اثر التباطؤات الزمنية لقنوات انتقال السياسة النقدية على اجمالي الاستثمار في كوريا الجنوبية للمدة ٢٠٠٥- ٢٠٢٠

The Impact of Time Lags Of Monetary Policy Transmission Channels On Aggregate Investment In South Korea for the period 2005-2020

أ.د.هاشم مرزوك الشمري

hashim.m@uokerbala.edu.iq

جامعة كربلاء كلية الادارة والاقتصاد

أ. م.د. هدى زوير مخلف

Dr.huda.miklif@uokerbala.edu.iq

جامعة كربلاء كلية الادارة والاقتصاد

م.م. علي عايد ناصر العنزي(*)

Ali.ayed@uokerbala.edu.iq

جامعة كربلاء كلية الادارة والاقتصاد

(*) بحث مستل من أطروحة الدكتوراه للباحث الثالث.

المستخلص

تعتبر ظاهرة التباطؤات الزمني من العقبات التي تواجه السياسة النقدية والتي قد تطول أو تقصر حسب الظروف الاقتصادية للدولة و تشتمل على جانبين: الجانب الأول يتعلق بالتوقيت المناسب الذي فيه يتم اتخاذ الإجراءات اللازمة لتعديل مسار النشاط الاقتصادي، و الجانب الآخر هو الوقت المستغرق لإظهار التأثير الكلي لهذه الإجراءات في متغيرات الاقتصاد الكلي والتي من بينها دالة اجمالي الاستثمار. وقد تناول البحث قياس اثر التباطؤ الزمني لقنوات السياسة النقدية على اجمالي الاستثمار في كوريا الجنوبية للمدة (٢٠٠٥-٢٠٢٠) لبيانات ربع سنوية باستخدام انموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة وقد أظهرت نتاج التقدير ان هنالك تأثير كبير للارتداد الزمني لقنوات السياسة النقدية في دالة اجمالي الاستثمار.

Abstract

The phenomenon of time lags is considered to be one of the obstacles that encounters monetary policy which may be long or short according to the economic circumstances of the countries. It contains two aspects: the one which is related to the appropriate timing where right procedures are taken place for the modifications of the track economic achievement. The other aspect is the time required for the manifestation of these procedures in the macroeconomic variables including the function of aggregate investment. The research dealt with measuring the effect of the time lags of monetary policy channels on aggregate investment in south Korea for the period (2005-2020) for quarterly data using the auto-regressive distributed lag. A significant effect of the time regression of the monetary policy channels on the aggregate investment function، the results of the estimation showed that there is a significant effect of the time regression of the monetary policy channels on the aggregate investment function.

المقدمة

تُعد السياسة النقدية للبنوك المركزية احد الأركان الرئيسية للسياسة الاقتصادية والتي تأخذ على عاتقها مهام اصدار وتنظيم عرض العملة الوطنية والسيطرة على مناسيبها في اطار التعامل مع إشارات مهمة تختلف من دولة الى أخرى كاشارة سعر الفائدة واشارة سعر الصرف، اذ تقوم السياسة النقدية بتوجيه تلك الإشارات بالشكل الذي يحقق استقرار المستوى العام للأسعار بالدرجة الأساس و الحد الأقصى للتشغيل. ويتضمن الاعتماد على السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي على ثلاثة افتراضات رئيسية الأول ان تكون سريعة في ادراك الحاجة لتغير موقفها وتشخيص تلك الحاجة بشكل دقيق، والثاني ان تكون الإجراءات النقدية المتخذه فعالة في التأثير على سلوك ومسار النشاط الاقتصادي، واخيراً يكون تأثيرها في الاقتصاد ساري المفعول بعد مرور فاصل زمني قصير نسبياً. وتلك الافتراضات تتطلب ادراكاً و تقديراً دقيقاً للعلاقة الديناميكية بين أدوات السياسة النقدية والاهداف النهائية للسياسة، لكن التحليل الشامل لهذه العلاقة بين الأدوات والاهداف مسألة ليست سهلة، بسبب تعدد القنوات التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي. يسعى البحث لاختبار الافتراض الأول لتحديد ما اذا كان موقف السياسة النقدية يتكيف بطريقة يمكن التنبؤ بها بحالة الأوضاع الاقتصادية، و مدى التباطؤات الزمنية الداخلية التي ينطوي عليها هذا التكيف،اما قياس التباطؤات الزمنية الخارجية للسياسة النقدية يختلف عن التباطؤات الزمنية الداخلية الذي يُقياس بمؤشرات السياسة و التي ترتبط بالبنك المركزي، اذ ان التباطؤات الخارجية لها ابعاد أكبر لان عملية قياسها تتعلق بالمتغيرات التي لها تأثير موثوق او فعّال في الاقتصاد. وبالتالي فإن دراسة هذه التباطؤات تتزامن

مع مسألة فعالية السياسة النقدية والتي تُقيم من خلال هيكل النظام المالي الذي يحدد فيما اذا كان للسياسة النقدية ان تمارس تأثيراً على النشاط الاقتصادي يمكن التنبوء به، اذ كلما توفرت إمكانية احلال الودائع المصرفية محل الودائع غير المصرفية، وارتفاع حجم الأصول السائلة تكون السياسة النقدية اكثر فاعلية في التأثير على الاقتصاد . اما الافتراض الثاني فهو حاسم و يمثل شرط مسبق لاي سياسة نقدية فعالة.في حين يمثل الافتراض الثالث محور البحث الذي يبدأ بالفاصلة الزمنية بين بداية نشوء مشكلة ما في الاقتصاد ولغاية ادراك وجودها بشكل فعلي والتي قد تستغرق ثلاثة اشهر او اكثر لعدم توفر بيانات حقيقية تعكس واقع الاقتصاد فضلاً عن ذلك فان البيانات الاقتصادية الرسمية تصدر فصلياً أي كل ثلاثة اشهر وعادة ماتكون بيانات أولية يتم تحديثا في الفصل اللاحق. وحتى الاجراء الذي تتخذه السلطة النقدية يتضمن تأخير، فعملية الدخول الى السوق المفتوحة هنالك فاصلة زمنية مابين شراء الأوراق المالية او بيعها والتي تؤدي الى انخفاض او رتفاع أسعار الفائدة ومن ثم ارتفاع حجم الاستثمار او انخفاضه بحسب عملية الشراء او البيع . ولذلك فان مدد التباطؤ التي تحدث قبل ان يتغير الطلب الكلي بشكل فعلي تبدأ بتباطؤ التشخيص، مروراً بتباطؤ التنفيذ لتصل الى تباطؤ ظهور الأثر الفعلي.و قد لايقف الاجراء المتخذ عند حدود زمنية معينة واذا ما تغيرت حالة الاقتصاد فقد يشكل ذلك الاجراء تحد اخر للسياسة النقدية عندما تؤدي دورها في النظام الاقتصادي، اذ تؤدي هذه المشكلة الى هوامش خطأ واسعة النطاق الى حدما في تقدير التأثير الديناميكي للسياسة النقدية في حجم الطلب الكلي . وهذا يعني ان تقدير تأخر السياسة النقدية لايخلو من الصعوبات، لان أسعار الفائدة الحقيقية قصير الاجل على سبيل المثال والتي تُعد اهم قنوات انتقال السياسة النقدية عادة ما تتغير بشكل تدريجي، بحيث يرتبط سعر الفائدة الحقيقي الحالي ارتباطاً وثيقاً بسعر

الفائدة الحقيقي في الماضي القريب، ومن الصعب فصل تأثيرات سعر الفائدة الحقيقي الحالي في الطلب الكلي عن الاثار المتأخرة للسعر الحقيقي في الفترات السابقة، وكذلك الحال بالنسبة للقنوات الاخرى.

اهمية البحث:

طالما ان العديد من الظواهر الاقتصادية يتم تحليلها على افتراض انها ذات طبيعة ساكنة، لا يشكل فيها الزمن عنصراً اساسياً في تفسير المسار او السلوك الاقتصادي لتلك الظواهر. وقد يكون هذا الافتراض صحيحا في تحليل بعض الظواهر الا انه ليس من الضروري ان يكون مناسباً لتحليل كافة الظواهر الاقتصادية. ولذلك جاء البحث لتأكيد اعتماد عامل الزمن في تفسير الظواهر الاقتصادية وتحديدا العلاقة بين قنوات انتقال السياسة النقدية وانعكاساتها على اجمالي الاستثمار. اذ ان تضمين العنصر الزمني في هذه العلاقة من خلال استخدام المتغيرات المتباطئة زمنيا يُسّهل معرفة مدى سرعة ودرجة تأثير التغيرات في قرارات السلطة النقدية على الاستثمار. لان من غير المقبول ان تكون التغيرات التي تطرأ في احد قنوات السياسة النقدية ينجم عنها انعكاسات مباشرة وسريعة على الاستثمار

هدف البحث:

يسعى البحث لتحقيق الأهداف التالية:

١ - معرفة طول الفترة الزمنية لتأثيرات قنوات السياسة وكيفية يتوزع حجم هذه التأثيرات على اجمالي الاستثمار عبر الفترات الزمنية المتتالية لكي يكون النموذج الاقتصادي ديناميكياً.

٢ - تحليل بيانات الفترات الزمنية في الماضي وتطبيق نتائجها على المستقبل باستخدام نموذج قياسي مناسب للتنبوء بسلوك الظواهر الاقتصادية .

٣ – تقييم الكفاءة التنبؤية بعد قياسها من خلال استخدام افضل المعايير الشائعة في قياس الكفاءة التنبؤية للتحقق من دقة التنبؤات بالشكل الذي يساعد في رفض او اعتماد نتائج التقدير في عملية رسم السياسات لتحقيق الأهداف المخططة لها.

مشكلة البحث:

تتمحور مشكلة البحث في التساؤل الجوهري الاتي:

هل أن وجود التباطؤات الزمنية في انتقال اثر السياسة النقدية إلى الاستثمار يحد من كفاءة أداء هذه السياسة بالشكل الذي يؤدي إلى حصول اخطاء في الاجراء النقدي المتخذ و قد يترتب عليه نتائج معاكسة لما ترتئيه السلطة النقدية..؟؟ . ثم طالما ان القيم لحقيقية لقنوات السياسة النقدية عادة ماتتغير بشكل تدريجي بحيث ترتبط القيم الحالية لكل قناة ارتباطاً وثيقاً بقيمها بالماضي القريب وهذا مايؤدي الى طرح إشكالية أخرى تتجسد في صعوبة فصل تأثيراتها الحالية على الاستثمار عن الاثار في الفترات السابقة!!

فرضية البحث:

يستند البحث على فرضية مفادها ان هنالك تأثير معنوي لعامل الزمن في قنوات انتقال السياسة النقدية على دالة اجمالي الاستثمار.

منهجية البحث:

تم الجمع مابين المنهج الوصفي بالاعتماد على البيانات التاريخية التي تخص متغيرات الدراسة، والاطار التحليلي القائم على استخدام الأساليب الكمية والقياسية والاحصائية المتقدمة في التحليل الاقتصادي.

أولا: مفهوم التباطؤ الزمني في السياسة النقدية

يقصد بالتباطؤ الزمني المدة الزمنية الفاصلة بين اتخاذ القرار من قبل السلطات النقدية وبين تنفيذ هذا القرار وظهور نتائجه. او بشكل عام التباطؤ هو المدة الزمنية

الفاصلة بين الاحداث والظواهر المرتبطة بقوة كما يحدث بين السبب والاثر(النتيجة) او الحافز والاستجابة[١].

وكذلك يقصد بتباطؤ السياسة النقدية التأخير الذي يحصل بين بداية مشكلة ما في الاقتصاد والتأثير الكامل للسياسة النقدية المتبعة والهادفه الى تصحيح او معالجة تلك المشكلة. وقد عرّف فريدمان **Friedman** التباطؤات الزمنية على انها علاقة التوقيت بين الاجراءات النقدية المتخذة والاثار الناجمة عن تلك الاجراءات.كما انه اشار الى ان الاجراءات النقدية تؤثر بالنشاط الاقتصادي بفاصل زمني معين طويل ومتغير[٢].وفي الاقتصاد غالبا ما يحدث تأخير بين اجراء اقتصادي معين تتخذه سلطة معينة، واثر ذلك الاجراءوهذا التأخير يعرف بالتباطؤ الزمني. و يتمثل تأثير التباطؤات الزمنية في ان اثر السياسة المتبعة قد يصعب تحديده،لانه لا يتحقق بشكل فعلي و ملموس الا بعد مضي مدة من الزمن، ومن امثلة التباطؤات الزمنية تغيرات اسعار الفائدة. فانخفاض اسعار الفائدة من التوقع ان تؤدي الى زيادة كل من الانفاق الاستثماري والاستهلاكي، لان الفائدة المنخفضة تعني ان الاقتراض يكون اقل كلفة وتجعل الادخار اقل جاذبية،ومن ثم المحصلة النهائية تنعكس في زيادة الطلب الكلي.

ثانياً: قنوات انتقال السياسة النقدية وانعكاساتها على الاستثمار

تنتقل السياسة النقدية من خلال قنوات مختلفة لتؤثر على متغيرات مختلفة وأسواق مختلفة بتباطؤات زمنية مختلفة و مقادير متباينة. و يُعد تحديد قنوات الانتقال هذه أمرًا في غاية الاهمية لأنها تحدد اياً من ادوات السياسة النقدية أكثر فعالية من سواها. تُعد

(1) Time-lag،2017،at http:www.dctionary.com.
(2) Friedman،M ،" Have Monetary policy failed?"، America Economic Review، 62، 1972،PP:12-17.

السياسة النقدية من اهم السياسات المستخدمة للتأثير في النشاط الاقتصادي و توجيه الاقتصاد الحقيقي، اذ يتم التعويل عليها في اغلب الاحيان لتحقيق ورفع مستوى النمو الاقتصادي عن طريق التركيز على تحقيق اهم هدف من اهدافها المتمثل باستقرار المستوى العام للأسعار. وفي هذا السياق لم يقتصر التركيز على صياغة السياسة النقديه بل اتسع ليشمل التأكيد على كفائة وفعالية ادارة السلطات النقدية في تنفيذها، عن طريق فهم القنوات التي من خلالها تؤثر السياسة النقدية في المتغيرات الاقتصادية الكلية، ورغم اختلاف وجهات النظر بين الاقتصاديين حول هذه القنوات وفاعليتها الا انه هنالك شبه اتفاق في ادبيات الاقتصاد على وجود خمسة قنوات اساسية تنتقل عن طريقها أثار اجراءات السياسة النقدية الى النشاط الاقتصادي بفواصل زمنية معينة(تباطؤات) [1]. وهنالك خمسة قنوات لانتقال السياسة النقدية هي كل من قناة سعر الفائدة وقناة سعر الصرف وقناة الائتمان المصرفي وقناة التوقعات وقناة أسعار الاصول ، وسوف يركز البحث في ثلاثة منها وعلى النحو التالي:

١ – قناة سعر الفائدة

تُعد قناة سعر الفائدة احدى اهم قنوات انتقال السياسة النقدية، اذ تؤدي السياسة النقدية الانكماشية الى ارتفاع سعر الفائدة، ومن ثم ارتفاع تكلفة رأس المال مما يقود الى تخفيض الانفاق الاستثماري، اما في حالة تبني سياسة نقدية توسعية فانها تقود الى خفض أسعار الفائدة الحقيقية مما ينتج عنها انخفاض تكلفة راس المال و هذا يؤدي بالتالي الى ارتفاع حجم النفقات الاستثمارية ومن ثم زيادة الطلب

(١) احمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال اثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي،صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة،دراسات اقتصادية،العدد٣٩، ٢٠١٧، ص:١٦،١٧.

الكلي[١].

٢ – قناة سعر الصرف

عادة ما تعمل قناة سعر الصرف الى جانب قناة سعر الفائدة وتُعد هذه القناة احدى اهم القنوات التي ينتقل عن طريقها اثر السياسة النقدية، لاسيما في الاقتصادات التي تتسم بدرجة عالية من الانفتاح على العالم الخارجي، تزيد أهمية القناة في البلدان التي تكون أسعار الفائدة فيها عديمة المرونة، اذ ان الفرق بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار الفائدة الدولية يؤدي الى توجّه المدخرين لاقتناء العملات ذات العائد الاعلى، ويعمل سعر الصرف على نقل اثر السياسة النقدية من خلال الطلب الكلي و العرض الكلي و اختلاف معدلات التضخم، فينتقل اثر السياسة النقدية بشكل غير مباشرة الى الاقتصاد الحقيقي ، اذ يؤثر تغير سعر الصرف على كل من الطلب و العرض و الذي بدوره يؤثر على معدل التضخم بصورة غير ميباشرة[٢] . فعند تبني سياسة نقدية توسعية تنخفض أسعار الفائدة على المستوى المحلي بسبب تفاعل اليات العرض والطلب الأعلى الائتمان[٣]. فينخفض سعر الصرف الحقيقي العملة المحلية وان انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية يعزز النشاط الاستثماري في الداخل. وبالعكس أي ان ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يضعف النشاط الاستثماري في الداخل لان في هذه الحالة فان الاستيرادات تكون اقل ثمناً من وجهة نظر المستهلك المحلي.

(1) Frederic Mishkin،The channels of monetary transmission: lesson for monetary policy، ،national bureau of economic Research، working paper،1996،p:2

(٢) زواطر مونية ،قنوات انتقال السياسة النقدية دراسة مقارنة بين قناتي سعر الفائدة وقناة الإقراض البنكي في الجزائر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي،٢٠١٩ ،ص:٢٦

(٣) احمد شفيق الشاذلي، مصدر سابق،ص:٢٢

٣- قناة الائتمان المصرفي

تتجلى اهمية قناة الائتمان في نقل اثر السياسة النقدية الى النشاط الاقتصادي ومن ثم الثأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق العلاقة بين حجم الائتمان والانفاق الكلي ، و تعتمد كفاءة وفاعلية انتقال اثر السياسة النقدية عبر هذه القناة على الية عمل الاسواق الائتمانية ومدى توفر الائتمان المصرفي، و المراكز المالية للوحدات الاقتصادية في النظام الاقتصادي[١].

حسب هذه القناة عند تبني السلطات النقدية سياسة نقدية انكماشية تؤدي الى انخفاض الائتمان المصرفي نتيجة انخفاض حجم الاحتياطيات والودائع لدى البنوك وبالتالي يقل حجم الانفاق الاستهلاكي والاستثماري (الطلب الكلي) فتنخفض الأسعار والناتج المحلي الإجمالي.و يحدث العكس عند تبني البنوك المركزية سياسة نقدية توسعية[٢].

ثالثاً :تحليل التطورات في قنوات انتقال السياسة النقدية وانعكاستها على اجمالي الاستثمار في كوريا الجنوبية للمدة (١ ,٢٠٠٥- ٤ ,٢٠٢٠)

١- تحليل التطورات في قناة سعر الفائدة

يستخدم البنك المركزي الكوري سعر فائدة البنك للتأثير في أسعار الفائدة في الأسواق المالية لاسيما سوق النقد، وأسعار الفائدة الطويلة الاجل، ومعدلات الإيداع والإقراض. فإجراء رفع لسعر الفائدة الأساسي، يؤدي الى اتخاذ أسعار الإيداع والإقراض اتجاهًا تصاعديًا، وتتعرض أسعار الفائدة طويلة الأجل لضغوط

---

(١) احمد شفيق الشاذلي، مصدر سابق،ص:١٩ .

(2) Lamont K. Black and Richard J. Rosen، How the Credit Channel Works: Differentiating the Bank Lending Channel and the Balance Sheet Channel، Federal Reserve Bank of Chicago، Working Paper،2007،PP 1-2

تصاعدية ومن ثم تنعكس مثل هذه التحركات في أسعار الفائدة المختلفة على الطلب الكلي . ولتحليل التطورات في سعر الفائدة في الاقتصاد الكوري نلحظ الجدول(١) الذي يوضح الاتجاه التصاعدي لهذا المؤشر خلال المدة من الربع الأول للعام ٢٠٠٥ ولغاية الربع الثالث من العام ٢٠٠٨ اذ بلغ معدل الفائدة ٣,٥٪ بعد ما كان ٢٥,٣٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٥، نظرا لتعافي الاقتصاد الحقيقي فقد تم الحكم على ان ضغوط الأسعار التصاعدية سوف تتراكم تدريجاً ولذلك قام البنك المركزي برفع سعر الفائدة لإدامة استقرار الأسعار في الأمد المتوسط والطويل والحفاظ على القيمة الحقيقية للاقتصاد، فضلاً عن تخفيض سقف الائتمان الممنوح في هذه الفترة لتقليل حجم السيولة في الاقتصاد[١]. ثم اخذ بعد ذلك اتجاها تنازليا لغاية الربع الثاني من عام ٢٠١٠ حيث بلغت ٠,٢٪ بسب تداعيات الازمة المالية والتي على أثرها قامت اغلب البنوك المركزية في الدول الرأسمالية بتخفيض سعر الفائدة الى ادنى مستوى. ثم عاود سعر الفائدة الارتفاع من جديد ليصل الى ٣,٣٪ في الربع الثاني من عام ٢٠١٢ وذلك بعد ان انخفض أثر الازمة المالية العالمية، قام مجلس السياسة النقدية في كورية بصياغة السياسة النقدية على أساس مراقبة التغيرات في الظروف المالية والاقتصادية في الداخل والخارج على السواء بالشكل الذي يعمل على ضمان استقرار المستوى العام للأسعار وتماشياً مع هذا الهدف قامت السياسة النقدية برفع سعر الفائدة في تلك الفترة[٢]. ثم بعد ذلك اخذ سعر الفائدة اتجاها تنازليا خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث لعام ٢٠١٢ ولغاية الربع الرابع من العام ٢٠١٧ وهذا الانخفاض جاء نتيجة لتبني مجلس السياسة النقدية في كوريا عدة برامج لتحقيق مجموعة اهداف منها، برنامج

(1) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2007، PP:39-40
(2) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2012، P: i

دعم للصادرات، وبرنامج تقديم الدعم لإصحاب الاعمال والمشاريع الصغيرة لتسهيل عملية حصولهم على القروض بأسعار فائدة ميسرة. وبرنامج توفير الائتمان المطلوب لدعم الشركات الاستثمارية التي تعاني من العجز، برنامج الدعم للشركات الصناعية ذات المحتوى التكنلوجي العالي، و برنامج دعم و تشجيع استقطاب شركات استثمارية جديدة لتساهم في دعم الاقتصاد الوطني[1]. وقد ارتفع قليلا خلال المدة ما بين الربع الأول من عام ٢٠١٨ و الربع الثاني من عام ٢٠١٩، لتخفيض الاتجاه التصاعدي لحجم القروض المقدمة لقطاع الاسر، ولإدامة استقرار المستوى العام لأسعار المستهلكين عند المستوى المستهدف على المدى المتوسط، وايضاً كرست السياسة النقدية هذه العملية لضمان الاستقرار المالي، حيث ان السياسة النقدية الكورية عادة ما تأخذ بالاعتبار المخاطر المحلية والداخلية وانعكاساتها على ظروف التجارة الكورية مع الدول الكبرى والتغيرات في السياسة النقدية للبنوك المركزية في تلك الدول، فضلاً عن الظروف المالية والاقتصادية في اقتصادات الدول الناشئة[2]. بعدها اخذ اتجاه تنازلي بدأً من النصف الثاني لعام ٢٠١٩ ولغاية الربع الرابع من عام ٢٠٢٠، وذلك بسبب تباطؤ وتيرة النمو الاقتصادي على المستوى المحلي وتراجع الأنشطة الإنتاجية الصناعية الناجم عن انكماش التجارة العالمية فجاءت عملية تخفيض سعر الفائدة لتحفيز الاستثمار وزيادة الإنتاج بالشكل الذي يسهم في زيادة النمو الاقتصادي[3]. فضلا عن قيام البنك المركزي الكوري باتباع سياسة نقدية توسعية عن طريق شراء المزيد من سندات الخزانة التي شهدت تقلبات واسعة في عوائدها[4]. وما تلاها من ظهور جائحة كورونا التي

(1) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2014، P: V
(2) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2018، P:21
(3) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2019، P: i
(4) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2020، P:16

عطلت النشاط الاقتصادي بشكل تام.

جدول (١) تطور سعر الفائدة (٪) في كوريا للمدة(١ ,٢٠٠٥- ٤ ,٢٠٢٠)

الفصل	سعر الفائدة	الفصل	سعر الفائدة	الفصل	سعر الفائدة	الفصل	سعر الفائدة
2005.1	3.25	2009.1	2	2013.1	2.75	2017.1	1.25
2005.2	3.25	2009.2	2	2013.2	2.5	2017.2	1.25
2005.3	3.25	2009.3	2	2013.3	2.5	2017.3	1.25
2005.4	3.75	2009.4	2	2013.4	2.5	2017.4	1.5
2006.1	4	2010.1	2	2014.1	2.5	2018.1	1.5
2006.2	4.25	2010.2	2	2014.2	2.5	2018.2	1.5
2006.3	4.5	2010.3	2.25	2014.3	2.25	2018.3	1.5
2006.4	4.5	2010.4	2.5	2014.4	2	2018.4	1.75
2007.1	4.5	2011.1	3	2015.1	1.75	2019.1	1.75
2007.2	4.5	2011.2	3.25	2015.2	1.5	2019.2	1.75
2007.3	5	2011.3	3.25	2015.3	1.5	2019.3	1.5
2007.4	5	2011.4	3.25	2015.4	1.5	2019.4	1.25
2008.1	5	2012.1	3.25	2016.1	1.5	2020.1	0.75
2008.2	5	2012.2	3.25	2016.2	1.25	2020.2	0.5
2008.3	5.25	2012.3	3	2016.3	1.25	2020.3	0.5
2008.4	3	2012.4	2.75	2016.4	1.25	2020.4	0.5

Source: bank for international settlements، Basel.

٢ – تحليل التطورات في قناة سعر الصرف:

يُعد سعر الصرف أحد قنوات انتقال السياسة النقدية وهو مؤشر معهم من مؤشرات كفاءة أداء السياسة النقدية، وتُظهر البيانات الواردة في الجدول (٢) ان سعر الوون الكوري مقابل الدولار الأمريكي كان متذبذبا بالاتجاه التنازلي خلال فصول عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦. وذلك لان تحديد سعر الصرف من حيث المبدأ يتم من خلال التفاعل

بين العرض والطلب في أسواق الصرف الأجنبي وقد نفذ البنك الكوري سياسته النقدية على اساس تسهيل التعامل مع التقلبات المفاجئة في سعر الصرف الناتجة عن الاختلالات المؤقتة بين العرض والطلب، ولأجل الحفاظ على سعر الفائدة ليوم واحد عند المستوى المستهدف، قام البنك المركزي الكوري و من خلال عمليات السوق المفتوحة بإصدار سندات الاستقرار النقدي **Monetary Stabilization Bonds (MSBs)** لكي يمتص جزء من الاحتياطيات الفائضة لدى المؤسسات المالية، اذ انه اصدر ما قيمته ١٥٩,٨ ترليون وون من تلك السندات في الربع الثالث من عام ٢٠٠٥. مما ترتب على هذا الاجراء انخفاض في عرض النقد ومن ثم ارتفاع قيمة العملة الكورية [١]. وقد استمر الاتجاه التنازلي حتى نهاية عام ٢٠٠٧ حيث بلغ (٩٢٢) وون لكل دولار بسبب التوقعات بزيادة قيمة العملة الكورية الناجمة عن زيادة عرض الدولار التي يغذيها ازدهار الصادرات. بعد ذلك ارتفع سعر صرف الوون لكوري في عام ٢٠٠٨ الى بلغ (١٤١٥,٢) وون لكل دولار، وقد استمر الارتفاع الى الربع الأول من عام ٢٠٠٩ متأثراً بصافي بيع الأجانب للأسهم من جهة، واتساع عجز الحساب الجاري نتيجة لارتفاع أسعار النفط من جهة أخرى[٢]. ثم تحسن سعر الوون الكوري عام ٢٠١٠ ليبلغ(١١٤٣)وون لكل دولار على خلفية زيادة التدفقات من رؤس الأموال الأجنبية الى الداخل الذي شكل زيادة في الطلب على العملة الكورية[٣] . بعد ذلك اخذ يتذبذب بالاتجاه التصاعدي ما بين منخفض تارة ومرتفع تارة أخرى الى ان بلغ (١٠٧٣) وون لكل دولار في الربع الأول من عام ٢٠١٨، وان سبب ذلك يعود الى زيادة تدفقات رأس

(1) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2005، PP:38-39
(2) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2008، P:31
– للمزيد انظر الى البنك المركزي الكوري التقرير السنوي للسياسة النقدية ٢٠٠٧
(3) Centeral bank of Korea، monetary policy report، 2010، P :x ( )

المال الأجنبي للداخل الذي شكل ضغوطاً تصاعدية على سعر صرف الوون الكوري، حيث بلغ رصيد الأموال الأجنبية المستثمرة في الأسهم ٢ , ٥٣١ ترليون وون، أي ما يعادل ٥ , ٣٢٪ من اجمالي رسملة البورصة **Stock Market Capitalization**، في حين بلغ رصيد السندات المحلية المستثمرة من قبل الأجانب ٣ , ١١٢ تريليون وون، و هو ما يعادل ٥ , ٦٪ من اجمالي رصيد السندات المدرجة في السوق المالية[1]. ثم اخذ بعد ذلك اتجاهاً تصاعديا خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٩ و٢٠٢٠ وذلك بسبب اتباع البنك الكوري سياسة نقدية توسعية تهدف الى تعزيز النمو الاقتصادي والحفاظ على الاستقرار المالي مع الاخذ بالاعتبار تشخيص المخاطر المحلية والخارجية مثل النزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين، والتغيرات في موقف السياسة النقدية للدول الكبرى، فقام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة استجابة لتغير الظروف الاقتصادية في الداخل والخارج. كما كان لاستئناف التجارة الأمريكية الصينية الأثر في قيام البنك المركزي الكوري في بتخفيض قيمة الوون الكوري لكي يحافظ الاقتصاد الكوري على ادامة زخم النمو المقاد بالصادرات. مع ذلك نلحظ ارتفاع قيمته مرة أخرى في الربع الأخير من عام ٢٠٢٠ حيث بلغ (١١١٩) وون لكل دولار، حيث تصاعدت وتيرة الخلافات بشأن اتفاقية التجارة بين الولايات المتحدة والصين والمخاطر الجيوسياسية في هونغ كونغ. ومن جانب اخر ايضاً ساهم عامل التفضيلات للأصول الامنة في زيادة اقبال المستثمرين اليابانيين للاستثمار في تلك الأصول (الأصول الكورية)[2].

(1) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2018، P:66
(2) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2019، PP:17-45

جدول (٢) سعر الوون الكوري مقابل الدولار للمدة (١ , ٢٠٠٥– ٤ , ٢٠٢٠)

الفصل	سعر الصرف	الفصل	سعر الصرف	الفصل	سعر الصرف	الفصل	سعر الصرف
2005.1	1022.6	2009.1	1415.2	2013.1	1085.4	2017.1	1152.7
2005.2	1007.8	2009.2	1281.4	2013.2	1122.9	2017.2	1129.9
2005.3	1030.1	2009.3	1237.1	2013.3	1109.3	2017.3	1132.4
2005.4	1036.4	2009.4	1166.2	2013.4	1062.1	2017.4	1107.5
2006.1	975.8	2010.1	1142.9	2014.1	1069.2	2018.1	1072.9
2006.2	949.8	2010.2	1165.5	2014.2	1029.2	2018.2	1079.1
2006.3	955.2	2010.3	1181.3	2014.3	1026.3	2018.3	1121.4
2006.4	983.3	2010.4	1132.0	2014.4	1087.5	2018.4	1127.4
2007.1	939.1	2011.1	1118.4	2015.1	1100.5	2019.1	1124.9
2007.2	929.2	2011.2	1082.4	2015.2	1097.1	2019.2	1166.4
2007.3	927.4	2011.3	1083.7	2015.3	1170.3	2019.3	1194.4
2007.4	922.1	2011.4	1144.7	2015.4	1157.3	2019.4	1175.5
2008.1	956.5	2012.1	1130.1	2016.1	1201.3	2020.1	1193.7
2008.2	1017.4	2012.2	1152.1	2016.2	1162.9	2020.2	1220.6
2008.3	1066.7	2012.3	1132.3	2016.3	1120.4	2020.3	1187.6
2008.4	1362.8	2012.4	1089.3	2016.4	1157.7	2020.4	1118.7

Source: bank for international settlements،Basel

٣ – تحليل التطورات في قناة الائتمان:

يؤثر تعديل السعر الفائدة الأساسي على الية الإقراض لمصرفي. على سبيل المثال، إذا ما قامم البنك المركزي بزيادة سعر الفائدة تصبح المصارف اكثر حذراً في منح الائتمان، اذ تشعر بالقلق بشأن قدرة الاسترداد للمقترضين. و ان ذلك سوف يثبط استثمار الشركات القائم على القروض المصرفية و الاستهلاك الذي يترتبط ارتباطاً وثيقاً باسواق الائتمان...

و تُظهر البيانات في الجدول (٣) ان الائتمان المصرفي في كوريا كان في اتجاه تصاعدي مطلق لانعاش الطلب المحلي و لدعم وتحسين الاقتصاد الحقيقي اذ قام البنك الكوري بتخفيض سعر الفائدة الأساس وتوسيع الائتمان الممنوح لتوفير الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تضررت من هطول الامطار الغزيرة في منتصف عام ٢٠٠٦، وقد تم توفير قروض خاصة لها ذات فوائد منخفضة ومن خلال ١٥ فرع إقليمي تابع لبنك كوريا، ليبلغ حجم القروض المقدمة ٥٠٪ من حجم رأس المال العامل في تلك لشركات الصغيرة والمتوسطة. والتي كانت تنتج سلع وسيطة تقدمها للمؤسسات الصناعية الكبيرة لتستخدم في انتاج سلع نهائية[١]. ساهمت في إنعاش الصادرات وتحقيق زيادة في الطلب المحلي الامر الذي اظهر وتيرة نمو متسارعة تدريجاً في حجم الناتج المحلي الإجمالي، الذي حقق معدل نمو ٠,٩٪ و١,٨٪ في الربع الأول والثاني من عام ٢٠٠٧ على التوالي[٢]. وفي عام ٢٠٠٨ تراجعت أرباح الشركات بسبب ارتفاع أسعار المواد الخام مما دفع المصارف لتوفير الدعم المالي لتلك الشركات من خلال الى زيادة حجم الائتمان الممنوح[٣]. في حين شهد عام ٢٠٠٩ إجراء تعديلات لنظام الضمانات الخاص بمؤسسات الإقراض لتخفيف عبئ متطلبات الضمانات للمؤسسات المالية وتحقيق مرونة اكبر لمرافق الإقراض الشاملة في خطوة أولية، سمحت للأدوات الائتمانية مثل السندات الإذنية والكمبيالات **promissory notes** التي تحتفظ بها المؤسسات المالية لاستخدامها كضمان لقروض تعديل السيولة والسحب على المكشوف ليوم واحد **Intraday Overdrafts**، علاوة على ذلك و من خلال إلغاء شروط على أهلية أدوات الائتمان،

(1) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2006،P:54
(2) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2007،P:9
(3) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2008،P:28

سمح البنك المركزي لجميع أدوات الائتمان كضمان مقبول والتي لها فترات استحقاق متبقية لا تزيد عن سنة واحدة حصلت عليها المؤسسات المالية مقابل القروض[1]. وقد استمر النظام المصرفي في عملية دعمه المالي للشركات والمشاريع الانتاجية من خلال تسهيلات دعم الإقراض بهدف توسيع إمكانات النمو ودعم الانتعاش الاقتصادي. و عند ملاحظة الجدول(١) الخاص بسعر الفائدة للبنك المركزي والذي يلعب دور أساسي في الية منح الائتمان المصرفي نجد انه كان ذي اتجاه تنازلي خلال المدة مابعد ٢٠٠٩ وحتى نهاية عام ٢٠٢٠ مما ساهم بدور كبير في الية زيادة حجم الائتمان الممنوح.

الفصل	الائتمان	الفصل	الائتمان	الفصل	الائتمان	الفصل	الائتمان
2005.1	1232448850	2009.1	1980465100	2013.1	2572145500	2017.1	3191788800
2005.2	1262270560	2009.2	2023410500	2013.2	2601113200	2017.2	3250543900
2005.3	1282740176	2009.3	2060263700	2013.3	2627718600	2017.3	3306839400
2005.4	1309986121	2009.4	2090605700	2013.4	2643940600	2017.4	3339258500
2006.1	1337852366	2010.1	2120346200	2014.1	2681378600	2018.1	3389745400
2006.2	1389545695	2010.2	2167125500	2014.2	2711990800	2018.2	3446938900
2006.3	1434881572	2010.3	2202341200	2014.3	2767027000	2018.3	3505665300
2006.4	1486356339	2010.4	2231341900	2014.4	2806593000	2018.4	3556497700
2007.1	1531526278	2011.1	2270134600	2015.1	2844412600	2019.1	3594950700
2007.2	1581900573	2011.2	2310824600	2015.2	2886356600	2019.2	3662251400
2007.3	1623309897	2011.3	2372695200	2015.3	2952646800	2019.3	3717658800
2007.4	1677294597	2011.4	2400335000	2015.4	2997976900	2019.4	3776684700
2008.1	1747069995	2012.1	2435842300	2016.1	3032371500	2020.1	3862534500
2008.2	1821756686	2012.2	2478827800	2016.2	3081483400	2020.2	3956304100
2008.3	1890499963	2012.3	2522321100	2016.3	3115425400	2020.3	4055607800
2008.4	1942206700	2012.4	2525058200	2016.4	3162428300	2020.4	4130647700
معدل النمو							1.91٪

جدول (٣) الائتمان المصرفي في كوريا الجنوبية للمدة (١ , ٢٠٠٥ – ٤ , ٢٠٢٠) مليار وون

Source: bank for international settlements

(1) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2009، P:55

رابعاً: تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية واجمالي الاستثمار في كوريا الجنوبية

تلعب السياسة النقدية دورا بارزاً في زيادة حجم الاستثمار من خلال تخفيض سعر الفائدة وزيادة حجم الائتمان المصرفي من جهة، وتخفيض سعر صرف للعملة الكورية مقابل الدولار، مما يؤدي انعاش الطلب المحلي مصحوبا بزيادة الطلب على الصادرات في الخارج. وعند ملاحظة الجدول(٤) نجد ان الاستثمار في كوريا كان اخذاً اتجاها تصاعدياً خلال الفترة ما بين الربع الأول من العام ٢٠٠٥ ولغاية الربع الأول من عام ٢٠١٢ على الرغم من تذبذبه خلال هذه الفترة ما بين مرتفع ومنخفض تارة أخرى، وان هذا الاتجاه التصاعدي في حجم الاستثمار جاء على خلفية نمو المجاميع النقدية منذ مطلع الربع الأخير من العام ٢٠٠٦بسبب التوسع في الائتمان المصرفي الممنوح للشركات والمشاريع الإنتاجية لاسيما الاستثمار في الآلات مثل الأدوات الدقيقة والأجهزة الكهربائية والإلكترونية والبنى التحتية مثل المرافق المتعلقة بالنقل وتوليد الطاقة الكهربائية والاتصالات والبناء[1]. على خلفية الانخفاض في الاتجاه العام لسعر الفائدة ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول(١) الخاص بسعر الفائدة اذ انه انخفض بشكل كبير جداً الى ان بلغ معدل الفائدة ٢٪ خلال عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠ بعدما كان ٢٥ , ٥٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ وان لهذا الانخفاض ارتداد زمني على الفترات اللاحقة لحجم الاستثمار اذ نلاحظ انه في تزايد مستمر رغم ارتفاع أسعار الفائدة خلال عام ٢٠١١ وحتى نهاية الربع الثالث من عام ٢٠١٢. وفي هذه الفترة سادت توقعات إيجابية ومتفائلة فيمايتعلق بالظروف الاقتصادية سواء على المستوى المحلي او العالمي

(1) Monetary policy report،2005، Op.cit، P:11

مما حفزت الاستثمار وتسارعت وتيرة النمو الاقتصادي بفعل النمو المرن للاقتصاد العالمي[1]. وفي ذات السياق قامت السلطات النقدية بتخفيض قيمة الوون مقابل الدولار الامريكي حتى بلغ ٨ , ١٣٦٢ وون للدولار في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ بعد ما كان ١ , ٩٢٢ وون للدولار في نهاية عام ٢٠٠٧ بحيث كان لهذا التخفيض ارتداد زمني على حجم الاستثمار في الفترات اللاحقة كونه اجراء نقدي توسعي خفض قيمة العملة المحلية وشجع المستهلك الأجنبي على زيادة الطلب على السلع الكورية كونها أصبحت اقل ثمنا مقارنتاً بقيمتها في الأعوام ماقبل تخفيض قيمة الوون عام ٢٠٠٧ . ولمواجهة الزيادة في الطلب على الصادرات قامت الشركات الكورية بإصدار سندات بقيمة ٤ , ١٥ تريليون وون في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ و٢ , ٩ تريليون وون في الربع الثاني من العام نفسه لكي تحصل على التمويل اللازم لتوسيع المشاريع الاستثمارية القائمة او القيام باستثمارات جديدة[2] وبفضل السيولة الوفيرة والانتعاش الاقتصادي أصبحت الظروف المالية للشركات الانتاجية مؤاتية في عام ٢٠١٠ لزيادة حجم الاستثمار لاسيما الاستثمار في تصنيع الآلات واشباه الموصلات، حيث سجل الاستثمار في كل من هذين المجالين نسبة زيادة مقدارها ٤ , ٢٪ في الربع الأول من هذا العام، الى جانب نمو الاستثمار في مجال البناء والانشاء بنسبة ٣ , ١٪[3]. بعد ذلك تراجعت الصادرات بسبب عودة ظهور أزمة الديون السيادية في أوروبا وتباطؤ اتجاهات النمو الاقتصادي في البلدان الرئيسية التي تبرطها علاقات تجارية مع كوريا بالتزامن مع تراجع الطلب المحلي أيضًا[4]. مما انعكس سلبا على حجم الاستثمار المحلي خلال النصف الثاني من

(1) Monetary policy report،2007، Op.cit، PP: ii،22
(2) Monetary policy report،2009، Op.cit، P:28
(3) Monetary policy report،2010، Op.cit، PP:17،29
(4) Central Bank of Korea، Monetary policy report،2012، P:i

عام ٢٠١٢. ثم عاود حجم الاستثمار بالتوسع مجداً بدأ من الربع الأول من عام ٢٠١٣ وحتى مطلع الربع الأول من عام ٢٠١٨ على خلفية مواصلة البنك المركزي الكوري جهوده الرامية لتعزيز فاعلية سياسته النقدية من خلال قناتي سعر الفائدة وقناة الائتمان لتسهيل انتقال أثرها الى الاقتصاد الحقيقي، اذ اخذ سعر الفائدة خلال هذه الفترة اتجاها تنازليا الى ان اصبح ١,٥٪ وقد أدى هذا الاتجاه التنازلي في سعر الفائدة الى زيادة حجم الائتمان الى ان بلغ ٣٣٨٩٧٤٥٤٠٠ مليار وون في الربع الأول من عام ٢٠١٨ بعد ما كانا ٣,٢٥٪ و ٢٤٧٨٨٢٧٨٠٠ مليار وون في الربع الثاني من عام ٢٠١٢ في خطوة عززت زيادة حجم الاستثمار بحكم العلاقة العكسية سعر الفائدة و الاستثمار والأخير يرتبط طردياً مع حجم الائتمان المصرفي. ومن هنا يتضح ان البنك المركزي سعى لضمان توفير السيولة الكافية في هذه الفترة للشركات الإنتاجية ذات الإمكانات العالية في تحقيق النمو الاقتصادي سواء من ناحية توفير الائتمان المصرفي الجديد او تمديد فترة استرداد القروض المستحقة لتحسين أوضاعها المالية.

ويُلاحظ أيضا خلال الفترة ما بين الربع الثاني من عام ٢٠١٨ والربع الأول ٢٠١٩ كان هنالك تراجع ملحوظ في حجم الاستثمار ناتج ارتفاع أسعار النفط العالمية بنسبة زيادة اقتربت من ٣٠٪ قياسا بعام ٢٠١٧وقد ترتب على ذلك انكماش اقتصادي نتيجة ارتفاع تكاليف الاستثمار لاسيما وان كوريا تُعد خامس أكبر بلد مستورد للنفط في العالم بحسب تصنيف منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي **Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)**. بالتزامن مع قيام البنك المركزي برفع سعر الفائدة الى ١,٧٥٪ خلال تلك الفترة ليأخذ بعدها الاستثمار بالارتفاع مجدداً بدأ من الربع الثاني ٢٠١٩ ولغاية نهاية عام ٢٠٢٠ باستثناء فترة تفشي وباء كورونا وما خلّفه من اثار شلت حركة الاقتصاد العالمي ككل. وان

الزيادة كانت بسبب السياسة النقدية أيضا اذ نلاحظ من خلال الجدول(١) الخاص بسعر الفائدة ان هنالك تراجع واضح لسعر الفائدة يقابلة تزايد في حجم الائتمان المصرفي كما موضح في الجدول(٣) الخاص بالائتمان المصرفي، وان هذا الاجراء الذي اتبناه النظام المصرفي حتما حفز الطلب الكلي ولابد من مواجة زيادة الطلب بزيادة حجم الناتج من خلال زيادة الاستثمار.

الفصل	الاستثمار	الفصل	الاستثمار	الفصل	الاستثمار	الفصل	الاستثمار
2005.1	71131.9	2009.1	91080.6	2013.1	106462.5	2017.1	141020.9
2005.2	72839.4	2009.2	91334.4	2013.2	109506.7	2017.2	144290.3
2005.3	73661.6	2009.3	94085.7	2013.3	110053.8	2017.3	147117.4
2005.4	74166.9	2009.4	95555.1	2013.4	110605	2017.4	146028.2
2006.1	74105.6	2010.1	98933	2014.1	111886.3	2018.1	148242.9
2006.2	74867.4	2010.2	99549.4	2014.2	112505.2	2018.2	143632.5
2006.3	77929.5	2010.3	99374.4	2014.3	113172.3	2018.3	141853.9
2006.4	79739.9	2010.4	101929	2014.4	115026.3	2018.4	142857.9
2007.1	80856.2	2011.1	101868	2015.1	117217.4	2019.1	140403.3
2007.2	81716.2	2011.2	104650	2015.2	119000.1	2019.2	145174.6
2007.3	80872.5	2011.3	104893.4	2015.3	122208.3	2019.3	144870.5
2007.4	85126.6	2011.4	107413.4	2015.4	122575.9	2019.4	148553.7
2008.1	85646.3	2012.1	109708.8	2016.1	123912.1	2020.1	150143.6
2008.2	87901.1	2012.2	106094.9	2016.2	127116.9	2020.2	149082.1
2008.3	91996.7	2012.3	105007.1	2016.3	130778.7	2020.3	150998.6
2008.4	92215.5	2012.4	104803	2016.4	135542.2	2020.4	151240.7
معدل النمو	١,١٩٪						

جدول (٤) اجمالي الاستثمار في كوريا الجنوبية للمدة (١ , ٢٠٠٥-٤ , ٢٠٢٠) مليار وون

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

خامساً : استخدام انموذج الانحدار الذاتي للتباطؤات الموزعة لقياس الارتداد الزمني لقنوات انتقال السياسة النقدية على اجمالي الاستثمار

قبل القيام بعملية القياس لابد من توصيف انموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع **Autoregressive Distributed Lag Model** الذي يُعتبر احد تقنيات النمذجة الديناميكية الحديثة للتكامل المشترك والذي يُدخل المتغيرات المرتدة زمنيا كمتغيرات توضيحية او مستقلة في الانموذج، وقد طُبق هذا الانموذج من قبل (**Psaran و Shin** ١٩٩٩) وطورا لاحقا بالتعاون مع **Smith** في عام ٢٠٠١[١]. ومن الخصائص المهمة لهذا الانموذج لا يشترط ان تكون المتغيرات متكاملة من نفس الرتبة اذ يمكن استخدامة في حال كانت المتغيرات متكاملة في المستوى **I**(٠) او في الفرق الأول **I**(١)او مزيجا من كليهما[٢].

ومن الميزات الأخرى لهذا الانموذج هي إمكانية تقدير تأثيرات الاجلين القصير والطويل ، فضلاً عن إمكانية التعامل مع المتغيرات التوضيحية الداخلة في الانموذج وبفترات زمنية مختلفة. كذلك يساعد تطبيق هذا الانموذج تجنب العديد من المشاكل مثل مشكلة الارتباط الذاتي و المشاكل المرتبطة بحذف بعض المتغيرات مما يجعل التقديرات الناتجة متسقة وغير متحيزة. ويتميز انموذج (**ARDL**) عن النماذج القياسية الأخرى في تقدير التكامل المشترك والتي تستخدم عدد متساوي من التباطؤات الزمنية لجميع المتغيرات الداخلة فيها في انه يختار العدد الأمثل للتباطؤات الزمنية لكل متغير بحيث يتم تقدير انموذج تتوفر فيه كافة الخصائص القياسية والاحصائية المناسبة. وخيرا فان تطبيق الانموذج يساعد في تقدير معلمات الاجل القصير والطويل على حد سواء والتي بدورها تفيد تقدير التأثيرات الكلية للمتغيرات التوضيحية في المتغير التابع، كما ان الانموذج يتيح

(1) Saed Khalil and Michel Dombrecht ،The Autoregressive Distributed Lag Approach to co-integration testing: application to opt inflation، PMA Working Paper،2011، p2

(2) M. Hashem Pesaran، Yongcheol Shinb And Richard J. Sith، Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationship، Journal Of Applied Econometrics، Vol. 16، No. 3،2001، P:290.

إمكانية التأكد من وجود او عدم وجود توازن هيكلي او اتساق بين المعلمات المقدر في الاجلين القصير والطويل من خلال اجراء الاختبارات التشخيصية المناسبة. ويمكن كتابة الصيغة العامة لانموذج (ARDL) الذي يتكون من متغير تابع (Y) و (K) من المتغيرات المستقلة و(X_1 ،X_2 ،.....X_K) وفقاً للصيغة الاتية [1].

$$\Delta Y_t = C + B_1 Y_{t-1} + B_2 X_{1_{t-1}} + B_3 X_{2_{t-1}} + \cdots + B_{K+1} X_{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^{p-1} \lambda 1i\, \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=0}^{q1-1} \lambda 2i\, \Delta X_{1t-1} + \sum_{i=0}^{q2-1} \lambda 3i\, \Delta X_{2t-1} + \cdots + \sum_{i=0}^{qk-1} \lambda_{(k+1)i}\, \Delta X_{kt-i} + U_t$$

حيث ان: تمثل الفروق الأولى، =B معلمة الاجل الطويل

λ = معلمة الاجل القصير،(P،q1،q2.qk)= تمثل فترات الابطاء للمتغيرات Y،X1،X2...XK على التوالي

وبناءً على ذلك فان توصيف الانموذج الذي سوف يتم اعتمادة في التحليل يأخذ الصيغة:

$$RI = f(REX, RCR\ RR) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ (1)$$

$$\Delta RI = C + B_1 RI_{t-1} + B_2 REX_{t-1} + B_3 RCR_{t-1} + B_4 RR_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \lambda 1\, \Delta RI_{t-1} + \sum_{i=0}^{q1-1} \lambda 2i\, \Delta REX_{1t-1}$$

حيث ان:

الاستثمار الكلي الحقيقي= RI

سعر الصرف الحقيقي للدولار ماقابل سلة من العملات الأجنبية =REX

الائتمان المصرفي بالقيم الحقيقية = RCR

(١) خالد صلاح الدين طه، تطبيق انموذج الانحدار الذاتي للابطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة علاقة التكامل المشترك بين أسعار كتاكيت ودجاج اللحم في مصر خلال الفترة ٢٠١٥–٢٠١٨، مجلة الاقتصاد والعلوم الاجتماعية ، جامعة المنوفية ، العدد ٣، ٢٠١٨،ص:٥٩٩–٦٠٠.

سعر الفائدة الحقيقي = **RR**

اجمالي الاستثمار الحقيقي = **RI**

١ :اختبار الاستقرارية

من خلال استعمال برنامج **Eviews** ١٢. واجراء اختبار ديكي فولر الموسع (**ADF**) لاجل معرفة فيما اذا كانت المتغيرات مستقرة ام غير مستقرة أي هل تحتوي على جذر الوحدة ام لا، مع تحديد رتبة التكامل حصلنا على المخرجات الموضحة في الجدول(٥) .اذ تبيّن ان بعض المتغيرات كانت مستقرة في المستوى (**LEVEL**) سواء بوجود قاطع او قاطع واتجاه او بدون قاطع واتجاه عام وبمستوى معنوية (١٪، ١٠٪)، وجزء اخر مستقر بالفرق الأول، مما انها خالية من جذر الوحدة ولاتحتوي على انحدار زائف . وقد تحقق الاستقرار بمستوى دلالة (١٪) وعليه ستكون السلاسل الزمنية متكاملة من الرتبة $I^{(0)}$ و $I^{(1)}$.

جدول (٥) اختبار ديكي فولر الموسع لجذر الوحدة

المستوى							
RX	RTCOEX	RR	RI	REX	RCR		
-2.3028	-2.0665	-2.1376	-0.6808	-2.6786	-0.6763	t-Statistic	وجود قاطع
0.1743	0.2587	0.2310	0.8437	0.0835	0.8444	.Prob	
n0	n0	n0	n0	*	n0		
-1.2146	-3.0433	-2.2320	-1.9709	-2.8345	-4.6642	t-Statistic	قاطع واتجاه
0.8987	0.1291	0.4639	0.6055	0.1910	0.0021	.Prob	
n0	n0	n0	n0	n0	***		
1.1916	5.2841	-1.9390	3.4301	0.2024	1.3822	t-Statistic	بدون قاطع اتجاه
0.9387	1.0000	0.0508	0.9998	0.7418	0.9568	.Prob	

n0	n0	*	n0	n0	n0		
الفرق الاول							
(d(RX	(RTCOEX)	(RR)	(RI)	(REX)	(RCR)		
-8.0847	-8.7893	-7.0951	-7.2403	-6.0028	-4.9116	t-Statistic	وجود قاطع
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	.Prob	
***	***	***	***	***	***		
-8.6665	-9.1013	-7.0404	-7.1794	-5.9742	-1.2357	t-Statistic	قاطع واتجاه
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.8935	Prob.	
***	***	***	***	***	n0		
-7.9462	-6.3371	-7.1536	-6.3399	-6.0480	-0.2732	t-Statistic	بدون قاطع و اتجاه
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.5834	.Prob	
***	***	***	***	***	n0		

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

*** تعني مستقرة بمستوى معنوية ١٪، ** تعني مستقرة بمستوى معنوية ٥٪، * تعني مستقرة بمستوى معنوية ١٠٪

٢- تقدير انموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع (ARDL)

الخطوة الاولى بعد اختبار استقرارية المتغيرات هي تقدير انموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع (ARDL) لدالة الاستثمار(RI) وقد جاءت نتائج تقدير الانموذج كما موضحة في الجدول(٦). اذ تشير نتائج تقدير انموذج(ARDL) ان القدرة التفسيرية للانموذج المقدر (٩٠ , ٩)، اي ان المتغيرات المستقلة الداخلة في الانموذج تفسر (٩٩٪) من التغيرات في المتغير التابع. وكذلك ان الانموذج معنوي ككل بحسب اختبار(F) وعند مستوى دلالة (١٪)، وعندئذن نرفض فرضية العدم (H٠ :b=٠) ونقبل الفرضية

البدية (H_1 :b≠٠).

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RI(-1)	0.888146	0.147667	6.014501	0.0000
RI(-2)	-0.048022	0.194844	-0.246463	0.8069
RI(-3)	-0.015696	0.190045	-0.082591	0.9347
RI(-4)	-0.284598	0.191409	-1.486861	0.1472
RI(-5)	0.381496	0.197187	1.934691	0.0622
RI(-6)	-0.263311	0.198654	-1.325476	0.1947
RI(-7)	0.164084	0.194407	0.844024	0.4051
RI(-8)	0.085875	0.198963	0.431613	0.6690
RI(-9)	0.257199	0.207965	1.236739	0.2255
RI(-10)	-0.512273	0.168961	-3.031910	0.0049
REX	-0.118294	0.069451	-1.703269	0.0985
REX(-1)	-0.030908	0.086020	-0.359317	0.7218
REX(-2)	0.029588	0.079915	0.370245	0.7137
REX(-3)	0.125980	0.062763	2.007242	0.0535
RCR	0.571021	0.409533	1.394321	0.1731
RCR(-1)	-0.406419	0.572026	-0.710491	0.4827
RCR(-2)	0.669991	0.598240	1.119936	0.2713
RCR(-3)	-0.612293	0.385744	-1.587304	0.1226
RR	-0.008306	0.004872	-1.704841	0.0982
RR(-1)	0.007028	0.006147	1.143315	0.2617
RR(-2)	-0.016617	0.006315	-2.631152	0.0131
RR(-3)	0.017687	0.005381	3.286800	0.0025
C	-0.839613	0.354491	-2.368503	0.0243
R-squared	0.991181	Adjusted R-squared		0.984923
F-statistic	158.3788	Durbin-Watson stat		2.108696
Prob(F-statistic)	0.000000			

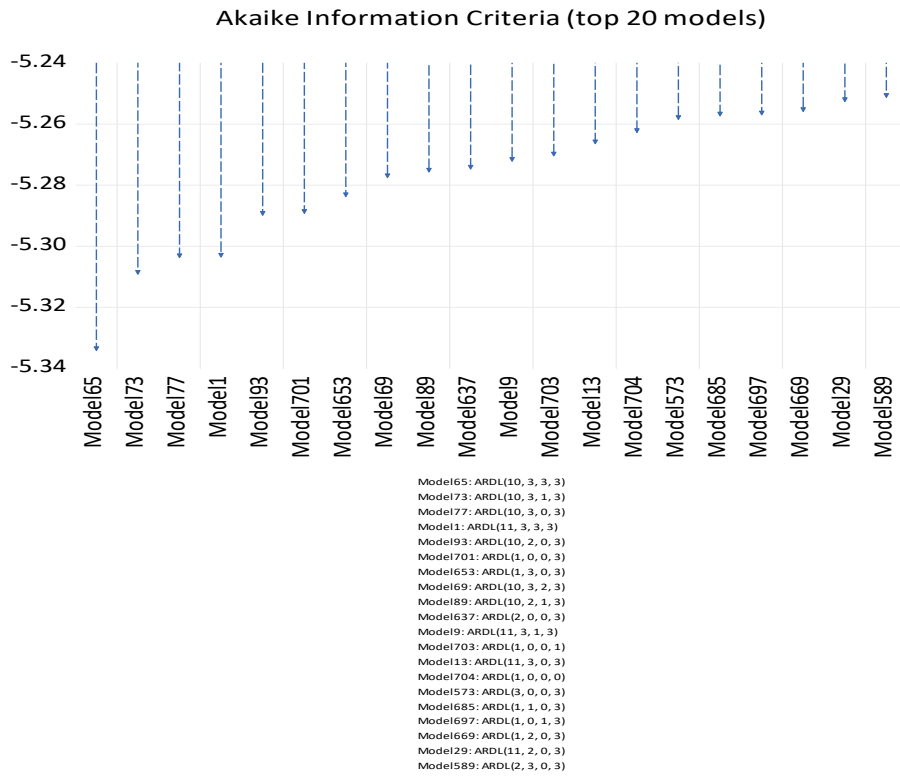
جدول (٦) نتائج انموذج (ARDL) لدالة الاستثمار في كوريا للمدة(٢٠٢٠-٢٠٠٥)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

٣ - اختبار تحديد فجوة الابطاء المثلى

بعد اجراء الاختبار كما في الشكل البياني(١) اتضح ان فترات الابطاء المثلى (١٠،٣،٣،٣)في الانموذج (٦٥)، لانها تعطي اقل قيمة وفقاً لمعيار **Akaike**

الشكل (1) فترات الابطاء المثلى وفقا لمعيار **Akaike** لافضل 20 نموذج(**ARDL**) من الرتب المختلفة



المصدر: مخرجات برنامج **EViews 12**

٤ – اختبار الحدود (**Bound Test**) للانموذج المقدر لدالة الاستثمار

بعد اجراء الاختبار ظهرت النتائج كما في الجدول(٧) نلحظ ان قيمة(**F-Statistic** = ٢,٥٠٦٥٢٨) المحتسبة اكبر من القيمة الجدولية الصغرى البالغة (٢,٣٧) ولكنها اقل من القيمة الجدولية العظمى (٢,٣) بمستوى دلالة ١٠٪، أي هنالك

علاقة للتكامل المشترك في المستوى، وعندئذن نرفض فرضية العدم (H:٠=b) ونقبل الفرضية البدية(H:١٠≠b).

Test Statistic	Value	K
F-Statistic	2.506528	3
Signi.	I0 Bound	I1Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08
1%	3.65	4.66

جدول (٧) اختبار الحدود (Bound Test) للانموذج المقدر لدالة الاستثمار

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

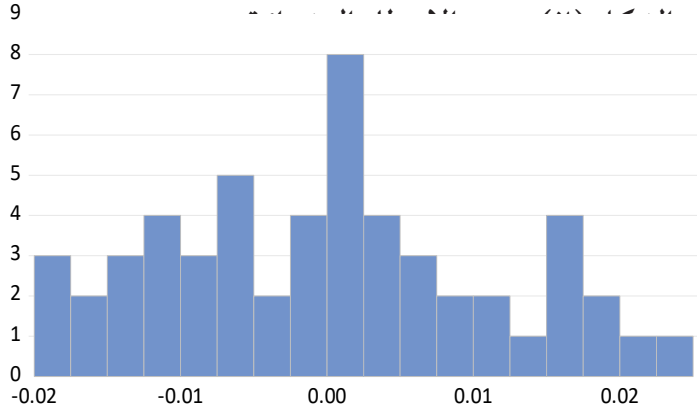
٥ – الاختبارات التشخيصية:-

يتضح من الجدول(٨) ان النموذج المقدر لايعاني من مشكلة عدم ثبات الثباين، و يخلو من الارتباط التسلسلي بين البواقي حسب اخبار كلاً من White و Breusch-Godfrey لان القيمة الاحتمالية لاحصائية (F) غير معنوية عند مستوى دلالة (٥٪) . وكذلك تحقق التوزيع الطبيعي للبواقي باستخدام اختبار Jarque - Bera وبقيمة احتمالية (٤٣ , ٠) وهي اكبر من (٥٪)، وعليه نقبل فرضية العدم أي ان البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً كما موضح في الشكل البياني (٢).

جدول (٨) الاختبارات التشخيصية لدلة الاستثمار

Heteroskedasticity Test: White Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-Statistic	0.689720	Prob. F(22،31)	0.8156
Obs*R-squared	17.74570	Prob. Chi-Square(٢٢)	0.7210
Scaled xplained SS	3.559304	Prob. Chi-Square(22)	1.0000
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: Null hypothesis: No serial correlation			
F-statistic	0.220676	Prob. F(2،29)	0.8033
Obs*R-squared	0.809509	Prob. Chi-Square(٢)	0.6671

الجدول: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

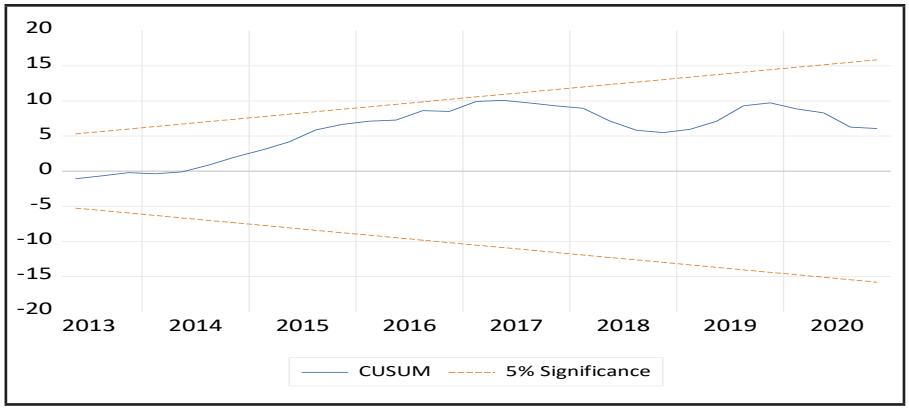


المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

٦ – اختبار الاستقرارية الهيكلية لمعلمات الانموذج Stability Diagnostic

وفقاً لاختبار CUSUM Test في الشكل البياني(٣)، يتضح ان مجموع تراكم البواقي يقع داخل عمود القيم الحرجة، مما يعني استقرار المعلمات المقدرة عند مستوى معنوية ٥٪.

الشكل (١) اختبار استقرارية المعلمات



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

٧- تقدير انموذج تصحيح الخطأ لدالة الاستثمار(I)

يتضح من الجدول (٩) ان الارتداد الزمني لحجم الاستثمار في الفترات السابقة يرتبط بعلاقة طردية مع حجم الاستثمار، اذ ان زيادة الاستثمار في فترات الابطاء الاولى والخامسة والثامنة والتاسعة بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة الاستثمار الحالي بمقدار (٠,٢٤، ٠,٢٧، ٠,٢٦، ٠,٥١) وحدة على التوالي وبمستوى دلالة (١٠٪، ١٪) على التوالي وهو مايتفق مع منطق النظرية الاقتصادية. كما ان الارتداد الزمني لسعر الصرف الحقيقي للوون الكوري(Won) يرتبط بعلاقة عكسية مع حجم الاستثمار الحالي اذ نلحظ في فترتي الابطاء الأولى والثانية ان ارتفاع سعر الصرف الحقيقي بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض حجم الاستثمار الحالي بمقدار (٠,١٥، ٠,١٢) وحدة على التوالي، وبمستوى دلالة (١٪) وهو مايتفق مع المنطق الاقتصادي،لان ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يضعف النشاط الاستثماري الإنتاجي في الداخل من

ثم قدرة الاقتصاد على خلق فرص عمل جديدة.وفي ذات الوقت كلما يرتفع سعر الصرف الحقيقي تصبح المستوردات ارخص نسبيا.وبالتالي عجز السلع المحلية عن منافسة السلع والخدمات الأجنبية في الداخل ويواجه البلد صعوبات متزايدة في اقتحام الأسواق الخارجية.

وقد اتضح ايضاً من خلال نتائج التقدير ان الارتداد الزمني للائتمان المصرفي يرتبط بعلاقة طردية مع حجم الاستثمار الحالي، اذ ان زيادة الائتمان المصرفي بمقدار وحدة واحدة في فترة الابطاء الثانية تؤدي الى زيادة الاستثمار بمقدار (٠,٦٢) وحدة وبمستوى دلالة (١٠٪) وهو مايتفق مع منطق النظرية الاقتصادية.

في حين أظهرت نتائج التقدير علاقة عكسية بين الارتداد الزمني السعر الفائدة الحقيقي وحجم الاستثمار الحالي، اذ نلحظ في فترة الابطاء الثانية ان ارتفاع سعر الفائدة بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض حج الاستثمار بمقدار(٠,٠١٧) وحدة وبمستوى دلالة (١٪) وهو مايتفق مع منطق النظرية الاقتصادية. ايضاً نلحظ ان فترة الابطاء الأولى تتنفق مع منطق النظرية الاقتصادية من حيث الاشارة الا انها غير معنوية احصائياً.اما سرعة التعديل او معامل تصحيح الخطأ فقد كان سالب ومعنوي بمستوى دلالة (١٪) **Coefficient**= -١,٣٤٧١٠٠) مما يعني ان ٣٥٪ من اخطاء الاجل القصير يمكن تصحيها في وحدة الزمن (فصل) من اجل العودة الى الوضع التوازني الطويل الاجل. أي ان الفترة الزمنية اللازمة للعودة الى الوضع التوازني الطويل تساوي= = = ٢,٨٨١٠ اي ان الفترة اللازمة للعودة الى التوازن الطويل الاجل تساوي تسعة اشهر.

جدول (٩) معالم الاجل القصير وانموذج تصحيح الخطأ لدالة الاستثمار في كوريا للمدة(١ ,٢٠٠٥-٤ ,٢٠٢٠)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RI(-1))	0.235247	0.130472	1.803037	0.0811
D(RI(-2))	0.187225	0.131818	1.420328	0.1655
D(RI(-3))	0.171529	0.136580	1.255884	0.2185
D(RI(-4))	-0.113069	0.128976	-0.876670	0.3874
D(RI(-5))	0.268427	0.133281	2.013985	0.0528
D(RI(-6))	0.005115	0.127716	0.040052	0.9683
D(RI(-7))	0.169199	0.129892	1.302617	0.2023
D(RI(-8))	0.255074	0.131593	1.938354	0.0617
D(RI(-9))	0.512273	0.148766	3.443487	0.0017
D(REX)	-0.118294	0.056150	-2.106729	0.0433
D(REX(-1))	-0.155568	0.052365	-2.970827	0.0057
D(REX(-2))	-0.125980	0.052331	-2.407365	0.0222
D(RCR)	0.571021	0.333587	1.711760	0.0969
D(RCR(-1))	-0.057697	0.324447	-0.177832	0.8600
D(RCR(-2))	0.612293	0.336571	1.819213	0.0786
D(RR)	-0.008306	0.004182	-1.986287	0.0559
D(RR(-1))	-0.001070	0.004289	-0.249545	0.8046
D(RR(-2))	-0.017687	0.004631	-3.819097	0.0006
CointEq(-1)*	-0.347101	0.092274	-3.761616	0.0007
R-squared	0.570543	Mean dependent var		0.006718
Adjusted R-squared	0.349679	S.D. dependent var		0.017020
S.E. of regression	0.013726	Akaike info criterion		-5.469038
Sum squared resid	0.006594	Schwarz criterion		-4.769210
Log likelihood	166.6640	Hannan-Quinn criter.		-5.199141
Durbin-Watson stat	2.108696			

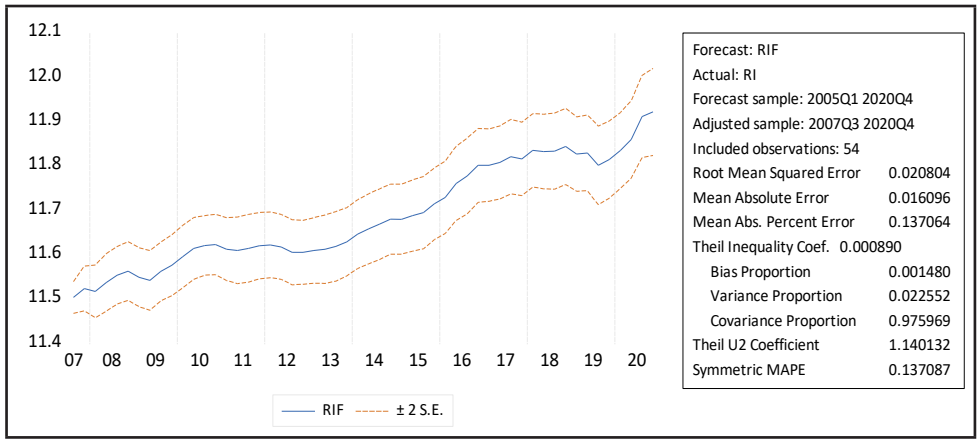
الجدول: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

٨ - اختبار الاداء التنبؤي لانموذج تصحيح الخطأ

يستند التنبوء على تحليل بيانات الفترات الزمنية السابقه وتطبيق نتائجها على المستقبل

من خلال استخدام نموذج قياسي مناسب لمعرفة المسار المستقبلي للظاهرة الاقتصادية استناداً الى البيانات المتوفرة عن تلك الظاهرة، وقيم المعلمات التي يتم استخراجها من النموذج المستخدم، ويُعد التنبؤ تقديراً للمجهول لحالة وسلوك الظاهرة الاقتصادية في المستقبل القريب (الأمد القصير) او قد يكون توقعاً او تكهناً من خلال وصف حالة الظاهرة الاقتصادية في المستقبل. وتُقيم الكفاءة التنبوئية للنموذج المستخدم من خلال معامل عدم التساوي لثايل **Theil's Inequality Coefficient**. وعندما نلحظ نتائج تقدير الأداء التنبؤي في الشكل (٤) يتبين ان معامل عدم التساوي (ثايل) يقترب من الصفر وان نسبة التحيز كانت صفر و التباين يقترب من الصفر وان نسبة التغاير قريبة من الواحد. مما يعني ان الانموذج يتمتع بقدر عالي في التنبؤ اذ يمكن الاعتماد على نتائجه في التنبؤ بالسلوك المستقبلي لمؤشر الاستثمار وتقييم السياسات لاتخاذ القرارات الاقتصادية المناسبة لتحقيق الأهداف المخططة.

الشكل (٢) اختبار الاداء التنبؤي لانموذج تصحيح الخطأ



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج **EViews 12**

الاستنتاجات والتوصيات:

أولا: الاستنتاجات:

١ – ان التأخير في تنفيذ إجراءات وتدابير السياسة النقدية مشكلة مثيرة للجدل ومرهقة للسياسة النقدية، وذلك لأن السياسات ذات التوقيت غير المناسب يمكن ان تكون سبب في زيادة حدة التقلبات الاقتصادية السائدة أصلاً بدلاً من تهدئتها. لاسيما اذ كلما كان متوسط فترة الابطاء طويل.

٢ – تضمين العنصر الزمني في الدوال الاقتصادية من خلال استخدام المتغيرات المبطأة زمنياً (Lagged Variables) يتيح إمكانية التوصل الى اجراء مقارنات دقيقة بين الإجراءات النقدية في مدى سرعة ودرجة تأثيرها في متغيرات الاقتصاد الكلي والتي منها اجمالي الاستثمار.

٣ – ان اتباع البنوك المركزية لنهج قائم على القواعد بدل من النهج التقديري يجنب حصول مشكلة عدم التناسق الزمني، الذي قد يؤدي الى الحاق الضرر بالقطاع الخاص، كما يحد من الضغوط السياسية في الأمد القصير . ايضاً توفر قواعد السياسة أساسًا مفيدًا للمقارنات التاريخية في حال تنفيذ اجراء معين للسياسة النقدية بالاستفادة من تجربة الصياغه في فترات سابقة.

٤ – من خلال النتائج المستخلصة لانموذج تصحيح الخطـ يمكن الاستنتاج ان فترات الابطاء الداخلية لقنوات انتقال السياسة النقدية الى دالة الاستثمار كانت قصيرة جدا. وهذا يدل على قدرة البنك المركزي الكوري في ادراك او التمييز واتخاذ القرارات والتنفيذ في الوقت المناسب. الى جانب التنبؤ الدقيق بالاثر الكلي لقنوات انتقال لسياسة النقدية (التباطؤات الخارجية. ويدعم هذا الاستنتاج معامل عدم التساوي لثايل (Thiel inequality Coef) الذي كانت قيمته (٠,٠٠٨) وهو يدل على الدقة

العالية لما يمكن ان تسفر عنه الإجراءات النقدية المتخذه في الزمن ( ) على الأوضاع الاقتصادية في المستقبل. إضافة الى ان سرعة التعديل كانت عالية اذ استغرقت فاصل زمني مقداره ثلاثة اشهر. وهذا يعني ان هنالك فاعلية كبيرة لقنوات انتقال السياسة النقدية في التأثير على الاستثمار بفاصل زمني قصير.

ثانياً : التوصيات

١ – ينبغي ان لايقتصر الاهتمام في رسم السياسة النقدية من قبل البنك المركزي بل لابد من التأكيد على فعالية وكفاءة ادارة السلطة النقديه لها عبر فهم قنوات انتقال السياسة النقدية لان اثر السياسة النقدية لايتنقل الى النشاط الاقتصادي الحقيقي الا من خلال تلك القنوات.

٢ – طالما ان تأثير السياسة النقدية لاينعكس على النشاط الاقتصادي الا بعد مرور فاصلة زمنية معينة، لذلك لابد من ان يجري التركيز على المستقبل حينما يتم تحليل اثر أي جراء نقدي على مستوى الاقتصاد الكلي.

٣ – يجب تحديد المشكلة الفعلية قبل اتخاذ أي اجراء من قبل السلطة النقدية لان ادراك وجود مشكلة ما على مستوى الاقتصاد الكلي، يتطلب الحاجة لبعض الوقت لجمع وتحليل وتقييم البيانات حول المشكلة المحددة لضمان انها تعكس وجود مشكلة فعلية في الاقتصاد وليست مجرد انحراف احصائي.

٤ – نظراً لأهمية عنصر الزمن في تفسير سلوك دوال الاقتصاد الكلي نرى من الضروري اخذ فترة الارتداد الزمني بنظر الاعتبار عند اعداد وصياغة الخطط الاقتصادية.

المصادر

أ – المصادر العربية

١ – علي احمد ابريهي، الاقتصاد المالي الدولي والسياسة النقدية،العراق،٢٠١١.

٢– الشاذلي، احمد شفيق قنوات انتقال اثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة،دراسات اقتصادية، العدد٣٩، ٢٠١٧.

٣ – زواطر مونية ،قنوات انتقال السياسة النقدية دراسة مقارنة بين قناتي سعر الفائدة وقناة الإقراض البنكي في الجزائر للفترة (١٩٩٠–٢٠١٧) ،رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي،٢٠١٩.

٤ – طه خالد صلاح الدين، تطبيق انموذج الانحدار الذاتي للابطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة علاقة التكامل المشترك بين أسعار كتاكيت ودجاج اللحم في مصر خلال الفترة ٢٠١٥–٢٠١٨، مجلة الاقتصاد والعلوم الاجتماعية ، جامعة المنوفية ، العدد ، ٢٠١٨.

ب – المصادر الأجنبية

1 - Frederic Mishkin ،The channels of monetary transmission: lesson for monetary policy ،national bureau of economic Research، working paper،1996.

2- Lamont K. Black and Richard J. Rosen، How the Credit Channel Works: Differentiating the Bank Lending Channel and the Balance Sheet Channel، Federal Reserve Bank of Chicago، Working Paper،2007.

3 - Board of Governors of the Federal Reserve System، Monetary

Policy Report to the Congress، 2006.

4 - Board of Governors of the Federal Reserve System، Monetary Policy Report، 2020.

5 - Federal reserve bank، Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies،2007.

6 - Board of Governors of the Federal Reserve System، Monetary Policy Report،2018.

7 - The Annual Economic Report of the President، Council of Economic Advisers United States Government Printing Office، Washington ،2014. 8- Saed Khalil and Michel Dom Brecht، The Autoregressive Distributed

Lag Approach to co-integration testing: application to opt inflation، PMA Working Paper.

9 - M. Hashem Pesaran، Yongcheol Shinb and Richard J. Sith، Bounds Testing Approaches to The Analysis of Level Relationship، Journal of Applied Econometrics، Vol. 16، No. 3،2001.

10 - Federal Reserve Bank of St. Louis، USA، economic data

11 - bank for international settlements، Basel ، Statistic.