيرات النموذج JPY/USD

من أجل تحديد اتجاه العلاقة بين معدل التغير في لوغاريتم سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي وباقي المتغيرات، قمنا بإجراء اختبار العلاقة السببية لـ Granger، وذلك باستخدام برنامج EViews10، حيث نختبر الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين في الأجل القصير ضد الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة سببية بين المتغيرين، علمًا أنه يتم تحديد السببية من عدمها بناء على الاحتمالية، فإذا كانت الاحتمالية أقل من 5% نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل الفرضية البديلة أي أنه هناك علاقة سببية حسب Granger. والنتائج المحصل عليها ممثلة في الجدول التالي.

الجدول رقم (3-29): السببية بين متغيرات النموذج JPY/USD ومعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 07/01/22 Time: 19:38			
Sample: 2008M11 2020M12			
Included observations: 139			
Dependent variable: DLEXCH			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLM1	3.900903	6	0.6901
DSINT	3.001059	6	0.8087
INFL	6.160430	6	0.4055
GDP	5.058138	6	0.5364
DCA	2.661492	6	0.8500
All	15.40600	30	0.9872

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه كشف اختبار العلاقة السببية بين التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) كمتغير تابع، وباقي المتغيرات المفسرة عن عدم وجود أي علاقة سببية بين المتغيرات المفسرة اتجاه المتغير التابع، وهذا كون أن جميع الاحتمالات كانت أكبر من مستوى المعنوية 5%، ونفس الشيء إذا أخذنا المتغيرات المفسرة مجتمعة، حيث كان الاحتمال المقابل لها يساوي 98.72%.

ثانياً: تحليل دوال الاستجابة الفورية

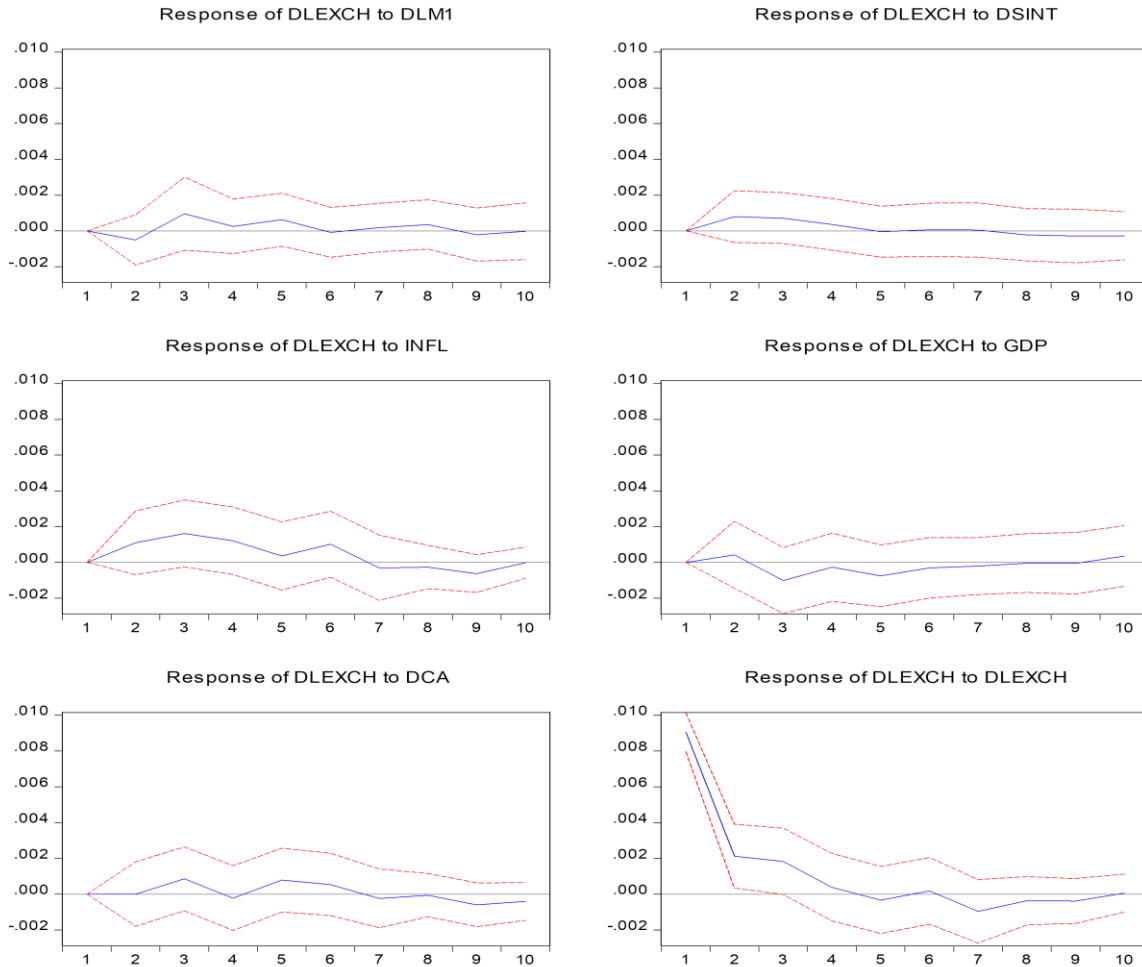
بعد تقديرنا لنموذج متجه الانحدار الذاتي VAR سيتم في ما يلي اختبار دالة الاستجابة الفورية (IRF) وذلك من أجل تتبع المسار الزمني للتغيرات أو الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها متغيرات الدراسة، سيتم التركيز على استجابة معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) لصدمة في كل من معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق (DLM1)، معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT)، الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL)، الفرق بين معدلات

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، قيمة التغير في الفرق بين الحساب الجاري (DCA)، حيث سيتم أخذ نتائج الفترة الأولى (الشهر الأول) فقط بما أننا في المدى القصير، فكانت النتائج حسب الشكل الآتي:

الشكل رقم (20-3): نتائج دالة الاستجابة الفورية للنموذج JPY/USD

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations \pm 2 S.E.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل البياني أعلاه نستنتج بأن هنالك تأثير إيجابي لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) على نفسه، أما بالنسبة لباقي المتغيرات المفسرة فتأثيرها خلال الشهر الأول منعدم.

ثالثاً: اختبار تحليل مكونات التباين

بعد الانتهاء من دراسة دوال الاستجابة الفورية التي تنعكس على متغيرات الدراسة لمختلف الصدمات بشكل عام، وعلى معدل التغير في لوغاريتم سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي DLEXCH بشكل خاص، فإنه من الضروري الانتقال إلى الخاصية الثانية من خصائص تباين خطأ التنبؤ، والتي من شأنها مساعدتنا في معرفة مدى مساهمة كل متغيرة في تباين خطأ التنبؤ من خلال كتابته بدلالة تباين خطأ التنبؤ وحساب نسبة كل تنبؤ من التباين الكلي من أجل الحصول على نسبته المتوية، والجدول التالي يلخص تباين خطأ التنبؤ معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (30-3): اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج JPY/USD

Period	S.E.	DLEXCH	DLM1	DSINT	INFL	GDP	DCA
1	0.009047	96.65716	1.263709	0.000277	1.133638	0.855771	0.089450
2	0.009414	93.22313	1.778740	0.713435	2.995123	1.203787	0.085784
3	0.009890	87.99409	2.190911	1.164762	6.099087	1.814795	0.736355
4	0.009987	86.37403	2.193090	1.278748	7.542734	1.835262	0.776137
5	0.010077	84.87932	2.580158	1.257749	7.518863	2.387480	1.376428
6	0.010149	83.68528	2.552029	1.243201	8.444764	2.437833	1.636895
7	0.010206	83.51102	2.605654	1.232509	8.500898	2.488247	1.661667
8	0.010225	83.28714	2.747104	1.275342	8.549869	2.482693	1.657850
9	0.010274	82.60350	2.745554	1.339330	8.879253	2.464600	1.967762
10	0.010292	82.31375	2.736555	1.403735	8.848238	2.581606	2.116117

Cholesky Ordering: DLM1 DSINT INFL GDP DCA DLEXCH

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة التنبؤ في تباين الخطأ لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) في الفترة الأولى بالنسبة لنفس المتغير تمثل 96.65%، لتشهد تراجعاً فيما بعد، وصل إلى حدود 84.87% في الشهر الخامس الذي يلي حدوثه، فيما مثلت النسبة المتبقية والمقدرة بـ 15.13% مساهمة باقي المتغيرات بما فيها المتغيرات الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث كانت مساهمة الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) أعلى نسبة والمقدرة بـ 7.51%، أما مساهمة معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق (DLM1) فقد قدرت بـ 2.58% فيما مثلت مساهمة معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT) ما نسبته 1.26%؛ وقد استمر انخفاض مساهمة DLXCH خلال الخمسة أشهر الموالية لكن بمعدلات أقل تناقصاً من الأشهر الخمسة الأولى، وصولاً إلى ما نسبته 82.31% في الشهر العاشر، أما نسبة تأثيرات تجديدات المتغيرات الأخرى فقد عرفت اتجاهًا نحو الزيادة لكن أقل حدة مما عرفته خلال الخمس الأشهر الأولى، بحيث انتقلت إلى نسبة قدرها 17.69% خلال الشهر العاشر؛ أما التأثيرات المتعلقة بالتجديد الخاص بكل متغير فكانت أعلى نسبة الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) حيث قدرت بـ 8.84%، أما مساهمة معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (DLM1) فقد قدرت بـ 2.74% فيما مثلت مساهمة معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT) أدنى نسبة بـ 1.40%.

رابعاً: اختبار الفرضية الفرعية الثانية

بالنسبة للنموذج المتعلق بقياس أثر السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية وفي المملكة المتحدة على سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، توصلت دراسة هذا النموذج إلى نتائج ذات اتجاهات متعاكسة في الأجلين القصير والطويل، حيث في الأجل القصير كانت للقاعدة النقدية باعتبارها المتغير الممثل لأداة التيسير الكمي آثاراً إيجابية على سعر الصرف، بينما الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل كونها المتغير الممثل لمعدلات الفائدة الصفرية كانت عديمة الأثر، فيما كان لاتباع أداة التوجيه المسبق من طرف الولايات المتحدة آثاراً إيجابية على سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، أما في المدى الطويل فالأثر الوحيد الذي كان ذو دلالة إحصائية يرجع

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

إلى الفرق في معدلات الفائدة قصيرة الأجل، حيث كانت له آثار سلبية على سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي، وعند الجمع بين الآثار المتناقضة في الأجلين يمكننا القول بأن أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية ضعيفاً جداً وتقارب أن تكون منعدمة على سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي.

أما بالنسبة للنموذج الثالث ومما سبق يمكننا الوصول إلى النتيجة التي مفادها عدم وجود أثر لتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، حيث أظهر اختبار العلاقة السببية عدم وجود أي علاقة سببية بين سعر الصرف وجميع المتغيرات المفسرة بما فيها المتغيرات الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وهذا ما أثبتته كذلك دوال الاستجابة الفورية، وبما أننا بصدد دراسة العلاقة قصيرة الأجل فإنه خلال الشهر الأول كانت جميع المتغيرات المفسرة آثارها منعدمة، وبعد القيام باختبار تفكيك التباين، توصلنا إلى أن التغير في المتغير التابع ممثلاً في معدل التغير في لوغاريتم سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي (DLEXCH) يرجع بنسبة 96.65% للمتغير نفسه خلال الشهر الأول. وبعد 10 أشهر كان يمثل ما نسبته 82.31%.

وبالتالي وحسب ما تم ذكره نثبت صحة الفرضية الفرعية الثانية، والتي كان مفادها أن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من طرف كل من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة واليابان ليس له أي تأثير على سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، وقد يرجع السبب في ذلك إلى كون التطبيق المتزامن لنفس أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (أداة التيسير الكمي، وأداة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة) يؤدي إلى تلاشي تأثيرات هذه السياسات على متغيرات الاقتصاد الكلي خاصة الخارجية منها.

المبحث الرابع: أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو

في أعقاب الأزمة المالية العالمية التي كانت بداياتها في سبتمبر 2007 واشتدت حدتها في سنة 2008، وبعد محاولات عديدة من طرف كبرى المصارف المركزية في العالم لاحتوائها، غير أن محاولاتها باستخدام أدوات نقدية تقليدية باءت بالفشل، ما دفع بالعديد من المصارف المركزية خاصة في الدول المتقدمة لانتهاج أدوات غير تقليدية لإدارة سياستها النقدية خاصة في ظل وقوع اقتصاداتها في منطقة مصيدة السيولة، مستخدمة في ذلك تخفيضات في معدلات الفائدة إلى حدود الصفر بل وصلت في بعض الدول إلى معدلات سالبة، وإصدار للعملة المحلية بمبالغ ضخمة وجهت لاقتناء الأصول المالية خاصة تلك عالية المخاطر في إطار سياسة التيسير الكمي. لكن في مقابل ذلك العديد من الدول خاصة النامية منها لم تستخدم أي من الأدوات سالفة الذكر، ما يجعلها عرضة للصدمات الناتجة عن الموجة غير التقليدية في الدول المتقدمة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

من خلال هذا المبحث سنقوم بإجراء دراسة قياسية على حالتين لتشخيص أثر السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملات دول كانت متلقية للصدمات النقدية الناتجة عن استخدام الدول المتقدمة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وقد تم اختيار عینتين لذلك، حيث سيخصص النموذج الرابع لدراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي ونرمز له اختصاراً بالنموذج BRL/USD، فيما كانت العينة الثانية متعلقة بأثر السياسة النقدية غير التقليدية المتبعة في منطقة اليورو على سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو والذي سنرمز له بالنموذج TRY/EUR، وهذا من خلال النموذج الخامس في دراستنا هذه.

سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى أربعة مطالب، حيث سنخصص المطلب الأول والثاني لدراسة وتقدير النموذج BRL/USD، بينما سيتم تخصيص المطلبين الثالث والرابع للنموذج TRY/EUR. سنقوم في البداية بصياغة النموذج BRL/USD يليه إجراء مجموعة من الاختبارات القبلية التي تطلبها نموذج ARDL المستخدم في تقدير النموذج، وهذا خلال المطلب الأول؛ بينما خلال المطلب الثاني سنعمل على تشخيص النموذج والتأكد من مدى صلاحيته من الناحية القياسية، وإجراء الاختبارات الاقتصادية للنتائج المتحصل عليها. وسنقوم بإعادة ما قمنا به للنموذج TRY/EUR وذلك خلال المطلبين الثالث والرابع، لنقوم في الأخير باختبار الفرضية الفرعية الثالثة.

المطلب الأول: صياغة النموذج BRL/USD وإجراء اختباره القبلية

خلال هذا المطلب سنشرع في تقدير نموذج قياسي رابع في دراستنا، والذي سيتم تخصيصه لمعرفة أثر السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، وهذا حتى نتمكن من الإجابة عن السؤال الفرعي الثالث.

بدايةً سنقوم بالتعريف بالنموذج المقترح، مع الإشارة إلى مصادر جمع البيانات الخاصة بمتغيراته في الفرع الأول، ليتم في الفرع الثاني القيام بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمختلف المتغيرات المستخدمة في تقدير النموذج وكذا دراستها دراسةً احصائيةً، في الأخير سنعمل على تحديد درجات الإبطاء المثلى التي تساعدنا في اختيار أفضل نموذج، لنقوم بعدها خلال الفرع الثالث بإجراء اختبار الحدود لمعرفة مدى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة من عدمه.

الفرع الأول: تقديم النموذج BRL/USD

تم استخدام النموذج المقترح من طرف كلاً من Hooper & Morton وهذا لاحتوائه على مجموعة من المتغيرات النقدية التي يمكن استخدامها لاستخراج أثر السياسة النقدية غير التقليدية، كما سبق الإشارة إليها في مقدمة هذا الفصل، بعد إجراء بعض التغيرات عليه وإضافة متغيرين وهميين أحدهما لتمثيل أداة التوجيه المسبق المنتهجة في الولايات المتحدة الأمريكية، والمتغير الوهمي الثاني لتمثيل أزمة كورونا التي عرفت انتشاراً واسعاً في جميع أنحاء العالم بعد شهر مارس 2020، ولقد تم استخدام بيانات

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

شهرية للفترة من: نوفمبر 2008 بداية أول دفعة من برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية شهر ديسمبر 2020، وتأتي صياغة النموذج المختصرة كالتالي:

$$LEXCH = F(LMB, INFL, SINT, GDP, CA, FG, COVID) \dots \dots (3 - 11)$$

حيث:

الجدول رقم (3-31): تعريف متغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD ومصادر بياناتها

المتغير	تعريفه	مصدر جمع البيانات
LEXCH	لوغاريتم سعر الصرف: 1 ريال برازيلي مقابل الدولار الأمريكي (المتغير التابع).	تم جمع البيانات المتعلقة من موقع الفيدرالي الأمريكي بسانت لويس
LMB	الفرق* بين لوغاريتم القاعدة النقدية (M0) مقومة بمليار عملة محلية.	https://fred.stlouisfed.org
INFL	الفرق في المستوى العام للأسعار بين الدولتين.	بخصوص الحساب الجاري للبرازيل
SINT	الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل.	تم استخراجها من احصائيات البنك المركزي البرازيلي
GDP	الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.	https://www.bcb.gov.br/en/statistics/externalsectorallpubs
CA	الفرق بين الحساب الجاري للبلدين مقوم بالمليار دولار تم تحويل البيانات المرتبطة بالحساب الجاري للوم أ من بيانات ربع سنوية إلى بيانات شهرية باستخدام برنامج EViews10.	
FG	متغير صوري (1 أثناء اعتماد أداة التوجيه المسبق من: 2008-12 إلى 06-2015، و0 في غير ذلك)	
COVID	متغير صوري (1 أثناء بداية انتشار فيروس كورونا بشكل ملحوظ في العالم من مارس 2020، و0 قبل ذلك التاريخ)	

* الفرق: قيمة المتغير في الولايات المتحدة الأمريكية ناقص قيمته في البرازيل.

الفرع الثاني: استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD

قبل تقدير النموذج يجب إجراء بعض الاختبارات الضرورية للتأكد من صلاحية استخدام السلاسل الزمنية للمتغيرات، وذلك عن طريق اختبار استقرار السلاسل الزمنية وهذا تجنباً للوقوع في الانحدار الزائف، وسيتم هذا عبر ثلاث خطوات، حيث في أول خطوة سنقوم بمعرفة الخصائص الإحصائية لمختلف المتغيرات، وبعدها في الخطوة الثانية سيتم رسم مختلف السلاسل الزمنية والتعليق على مدى استقراريتها من خلال ملاحظة الشكل البياني، وفي آخر خطوة سنستخدم اختبار Phillips-P (PP) Perron test لمعرفة في أي مستوى تكون السلاسل الزمنية مستقرة.

أولاً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD

الجدول الموالي يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD، والتي تم استخراجها باستخدام برنامج EViews10، حيث يظهر الجدول عدة مقاييس إحصائية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-32): الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD

	LEXCH	LMB	SINT	INFL	GDP	CA
Mean	-0.431817	1.138169	-8.897534	0.033793	-0.025919	-99.60217
Median	-0.413861	1.136204	-9.355000	0.054696	-0.048634	-97.82803
Maximum	-0.193823	1.260366	-1.910000	0.230679	1.397639	8.678018
Minimum	-0.751236	0.989043	-14.13000	-0.198813	-1.084002	-175.0885
Std. Dev.	0.154693	0.062546	3.620628	0.140807	0.235185	23.79071
Skewness	-0.215623	0.088945	0.355053	-0.050766	0.671836	-0.054787
Kurtosis	1.874117	2.048414	1.990339	1.378098	14.12439	9.451232
Jarque-Bera	8.842649	5.701061	9.268961	16.06533	763.8086	253.2516
Probability	0.012018	0.057814	0.009711	0.000325	0.000000	0.000000
Sum	-63.04525	166.1726	-1299.040	4.933725	-3.784199	-14541.92
Sum Sq. Dev.	3.469837	0.567237	1900.797	2.874865	8.020260	82069.68
Observations	146	146	146	146	146	146

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-32) يتبين ما يلي:

1. بالنسبة للوغاريتم سعر الصرف LEXCH: نلاحظ أن لوغاريتم سعر الصرف خلال فترة الدراسة تراوح بين أدنى قيمة والمقدرة بـ -0.75123 خلال شهر ماي 2020، وأعلى قيمة والتي تمثل -0.19382 في شهر جويلية 2011، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.431817، وانحرافاً معيارياً قدره 0.154693، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 8.842629 وباحتمال 1.2%، فإن توزيع قيم لوغاريتم سعر الصرف لا يتبع التوزيع الطبيعي.
2. بالنسبة للفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB: نلاحظ أن الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل 0.989043 في شهر ديسمبر 2010، وأعلى قيمة 1.260366 شهر ماي 2014، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 1.138169، وانحرافاً معيارياً قدره 0.062546، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 5.701061 وباحتمال 5.78%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية تتبع التوزيع الطبيعي.
3. بالنسبة للفرق في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: نلاحظ أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -14.13% خلال شهر أكتوبر 2015، وأعلى قيمة -1.91% ابتداء من شهر سبتمبر إلى غاية ديسمبر 2020، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -8.897534%، وانحرافاً معيارياً قدره 3.620628%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 9.268961 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل لا تتبع التوزيع الطبيعي.
4. بالنسبة للفرق في المستوى العام للأسعار INFL: نلاحظ أن الفرق بين المستوى العام للأسعار خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -19.8813% في شهر ديسمبر 2020، وأعلى قيمة 0.230679% شهر مارس 2015، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 0.033793%، وانحرافاً

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

معياري قدره 0.140807%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 16.06533 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين المستوى العام للأسعار لا تتبع التوزيع الطبيعي.

5. بالنسبة للفرق في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: نلاحظ أن الفرق بين نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -1.084002% خلال شهر أبريل 2020 وهذا راجع إلى تدني معدلات النمو الاقتصادي في جميع دول العالم بسبب تداعيات أزمة كورونا، وأعلى قيمة 1.397639% خلال شهر مارس 2020، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.025919%، وانحرافاً معيارياً قدره 0.235185%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 763.8086 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

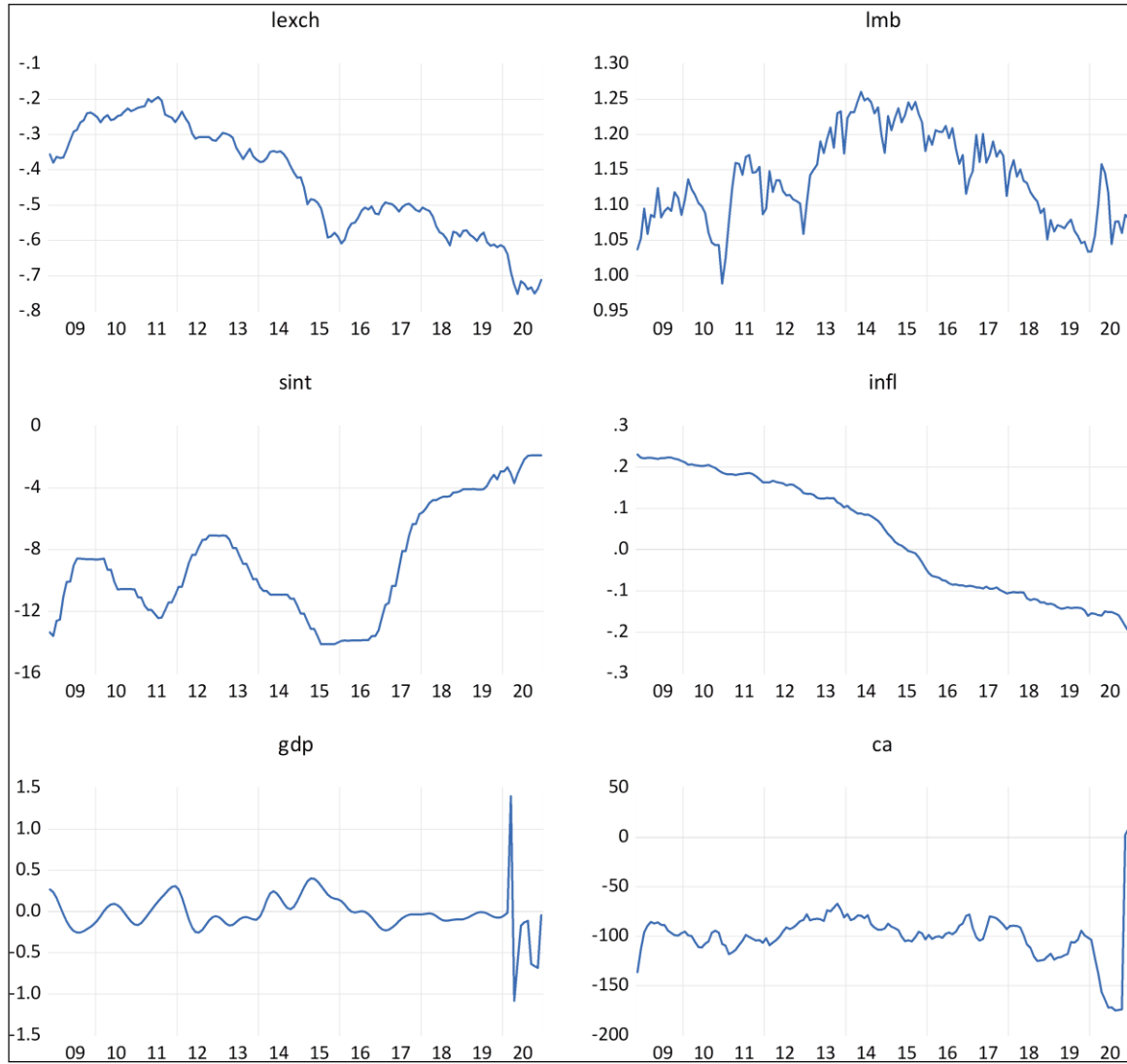
6. بالنسبة للفرق في الحساب الجاري CA: نلاحظ أن الفرق في الحساب الجاري خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -175.0885 مليار دولار خلال شهر أوت 2020، وأعلى قيمة -67.131087 مليار دولار خلال شهر أكتوبر 2013، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -102.0005 مليار دولار، وانحرافاً معيارياً قدره 21.78695 مليار دولار، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 148.6004 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق في الحساب الجاري لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً: رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD

من أجل تحليل السلسلة الزمنية يتم رسم مشاهداتها لمعرفة وجود مركبة الاتجاه العام لها، وهل هي مستقرة أم لا، وهذا ما يوضحه الشكل رقم: (3-21)، حيث يمثل المحور الأفقي في كل شكل من الأشكال الأشهر (من: نوفمبر 2008 إلى: ديسمبر 2020)، والمحور العمودي يمثل قيم المتغيرات.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (21-3): أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للنموذج BRL/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل رقم (21-3) يتبين أن جميع السلاسل غير مستقرة، يعني وجود اتجاه زمني أو ثابت أو الاثنين معاً وذلك في كل السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة، ما عدا السلسلة الزمنية المتمثلة في الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) مما يؤدي بنا لإجراء اختبار جذر الوحدة، للتأكد من الملاحظة السابقة من جهة، والتخلص من الاتجاه الزمني إن وجد من جهة أخرى، وذلك للوصول إلى سلاسل زمنية مستقرة يمكن الاعتماد عليها في تقدير النموذج.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للنموذج BRL/USD

نهدف من خلال دراسة السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة إلى معرفة طبيعة التغيرات التي حدثت في الفترات الزمنية السابقة، والتي من خلال تحليلها يتم التحكم في هذه التغيرات التي تطرأ على السلسلة الزمنية مستقبلاً. ولقد تم الاستعانة بالإضافة التي قدمها عماد الدين المصباح على برنامج Eviews، والتي تقوم بإجراء اختبار جذر الوحدة لجميع الحالات الثلاثة (بثابت واتجاه زمني، بثابت وبدون وجود اتجاه زمني، بدون ثابت وبدون وجود اتجاه زمني)، ولجميع المتغيرات دفعة واحدة، وذلك في المستوى وبعد أخذ

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الفرق الأول، وتم اختيار فترات الإبطاء بطريقة أوتوماتيكية من خلال معيار Schwartz Info Criterion، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (33-3): نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للنموذج BRL/USD

عند المستوى At Level							
CA	GDP	SINT	INFL	LMB	LEXCH		
-3.5522	-8.4298	-0.8727	0.4616	-2.5417	0.2601	إحصائية t	ثابت
0.0079***	0.0000***	0.7945	0.9848	0.1078	0.9754	الاحتمال	
-3.0436	-8.5259	-1.3403	-1.8171	-2.5409	-2.8526	إحصائية t	ثابت واتجاه عام
0.1242	0.0000***	0.8737	0.6915	0.3083	0.1813	الاحتمال	
-1.4225	-8.3796	-1.4486	-0.8154	0.1070	1.5231	إحصائية t	بدون ثابت وبدون اتجاه عام
0.1439	0.0000***	0.1372	0.3611	0.7150	0.9683	الاحتمال	
بعد أخذ الفرق الأول At First Difference							
d(CA)	d(GDP)	d(SINT)	d(INFL)	d(LMB)	d(LEXCH)		
-11.0031	-33.3213	-9.1155	-8.1724	-15.0190	-8.6844	إحصائية t	ثابت
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	
-11.0177	-33.0159	-9.0962	-8.2670	-15.4887	-8.7259	إحصائية t	ثابت واتجاه عام
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	
-11.0080	-32.9877	-8.8598	-6.5890	-15.0772	-8.5974	إحصائية t	بدون ثابت وبدون اتجاه عام
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (33-3) أعلاه، والذي يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة يتضح بأن جل المتغيرات غير مستقرة في المستوى مما يعني وجود جذر الوحدة، حيث أنها عند المستوى كانت قيمة إحصائية t المحسوبة بقيمتها المطلقة أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وهذا ما تؤكد قيم الاحتمال التي هي أكبر من 5%. باستثناء سلسلة المتغير GDP والتي كانت مستقرة عند المستوى $I(0)$ ، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت جميع المتغيرات الأخرى مستقرة، أي أنها أصبحت متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند المستوى الثاني $I(2)$ ، وبهذا يمكن أن يكون هناك تكامل مشترك، وبالتالي إمكانية تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.

الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج BRL/USD

بناءً على نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (مستقرة عند المستوى وبعد أخذ الفرق الأول)، والمتغير التابع مستقر بعد أخذ الفرق الأول، فإنه يمكن إجراء التكامل المشترك باستعمال طريقة منهج الحدود (The Bounds test)، وعليه سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وذلك وفق المعادلة التالية:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

$$\Delta LEXCH = C + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta LEXCH_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta LMB_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta INFL_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta SINT_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \beta_5 \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \beta_6 \Delta CA_{t-i} + \phi_1 FG + \phi_2 COVID + \alpha_1 LEXCH_{t-1} + \alpha_2 LMB_{t-1} + \alpha_3 INFL_{t-1} + \alpha_4 SINT_{t-1} + \alpha_5 GDP_{t-1} + \alpha_6 CA_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (3 - 12)$$

سبق وأن تم تقديم شرح مكونات النموذج من قبل فلا داعي لإعادة الشرح ثانية.

أولاً: تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج BRL/USD

سيتم تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج، بناء على مجموعة من الاختبارات، ومن خلال الاستعانة

ببرنامج EViews10 سيتم تحديد أمثل درجة إبطاء، وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-34): تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج BRL/USD

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LEXCH LMB SINT INFL GDP CA						
Exogenous variables: FG COVID C						
Date: 07/02/22 Time: 10:33						
Sample: 2008M11 2020M12						
Included observations: 140						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-123.8119	NA	3.05e-07	2.025885	2.404096	2.179579
1	884.7916	1887.529	2.83e-13	-11.86845	-10.73382*	-11.40737
2	948.5190	113.7990	1.91e-13	-12.26456	-10.37350	-11.49609*
3	985.6583	63.13682	1.89e-13	-12.28083	-9.633355	-11.20498
4	1052.669	108.1745	1.24e-13	-12.72384	-9.319943	-11.34060
5	1103.145	77.15671*	1.03e-13*	-12.93065*	-8.770326	-11.24002
6	1133.195	43.35795	1.16e-13	-12.84565	-7.928904	-10.84763

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

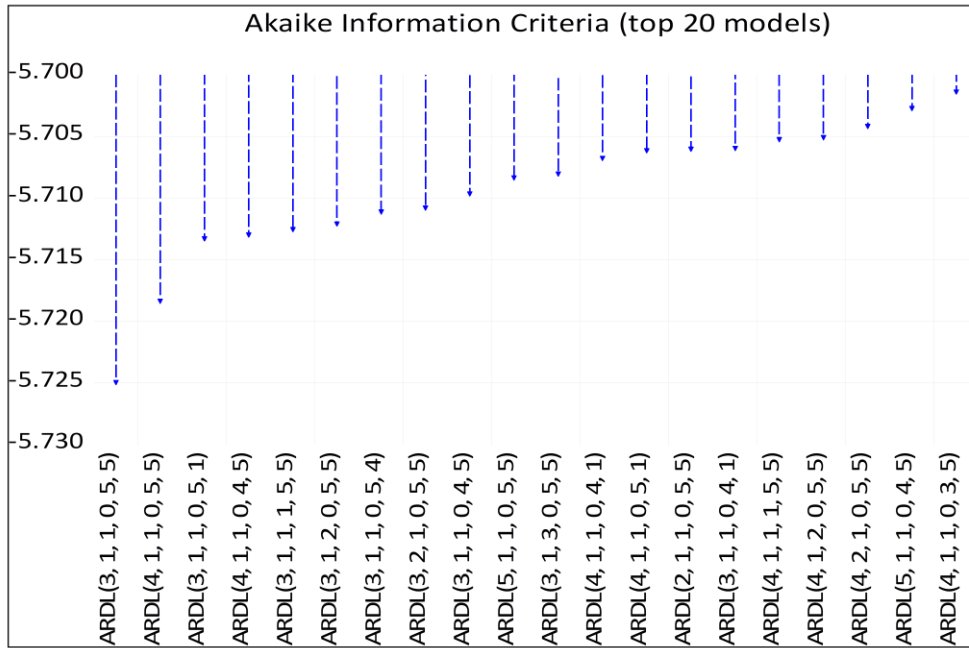
من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة الخامسة (lag=5)، وهذا لاتفاق ثلاثة معايير من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR)، معيار خطأ التوقع النهائي (FPE) Final Prediction Error، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختار درجة إبطاء واحدة بينما اختار معلومات Hannan and Quinn (HQ) درجتى ابطاء.

ثانياً: اختيار فترات الإبطاء الزمني المثلى لكل متغير

يقوم برنامج EViews10 تلقائياً بالمفاضلة بين مجموعة من النماذج ليقدّم لنا في الأخير فترات الإبطاء المثلى، من خلال شكل يضم أفضل 20 نموذج مقدر، وبغرض المفاضلة بينها باستخدام معيار Akaike Information Criteria (AIC) وهو المعيار الأكثر شيوعاً، حيث يتم من خلاله اختيار فترات الإبطاء التي تعطي أقل قيمة لهذا المعيار. والشكل الموالي يوضح نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى للمتغير التابع وللمتغيرات المفسرة. وقد تحصلنا على النموذج التالي: ARDL(3,1,1,0,5,5) وهو الأمثل من بين أفضل 20 نموذج مقترح.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-22): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى وفق معيار AIC للنموذج BRL/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

بعد تحديد فترات الإبطاء المثلى كما هي موضحة في الشكل السابق، والتي تم اختيارها بالاعتماد على معيار (Akaike)، وللتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار الحدود.

ثالثاً: اختبار الحدود للتكامل المشترك Bounds Test

خلال هذه المرحلة سنقوم بالتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، ونتائج اختبار التكامل المشترك مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-35): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج BRL/USD

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	5.426835	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	141	10%	2.303	3.154
		5%	2.55	3.606
		1%	3.351	4.587

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال مقارنة القيم الحسابية بالقيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5%، وذلك كما هو مبين

في المتراجعة التالية: $F_{-statistic}: (5.426) > F_{I(1)F-Pesaran}(3.606)$

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

وبالتالي، نقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أنه يوجد تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغير التابع (لوعاريتم سعر الصرف) والمتغيرات المفسرة، وذلك عند جميع مستويات المعنوية.

المطلب الثاني: اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

تعتبر اختبارات التشخيص من أهم الوسائل الإحصائية للتحقق من سلامة النماذج الاقتصادية وخلوها من المشاكل القياسية وذلك من خلال مجموعة من الاختبارات على بواقي التقدير، بالإضافة إلى ضرورة معرفة مدى موافقة النموذج قصير المدى للنموذج في المدى الطويل من خلال اختبارات الاستقرار الهيكلي، وأخيراً سنجري اختبارات اقتصادية لمختلف معالم النموذج.

الفرع الأول: تشخيص بواقي النموذج

للتأكد من جودة النموذج وخلوه من المشاكل القياسية، تم إجراء الاختبارات التشخيصية التالية:

أولاً: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي

توجد العديد من الاختبارات للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ ومن بين أهم هذه الاختبارات نذكر: اختبار Durbin Watson، اختبار Durbin h test وأخيراً اختبار Breusch-Godfrey Serial correlation LM وهو الاختبار الذي قمنا بإجرائه على نموذجنا، وبعد إجراء الاختبار تظهر نتائجه من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-36): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج BRL/USD

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.554156	Prob. F(2,116)	0.5761
Obs*R-squared	1.334424	Prob. Chi-Square(2)	0.5131

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-36) أعلاه يتضح لنا أن قيمة الاحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع Chi-Square المحسوبة تساوي: 51.31% وبالتالي فهي أكبر من 5%، وعليه فإننا نقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي.

ثانياً: اختبار عدم ثبات التباين (Hétéroscédasticité)

يعتبر اختبار (ARCH) واختبار Breusch-Pagan-Godfrey من أهم اختبارات الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين بين حدود الخطأ العشوائي، وسنستخدم هذا الأخير من أجل اختبار عدم ثبات التباين، ويظهر الجدول الموالي نتائج اختبار عدم ثبات التباين.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-37): نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج BRL/USD

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.365441	Prob. F(22,118)	0.1462
Obs*R-squared	28.61123	Prob. Chi-Square(22)	0.1563
Scaled explained SS	23.37513	Prob. Chi-Square(22)	0.3808

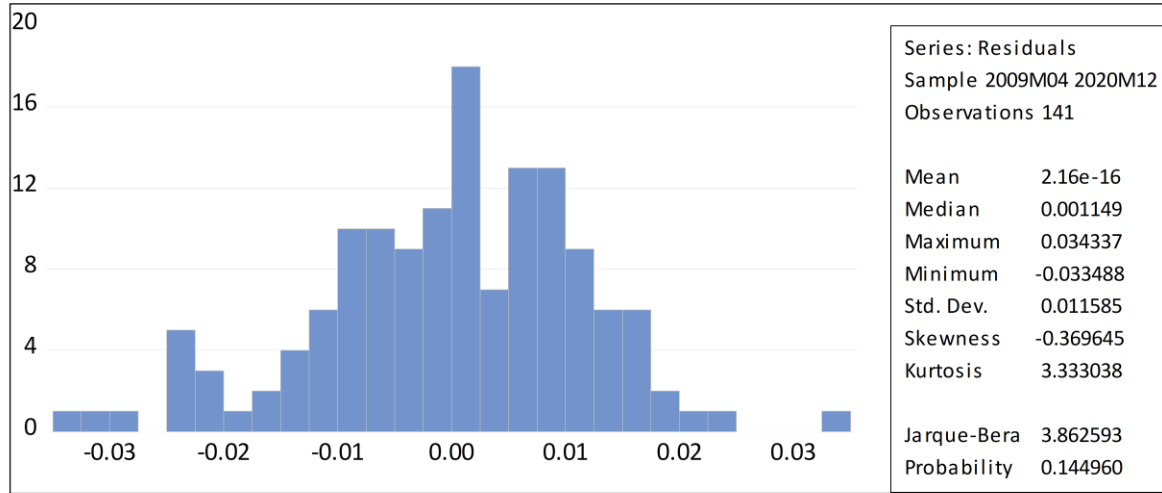
المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

نلاحظ من خلال الجدول رقم: (3-37) أعلاه أن قيمة Prob.Chi-square تساوي 15.63% هي أكبر من 5%، وهذا ما يؤكد فرضية عدم، أي عدم وجود مشكلة في ثبات التباين للأخطاء.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

تتضمن هذه المرحلة اختبار طبيعة توزيع البواقي لمعرفة إذا كانت تتوزع بشكل طبيعي أم لا، وهذا بالاستعانة باختبار (Jarque-Bera)، الذي يعتمد على معامل التفلطح (Kurtosis)، ومعامل التناظر (Skewness)، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وتظهر نتائج هذا الاختبار في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (3-23): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج BRL/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

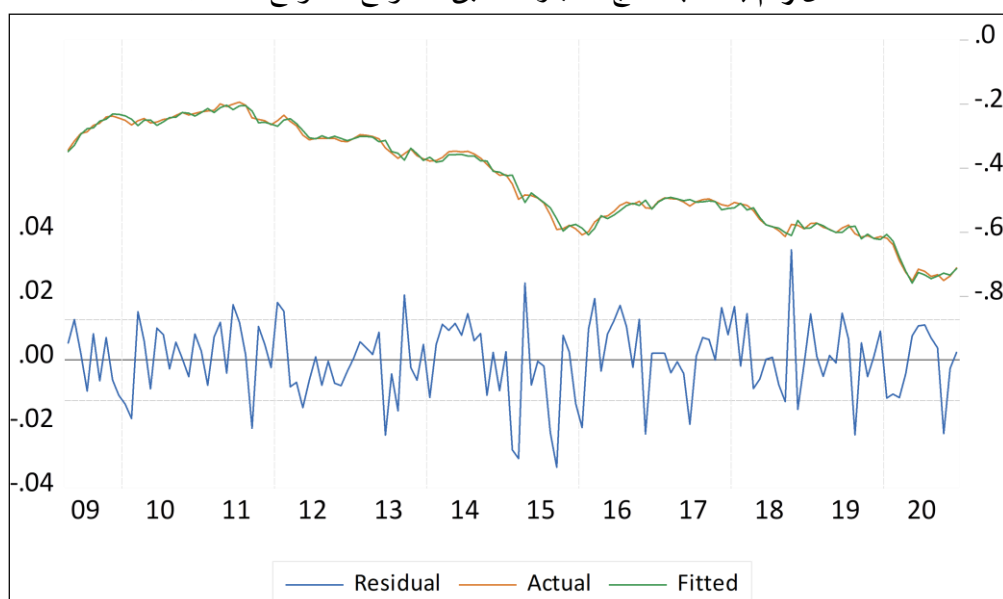
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن معامل (Skewness) يقدر بـ -0.369645 وهو قريب من الصفر، وهذا ما يثبت وجود التناظر، كما أن معامل (Kurtosis) يساوي 3.333038 هو الآخر قريب من 3 وبالتالي فالشكل البياني لا هو مدبب ولا مفلطح، كما تظهر احتمال إحصائية (Jarque-Bera) تساوي 13.66% أي أكبر من 5%، وهذا ما يعني بأن النموذج المقدر لسلسلة لوغار يتم سعر الصرف يتبع التوزيع الطبيعي.

رابعاً: مقارنة بيان القيم الفعلية والتقديرية للنموذج BRL/USD

من خلال هذا الاختبار نلاحظ مدى تطابق منحني القيم الحقيقية Actual مع منحني القيم المقدره Fitted لاختبار جودة النموذج، والشكل الموالي يوضح ذلك.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (24-3): نتائج اختبار التطابق للنموذج للنموذج BRL/USD



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل رقم (24-3) أعلاه نلاحظ تطابق شبه كلي لمنحنى القيم الحقيقية Actual مع منحنى القيم المقدرة Fitted، وهذا التطابق يدل على أن النموذج المقدر ذو جودة عالية.

الفرع الثاني: اختبار قوة وثبات النموذج

المجموعة الثانية من الاختبارات الضرورية عند النمذجة باستخدام نماذج ARDL موجهة لمعرفة مدى قوة النموذج وذلك من خلال اختبار العلاقة الدالية، وكذا اختبار ثباته من خلال اختبار استقرار المعلمات المقدرة ويتجلى ذلك بالكشف عن توفر شرط الاستقرار الهيكلي.

أولاً: اختبار صحة العلاقة الدالية للنموذج واحتوائه على التركيبة المثلى للمتغيرات المفسرة

يتم ذلك عبر اختبار (Ramsey) كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (38-3): نتائج اختبار Ramsey للنموذج BRL/USD

Ramsey RESET Test			
Equation: ARDL			
Specification: LEXCH LEXCH(-1) LEXCH(-2) LEXCH(-3) LMB LMB(-1)			
SINT SINT(-1) INFL GDP GDP(-1) GDP(-2) GDP(-3) GDP(-4) GDP(-5)			
CA CA(-1) CA(-2) CA(-3) CA(-4) CA(-5) FG COVID C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1.331576	117	0.1856
F-statistic	1.773096	(1, 117)	0.1856

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

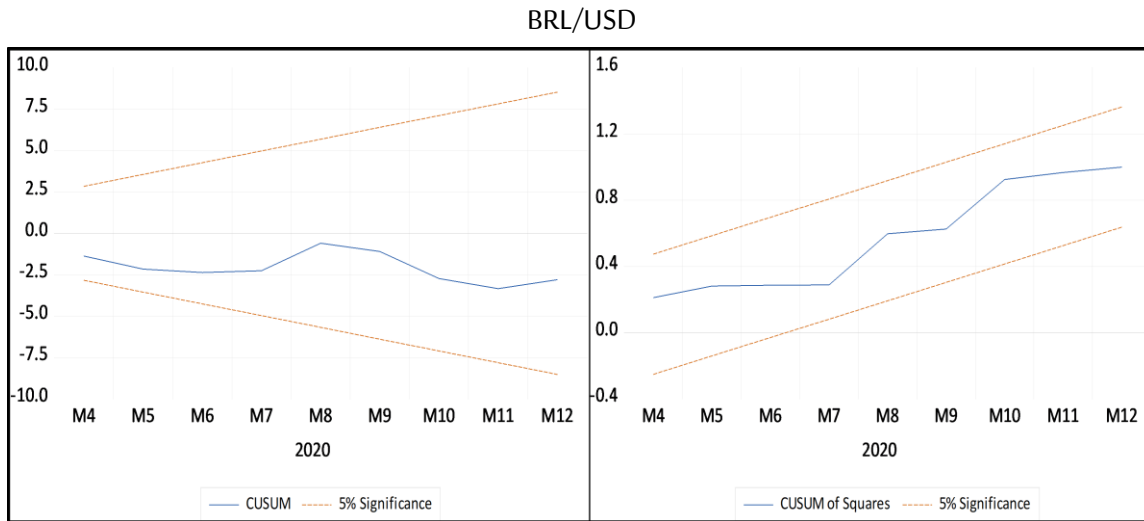
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

يتضح من الجدول رقم (3-38) أن قيمة إحصائية F المحسوبة بلغت 1.77 عند مستوى دلالة 18.56% وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية عدم القائلة بصحة العلاقة الدالية المستخدمة في النموذج.

ثانياً: اختبار الاستقرار الهيكلية لمعاملات النموذج

بعد تقدير صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL يتوجب علينا إجراء اختبارات الاستقرار الهيكلية لمعاملات الأجلين الطويل والقصير، وهذا من أجل التأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، وفي هذا الصدد سنستخدم اختبارين مناسبين لذلك متمثلين في اختبار المجموع التراكمي للبواقي للبقايا المتكررة (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة (CUSUM-SQ)، ويتحقق الاستقرار الهيكلي إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-25): اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) ولمربعات البواقي (CUSUM-SQ) للنموذج



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل البياني أعلاه يظهر أن المجموع التراكمي للبواقي يقع داخل مجال الثقة 95% أي أنه يتحرك في مجال ومنطقة القبول، وهو نفس الشيء بالنسبة للمنحنى البياني للمجموع التراكمي لمربعات البواقي. وبالتالي يمكننا القول أن النموذج مستقر هيكلياً.

الفرع الثالث: الاختبار الاقتصادي للنموذج BRL/USD

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج وفق منهجية الحدود، والتأكد من سلامة النموذج وخلوه من المشاكل القياسية، سنقوم بقياس العلاقة طويلة الأمد في إطار نموذج ARDL وتتضمن هذه المرحلة الحصول على نموذجين، الأول يمثل مقدرات المعلمات في الأجل الطويل ونتائج التوازن في المدى الطويل، والنموذج GBP/USD هو نموذج تصحيح الخطأ ويعطينا العلاقة قصيرة الأجل، قصد التحقق من صحة الفرضية الفرعية الثالثة سنستخدم كلا النموذجين.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج (ARDL)

يتضح من الجدول أدناه أن جميع المتغيرات كانت ذات دلالة معنوية عند مستوى المعنوية 5% ماعدا متغيرة الفرق بين الحساب الجاري للدولتين CA الذي هو غير المعنوي، كما أن الثابت C هو الآخر غير معنوي، وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (39-3): نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل للنموذج BRL/USD

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMB	-0.644987	0.270389	-2.385409	0.0187
SINT	-0.012491	0.004963	-2.516899	0.0132
INFL	0.768945	0.197639	3.890664	0.0002
GDP	-0.226460	0.083807	-2.702147	0.0079
CA	0.000675	0.000918	0.735800	0.4633
C	0.195729	0.339837	0.575950	0.5657

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج EViews10

من خلال نتائج الجدول رقم (39-3) أعلاه، يمكننا إعادة كتابة معادلة الأجل الطويل كما يلي:

$$LEXCH = -0.6450 * LMB - 0.0125 * SINT + 0.7689 * INFL - 0.2265 * GDP + 0.0007 * CA + 0.1957$$

اعتماداً على المعادلة والجدول أعلاه سنقوم بتفسير المعلمات طويلة الأجل، حيث سينصب تحليلنا فقط على المتغيرات النقدية دون التطرق للمتغيرات الحقيقية، وذلك على النحو التالي:

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB: إن معلمة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية لها تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% حيث كانت قيمتهما الاحتمالية تساوي 1.87%، حيث تؤدي زيادة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB بـ 1% إلى انخفاض سعر الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي بـ 0.64%، وهذا ما يتنافى مع النموذج النقدي لدرنبوش الذي يفترض ارتفاع سعر الصرف نتيجة زيادة القاعدة النقدية في الدولة المحلية (في مثالنا الولايات المتحدة الأمريكية):

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: أظهرت نتائج التقدير لمعلمة الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل أنها ذات معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، لأن قيمتها الاحتمالية تساوي 1.32% هي أقل من 5%، أي أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل له تأثير معنوي على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار أمريكي في الأجل الطويل، حيث أن ارتفاع في الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل بمعدل 1% يؤدي إلى انخفاض في سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار أمريكي بمعدل 0.01%، وهذا يتفق من الناحية النظرية مع النموذج النقدي للسعر الجامد، ويفسر الأثر الإيجابي لسعر الفائدة بتفوق أثر الحساب الجاري على أثر حساب رأس المال، حيث عرف الاقتصاد الأمريكي

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

انتعاش في الاقتصاد الحقيقي خاصة بعد اتباع معدلات الفائدة الصفرية التي تجعل الاقتراض أقل تكلفة وبالتالي تحريك عجلة النمو الاقتصادي. إلا أنه من المفترض أن لإتباع الولايات المتحدة الأمريكية سياسة معدلات الفائدة الصفرية سيكون لها تأثير سلبي على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية، أي خروجها نحو الدول التي تمنح معدلات فائدة أعلى، وبالتالي زيادة المعروض من الدولار الأمريكي مقابل ارتفاع الطلب على باقي العملات، وعليه فمن المتوقع انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل باقي العملات، لكن ما توصلت إليه الدراسة يقول عكس ذلك، حيث خلال كامل فترة الدراسة كان الفرق بين معدلات الفائدة قصيرة الأجل الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية وتلك الموجودة في البرازيل سالبة؛ يعني من المفروض أن رؤوس الأموال تتجه من الولايات المتحدة نحو البرازيل وهذا لم يحدث (حسب نتائج الدراسة)، وقد يعود السبب في ذلك إلى قوة الاقتصاد الأمريكي حيث الأعوان الاقتصاديين يفضلون الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية ولو بمعدلات فائدة أدنى لكن بمخاطر أقل، خاصة تلك المخاطر المرتبطة بسعر الصرف ذاته، فإن انخفاض قيمة الريال البرازيلي، وهذا ما شاهدناه خلال فترة الدراسة، من شأنه أن ينقص من القيمة النهائية للفوائد المتأتية من استثمار رؤوس أموالهم في البرازيل بالرغم من ارتفاع معدلات الفائدة.

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين المستوى العام للأسعار INFL: إن معلمة الفرق بين المستوى العام للأسعار لها تأثير ذو دلالة إحصائية، حيث كانت قيمته الاحتمالية تساوي 0.02%، وهي أقل من مستوى معنوية 5%، حيث تؤدي زيادة الفرق بين المستوى العام للأسعار بـ 1% إلى ارتفاع سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار أمريكي ما يقارب 0.77%. وهو تأثير معتبر جدًا، من الناحية النظرية يتفق هذا التأثير مع ما نصت عليه نظرية تعادل القوة الشرائية PPP، ما يلاحظ أن هذا التأثير جاء معاكس لتأثير الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB، ومن المفترض أن يتفق الأثران لأنه في العادة هناك علاقة إيجابية بين زيادة المعروض النقدي ومعدلات التضخم، ولكن استثناءً بعد الأزمة المالية العالمية وقع الاقتصاد العالمي عمومًا والاقتصاد الأمريكي على وجه الخصوص في حالة من الانكماش، والتي لم تنجح السياسة النقدية غير التقليدية التوسعية في الخروج منها، ولهذا كانت هذه النتائج متناقضة.

ثانياً: تقدير نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل لنموذج (ARDL)

إن معامل تصحيح الخطأ $CointEq(-1)$ يعبر عن سرعة العودة من الأجل القصير إلى الأجل الطويل، وحتى نقر بوجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج المدروس، يجب أن يكون معامل تصحيح الخطأ سالبًا ومعنويًا، سنقوم بالتحقق من ذلك وهذا من خلال الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-40): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ومعلمات الأجل القصير للنموذج BRL/USD

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LEXCH(-1))	0.357564	0.078177	4.573761	0.0000
D(LEXCH(-2))	-0.172703	0.077855	-2.218270	0.0285
D(LMB)	0.042180	0.047666	0.884896	0.3780
D(SINT)	0.008110	0.003261	2.487350	0.0143
D(GDP)	-0.004954	0.005313	-0.932347	0.3531
D(GDP(-1))	0.023806	0.008740	2.723776	0.0074
D(GDP(-2))	0.011958	0.008665	1.379954	0.1702
D(GDP(-3))	0.023600	0.007632	3.092013	0.0025
D(GDP(-4))	0.013767	0.005876	2.342835	0.0208
D(CA)	0.000161	7.27E-05	2.209742	0.0291
D(CA(-1))	7.88E-05	7.49E-05	1.051401	0.2952
D(CA(-2))	-0.000471	0.000245	-1.921219	0.0571
D(CA(-3))	0.000431	0.000241	1.786221	0.0766
D(CA(-4))	-0.000697	0.000223	-3.119535	0.0023
FG	0.008058	0.002024	3.981941	0.0001
COVID	-0.022454	0.005177	-4.336901	0.0000
CointEq(-1)*	-0.139595	0.022094	-6.318183	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج EViews10

نلاحظ من خلال نتائج الجدول (3-40) أن قيمة معامل تصحيح الخطأ ECM: -0.139595 هي سالبة ومعنوية عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهذا ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي كمتغير تابع وباقي المتغيرات المفسرة، وهذا يعني أن 13.95% من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها تلقائياً لبلوغ التوازن في الأجل الطويل، أو بعبارة أخرى سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي يتطلب أكثر من سبعة أشهر لبلوغ قيمته التوازنية في الأجل الطويل ($7.16 = 0.139595/1$).

بالنسبة لمعاملات الأجل القصير ستهتم الدراسة الحالية فقط بتفسير معاملات المتغيرات التي لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث نلاحظ أن معلمة الفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية LMB كانت غير معنوية، كما أن متغير الفرق بين المستوى العام للأسعار INFL لم يظهر إطلاقاً في معادلة الأجل القصير، وبالتالي سنقوم فقط بتحليل أثر كلاً من الفرق في معدلات الفائدة قصيرة الأجل SINT، والمتغير الوهمي FG الذي يمثل أداة التوجيه المسبق، مع استبعاد تفسير تأثيرات المتغيرات الحقيقية، وسنقوم بهذا على النحو التالي:

✓ بالنسبة لمعلمة الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: أظهرت نتائج تقدير معادلة الأجل القصير أن معلمة الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل خلال الفترة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الحالية t ، كان لها تأثير معنوي إحصائياً عند مستوى معنوية 5%، لأن القيمة المعنوية لها تساوي 1.43%، يعني أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT له تأثير معنوي على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار أمريكي في الأجل القصير، حيث أن ارتفاع في الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل بمعدل 1% يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار أمريكي بمعدل 0.008%، وهو تأثير ضعيف جداً.

✓ بالنسبة لمعلمة أداة التوجيه المسبق FG: تم تمثيل أداة التوجيه المسبق بمتغير وهي كما سبق الإشارة إليه في تعريف متغيرات الدراسة، وتظهر نتائج المدى القصير معنوية هذا المتغير، حيث أنه ذو دلالة إحصائية، حيث كانت قيمته الاحتمالية تساوي 0.01%، وهي أقل من مستوى معنوية 5%، حيث أنه خلال فترة تطبيق أداة التوجيه المسبق من طرف الاحتياطي الفيدرالي ارتفع سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار أمريكي بـ 0.001%، مقارنة بالفترة التي لم يتم فيها تطبيق أداة التوجيه المسبق.

المطلب الثالث: صياغة النموذج TRY/EUR وإجراء اختباره القبليّة

سيتم من خلال هذا المطلب إجراء نموذج قياسي خامس، حيث من خلال هذا النموذج سنقوم بدراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في منطقة اليورو على سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو، حيث سنعتبر أن تركيا بلد متلق لصدمة خارجية ناتجة عن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في أكبر اتحاد نقدي ممثلاً بمنطقة اليورو، وهذا من أجل الوصول إلى إجابة عن السؤال الفرعي الثالث، حيث سيتم خلال هذا المطلب التعريف بالنموذج TRY/EUR، مع الإشارة إلى مصادر جمع البيانات الخاصة بمتغيراته في الفرع الأول، بعدها سنتطرق لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية ودراستها إحصائياً وهذا خلال الفرع الثاني، في ختام هذا المطلب سنقوم بتحديد درجات الإبطاء المثلى واختيار أفضل نموذج، ليتسنى لنا إجراء اختبار الحدود على النموذج المختار وهذا ما سنهتم به خلال الفرع الثالث.

الفرع الأول: تقديم النموذج TRY/EUR

شأنه شأن النماذج السابقة سنعتمد على النموذج النظري المقدم من طرف كلاً من Hooper & Morton من أجل تقدير النموذج TRY/EUR، وقد تم إضافة متغير وهي لتمثيل أزمة كورونا التي عرفت انتشاراً واسعاً في جميع أنحاء العالم بعد شهر مارس 2020، لقد تم استخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة من: شهر ماي 2009 بداية تطبيق معدلات الفائدة الصفرية في منطقة اليورو إلى غاية شهر ديسمبر 2020. وبالتالي فإنه يمكن كتابة النموذج على شكله المبسط ليصبح النموذج المقترح كالتالي:

$$LEXCH = F(LM1, INFL, SINT, GDP, CA, COVID) \dots \dots (3 - 13)$$

حيث:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-41): تعريف متغيرات الدراسة للنموذج TRY/EUR ومصادر بياناتها

المتغير	تعريفه	مصدر جمع البيانات
LEXCH	لوغاريتم سعر الصرف: 1 ليرة تركية مقابل اليورو (المتغير التابع).	تم جمع البيانات من موقع الفيدرالي الأمريكي بسانت لويس https://fred.stlouisfed.org باستثناء
LM1	الفرق* بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق M1 مقومة بمليار عملة محلية.	البيانات المتعلقة برصيد الحساب الجاري لمنطقة اليورو استخرج من موقع https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database
INFL	الفرق بين معدلات التضخم في الاقتصادين.	
SINT	الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل.	
GDP	الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.	كما تم الاستعانة بموقع https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket
CA	الفرق بين الحساب الجاري للبلدين مقوم بالمليار دولار.	
COVID	متغير صوري (يأخذ القيمة 1 أثناء بداية انتشار فيروس كورونا بشكل ملحوظ في العالم من مارس 2020، والقيمة 0 قبل ذلك التاريخ)	لجمع البيانات المرتبطة بالاقتصاد التركي.

* الفرق: قيمة المتغير في منطقة اليورو ناقص قيمته في تركيا.

الفرع الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج TRY/EUR

تتم دراسة الاستقرارية باستعمال اختبارات جذر الوحدة، وتستخدم العديد من الطرق لاختبار الاستقرارية أهمها: اختبار Dickey and Fuller واختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) واختبار Phillips-Perron (PP)، وتعتمد هذه الاختبارات على فرضيتان؛ الأولى فرضية العدم H_0 وهي تعني وجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة غير مستقرة، أما الفرضية البديلة فهي H_1 وذلك في حالة رفض فرضية العدم، هذا يعني أن السلسلة مستقرة.

سنقوم بذلك من خلال ثلاث خطوات، الخطوة الأولى سيتم من خلالها معرفة الخصائص الإحصائية لمختلف المتغيرات، وفي الخطوة الثانية سنقوم برسم مختلف السلاسل الزمنية والتعليق على مدى استقراريتهما من خلال تطور مشاهداتها على الشكل البياني، وفي الخطوة الثالثة والأخيرة سنجري اختبار Phillips-Perron (PP)، لمعرفة في أي مستوى تكون السلاسل الزمنية مستقرة.

أولاً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

الجدول الموالي يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة، والتي تم استخراجها باستخدام برنامج EViews10، حيث يظهر الجدول عدة مقاييس إحصائية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-42): الدراسة الإحصائية لمتغيرات نموذج TRY/EUR

	LEXCH	LM1	SINT	INFL	GDP	CA
Mean	-0.529760	1.349462	-8.096076	-0.842500	-0.253684	22.26077
Median	-0.471737	1.358152	-7.489550	-0.475000	0.064600	23.20757
Maximum	-0.282861	1.674206	-0.376000	1.640000	1.986988	67.05563
Minimum	-0.975763	0.891415	-22.86790	-8.470000	-9.622200	-25.43182
Std. Dev.	0.193947	0.188562	5.236446	1.314779	1.939268	19.48711
Skewness	-0.698462	-0.394139	-1.632728	-1.928720	-2.458326	-0.148648
Kurtosis	2.254961	2.791582	5.372520	10.22844	10.18194	2.523149
Jarque-Bera Probability	14.62114 0.000668	3.878120 0.143839	95.03697 0.000000	391.5931 0.000000	441.8964 0.000000	1.842001 0.398121
Sum	-74.16641	188.9246	-1133.451	-117.9500	-35.51576	3116.508
Sum Sq. Dev.	5.228524	4.942228	3811.431	240.2816	522.7458	52784.88
Observations	140	140	140	140	140	140

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-42) يتبين ما يلي:

1. بالنسبة للوغياريتم سعر الصرف LEXCH: نلاحظ أن لوغياريتم سعر الصرف خلال فترة الدراسة تراوح بين أدنى قيمة -0.975763 شهر نوفمبر 2020، وأعلى قيمة والتي تمثل -0.282861 في شهر جوان 2010، وبمتوسط حسابي يقدر ب -0.52976، وانحرافاً معيارياً قدره 0.193947، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 14.62114 وباحتمال 0%، فإن توزيع قيم لوغياريتم سعر الصرف لا تتبع التوزيع الطبيعي.
2. بالنسبة للفرق بين لوغياريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق LM1: نلاحظ أن الفرق بين لوغياريتم القاعدة النقدية خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل 0.891415 في شهر أكتوبر 2020، وأعلى قيمة 1.674206 شهر جوان 2009، وبمتوسط حسابي يقدر ب 1.349462، وانحرافاً معيارياً قدره 0.188562، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 3.87812، وباحتمال 14.38%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين لوغياريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق يتبع التوزيع الطبيعي.
3. بالنسبة للفرق في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل SINT: نلاحظ أن الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -22.868% خلال شهر مارس 2019، وأعلى قيمة -0.376% خلال شهر جوان 2011، وبمتوسط حسابي يقدر ب -8.096076%، وانحرافاً معيارياً قدره 5.236446%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 95.03697 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل لا تتبع التوزيع الطبيعي.
4. بالنسبة للفرق في معدلات التضخم INFL: نلاحظ أن الفرق بين معدلات التضخم خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل في -8.47% شهر سبتمبر 2018، وأعلى قيمة 1.64%

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

شهر نوفمبر 2018، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.8425%، وانحرافاً معيارياً قدره 1.314779%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 391.5931 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات التضخم لا تتبع التوزيع الطبيعي.

5. بالنسبة للفرق في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: نلاحظ أن الفرق بين نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -9.6222% خلال شهر مارس 2022، بداية انتشار أزمة كورونا بشكل واضح في مختلف دول العالم، وأعلى قيمة 1.986988% خلال شهر جانفي 2019، وبمتوسط حسابي يقدر بـ -0.253684%، وانحرافاً معيارياً قدره 1.939268%، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 441.8964 وباحتمال 0%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

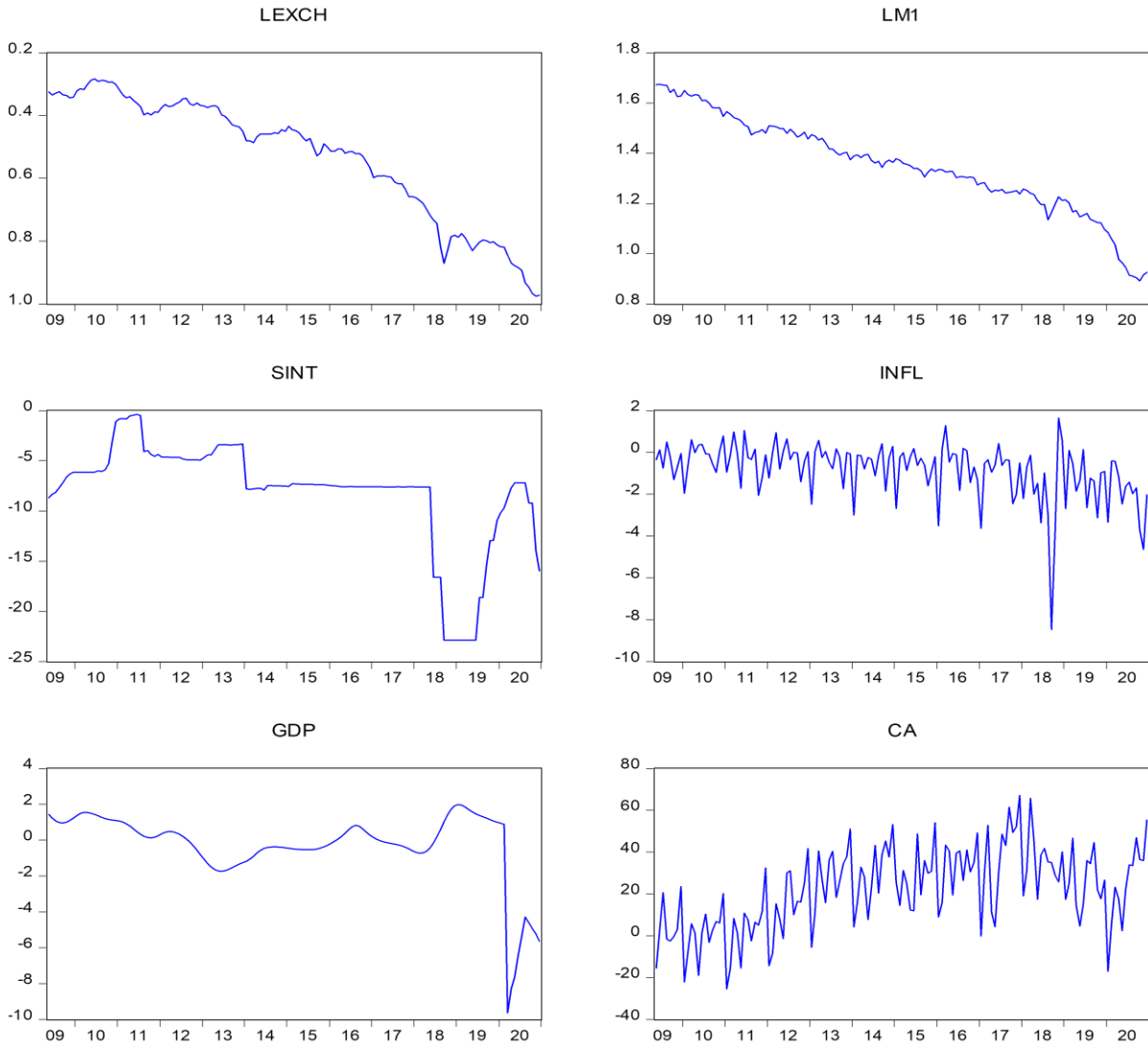
6. بالنسبة للفرق في الحساب الجاري CA: نلاحظ أن الفرق في الحساب الجاري خلال فترة الدراسة تراوحت بين أدنى قيمة، والتي تمثل -25.43182 مليار دولار خلال شهر جانفي 2011، وأعلى قيمة 67.05563 مليار دولار خلال ديسمبر 2017، وبمتوسط حسابي يقدر بـ 22.26077 مليار دولار، وانحرافاً معيارياً قدره 19.48711 مليار دولار، أما بالنسبة لمعامل (Jarque-Bera) فقد بلغ: 1.842001 وباحتمال 39.81%، وعليه فإن توزيع قيم الفرق في الحساب الجاري تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً: رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

من أجل تحليل السلسلة الزمنية يتم رسم مشاهداتها لمعرفة وجود مركبة الاتجاه العام لها، وهل هي مستقرة أم لا، وهذا ما يوضحه الشكل رقم: (3-26)، حيث يمثل المحور الأفقي في كل شكل من الأشكال الأشهر (من: ماي 2009 إلى: ديسمبر 2020)، والمحور العمودي يمثل قيم المتغيرات.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-26): أشكال السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج TRY/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل رقم (3-26) يتبين أن معظم السلاسل الزمنية غير مستقرة، وذلك من خلال وجود اتجاه زمني أو ثابت أو الاثنان معاً، ما عدا السلسلة الزمنية المتمثلة في الفرق بين الحساب الجاري (CA) وكذا السلسلة الزمنية للفرق بين معدلات التضخم INFL، مما يقودنا إلى ضرورة إجراء اختبار جذر الوحدة، للتأكد من ما تم ملاحظته في الأشكال البيانية، وللتخلص من حالة عدم استقرار السلاسل الزمنية من جهة أخرى، وذلك للوصول إلى سلاسل زمنية مستقرة يمكن الاعتماد عليها في تقدير النموذج.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية

بعد الاختبارات الكيفية، يتم تأكيد النتائج بواسطة الاختبارات الإحصائية، وسوف نعتمد على اختبار (PP)، من أجل اختبار الفرضية العدمية والتي تنص على وجود جذر وحدوي، وبالتالي عدم استقرار السلسلة، ضد الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر وحدة، وبالتالي استقرار السلسلة، اعتماداً على إحصائية t المحسوبة، فإذا كانت t المحسوبة أكبر من t الجدولة نرفض فرضية

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي السلسلة مستقرة، أما إذا كانت t المحسوبة أصغر من t الجدولة نقبل فرضية العدم وبالتالي السلسلة غير مستقرة، والجدول التالي يبرز نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (3-43): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج TRY/EUR

عند المستوى At Level							
CA	GDP	INFL	SINT	LM1	LEXCH		
-7.9407	-2.2819	-9.2942	-1.8052	0.7233	1.5884	t إحصائية	ثابت
0.0000***	0.1793	0.0000***	0.3768	0.9923	0.9995	الاحتمال	
-9.5539	-2.7318	-10.5587	-2.8672	-1.4948	-1.4533	t إحصائية	ثابت واتجاه عام
0.0000***	0.2257	0.0000***	0.1765	0.8270	0.8407	الاحتمال	
-3.8828	-2.2019	-7.7256	-0.6847	-3.8032	3.6868	t إحصائية	بدون ثابت وبدون اتجاه عام
0.0001***	0.0271**	0.0000***	0.4187	0.0002***	0.9999	الاحتمال	
بعد أخذ الفرق الأول At First Difference							
d(CA)	d(GDP)	d(INFL)	d(SINT)	d(LM1)	d(LEXCH)		
-22.6815	-12.8688	-37.0757	-10.7653	-12.9963	-8.3933	t إحصائية	ثابت
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	
-22.5692	-12.9816	-37.1927	-10.7930	-13.0441	-8.6503	t إحصائية	ثابت واتجاه عام
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	
-22.7277	-12.8017	-36.7990	-10.7822	-12.0496	-7.8934	t إحصائية	بدون ثابت وبدون اتجاه عام
0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	الاحتمال	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول رقم (3-43) أعلاه، والذي يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة يتضح بأن جل المتغيرات غير مستقرة في المستوى مما يعني وجود جذر الوحدة، حيث أنها عند المستوى كانت قيمة إحصائية t المحسوبة بقيمتها المطلقة أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وهذا ما تؤكد قيم الاحتمال التي هي أكبر من 5%. باستثناء CA و INFL والتي كانت مستقرة عند المستوى (0)، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت جميع المتغيرات الأخرى مستقرة، أي أنها أصبحت متكاملة من الدرجة الأولى (1)، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند المستوى الثاني (2)، وبهذا يمكن أن يكون هناك تكامل مشترك، وبالتالي إمكانية تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL.

الفرع الثالث: تحديد درجات الإبطاء الأمثل واختبار الحدود للنموذج TRY/EUR

بناءً على نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (مستقرة عند المستوى وبعد أخذ الفرق الأول)، والمتغير التابع مستقر بعد أخذ الفرق الأول، فإنه يمكن إجراء التكامل المشترك باستعمال

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

طريقة منهج الحدود (The Bounds test)، وعليه سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وذلك وفق المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \Delta LEXCH = C + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta LEXCH_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta LM1_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta SINT_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta INFL_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_4} \beta_5 \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \beta_6 \Delta CA_{t-i} + \varphi_1 COVID + \alpha_1 LEXCH_{t-1} + \alpha_2 LM1_{t-1} \\ + \alpha_3 SINT_{t-1} + \alpha_4 INFL_{t-1} SINT_{t-1} + \alpha_5 GDP_{t-1} + \alpha_6 CA_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (3 - 14) \end{aligned}$$

سبق وأن شرحنا مكونات المعادلة لا داعي لإعادتها مرة أخرى.

أولاً: تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج TRY/EUR

سيتم تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج، بناء على مجموعة من الاختبارات، ومن خلال الاستعانة ببرنامج EViews10 سيتم تحديد أمثل درجة إبطاء، باستخدام 6 درجات اعتماداً على قاعدة الإبهام التي تستخدم 6 درجات إبطاء من أجل البيانات الشهرية، وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-44): تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج TRY/EUR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LEXCH LM1 SINT INFL GDP CA						
Exogenous variables: COVID C						
Date: 07/14/22 Time: 16:03						
Sample: 2009M05 2020M12						
Included observations: 134						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-955.7416	NA	0.075521	14.44390	14.70341	14.54936
1	-284.0354	1263.209	5.73e-06	4.955752	5.993785*	5.377575
2	-221.0598	112.7921	3.84e-06	4.553131	6.369688	5.291321
3	-151.8153	117.8190	2.36e-06	4.056944	6.652025	5.111501*
4	-106.6491	72.80511	2.09e-06	3.920136	7.293741	5.291060
5	-60.53620	70.20179	1.85e-06	3.769197	7.921326	5.456488
6	-21.61180	55.77226*	1.84e-06*	3.725549*	8.656202	5.729207

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

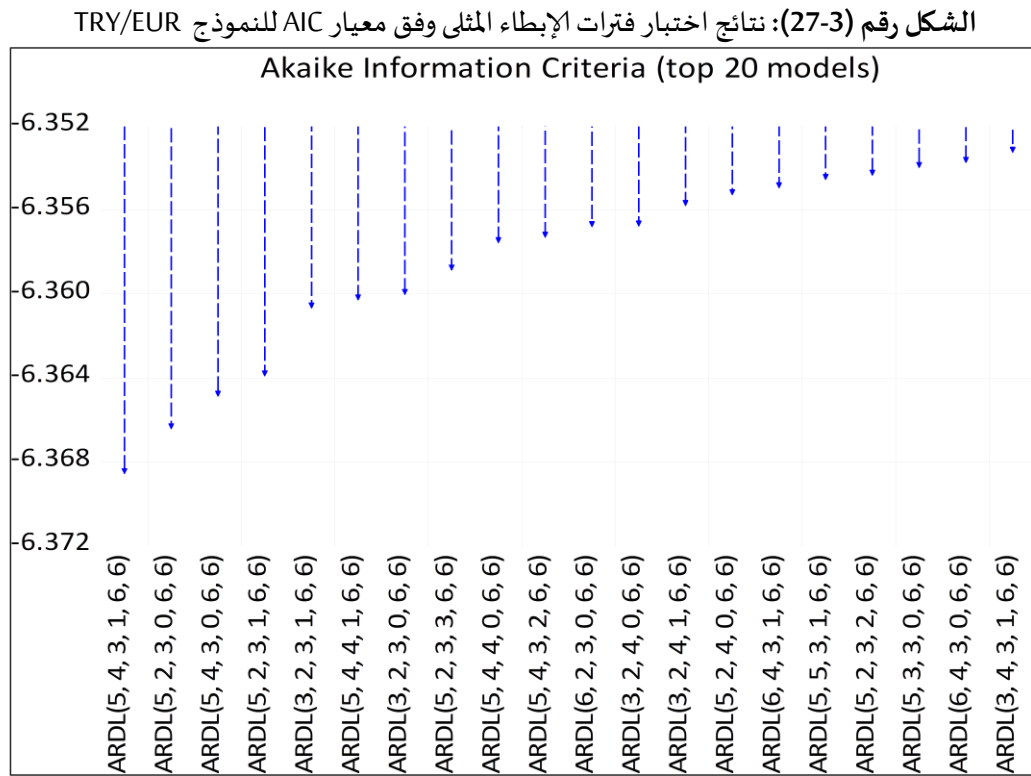
من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة السادسة (lag=6)، وهذا لاتفاق ثلاثة معايير من بين الخمسة المستخدمة، وهذه المعايير هي: معيار نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR)، معيار خطأ التوقع النهائي (FPE) Final Prediction Error، بالإضافة إلى معيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار معلومات Schwarz (SC) فقد اختار فترة إبطاء واحدة، فيما اختار معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ) ثلاث درجات إبطاء.

ثانياً: التوزيع الأمثل لعدد فترات الإبطاء الزمني لكل متغير

يقدم لنا برنامج EViews10 فترة الإبطاء المثلى لكل من المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، ويقوم تلقائياً بالمفاضلة بين مجموعة من النماذج ليقدم لنا في الأخير فترات الإبطاء المثلى، من خلال شكل يضم

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أفضل 20 نموذج مقدر، وبغرض المفاضلة بينها باستخدام معيار Akaike Information Criteria (AIC) وهو المعيار الأكثر شيوعاً، حيث يتم من خلاله اختيار فترات الإبطاء اللزوم التي تعطي أقل قيمة لهذا المعيار. والشكل الموالي يوضح نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى q_1, q_2, q_3, q_4, q_5 للمتغير التابع وللمتغيرات المفسرة. وقد تحصلنا على النموذج التالي: ARDL(5,4,3,1,6,6) وهو الأمثل من بين أفضل 20 نموذج مقترح.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

بعد تحديد فترات الإبطاء المثلى كما هي موضحة في الشكل السابق، والتي تم اختيارها بالاعتماد على معيار (Akaike)، وللتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار الحدود.

ثالثاً: اختبار الحدود للتكامل المشترك Bounds Test

خلال هذه المرحلة سنقوم بالتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، نتائج اختبار التكامل المشترك، مبين في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الجدول رقم (3-45): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود للنموذج TRY/EUR

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	2.482563	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	134	10%	2.303	3.154
		5%	2.55	3.606
		1%	3.351	4.587

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال مقارنة القيم الحسابية بالقيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5%، وذلك كما هو مبين

$$F\text{-statistic}: (2.48) < F_{I(0)F\text{-Pesaran}}(2.55)$$

وبالتالي، نقبل فرضية العدم H_0 ، أي أنه لا يوجد تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغير التابع (سعر الصرف) والمتغيرات المفسرة وذلك عند جميع مستويات المعنوية. وعليه فسنعوم بإجراء نمذجة في الأجل القصير وذلك باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR.

المطلب الرابع: نتائج تقدير نماذج أشعة الانحدار الذاتي للنموذج TRY/EUR

نظراً لعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وبالتالي فالمتغير التابع ممثلاً بلوغاريتم سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو لا تربطه علاقة طويلة الأجل مع المتغيرات التفسيرية المستخدمة في النموذج، وعليه سنقوم في ما يلي كمرحلة أولى بتقدير العلاقة في الأجل القصير باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، واختبار الاستقرار الكلية للنموذج في المرحلة الثانية، وفي الأخير سنقوم بعملية تشخيص للبواقي الخاصة بالنموذج المقدر، غير أن تركيزنا في تشخيص البواقي سيكون مخصصاً وحصرياً لدالة الهدف دون سواها، والمتمثلة في الدالة التي يكون فيها لوغاريتم سعر الصرف هو المتغير التابع، أخيراً سنقوم بمختلف الاختبارات المتعلقة بديناميكية النموذج المقدر.

الفرع الأول: تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

من خلال هذا الفرع سنقوم بتقدير نموذج لوغاريتم سعر الصرف باستخدام نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، حيث سنقوم بذلك على مرحلتين. المرحلة الأولى نقوم خلالها بتحديد درجات الابطاء المثلى للمتغيرات المستقرة أي بعد أخذ الفرق الأول للمتغيرات غير المستقرة في المستوى، وفي المرحلة الثانية سنقوم بالتقدير.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: تحديد فترات الإبطاء المثلى

باستخدام مجموعة من المعايير من أجل المفاضلة وباستعمال برنامج EViews10 سوف نقوم بتحديد درجة الإبطاء المناسبة لتقدير النموذج وفق تقنية نماذج شعاع الانحدار الذاتي، وتكون الدرجة الأفضل للإبطاء هي تلك الدرجة التي يتوافق عليها أكبر عدد من المعايير المستخدمة، وذلك ما يظهره الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-46): درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للنموذج TRY/EUR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DLEXCH DLM1 DSINT INFL DGDP CA						
Exogenous variables: COVID C						
Date: 08/11/22 Time: 14:55						
Sample: 2009M05 2020M12						
Included observations: 133						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-413.1188	NA	2.41e-05	6.392764	6.653547	6.498736
1	-314.9515	184.5249	9.46e-06	5.457918	6.501051*	5.881807*
2	-268.9077	82.39421	8.16e-06	5.306883	7.132366	6.048690
3	-209.0735	101.6732	5.76e-06	4.948474	7.556307	6.008198
4	-164.0348	72.46824	5.11e-06	4.812554	8.202738	6.190195
5	-110.5582	81.22006	4.04e-06*	4.549748	8.722282	6.245306
6	-72.70704	54.07315*	4.09e-06	4.521910*	9.476795	6.535386

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه فإنه قد تم تحديد درجة الإبطاء المثلى عند الدرجة الأولى (P=1)، والتي اختارها معيار معلومات Schwarz (SC) ومعيار معلومات Hannan and Quinn (HQ)، وهذا بعد ترجيحها على الدرجة السادسة التي اختارها كل من معياري نسبة الإمكان الأعظم Likelihood Ration Test (LR) ومعيار معلومات Akaike (AIC)، أما معيار التوقع النهائي (FPE)، فقد اختار خمس درجات إبطاء.

ثانياً: تقدير نموذج VAR(1)

سنقوم بتقدير نموذج VAR باستخدام درجة إبطاء واحدة، وبما أن دراستنا مرتبطة بتفسير سلوك متغير لوغار يتم سعر الصرف، وباستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية OLS تم إعادة تقدير معادلة معدل تغير لوغار يتم سعر الصرف، وكانت نتائج التقدير كالتالي:

$$DLEXCH=0.31947*DLEXCH(-1)+0.08956*DLM1(-1)-0.00138*DSINT(-1)-0.00232*INFL(-1)+0.00027*DGDP(-1)-0.00011*CA(-1)-0.00931*COVID-0.00130.$$

$$R^2 = 0.238270, Prob(F-statistic) = 0.000007, Durbin-Watson stat = 1.891277$$

كما سبق وأن ذكرنا فإن نموذج VAR لا يستعمل لقراءة التقدير مباشرة، من خلال قراءة وتفسير قيم المعلمات ومعنوياتها الإحصائية، لأن الغرض منه هو تحديد نوعية العلاقة بين المتغيرات، ودرجة

أولاً: اختبار عدم ثبات التباين (Hétéroscédasticité)

يعتبر كل من اختبار Breusch-Pagan-Godfrey واختبار (ARCH) من أهم الاختبارات المستخدمة في الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين بين حدود الخطأ العشوائي، من خلال اختبار فرض عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، مقابل الفرض البديل بعدم ثبات التباين، وسوف نستخدم اختبار Breusch-Pagan-Godfrey من أجل اختبار عدم ثبات التباين، والنتائج كما هي مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-47): نتائج اختبار اختلاف التباين للأخطاء للنموذج TRY/EUR

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.140725	Prob. F(7,130)	0.3418
Obs*R-squared	7.985939	Prob. Chi-Square(7)	0.3338
Scaled explained SS	24.36360	Prob. Chi-Square(7)	0.0010

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا بأن قيمة F المحسوبة بلغت 1.140725 باحتمال قدره 34.18% وهو أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا ما يؤكد فرضية عدم وينفي الفرضية البديلة، أي أنه لا وجود لمشكلة التباين بين حدود الخطأ العشوائي.

ثانياً: اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation)

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، ويتم ذلك باختبار الفرض عدم الذي مفاده عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي مقابل الفرض البديل القائل بوجود ارتباط ذاتي، وبعد إجراء الاختبار تظهر نتائجه من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-48): نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج TRY/EUR

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	2.041278	Prob. F(1,129)	0.1555
Obs*R-squared	2.149676	Prob. Chi-Square(1)	0.1426

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

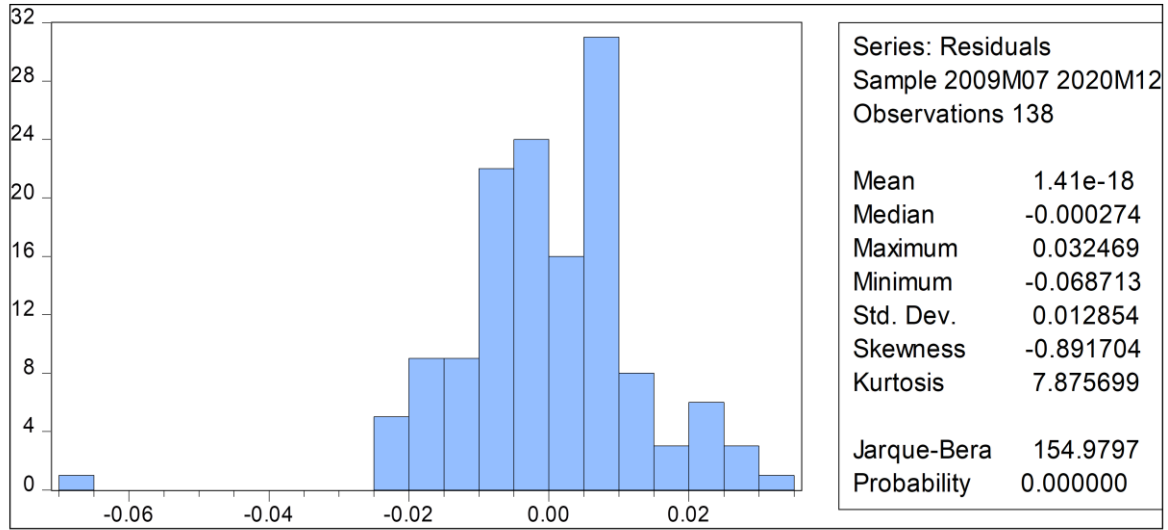
تشير نتائج اختبار (LM Test) في الجدول أعلاه أن قيمة P-Value للإحصائية Fisher تساوي 0.1555 وهي أكبر من 0.05، أي أنه يمكن قبول فرضية عدم (لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي).

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality Test)

بالاستعانة باختبار (Jarque-Bera)، الذي يعتمد على معامل التفلطح (Kurtosis)، ومعامل التناظر (Skewness)، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وتظهر نتائج هذا الاختبار في الشكل البياني التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

الشكل رقم (3-29): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي النموذج TRY/EUR



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معامل (Skewness) يقدر بـ -0.891704 وهو أصغر من الصفر ويظهر الشكل البياني انحياز البواقي نحو اليسار، وهذا ما يثبت عدم وجود تناظر بين بواقي النموذج، أما معامل (Kurtosis) فقد بـ 7.875699 وهو أكبر من 3 وهذا معناه أن الشكل البياني للبواقي مدبب، أما بالنسبة لقيمة (Jarque-Bera) فهي تساوي 154.9797 وباحتمال إحصائي يساوي 0% وهو أقل من 5%، وهذا يعني أن النموذج المقدر لسلسلة معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف لا تتبع التوزيع الطبيعي.

الفرع الرابع: التحليل الديناميكي لنماذج أشعة الانحدار الذاتي

يتم استخدام نماذج VAR في العادة لدراسة وتحليل ديناميكية النموذج المقدر، وهذا من أجل بلوغ أهداف الدراسة والإجابة عن إشكالياتها ومختلف أسئلتها الفرعية، وذلك كون التحليل الديناميكي يسمح بدراسة شبكة العلاقات السائدة بين متغيرات النظام المدروس.

خلال هذا الفرع سنقوم بدراسة العلاقات السببية بين متغيرات النموذج والمتمثلة في معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف DLEXCH، معدل تغير في الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (M1) DLM1، الفرق في المستوى العام للأسعار INFL، معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل DSINT، معدل التغير في الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي DGDP، والفرق بين الحساب الجاري CA، وذلك حسب مفهوم Granger من أجل تحديد اتجاهها؛ هذا الأمر يقودنا إلى البحث والتعرف على شدة وقوة وتحديد إشارة هاته العلاقات، حيث يتم ذلك باستخدام تقنية محاكاة الصدمات وتحليل دوال الاستجابة الفورية، وكذا تقنية تفكيك تباين خطأ التنبؤ لتحديد الأهمية النسبية لكل متغير في تفسير تقلبات باقي متغيرات النظام الأخرى على التوالي غير أن خلال هذا الفرع سنهتم فقط بالمتغير موضوع الدراسة والمتمثل في معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

أولاً: دراسة العلاقة السببية بين متغيرات النموذج TRY/EUR

من أجل تحديد اتجاه العلاقة بين معدل التغير في لوغاريتم سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو وباقي المتغيرات، قمنا بإجراء اختبار العلاقة السببية لـ Granger، وذلك باستخدام برنامج EViews10، حيث نختبر الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين في الأجل القصير ضد الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة سببية بين المتغيرين، علمًا أنه يتم تحديد السببية من عدمها بناء على الاحتمالية، فإذا كانت الاحتمالية أقل من 5% نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل الفرضية البديلة أي أنه هناك علاقة سببية حسب Granger. والنتائج المتحصل عليها مبينة في الجدول التالي.

الجدول رقم (3-49): السببية بين متغيرات النموذج TRY/EUR ومعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 08/11/22 Time: 15:23			
Sample: 2009M05 2020M12			
Included observations: 138			
Dependent variable: DLEXCH			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLM1	0.887611	1	0.3461
DSINT	2.110858	1	0.1463
INFL	4.157722	1	0.0414
DGDP	0.047728	1	0.8271
CA	3.928270	1	0.0475
All	21.00155	5	0.0008

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه كشف اختبار العلاقة السببية لـ Granger بين معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) كمتغير تابع، حيث كانت بعض الاحتمالات أكبر من مستوى المعنوية 5%، ويتعلق الأمر بمعدل التغير في الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (DLM1)، ومعدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل DSINT، ومعدل التغير في الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي DGDP، فيما كان الاحتمال المقابل لبعض المتغيرات الأخرى أقل من 5%، وكانت عائدة لـ الفرق في المستوى العام للأسعار INFL، والفرق بين الحساب الجاري للبلدين CA، وإذا أخذنا المتغيرات المفسرة كمجموعة واحدة، فإن الاحتمال المقابل لها يساوي 0.08% وهو أقل من 5%. وبالتالي يمكن القول بوجود علاقة سببية بين المتغيرات المفسرة اتجاه المتغير التابع.

ثانياً: تحليل دوال الاستجابة الفورية

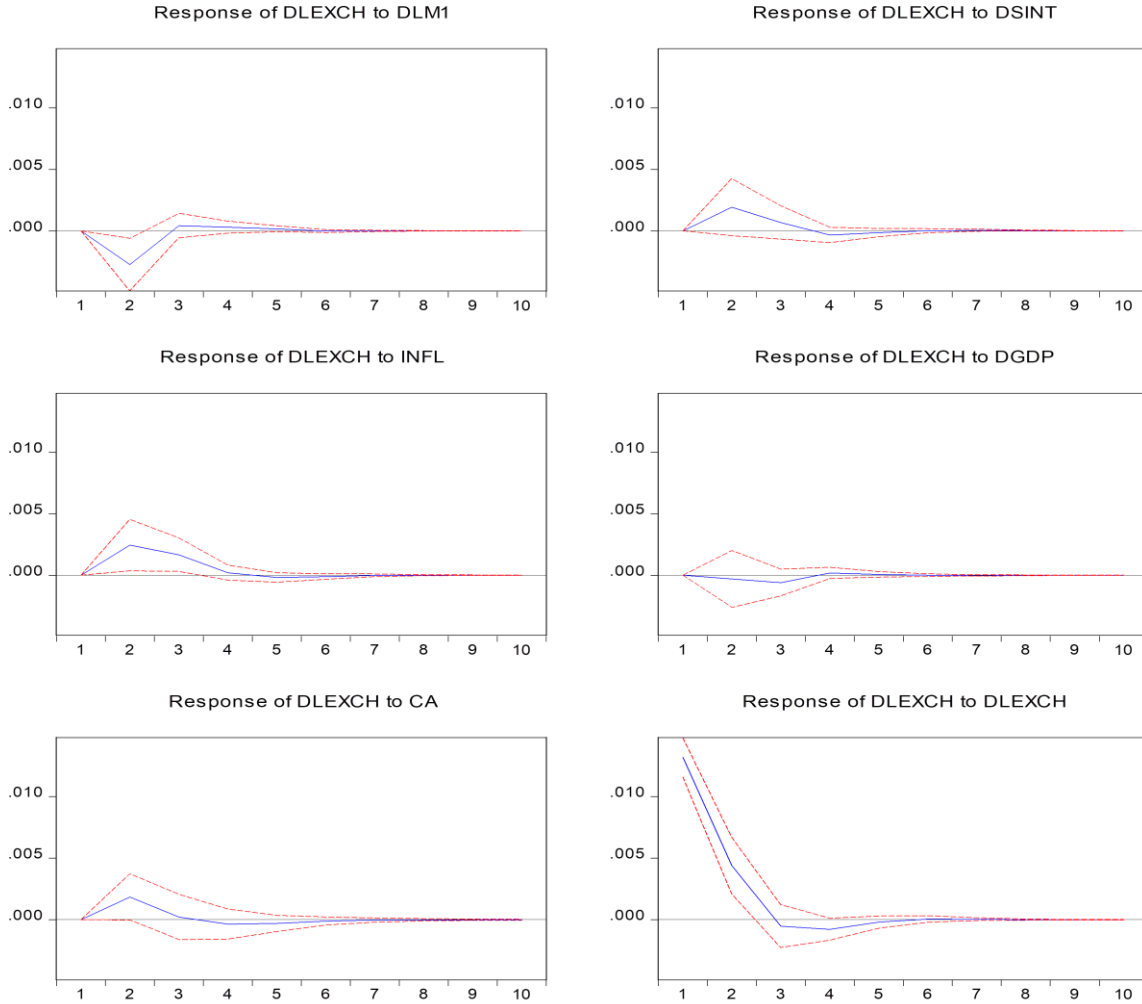
بعد تقديرنا لنموذج متجه الانحدار الذاتي VAR سيتم في ما يلي اختبار دالة الاستجابة الفورية (IRF) وذلك من أجل تتبع المسار الزمني للمتغيرات أو الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها متغيرات الدراسة، سيتم التركيز على استجابة معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) لصدمة في كل من معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (DLM1)، معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

قصيرة الأجل (DSINT)، الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL)، معدل التغير في الفرق بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، والفرق بين الحساب الجاري (DCA)، حيث سيتم أخذ نتائج الفترة الأولى (الشهر الأول) فقط بما أننا في المدى القصير، فكانت النتائج حسب الشكل الآتي:

الشكل رقم (30-3): نتائج دالة الاستجابة الفورية للنموذج TRY/EUR

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations \pm 2 S.E.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل البياني أعلاه نستنتج بأن هنالك تأثير إيجابي لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) على نفسه، أما بالنسبة لباقي المتغيرات المفسرة فتأثيرها خلال الشهر الأول منعدم.

ثالثاً: اختبار تحليل مكونات التباين

بعد الانتهاء من دراسة دوال الاستجابة الفورية التي تنعكس على متغيرات الدراسة لمختلف الصدمات بشكل عام، وعلى معدل التغير في لوغاريتم سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو DLEXCH بشكل خاص، فإنه من الضروري الانتقال إلى الخاصية الثانية من خصائص تباين خطأ التنبؤ، والتي من شأنها مساعدتنا في معرفة مدى مساهمة كل متغيرة في تباين خطأ التنبؤ من خلال كتابته بدلالة تباين

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

خطأ التنبؤ وحساب نسبة كل تنبؤ من التباين الكلي من أجل الحصول على نسبته المئوية، والجدول التالي يلخص تباين خطأ التنبؤ معدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف.

الجدول رقم (3-50): اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج TRY/EUR

Period	S.E.	DLEXCH	DLM1	DSINT	INFL	DGDP	CA
1	0.013196	59.99559	29.54550	3.734295	5.206174	0.971274	0.547163
2	0.014631	53.78197	34.28128	3.905929	5.459824	1.022733	1.548265
3	0.014770	52.82813	33.82687	4.067360	6.546924	1.197109	1.533603
4	0.014805	52.68902	33.88000	4.069285	6.569868	1.218237	1.573598
5	0.014813	52.65002	33.87222	4.071315	6.573401	1.220165	1.612873
6	0.014814	52.64277	33.86828	4.070753	6.578840	1.220016	1.619338
7	0.014814	52.64138	33.86777	4.071430	6.578943	1.220330	1.620144
8	0.014814	52.64113	33.86761	4.071607	6.578916	1.220383	1.620358
9	0.014814	52.64104	33.86758	4.071616	6.578901	1.220384	1.620480
10	0.014814	52.64101	33.86756	4.071614	6.578899	1.220383	1.620533

Cholesky Ordering: DLM1 DSINT INFL DGDP CADLEXCH

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة التنبؤ في تباين الخطأ لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) في الفترة الأولى بالنسبة لنفس المتغير تمثل تقريبا 60%، بينما 40% الباقية تمثلها باقي المتغيرات في النموذج، يأتي في صدارتها معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي (DLM1) بنسبة 29.54%، ويليه الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) بنسبة 5.20% وبعده يأتي معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT) ما نسبته 3.73%؛ لتشهد نسبة التنبؤ في تباين الخطأ لمعدل التغير في لوغاريتم سعر الصرف (DLEXCH) في الفترة الخامسة بالنسبة لنفس المتغير تراجعاً، حيث وصلت إلى حدود 52.65%، فيما مثلت النسبة المتبقية والمقدرة بـ 47.35% مساهمة باقي المتغيرات بما فيها المتغيرات الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث كانت مساهمة معدل تغير الفرق بين لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الضيق (DLM1) أعلى نسبة فقد قدرت بـ 33.87%، ويليه الفرق في المستوى العام للأسعار (INFL) بنسبة 6.57% وبعده يأتي معدل تغير الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل (DSINT) ما نسبته 4.07%؛ وخلال الخمسة الأشهر الموالية بقيت مساهمة (DLXCH) تقريبا ثابتة، ونفس الأمر بالنسبة لباقي المتغيرات.

رابعا: اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

بالنسبة للنموذجين المتعلقين بقياس أثر السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو على أسعار صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي (النموذج BRL/USD)، والليرة التركية مقابل اليورو (النموذج TRY/EUR) باعتبار البرازيل وتركيا دول متلقية لأزمات نقدية خارجية، حيث لم تطبق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، توصلنا إلى النتائج التي مفادها: بالنسبة للنموذج BRL/USD توصلت دراسة هذا النموذج إلى نتائج ذات اتجاهات متعاكسة في الأجلين القصير والطويل، حيث في الأجل القصير لم يكن للفرق بين لوغاريتم القاعدة النقدية باعتبارها المتغير الممثل لأداة التيسير الكمي أي أثر على سعر الصرف، كون تأثيرها غير معنوي عند مستوى معنوية 5%؛

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف

بينما الفرق بين معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل كونها المتغير الممثل لمعدلات الفائدة الصفرية كانت آثارها إيجابية ضعيفة جداً، وهي نفس النتيجة المتحصل عليها من اتباع أداة التوجيه المسبق من طرف الولايات المتحدة (ارتفاع سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي)، أما في المدى الطويل فقد كان لتطبيق أداة التيسير الكمي وأداة معدلات الفائدة الصفرية (بالرغم من أنها صفرية) آثار سلبية على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، وبالجمع بين الآثار المتناقضة في الأجلين، ومن خلال ترجيح نسب التأثير، يمكننا القول بأن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية كانت لها آثار سلبية على سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي.

أما بالنسبة للنموذج TRY/EUR توصلنا إلى النتيجة التي مفادها عدم وجود أثر لتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو، حيث أظهر اختبار العلاقة السببية عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات الممثلة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف، على الرغم من وجود علاقة سببية بين سعر الصرف وجميع المتغيرات المفسرة مجتمعة، وهذا ما أثبتته كذلك دوال الاستجابة الفورية، وبما أننا بصدد دراسة العلاقة قصيرة الأجل فإنه خلال الشهر الأول كانت جميع المتغيرات المفسرة آثارها منعدمة، وبعد القيام باختبار تفكيك التباين، توصلنا إلى أن التغير في المتغير التابع ممثلاً في معدل التغير في لوغاريتم سعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو (DLEXCH) يرجع بنسبة 60% للمتغير نفسه خلال الشهر الأول. وبعد 10 أشهر كان يمثل ما نسبته 52.64%.

وبالتالي وحسب ما تم ذكره نرفض صحة الفرضية الفرعية الثالثة، التي مفادها أن السياسة النقدية التوسعية في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية تؤدي إلى انخفاض سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو. حيث أدى تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى ارتفاع سعر صرف عملات الدول التي لم تطبق السياسة النقدية غير التقليدية مقابل عملات الاقتصادات التي طبقت تلك السياسة.

خلاصة الفصل الثالث

من خلال هذا الفصل تم إجراء دراسة قياسية لمعرفة أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف والتي تم تجسيدها من خلال خمسة نماذج قياسية، حيث قمنا بذلك من خلال اختيار عدة عينات، وتفصيلها كالتالي:

في النموذج الأول قمنا باختبار تأثير سعر الصرف نتيجة تطبيق اتحاد نقدي ودولة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أخذنا كعينة على ذلك سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو خلال الفترة الممتدة من شهر ماي 2009 بداية تطبيق معدلات الفائدة الصفرية في منطقة اليورو إلى غاية شهر ديسمبر 2020، حيث توصلنا من خلال هذا النموذج إلى أنه لا يوجد أثر لتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو كاتحاد نقدي والمملكة المتحدة على سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو.

فيما تم استخدام نموذجين من أجل قياس أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف بين دولتين اتبعتا السياسة النقدية غير التقليدية، حيث اخترنا كعينة لهذه الحالة كلاً من سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، وذلك خلال الفترة الممتدة من شهر نوفمبر 2008 بداية أولى جولات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية شهر ديسمبر 2020، توصلنا من خلال النموذجين السابقين إلى أن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من طرف كلاً من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة واليابان ليس له أي تأثير على سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي.

كما استخدمنا نموذجين آخرين لقياس مدى تأثير سعر الصرف بين عمليتي اتحاد نقدي ودولة طبقاً السياسة النقدية غير التقليدية مقابل دولتين لم تطبق تلك السياسة، حيث اعتبرناها دول متلقية لصدمات نقدية خارجية، وقد اخترنا من أجل ذلك كلاً من سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الريال البرازيلي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو، وغطت الدراسة الفترة من نوفمبر 2008 إلى غاية ديسمبر 2020 بالنسبة للنموذج الأول، ومن ماي 2009 إلى غاية ديسمبر 2020 بالنسبة للنموذج الثاني، وذلك للأسباب السالفة الذكر. وقد توصلنا من خلال النموذجين السابقين إلى أن السياسة النقدية التوسعية في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية تؤدي إلى انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الريال البرازيلي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو.

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة حاولنا الإحاطة بأهم الجوانب الخاصة بموضوع السياسة النقدية غير التقليدية وما ورد حولها في الأدبيات الاقتصادية، حيث يمكن اعتبارها نهج جديد في تسيير الأوضاع المالية والنقدية، استخدمته المصارف المركزية بعد الأزمة المالية 2008، وتتميز بالعديد من المزايا والمواصفات التي جعلها تتكيف مع التطورات النقدية والمالية المتجهة يوماً بعد يوم نحو تعقيد أكبر، خاصة في ظل ظهور منتجات مالية جديدة في الأسواق كالمشتقات المالية والتعاملات المالية المعقدة... الخ، مما صعب من عمل المصارف المركزية بأدواتها التقليدية في احتواء الأزمة المالية 2008، وهذا ما حتم على المصارف المركزية لاسيما في الدول المتقدمة أن تغير منهجية إدارتها للسياسة النقدية محاولة استعادة توازنها الاقتصادية الكلية والتأثير على نشاط الدورة الاقتصادية، وبالتالي أصبحت المصارف المركزية والسياسة النقدية أكثر مرونة في احتواء الأزمات المالية. كما تم التفصيل في مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بسعر الصرف وسوق الصرف، وكذا مختلف أنظمتها، ولقد حاولنا أيضاً الربط بين متغيري الدراسة في ظل مختلف النظريات الاقتصادية والنماذج التي وضعها الاقتصاديون لقياس العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الصرف خاصة النماذج النقدية بمختلف طبعاتها، حيث تم اسقاطها هي الأخرى على الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

اختتمت الدراسة بالجانب التطبيقي من خلال تقدير خمسة نماذج قياسية لأسعار صرف بينية، وهذا قصد التوصل إلى تشخيص دقيق وشامل لمختلف الحالات الممكنة ورودها، حيث تم تقدير النموذج الأول لقياس أثر السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولة مقابل عملة اتحاد نقدي كلاهما اتبعاً سياسة نقدية غير تقليدية، واخترنا كعينة لذلك سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو؛ ومن خلال النموذجين الثاني والثالث سعت الدراسة لتقدير أثر السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولة مقابل عملة دولة أخرى كلاهما طبق السياسة النقدية غير التقليدية، وقد اخترنا من أجل ذلك سعر صرف كل من الجنيه الاسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي؛ فيما قمنا بتخصيص النموذجين الرابع والخامس لدراسة أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولة لم تطبق السياسة النقدية غير التقليدية مقابل عملة دولة واتحاد نقدي طبقاً تلك السياسة وقد اخترنا كعينة كل من سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو. وقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن تصنيفها إلى نتائج مرتبطة بالجانب النظري ونتائج تطبيقية مرتبطة بالدراسة القياسية، وذلك على النحو التالي:

أولاً: نتائج متعلقة بالجانب النظري

1. تعتبر السياسة النقدية واحدة من أهم السياسات الاقتصادية الكلية التي تسعى المصارف المركزية من خلالها التحكم في عرض النقود؛

الخاتمة

2. تعاقبت العديد من المدارس الفكرية الاقتصادية حول أهمية السياسة النقدية في الاقتصاد الكلي حيث كانت السياسة الوحيدة المطبقة في ظل الفكر الكلاسيكي، لتأتي أزمة الكساد الكبير لتبين عجز السياسة النقدية لوحدها في حل الأزمة، ومناداة كينز بضرورة تدخل الدولة من خلال السياسة المالية؛
3. تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق أربعة أهداف نهائية تتمثل في الوصول إلى معدلات نمو مرتفعة ومستدامة، تحقيق أقصى مستوى تشغيل ممكن، المحافظة على الاستقرار في المستوى العام للأسعار، إضافةً إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات؛ وذلك باستخدام أدوات مختلفة كمية وكيفية وأدوات مساعدة أخرى؛
4. عجزت السياسة النقدية بأدواتها التقليدية على معالجة مخلفات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، خاصة في ظل تخفيض معدلات الفائدة إلى معدلات قريبة من الصفر ودخول الاقتصاد في فخ مصيدة السيولة، ما دفع بكبرى المصارف المركزية العالمية إلى التوجه نحو نمط جديد من تسيير السياسة النقدية، عرف بالنمط غير التقليدي للسياسة النقدية؛
5. تعتبر أدوات التيسير الكمي والتيسير الائتماني أهم أدوات استخدمت في إطار غير التقليدي للسياسة النقدية وكلاهما مرتبط بميزانية المصرف المركزي، حيث الأداة الأولى مرتبطة بحجم ميزانية المصرف المركزي، فيما ترتبط الأداة الثانية بتشكيلة أصوله؛
6. تعتبر أداتي معدلات الفائدة الصفرية والسالبة أهم أداتين تدخلت بهما المصارف المركزية في إطار السياسة النقدية غير التقليدية، بهدف تشجيع المصارف على منح الائتمان وبالتالي الدفع بعجلة الاقتصاد نحو التحرك بعد توقفها شبه التام خلال الأزمة المالية العالمية؛
7. تم استخدام أداة التوجيه المسبق التي تسعى إلى توضيح الرؤية لمختلف المتعاملين لمستقبل مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية لدعم الأدوات سالفة الذكر؛
8. تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية وضع الدول في مواجهة العديد من التحديات، أولها التضخم الكبير لميزانية المصارف المركزية، والتضخم المرتفع الذي سينتج عن الإفراط في السيولة المقدمة للاقتصاد، وهذا ما تحقق فعلاً خلال سنة 2022 في كبرى اقتصادات العالم على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، وحتى اليابان التي كانت تعرف سابقاً بمعدلات تضخم صفرية وفي بعض الأحيان سالبة؛
9. تعتبر الأدوات غير التقليدية ظرفية لأن الاستمرار في تطبيقها لمدة زمنية طويلة سيحولها نظرياً وتطبيقياً إلى أدوات تقليدية للسياسة النقدية؛
10. سعر الصرف يعتبر واحدًا من أهم الأسعار في أي اقتصاد وطني مفتوح على العالم الخارجي، كما أنه يأخذ أشكالاً عديدةً بين الإسمية والحقيقية، وله تأثيرات بالغة الأهمية على النشاط الاقتصادي؛

الخاتمة

11. هناك العديد من النظريات التي جاءت من أجل تفسير سلوك سعر الصرف، حيث تعتبر نظرية تعادل القوة الشرائية، ونظرية تعادل أسعار الفائدة أهم نظريتين تم استخدامهما في تفسير العلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف؛

12. تم تطوير عدة نماذج لقياس العلاقة بين سعر الصرف ومختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية لعل أهمها نموذج Hooper & Morton، والذي يحتوي في معادلته عدة متغيرات تفسيرية تم استخدامها في تقدير النماذج المستخدمة في دراستنا هذه؛

13. بالإضافة إلى النماذج والنظريات المختلفة في تفسير سلوك سعر الصرف وخاصة علاقته مع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ذهب بعض السياسيين والاقتصاديين على غرار ما صرح به وزير المالية البرازيلي Guido Mantega في سبتمبر 2010، بأن العلاقة بين السياسة النقدية التوسعية في صيغتها غير التقليدية وسعر الصرف هي عبارة عن حرب للعملات.

ثانياً: نتائج متعلقة بالجانب التطبيقي

تم تقدير عدة نماذج قياسية باستخدام نماذج VAR ونماذج ARDL وتفصيلها على النحو التالي:

1. النموذج الأول قمنا باختبار تأثير سعر الصرف نتيجة تطبيق اتحاد نقدي ودولة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أخذنا كعينة على ذلك سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو خلال الفترة الممتدة من شهر ماي 2009 بداية تطبيق معدلات الفائدة الصفرية في منطقة اليورو إلى غاية شهر ديسمبر 2020، وبعد التحقق من مدى استقرار السلاسل الزمنية اتضح إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل وهو ما تم اختباره من خلال منهج الحدود الذي أثبتت نتائجه عدم وجود علاقة طويلة الأجل ما دفعنا لاستخدام نماذج VAR قصد تقييم العلاقة في المدى القصير، حيث توصلنا من خلال هذا النموذج إلى أنه لا يوجد أثر لتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو كاتحاد نقدي والمملكة المتحدة على سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل اليورو.

2. تم استخدام النموذج الثاني والثالث من أجل قياس أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف بين دولتين اتبعتا السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أختارنا كعينة لهذه الحالة كلاً من سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، وذلك خلال الفترة الممتدة من شهر نوفمبر 2008 بداية أولى جولات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية شهر ديسمبر 2020، تم تقدير النموذج الثاني باستخدام نماذج ARDL حيث كانت هناك علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، فيما استخدمنا نماذج VAR لتقدير النموذج الثالث وذلك بعد التحقق من عدم وجود علاقة تربط سعر الصرف بالمتغيرات المفسرة في الأجل الطويل، وقد توصلنا من خلال النموذجين السابقين إلى أن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من طرف كلاً من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة واليابان ليس له أي تأثير على سعر صرف الجنيه الإسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي.

الخاتمة

3. تم استخدام النموذجين الرابع والخامس لقياس مدى تأثير سعر الصرف بين عملي اتحاد نقدي ودولة طبقا السياسة النقدية غير التقليدية مقابل دولتين لم تطبق تلك السياسة، حيث اعتبرناها دول متلقية لصدمة نقدية خارجية، وقد اخترنا من أجل ذلك كلاً من سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الريال البرازيلي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو، وغطت الدراسة الفترة من نوفمبر 2008 إلى غاية ديسمبر 2020 بالنسبة للنموذج الرابع، وقد تم تقدير النموذج باستخدام نماذج ARDL بعد التحقق من وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ومن ماي 2009 إلى غاية ديسمبر 2020 بالنسبة للنموذج الخامس، حيث استخدمنا نماذج VAR لتقدير النموذج وذلك بعد التحقق من عدم وجود علاقة طويلة الأجل تربط سعر الصرف بالمتغيرات المفسرة، وقد توصلنا من خلال النموذجين السابقين إلى أن السياسة النقدية التوسعية في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية تؤدي إلى انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الريال البرازيلي، وسعر صرف الليرة التركية مقابل اليورو.

ثالثاً: اختبار الفرضيات

بعد محاولتنا الاحاطة بمختلف الحالات الممكن إدراجها في الموضوع، يمكن اعادة تلخيص اختبار الفرضيات الفرعية التي انطلقت منها الدراسة الحالية، والتي تم اختبارها خلال الفصل الثالث بشكل مفصل، وذلك على النحو التالي:

1. الفرضية الفرعية الأولى: والتي كان مفادها أن سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو ينخفض نتيجة اتباع منطقة اليورو والمملكة المتحدة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ننفي صحة هذه الفرضية، ونقول بأنه لا يوجد أثر لتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو كاتحاد نقدي والمملكة المتحدة على سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل اليورو، وقد يرجع السبب في ذلك إلى كون التطبيق المتزامن لنفس أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (أداة التيسير الكمي، وأداة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة) يؤدي إلى تآكل تأثيرات هذه السياسات على متغيرات الاقتصاد الكلي خاصةً الخارجية منها، وعلى رأسها سعر الصرف.

2. الفرضية الفرعية الثانية: والتي كان مفادها أن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من طرف كل من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة واليابان ليس له أي تأثير على سعر صرف الجنيه الاسترليني والين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، نثبت صحة الفرضية الفرعية الثانية، ويمكن ارجاع السبب في ذلك إلى كون التطبيق المتزامن لنفس أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (أداة التيسير الكمي، وأداة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة) يؤدي إلى تلاشي تأثيرات هذه السياسات على متغيرات الاقتصاد الكلي خاصةً الخارجية منها.

3. الفرضية الفرعية الثالثة: التي مفادها أن السياسة النقدية التوسعية في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية تؤدي إلى انخفاض سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، وسعر

الخاتمة

صرف الليرة التركية مقابل اليورو نرفض صحتها. حيث أنه ومن خلال ترجيح الآثار المختلفة بين الأجلين القصير والطويل فإن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أدى إلى ارتفاع سعر صرف عملات الدول التي لم تطبق السياسة النقدية غير التقليدية مقابل عملات الاقتصادات التي طبقت تلك السياسة.

رابعاً: اقتراحات الدراسة

1. التطبيق الحذر لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية خاصة أداة التيسير الكمي والتي تعمل على ضخ السيولة بمبالغ ضخمة للاقتصاد، والذي قد ينجم عنه أوضاع تضخمية يصعب التحكم فيها؛
2. ضرورة توفير ظروف ملائمة لضمان فعالية أكبر لتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لاسيما عدم تطبيقها في نفس الوقت من طرف الاقتصادات الأخرى؛
3. استغلال الدول النامية تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة من أجل الحصول على التمويل من خلال ما يترتب عليها من ارتفاع حجم السيولة وانخفاض تكلفة التمويل؛

خامساً: آفاق الدراسة

من خلال ما تطرقنا إليه، فإن موضوع السياسة النقدية غير التقليدية موضوع حديث ويمكن ربط أدواتها بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، سواء على المستوى المحلي أو على المستوى العالمي، ويمكن ذكر بعض الآفاق التي نقترحها لتكون مجالاً للبحث في دراسات لاحقة، والآتي ذكرها على النحو التالي:

1. تقدير العلاقة بين سعر الصرف والسياسة النقدية غير التقليدية بمتغيرات كيفية تشمل التصريحات المختلفة المرتبطة بالسياسة النقدية بعد كل اجتماع للسلطات النقدية المختلفة؛
2. قياس العلاقة بين سعر الصرف وأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ببيانات أسبوعية أو يومية إن توفرت تلك البيانات لتعطي نتائج أكثر دقة؛
3. تقدير العلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية ومعدلات التضخم؛
4. دور السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الآثار الاقتصادية لأزمة كورونا؛
5. السياسة النقدية غير التقليدية بعد أزمة كورونا وتأثيرها على سعر صرف الدولار الأمريكي؛
6. أثر تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على معدلات البطالة؛

قائمة

المصادر

والمراجع

1. أحمد رمزي محمد عبد العال، العلاقة التبادلية بين معدلات الدولة وفعالية السياسة النقدية، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر، ط 1، 2013.
2. أحمد شفيق الشادلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، سلسلة دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 39، الامارات العربية المتحدة، 2017.
3. أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، بدون سنة النشر.
4. بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، ط 1، 2006.
5. جبوري محمد وبوزيان محمد، أنظمة أسعار الصرف -تقييم واختيار-، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
6. جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي دراسة مقارنة، دار الخلدونية، الجزائر، ط 1، 2007.
7. جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2014.
8. جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2010.
9. حسن عمر محمد وسعد الساكني، معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، ط 1، 2015.
10. خالد محمد السواعي، مبادئ الاقتصاد القياسي، دار الكتاب الثقافي، بدون بلد النشر، 2018.
11. دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011.
12. رمزي محمود، التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019.
13. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، الإسكندرية، مصر، 2004.
14. سامي السيد، النقود والبنوك والتجارة الدولية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 2018.
15. سليمان موصلي وعدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012-2013.
16. سمير خالد صافي، مقدمة في تحليل نماذج الانحدار باستخدام Eviews، مكتبة آفاق، غزة، فلسطين، 2015.
17. سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
18. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ط 1، 2010.
19. شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011.
20. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ط 1، 2005.
21. صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.

قائمة المصادر والمراجع:

22. ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، ط 1، 2013.
23. الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 2، 2012.
24. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 7، 2010.
25. عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، كتاب الكتروني من إعداد مطبوعات Kie Publications، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2018.
26. عبد الرزاق بن عمرة، السياسة النقدية من خلال الانتقال والتأثير، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2020.
27. عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
28. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية -دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية-الجزائر-، ط 2، 2005.
29. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة وحرب العملات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2016.
30. عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999.
31. علي عبد الفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة -أحداثها-أسبابها-تداعياتها-إجراءاتها، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011-2012.
32. علي عبد الوهاب نجا وآخرون، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014.
33. علي عصام الياور، أسعار صرف العملات (معالجة أزماتها من خلال التجارب الدولية)، دار الأيام، عمان، الأردن، ط 1، 2019.
34. علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، ط 1، 2012.
35. فاطمة الزهراء خبازي، إدارة السياسة الاقتصادية في ظل ترتيبات سعر الصرف المختلفة، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2019.
36. كامل بكري، الاقتصاد الدولي، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2012.
37. لجلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ط 1، 2010.
38. ماهر كنج شكري و مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2004.
39. محسن أحمد الخضير، حرب العملات: مقدمة في توازنات سعر الصرف وإطلالة لعالم جديد من الصراع التنافسي على سيادة العالم، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط 1، 2015.
40. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2014.
41. محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، ط 1، 2018.
42. محمد أحمد الأفندي، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الأمين للنشر والتوزيع، صنعاء، اليمن، 2013.
43. محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2013.

قائمة المصادر والمراجع:

44. محمود حامد محمود، الاقتصاد النقدي، دار حميثرا للنشر، القاهرة، مصر، ط 1، 2017.
45. محمود عزة اللحام وآخرون، المالية الدولية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2017.
46. مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2013.
47. وليد العايب ولحلو بوخاري، اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2013.
48. يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2015.
49. يوسف حسن يوسف، الأزمة العالمية من منظور القانون الدولي، المركز الإقليمي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، ط 1، 2011.
50. يوسف مسعداوي، دراسات في المالية الدولية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1، 2013.

المجلات والدوريات

1. بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، المجلد 2، العدد 23، نوفمبر 2003.
2. بن ذبية يمينة، أدوات السياسة النقدية في الجزائر ومقدرتها على معالجة التضخم (1996-2014)، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد 3، العدد 4، ديسمبر 2015.
3. بهلول لطيفة، الأزمة المالية العالمية: التشخيص وكيفية المعالجة على ضوء الفكر الاقتصادي الإسلامي، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة تبسة، الجزائر، المجلد 10، العدد 2، 2017.
4. بودوشن ياقوتة، أثر التخفيض التنافسي لقيم العملات (حرب العملات) على الاقتصاد العالمي مع الإشارة للأثار الناجمة عنها على اقتصاديات الدول العربية، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة الجلفة، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، 2012.
5. بورزامة جيلالي وبن عمر خالد، صراع العملات الدولية وقيادة النظام النقدي الدولي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد 4، العدد 3، 2019.
6. جبار محفوظ، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية -دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015-، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 16، 2016.
7. جعفري عمار وغالم عبد الله، حرب العملات .. الحمائية الجديدة في ظل الأزمة المالية العالمية، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة، الجزائر، المجلد 12، العدد 1، 2018.
8. حسن كريم حمزة وحسن شاكر الشمري، أسواق الأوراق المالية العربية بعد عام من الأزمة، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 3، العدد 17، 2010.
9. خليل عبد القادر وبن عروس رضوان، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية -دراسة تجارب بعض الدول-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، الجزائر، المجلد 9، العدد 1، مارس 2018.
10. درقال يمينة وبن بوزيان محمد، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سعر الصرف في ظل نموذج التعديل الزائد لدورنبوش، Revue algérienne d'économie et gestion، المجلد 10، العدد 3، 2016.
11. رجاء صادق بيجان، إدارة مخاطرة أسعار صرف العملات باستخدام عقود المشاركة بالمخاطرة، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، العراق، المجلد 1، العدد 22، 2016.

قائمة المصادر والمراجع:

12. زكرياء مسعودي وعزي خليفة، اختبار علاقة فيليبس في الاقتصاد الجزائري بتطبيق نموذج Ardl خلال الفترة (1980-2016)، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد 4، العدد 7، جوان 2019.
13. سعدون حسين فرحان وثابت خليل إبراهيم، الاستقرار النقدي وأثره في النمو الاقتصادي في عدد من الدول النامية للمدة (1990-2010)، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 4، العدد 2، 2014.
14. صاري علي، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة تبسة، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، 2018.
15. صالح مفتاح، وسائل السياسة النقدية في الرقابة على الكتلة النقدية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 14، جوان 2008.
16. صوفان العيد وبولحية الطيب، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق الاستقرار المالي (البنك الفيدرالي الأمريكي نموذجا)، مجلة أرصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، جامعة سكيكدة، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، 2018.
17. عبو عمر وقسول كمال، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد عرض تجارب دولية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة الشلف، الجزائر، المجلد 5، العدد 1، 2019.
18. عدالة لعجال وسحنون مريم، تأثير الصدمات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، صنعاء، اليمن، المجلد 11، العدد 7، 2015.
19. العشي وليد وصديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، العدد 6، جوان 2018.
20. العشي وليد وصديقي أحمد، دراسة تحليلية وقياسية لأثر تغيرات سعر الصرف على تنافسية الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2015، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد 5، العدد 2، جوان 2017.
21. العشي وليد وعبد الرحمان عبد القادر، السياسة النقدية غير التقليدية بين النظرية والتطبيق، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد 3، العدد 1، 2019.
22. فرج شعبان وآخرون، أثر سياسات التيسير الكمي على تحقيق استقرار الاقتصاد العالمي: إشارة لتجارب دولية، مجلة معارف، المجلد 15، العدد 1، جوان 2020.
23. لياز أمين، مسارات سياسة سعر الصرف في الجزائر دراسة تحليلية للنظم والنتائج بين 1964-2015، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 11، ديسمبر 2016.
24. ماجدة مدوخ، النظام النقدي الأوروبي، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، الجزائر، العدد 03، 2008.
25. مارك ستون وآخرون، أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2008.
26. محمد أحمد المتبوتي، الأزمة المالية العالمية الأسباب والنتائج، مجلة الباحث الجامعي، جامعة إب، اليمن، العدد 20، 2009.
27. محمد الأمين وليد طالب ونظيرة قلادي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، جوان 2019.
28. محمد مولود غزير وعلي صاري، حرب العملات - الأزمة القادمة - دراسات - العدد الاقتصادي - جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 07، العدد 3، سبتمبر 2016.

قائمة المصادر والمراجع:

29. محمد هاني وميلود وعيل، سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية - دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، جامعة البويرة، الجزائر، المجلد 3، العدد 4، جوان 2018.
30. مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على واقع المصارف العربية مع التركيز على حالة مصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، بغداد، العراق، العدد 24، 2010.
31. ناجي التوني، الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، ماي 2004.
32. ناصر بوجلال وكمال ديب، التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر- مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 12، العدد 1، 2019.
33. نجم الدين محمد بابكر محمد، أنظمة سعر الصرف وعلاقتها بالسياسة النقدية والمالية، مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي، العدد 85، سبتمبر 2017.
34. نور الدين مزياي، إدارة مخاطر سعر الصرف في المؤسسات الاقتصادية: الاستراتيجيات والوسائل، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة سطيف 1، الجزائر، المجلد 2، العدد 1، 2016.
35. نوفل سمايلي وفضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 44، 2015.

الملتقيات والمؤتمرات

1. جميلة الجوزي، أسباب الأزمة المالية وجذورها، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
2. حامدي محمد، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
3. زايري بلقاسم ومهدي ميلود، الأزمة المالية الدولية "نظرية للأزمة أم أزمة نظرية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
4. مايكل بوردو، المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، مداخلة في ندوة نظمت من قبل "معهد السياسات الاقتصادية" صندوق النقد العربي- بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في: 16-17 ديسمبر 2002، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، تحت عنوان نظم وسياسات سعر الصرف.

التقارير والنشرات والمطبوعات والنصوص القانونية

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، قانون رقم 17-10 مؤرخ في 11 أكتوبر سنة 2017 يتم الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 26 غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، العدد: 57، الصادر في 12 أكتوبر 2017؛
2. الأمم المتحدة، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، دراسة الحالة الاقتصادية والاجتماعية في العالم 2008: التغلب على انعدام الأمن الاقتصادي، نيويورك، 2008، متاح على الموقع: https://www.un.org/en/development/desa/policy/wess/wess_archive/2008wess_overview_ar.pdf
3. بدون مؤلف، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية، السعودية، 10 أكتوبر 2008

قائمة المصادر والمراجع:

4. بودخدخ كريم، مطبوعة محاضرات في مقياس: المالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، الجزائر، 2015-2016.
5. جيبلي عبد العلي، كارمانكو فيتالي، اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، صندوق النقد الدولي، 2003.
6. دحماني محمد ادريوش، سلسلة محاضرات في الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، 2012-2013.
7. روبا دوتاغوبوتا وآخرون، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف ومتى، وبأي سرعة؟، سلسلة قضايا اقتصادية، رقم: 38، صندوق النقد الدولي، 2006.
8. صندوق النقد العربي، تقرير آفاق الاقتصاد العربي، الإصدار الثالث عشر، أبريل 2021.
9. صندوق النقد العربي، نشرة أسعار الصرف التقاطعية 2013-2018، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، 2019.
10. عبد الرزاق فارس الفارس، الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
11. مفتاح صالح، مطبوعة المالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005-2006.
12. هارالد فينغر وآخرون، نحو آفاق جديدة: التحول الاقتصادي العربي في غمار التحول السياسي، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2014.
13. هيئة الجزيرة للأسواق المالية، حرب العملات وأثرها على الاقتصاد السعودي، تقارير الجزيرة كابيتال، 2016.

الرسائل الجامعية

1. أحمد العيش، أثر الإنفاق العام على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة «1990-2017»، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ل م د تخصص اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2019-2020.
2. إمام محمد سعد إمام، أثر السياسة النقدية على سوق النقد الأجنبي: دراسة مقارنة مع التطبيق على الاقتصاد المصري، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه فلسفة اقتصاديات التجارة الخارجية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2017.
3. براج دلال، قياس استقرار الأداء المالي للبنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م -دراسة تطبيقية لمجموعة من البنوك الإسلامية في بعض الدول العربية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017-2018.
4. بن علي فتيحة، تحليل وتقييم أدوات السياسة النقدية وأثرها على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية وقياسية للفترة (1970-2015)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ل م د تخصص اقتصاد كلي مطبق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019.
5. بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2015-2016.

قائمة المصادر والمراجع:

6. بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر: 1990م-2010م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باتنة، الجزائر، 2015-2016.
7. بوعبدالله ودان، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014-2015.
8. بولعسل شمس الدنيا، الأزمة المالية -أزمة الائتمان العقاري- وانعكاساتها على اقتصاديات بعض الدول النامية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر3، الجزائر، 2016-2017.
9. دودو نبيلة، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة سطيف1، الجزائر، 2020-2021.
10. ديش فاطيمة الزهرة، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية دراسة حالة: أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة تلمسان، الجزائر، 2017-2018.
11. رملاري عبد القادر، أثر حركة رؤوس الأموال الدولية على فعالية السياسة النقدية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة الشلف، الجزائر، 2018-2019.
12. روايح عبدالرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة بسكرة، الجزائر، 2017-2018.
13. زموري مونية، التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية دراسة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019.
14. سويح جمال، دراسة أثر تقلبات سعر الصرف على التضخم دراسة حالة الجزائر 1990-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (ل م د) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، 2018-2019.
15. صافة محمد، العوامل المؤثرة في تسارع انتقال أثر سعر الصرف إلى التضخم المحلي دراسة اقتصادية وقياسية لحالة الجزائر 1970-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التكامل الجهوي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2017-2018.
16. عبان شهرزاد، فعالية السياستين النقدية والميزانية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الثالث في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019.
17. عبد الله بن سلوى رشيدة، أثر تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة قياسية للفترة (Q1 1980-Q4 2019)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية

قائمة المصادر والمراجع:

- تخصص: اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2020-2021.
18. عز الدين نادية، أثر التيسير الكمي على استقرار النظام المالي -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه (ل م د) في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2020-2019.
19. العشي وليد، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أدرار، الجزائر، 2018.
20. عيشاوي علي، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال الأجنبية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2018-2017.
21. مساعدي جمال، أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1996-2016)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (ل م د) في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية وتنمية مستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، الجزائر، 2019-2018.
22. موساوي وردة، أثر انحرافات سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني على الأداء الاقتصادي الكلي (باستعمال أدوات التحليل الكمي)- حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد والمالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2019-2018.
23. نزالي سامية، أثر أنظمة الصرف الأجنبي على فعالية السياسة النقدية في ظل العوامة -دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2017-2016.
24. نشيدة فريحة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي الداخلي 1970-2013 -حالة الجزائر- أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2017-2016.
25. وليد طالب محمد الأمين، دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016-2015.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

Livres/ Books

1. Antoine Fain, **les systèmes du taux de change**, Réseau Financiat, fédération Wallonie, Bruxelles, Belgique, 2012.
2. Constantin Zopounidis & al, **Recent advances and application in alternative investments**, IGI Global, USA, 2020.
3. David Henaux, **les mouvements internationaux des capitaux**, educagri éditions, France, 2009.

4. Dennis Appleyard, Alfred Field, **International Economics**, Eighth Edition, McGraw-Hill Education, New York, U S A, 2014.
5. Dimitrios Asteriou & Stephen G. Hall, **Applied Econometrics**, 4th Edition, Macmillan Education, London, U K, 2021.
6. Emmanuel Farhi & al, **Reforming the International Monetary System**, Centre for Economic Policy Research, London, U K, 2011.
7. Emmanuel Nyahoho, **Finances internationales: théorie, politique et pratique**, 2^{ème} édition, Presses de l'Université du Québec, 2002.
8. Farrokh K. Langdana, **Macroeconomic Policy Demystifying Monetary and Fiscal Policy**, 3rd edition, Springer International Publishing, Switzerland, 2016.
9. Frederic S. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England, 2007.
10. Frieden Jeffrey, **Currency politics**, Princeton University Press, United Kingdom, 2015.
11. Giovanni Piersanti, **The Macroeconomic Theory of Exchange Rate Crises**, Oxford University Press, United Kingdom, 2012.
12. Hisayuki Mitsuo, **New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries**, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2007.
13. Holger Markmann, **Covered Bonds under Unconventional Monetary Policy**, Essay in real Estate Research, Band 14, Springer Gabler, Germany, 2018.
14. Imad A. Moosa & Razzaque H. Bhatti, **The theory and empirics of exchange rates**, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, 2010.
15. James Gerber, **International Economics**, Seventh edition, Pearson Education Limited, United States, 2017.
16. John Maynard Keynes, **A Tract on Monetary Reform**, Series: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume 4, Cambridge University Press, 2012
17. John N. Kallianiotis, **International Financial Transactions and Exchange Rates**, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2013.
18. Jouini, A. **Régime de change et croissance économique: Théories et essai de validation empirique**, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis, Membre de l'IFGT (Unité de recherche), (.n.d.).
19. Keith Bain & Peter Howells, **Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis**, Palgrave Macmillan, Salisbury, England, 2003.
20. Kjell Hausken & Mthuli Ncube, **Quantitative easing and its impact in the US, Japan, The UK and Europe**, Springer Briefs in Economics, New York, 2013.
21. Laurence S. Copeland, **Exchange Rates and International Finance**, Sixth Edition, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2014.

22. Lucio Sarno & al, **Handbook of exchange rates**, John Wiley & Sons, Inc, U S A, 2012.
23. Michael Melvin & Stefan Norrbin, **International money and finance**, 8th ed, Elsevier Inc, Oxford, UK. 2012.
24. Michel Aglietta, **Macroéconomie financière Crises financières et régulation monétaire**, 4eme édition, la découverte, paris, 2005.
25. Nelson C. Mark, **International Macroeconomics and Finance: Theory and Empirical Methods**, Forthcoming, Blackwell Publishers, December 2000.
26. Régis Bourbonnais, **Econométrie**, 10ème édition, Dunod, Paris, France, 2018.
27. Renée Veysseyre, **Aide-mémoire Statistique et Probabilités pour l'ingénieur**, DUNOD, 3^e édition, Paris, 2014.
28. Richard C. Marston, **Rate Policy Reconsidered**, Martin Feldstein, ed, International Economic Cooperation, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, U S A, 1988.
29. Robert J. Carbaugh, **International Economics**, Seventeenth Edition, Cengage, Boston, USA, 2019.
30. Roy E. Bailey, **The Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press, UK, 2005.
31. Sophie Brana & al, **économie monétaire et financière**, DUNOD, Belgique, 2012.
32. Triffin Robert, **Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility**, Yale University Press, U S A, 1960.
33. Ulrich Bindseil, **Monetary Policy Operations And The Financial System**, OXFORD UNIVERSITY PRESS, United Kingdom, 2014.
34. William J. Baumol & al, **Macroeconomics: principles and policy**, fourteenth edition, Cengage Learning, Boston, USA, 2020.
35. Without author, **Balance of Payments and International Investment Position Manual**, 6th Ed, International Monetary Fund, Washington .D.C, USA, 2009.

Périodiques/Periodicals

1. Ali Ashraf & al, **Monetary Policy Responses to the 2008 Financial Crisis: Quantitative Easing Evidence in the United Kingdom**, Journal of Economic Cooperation and Development, Volume 39, Number 4, 2018.
2. Andrew Filardo & Boris Hofmann, **Forward guidance at the zero lower bound**, BIS Quarterly Review, March 2014.
3. Bela Balassa, **The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal**, Journal of Political Economy, Volume 72, Number 6, Dec., 1964.
4. Ben S. Bernanke, **Opening Remarks: Monetary Policy Since the Onset of the Crisis**, Published in The Changing Policy Landscape: Economic Policy Symposium, Jackson Hole, August 30-Sept 1, 2012. https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/Bernanke_final.pdf.
5. Biagio Bossonet, **Unconventional monetary policy revisited**, Group of Lecce and Centre d'Études pour le Financement de Développement Local, 2013

6. Bowdler Christopher & Amar Radia, **Unconventional monetary policy : the assessment**, Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, Volume 28, Number 4, 2012.
7. Christopher A. Sims, **Macroeconomics and Reality**, *Econometrica*, Volume 48, N° 1, Jan 1980.
8. David A. Dickey and Wayne A. Fuller, **Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root**, *Econometrica*, Vol. 49, No. 4 (Jul., 1981).
9. Derya Yilmaz & al, **The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical Approach**, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Volume 8, Number 2, April 2017.
10. Fernando Barran et al, **transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application a cinq pays de l'OCDE**, CEPII, N°3, juin 1994.
11. Frederic S. Mishkin, **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, University of Chicago Press, January 2003, accessible at: <http://www.nber.org/books/feld03-1>.
12. Goh Soo Khoon, **Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia**, Published in: CenPRIS Working Paper Series, Volume 9, Number 109, August 2009, p p2-3. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18094/>
13. Hooper Peter & Morton John, **Fluctuations in the dollar: A model of nominal and real exchange rate determination**, *Journal of International Money and Finance*, 1, 1982.
14. Jacob A. Frenkel, **A Monetary Approach to The Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence**, *The Scandinavian Journal of Economics*, Volume 78, Number 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, Jun 1976
15. Jeffrey A. Frankel, **On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials**, *The American Economic Review*, Volume 69, Number 4, Sep 1979.
16. Jeffrey Alexander Frankel & Andrew Kenan Rose, **Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators**, *Journal of International Economics*, Elsevier, Volume 41, (3-4), 1996.
17. Joscha Beckmann, & al, **The dollar–euro exchange rate and monetary fundamentals**, *Empirical Economics*, *Journal of the Institute for Advanced Studies*, Vienna, Austria, Volume 54, 2018.
18. Klaus-Jurgen Gern & al, **Quantitative easing in the euro area: transmission channels and risks**, *Intereconomics*, Leibniz Information Centre for Economics, Volume 50, Number 4, 2015
19. Lars O. Svensson, **Forward Guidance**, RBNZ and IJCB conference “Reflections on 25 Years of Inflation Targeting”, held in Wellington, New Zealand, December 1–2 2014, *International Journal of Central Banking*, Volume 11, Number S1, 2015.
20. Laurent Clerc, **les mesures non conventionnelles de politique monétaire**, banque de France, Revue: FOCUS, N°4, 23 Avril 2009.
21. M. Hashem Pesaran, & al, **Bounds testing approaches to the analysis of level relationships**, *Journal of Applied Econometrics*, Volume 16, Number 3, 2001.

- 22.M. POLASEK & V. BARATTIERI, **U.S. Gold Policy and the Gold Exchange Standard**, Economic Record, Volume 45, Number 1, 1969.
- 23.Marc Lavoie & Brett Fiebiger, **Unconventional monetary policies, with a focus on quantitative easing**, European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, Volume 15, Number 2, 2018, published online: June 2018; doi: 10.4337/ejeep.2018.0037.
- 24.Matthew Pritsker, **Informational Easing: Improving Credit Conditions through the Release of Information**, FRBNY Economic Policy Review, August 2010.
- 25.Michael D.Bordo & Finn E.Kydland, **The gold standard as a rule: An essay in exploration**, Explorations in Economic History, Volume 32, Number 4, 1995.
- 26.Michael Mussa, **The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating**, The Scandinavian Journal of Economics, Volume 78, Number 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, Jun 1976.
- 27.Monica-Ionelia Mărgărit, **Considerations regarding the unconventional monetary policies and their effects on the economy**, International Journal of Economics & Strategic Management of Business Process (ESMB), Volume 16, 2019.
- 28.Naima Ghennam, **The impact of quantitative easing mechanism on macroeconomic indicators in Algeria**, Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies, university of Oum El Bouaghi, Algeria, Volume 6, Number 2, September 2019.
- 29.Osman Sayid Hassan Musse & Abdelghani Echchabi, **Dollarization in East Africa: Causes, Consequences, and Future Forecasts**, Binus Business Review, Volume 8, Number 1, May 2017, <http://dx.doi.org/10.21512/bbr.v8i1.1759>
- 30.Paul A. Samuelson, **Theoretical Notes on Trade Problems**, The Review of Economics and Statistics, Volume 46, Number 2, May, 1964.
- 31.Paul R. Krugman & al, **it's back, Japan's Slump and the return on liquidity Trap**, Brookings Papers on Economic Activity, Volume 1998, Number 2, 1998, <http://www.jstor.org/stable/2534694>.
- 32.Peter C. B. Phillips and Pierre Perron, Testing for a Unit Root in Time Series Regression, Biometrika, Vol. 75, No. 2 (Jun., 1988).
- 33.Robert F. Engle and C. W. J. Granger, Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing, Econometrica, Vol. 55, No. 2, Mar 1987.
- 34.Ronald I. McKinnon, **Optimum Currency Areas**, The American Economic Review, Volume 53, Number 4, Sep 1963.
- 35.Rudiger Dornbusch, **Expectations and Exchange Rate Dynamics**, Journal of Political Economy, Volume 84, Number 6, 1976.
- 36.Sam Ouliaris & all, Quantitative Macroeconomic Modeling with Structural Vector Autoregressions An Eviews Implementation, 2018, <https://www.eviews.com/StructVAR/structvar.html>.

37. Samuel Knafo, **The Gold Standard and The origins of The modern International Monetary System**, Review of International Political Economy, Volume 13, Number 1, 2006, <http://dx.doi.org/10.1080/09692290500396693>.
38. Søren Johansen & Katarina Juselius, **Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration -with Applications to the Demand for Money**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 52; Iss. 2, 1990.
39. Søren Johansen, **Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models**, Econometrica, Vol. 59, No. 6 (Nov., 1991).
40. Stephanos Papadamou & al, **Unconventional monetary policy effects on output and inflation: A meta-analysis**, International Review of Financial Analysis, 61, 2019.
41. William N. Butos, **The Bernanke Fed and "Credit Easing" Policies 2008–2014**, The Journal of Private Enterprise, Volume 30, Number 4, 2015.

Rapports & Publications

1. Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, **Asset Fire Sales and Credit Easing**, NBER, Working Paper N° 15652, 2010.
2. Anthony A. Defusco & Andrew Paciorek, **The Interest Rate Elasticity of Mortgage Demand: Evidence From Bunching at the Conforming Loan Limit**, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2014.
3. Arvind Krishnamurthy & Annette Vissing, **The Effects of Quantitative Easing on Interest Rate: channels and Implications for Policy**, NBER WORKING PAPER SERIES, N° 17555, 2011.
4. Atish R. Ghosh & al, **Exchange Rate Regimes (Choices and Consequences)**, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, Massachusetts, London, England 2002.
5. Banque de France, **la crise financière, documents et débats**, N°2, Paris, février 2009.
6. David Gruen & al, **The Lags Of Monetary Policy**, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 9702, 1997.
7. Ettore Dorrucci and Julie McKay, **The international monetary system after the financial crisis**, European Central Bank, occasional paper series N° 123, February 2011.
8. Fahrettin Yagci, **Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries**, The World Bank, Africa Region Working Paper Series N°16, April 2001.
9. Frederic S. Mishkin, **Les Canaux de Transmission Monétaire: Leçon Pour la Politique Monétaire**, Bulletin de la Banque de France, N° 27, Mars 1996.
10. Frederic S. Mishkin, **The channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy**, NBER Working Paper Series 5464, February 1996.
11. Hervé Hannoun, **Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth**, Bank of International Settlement, 2015, <http://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf>.

12. Hiroshi Ugai, **Transmission Channels and Welfare Implications of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy in Japan**, Doctor Course (16GD503), Graduate School of Humanities and Social Sciences, Saitama University, January 2017.
13. International Monetary Fund, **Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions**, 2019.
14. Jakub Janus, **The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy**, Institute of Economic Research Working Papers N° 57/2015, 2015.
15. Jan Przystupa, **The Exchange Rate In The Monetary Transmission Mechanism**, Bureau of Macroeconomic Research, National Bank of Poland, WP, 2002.
16. Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regimes is Right for All Countries or All Times**, NBER Working Paper, N° 7338, September 1999.
17. Jerome Stein, **The Fundamental Determinants of the Real Exchange Rate of the U.S. Dollar Relative to Other G-7 Currencies**, IMF WORKING PAPER, N° 95/81, July 1995.
18. Jeromin Zettelmeyer, **The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence of Three Small Open Economy**, IMF working Paper, WP N° 432, 2000.
19. John Williamson, **Designing a middle way between fixed and flexible, exchange rates**, Paper presented to a conference on "Monetary and Exchange Rate Policies: Options for Egypt", Egyptian Center for Economic Studies, Cairo, Egypt, November 19-20, 2000.
20. Kazuo Ueda, **the Effectiveness of Non-traditional Monetary Policy Measures: The Case of Bank of Japan**, CARF working Paper, 2011, <https://ideas.repec.org/p/cfi/fseries/cf252.html>.
21. Kenen, Peter, **The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View**, Monetary problems of the international economy, Univ. of Chicago Press, ISBN 0-226-55065-6. , Chicago, 1969.
22. l'éco on bref, **Les politiques monétaires non conventionnelles**, Banque de France, Janvier 2019, <https://abc-economie.banque-france.fr>.
23. Marco Del Negro & al, **The Forward Guidance Puzzle**, Federal Reserve Bank of New York, staff report No.574, 2015.
24. Michael Woodford, **Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks**, Prepared for the conference "Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges" Sveriges Riksbank, N° SES-0820438, 2013.
25. Nouriel Roubini, **Factors to be Considered in Assessing a Country's Readiness for Dollarization**, Stern School of Business, New York University, November 2011, <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/dollarization.pdf>
26. Raymond F. Mikesell, **The Bretton Woods Debates: A Memoir**, Essays In International Finance, N° 192, March 1994.
27. Richard.G Anderson, **The First U.S. Quantitative Easing: The 1930s**, Economic synopses, federal reserve basic of Santo Louis, N°17, 30 June 2010.

- 28.S. Pelin Berkmen, **Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?**, IMF Working Paper, WP N°: 12-2, 2012.
- 29.Sharon Kozicki et Lena Suchanek, **l'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle: L'achat d'actifs par les banques centrales**, revue de la banque du canada, printemps 2011.

Theses

1. Kouamé Désiré Kanga, **Essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro**, université d'Orléans, France, 2017.
2. Von Benjamin Schmidt, **Unconventional Monetary Policy –Theoretical Foundations, Transmission Mechanisms and Policy Implications**, thesis that is provided in the requirement of a PHD, hohennheim university, Germany, marsh 2018.

ثالثا: مواقع الأنترنت:

1. <https://www.bank-of-algeria.dz/point-de-situation-sur-le-financement-non-conventionnel/> (Consulted: 09/07/2020).
2. www.forum.scpo.com/economie/canaux-transmission-politique-monetaire.htm (Consulté le: 09/05/2020).
3. Federal Reserve Bank of St. Louis, accessible at the Link: <https://fred.stlouisfed.org> (Consulted: 09/09/2021).
4. World Bank Database, **World Development Indicators**, on-line: <https://data.worldbank.org/country/united-states?view=chart>
5. Arabic trader on line: <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/87295/> Consulted: 10-09-2021.
6. Arabic trader, on line: <https://www.arabictrader.com/ar/news/central-banks/119537> Consulted: 10-09-2021.
7. European Central Bank, **Key ECB interest rates**, on line: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html Consulted: 10-09-2021.
8. Federal Reserve Bank of St. Louis, on-line: <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETSW>
9. Federal Reserve Bank of St. Louis, on-line: <https://fred.stlouisfed.org/series/CPALTT01FRM659N>
10. Federal Reserve Bank of St. Louis, on line: <https://fred.stlouisfed.org/series/NGDPRXDCFRA#>
11. World Bank, **World Development Indicators**, accessible at the link: <https://data.worldbank.org>
12. Federal Reserve Bank of St. Louis, accessible at the link: <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>
13. <https://sa.investing.com/economic-calendar/trade-balance-284>. 2021-09-03 تم الاطلاع عليه بتاريخ:
14. Federal Reserve Bank of St. Louis, accessible at the link: <https://fred.stlouisfed.org/series/CCEUSP01GBM651N>

قائمة المصادر والمراجع:

15. Bank for International Settlements, on line:
<https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6%7C381%7C677>
16. U.S. Embassy and Consulate in the Netherlands, <https://nl.usembassy.gov/our-relationship/marshall-plan-1947-2017/> consultée le: 18-02-2021.
17. أسماء الميرغني، محاضرة موجودة على اليوتيوب تحت عنوان: الدرس 28: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL عبر برنامج إيفيوز 11- النموذج الأول، يمكن مشاهدتها عبر الرابط:
<https://www.youtube.com/watch?v=IkIIAtcjb9k&list=PLZAUcbDZNztgfzut7GaaU-ZyKS3Mg-NEw&index=28> تاريخ الاطلاع: 23-06-2022،
18. محمد ترغو، الدرس #27 || اختبار جارك-بيرا (Jarque-Bera) test لاختبار التوزيع الطبيعي، قناة على اليوتيوب باسم Dr Mohamed TERGOU، الدرس متاح على الرابط: <https://youtu.be/tBkWLlledrFs>، تاريخ المشاهدة: 07-03-2022.
19. بيان السياسة النقدية الصادر عن بنك اليابان -شهر جويلية 2021-، متاح على الرابط:
<https://www.arabictrader.com/ar/news/central-banks/117351>
20. محمد جلال، حرب العملات ... وصراع البقاء، متاح على الرابط:
<https://alphabeta.argaam.com/article/detail/24380> نشر بتاريخ: 18-12-2010، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 05-09-2021.
21. موقع أرقام، أكبر الدول المصدرة للسلع والخدمات في العالم، متاح على الرابط:
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1424182> تم الاطلاع عليه بتاريخ: 02-09-2021.
22. اسكندر الديك، ألمانيا الأولى عالمياً في الفائض التجاري، جريدة الحياة، متاح على الرابط:
<https://www.imlebanon.org/2015/03/26/germany-first-in-the-world-in-trade-surplus> نشر بتاريخ: 26-03-2015، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 05-09-2021.
23. محمد يونس الشرايبي، حرب العملات والسيطرة على الاقتصاد العالمي، متاح على الرابط:
<https://www.noonpost.com/content/39738>، نشر بتاريخ: 07-02-2021، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 02-09-2021.
24. طارق ليساوي، صراع العملات بين الصين وأمريكا خاصة والبلدان الصاعدة عموماً هو أخطر القضايا التي ينبغي الحسم فيها، متاح على الرابط: <https://www.raiayoum.com/صراع-العملات-بين-الصين-وأمریکا-خاصة-وا/> تم الاطلاع عليه بتاريخ: 04-09-2021.
25. أوقات ومواعيد عمل سوق الفوركس، متاحة على الرابط: <https://arincen.com/forex-text-academy/10/25> consulted: 18-02-2021

الهدف من هذه الدراسة هو تقييم أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في سعر الصرف، تلك السياسة التي اتبعتها العديد من المصارف المركزية عبر العالم خاصة في الدول المتقدمة منها، يأتي على رأسها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، المصرف المركزي الأوروبي، مصرف إنجلترا ومصرف اليابان، وذلك عقب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، والتي أظهرت قصور السياسة النقدية التقليدية في احتواء الأزمة، خاصة في ظل وصول معدلات الفائدة إلى أدنى مستوياتها ووقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة، حيث أتبعنا أدوات جديدة تضمنت تسهيلات كمية وائتمانية، وتخفيضات في معدلات الفائدة وصلت إلى حدود الصفر وفي بعض المصارف المركزية وصلت إلى معدلات سالبة. وقصد تحقيق هدف الدراسة قمنا بتقدير خمسة نماذج، الأول لتقييم أثر السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولة مقابل عملة اتحاد نقدي كلاهما اتباعا سياسة نقدية غير تقليدية، والنموذجين الثاني والثالث لتقدير أثر السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولة مقابل عملة دولة أخرى كلاهما طبق السياسة النقدية غير التقليدية، فيما تم تخصيص النموذجين الرابع والخامس لدراسة أثر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف عملة دولة لم تطبق السياسة النقدية غير التقليدية مقابل عملة دولة واتحاد نقدي طبقا تلك السياسة. وقد تم استخدام بيانات شهرية، حيث غطت الدراسة الفترة الممتدة من شهر ماي 2009 إلى غاية شهر ديسمبر 2020 وذلك بالنسبة للنموذجين الأول والخامس، بينما امتدت فترة الدراسة من نوفمبر 2008 إلى غاية ديسمبر 2020 بالنسبة للنماذج الأخرى، وباستخدام كلاً من نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR، ونماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج لعل أهمها، عدم وجود علاقة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف بالنسبة للنماذج الثلاث الأولى، فيما أدى تطبيقها إلى تحسن سعر صرف عملة الدول غير المطبقة لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية مقابل عملات الدول وعملة اتحاد نقدي طبقا تلك السياسة.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية غير التقليدية، التيسير الكمي، التيسير الائتماني، معدلات الفائدة الصفرية، سعر الصرف.

Abstract

This study aims to evaluate the impact of the application of unconventional monetary policy on the exchange rate. Following the 2008 financial crisis, numerous central banks globally, particularly in developed nations like the US Federal Reserve (FED), the European Central Bank (ECB), the Bank of England (BOE), and the Bank of Japan (BOJ), have adopted this policy. The traditional monetary policy approach proved inadequate in addressing the crisis, particularly due to interest rates reaching historically low levels and the economy being trapped in a liquidity crisis. New tools were implemented, including quantitative easing and credit easing, as well as reductions in interest rates that reached their lower limits, even turning negative in certain central banks.

In order to achieve the goal of the study, we estimated five models. The first to assess the impact of unconventional monetary policy on the exchange rate of a country's currency against the currency of a monetary union were those nations that adopted unconventional monetary policies themselves. The second and third models to assess the impact of unconventional monetary policy on the exchange rate of a country's currency against the currency of another country. Both of these models implemented unconventional monetary policies themselves. The fourth and fifth models were devoted to studying the impact of the application of unconventional monetary policy on the exchange rate. Comparing the currency of a country that didn't implement unconventional monetary measures with the currency of a country and a monetary union that did adopt such measures. The study utilized monthly data and examined two different periods for the first and fifth models, spanning from May 2009 to December 2020. The other models, on the other hand, encompassed a wider timeframe from November 2008 to December 2020. The study employed both VAR (Vector Autoregression) and ARDL (Autoregressive Distributed Lag) models, which yielded a set of results. One of the most significant findings was the lack of a relationship between unconventional monetary policy tools and the exchange rate in the first three models. However, when these tools were implemented, there was an observed enhancement in the exchange rate of the currency of countries that did not employ unconventional monetary policy tools, in comparison to the currencies of countries and the currency of a monetary union that did adopt such policies.

Keywords: unconventional monetary policy, quantitative easing, credit easing, zero interest rates, exchange rate.

Sommaire

L'objectif de cette étude est d'évaluer l'impact de l'application de la politique monétaire non conventionnelle sur le taux de change, une politique que de nombreuses banques centrales à travers le monde ont suivie, en particulier dans les pays développés, en particulier la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, après la crise La crise financière mondiale de 2008, qui a montré l'insuffisance de la politique monétaire traditionnelle pour contenir la crise, surtout compte tenu du fait que les taux d'intérêt avaient atteint leurs niveaux les plus bas et que l'économie était tombée dans une trappe à liquidités, Central a atteint des taux négatifs.

Afin d'atteindre l'objectif de l'étude, nous avons estimé cinq modèles, le premier pour évaluer l'impact d'une politique monétaire non conventionnelle sur le taux de change de la monnaie d'un pays par rapport à la monnaie d'une union monétaire, qui ont tous deux suivi une politique monétaire non conventionnelle, et les deuxième et troisième modèles pour évaluer l'impact d'une politique monétaire non conventionnelle sur le taux de change de la monnaie d'un pays par rapport à la monnaie d'un autre pays. Les deux appliquaient la politique monétaire non conventionnelle, tandis que les quatrième et cinquième modèles étaient consacrés à l'étude de l'impact de la application d'une politique monétaire non conventionnelle sur le taux de change de la monnaie d'un pays qui n'a pas appliqué la politique monétaire non conventionnelle contre la monnaie d'un pays et d'une union monétaire conformément à cette politique. Des données mensuelles ont été utilisées, car l'étude couvrait la période de mai 2009 à décembre 2020 pour les premier et cinquième modèles, tandis que la période d'étude s'étendait de novembre 2008 à décembre 2020 pour les autres modèles, en utilisant à la fois des modèles VAR, et des modèles autorégressifs pour les modèles distribués. décalages temporels ARDL, l'étude a abouti à un ensemble de résultats, dont le plus important est peut-être l'absence de relation entre les outils de politique monétaire non conventionnels et le taux de change pour les trois premiers modèles, alors que leur application a conduit à une amélioration du taux de change de la monnaie des outils de politique monétaire non traditionnels par rapport aux monnaies des pays et à la monnaie d'une union monétaire conformément à cette politique.

Mots clés: politique monétaire non conventionnelle, assouplissement quantitatif, assouplissement du crédit, taux d'intérêt zéro, taux de change.