

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية
الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة سعيدة - د. مولاي الطاهر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، تسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية

فعالية قناة سعر الفائدة كآلية لانتقال آثار السياسة النقدية الى الاستثمار في
الجزائر

- تحت إشراف الأستاذ:

بوعلي هيشام

- من إعداد الطالبة:

بوسعيد أحلام

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 18 جوان 2026

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور /مغنية هواري / رئيسا

الدكتور / بوعلي هيشام / مشرفا

الدكتور / لحول عبد القادر / مناقشا

السنة الجامعية 2025م – 2026م



الإهداء

أهدي هذا النجاح لنفسي التي كانت خير سندٍ لي في كل خطوة،
ولجهودتي التي لم تنطفئ طيلة سنوات الدراسة، فخر
واعتزازاً بما وصلتُ إليه اليوم.

كما اهدي هذا العمل المتواضع:

إلى روح والدي الطاهر، أسأله تعالى ان يتغمده برحمته الواسعة وان
يسكنه جنات الفردوس الأعلى.

إلى من جعل الجنة تحت أقدامها واحتضني قلبها قبل يدها وسهلت
لي الشدائد بدعائها لي. القلب الحنون والشمعة التي كانت لي في
الليالي المظلمات سر قوتي ونجاحي ومصباح دربي الذي وهج حياتي -
والدتي -

إلى إخوتي أطال الله في أعمارهم:

إلى أخي عبد الحق سندي بعد أبي

إلى أختي الحبيبة إكرام التي كانت تساندي في كل كبيرة وصغيرة

إلى إخوتي زهرات البيت لامية ونائلة

إلى كل صديقاتي بدون استثناء

أحلام

الشكر والعرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على المبعوث رحمة العالمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

نشكر الله على نعمة التي لا تعد ولا تحصى ومنها توفيقه تعالى على إتمام هذا العمل ويشرفنا ان نتقدم بجزيل الشكر والامتنان وخالص العرفان والتقدير إلى الأستاذ الدكتور **"بوعلي هشام"** الذي كان نعم المؤطر من خلال دعمه و توجيهاته و نصائحه القيمة التي كانت حافز لإتمام هذا العمل .

أتوجه بصدق الوفاء بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على رأسهم "الدكتور **"لحول عبد القادر"** و الدكتور **"مغنية هواري"** الذين تحملوا عناء قراءة هذا البحث و تصحيح أخطائه.

فجازاهم الله جميعا وجعل ما يبذلوه من جهد في سبيل العلم في موازين حسناتهم. الشكر موصول إلى أستاذتنا الكرام في كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير بجامعة سعيدة.

أحلام



ملخص:

تناولت هذه الدراسة موضوع فعالية قناة سعر الفائدة كآلية لانتقال آثار السياسة النقدية إلى الاستثمار في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1982 إلى 2024، وذلك انطلاقاً من الأهمية الإستراتيجية للسياسة النقدية باعتبارها إحدى أهم أدوات الاستقرار الاقتصادي وتوجيه النشاط الاستثماري الكلي. وحيث سعت الدراسة إلى تشخيص المقاربات النظرية الحاكمة لقنوات الأثر النقدي، فقد ركزت على اختبار هذه الفعالية قياساً في واقع الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على أحدث أدوات القياس الاقتصادي من خلال بناء نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة. {ARDL} وقد أسفرت النمذجة القياسية عن إثبات وجود علاقة توازنية طويلة الأجل (تكامل مشترك) بين الاستثمار الكلي والمتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج؛ إذ أظهرت النتائج وجود أثر سالب ومعنوي إحصائياً عند مستوى المعنوية 5% لسعر الفائدة الحقيقي (RINR) على حجم الاستثمار بمعامل قدره (-0.9710)، مما يؤكد مطابقة الواقع للنظرية الاقتصادية بأن زيادة تكلفة الاقتراض بـ 1% تؤدي إلى انكماش الإنفاق الاستثماري بمعدل 0.97%. وفي المقابل، كشفت المخرجات عن غياب المعنوية الإحصائية لأثر الائتمان المصرفي، التضخم، وإجمالي الناتج المحلي في المدى الطويل، مما يترجم وضعف في كفاءة المنظومة البنكية التقليدية في دعم القطاعات الإنتاجية الحقيقية وتفضيلها للتمويلات التجارية قصيرة الأجل، بينما ظهر أثر عوائد المحروقات {LOIL} سالباً ومعنوياً في الأجل القصير فقط بقيمة (-0.0905) نتيجة مساهمة تقلبات النفط الفجائية في خلق بيئة من عدم اليقين تقرمّل الخطط الاستثمارية الفورية للمؤسسات، رغم تأكيد نموذج تصحيح الخطأ {ECM} القدرة على العودة نحو التوازن بسرعة تعديل سنوية بلغت (-26.83%). وعليه، فإن ترقية الأداء الاقتصادي لأدوات السياسة النقدية يستلزم عمقاً في الإصلاحات المصرفية، وعصرنة السوق النقدية، وتقليل التبعية لقطاع الطاقة بما يضمن انسيابية أكثر كفاءة للإشارات النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي لدعم النمو المستدام.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية، قناة سعر الفائدة، استثمار كلي، اقتصاد جزائري، نموذج {ARDL}.

Abstract :

This study examines the effectiveness of the interest rate channel as a transmission mechanism for monetary policy effects on investment in Algeria from 1982 to 2024. This investigation is prompted by the strategic importance of monetary policy as one of the most vital tools for economic stabilization and for guiding aggregate investment activity. While seeking to diagnose the theoretical approaches governing monetary transmission channels, the study focuses on empirically testing this effectiveness within the context of the Algerian economy. Utilizing state-of-the-art econometric tools, the study constructs an Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model. The econometric modeling proved the existence of a long-term equilibrium relationship (cointegration) between aggregate investment and the independent variables included in the model. The results revealed a statistically significant negative effect—at the 5% significance level—of the real interest rate (RINR) on investment volume, with a coefficient of (-0.9710). This confirms that empirical reality aligns with economic theory, demonstrating that a 1% increase in borrowing costs leads to a contraction in investment expenditure by 0.97%. Conversely, the outputs revealed a lack of statistical significance for the long-term effects of bank credit, inflation, and Gross Domestic Product (GDP). This reflects the weak efficiency of the traditional banking system in supporting real productive sectors and its preference for short-term commercial financing. Meanwhile, the effect of oil revenues (LOIL) appeared negative and significant only in the short term, with a value of (-0.0905), as sudden oil shocks create an environment of uncertainty that dampens immediate corporate investment plans. Nevertheless, the Error Correction Model (ECM) confirmed the capacity to return to equilibrium, with an annual adjustment speed of (-26.83%). Consequently, upgrading the economic performance of monetary policy tools requires deep banking reforms, modernization of the monetary market, and a reduction in dependency on the energy sector to ensure a more efficient flow of monetary signals toward the real economy to support sustainable growth.

Keywords : Monetary Policy, Interest Rate Channel, Aggregate Investment, Algerian Economy, ARDL Model.

قائمة المحتويات

2	مقدمة:
2	تمهيد:
3	1.1 مفاهيم حول السياسة النقدية وقناة سعر الفائدة
3	1.1.1 مفهوم السياسة النقدية
4	2.1.1.1 أهداف السياسة النقدية
8	3.1.1.1 أدوات السياسة النقدية
8	1.3.1.1.1 أدوات التقليدية للسياسة النقدية
13	2.3.1.1.1 أدوات الحديثة للسياسة النقدية
14	4.1.1.1 قنوات انتقال أثر استخدام السياسة النقدية
21	5.1.1.1 قنوات انتقال أثر استخدام السياسة النقدية من المنظور الإسلامي:
26	2.1.1 مفهوم الاستثمار ومحدداته:
26	1.2.1.1 مفهوم الاستثمار: هناك عدة مفاهيم منهم
27	2.2.1.1 خصائص الاستثمار:
27	3.2.1.1 أهداف الاستثمار:
27	4.2.1.1 محددات الاستثمار وأدواته:
27	1.4.2.1.1 محددات الاستثمار:
28	2.4.2.1.1 أدوات الاستثمار:
30	3.1.1 ميكانيكية عمل قناة سعر الفائدة
30	1.3.1.1 مفهوم قناة سعر الفائدة
30	2.3.1.1 آلية عمل قناة سعر الفائدة
36	3.3.1.1 محددات فاعلية قناة سعر الفائدة
38	2.1 دراسات سابقة
38	1.2.1 دراسات محلية:
44	2.2.1 دراسات عربية
46	3.2.1 دراسات أجنبية:
45	تمهيد
46	1.2 المبحث الأول: منهجية نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
46	1.1.2 المطلب الأول: الإطار النظري لنموذج ARDL
46	1.1.1.2 مفهوم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
47	2.1.1.2 شروط نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
47	3.1.1.2 مزايا نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
48	2.1.2 المطلب الثاني: تقدير نموذج ARDL
49	1.2.1.2 الاستقرارية:
49	2.2.1.2 فترات الإبطاء ومنهج اختبار الحدود (BOUNDS TEST)
51	3.2.1.2 معلمات أنموذج (ARDL) ومعلمة تصحيح الخطأ
52	3.1.2 المطلب الثالث: اختبارات صلاحية وجود النموذج

52	1.3.1.2 الاختبارات التشخيصية:
52	2.3.1.2 اختبار الاستقرار:
53	2.2 المبحث الثاني: نتائج الدراسة القياسية
53	1.2.2 المطلب الأول: وصف نموذج الدراسة
53	2.2.2 المطلب الثاني: معطيات الدراسة
54	3.2 المبحث الثالث: النتائج ومناقشتها
54	1.3.2 المطلب الأول: اختبار الاستقرار وفترة الإبطاء المثلثي
57	2.3.2 المطلب الثاني : تقدير معلمات الأجل الطويل الأجل القصير ونموذج تصحيح الخطأ
60	3.3.2 المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية لسلامة النموذج واختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج
67	الخاتمة:

قائمة الجداول

54	جدول 1.2 اختبار فيليبس بيرون (PP)
55	جدول 2.2 اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)
56	جدول 3.2 اختبار منهج الحدود
57	جدول 4.2 معادلة الأجل الطويل
58	جدول 5.2 تقدير معلمات الأجل القصير ونموذج تصحيح الخطأ
60	جدول 6.2 اختبار الارتباط الذاتي للبواقي (BREUSCH-GODFREY LM TEST)
60	جدول 7.2 اختبار عدم ثبات التباين المشروط (ARCH TEST)

قائمة الاشكال

- الشكل 1.1 استراتيجية السلطات النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية 12
- الشكل 1.2 اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 61
- الشكل 2.2 اختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج (CUSUM & CUSUM SQ) 61

المقدمة

مقدمة:

تشكل السياسة النقدية إحدى الركائز الأساسية التي تستند إليها الدول في إدارة اقتصاداتها الكلي، فلم تعد مجرد أداة تقليدية للحفاظ على استقرار الأسعار والسعي للسيطرة على التضخم فحسب، بل أصبحت محركا حيويا وموجها استراتيجيا يؤثر في مختلف المتغيرات الاقتصادية الحقيقية، وعلى رأسها الاستثمار الذي ي مثل عصب النمو المستدام. وتعمل هذه السياسة من خلال قنوات انتقال متعددة تبرز من بينها "قناة سعر الفائدة" كأكثر الآليات كلاسيكية وأهمية في الفكر الاقتصادي الحديث.

إن فهم الكيفية التي تنتقل بها القرارات النقدية من أروقة البنوك المركزية إلى القطاع الحقيقي يتطلب غوصا في الأسس النظرية والآليات الهيكلية التي تفسر سلوك المستثمرين والشركات تجاه التغيرات في تكلفة التمويل. فالتفاعل بين أسعار الفائدة والطلب على الائتمان يشكل جوهر العملية التي تسعى من خلالها السلطات النقدية لتوجيه عجلة النشاط الاقتصادي وضمان الاستقرار المالي. وتفترض النظرية الاقتصادية أنه في ظل نظام مالي كفء، فإن قيام البنك المركزي بتعديل أسعار فائده التوجيهية ينعكس مباشرة على أسعار الفائدة في السوق النقدية، ومن ثم على أسعار فائدة القروض الممنوحة للاستثمار، مما يؤثر في النهاية على تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري للمؤسسات.

إلا أن واقع المنظومات الاقتصادية، خاصة في الدول النامية، يفرض تحديات هيكلية ومؤسسية قد تحد من سلاسة وكفاءة هذا الانتقال النظري. وتعتبر الجزائر سياقاً بحثياً متميزاً لدراسة هذه الظاهرة؛ حيث مر الاقتصاد الوطني بتحويلات جوهرية أثرت على بيئته النقدية والمصرفية. ورغم الإصلاحات المتتالية التي استهدفت تفعيل دور أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر، فإن الطبيعة الريفيه للاقتصاد الجزائري الناتجة عن الهيمنة الهيكلية لقطاع المحروقات كمصدر رئيسي للسيولة والتمويل الموازناتي، خلقت بيئة نقدية معقدة تتأرجح تاريخيا بين فترات فائض السيولة الهيكلية وصدمات الجفاف النقدي المرتبطة بتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية. هذه التقلبات الفجائية في عوائد المحروقات لا تساهم فقط في تحديد مستويات السيولة المصرفية، بل تسهم أيضا في خلق بيئة من "عدم اليقين" لدى الوكلاء الاقتصاديين، مما قد يؤثر سلبا على قراراتهم الاستثمارية في الأجل القصير.

وفي ظل هذه الديناميكيات الماكرو-اقتصادية، يظل التساؤل مطروحا حول مدى قدرة المنظومة المصرفية الجزائرية على القيام بدور الوساطة المالية الكفؤة. فالقنوات النظرية لانتقال أثر السياسة النقدية

تتطلب أسواقا مالية عميقة وجهازا مصرفيا قادرا على توجيه الائتمان نحو القطاعات الإنتاجية الحقيقية. غير أن الواقع التطبيقي يشير إلى وجود اختلالات هيكلية؛ حيث يلاحظ أحيانا ضعف في معنوية أثر الائتمان المصرفي الممنوح للاقتصاد أو إجمالي الناتج المحلي على نمو الاستثمار في الأجل الطويل، مما يترجم فجوة في كفاءة التخصيص الائتماني وصعوبة تحويل السيولة المصرفية إلى تراكمات رأسمالية مستدامة بعيدا عن تقلبات قطاع الطاقة.

لقد فتح التطور في أدوات الاقتصاد القياسي الحديث آفاقا جديدة لتقييم كفاءة السياسات الاقتصادية؛ حيث يتجاوز التحليل الحديث مجرد رصد الآثار الظرفية إلى قياس العلاقات الديناميكية التوازنية في الأجلين القصير والطويل. ويعد نموذج "منهج اختبار الحدود للاعتماد الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)" من الأدوات القياسية الأكثر نجاعة في هذا الصدد، لقدرته على التعامل مع السلاسل الزمنية بمختلف درجات تكاملها، وتحديد سرعة عودة النظام إلى توازنه الكلي عبر "نموذج تصحيح الخطأ (ECM)" عقب الصدمات الاقتصادية المفاجئة.

1. الإشكالية:

ومن خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى تعد قناة سعر الفائدة فعالة في نقل آثار السياسة النقدية إلى الاستثمار في الجزائر خلال الفترة (1982-2024)؟

ولمعالجة هذه الإشكالية يتطلب الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف تطورت أدوات السياسة النقدية وأهدافها الوسيطة في الجزائر؟
- إلى أي مدى تعكس المؤشرات القياسية وجود تكامل مشترك وعلاقة توازنية مستقرة في الأجل الطويل بين تقلبات سعر الفائدة وحجم الاستثمار في الجزائر؟
- ما هي درجة استجابة (مرونة) الاستثمار الكلي في الجزائر للتغيرات في سعر الفائدة الحقيقي، وهل تتسق هذه الاستجابة مع الفرضيات النظرية في ظل هيمنة قطاع المحروقات؟
- كيف تفسر الصدمات المفاجئة في عوائد المحروقات حالة "عدم اليقين" التي تؤدي إلى أثر سلبي على الاستثمار في الأجل القصير؟

2. الفرضيات الدراسية:

وللإجابة على تساؤلات الدراسة، ننطلق من الفرضيات الآتية:

-الفرضية الرئيسية

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة الحقيقي والاستثمار في الجزائر، بما يعكس فعالية قناة سعر الفائدة في نقل آثار السياسة النقدية إلى الاستثمار خلال الفترة 1982-2024.

- الفرضيات الفرعية

1. توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار ومتغيرات السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر.
2. يؤثر سعر الفائدة الحقيقي تأثيراً سالباً ومعنوياً في الاستثمار في الأجل الطويل.
3. تؤثر المتغيرات الاقتصادية الكلية، المتمثلة في الناتج المحلي الحقيقي، التضخم، الائتمان المصرفي وأسعار النفط، في الاستثمار بدرجات متفاوتة.
4. توجد آلية تصحيح خطأ معنوية تسمح بعودة الاستثمار إلى التوازن طويل الأجل بعد حدوث اختلالات قصيرة الأجل.

3. مبررات اختيار الموضوع:

تتلخص أهم مبررات اختيار هذا الموضوع في الأسباب التالية:

- يندرج هذا الموضوع في صميم التخصص العلمي للباحث في العلوم الاقتصادية والنقدية، وتلبية الرغبة الشخصية في تعميق المعارف حول آليات انتقال السياسة النقدية.
- السعي لتطبيق أسلوب كمي حديث يعتمد على نموذج اختبار الحدود للاعتماد الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، وتجاوز نمطية الدراسات القياسية التقليدية للفصل الدقيق بين ميكانيزمات الأجلين القصير والطويل.
- الميل الشخصي والرغبة الذاتية في تعميق البحث حول هذا الموضوع المتميز نظراً للأهمية البالغة والمتزايدة التي يحظى بها سعر الفائدة كأداة محورية في توجيه القرارات الاستثمارية في الاقتصاد الحديث.

4. أهمية الدراسة:

- محاولة التعرف على الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية وقنوات انتقال أثرها إلى الاستثمار الحقيقي مع التركيز على قناة سعر الفائدة.
- تشخيص الاختلالات الهيكلية للمنظومة المصرفية التي تعيق تحويل القروض إلى استثمارات إنتاجية حقيقية.
- فصل تطورات الأجلين القصير والطويل للكشف عن أثر تقلبات عوائد النفط على المستثمرين.

- قياس فاعلية قناة سعر الفائدة تطبيقيا في الجزائر باستخدام نموذج اختبار الحدود (ARDL) لمعرفة مدى استجابة الاستثمار الكلي لتغيرات سعر الفائدة.

5. هدف الدراسة :

يهدف البحث إلى توضيح الأسس النظرية لقنوات الانتقال النقدي واختبار فعاليتها في الجزائر، وتكمن أهميته في تقديم قراءة قياسية حديثة تساعد صناع القرار في بنك الجزائر على تقييم نجاعة الأدوات النقدية المستخدمة في تحفيز الاستثمار خارج قطاع المحروقات. كما تتجلى قيمته العملية في تحديد درجة مرونة السلوك الاستثماري تجاه تغيرات سعر الفائدة الحقيقي، والفصل بدقة بين تطورات وعلاقات الأجلين القصير والطويل للكشف عن العقبات الهيكلية التي تعيق تحول القروض والسيولة المصرفية إلى تراكم رأسمالي حقيقي.

6. منهج الدراسة:

للإجابة عن الإشكالية واختبار فرضيات البحث اتبعنا المناهج التالية:

المنهج الوصفي التحليلي :اتبعنا المنهج الوصفي قصد الحصول على مفاهيم وخصائص وأهمية قنوات انتقال السياسة النقدية وسعر الفائدة والاستثمار، كما استعنا بالمنهج التحليلي لتشخيص واقع البيئة المصرفية في الجزائر وتحليل قنواتها النقدية.

المنهج القياسي :استعنا بالمنهج القياسي في الجانب التطبيقي للدراسة لبناء النموذج الاقتصادي واختبار استقرار السلاسل الزمنية، وتقدير معالم العلاقة في الأجلين القصير والطويل باستخدام نموذج اختبار الحدود (ARDL).

كما اعتمدنا على الكتب والملتقيات والمجلات والمذكرات، بالإضافة إلى البرنامج الإحصائي (EViews) لمعالجة البيانات الكمية.

7. مجال الدراسة:

يقسم مجال الدراسة إلى :

- المجال الجغرافي: هذه الدراسة متعلقة بواقع الاقتصاد الجزائري.
- المجال الزمني: تتحدد فترة الدراسة من سنة 1982 إلى سنة 2024 بمعطيات سنوية.

8. صعوبات البحث:

بغض النظر عن المجهودات المبذولة في إعداد هذه المذكرة إلا أن هناك صعوبات وجهتها أثناء إنجاز هذا البحث هي كالتالي:

- - صعوبة الحصول على مقالات أو مذكرات مشابهة لعنوان المذكرة، كون عنوان المذكرة غير متداول من قبل

- - صعوبة الحصول على الكتب اللازمة نظرا لعدم وجودها في المكتبة المركزية.
- - نقص المراجع باللغة العربية في الموضوع خاصة فيما يتعلق بقنوات انتقال السياسة النقدية، مما أدى بنا إلى ترجمة بعض المراجع باللغة الفرنسية والإنجليزية، مع الاكتفاء بالمراجع العربية التي توفرت.

الفصل الأول:

الإطار النظري للسياسة النقدية وقناة

انتقالها إلى الاستثمار

تمهيد :

تعد السياسة النقدية إحدى الركائز الأساسية التي تستند إليها الدول في إدارة اقتصاداتها الكلية، حيث لم تعد مجرد أداة للحفاظ على استقرار الأسعار فحسب، بل أصبحت محركا حيويا يؤثر في مختلف المتغيرات الاقتصادية، وعلى رأسها الاستثمار. وتعمل هذه السياسة من خلال قنوات انتقال متعددة، تبرز من بينها "قناة سعر الفائدة" كأكثر الآليات تقليدية وأهمية في الفكر الاقتصادي الحديث.

إن فهم الكيفية التي تنتقل بها القرارات النقدية من أروقة البنوك المركزية إلى القطاع الحقيقي (الاستثمار) يتطلب غوصا في الأسس النظرية التي تفسر سلوك المستثمرين والشركات تجاه التغيرات في تكلفة التمويل. فالتفاعل بين أسعار الفائدة والطلب على الائتمان يشكل جوهر العملية التي تسعى من خلالها السلطات النقدية لتوجيه عجلة النمو الاقتصادي وضمان الاستقرار المالي.

ويهدف هذا الفصل إلى تقديم إطار نظري مفصل حول السياسة النقدية وقنوات انتقالها، مع التركيز بشكل خاص على قناة سعر الفائدة. وسنحاول من خلاله تتبع تطور مفاهيم السياسة النقدية، وتحليل آليات عمل قناة سعر الفائدة، وصولا إلى تحديد العوامل والمحددات التي ترفع من كفاءة هذه القناة أو تحد منها في التأثير على القرارات الاستثمارية، وعليه يقسم هذا الفصل إلى:

- المبحث الأول مفاهيم حول السياسة النقدية وقناة سعر الفائدة :

- **المطلب الأول** مفهوم السياسة النقدية
- **المطلب الثاني** مفهوم الاستثمار ومحدداته
- **المطلب الثالث** ميكانيكية عمل قناة سعر الفائدة

- المبحث الثاني دراسات تطبيقية :

- **المطلب الأول** دراسات محلية
- **المطلب الثاني** دراسات عربية
- **المطلب الثالث** دراسات أجنبية

1.1 مفاهيم حول السياسة النقدية وقناة سعر الفائدة

نشأ مفهوم السياسة النقدية مع بداية القرن التاسع عشر، متطوراً عبر محطات تاريخية عديدة نقلته من المنظور التقليدي الذي حصر النقود في دور 'الحياد'، إلى فكر حديث يعظم دورها ودور السياسة النقدية كركيزة أساسية في توجيه النشاط الاقتصادي. وبناء على ذلك، يتناول هذا المبحث الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية وبيان استراتيجيات بنائها من خلال تناول مجموعة المفاهيم والتعريفات للسياسة النقدية، وبيان أهداف السياسة النقدية، ثم توضيح أدوات السياسة النقدية، مع التركيز على إدارة السياسة النقدية والتحكم فيها.

1.1.1 مفهوم السياسة النقدية

يعد مصطلح السياسة النقدية مصطلحاً حديثاً نسبياً فقد ظهر في أدبيات الاقتصاد خلال القرن التاسع عشر فقط، ثم كتب الكثير في موضوعها وكانت كتاباتهم تبرز من حين إلى آخر إبان الأزمات خاصة وفترات عدم الاستقرار الاقتصادي. كما شهد هذا القرن بدء الدارسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية على اختلافها من طرف المنظرين الاقتصاديين، وكذلك من طرف المهتمين باقتصاد التطبيقي أو العملي. و نشأ ذلك عن المشاكل التي عالجتها الدورات الاقتصادية المتكررة. وفي القرن العشرين، أصبحت السياسة النقدية ودراساتها من نواحيها المختلفة جزء لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية العامة للدولة. (الدوري زكريا والسامرائي يسري، 2006)

ويرى كينت (kent) أن السياسة النقدية هي مجموع الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد قصد بلوغ هدف اقتصادي معين، كهدف الاستخدام الكامل. وفي نفس الاتجاه، يرى براثر (Prather) بأن السياسة النقدية تشمل تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية، ممثلة بالبنك المركزي أو الخزينة. (الدوري زكريا والسامرائي يسري، 2006)

وتعني السياسة النقدية جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي، وهي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والائتمان، وكذلك الاقتراض الحكومي بتأثير الأدوات الخاصة بالسياسة النقدية، كسعر الفائدة وأدوات الظل النقدي. وتعد السياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية لإدارة عرض النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف، والتأثير

في شروط الائتمان لتحقيق أهداف اقتصادية (Bernd Hayo, Kai Henseler and Marc Steffen, 2019)

السياسة النقدية هي جزء لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية العامة للدولة، تطورت كممارسة علمية وتطبيقية منذ القرن التاسع عشر لمواجهة الأزمات والدورات الاقتصادية، وتتمثل في مجموعة الوسائل والإجراءات التدبيرية (النقدية والمصرفية) التي تتخذها السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي أو الخزينة بهدف تنظيم ومراقبة عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) وإدارة أسعار الفائدة والصرف وشروط الائتمان والاقتراض الحكومي، وذلك للتأثير في النشاط الاقتصادي القومي وبلوغ أهداف اقتصادية محددة، وفي مقدمتها تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاستخدام الكامل.

2.1.1.1 أهداف السياسة النقدية

تعمل السياسة النقدية دوماً على بلوغ الأهداف العامة أو النهائية التي تسعى لها السياسة الاقتصادية العامة، وذلك نظراً لأن الأولى بمثابة أداة أو وسيلة من الوسائل الظرفية للسياسة الاقتصادية في أي اقتصاد كان، وبلوغ تلك الأهداف النهائية لن يتأتى عبر المرور بأهداف وسيطة تعد حلقة الوصل لتحقيق الأهداف النهائية التي قد تختلف من دولة إلى أخرى لاعتبارات كثيرة. وتستهدف السياسة النقدية بالدرجة الأولى التأثير على كمية النقود المتداولة في الاقتصاد (تنظيم وتسيير العرض النقدي) ومعدلات الفائدة، قصد التأثير على مستوى الأداء الاقتصادي بشكل عام. وتسعى السياسة النقدية إلى ضمان التوازن الاقتصادي العام بشروطه التوازن الاقتصادي الداخلي والتوازن الخارجي. (لحول عبد القادر، 2011)

فالأول يتحقق من ضمان استقرار المستويات العامة للأسعار (محاربة التضخم)، تحقيق العمالة أو التشغيل الكامل (محاربة البطالة) وتحقيق النمو الاقتصادي. أما الشرط الثاني، فيتمثل في توازن ميزان المدفوعات من خلال ضمان استقرار قيمة العملة الوطنية بالمقارنة مع نظيراتها الأجنبية ومحاولة تحقيق التوازن في الميزان التجاري، المالي والرأسمالي. هذه الأهداف النهائية الأربعة تعرف بأهداف المربع السحري، وقد عرفها الاقتصادي الإنجليزي " نيكولا كالدور "

وتسعى السياسة النقدية لتحقيق مجموعة مختلفة من الأهداف وتختلف السياسة النقدية من دولة لأخرى تبعاً لاختلاف أهداف الدولة نفسها وفيما يلي أبرز أهداف السياسة النقدية:

- تحقيق معدل نمو اقتصادي يحافظ على الاستقرار الاقتصادي ويحد من التقلبات الاقتصادية
- تحقيق أعلى مستوى من التوظيف للموارد الطبيعية والبشرية وخفض نسبة البطالة عند أدنى حد

- تحقيق التوازن والاستقرار في ميزان المدفوعات وضمان استقرار سعر الصرف الوطني
 - تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، و محاولة تقادي مشكلة التضخم
 وتهدف السياسات النقدية إلى تحقيق أهداف محددة رئيسية (أولية) تنقسم إلى أهداف وسيطة وأهداف نهائية وتتضمن ما يلي:

أ- **الأهداف الأولية:** تعد الأهداف الأولية متغيرات يحاول البنك المركزي من خلالها التأثير على الأهداف الوسيطة والتي تتمثل فيما يلي:

1- **مجمعات الاحتياطات النقدية:** تعرف القاعدة النقدية أو النقد ذي الأثر القوي بأنها الأصول التي يمكن استخدامها في المعاملات، وتتكون القاعدة النقدية من زاوية استخداماتها من العملة في التداول والاحتياطي النقدي للبنوك التجارية، والذي ينقسم بدوره إلى الاحتياطي القانوني والاحتياطي الاختياري .
 (كرم فيليب، 1998)

2- **ظروف سوق النقد:** ويقصد بهذا المصطلح مدى سهولة أو صعوبة أسواق الائتمان، ويعني ذلك قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة والبطيئة في معدل نمو الائتمان، ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية يتمثل في سعر الفائدة على الأرصدة المقرضة لمدة تتراوح من يوم إلى يومين ما بين البنوك تحتوي على الاحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة المصرفية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد. (الناقة أحمد أبو الفتوح ، 1998)

وتم استخدام أنواع مختلفة من الأرقام القياسية منها ما كان مستخدما في الخمسينات والستينات من هذا القرن وهو الاحتياطات الحرة والتي تشمل الاحتياطات الزائدة للبنوك الأعضاء في البنك المركزي مأخوذا منها الاحتياطات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي، وثاني هذه الأرقام القياسية لأوضاع سوق النقد، هو أسعار الفائدة على أنونات الخزنة والأوراق التجارية وسعر الفائدة الذي تفرضها البنوك على أفضل العملاء وسعر الفائدة ما بين البنوك. (عثمانية خضرة و سراج خولة ، 2016)

ب- **الأهداف الوسيطة:** الهدف الوسيط هو عبارة عن متغير يمكن للسلطة النقدية أن تمارس عليه تأثيرها بشكل مباشر وسريع بواسطة أدواتها الخاصة. وتتمثل الأهداف الوسيطة بمتغيرات نقدية كلية مثل M1 و M2 ، وسعر الفائدة وأسعار الصرف.

1- **سعر الفائدة كهدف وسيط**: تعرف الفائدة على أنها السعر النقدي لاستخدام الأموال القابلة للإقراض. وترجع أهميتها في النشاط الاقتصادي إلى القرون السابقة، ثم تزايدت أهميتها في العصر الحديث وقد تبنت البنوك المركزية أسعار الفائدة كأهداف وسيطية للسياسة النقدية بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية (الحوارني اكرم محمود ، 2004)

2- **سعر الصرف**: يعد سعر صرف النقد مؤشرا نموذجيا لمعرفة الأوضاع الاقتصادية لبلد ما، وذلك بالحفاظ على استقراره عند مستوى قريب من مستوى تكافؤ القدرات الشرائية، كما أن التدخل المقصود والهادف إلى رفع سعر صرف النقد تجاه العملات الأخرى، قد يكون عاملا في تخفيض التضخم، ورفع سعر الصرف، يؤدي إلى تخفيض الأسعار عند الاستيراد، كما يرفع القدرة الشرائية للعملة، وهو ما يتطابق مع الهدف النهائي للسياسة النقدية (بوخاري لحلو موسى ، 2010)

3- **العرض النقدي**: يشترط في استخدام العرض النقدي كهدف وسيط أن تكون هناك قدرة على تحديده إحصائيا ؛ أي أن يستطيع القائلون على السياسة النقدية تحديد الأصول المالية التي نسميها العملة أو النقود (Duthul , g., & marios, w., 2000)

لقد بات تحديد المعروض النقدي منذ بداية الثمانينات قضية معقدة للغاية، ولم تعد مسألة سهلة كما كانت وذلك نتيجة؛ تغير سرعة دوران النقد تأثرا بتحركات رؤوس الأموال، سواء كانت رسمية أو غير رسمية، إضافة إلى بروز المشتقات المالية الحديثة كمتغير مؤثر. وأمام هذا الإشكال القائم حول اختيار أي عرض نقد يمكن ضبطه بدقة وبسهولة والملاحظ أن ضبط المجمع النقدي الموسع هو ما بات يجذب اهتمام البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة والنامية معا.

ج- **الأهداف النهائية للسياسة النقدية**: تعتبر الأهداف الأولية والوسيطة بمثابة ركائز أساسية تعتمد عليها الاستراتيجيات النقدية المعاصرة للوصول إلى الغايات الكبرى، أو ما ي صطلح عليه بـ "المربع السحري". ويشمل هذا المفهوم أربع مستهدفات رئيسية تسعى الدولة لتحقيقها بالتوازي، وهي: ضمان الاستقرار على المستوى العام للأسعار، العمالة الكاملة، تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى الحفاظ على توازن ميزان المدفوعات

1- **تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار**: يجمع الاقتصاديون في الوقت الحاضر على أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية ينبغي أن يكون هو الحفاظ على استقرار الأسعار، وعلى القدرة الشرائية

للمعلة المحلية، ويعني هذا أن التضخم يجب أن يبقى منخفضا ، يتراوح بين 01% و 04% سنويا ، وأن تلتزم الحكومة باجتناح سياسات تمويل العجز عن طريق زيادة المعروض النقدي.

ويرى كل من كنيوز وآخرون أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل نمو العرض النقدي مرتفعا . وحسب فريدمان، لا يمكن القضاء على التضخم المستمر لمدة طويلة إلا بسياسة نقدية انكماشية، وهي تخفيض معدلات النمو النقدي. ومع معرفة أسباب هذا التوسع النقدي والوضع الاقتصادي، بين فريدمان أن أي تضخم شديد، تولد عن توسع نقدي، وأن أي انكماش رئيسي، نتج إما عن اضطراب نقدي أو تأثر بشدة بالاضطراب النقدي. وإذا ما تم القضاء على الاضطرابات الناتجة عن التقلبات النقدية، فإن الاقتصاد يتسم بالاستقرار النسبي (جوارتيني جيمس و ريشارد استروب ، 1998)

2- **العمالة الكاملة:** تعد العمالة المرتفعة هدفا أساسيا لكل سياسة اقتصادية وكل الآراء تدعم هذه السياسة. ويعرف الاقتصاديون العمالة الكاملة بأنها مستوى العمالة الذي يتحقق من الاستخدام الجيد لقوة العمل المدنية، مع السماح لمعدل منخفض من البطالة ينتج أساسا عن التغيرات الديناميكية والظروف الهيكلية للبنان الاقتصادي؛ فباستطاعة السياسة النقدية أن تساعد على تحقيق هذا الهدف، وذلك من خلال تقوية الطلب الفعال، فعندما تقوم السلطات النقدية بزيادة العرض النقدي، تنخفض أسعار الفائدة، ويزداد الاستثمار، فتتخفض البطالة، وبالتالي زيادة الاستهلاك، ثم زيادة الدخل.

3- **تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي:** يعتمد النمو الاقتصادي على كل من تراكم رأس المال والتقدم التكنولوجي. ويعتمد تراكم رأس المال بدوره على حجم الاستثمارات من الدخل الوطني، كما يؤدي التقدم التكنولوجي إلى زيادة الناتج الذي يمكن تحصيله من القدر المتوفر من عناصر الإنتاج.

ويمكن للسياسة النقدية أن تسهم في تحقيق معدل مرتفع لنمو الاقتصاد الوطني، ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توفرها لتحقيق هذا المعدل العالي، كتوفر الموارد الطبيعية والقوى العاملة المؤهلة، وتوفر عوامل وظروف سياسية واجتماعية ملائمة، لذلك فإن دور السياسة النقدية يجب أن يعمل بالتنسيق مع هذه العوامل، وكذلك مع سياسة مالية غير مناقضة لها. (قنديل ماجد، 2005)

4- **تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات:** يعرف ميزان المدفوعات بأنه بيان إحصائي يلخص بطريقة منهجية المعاملات الاقتصادية لاقتصاد ما مع بقية العالم في فترة محددة. فإذا كانت السياسة

النقدية تستهدف التضخم، فإن سعر الصرف لا يمكن استخدامه مثلا لتحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري. وبالمقابل، إذا كان سعر الصرف يستهدف تحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري، فلا يمكن استخدامه لتخفيض التضخم. وإذا كان سعر الصرف ثابتا، فإن السياسة النقدية لن تكون مستقلة بما فيه الكفاية حتى تصلح أداة لتحقيق الاستقرار الداخلي وإدارة نتائج تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. (قنديل ماجد، 2005)

3.1.1.1 أدوات السياسة النقدية

تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بطريقة غير مباشرة من خلال السياسة النقدية التي تتبعها وتوكل مهمة تسيير السياسة النقدية إلى البنك المركزي في مختلف دول العالم على حسب اختلاف مستوياتها الاقتصادي ويستعمل البنك المركزي بصفته المسؤول عن تنظيم وتسيير الكتلة النقدية مجموعة من الأدوات ومن أجل تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، وتنقسم هذه الأدوات : أدوات تقليدية (تتنوع بين المباشرة وغير المباشرة)، وأدوات حديثة؛ وهي مجموعة من الوسائل الاستثنائية التي برزت بشكل أساسي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية عام 2008 بعد أن فقدت الأدوات الكلاسيكية فعاليتها في إنعاش الأسواق وضبط السيولة.

1.3.1.1.1 أدوات التقليدية للسياسة النقدية

تظهر القوة الأساسية للسلطة النقدية الممثلة بالبنك المركزي في قدرتها على زيادة أو إنقاص حجم النقود لدى الجهاز المصرفي، وكذلك في المجتمع، وذلك عن طريق الاعتماد على مختلف الأدوات والوسائل والأساليب الفنية للسياسة النقدية. وتتمثل هذه الأدوات في الرقابة غير المباشرة، الرقابة المباشرة الكمية، والرقابة المباشرة الكيفية، والوسائل الأخرى التي يمكن أن تلجأ لها السلطات النقدية، والتي تشكل في مجموعها موضوع السياسة النقدية (شامية حمدي زهير، 1993)

وما يجب التأكيد عليه، أن البنك المركزي يمثل المحور الرئيسي للقطاع المصرفي، وزيادة قدرته على المنافسة والتطور، وذلك لما يقوم به من دور في إرساء السياسة النقدية، هذا ما يزيد من درجة المناداة إلى استقلالية أكبر للسلطات النقدية عن السلطات السياسية في البلاد من ناحية رسم السياسة النقدية وتحديد الأهداف حسب الأولويات الممكنة بعيدا عن أي ضغوط أو خلفيات أخرى. لذا يقع على عاتق البنك

المركزي في هذه الحالة مهمة الحفاظ على الاستقرار المالي، وبالتالي إرساء مقومات نمو اقتصادي دائم. من خلال الدراسة التي أعدها صندوق النقد العربي نتناول أدوات السياسة النقدية وقنوات انتقال أثر استخدامها إلى الاقتصاد الحقيقي والذي يختلف بين الأدوات المباشرة وغير المباشرة حيث تستهدف الأدوات المباشرة توجيه الائتمان الممنوح بالقطاع المصرفي إلى قطاعات أو أغراض معينة بينما تستهدف غير المباشرة التأثير على الحجم الكلي للائتمان : (الشاذلي احمد شفيق ، 2017)

أ - الأدوات المباشرة للسياسة النقدية:

تستخدم الأدوات المباشرة لسياسة النقدية أو ما يطلق عليها أحيانا الأدوات النوعية في التحكم في أنواع معينة من القروض وتنظيم الإنفاق في الاتجاهات معينة مثل تشجيع القروض الإنتاجية دون القروض الاستهلاكية وكذلك تتدخل السياسة النقدية في قطاعات معينة تعاني من عدم الاستقرار أو بعض الصعوبات مما يتطلب علاجا خاصا باستخدام الأدوات المباشرة ومن بين أهم الأدوات المباشرة نجد:

1- الإقناع الأدبي: هو أداة يحاول من خلالها المصرف المركزي إقناع المصارف التجارية باتباعها لسياسة معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية أو استخدام أدوات الرقابة القانونية. (بلعزوز بن علي ، 2006، صفحة 130)

وتتوقع فعالية ونجاعة هذه الطريقة على خبرة ومكانة المصرف المركزي ومدى تقبل المصارف التجارية التعامل معه وثقتها فيه ومدى قدرة البنك المركزي على مقاومة الضغوط التضخمية التي يتعرض لها وإتباع سياسة مستقلة في إدارته لشؤون السياسة النقدية لذلك نجد هذه الوسيلة قد حققت الكثير من أهدافها في الدول المتقدمة دون الدول المتخلفة حديثة العهد بالنظم المصرفية المتطورة

2- السقوف التمويلية (تأطير الائتمان) : تعتبر سياسة تأطير القرض وسيلة مباشرة بامتياز تسمح للبنك المركزي بالتدخل مباشر للتأثير في قدرة البنوك التجارية على منح القروض و تقوم سياسة تأطير القرض على فكرة تسقيف مباشر للقروض الممنوحة للاقتصاد (الطاهر لطرش ، 2015، صفحة 159)

وتعمل السقوف التمويلية على الحد من التوسع من التمويل الإجمالي و جعله عند المأمون للتوسع النقدي و التمويلي الذي يحدد في الخطة وان أي مصرف يتجاوز سقفه التمويلي يلزم بان يودع لدى البنك المركزي مبلغا يعادل هذا التجاوز أو ترفض عليه غرامة مناسبة حسب تقدير البنك أو السلطة النقدية (بوزعور عمار ، 2007-2008، صفحة 129)

3- الرقابة على شروط البيع بالتقسيط: تتميز اقتصاديات البلدان النامية بزيادة حجم إنفاقها الاستهلاكي و خاتمة عند زيادة عمليات البيع بالتقسيط و التي يتم من خلالها قيام المشتري بدفع مبلغ مقدم من ثمن السلع وسداد بقية القيمة بالتقسيط وظهور البوادر التضخمية نتيجة الإفراط في الطلب على السلع الاستهلاكية و السلع المعمرة كالأثاث و السيارات يتدخل البنك المركزي من خلال رفع قيمة المبلغ المقدم من ثمن السلع و تخفيض مدة التقسيط و ذلك بدوافع تخفيض حجم الطلب عليه (ضياء مجيد الموسوي، 1993، صفحة 272)

4- تخصيص التمويل: يستطيع البنك المركزي ان يتضمن توزيعا هادفا لاستثمارات المصارف بين الصيغ المختلفة بالإضافة إلى تخصيص الأموال في أوجه الاستثمارات التي تحقق الرفاهية الاقتصادية من خلال الخطة التي ترسمها الدولة في تحديد أولويات المجتمع و أهدافه و في نفس الإطار يمكن للبنك المركزي ان يحدد نسب معينة لتمويل القطاعات ذات الأولوية كتمويل القطاعات الصغيرة الزراعية أو التجارية أو الصناعية بالقروض اللازمة و للمصرف المركزي ان يقدم مساعدة مالية إلى بعض المصارف أو المؤسسات و إنما بهدف إعادة التمويل بموجب الخطط الإلزامية لتشجيع التدفقات التمويلية إلى القطاعات ذات الأولوية أو لتشجيع أنشطة معينة

أ- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية:

تعتمد هذه الأدوات على تفعيل آليات السوق للتأثير في عرض و طلب النقد بالشكل الذي يخدم في النهاية تحقيق الأهداف الموضوعية للسياسة الاقتصادية الكلية و من أهم الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية ما يلي (Carpenter, S. Demiralp, S.Eisenschmidt, v. , 2014) :

1 عمليات السوق المفتوحة: تعد من أهم أدوات السياسة النقدية في الدول المتقدمة لكفاءة الأسواق المالية لديها. وفي هذه الحالة، يقوم البنك المركزي ببيع السندات الحكومية على الأفراد والمؤسسات وشراؤها منهم كذلك. فعندما يقوم البنك المركزي بشراء السندات من الأفراد والمؤسسات، فإن عرض النقود يزيد، ومن ثم تزيد الاحتياطيات المتاحة للإقراض لدى البنوك التجارية، ويتعاظم توفير النقود في الاقتصاد.

وعندما يقوم البنك المركزي ببيع السندات، يحدث العكس، فينخفض عرض النقود، ومن ثم تقل الاحتياطات المتاحة للإقراض لدى البنوك التجارية، فيتراجع خلق النقود في الاقتصاد (Akaaboune, M., 2016)

ويتطلب لنجاح استخدام هذه النافذة في تحقيق أهداف السياسة النقدية، وجود أسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة، وتتمتع بقدر كبير من الديناميكية، كما يتوقف نجاحها أيضا على حجم ومكونات محفظة الأوراق المالية لدى البنك المركزي وحجم الطلب عليها.

2 نسبة الاحتياطي الإلزامي: يشكل الاحتياطي الإلزامي (القانوني) نسبة من إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية، وتحتفظ بها في شكل رصيد لدى البنك المركزي. وهي تعد نسبة الاحتياطي القانوني من الأدوات الرئيسية في الدول النامية، وذلك لعدم كفاءة الأسواق المالية لديها. يستهدف البنك المركزي عند تحديد هذه النسبة، تحقيق حماية لأموال المودعين لدى تلك البنوك، هذا من جهة. ومن جهة أخرى، يعد ذلك الاحتياطي أحد أدوات التأثير على حجم الائتمان الإجمالي الممنوح من القطاع المصرفي. وفي هذه الحالة، يقوم البنك المركزي بتحديد نسبة الاحتياطي للودائع لدى البنوك التجارية؛ فإذا انخفضت نسبة الاحتياطي، زادت مقدرة البنوك التجارية على الإقراض، فينتج عن ذلك ارتفاع مضاعف النقود، ومن ثم ارتفاع عرض النقود. أما إذا زادت نسبة الاحتياطي القانوني، فإن مقدرة البنوك التجارية على الإقراض تنخفض، وبالتالي ينخفض تضاعف النقود، ومنه ينخفض عرضها. (Balke, N. Emery, K., 1994) كما يستخدم هذا الاحتياطي في هيكلة الودائع ومكوناتها من حيث العملات (محلية - أجنبية)، أو من حيث الآجال. (Esmail Alouch , 2018)

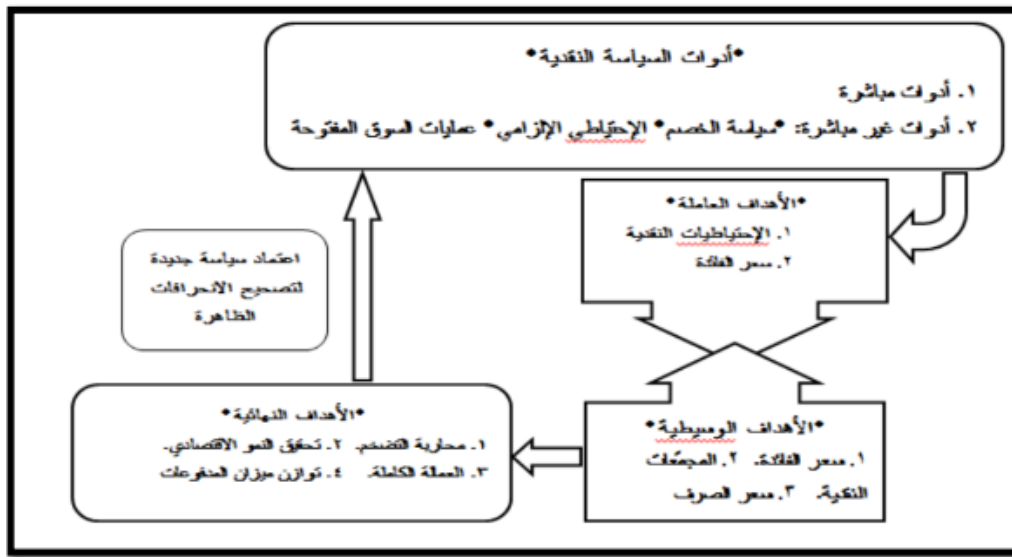
3 معدل إعادة الخصم: سعر الخصم من أقدم أدوات السياسة النقدية، ومن أكثرها فاعلية، خاصة عند الحاجة إلى زيادة السيولة؛ حيث يقوم البنك المركزي بفرض سعر فائدة على البنوك التجارية عند اقتراضها منه، فعندما يقوم البنك المركزي بخفض معدل الخصم، تنخفض تكلفة الاقتراض، وهو ما يشجع البنوك التجارية على الاقتراض من البنك المركزي، وبالتالي تكون مقدرة البنوك التجارية على الاقتراض لعملائها مرتفعة، فترتفع القاعدة النقدية، ويزيد عرض النقود. أما إذا قام البنك المركزي برفع معدل الخصم، فإن تكلفة الاقتراض تزيد، مما يجعل البنوك التجارية تتصرف عن الاقتراض من البنك المركزي، فتتراجع

القاعدة النقدية، ومنه ينخفض عرض النقود (Constâncio, V (Vice –President of the ECB), 2016).

ويؤخذ على قدرة هذه الأداة في تحقيق أهداف السياسة النقدية، أنها في البلدان التي يتمتع قطاعها المالي بحرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى الدولة، ويقتصر دورها في كونها مؤشرا للبنوك التجارية على توجهات السياسة النقدية بحكم أنها توسعية أو تقييدية. كما لا يمكن في العديد من البلدان الاعتماد على سعر الخصم في المدى الطويل؛ حيث يتم تغيير هذا السعر وفق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية للدولة، وليس نتيجة التحولات التي تطرأ على ظروف العرض والطلب النقدي..

وعلى العموم، تعتمد السلطات النقدية في أي دولة على وضع ورسم إستراتيجية نقدية خاصة قد تطرأ عليها بعض التعديلات من فترة لأخرى، نظرا لبعض الاختلالات المسجلة لبعض المؤشرات الاقتصادية. إذن يتعين على البنك المركزي تسطير جملة من الأهداف الواجب بلوغها، أولها التركيز على هدف معين، كونه أهم هدف ينبغي استهدافه. وعموماً، نجد أن استقرار المستويات العامة للأسعار، يمثل الهدف المشترك في أغلب الدول. وفيما يلي نعرض مخططاً توضيحياً للإستراتيجية النقدية المتبعة من طرف البنك المركزي لتحقيق الأهداف النهائية: (لحول عبد القادر، 2011)

الشكل 1.1 إستراتيجية السلطات النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية



المصدر : من كتاب أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر 1990 – 2006 (لحول عبد القادر 2011)

2.3.1.1.1 أدوات الحديثة للسياسة النقدية

أدى نقص فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية إلى لجوء بعض البنوك المركزية إلى استعمال أدوات أخرى تعتبر أدوات حديثة و تتمثل هذه الأدوات في :

1- التيسير الكمي : يعود استعمال هذه الأداة إلى أزمة الفساد الكبير و بالضبط لسنة 1932 من طرف الرئيس الأمريكي روزفلت عن طريق طبع كتلة نقدية ليس لها مقابل في جانب الخصوم في ميزانية الاحتياطي الفدرالي من أجل ضخها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يحد من أزمة الذعر التي تشهدها المصارف الأمريكية كما أنها لا تلجا إليها كثيرا (محمد هاني , ميلود وعيل ، 2018، صفحة 253)

و أدى التوسع في استخدامها إلى منع انفجار فقاعة الانترنت سنة 2000م و ما بعدها بحيث تم استعمال سياسة التيسير الكمي مع أسعار الفائدة البالغة التدني في توليفة مثالية من أجل الانكماش الاقتصادي الذي أثرته فقاعة الانترنت و هجمات 11/09/2001 و مع أزمة 2008 أعلن البنك الفدرالي الأمريكي تبنيه لسياسة التيسير الكمي كأداة لمعالجة الأزمة فبعدها بدأت معظم الدول في تطبيق سياسة التيسير الكمي لا يزال الاتحاد الأوروبي يحاول التطبيق منذ سنة 2008 و هذا نظرا لما للاتحاد الأوروبي من خصوصية وهي التعامل مع جميع أعضاء الحكومات المختلفة ناهيك عن تركيز البنك المركزي الأوروبي على إبقاء التضخم تحت السيطرة (John , Cwilliams, 2013, p. 2)

2- أسعار الفائدة السالبة: منذ بداية الأزمة المالية عام 2008 و من أجل معالجة هذه الأزمة وصل الأمر بالبنوك المركزية في بعض الدول إلى تبني أسعار فائدة سالبة كنوع من السياسات النقدية غير تقليدية و تعني ببساطة معدلات الفائدة السالبة أن يقوم البنك المركزي بفرض قائدة على النقود المودعة من قبل البنوك التجارية كاحتياطي فائض لديه بدلا من دفع فوائد على هذه الإيداعات (حسن الحاج 2020 ,

وفي الغالب لا تكون معدلات الفائدة السالبة على مودعات الأفراد لدى البنوك التجارية و إنما على مودعات البنوك التجارية لدى البنك المركزي حيث يحول البنك المركزي الفائدة على المودعات التي تقوم بها البنوك التجارية عنده إلى أداة عقابية بدلا من أن يدفع البنك المركزي فائدة على المودعات البنوك لديه فانه يحصل رسوما أو عمولة على الاحتفاظ بهذه المودعات و بالتالي يمكننا أن نتخيل تحول البنك المركزي

في هذه الحالة إلى مجرد خزانة لحفظ النقود لمن يرغب في ذلك لحمايتها في مقابل ان يدفع المودع رسوما
نضير هذا التخزين) محمد ابراهيم السقا(2020 ,

3- برنامج منحني العائد على السندات : تأزم الوضع في عام 2008 في السوق المالي وسوق
ما بين البنوك قامت غالبية البنوك المركزية بخفض معدلات فائدتها الرئيسية إلا ان هذه الأخيرة سرعان ما
اقتربت من حدها الأدنى أي الصفر و منها حتى من بلغه حيث كان يفرض ان تصبح معدلات الفائدة سلبية
في ظل الأوضاع الكارثية التي كانت سائدة لو تم تطبيق قاعدة تايلور التقليدية (محمد الامين وليد طالب
نضيرة قلاوي، 2019، صفحة 214)

وتجد البنوك المركزية نفسها مجبرة على اتخاذ إجراءات غير تقليدية، حيث قام الاحتياطي الفدرالي
تحت قيادة Ben Bernanke بشراء أوراق مالية طويلة الأجل تزامنا مع بيعه الأوراق المالية قصيرة الأجل
بغية خفض معدل الفائدة طويل الأجل، وقد أطلق على هذا الإجراء عملية twist، وتعني قيام البنك
المركزي ببيع السندات قصيرة الأجل، ثم يتم بقيمتها شراء سندات خزينة طويلة الأجل و هدف هذه السياسة
التأثير على معدلات الفائدة طويلة الأجل ودفعها إلى الانخفاض (بنابي فتيحة، 2017، صفحة 64)

و تختلف عن سياسة التيسير الكمي انه لا يترتب عن هذه السياسة زيادة في العرض النقدي حيث
أنها لا تؤثر على حجم ميزانية البنك المركزي لأنها تتمثل في استبدال سندات ذات استحقاق قصير الأجل
بسندات أخرى ذات استحقاق طويل الأجل و تكون قيمة هذين النوعين من السندات متساوية

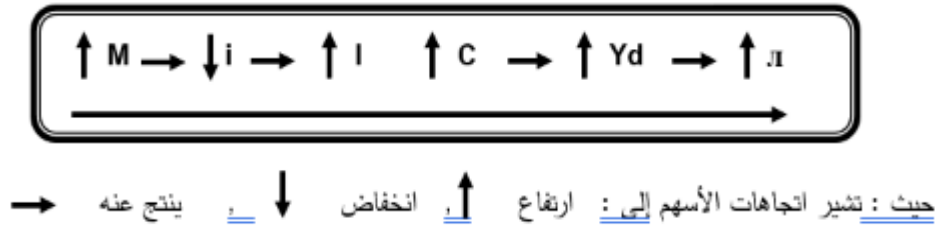
4.1.1.1 قنوات انتقال أثر استخدام السياسة النقدية

تأتي السياسة النقدية في مقدمة السياسات المستخدمة للتأثير على توجهات الاقتصاد الحقيقي حيث
تم التعويل عليها في تحقيق النمو المستدام من خلال التركيز على تحقيق الهدف الرئيسي للسياسة النقدية
و هو استقرار الأسعار للسلع و الخدمات و رغم الاختلاف بين المهتمين بالسياسة النقدية حول القنوات و
فعاليتها فان ثمة شبه اتفاق حول خمس قنوات رئيسية تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية للاقتصاد
وان اختلفت فيما يتعلق بالمدى الزمني لانتقال آثار السياسة النقدية من خلالها لكنها لم تتفق على قدرتها
التأثيرية في المتغيرات الاقتصادية الكلية (الشاذلي احمد شفيق ، 2017) و تتمثل هذه القنوات في:

- 1- قناة أسعار فائدة السوق
- 2- قناة توفر الائتمان
- 3- قناة أسعار الأصول
- 4- قناة سعر الصرف
- 5- قناة التوقعات

أ) قناة أسعار الفائدة بالسوق

تأتي هذه القناة من خلال قدرتها في التأثير المباشر على الاقتصاد الحقيقي و خلال مدى زمني قصير نسبيا حيث تخفيض أسعار الفائدة عند إتباع سياسة نقدية توسعية لمواجهة زيادة المعروض النقدي حيث يؤدي بدوره إلى تخفيض تكلفة رأس المال مما ينتج عنه زيادة في كل الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري من ناحية وزيادة الطلب الكلي و الناتج من ناحية أخرى و يوضح الشكل الآتي هذه العلاقة :



M : المعروض النقدي i : سعر الفائدة I : الاستثمار

C : الاستهلاك Yd : الطلب الكلي Π : مستوى التضخم

و في المقابل فان انتهاج السلطات النقدية لسياسة نقدية تقييدية عندما يتم رفع أسعار الفائدة يترتب عليه إحجام الأفراد عن الاستهلاك و العمل على زيادة مدخراتهم للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة و تأجيل استهلاكهم إلى المستقبل وهو ما يعرف بأثر الإحلال (Van Els, P. Locarno, A., Morgan, J.B., & Villette, J.P , 2001)

J.B., & Villette, J.P , 2001)

ب) قناة توفر الائتمان

تأتي أهمية هذه القناة في نقل آثار السياسة النقدية للاقتصاد من خلال العلاقة بين حجم الائتمان و الإنفاق الكلي حيث تتوقف كفاءة و فعالية انتقال اثر السياسة النقدية من خلال قناة توفر الائتمان للاقتصاد على آلية عمل أسواق الائتمان و مدى الائتمان المصرفي و المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة و يرتبط توفر الائتمان المصرفي من خلال إتباع سياسة نقدية توسعية يترتب عليها زيادة الإنفاق الاستثماري بالتالي زيادة الدخول وارتفاع الإنفاق الاستهلاكي وهو ما ينعكس على زيادة الناتج الإجمالي و يكون التأثير الأكبر في هذه الحالة على المشروعات الصغيرة التي غالبا لا تتوفر لها مصادر أخرى للتمويل بخلاف الائتمان المصرفي (Bernanke, B. S., &Gertler, M , 1995)

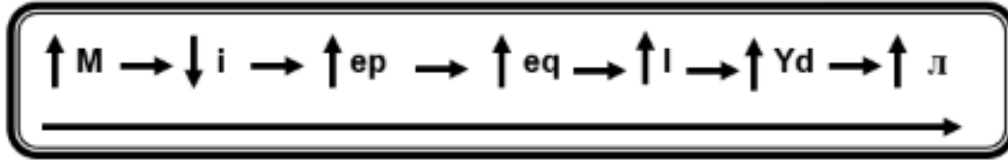


و بالنسبة للسياسة النقدية التوسعية التي تتضمن إجراء تخفيضات في أسعار الفائدة الرئيسية فيمكنها التأثير على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة بالتالي زيادة أسعار الأوراق المالية المصدر منها و من ثم زيادة صافي ثرواتها بما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري فيزيد الطلب الكلي و الناتج في نفس الوقت (شبانة شرف فهمي محمد، 2001)

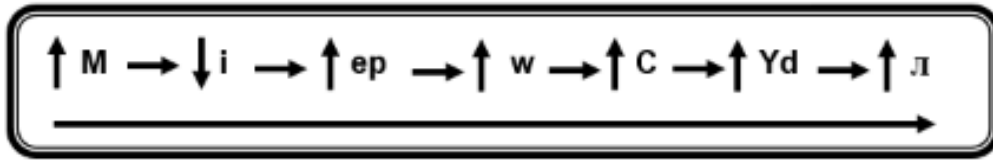
ت) قناة أسعار الأصول

حيث يقصد بالأصول الأوراق المالية التي بحوزة القطاع المصرفي و المؤسسات المالية الأخرى و يمكن لأسعار الأوراق المالية ان تنقل تأثير السياسة النقدية من قناتين فرعيتين في قناة السندات و الاستهلاك كما يلي : (Mishkin,F. S., 2001)

1- بالنسبة لقناة السندات تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى تراجع أسعار الفائدة الحقيقية للسندات مما يجعلها اقل جاذبية مقارنة بالأسهم و ينتج عن هذا ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات (ep) مقارنة بتكلفة رأس المال مما يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة ومن ثم زيادة حجم الأسهم (ep) و استخدام العائد المحقق في زيادة الاستثمارات مما يؤدي زيادة حجم الاستثمارات بوجه عام و انعكاس ذلك في زيادة حجم الطلب الكلي و من ثم ارتفاع مستوى الأسعار وهو ما توضحه العلاقة الآتية :



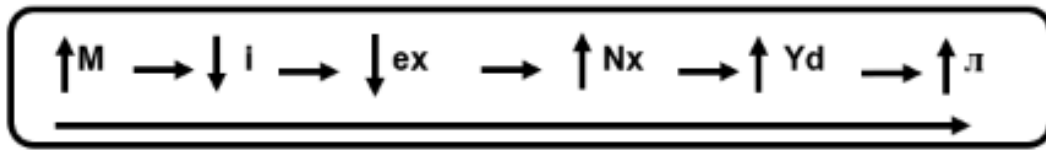
2- بالنسبة لقناة الثروة و الاستهلاك حيث ينتقل اثر السياسة النقدية للاقتصاد بالتأثير على الاستهلاك من خلال التأثير على مستوى الدخل الدائم للفرد و يشمل هذا الدخل رأس المال الحقيقي إلى جانب الثروة المالية التي تمثل الأسهم احد اكبر مكوناتها حيث يسهم ارتفاع أسعار الأسهم (ep) من قيمة الثروة (W) مما يحفز على زيادة مستويات الاستهلاك (C) و الطلب الكلي (Yd) و من ثم ترتفع الأسعار (π) و تجدر الإشارة إلى ان التعريف الشامل للثروة يتسع ليشمل الأراضي و العقارات و يمكن توضيح مشار انتقال آثار السياسة النقدية على معدل التضخم من منظور اثر التغيرات في أسعار الأصول من خلال العلاقة التالية :



ث) قناة سعر الصرف

تعد قناة سعر الصرف من أهم القنوات التي تنتقل من خلالها اثر السياسة النقدية خاصة في الاقتصاديات التي تتسم بدرجة كبيرة من الانفتاح على الأسواق الخارجية و تزيد أهمية هذه القناة في الدول التي تتسم فيها أسعار الفائدة بعدم المرونة حيث يؤدي اختلاف أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة لسلة العملات الدولية الرئيسية دورا رئيسيا في تحول المدخرين إلى حيازة العملات ذات العائد الأعلى و التي تتسم أسعار صرفها بالثبات النسبي و القابلية للتحويل و يختلف المدى الزمني لانتقال آثار تغيرات سعر الصرف و حجمها على الناتج و التضخم من دولة إلى أخرى حسب درجة الانفتاح على العالم الخارجي و درجة تحرر القطاع المالي

و تحتل قناة سعر الصرف أهمية بالغة في الاقتصاديات النامية الصغيرة والتي تعتمد بشكل كبير على المدخلات المستوردة وكما يتضح من العلاقة الآتية فمع انتهاز البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية عن طريق زيادة المعروض النقدي (M) تنخفض أسعار الفائدة في السوق (i) وهذا نتيجة تفاعل آليات العرض و الطلب على الائتمان كما يؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية (ex) لتراجع حافز حيازة العملة الوطنية و التخلي عن حيازة العملة الأجنبية مما ينعكس في زيادة قيمة صافي الصادرات حيث تصبح الصادرات في تلك الحالة أكثر تنافسية في السوق العالمي في حين ترتفع تكلفة الواردات مما يقلل من الطلب عليها ومن ثم زيادة صافي الصادرات (MX) و تصاعد الطلب الكلي (Yd) و ارتفاع الأسعار (π)



ج) قناة التوقعات

تكتسي التوقعات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية و توجهات سياسة البنك المركزي أهمية بالغة في نجاح الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية في تحقيق الأهداف المرجوة منها و تتضمن هذه القناة إعداد و نشر مجموعة من التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن ان تؤثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة على المستوى العام للأسعار، ومن ثم على مستقبل النمو الاقتصادي بوجه عام. (Sellon Jr, G.H., 2004, p. 89(4))

ويتوقف نجاح هذه القناة في نقل آثار السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي بالقدر والمدى الزمني المناسبين على مدى دقة البيانات الصادرة عن البنك المركزي؛ حيث إذا حظيت التقارير الناتجة عن اجتماعات السلطات النقدية بقدر كبير من الدقة، فإن ذلك يعد أمراً هاماً في نجاح استخدام قناة التوقعات لضمان نقل آثار السياسة النقدية للاقتصاد

وتشير إلى ظهور نظرية التوقعات الرشيدة على يد (Muth) من خلال بحث له بعنوان "Rational Expectations and The Theory of Price-Movement"، والذي أوضح من خلاله أن التوقعات الرشيدة يتم صياغتها على أساس النموذج الهيكلي الصحيح للاقتصاد. "True Structural Model" ولم

ينتشر استخدام هذه التوقعات إلا بعد الأعمال التي قام بها كل من لوكاس (Lucas) ، وسارجنت (Sargent)، وبارو (Barro) وغيرهم خلال المدة (1972-1977)، والتي تركزت مواضيعها حول التفسير النيوكلاسيكي للناتج والتضخم في سبعينات القرن الماضي - (Barro, R. J. , 1977, pp. 101-115)

ويعد الاقتصادي "لوكاس" الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد سنة 1995 صاحب الإسهام الكبير في ظهور ما يعرف بـ "مدرسة التوقعات الرشيدة" في ثمانينات القرن العشرين؛ حيث أسس لمفهوم رشادة المتعاملين الاقتصاديين ومدى تأثير ذلك على سلوك الظواهر والمتغيرات الاقتصادية. وقد اعتبر ذلك ثورة جديدة في علم الاقتصاد كونه أشار إلى ظاهرة كانت في منأى عن اهتمامات الاقتصاديين، فضلا عن تأثيراتها الكبيرة في سير النشاط الاقتصادي، سواء في القطاع الحقيقي أو القطاع النقدي.

وأشار لوكاس أن ضرورة أن يأخذ صانعو السياسة الاقتصادية بعين الاعتبار نظرة الأفراد إلى المستقبل، ومن ثم اتجاه حركة وسلوك المتغيرات الاقتصادية تبعا لما هو سائد في الطرف الحاضر، باعتبار أن المتعاملين الاقتصاديين يتمتعون بالرشادة والعقلانية التي تمكنهم من التنبؤ بالأحوال المستقبلية. ومن ثم فإن لوكاس يشير إلى أن من الخطأ أن يعتمد واضعو السياسة الاقتصادية على ما سبق من علاقات ودلالات رياضية بين المتغيرات الاقتصادية توصلوا لها عن طريق التحليل الرياضي و الإحصائي لأنه يرى ان تلك العلاقات و الدلالات بين المتغيرات نتجت انطلاقا من بيانات في الماضي و بالتالي لا يمكن الانطلاق منها لرسم النشاط الاقتصادي في المستقبل كون ان المتعاملين الاقتصاديين ذو نظرة أمامية أكثر من كونهم ذو نظرة خلفية. أي ان السياسة الاقتصادية يجب ان تنطلق من الواقع السائد في النشاط الاقتصادي و الذي يؤسس للمستقبل ومن ثم مستقبل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية بما يفيد التوصل إلى سياسة اقتصادية تسهم انطلاقا من ذلك في تحسين النشاط الاقتصادي سواء رفع حجم الناتج أو رفع حجم العمالة أو استقرار الأسعار.. الخ (Lucas, R.E , 1973, pp. 326-334)

وقد تمثلت العوامل التي ساعدت على انتشار النظرية بشكل واسع أساسا في تركيز هذه النظرية على السلبيات المتعلقة بصياغة التوقعات في النماذج الاقتصادية وقتها و الأداء غير المناسب لسياسات إدارة الطلب للتحكم في البطالة و التضخم معا فضلا عن انتشار فرضية حياد السياسة الاقتصادية للفكر النيوكلاسيكي و القبول المتزايد للفكر النقدي (الشاذلي احمد شفيق ، 2017)

تنطلق هذه النظرية من فرضية أساسية مفادها أن التوقعات لكي تكون رشيدة، يجب أن يمتلك صناع القرار القدرة على التعلم من الأحداث الماضية واستغلال كافة المعلومات المتاحة لديهم لبناء نموذج مستقبلي للظواهر محل الدراسة. وبناء على هذا الأساس، يتفق معظم الاقتصاديين المتخصصين في الاقتصاد الكلي على أن التوقعات تلعب دوراً محورياً ومفتاحياً في تفسير وتحليل القضايا الرئيسية للأحداث الاقتصادية. إن الفلسفة الكامنة وراء التوقعات الرشيدة تشير إلى أن الناس يتخذون قراراتهم بشكل عقلاني ومنظم، خاصة فيما يتعلق بكيفية تقسيم دخلهم بين الاستهلاك والادخار، وكيفية توزيع هذا الاستهلاك بين السلع المختلفة التي يقومون بشرائها. ومن ثم، فإن العقلانية تعني قدرتهم على التكهن بما يمكن أن يطرأ على النظام الاقتصادي، والافتراض الأساسي هنا هو أن الناس يحسنون استغلال كافة المعلومات المتوفرة بين أيديهم.

إن استخدام مفهوم التوقعات في النظرية الاقتصادية ليس بالأمر الحديث، فقد سبق وأن اعتمد عليه العديد من كبار الاقتصاديين مثل بيجو (Pigou)، و كينز (Keynes)، و هيكس (Hicks)، حيث كان للتوقعات دائماً نصيب وافر في تحليل الدورات الاقتصادية وتأثير نظرة الناس للمستقبل على النشاط الحالي. وقد أشار كينز على وجه الخصوص إلى أن هذه التوقعات قد تتخذ شكل "موجات من التشاؤم أو التفاؤل" التي تساهم بشكل مباشر في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي العام.

ومع ذلك، فإن نظرية التوقعات الرشيدة جاءت لتقدم إطاراً أكثر شمولاً في التحليل الاقتصادي، مما يعكس الأهمية الكبيرة التي يوليها الاقتصاديون المؤمنون بهذه النظرية لفكرة أن الأفراد يتصرفون بطريقة عقلانية تهدف إلى تعظيم منافعهم الشخصية أو أرباحهم الرأسمالية.

تفترض النظرية أن المتغير الاقتصادي لا يتحرك بشكل عشوائي محض، بل هو نتاج لعمليات منظمة تتشكل بمرور الوقت؛ حيث تستخدم الوحدات الاقتصادية معرفتها بكيفية تحديد المتغير لصياغة توقعاتها. ومن أجل تقديم رؤية رياضية لهذا المفهوم، نفترض وجود متغير اقتصادي (Y) تتحدد قيمته بناء على قيمته في الفترة السابقة، بالإضافة إلى قيم سابقة لمتغيرات أخرى مستقلة (X) و (Z) ، مع وجود عنصر عشوائي (u) .

يعبر عن القيمة الفعلية للمتغير في الزمن (t) بالمعادلة التالية:

$$(Y_t) = 0 + Y_{t-1} + 2X_{t-1} + 3Z_{t-1} + (U_t) \quad (1.4)$$

يمكن إيجاد القيمة المتوقعة ل (Y_t) من خلال التنبؤ الرياضي وبما ان (Y_{t-1}) و (X_{t-1})

و (Z_{t-1})

هي قيم سابقة بالتالي فان قيمتها تكون معروفة في نهاية الفترة $(t-1)$ أما قيم المتغير (U_t) فهي فقط التي تصبح معروفة في نهاية الفترة (t) لذلك فان المتنبئ العقلاني يجب ان يضع بعض توقعاته لتلك القيمة في نهاية الفترة $(t-1)$ وهذا معناه ان النموذج يصبح كالآتي :

$$E_{t-1}(Y_t) = 0 + Y_{t-1} + 2X_{t-1} + 3Z_{t-1} + E_{t-1}(U_t) \quad (1.5)$$

إن المتغير العشوائي يفترض أن يوزع بمتوسط $(0-2)$ وأفضل تقدير يمكن وضعه لقيمة (U_t) هو استخدام الصفر وهذا يعني أن صيغة (Y_t) المتوقعة تصبح :

$$E_{t-1}(Y_t) = 0 + Y_{t-1} + 2X_{t-1} + 3Z_{t-1} + (U_t) \quad (1.6)$$

وهكذا، فإن التوقع العقلاني للمتغير هو في جوهره عبارة عن التنبؤ الرياضي الذي يتم الحصول عليه من خلال كافة المعلومات المتوفرة. وكما أوضح (Muth)، فإن التوقعات العقلانية يجب أن تتبع وتتولد من خلال نفس العملية التي تولد المتغير الاقتصادي نفسه لضمان دقة التنبؤ.

5.1.1.1 قنوات انتقال اثر استخدام السياسة النقدية من المنظور الإسلامي :

تعتمد قنوات انتقال اثر السياسة النقدية التقليدية السابقة الذكر على سعر الفائدة من اجل التأثير في الاقتصاد . في حين يعتمد الاقتصاد الإسلامي على مفهوم المشاركة في الربح و الخسارة و لتحقيق أهداف السياسة النقدية الإسلامية يتعين على النظام المصرفي ان يعمل في حدود المنصوص عليها في الاقتصاد الإسلامي والتي لا تسمح بالفوائد :

1- قناة الربح

2- قناة الزكاة

3- قناة التمويل المصرفي

4- قناة الاستثمار

5- قناة اثر الثروة على الاستهلاك

1- قناة الربح : يعتبر الربح العمل الذي يرتبط بتداول رأس المال بما يقتضي تغيير جنسه أي

تحويل رأس المال إلى سلع ثم مرة أخرى إلى رأس مال و يشترط في الربح شرطان

- ان يكون الربح مشاعا غير محدد غنما بغرم فيحرم العائد الثابت دون مراعاة لنتيجة الأعمال
- ان يكون رأس المال معرضا للمشاركة في الخسارة ولا يجوز ضمانه فان ضمن أصبح لا يستحق ربحا و يعفى من الخسارة

و يرجع معدل المشاركة في الربح و الخسارة إلى الاتفاق بين الشركاء وما يجري التراضي عليه بينهم و يمكن ان تتدخل السلطات النقدية بزيادة عرض النقد أي سوف تعتمد إلى رفع نسبة الأرباح الموزعة للمدخرين و المودعين و بالتالي زيادة حجم الإيداعات الاستثمارية من اجل زيادة الإنفاق الاستثماري مما يؤثر على الناتج الكلي كما تستطيع السلطات النقدية التدخل عن طريق توزيع أرباح المشاركات و المضاربات الاستثمارية بين المودعين و البنك من جهة و البنك و المستثمرين من جهة أخرى فإذا رغب البنك المركزي بالتدخل لتشجيع الاستثمار فسوف يعمل على رفع نسبة المشاركة بين المودعين و البنك مما يؤدي إلى زيادة الودائع الاستثمارية ومن جهة أخرى يتدخل البنك المركزي برفع نسبة المشاركة بين البنوك و المستثمرين من اجل زيادة الاستثمارات ومن ثم يرتفع الناتج و تكون في فترات طويلة الأجل مما يتيح للبنك المركزي وضع سياسة نقدية إسلامية طويلة الأجل . كما يستطيع البنك المركزي التحكم في معدل الربح في المراجحات و الاجارات و التمييز في هذه النسب حسب القطاعات و النشاطات الاقتصادية المختلفة وحسب الوضع الاقتصادي من تضخم وركود (د. لسبط عبدالله، 2019، صفحة 117)

2- قناة الزكاة : الزكاة ثالث أركان الإسلام، أوجبها الله عز وجل حق للفقراء والمساكين في

أموال الأغنياء، وهي نظام اقتصادي واجتماعي، يساهم في تحقيق حد الكفاية للمجتمع، وتصرف الزكاة على ثمانية أصناف حددها الشارع الحكيم في قوله تعالى : «إِنْ مَا الصِّدَقَاتِ لِفِ قَرَاءِ وَالْمَسَاكِينِ وَالْعَامِلِينَ عَلَيْهَا وَالْمَوْلَةِ قِ ل وَبِ هَمْ وَفِي الرِّقَابِ وَالْغَارِمِينَ وَفِي سَبِيلِ اللّهِ وَابْنِ السَّبِيلِ فَرِيضَةً مِّنَ اللّهِ وَاللّهُ عَلِيمٌ حَكِيمٌ»

إن فرض الزكاة على الأغنياء لترد إلى الفقراء والمساكين يجعل الميل الحدي للاستهلاك في الاقتصاد الإسلامي أعلى، بحيث يساهم في زيادة الطلب الكلي؛ مما يشجع على زيادة العرض الكلي على السلع والخدمات. والأهم في مجال الاستهلاك لا ينصب على النشاط الاقتصادي فقط، بل يتعداه إلى تضيق الفجوة بين الأغنياء والفقراء، بما يؤثر تأثيرا مباشرا في توزيع الدخل والثروة. وتعتبر كذلك من أهم دوافع استثمار الأموال وزيادتها وعدم اكتنازها، من أجل عدم تآكل الأموال وتلاشيها؛ وذلك في الأنشطة الاقتصادية المشروعة، ومن ثم تدور عجلة الاقتصاد بإشباع ميادين الاستثمار في الأنشطة التجارية والصناعية والزراعية، ويزداد دخل الأفراد ويرتفع مستوى المعيشة. كما أن هناك جانبا آخر يجعل للزكاة تأثيرا إيجابيا في الاستثمار إذا قورنت بالضريبة، فالزكاة غير تصاعدية فلا تزيد بزيادة الدخل الصافي، وبذلك تعتبر من أهم الحوافز المناسبة على التوسع في الاستثمار. فإذا كان الاقتصاد يعاني من مشكلة التضخم فيمكن للسلطات النقدية جمع الزكاة أو نسبة معينة منها في شكل نقود، كما يمكن تقديم استحقاق فريضة الزكاة من أجل سحب الكمية اللازمة من النقود عن التداول، ويقوم في مقابل هذا الإجراء بتوزيع ما يقابل هذه الكمية المسحوبة من سلع وخدمات (تخفيض حجم الكتلة النقدية)؛ وبالتالي التأثير على المستوى العام للأسعار بالانخفاض، أما في حالة الانكماش تستطيع السلطات النقدية التدخل بجمع الزكاة أو نسبة منها في صورة عينية من أجل الإبقاء على السيولة النقدية في التداول وتحريك النشاط الاقتصادي، أو يتم توزيع ما تم جمعه في صورة نقدية من أجل إضافة معروض نقدي جديد وذلك من أجل تحفيز الطلب وبالتالي انتعاش الاقتصاد. (د. لسبط عبدالله، 2019، صفحة 118)

3- قناة التمويل المصرفي: يعتمد الائتمان المصرفي التقليدي على نظام التمويل بالفائدة، في حين يقدم الاقتصاد الإسلامي البدائل التمويلية التي تتوزع في إطارها نتائج العملية الاستثمارية بناء على قاعدة الغنم بالغرم واستبعاد نظام الفائدة.

ويشير مصطلح التمويل الإسلامي إلى تقديم الخدمات المالية طبقا للشريعة الإسلامية، ومبادئها وقواعدها، وتحرم الشريعة الإسلامية تقاضي الربا وتقديمها والغرر، والميسر، وعمليات البيع على المكشوف، أو أنشطة التمويل التي تعتبرها ضارة بالمجتمع. وبدلا من ذلك يتعين على الأطراف المعنية اقتسام المخاطر والمنافع المترتبة على المعاملات التجارية كما ينبغي أن يكون للمعاملة غرض اقتصادي حقيقي دون مضاربة لا داعي لها، وألا تتطوي على أي استغلال لأي من الطرفين²⁷\$. ويتدخل البنك المركزي

بتحديد نسب المشاركات وهوامش المربحات من أجل التأثير على التمويل المصرفي، فإذا أراد البنك المركزي إتباع سياسة نقدية توسعية يتم خفض هوامش المربحات ونسب المشاركات بالنسبة للعميل وبالتالي تنخفض تكلفة التمويل؛ مما يسمح بمزيد من التمويل المصرفي، وبالتالي زيادة الاستهلاك والاستثمار، ومن ثم الزيادة الناتج الكلي. (د. لسبط عبدالله، 2019، صفحة 118)

4- قناة الاستثمار: يعتبر الاستثمار من أهم القرارات الاقتصادية التي تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية، ويمكن القول أن الاستثمار من المتغيرات الاقتصادية التي لها دور حاسم في تحقيق النمو الاقتصادي، ويعرف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي بأنه جهد واعي ورشيد يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بهدف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها وثمارها، وهو تنمية للمال النقدي أو السلعي شرط مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية؛ سواء تضمنت معنى يتوافق مع المعنى الاقتصادي أو لا يتوافق معه ويرتكز مفهوم الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي على البعد الاقتصادي والبعد الاجتماعي، ويحكمه مجموعة من الضوابط الشرعية من أهمها :

- المشروعية؛
- الأولويات الإسلامية؛
- المحافظة على الأموال؛
- ربط الكسب بالجهد والمخاطرة؛
- توزيع عوائد الاستثمارات على أساس الغنم بالغرم؛

يستطيع البنك المركزي التدخل من أجل تحديد نسبة المشاركة في الأرباح، فإذا أراد تشجيع رجال الأعمال (تشجيع الاستثمار) فيمكن له أن يرفع نسبة المشاركة في الأرباح لصالح المستثمرين ويخفضها بالنسبة للبنوك، وفي الوقت نفسه يمكن أن يرفع نسبة المشاركة لصالح المودعين في حسابات الاستثمار، مما يساهم في زيادة حجم الودائع الاستثمارية، وبالتالي قدرة البنوك على التمويل، الأمر الذي يشجع الاستثمار وبالتالي زيادة الناتج الكلي.

وحسب نظرية Tobin تعتبر الأسهم والسندات أصول مالية تؤثر في التوسع الاستثماري للشركات، إلا أنه في ظل الاقتصاد الإسلامي فإن إصدار الأسهم العادية جائز شرعا إذا كان الغرض الذي أنشئت

الشركة من أجله مشروعاً ، وأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة كالعامل بالربا . وللأسهم العادية الحق في الربح وعليها نصيبها من الخسارة، كما أنه لا يوجد محذور شرعي في قسمة رأس المال إلى أسهم إذا علمت قيمة كل سهم، وتكون حصص الشركاء متساوية في رأس مال الشركة في الفقه الإسلامي.

أما إصدار الأسهم الممتازة غير جائز شرعاً ، وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي؛ حيث جاء فيه: لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية والإدارية . وتنطوي الأصول المالية على العديد من الأدوات المالية والتي منها ما يصدره قطاع الأعمال، ومنها ما يصدره الوسطاء الماليون فقط، ومنها ما تصدره الحكومات، فإذا أراد البنك المركزي إتباع سياسة نقدية توسعية عن طريق شراء الأصول المالية الحكومية المتمثلة في الصكوك، الأمر الذي يؤدي إلى رفع أسعارها، وانخفاض عوائدها، وبالتالي ارتفاع عرض النقد مما يساهم في زيادة الاحتياطات لدى البنوك، وينتقل هذا الأثر إلى زيادة الاستثمارات. (د. لسبط عبدالله، 2019، صفحة 119)

5- قناة أثر النزوة على الاستهلاك: يعرف الاستهلاك في الاقتصاد الإسلامي بأنه استخدام السلع والخدمات من الطيبات؛ من أجل إشباع الحاجات والرغبات الإنسانية، فالاقتصاد الإسلامي له مبادئه في تنظيم الاستهلاك متبعا في ذلك تعاليم الدين الإسلامي، والتي من أهمها تحريم حياة الترف، والنهي عن الإسراف والتبذير والسفه، كما توجب تعاليمه الاعتدال في الإنفاق على الاستهلاك دون مغالاة أو إمساك . ويعبر مصطلح الثروة في رصيد الفرد من الأصول السائلة و السلع المعمرة و الأصول المالية التي بحوزته بتنوع الأصول المالية المبتكرة في الاقتصاد الإسلامي و تتصف هذه الأصول بالسيولة و الأمان و الربحية و القابلية للتداول فعند تطبيق سياسة نقدية توسعية سترتفع أسعار الأصول المالية نتيجة لانخفاض عوائدها و بالتالي زيادة الثروة مما ينعكس إيجابا على الإنفاق الاستهلاكي ومن ثم زيادة الطلب الكلي ويزداد الناتج الكلي (د. لسبط عبدالله، 2019، صفحة 120)

2.1.1 مفهوم الاستثمار و محدداته :

1.2.1.1 مفهوم الاستثمار: هناك عدة مفاهيم منهم

يقصد به عادة "التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية" (محمد الصالح الحناوي , طارق مصطفى الشهاوى ، 2013)

كما يمكن تعريفه على أنه "التخلي عن الأموال التي يمتلكها الفرد في لحظة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها تلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، تعوض القيمة الحالية لأموال المستثمر والنقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم والمخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها " (رمضان زياد، 2007)

التعريف الاقتصادي : يعرف على أنه إضافة جديدة إلى الأصول الإنتاجية في المجتمع بقصد زيادة الناتج في الفترات التالية. أو هو مجموع الإضافات الصافية من المنتجات الرأسمالية إلى الثروة الوطنية أي المنتجات التي لا تستهلك خلال فترة حساب الناتج الوطني، بل تضاف إلى الثروة الوطنية أو إلى رصيد المجتمع من رأس المال. (عصام فتحي زيد احمد ، 2020) كذلك هو التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول على إيرادات في المستقبل، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة (Abdellah Boughaba, 1999)

التعريف الإسلامي : يطلق الاستثمار في الشريعة الإسلامية على تنمية المال، بشرط مراعاة الأحكام الشرعية في استثماره. فهو طلب ثمرة المال ونمائه في أي قطاع من القطاعات الإنتاجية، سواء كان ذلك في التجارة أو الصناعة وغيرها من الأنشطة الاقتصادية الأخرى). ادهم ابراهيم جلال الدين(2018) , وبناء على ذلك، فإن الاستثمار في بلد ما هو ذلك الجزء من الناتج العام، لذلك البلد في المدة المعنية، الذي يجري إنفاقه على الجديد من الأصول أي من الإنشاءات والمعدات والتجهيزات والمرافق وعلى الإضافات الحاصلة في تلك المدة في المخزون الاستثماري. وعند الكلام عن الاستثمار يجدر التفريق بين الاستثمار الإجمالي، والاستثمار الصافي، فالأخير هو الأول ناقصا الامتلاك أي قيمة ما يخرج من الاستثمارات السابقة و كذلك يجدر التفريق الاستثماري في مدة زمنية معينة أي تكوين الأصول الرأسمالية الجديدة في تلك المدة و بين مجمل الأصول الرأسمالية المتراكمة على مر السنين فالاستثمار أو التكوين

الرأسمالي هو عملية تدفق إنفاق استثمار جديد في حين أن مجمل الأصول الرأسمالية المتراكمة حتى بداية المدة الزمنية المعنية لا تعدو كونها كتلة جامدة من رأس المال القائم (جهد وليد همام، 2015)

2.2.1.1 خصائص الاستثمار:

يتميز الاستثمار بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- وجود قيم مالية حالية تم التضحية بها.
- توقع تحقيق عوائد في المستقبل.
- وجود فترة زمنية للاستثمار تقع ما بين لحظة البدء بالتضحية إلى حين الحصول على العوائد المستقبلية.
- ثمة مخاطر تصاحب الاستثمار نظرا لعدم تأكد تحقق العائد في المستقبل. (شموط مروان عبدة كنجو كنجو، 2008)

3.2.1.1 أهداف الاستثمار :

يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف التالية:

- الحفاظ على الأصول المادية والمالية التي يمتلكها المستثمر أو يحق له التصرف بها.
- تحقيق عوائد مستقرة أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير منقطعة.
- استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة.
- استمرار الدخول وزيادتها بوتائر متصاعدة. (معروف هوشار ، 2008)

4.2.1.1 محددات الاستثمار وأدواته:

1.4.2.1.1 محددات الاستثمار:

توجد العديد من المحددات التي يمكن أن تؤثر على قرار المستثمرين نذكر منها:_(العيساوي كاظم الجاسم ، 2005)

أولا - سعر الفائدة :

يعتبر سعر الفائدة الذي يمثل كلفة رأسمال المستثمر، إحدى العوامل الأساسية المحددة للاستثمار، وبهذا يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين سعر الفائدة وحجم الأموال المعدة. للاستثمار، حيث كلما انخفض سعر الفائدة (كلفة استخدام رأس المال) كلما شجع ذلك على عملية الاقتراض وبالتالي على زيادة الاستثمار والعكس صحيح.

ثانيا - الكفاية الحدية لرأس المال :

ويقصد بها هي الإنتاجية الحدية لرأسمال المستثمر، أو العائد على رأسمال المستثمر، حيث يكون الحساب والتقييم في مجال الاستثمار دائما وأبداً على أساس العائد الذي تحققه الوحدة النقدية المستثمرة.

ثالثا - درجة المخاطرة :

إن كل عملية استثمار لابد وأن يرافقها مستوى معين من المخاطرة وكما قلنا بأن هناك علاقة وثيقة بين درجة المخاطرة والعائد المتوقع، وبين درجة المخاطرة وفترة الاستثمار. وعلى هذا الأساس يلاحظ أنه على الرغم من القوانين المشجعة للاستثمار وإصدار التشريعات والضمانات في الدول النامية، إلا أنه يلاحظ أن الاستثمارات الأجنبية [تقل] في الدول النامية نتيجة لارتفاع درجة المخاطرة فيها.

رابعا - مدى توفر الاستقرار الاقتصادي والسياسي:

يعتبر توفر الاستقرار الاقتصادي والسياسي في أي بلد، إحدى العوامل الأساسية المحددة للاستثمار والذي قد يفوق تأثيره العوامل المادية، حيث يتوفر الاستقرار السياسي والاقتصادي، كلما كان ذلك عاملا مشجعا للاستثمار والعكس صحيح.

2.4.2.1.1 أدوات الاستثمار:

تعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره ويطلق البعض على أدوات الاستثمار اصطلاح وسائط الاستثمار سنتناول أدوات الاستثمار الحقيقي والمالي نوجز منها ما يلي:

أولا : أدوات الاستثمار الحقيقي : من أصناف الاستثمار الحقيقي التي سيتم بحثها العقار والسلع والمشروعات الاقتصادية: (رمضان زياد، 2007)

- أ- العقار كأداة للاستثمار: تحتل المتاجرة بالعقارات المركز الثاني في عالم الاستثمار بعد الأوراق المالية، ويتم الاستثمار فيها بشكلين:
 - مباشرة: عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي.
 - غير مباشرة: عندما يقوم بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى المؤسسات المالية المتخصصة بالعقارات.
- ب- السلع كأداة للاستثمار: يتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم "المستقبليات" أو "التعهدات المستقبلية"، وهي عقد بين طرفين هما المنتج للسلعة ووكيل أو سمسار غالبا ما يكون مكتب سمسة يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة من سلعة معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد.
- ج- المشروعات الاقتصادية كأداة للاستثمار: تعتبر المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا وتتنوع أنشطتها ما بين تجاري وصناعي وزراعي، كما أن منها ما يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو بتقديم الخدمات.

ثانيا - أدوات الاستثمار المالي : يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة حسب معايير مختلفة، فهي إما أن تكون: (رمضان زياد، 2007)

- أ- أدوات دين: ومن أمثلتها أذونات الخزينة وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية للأجل القصير.
- ب- أدوات الملكية: مثل الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

أما من حيث الأجل فيمكن تصنيفها إلى :

- قصيرة الأجل و تستحق خلال سنة مثل : اذونات الخزينة و شهادات الإيداع و عقود العملات الأجنبية للأجل القصير.
- طويلة الأجل و تستحق في فترة أطول من سنة و من أمثلتها الأسهم و السندات .

ويمكن أيضا تقسيمها من حيث الدخل إلى :

- ذات الدخل الثابت مثل :اذونات الخزينة و السندات ذات سعر الفائدة الثابت و الأسهم الممتازة.
- ذات الدخل المتغير مثل : الأسهم العادية و السندات ذات سعر الفائدة العائم

3.1.1 ميكانيكية عمل قناة سعر الفائدة

1.3.1.1 مفهوم قناة سعر الفائدة

قناة سعر الفائدة هي إحدى قنوات انتقال أثر السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير على النشاط الاقتصادي من خلال تغيير أسعار الفائدة. تعمل هذه القناة عبر تأثير التغيرات في سعر الفائدة على قرارات الادخار، الاقتراض، الاستثمار، والاستهلاك، مما يؤثر على الطلب الكلي والنمو الاقتصادي. عندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة، تزداد تكلفة الاقتراض، مما يؤدي إلى تقليل الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي تباطؤ النشاط الاقتصادي وانخفاض التضخم. وعلى العكس، عندما يتم خفض سعر الفائدة، يصبح الاقتراض أقل تكلفة، مما يحفز الإنفاق والاستثمار، ويساهم في زيادة النمو الاقتصادي والتضخم. كما تؤثر قناة سعر الفائدة على سعر الصرف، حيث يؤدي ارتفاع الفائدة إلى زيادة جاذبية العملة المحلية للمستثمرين الأجانب، مما يعزز قيمتها، في حين يؤدي انخفاض الفائدة إلى تراجع قيمة العملة، مما يحفز الصادرات (Mishkin, F.S , 2019)

2.3.1.1 آلية عمل قناة سعر الفائدة

تعمل قناة سعر الفائدة كأحد أهم آليات انتقال السياسة النقدية، حيث تبدأ بتغيير البنك المركزي لسعر الفائدة الأساسي، مما يؤثر على أسعار الفائدة في السوق المالية، وبالتالي يؤثر على سلوك الأفراد والشركات من حيث الادخار، الاقتراض، الاستثمار، والاستهلاك. يمكن تلخيص آلية عمل قناة سعر الفائدة في الخطوات التالية:

1. تغيير سعر الفائدة الأساسي من قبل البنك المركزي:

- عندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة، تصبح تكلفة الاقتراض أعلى، والعائد على الادخار أكثر جاذبية.

- عند خفض سعر الفائدة، تقل تكلفة الاقتراض، مما يحفز الاستهلاك والاستثمار.

2. انتقال التغيرات إلى أسعار الفائدة في الأسواق المالية:

- تتأثر أسعار الفائدة على القروض والودائع البنكية، وكذلك على السندات والأدوات المالية الأخرى، مما ينعكس على قرارات المستثمرين والمستهلكين.

3. التأثير على قرارات الاستهلاك والاستثمار:

- ارتفاع الفائدة يقلل من الاقتراض ويزيد من الادخار، مما يؤدي إلى انخفاض الاستهلاك والاستثمار.
- انخفاض الفائدة يشجع الأفراد والشركات على الاقتراض والاستثمار بدلا من الادخار.

4. التأثير على الطلب الكلي والنمو الاقتصادي:

- يؤدي انخفاض الاستهلاك والاستثمار إلى تراجع الطلب الكلي، مما قد يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي وانخفاض التضخم.

- في المقابل، يؤدي زيادة الاستهلاك والاستثمار إلى تحفيز النمو الاقتصادي ورفع معدل التضخم.

5. التأثير على سعر الصرف والتجارة الخارجية:

- رفع الفائدة يزيد من جاذبية العملة المحلية للمستثمرين الأجانب، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها، ويجعل الصادرات أكثر تكلفة والواردات أرخص.

- خفض الفائدة يقلل من جاذبية العملة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها، ويجعل الصادرات أكثر

تنافسية. (Mishkin, F.S, 2019)

6. تأثير قناة سعر الفائدة على الاستهلاك والادخار تؤثر قناة سعر الفائدة بشكل مباشر على قرارات

- الأفراد والشركات فيما يتعلق بالاستهلاك والادخار، وذلك من خلال تأثيرها على تكلفة الاقتراض وعوائد الادخار. يمكن تلخيص تأثيرها كما يلي:

أولا تأثير سعر الفائدة على الاستهلاك

- عندما يرتفع سعر الفائدة، يصبح الاقتراض أكثر تكلفة، مما يقلل من قدرة الأفراد على تمويل مشترياتهم من السلع المعمرة مثل السيارات والعقارات، وبالتالي ينخفض الاستهلاك.

- كما أن ارتفاع سعر الفائدة يزيد من العوائد على الودائع والأصول المالية، مما يشجع الأفراد على

الادخار بدلا من الإنفاق، وهو ما يؤدي إلى تراجع الطلب الكلي في الاقتصاد.

- في المقابل، عندما ينخفض سعر الفائدة، تقل تكلفة الاقتراض، مما يشجع الأفراد على الإنفاق

• أكثر بدلا من الادخار، مما يؤدي إلى زيادة الاستهلاك وتحفيز النمو الاقتصادي.

ثانيا .تأثير سعر الفائدة على الادخار

- عندما يرتفع سعر الفائدة، يصبح الادخار أكثر جاذبية لأن العوائد على الودائع المصرفية والسندات ترتفع، مما يحفز الأفراد والشركات على زيادة مدخراتهم وتقليل إنفاقهم.
- على العكس، عند انخفاض سعر الفائدة، تصبح العوائد على الادخار أقل جاذبية، مما يدفع الأفراد إلى تقليل مدخراتهم وزيادة إنفاقهم أو توجيه أموالهم نحو استثمارات ذات عوائد أعلى.

ثالثا .العلاقة بين الاستهلاك والادخار وتأثيرها على الاقتصاد

- زيادة الادخار على حساب الاستهلاك قد تؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي، مما قد يبطئ النمو الاقتصادي في بعض الحالات.
- في المقابل، زيادة الاستهلاك نتيجة لانخفاض سعر الفائدة يمكن أن تعزز النشاط الاقتصادي ولكنها قد تؤدي إلى ارتفاع التضخم إذا لم تكن هناك زيادة مقابلة في الإنتاج. (Mishkin, F.S ، 2019)

7. تأثير قناة سعر الفائدة على الاستثمار تعد قناة سعر الفائدة من أهم العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار، حيث تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة في أسعار الفائدة على تكلفة التمويل، العوائد المتوقعة من المشاريع الاستثمارية، وتوجهات المستثمرين. يمكن تلخيص تأثيرها على الاستثمار كما يلي:

1) تأثير تكلفة التمويل على قرارات الاستثمار

- عندما يرتفع سعر الفائدة، تزداد تكلفة الاقتراض، مما يجعل الحصول على التمويل الاستثماري أكثر تكلفة، وبالتالي تقلل الشركات من استثمارات في المشاريع الجديدة أو التوسعية.
- على العكس، عند انخفاض سعر الفائدة، يصبح الاقتراض أرخص، مما يشجع الشركات على تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة، نظرا لانخفاض تكلفة رأس المال.

2) تأثير سعر الفائدة على العائد المتوقع على الاستثمار

- ارتفاع سعر الفائدة يجعل العوائد على الأدوات المالية مثل السندات والودائع أكثر جاذبية مقارنة بالاستثمار في المشاريع الإنتاجية، مما يدفع المستثمرين إلى تفضيل الأصول المالية ذات العائد الآمن بدلا من الاستثمار في الأصول الحقيقية مثل المصانع والمعدات.
- عند انخفاض سعر الفائدة، نقل العوائد على الأدوات المالية، مما يدفع المستثمرين إلى البحث
- عن استثمارات أكثر ربحية في القطاع الحقيقي، مثل العقارات أو المشاريع الصناعية والتجارية.

(3) تأثير سعر الفائدة على ثقة المستثمرين

- ارتفاع أسعار الفائدة قد يؤدي إلى انخفاض ثقة المستثمرين حول مستقبل الطلب الكلي، مما يدفعهم إلى تأجيل أو تقليص استثماراتهم.
- انخفاض أسعار الفائدة يعزز الثقة الاقتصادية، حيث يشير إلى سياسات توسعية تهدف إلى دعم النمو، مما يشجع المستثمرين على ضخ المزيد من رؤوس الأموال في السوق (Mishkin, F.S, 2007) .

(4) تأثير سعر الفائدة على الاستثمار الأجنبي المباشر

- ارتفاع أسعار الفائدة قد يجذب الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المالية بحثا عن عوائد مرتفعة على الودائع والسندات، لكنه قد يثبط الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاعات الإنتاجية بسبب ارتفاع تكلفة التمويل.
- انخفاض أسعار الفائدة يمكن أن يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تصبح تكاليف التمويل أقل، مما يعزز تدفق رؤوس الأموال نحو القطاعات الإنتاجية. (Mishkin, F.S, 2019)

قناة سعر الفائدة وسوق الائتمان

تلعب قناة سعر الفائدة دورا حيويا في تحديد ديناميكية سوق الائتمان، حيث تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على قرارات الإقراض من قبل البنوك، وكذلك على طلب الأفراد والشركات للقروض. يمكن تحليل العلاقة بين قناة سعر الفائدة وسوق الائتمان من خلال الجوانب التالية:

(1) تأثير سعر الفائدة على حجم الائتمان المصرفي

• عندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة، تصبح القروض أكثر تكلفة، مما يؤدي إلى تراجع الطلب على الائتمان من قبل الأفراد والشركات، حيث يجد المقترضون أن تكاليف الاقتراض مرتفعة مقارنة بالعوائد المحتملة من الاستثمار.

• على العكس، عندما يخفض البنك المركزي سعر الفائدة، تصبح القروض أرخص، مما يحفز الأفراد والشركات على زيادة طلبهم على القروض، مما يؤدي إلى توسع سوق الائتمان.

(2) تأثير سعر الفائدة على شروط الإقراض

• البنوك تعتمد على أسعار الفائدة كأداة لتحديد شروط الإقراض، مثل المدة، حجم القرض، ومتطلبات الضمانات.

• عند ارتفاع أسعار الفائدة، تزيد البنوك من متطلبات الضمانات، وقد تحد من الإقراض للعملاء ذوي المخاطر العالية، مما يؤدي إلى تقلص الائتمان المتاح.

• عند انخفاض أسعار الفائدة، تصبح البنوك أكثر ميلا لمنح القروض، خاصة للمشاريع الجديدة والأفراد ذوي الملاءة المالية المتوسطة.

(3) تأثير سوق الائتمان على النشاط الاقتصادي

• سوق الائتمان هو محرك أساسي للنمو الاقتصادي، حيث تعتمد الشركات على القروض لتمويل التوسعات والاستثمارات.

• عندما يكون الائتمان مقيدا بسبب ارتفاع الفائدة، ينخفض الاستثمار والإنتاج، مما قد يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي.

• عند توفر الائتمان بأسعار منخفضة، يزداد الاستثمار والاستهلاك، مما يعزز النشاط الاقتصادي ويحفز النمو.

(4) العلاقة بين سعر الفائدة والمخاطر الائتمانية

• ارتفاع أسعار الفائدة قد يزيد من أعباء الديون على المقترضين الحاليين، مما يرفع مخاطر التعثر في السداد، وبالتالي يزيد من القروض المتمتعزة لدى البنوك.

- انخفاض أسعار الفائدة يقلل من أعباء الديون، لكنه قد يشجع على الإقراض المفرط.
- وزيادة المخاطر اذا لم تكن هناك ضوابط كافية من البنوك و الجهات التنظيمية. (Mishkin, F.S) ، (2019)

العلاقة بين قناة سعر الفائدة والتضخم

تعد قناة سعر الفائدة من أهم الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير على معدلات التضخم من خلال التحكم في تكاليف الاقتراض والادخار. وتعمل هذه القناة على التأثير في التضخم عبر عدة آليات رئيسية: (Mishkin, F.S) ، (2019)

1) تأثير سعر الفائدة على الطلب الكلي والتضخم

- عندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة، يصبح الاقتراض أكثر تكلفة، مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي تراجع الطلب الكلي، مما يساهم في خفض معدلات التضخم.
- عندما يخفض البنك المركزي سعر الفائدة، يصبح الاقتراض أرخص، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات، وبالتالي ارتفاع التضخم نتيجة لزيادة الإنفاق.

2) تأثير سعر الفائدة على تكاليف الإنتاج

- ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من تكلفة تمويل الشركات، مما قد يؤدي إلى تباطؤ الإنتاج وانخفاض المعروض من السلع والخدمات، مما قد يؤدي إلى تقليل الضغوط التضخمية.
- انخفاض أسعار الفائدة يقلل من تكلفة التمويل، مما يمكن الشركات من زيادة الإنتاج والاستثمار، مما يساعد في موازنة التضخم عبر زيادة العرض.

3) تأثير سعر الفائدة على التوقعات التضخمية

- قرارات البنك المركزي المتعلقة بأسعار الفائدة تؤثر على توقعات المستهلكين والمستثمرين بشأن التضخم المستقبلي.

- إذا رفع البنك المركزي سعر الفائدة، فإن ذلك قد يؤدي إلى توقعات بانخفاض التضخم في المستقبل، مما يدفع الأفراد إلى تأجيل الاستهلاك والشركات إلى تقليل رفع الأسعار.
- إذا خفض البنك المركزي سعر الفائدة، فقد يتوقع المستهلكون ارتفاع الأسعار مستقبلاً، مما قد يدفعهم إلى زيادة إنفاقهم، وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم.

(4) تأثير سعر الفائدة على سعر الصرف والتضخم المستورد

- ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة جاذبية العملة الوطنية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها وبالتالي تقليل تكلفة السلع المستوردة مما يساعد في خفض التضخم المستورد
- انخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة مما يجعل الواردات أكثر تكلفة مما قد يؤدي إلى ارتفاع التضخم عبر زيادة أسعار السلع المستوردة (Mishkin, F.S, 2019)

3.3.1.1 محددات فاعلية قناة سعر الفائدة

تتأثر فاعلية قناة سعر الفائدة بعدة عوامل قد تحد من قدرتها على تحقيق الأهداف المرجوة للسياسة النقدية. فيما يلي أبرز المحددات التي تؤثر على انتقال تأثير سعر الفائدة إلى الاقتصاد:

(1) درجة التطور المالي والنظام المصرفي

في الاقتصادات ذات الأنظمة المصرفية المتطورة، يكون تأثير تغييرات سعر الفائدة أكثر وضوحاً، حيث تستجيب البنوك بسرعة لتوجيهات البنك المركزي فيما يتعلق بأسعار الإقراض والودائع. في الدول التي تعاني من ضعف في القطاع المصرفي أو وجود قطاع مالي غير رسمي كبير، قد يكون انتقال تأثير سعر الفائدة أقل فعالية.

(2) مستوى الاستجابة لسعر الفائدة

تعتمد فعالية قناة سعر الفائدة على حساسية الأفراد والشركات لتغيرات الفائدة. في بعض الحالات، قد يكون الطلب على القروض والاستثمارات غير مرناً نسبياً، مما يقلل من تأثير تغييرات سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي.

(3) هيكل السوق المالية

في بعض البلدان، تعتمد الشركات بشكل كبير على التمويل الذاتي أو مصادر تمويل غير مصرفية، مما يقلل من تأثير أسعار الفائدة على قرارات الاستثمار.

في الأسواق المالية المتطورة التي تعتمد بشكل أساسي على الإقراض المصرفي، يكون لتغييرات سعر الفائدة تأثير أقوى على الاقتصاد.

(4) مستوى الديون في الاقتصاد

إذا كان مستوى الديون مرتفعاً ، فإن أي زيادة في سعر الفائدة قد تؤدي إلى أزمة ديون وتراجع الاستثمارات، مما قد يعطل انتقال تأثير السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة. في المقابل، إذا كانت الديون منخفضة، فقد يكون لتخفيض الفائدة تأثير أقل على تحفيز الاقتراض والاستهلاك.

(5) التوقعات الاقتصادية والتضخمية

إذا كانت توقعات التضخم مرتفعة، فقد يقل تأثير تخفيض سعر الفائدة، حيث يفضل الأفراد والشركات الاحتفاظ بالسيولة بدلاً من الاستثمار أو الاقتراض. التوقعات السلبية بشأن الاقتصاد قد تؤدي إلى عدم استجابة المستثمرين والمستهلكين لتخفيضات الفائدة، مما يحد من فعاليتها.

(6) السياسة المالية والتدخل الحكومي

إذا كانت السياسة المالية (الضرائب والإنفاق الحكومي) لا تتماشى مع السياسة النقدية، فقد تؤدي إلى تقليل فاعلية قناة سعر الفائدة. على سبيل المثال، إذا خفض البنك المركزي الفائدة لتحفيز النمو، لكن الحكومة زادت الضرائب أو خفضت الإنفاق، فقد يتم إبطال تأثير السياسة النقدية.

(7) الاستقرار السياسي والاقتصادي

في البيئات غير المستقرة سياسياً أو اقتصادياً ، قد يكون تأثير تغييرات الفائدة محدوداً بسبب ارتفاع المخاطر وعدم ثقة المستثمرين في النظام المالي. (Bernanke, B.S, & Blinder, A .S ., 1992)

2.1 دراسات سابقة

1.2.1 دراسات محلية:

أولاً: باللغة العربية

- قنوات انتقال السياسة النقدية دراسة مقارنة بين قناة سعر الفائدة و قناة الإقراض البنكي في الجزائر للفترة (1990-2017) " (زواطر مونية، 2018-2019)

سعت هذه الدراسة إلى استقصاء وتحليل أثر قنوات انتقال السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2017، حيث جرى الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتأصيل الأسس المعرفية والمفاهيمية لقنوات انتقال السياسة النقدية كأداة نقدية ومحدد للنشاط الاقتصادي، بالتوازي مع استخدام المنهج القياسي من خلال تطبيق نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) وفق الصيغة الرياضية :

$$= (Y_1 A_{t-1} + \dots + Y_p A_{t-p} + X B_t + \epsilon_t) Y_t$$

وذلك لتقدير طبيعة العلاقة بين المتغيرات وتجاوز إشكالية الارتباط الخطي التعددية. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى وجود علاقة عكسية وضعيفة جدا بين سعر الفائدة والنمو الاقتصادي في الجزائر، كما توصلت النتائج إلى أن جاذبية الاقتصاد الوطني ومعدلات نموه لا تتأثر بشكل جوهري بالمتغيرات النقدية وحدها، بل تخضع لعوامل هيكلية وتنظيمية ومناخية أخرى، مما يستوجب على السلطات الجزائرية ضرورة مراجعة سياسة أسعار الفائدة وتطوير حوافز اقتصادية متكاملة تتجاوز الجوانب النقدية لضمان كفاءة القنوات النقدية وتحقيق التنمية المستدامة.

- دراسة حول سعر الفائدة والنمو الاقتصادي في الجزائر (1980-2017) (رملي محمد. نزعي عزالدين ، 2019)

تتمحور هذه الدراسة حول قياس أثر سعر الفائدة على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال مرحلة التحول الهيكلي نحو اقتصاد السوق، حيث انطلقت من إشكالية مدى فاعلية السياسة النقدية في تحفيز الناتج المحلي الإجمالي. ولتحقيق ذلك، اعتمد الباحثان على المنهج القياسي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) واختبار الحدود. (Bounds Test) وفق النموذج التالي :

$$GBD=B_0 +B_1 + INF + B_2DIR + B_3 + EXR + U$$

وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة جوهرية مفادها وجود غموض وعدم استقرار في العلاقة التوازنية بين سعر الفائدة والنمو في الأمدين القصير والطويل، حيث تبين أن سعر الفائدة لا يلعب الدور المفترض كأداة فعالة لتحفيز النمو بسبب ضعف كفاءة الجهاز المصرفي الجزائري، واعتماد الاقتصاد الكلي المفرط على قطاع المحروقات، مما يجعل المتغيرات النقدية ذات أثر ثانوي مقارنة بالخدمات النفطية؛ وهو ما دفع الباحثين للتوصية بضرورة إعادة هيكلة السياسة النقدية وتطوير السوق المالي لضمان انتقال حقيقي لآثار الفائدة إلى القطاعات الإنتاجية.

• دراسة استقصائية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية قالمة (اصالحي مريم ياسمين، 2016-2017)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر سعر الفائدة على القرارات الاستثمارية في عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية قالمة بالجزائر، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي بالاعتماد على أداة الاستبيان الموزع على (30) مسيرا وإطارا، ومعالجة البيانات إحصائيا باستخدام برنامج (SPSS 20) وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى وجود تأثير سلبي (علاقة عكسية) لسعر الفائدة على القرار الاستثماري، حيث أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل وتقليل الفرص الاستثمارية، كما توصلت النتائج إلى أن هذا التأثير ينتقل عبر أربع قنوات أساسية هي: تكلفة التمويل، حجم الطلب، أثر الرفع المالي، وتكلفة الفرصة البديلة، مما يجعل المؤسسات أكثر حذرا في اتخاذ قرارات التوسع عند تقلبات السياسة النقدية.

• دراسة حول أثر السياسة المالية والنقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة 1990-2016 (قادري نورية . ساكت فاطمة الزهراء، 2018)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر السياسة المالية والنقدية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2016، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتناول الجوانب النظرية والمنهج القياسي بالاعتماد على نموذج الإبطاء الزمني الموزع الذاتي (ARDL)، وذلك لتقدير العلاقة بين الاستثمار الأجنبي ومجموعة من المتغيرات الاقتصادية (الإنفاق الحكومي، الجباية العادية، الكتلة النقدية، سعر الصرف، ومعدل إعادة الخصم) وفق الصيغة التالية:

$$IDE_t = f(G_t, M2_t, TCD_t, TRS_t, TX_t)$$

وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والتابعة، حيث توصلت النتائج إلى أن الإنفاق الحكومي والكتلة النقدية يساهمان بشكل إيجابي في زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، في حين أظهرت الدراسة أن أدوات السياسة المالية (خاصة الإنفاق) تمتلك تأثيراً أكثر وضوحاً في جذب الاستثمارات مقارنة ببعض الأدوات النقدية، مما يستوجب تفعيل التنسيق بين السياستين لتحسين مناخ الأعمال .

• أثر السياسة النقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر - دراسة قياسية للفترة (1990-2023)
(لمير عبد القادر . بن زاير مبارك، 2025)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل قياس أثر السياسة النقدية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2023، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الإطار النظري والمنهج القياسي في الجانب التطبيقي بالاعتماد على نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) ، ومعالجة البيانات الإحصائية للمتغيرات (الكتلة النقدية، القروض، سعر الصرف، والتضخم) باستخدام برنامج (EViews) وفق النموذج القياسي التالي:

$$FDI_t = B_0 + FDI_t B_{t-1} + MP_t y_{t-1} + \epsilon_t$$

وقد خلصت الدراسة في نتائجها إلى وجود معنوية كلية للنموذج المقدر، كما توصلت النتائج من خلال تحليل "تجزئة التباين" إلى أن الكتلة النقدية تمتلك أكبر تأثير نسبي على تدفقات الاستثمار الأجنبي بنسبة 15.79%، تليها القروض وسعر الصرف بنسب أقل، مما يشير إلى أن استجابة الاستثمار الأجنبي للصدمات النقدية في البيئة الجزائرية لا تزال محدودة وتتأثر بعوامل هيكلية أخرى، وهو ما يستوجب ضرورة تنسيق السياسة النقدية مع بقية السياسات الاقتصادية لتحسين جاذبية المناخ الاستثماري.

• فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية حالة الجزائر (1990-2014) (شلغوم عميروش ، 2017)

سعت هذه الدراسة إلى تقييم فعالية السياسة النقدية في التأثير على معدل التضخم والناتج الحقيقي غير النفطي في الجزائر خلال الفترة من 1990 إلى 2014، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية والمفاهيمية لقنوات الانتقال والمنهج القياسي بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي

للمتجه (VAR) ، وذلك لتقدير مدى استجابة سعر الفائدة، الائتمان المصرفي، وسعر الصرف للصدمات النقدية وتتبع مسار أثرها عبر دوال رد الفعل وتحليل التباين.

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \epsilon_t$$

وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى أن القنوات التقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية لا تزال محدودة الفعالية في البيئة الاقتصادية الجزائرية، كما توصلت النتائج إلى أن استمرار تخلف النظام المصرفي والمالي وقصور هيكله يعتبر سببا رئيسيا لضعف وصول الأثر النقدي إلى الأهداف النهائية، مما يستوجب ضرورة عصرنة المنظومة المصرفية وتعميق الأسواق المالية لضمان استجابة المتغيرات الاقتصادية الكلية للقرارات النقدية بشكل أكثر كفاءة.

• دراسة فعالية قناة سعر الفائدة في نقل آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي في الجزائر دراسة قياسية باستخدام نماذج SVAR للفترة (1990-2017) (خساني بوحسون. فراج الطيب. بربري محمد امين ، 2021)

تناولت هذه الدراسة تقييم فعالية قناة سعر الفائدة في نقل آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي في الجزائر خلال الفترة من 1990 إلى 2017، حيث جرى الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية والمفاهيمية لميكانيزمات انتقال أثر السياسة النقدية والمنهج القياسي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) ، وفق الصيغة التالية :

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + U_t$$

وذلك لتقدير أثر الصدمات النقدية (معدل إعادة الخصم) على المتغيرات الوسيطة (سعر الفائدة على القروض) وصولاً إلى الأهداف النهائية المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى أن قناة سعر الفائدة في الجزائر تتسم بضعف شديد في نقل الأثر النقدي، كما توصلت النتائج إلى وجود انفصال شبه تام بين جانب العرض النقدي والطلب الحقيقي نتيجة طبيعة النظام المصرفي والاعتماد المفرط على التمويل النفطي، مما يستوجب ضرورة إصلاح المنظومة المصرفية وتفعيل دور السوق النقدي لتصبح أسعار الفائدة أداة فعالة ومؤثرة في قرارات الاستثمار والنمو الاقتصادي.

• دراسة حول قنوات انتقال اثر السياسة النقدية للاقتصاد من منظور إسلامي (د. لسبط عبدالله ، 2019)

سعت هذه الدراسة إلى استقصاء قنوات انتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد من منظور إسلامي، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية و المفاهيمية لآليات التأثير النقدي في النظريات الوضعية ومقارنتها بالضوابط الشرعية، مع التركيز على تكييف قنوات انتقال الأثر (مثل قناة الائتمان وقناة الثروة) بما يتوافق مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي. وقد خلصت الدراسة في جانبها التحليلي إلى أن المنظور الإسلامي يقدم إطارا متكاملًا لإدارة النقد يبتعد عن أدوات الفائدة الربوية ويعتمد على المشاركة في المخاطر والأرباح، كما توصلت النتائج إلى أن تفعيل قنوات السياسة النقدية الإسلامية يتطلب وجود أسواق مالية ونقدية متطورة تتيح استخدام بدائل شرعية كالصكوك وعقود المشاركة، مما يستوجب ضرورة إعادة صياغة أدوات السياسة النقدية لضمان توجيه الكتلة النقدية نحو الاستثمارات الحقيقية التي تحقق الاستقرار الاقتصادي والعدالة الاجتماعية بعيدًا عن التقلبات الناجمة عن التوسع النقدي القائم على المديونية.

• دراسة عن أثر السياسة النقدية والسياسة المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر . دراسة تحليلية لفترة من (2000-2022) (فضة عبد الرزاق . ضيفاوي سالم، 2024-2025)

تناولت هذه الدراسة موضوع أثر السياسة النقدية والسياسة المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2022، حيث جرى الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية والمفاهيمية لكل من السياسة النقدية والمالية ومحددات الاستثمار الأجنبي، مع تحليل تطور هذه المتغيرات في البيئة الاقتصادية الجزائرية. وقد خلصت الدراسة في جانبها التحليلي إلى أن السياسة المالية كانت أكثر فاعلية في جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال أدوات الإنفاق العام والتحفيز الضريبي، في حين ظل أثر أدوات السياسة النقدية (مثل سعر الفائدة والتضخم) ضئيلا ومحدودا ويحتاج لفترات زمنية طويلة للظهور، مما يستوجب ضرورة العمل على ضمان استقرار المؤشرات النقدية وتفعيل التكامل بين السياستين لخلق مناخ استثماري جاذب وقادر على تعزيز التنمية الاقتصادية.

• تغيرات سعر الفائدة وأثره على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة 1990-2018 (برنة عيد العزيز , شربي محمد الامين ، 2021)

سعت هذه الدراسة إلى استقصاء وتحليل أثر تقلبات سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2018، حيث جرى الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لترسيخ البناء النظري والمرجعي لسعر الفائدة كأداة نقدية ومحدد أساسي لبيئة الاستثمار، بالتوازي مع استخدام المنهج القياسي من خلال تطبيق نموذج انحدار الحافة (Ridge Regression) ، وذلك لتقدير طبيعة العلاقة بين المتغيرات وتجاوز إشكالية الارتباط الخطي التعددية. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى وجود علاقة عكسية وضعيفة جدا بين سعر الفائدة وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، كما توصلت النتائج إلى أن جاذبية الاقتصاد الوطني للاستثمارات الأجنبية لا تتأثر بشكل جوهري بالمتغيرات النقدية وحدها، بل تخضع لعوامل هيكلية وتنظيمية ومناخية أخرى، مما يستوجب على السلطات ضرورة مراجعة سياسة أسعار الفائدة وتطوير حوافز استثمارية متكاملة تتجاوز الجوانب النقدية لضمان استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وتحقيق التنمية المستدامة.

ثانيا : باللغة الأجنبية

• دراسة حول السياسات النقدية والنمو الاقتصادي في دول المغرب العربي (بن دحمان محمد الامين، 2015-2016)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر السياسات النقدية على النمو الاقتصادي في دول المغرب العربي (الجزائر، تونس، والمغرب) خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2012، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتأصيل مفاهيم مصداقية البنك المركزي والمنهج القياسي بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) ، لتقدير النموذج التالي :

$$\text{Log}(Y_t) = B_0 + (K_t)\text{Log}B_1 + (L_t)\text{Log}B_2 + \text{Credibility}_3B_t + \epsilon_t$$

وذلك لتقدير معادلة النمو الداخلي المشتقة من نموذج "سولو" باستخدام متغيرات تشمل استقرار الأسعار ومؤشر مصداقية السياسة النقدية. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى أن تعزيز استقلالية ومصداقية البنوك المركزية يعد شرطا أساسيا لتحقيق كفاءة السياسة النقدية، كما توصلت النتائج إلى وجود

علاقة معقدة بين التضخم والنمو في هذه الدول، حيث أن ارتفاع معدلات النمو المتزامن مع التضخم في بعض الفترات يعكس عدم كفاءة كاملة في مصادقية السياسة النقدية المتبعة، مما يستوجب ضرورة إصلاح الأطر المؤسسية لضمان استقرار الأسعار كداعم رئيسي للنمو الاقتصادي المستدام.

• دراسة عن أثر السياسة النقدية على الاستثمار في الجزائر (HADJENE Sifax. SAM ، Hakima 2021-2020)

سعت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر السياسة النقدية على الاستثمار في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2019، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتشخيص واقع المتغيرات النقدية وتطور مؤشرات الاستثمار، مع التركيز على تتبع قنوات انتقال أثر القرارات النقدية إلى الجانب الإنتاجي. وقد خلصت الدراسة في جانبها التحليلي إلى أن السياسة النقدية في الجزائر لم تحقق الفعالية المرجوة في تحفيز الاستثمار الخاص بشكل ملموس، كما توصلت النتائج إلى أن الارتباط الوثيق بالموارد النفطية ومحدودية القنوات التمويلية البنكية جعل من أداة سعر الفائدة ضعيفة الأثر في توجيه النشاط الاستثماري، مما يتطلب ضرورة تبني إصلاحات نقدية ومصرفية شاملة تهدف إلى تحديث النظام المالي وتفعيل دور السوق النقدي لزيادة جاذبية الاقتصاد الوطني.

2.2.1 دراسات عربية

• دراسة عن تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (1997-2004) (عبد المطلب الاسرج)

بحثت هذه الدراسة في تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة الممتدة من 1997 إلى 2004، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لمراجعة التطورات النقدية والمصرفية وإجراءات تحرير سعر صرف الجنيه المصري، مع تقييم مدى نجاح السلطات النقدية في تحقيق أهدافها النهائية والوسيطية. وقد خلصت الدراسة في جانبها التحليلي إلى أن السياسة النقدية واجهت صعوبات كبيرة في بلوغ أهدافها الإستقرارية، كما توصلت النتائج إلى أن الجنيه المصري فقد جزءا كبيرا من قيمته وتضاعفت معدلات التضخم رغم سياسة التقييد النقدي، بالإضافة إلى تراجع الاحتياطيات الدولية نتيجة التدخلات في سوق

الصرف، مما يستوجب ضرورة إعادة هيكلة أسعار الفائدة وتبني إطار نقدي أكثر شفافية يركز على استقلالية البنك المركزي وتفعيل الرقابة المالية الشاملة.

• **أثر السياسة النقدية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر (ماجد محمد يسرى الخربوطلي ، 2020)**

ركزت هذه الدراسة على استقصاء أثر السياسة النقدية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر خلال الفترة من 2003 إلى 2018، حيث تم استخدام المنهج الوصفي لاستعراض الأسس المعرفية والمفاهيمية للموضوع والمنهج القياسي باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، وفق الصيغة التالية :

$$L FDI = B_0 + B_1 LOG INF + LOG B_2 LOG REX + B_3 LOG NIR + B_4 LOG RXD + U$$

وذلك لتقدير العلاقة بين المتغيرات النقدية (معدل الفائدة، سعر الصرف، والكتلة النقدية) وجذب رؤوس الأموال الأجنبية. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين السياسة النقدية وتدفقات الاستثمار الأجنبي، كما توصلت النتائج إلى وجود علاقة طردية بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار، بالإضافة إلى وجود علاقة تبادلية بينهما، مما يفرض على الدولة ضرورة تبني سياسات احترازية تضمن استقرار سعر الصرف وتوجيه السياسة النقدية نحو امتصاص السيولة الفائضة الناتجة عن تدفقات رؤوس الأموال لتجنب الضغوط التضخمية وتحسين جاذبية الاقتصاد الوطني

• **اثر السياسة المالية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ليبيا خلال الفترة (2000-2020) (عبد الناصر الطاهر الشيباني . عبير عبدالله الدغيس ، 2025)**

بحثت هذه الدراسة في أثر السياسة المالية على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ليبيا خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية والمفاهيمية للسياسة المالية والمنهج القياسي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، وذلك لتقدير أثر متغيري الإنفاق العام وإيرادات الضرائب على تدفقات الاستثمار الأجنبي. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى وجود تباين في تأثير أدوات السياسة المالية، حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين الإنفاق العام والاستثمار الأجنبي، في حين ظهرت علاقة طردية قوية مع إيرادات الضرائب، مما يشير إلى أن هيكلة

الإنفاق العام لم تكن موجهة بشكل كافٍ لدعم البنية التحتية الجاذبة للاستثمار، وهو ما يستوجب ضرورة إعادة صياغة السياسة المالية بما يضمن استقرار التشريعات الضريبية وتحسين كفاءة الإنفاق الحكومي لتحفيز المستثمرين الأجانب.

• **فاعلية السياسة النقدية في ظل وجود مصارف إسلامية (دراسة حالة المملكة العربية السعودية)**
(ايمن ابكر حسن بخاش، 2021)

سعت هذه الدراسة في فاعلية السياسة النقدية في ظل وجود مصارف إسلامية بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة من 2008 إلى 2019، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية والمفاهيمية للنظام النقدي المزدوج والمنهج القياسي بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR)، وذلك لتقدير فاعلية قناة الائتمان وأثر أدوات السياسة النقدية (سعر الفائدة والقاعدة النقدية) على النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى أن النظام المصرفي المزدوج يؤثر بشكل ملموس على فاعلية السياسة النقدية، كما توصلت النتائج إلى وجود تفاوت في استجابة المصارف الإسلامية والتقليدية للصدمات النقدية، مما يستوجب ضرورة تطوير أدوات نقدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لتمكين البنك المركزي من إدارة السيولة بشكل أكثر كفاءة وضمان تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية في ظل خصوصية الهيكل المصرفي السعودي

3.2.1 دراسات أجنبية :

• **دراسة عن انتقال صدمات السياسة النقدية الأمريكية دور الاستثمار والتفاوت المالي**
(Santiago Camara and Sebastian Ramirez Venegas، 2022)

بحثت هذه الدراسة في الكيفية التي تنتقل بها صدمات السياسة النقدية الأمريكية إلى الأسواق الناشئة مع التركيز على دور الاستثمار والتباين المالي بين الشركات خلال الفترة الحديثة، حيث تم توظيف المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض الأسس المعرفية والمفاهيمية لقنوات انتقال الأثر النقدي عابر الحدود، بالتوازي مع المنهج القياسي الذي اعتمد على نموذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلي للبيانات المقطعية (Panel SVAR) وتحليل بيانات الميزانيات العمومية لشركات دولة تشيلي، وذلك لتقدير أثر تقلبات أسعار الفائدة الأمريكية على الأداء الاستثماري. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى أن تشديد السياسة النقدية

الأمريكية يحفز حالة ركود مستمرة في الأسواق الناشئة ناتجة عن انكماش حاد في الاستثمار الكلي، كما توصلت النتائج إلى أن الشركات ذات المديونية العالية هي الأكثر تضررا من هذه الصدمات نتيجة ضغوط الرافعة المالية، مما يفرض على صانعي القرار في هذه الأسواق تبني استراتيجيات احترازية تراعي الهياكل المالية للشركات الوطنية لمواجهة آثار التقلبات النقدية العالمية وتأمين استقرار معدلات النمو.

• الآثار المتباينة للسياسة النقدية غير التقليدية على الطلب على القروض وعرضها. رؤى من دراسة استقصائية حول الإقراض المصرفي (Martin Guth, 2018)

سعت هذه الدراسة إلى تحليل قناة الإقراض المصرفي والآثار المتباينة للسياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتناول الأسس المعرفية والمفاهيمية لآليات انتقال أثر السياسة النقدية عبر استغلال بيانات مسح الإقراض المصرفي (BLS)، بالتوازي مع المنهج القياسي القائم على تقدير استجابات الصدمات الهيكلية (Structural Impulse Responses) باستخدام نموذج المتجهات ذاتية الانحدار الذي يأخذ الصيغة العامة التالية:

$$Y_t = A_0 + Y_i A_{t-i} + \epsilon_t$$

ذلك لتقدير أثر الصدمات النقدية على عرض وطلب القروض. وقد خلصت الدراسة في جانبها التطبيقي إلى أن قناة الإقراض المصرفي تعمل بكفاءة في منطقة اليورو، كما توصلت النتائج إلى أن الصدمات النقدية التوسعية تؤدي إلى زيادة ملموسة في نمو الناتج وفي عرض وطلب القروض مع وجود تباين طفيف بين دول الشمال والجنوب، مما يستوجب ضرورة فهم الخصوصيات القطرية داخل الاتحاد النقدي لضمان تصميم سياسات نقدية قادرة على تحفيز الائتمان والنمو الاقتصادي بشكل متوازن.

خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل الإطار النظري والمفاهيمي للسياسة النقدية باعتبارها أحد أهم أدوات التدخل غير المباشر في النشاط الاقتصادي، حيث لم تعد تقتصر على تحقيق استقرار الأسعار فحسب، بل أصبحت تؤثر بشكل مباشر على المتغيرات الاقتصادية الكلية، وعلى رأسها الاستثمار. وقد تبين أن قنوات انتقال الأثر النقدي تلعب دورا حيويا في ربط القرارات النقدية بالقطاع الحقيقي، حيث برزت "قناة سعر الفائدة" كواحدة من أهم الآليات التقليدية التي تؤثر على قرارات الاستثمار والائتمان. وخلص الفصل إلى أن فعالية هذه القنوات، سواء التقليدية أو غير التقليدية، تتوقف على عدة عوامل محددة، أبرزها: مدى تطور الأسواق المالية، وشفافية المعلومات، ودرجة استجابة الهياكل المالية للمؤسسات الاستثمارية للصدمات النقدية.

خلص هذا الفصل إلى أن السياسة النقدية ت عد إحدى الركائز الأساسية التي تستند إليها الدول في إدارة اقتصاداتها الكلية، حيث تعمل من خلال قنوات انتقال متعددة تؤثر في المتغيرات الاقتصادية، وعلى رأسها الاستثمار. وقد تم التركيز على "قناة سعر الفائدة" كأهم آلية تقليدية في الفكر الاقتصادي الحديث، حيث تبين أن فعالية هذه القنوات في التأثير على القطاع الحقيقي ترتبط بمدى استجابة الاستثمار الحقيقي للتغيرات في تكلفة التمويل، بالإضافة إلى مدى تطور الأسواق المالية ودرجة استجابة الهياكل المالية للشركات الوطنية للصدمات النقدية.

الفصل الثاني:

دراسة قياسية لفعالية قناة

سعر الفائدة

تمهيد

شهد الاقتصاد الجزائري طوال الفترة الممتدة من 1982 إلى 2024 تحولات هيكلية معتبرة، تمثلت في الانتقال من النمط الموجه القائم على التخطيط المركزي إلى اقتصاد السوق، وما رافق ذلك من إصلاحات جذرية للمنظومة المصرفية والمالية عبر قانون النقد والقرض. وتهدف هذه الدراسة التطبيقية إلى قياس مدى نجاعة السياسة النقدية في تحفيز وتوجيه الاستثمار الحقيقي من خلال "قناة سعر الفائدة"، وذلك بالاعتماد على أحدث الأساليب القياسية في تحليل السلاسل الزمنية والمتمثل في نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة {ARDL}.

ولتحقيق هذه الغاية، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين ؛ يركز المبحث الأول على البناء النظري والمنهجي لنموذج {ARDL} وشروط تطبيقه، في حين يخصص المبحث الثاني للتمهيد الإحصائي وتوصيف السلاسل الزمنية المقدرة، وصولاً إلى استعراض ومناقشة مخرجات التقدير في الأجلين القصير والطويل واختبارات الكفاءة التشخيصية والاستقرار الهيكلي.

1.2 المبحث الأول : منهجية نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

تستخدم منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL المطورة من طرف (Pesaran, 2001) في الكثير من الدراسات القياسية التي تهدف إلى دراسة العلاقة ما بين المتغيرات , نظرا لسهولة تطبيقها , وهذه المنهجية تختلف عن باقي منهجيات القياس الاقتصادي في أنها لا تشترط ان تكون كل المتغيرات مستقرة من نفس الدرجة , إذ يمكن اعتمادها إذا كانت المتغيرات كلها مستقرة عند المستوى أو كلها مستقرة عند الفرق الأول أو بعضها مستقرة في المستوى و البعض الآخر مستقر في الفرق الأول .

1.1.2 المطلب الأول : الإطار النظري لنموذج ARDL

تعتبر منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) من الأساليب القياسية الحديثة والمتطورة في تحليل السلاسل الزمنية، حيث تتميز بقدرة عالية على كشف طبيعة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة وتحديد حجم تأثيرها في المديين القصير والطويل ضمن نموذج واحد. وتكتسب هذه المنهجية أهمية خاصة نظرا لمرونتها الكبيرة في التعامل مع السلاسل الزمنية باختلاف درجات استقرارها، فضلا عن دقتها العالية عند التعامل مع العينات الصغيرة، مما يجعلها أداة قوية لتجاوز المشكلات الإحصائية التقليدية والحصول على نتائج دقيقة وغير متحيزة.

1.1.1.2 مفهوم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

تعتبر منهجية (Autoregressive Distributed Lag – ARDL) منهجية حديثة إذ نستطيع من خلالها تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة في المديين القصير و الطويل (Short run and Long run) في نفس النموذج، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (Pesaran, 2001) فعلى سبيل المثال إذا كان لدينا متغيران x و y , و أردنا ان نقيس تأثير المتغير x على المتغير y فان المعادلة ستأخذ الشكل التالي : (طهراوي فريدة ، 2015)

$$\Delta y_t = \sigma_0 + \sigma_1 x_{t-1} + \sigma_2 y_{t-1} + \sum_{j=0}^{k1} \beta_1 \Delta y_{t-j} + \sum_{j=1}^{k2} \beta_2 \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

2.1.1.2 شروط نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

- إجراء اختبارات السكون للسلاسل الزمنية وإن يمكن أن تكون السلاسل ساكنة عند المستوى $I(0)$ أو عند الفرق الأول $I(1)$ أو خليط بينهما. لا يفترض أن تكون أي سلسلة مستقرة من الفرق الثاني $I(2)$.
- حجم العينة ينبغي أن تكون بحدود 30 مشاهدة، لأن نموذج ARDL يعتمد على تكوين فترات إبطاء متعددة للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة وهذا يعني تخفيض درجة حرية النموذج.
- ينبغي أن يكون معامل تصحيح الخطأ في نموذج ARDL القصير سالب و معنوي ECM. بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل من خلال اختبار الحدود .
- استخدام معايير تحديد فترات الإبطاء في تحديد رتبة النموذج منها AIC وخلافه. و اعتماد القيمة الأقل في تحديد النموذج الملائم .
- إجراء الاختبارات القياسية لسلامة النموذج مقل اختبار LM الارتباط الذاتي و اختبار عدم ثبات التجانس للتباين و اختبار إستقرارية الدالة. (إ.د احمد حسين بتال ، 2020)

3.1.1.2 مزايا نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

يتميز نموذج (ARDL) بعدة مزايا منها :

1. لا يستلزم اختبار (ARDL) أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الرتبة نفسها $I(0)$ أو من الرتبة الأولى $I(1)$ بشرط أن لا تكون متكاملة من الرتبة الثانية $I(2)$.
2. إمكانية تقدير الأجل الطويل و القصير في آن واحد فضلا عن إمكانية التعامل مع المتغيرات التفسيرية في النموذج بفترات إبطاء زمنية مختلفة .
3. أن نتائج تطبيقه تكون دقيقة في حالة كون حجم العينة صغيرا، فضلا عن بساطة هذا النموذج في تقدير التكامل المشترك باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. (Pesaran. M, Shin. Y, and Smith. R , 2001, p. 293)
4. إمكانية التمييز بين المتغيرات التفسيرية في النموذج ، و السماح لاختبار العلاقة بين المتغيرات الأصلية (في المستوى - Level) بغض النظر فيما إذا كانت المتغيرات التفسيرية هي $I(0)$ أو $I(1)$ أو مزيج منهما . (الشوربجي مجدي، 2009، صفحة 156)
5. أن استخدام هذا النموذج يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات ومشكلات الارتباط الذاتي مما يجعل المقدرات الناتجة كفوة وغير متحيزة.

6. ان نموذج (ARDL) يأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة من البيانات من نموذج الإطار العام .

7. ان نموذج (ARDL) يعطي أفضل النتائج للمعلومات في الأجل الطويل وان اختبارات التشخيص يمكن الاعتماد عليها بشكل كبير. (Narayan, P.K. , Fiji's , 2004, p. 205)

8. من خلال نموذج (ARDL) يمكن تحديد العلاقة التكاملية بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة فضلا عن تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وتعد معلوماته المقدرة للأجل القصير و الطويل أكثر اتساقا من تلك المقدرة بالطرق الأخرى لاختبار التكامل المشترك.

و الصيغة العامة للنموذج مكون من متغير تابع (Y) و (K) ومن المتغيرات التفسيرية $(X_1, X_2 \dots X_K)$ يكتب النموذج $(P, q_1, q_2 \dots q_K)$ بالشكل التالي (Pesaran, M.H, & Shin, Y. , 1995, p. 1)

$$\Delta Y_t = C + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 X_{1t-1} + \beta_3 X_{2t-1} + \dots + \beta_{k+1} X_{kt-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \lambda_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1-1} \lambda_{2i} \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q_2-1} \lambda_{3i} \Delta X_{2t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k-1} \lambda_{(k+1)i} \Delta X_{kt-i} + u_t \dots (1)$$

إذ ان :

Δ : الفروق الأولى. , C : الحد الثابت. , u_t : حد الخطأ العشوائي

β : معاملات العلاقة طويلة الأجل. , λ : معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

$(P, q_1, q_2 \dots q_K)$: تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات $(Y, X_1, X_2 \dots X_K)$ على الترتيب .

2.1.2 المطلب الثاني : تقدير نموذج ARDL

للتأكد من أن نتائج نموذج ARDL تعبر بدقة عن العلاقة بين المتغيرات، لا بد من فحص استقرار هذه العلاقة وجودتها الفنية. يبدأ ذلك بتحديد فترات الإبطاء المثلى واختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل عبر اختبار الحدود (BoundsTest)، وصولاً إلى إجراء الاختبارات التشخيصية التي تضمن جودة أداء النموذج. وفي الأخير، يتم استخدام اختباري CUSUM و CUSUMSQ كصمام أمان للتأكد من انسجام معاملات الأجلين القصير والطويل وخطو البيانات من أي تغيرات هيكلية قد تؤثر على مصداقية النتائج المحصل عليها.

1.2.1.2 الاستقرارية:

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها و معرفة مدى استقرار و انسجام معاملات الأجل الطويل مع تقديرات معلمات الأجل القصير يمكن استخدام احد الاختبارين الآتيين :

1- اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاودة.

Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM)

2- اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة .

Cumulative Sum Of Squares Recursive Residual (CUSUM SQ)

ويعد هاذين الاختبارين من أهم الاختبارات في هذا المجال لأنهما يوضحان أمرين مهمين هما :مدى استقرار و انسجام المعلمات طويلة الأجل مع معلمات الأجل القصير ,كذلك توضح مدى وجود اي تغير هيكلية في البيانات ووفقا لهذين الاختباران يتحقق الاستقرار الهيكلية للمعلمات المقدرة بصيغة تصحيح الخطأ للأنموذج (ARDL) إذا وقع الخط البياني لاختبار كل من (CUSUM) و (CUSUMSQ) داخل الحدود الحرجة (الحد الأعلى و الحد الأدنى) عند مستوى معنوية (5%) في حين تكون المعاملات لا تتسم بالاستقرارية الهيكلية إذا وقع الخط البياني الاختبارات خارج الحدود الحرجة عند مستوى معنوية (5%) (ادرويش. دحماني محمد , عبد القادر.ناصر، 2013، صفحة 23)

2.2.1.2 فترات الإبطاء و منهج اختبار الحدود (Bounds Test)

أ) اختبار فترات الإبطاء :

إذ يتم اختبار فترات الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في المعادل (1) من خلال استخدام أنموذج متجه الانحدار الذاتي غير المقيد ز هناك خمس معايير مختلفة لتحديد الفترة وهي : (الشوربجي مجدي، 2009، صفحة 157)

1- معيار خطأ التنبؤ النهائي (Final Prediction Error-1969) ويأخذ الصيغة الآتية :

$$FPE_{(P)} = \left[\frac{T+P-K}{K-P.K} \right]^k . \det \sum e \dots$$

2- معيار معلومات أكيكي (Akaike Information Criterion-1973) ويأخذ الصيغة الآتية :

$$AIC_{(P)} = \ln[\det (\sum e)] + \frac{2k^2P}{T} \dots$$

3- معيار معلومات شوارز (Schwarz Information Criterion-1978) ويأخذ الصيغة الآتية :

$$SC_{(P)} = \ln \left[\left[\det (\sum e) \right] + \frac{2k^2P \ln (T)}{T} \right] \dots$$

4- معيار معلومات خنان وكوين (Hannan & Quin Criterion) ويأخذ الصيغة الآتية :

$$H. Q_{(P)} = \left[\left[\det (\sum e) \right] + \frac{2k^2P \ln. \ln (T)}{T} \right] \dots$$

إذ أن :

K: عدد المتغيرات في النموذج. , **T**: عدد المشاهدات. , **P** : عدد فترات الإبطاء

$\sum e$: مصفوفة التباين و التباين المشترك المقدرة لبواقي النموذج

(ب) منهج اختبار الحدود :

يستخدم لاختبار مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع و المتغيرات التفسيرية الداخلة في النموذج بواسطة اختبار (Wald) أو إحصاء اختبار (F) , والتي لها توزيع غير معياري ولا تعتمد على عوامل منها : حجم العينة , و إدراج متغير الاتجاه في التقدير . و تحسب قيمة إحصاء (F) وفق الصيغة الآتية : (Diebold, Francis, 2016, p. 43)

$$F = \frac{(SSeR - SSeu)/M}{SSeu/(n-k)}$$

إذ أن :

SSeR : مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد (فرضية العدم) , أي وجود علاقة توازنية طويلة

الأجل بين المتغيرات (انعدام التكامل المشترك بين المتغيرات) .

$$H_0 = B_1 = B_2 = \dots = B_{K+1} = 0$$

SSeu : مجموع مربعات البواقي للأنموذج غير مقيد (الفرضية البديلة), أي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات (وجود تكامل مشترك بين المتغيرات).

$$H_0 \neq B_1 \neq B_2 \neq \dots \dots \dots \neq B_{K+1} \neq 0$$

M : عدد معلمات الأنموذج المقيد, N : عدد المشاهدات (حجم العينة), K : عدد المتغيرات

وبعد احتساب قيمة إحصاء (F) تتم مقارنتها بقيمة (F) الجدولية المحسوبة من قبل (Pesaran, 2001), ونظرا لان اختبار (F) له توزيع غير معياري فان هناك قيمتين حرجيتين له :

- قيمة الحد الأدنى : و تفترض ان كل المتغيرات ساكنة في مستوياتها الأصلي , أي متكاملة من الرتبة صفر I(0)

- قيمة الحد الأعلى : و تفترض ان كل المتغيرات ساكنة في فرقها الأول , أي متكاملة من الرتبة الأعلى I(1)

ويكون القرار على ثلاث حالات :

1- إذا كانت قيمة إحصاء (F) المحسوبة اقل من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية , تقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل).

2- إذا كانت قيمة إحصاء (F) المحسوبة اكبر من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية , تقبل الفرضية البديلة القائلة بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات (توجد علاقة توازنية طويلة الأجل).

3- إذا كانت قيمة إحصاء (F) المحسوبة تقع بين الحدين الأعلى و الأدنى لقيمة (F) الجدولية, فان النتائج تكون غير محسومة مما يعني عدم القدرة على اتخاذ قرار لتحديد ما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه. (حسن , علي عبد الزهرة، 2013، صفحة 190)

وسيتم اتخاذ القرار على أساس مقارنة قيمة (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدولية للحد الأدنى إذا كانت المتغيرات متكاملة من الرتبة صفر I(0), أما إذا كانت متكاملة من الرتبة الواحد الصحيح I(1), فسيتم اتخاذ القرار على أساس مقارنة قيمة إحصاء (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدولية للحد الأعلى.

3.2.1.2 معلمات أنموذج (ARDL) ومعلمة تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع و المتغيرات التفسيرية, يتم تقدير معلمات الأنموذج (ARDL) للأجلين القصير و الطويل ومعلمة متجه تصحيح الخطأ (VECM) وفق المعادلة (1) باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) استنادا إلى فترات الإبطاء المحددة, و لتحديد الأنموذج

الملائم يتم الاعتماد على طريقة (Hendry) الذي ينتقل من العام إلى الخاص ، و الذي يتمثل في إلغاء متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيم المطلقة لإحصاء (t) الخاصة به غير معنوية أي اقل من الواحد الصحيح (حسن ، علي عبد الزهرة، 2013، صفحة 189). وقبل اعتماد هذا النموذج المقدر و تطبيقه ينبغي التأكد من جودة أداء هذا الأنموذج ، و يتم ذلك من خلال إجراء الاختبارات التشخيصية الآتية : (الشوربجي مجدي، 2009، صفحة 159)

- 1- اختبار مضروب لاكرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي.
Lagrange Multiplier Test of Residual (Brush- Godfrey) (BG)
- 2- اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي .
Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (ARCH)
- 3- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية.
Jarque Bera (JB)
- 4- اختبار مدى ملائمة تحديد الأنموذج من حيث الشكل الدالي
Ramsey (RESET)
- 5- اختبار الازدواج الخطي (التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة)
Multicolinearity Test

3.1.2 المطلب الثالث: اختبارات صلاحية وجود النموذج

1.3.1.2 الاختبارات التشخيصية:

- 1- من خلال إجراء اختبار الارتباط الذاتي للبواقي باستعمال
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test
- 2- واختبار عدم ثبات التباين باستعمال Jarque-Bera Test
- 3- بالإضافة إلى إجراء اختبار ثبات النموذج (الاستقرار الهيكلي للمعالم المقدرة) و المتمثل في كل من اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM واختبار مربع المجموع التراكمي لبواقي CUSUMSQ (جلولي نسيمه ، مقران محمد، 2019).

2.3.1.2 اختبار الاستقرار:

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود تغيرات هيكلية فيها لا بد من استخدام احد الاختبارات المناسبة لذلك مثل : المجموع التراكمي للبواقي المعاودة CUSUM وكذلك المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة CUSUM OF SQUARES ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال لأنه يوضح أمرين مهمين هما : تبيان وجود أي تغير هيكلي في البيانات ، و مدى استقرار و انسجام المعلمات طويلة

الأمد مع المعلمات قصيرة الأمد . و أظهرت الكثير من الدراسات ان مثل هذه الاختبارات دائما نجدها مصاحبة لمنهجية يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة , إذا وقع الشكل البياني لاختبارات كل من CUSUM و CUSUM OF SQUARES داخل الحدود الحرجة عند مستوى 95%. (طالبى بدر الدين ,برقوقي ابراهيم ، 2015، صفحة 23)

2.2 المبحث الثاني: نتائج الدراسة القياسية

1.2.2 المطلب الأول: وصف نموذج الدراسة

بعد التطرق إلى الجانب المنهجي والنظري لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة {ARDL} ، يقتضي الإطار التطبيقي للدراسة إجراء تمهيد إحصائي وتوصيف دقيق للمتغيرات المدرجة في النموذج وهي: المتغير التابع حجم الاستثمار الكلي، والمتغيرات المستقلة: سعر الفائدة الحقيقي، إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، أسعار النفط العالمية، معدل التضخم ، والائتمان المصرفي الموجه للاقتصاد خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1982 إلى 2024.

2.2.2 المطلب الثاني: معطيات الدراسة

نموذج الدراسة المصاغ يحاول قياس الأثر بين المتغيرات و عليه فنموذج الدراسة يصاغ كالتالي :

$$LINV_t = \beta_0 + \beta_1 RIR_t + \beta_2 LRGDP_t + \beta_3 INF_t + \beta_4 CREDIT_t + \beta_5 LOIL_t + \varepsilon_t$$

حيث:

$$LINV_t = \log (INV_R)$$

$$LRGDP_t = \log (RGDP)$$

$$LOIL_t = \log (OIL)$$

بحيث :

$LINV_t$: حجم الاستثمار.

RIR_t : معدل الفائدة الحقيقي .

$LRGDP_t$: الناتج الداخلي الحقيقي .

INF_t : التضخم.

$CREDIT_t$: القروض الموجهة للقطاع الخاص.

LOILt : أسعار النفط العالمية.

3.2 المبحث الثالث: النتائج ومناقشتها

1.3.2 المطلب الأول: اختبار الاستقرار وفترة الإبطاء المثلى

تم استخدام اختباري فيليبس بيرون (PP) وديكي فولر الموسع (ADF) للتأكد من رتبة تكامل السلاسل الزمنية (LINV ، RINR ، RGDP ، LOIL ، INF ، CREDIT)، وجاءت النتائج كالتالي:

جدول 1.2 اختبار فيليبس بيرون (PP)

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)							
	At Level						
		LINV	RINR	RGDP	LOIL	INF	CREDIT
With Constant	t-Statistic	-1.6335	-6.9059	0.2167	-1.2897	-1.6402	-1.7718
	Prob.	0.4570	0.0000	0.9705	0.6256	0.4536	0.3890
		n0	***	n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.1883	-6.8287	-1.7109	-2.8667	-2.1804	-1.3855
	Prob.	0.4835	0.0000	0.7287	0.1832	0.4877	0.8509
		n0	***	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.2157	-2.4167	1.7185	-0.0844	-1.6037	-1.8087
	Prob.	0.6026	0.0168	0.9775	0.6487	0.1016	0.0674
		n0	**	n0	n0	n0	*
	At First Difference						
		d(INV)	d(RINR)	d(RGDP)	d(OIL_)	d(INF_)	d(CREDIT)
With Constant	t-Statistic	-5.1072	-23.3286	-5.3344	-7.2217	-6.6687	-4.7332
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001	0.0000	0.0000	0.0004
		***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.1020	-27.6847	-5.4503	-7.1168	-6.6969	-4.8917
	Prob.	0.0009	0.0000	0.0003	0.0000	0.0000	0.0016
		***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-5.1919	-23.6940	-5.0310	-6.9864	-6.6876	-4.7417
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

تبين نتائج الجدول (1) أن متغير سعر الفائدة الحقيقي (RINR) مستقر عند المستوى $I(0)$ في صيغ الاختبار الثلاث، سواء بحد ثابت، أو بحد ثابت واتجاه عام، أو بدون حد ثابت واتجاه، حيث جاءت القيم الإحصائية معنوية عند مستويي 1% و 5%. وهذا يسمح برفض فرضية وجود جذر وحدة لهذا المتغير. أما باقي المتغيرات، وهي الاستثمار (LINV)، الناتج المحلي الحقيقي (RGDP)، أسعار النفط (LOIL)، التضخم (INF)، والائتمان (CREDIT)، فقد كانت غير مستقرة عند المستوى، نظرا لأن قيم الاحتمالية

تجاوزت 0.05. غير أن أخذ الفروق الأولى أظهر استقرارية هذه المتغيرات، إذ أصبحت قيم الاحتمالية معنوية عند مستوى 1%.

وعليه، تشير نتائج اختبارات الاستقرار إلى أن النموذج يتضمن مزيجا من متغيرات مستقرة عند المستوى (0) وأخرى مستقرة عند الفرق الأول (1)، وهو ما يدعم ملائمة استخدام منهجية ARDL.

جدول 2.2 اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)

UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)							
	<u>At Level</u>						
		INV_	RINR	RGDP	OIL_	INF_	CREDIT
With Constant	t-Statistic	-1.4939	-6.9042	0.3339	-1.4706	-1.6566	-2.0591
	Prob.	0.5269	0.0000	0.9774	0.5385	0.4455	0.2617
		n0	***	n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.5994	-6.8144	-1.5769	-2.8190	-2.2183	-1.1251
	Prob.	0.2826	0.0000	0.7853	0.1988	0.4675	0.9125
		n0	***	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.2339	-0.7076	1.8684	-0.3301	-1.6037	-1.9209
	Prob.	0.5960	0.4039	0.9837	0.5604	0.1016	0.0531
		n0	n0	n0	n0	n0	*
	<u>At First Difference</u>						
		d(INV)	d(RINR)	d(RGDP)	d(OIL_)	d(INF_)	d(CREDIT)
With Constant	t-Statistic	-5.3343	-9.4657	-5.3565	-6.1354	-6.6650	-4.7304
	Prob.	0.0001	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0004
		***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.3244	-9.4681	-5.4749	-6.0963	-6.5879	-4.9107
	Prob.	0.0005	0.0000	0.0003	0.0001	0.0000	0.0015
		***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-5.4104	-9.5933	-4.9978	-6.7522	-6.6845	-4.6793
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***
Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%. and (no) Not Significant							
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.							

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

أكد اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) النتائج المتوصل إليها من خلال اختبار فيليبس-بيرون (PP)، حيث أظهر أن متغير سعر الفائدة الحقيقي (RINR) هو المتغير الوحيد المستقر عند المستوى (0)، وذلك بقيمة احتمالية معنوية بلغت (Prob = 0.0000). أما باقي المتغيرات فقد اتضح أنها تحتوي على جذر وحدة عند المستوى، ولم تحقق الاستقرار إلا بعد أخذ الفرق الأول، أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1)، بقيم احتمالية معنوية جدا بلغت نحو (0.0001).

وعليه، فإن السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة تتكون من مزيج من متغيرات مستقرة عند المستوى $I(0)$ وأخرى مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$ ، مع التأكد من عدم وجود أي متغير متكامل من الدرجة الثانية $I(2)$. وتعد هذه النتيجة شرطا أساسيا وملائما لتطبيق منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) واختبار الحدود (Bounds Test).

أولاً: نتائج اختبار الحدود Bounds Test

جدول 3.2 اختبار منهج الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levelsrelationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	6.417488	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=45				
Actual Sample Size	41	10%	2.276	3.297
		5%	2.694	3.829
		1%	3.674	5.019
Finite Sample: n=40				
		10%	2.306	3.353
		5%	2.734	3.92
		1%	3.657	5.256

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

تكشف نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار ومتغيرات الدراسة. إذ بلغت قيمة إحصائية فيشر المحسوبة (F-statistic) نحو 6.417488، وهي قيمة تفوق الحد الأعلى $I(1)$ عند مختلف مستويات المعنوية.

فعند مستوى معنوية 5%، بلغت القيمة الحرجة للحد الأعلى $I(1)$ نحو 3.38، كما أنها لا تتجاوز 3.92 حتى عند استخدام القيم الحرجة الخاصة بالعينات الصغيرة. وبما أن قيمة F المحسوبة أعلى من هذه القيم، فإنه يتم رفض فرضية العدم H_0 القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وقبول الفرضية البديلة H_1 .

وعليه، تؤكد هذه النتيجة وجود علاقة تكامل مشترك قوية، بما يعكس قيام علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار وباقي متغيرات النموذج.

2.3.2 المطلب الثاني : تقدير معلمات الأجل الطويل الأجل القصير ونموذج تصحيح الخطأ

جدول 4.2 معادلة الأجل الطويل

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(LINV_R)				
Selected Model: ARDL(2, 0, 0, 1, 0, 0)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 05/24/26 Time: 23:12				
Sample: 1982 2024				
Included observations: 41				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.608680	2.061170	4.176599	0.0002
LINV_(-1)*	-0.268355	0.077818	-3.448496	0.0016
RINR**	-0.260574	0.077343	-3.369067	0.0020
RGDP**	4.99E-12	1.49E-11	0.334579	0.7401
LOIL_(-1)	0.028758	0.032494	0.885034	0.3827
INF_**	-0.012258	0.035937	-0.341087	0.7353
CREDIT**	-0.007881	0.017036	-0.462618	0.6468
D(LINV_R(-1))	0.281165	0.100802	2.789290	0.0088
D(LOIL_)	-0.090518	0.025534	-3.544947	0.0012
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
** Variable interpreted as Z = Z(-1) + D(Z).				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RINR	-0.971004	0.416338	-2.332249	0.0261
RGDP	1.86E-11	5.18E-11	0.358985	0.7220
LOIL_	0.107165	0.140411	0.763226	0.4509
INF_	-0.045677	0.135958	-0.335968	0.7391
CREDIT	-0.029369	0.066953	-0.438644	0.6639
C	32.07943	5.186723	6.184913	0.0000
EC = LINV - (-0.9710*RINR + 0.0000*RGDP + 0.1072*LOIL_ -0.0457*INF_ -0.0294*CREDIT + 32.0794)				

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

استنادا إلى النموذج المختار ARDL(2,0,0,1,0,0)، تم تقدير معلمات الأجل الطويل وفق المعادلة

الآتية:

$$LINV = -0.9710RINR + 0.0000RGDP + 0.1072LOIL - 0.0457INF -$$

$$0.0294CREDIT + 32.0794$$

تظهر نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل، الواردة في الجدول رقم (4)، أن سعر الفائدة الحقيقي

(RINR) هو المتغير الوحيد الذي جاء ذا أثر سالب ومعنوي إحصائيا عند مستوى 5%، حيث بلغ معاملته (-)

(0.971049) وبقيمة احتمالية قدرها (0.0261). ويعني ذلك أن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى

انخفاض الاستثمار في الأجل الطويل، بما يتوافق مع النظرية الاقتصادية التي تؤكد أن ارتفاع تكلفة الاقتراض يحد من توسع المشاريع الاستثمارية.

في المقابل، لم تظهر باقي المتغيرات دلالة إحصائية في الأجل الطويل، إذ تجاوزت قيمها الاحتمالية مستوى 5%. فقد جاء أثر أسعار النفط (LOIL) موجبا لكنه غير معنوي، مما يشير إلى محدودية تأثير عوائد المحروقات في تحفيز الاستثمار الهيكلي طويل الأجل. كما سجل الائتمان المصرفي (CREDIT) معاملا سالبا وغير معنوي، وهو ما قد يعكس ضعف فعالية التمويل البنكي في دعم الاستثمار المنتج.

أما التضخم (INF)، فقد أظهر أثرا سالبا طفيفا وغير معنوي، بما يدل على أن أثره في الاستثمار يبقى محدودا إحصائيا خلال الأجل الطويل. كذلك جاء تأثير الناتج المحلي الحقيقي (RGDP) ضعيفا وغير معنوي، مما يوحي بأن قرارات الاستثمار في الجزائر لا تستجيب تلقائيا لديناميكية النمو الاقتصادي، بل تتأثر بدرجة أكبر بعوامل تمويلية وهيكلية، وعلى رأسها سعر الفائدة الحقيقي وطبيعة توجيه الموارد المالية.

جدول 5.2 تقدير معلمات الأجل القصير ونموذج تصحيح الخطأ

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LINV_(-1))	0.281165	0.085384	3.292932	0.0024
D(LOIL_)	-0.090518	0.016217	-5.581762	0.0000
CointEq(-1)*	-0.268355	0.036742	-7.303792	0.0000
R-squared	0.741473	Mean dependent var		0.020428
Adjusted R-squared	0.727866	S.D. dependent var		2.836294
S.E. of regression	1.479594	Akaike info criterion		3.691768
Sum squared resid	83.18950	Schwarz criterion		3.817151
Log likelihood	-72.68123	Hannan-Quinn criter.		3.737425
Durbin-Watson stat	2.006021			

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

برز نتائج نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، وفق حالة الثابت المقيد دون اتجاه عام، وجود آلية تصحيح فعالة تربط بين ديناميكية الأجل القصير والتوازن طويل الأجل. فقد جاء معامل حد تصحيح الخطأ $CointEq(-1)$ سالبا ومعنويا إحصائيا، حيث بلغت قيمته (-0.268355) وباحتمالية (0.0000) ، وهو ما يؤكد صحة علاقة التكامل المشترك بين الاستثمار وباقي متغيرات النموذج.

وتدل قيمة هذا المعامل على أن حوالي 26.83% من الاختلالات قصيرة الأجل يتم تصحيحها سنويا، بما يعني أن العودة إلى التوازن طويل الأجل تتم بوتيرة متوسطة، وتستغرق قرابة 3.7 سنوات بعد حدوث أي صدمة أو انحراف عن المسار التوازني.

أما على مستوى معلمات الأجل القصير، فقد أظهر الاستثمار المبطل لفترة واحدة $D(LINV(-1))$ أثرا موجبا ومعنويا، حيث بلغ معاملته (0.281165) وباحتمالية (0.0024) ، مما يعكس وجود أثر تراكمي إيجابي للاستثمار؛ أي إن تغيرات الاستثمار في الفترة السابقة تسهم في تفسير تغيراته الحالية. في المقابل، جاء أثر التغير في أسعار النفط $D(LOIL)$ سالبا ومعنويا، بقيمة (-0.090518) واحتمالية (0.0000) ، وهو ما يشير إلى أن الصدمات النفطية قصيرة الأجل تؤثر سلبا في الاستثمار، نتيجة ما تخلقه من حالة عدم يقين واضطراب في القرارات التمويلية والاستثمارية.

وفيما يتعلق بجودة المطابقة، بلغ معامل التحديد (R^2) قيمة (0.741473) ، في حين بلغ معامل التحديد المعدل (0.727866) ، مما يدل على أن النموذج يفسر حوالي 74.14% من التغيرات في الاستثمار. كما بلغت إحصائية ديربن-واتسون (2.006021) ، وهي قريبة جدا من القيمة المرجعية (2) ، الأمر الذي يشير مبدئيا إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي في البواقي.

3.3.2 المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية لسلامة النموذج واختبارات الاستقرار الهيكلي

للمنموذج

أولاً: الاختبارات التشخيصية لسلامة النموذج

جدول 6.2 اختبار الارتباط الذاتي للبواقي (Breusch–Godfrey LM Test)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag			
F-statistic	0.006204	Prob. F(1,31)	0.9377
Obs*R-squared	0.008203	Prob. Chi-Square(1)	0.9278

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

فرضية العدم (H_1) لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي.

يوضح الجدول (6) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة قد بلغت (Prob. F=0.9377) في حين سجلت القيمة الاحتمالية لمربع كاي (Prob. Chi-Square=0.9278) وبما أن هاتين القيمتين الاحتماليتين أكبر بكثير من عتبة المعنوية الإحصائية المقررة 5% أي (Prob 0.05)، فإننا نقبل فرضية العدم (H_1) مما يؤكد سلامة النموذج وخلو البواقي تماماً من مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى.

جدول 7.2 اختبار عدم ثبات التباين المشروط (ARCH Test)

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.467851	Prob. F(1,38)	0.4981
Obs*R-squared	0.486485	Prob. Chi-Square(1)	0.4855

المصدر : مخرجات برنامج 12 EVIEWS

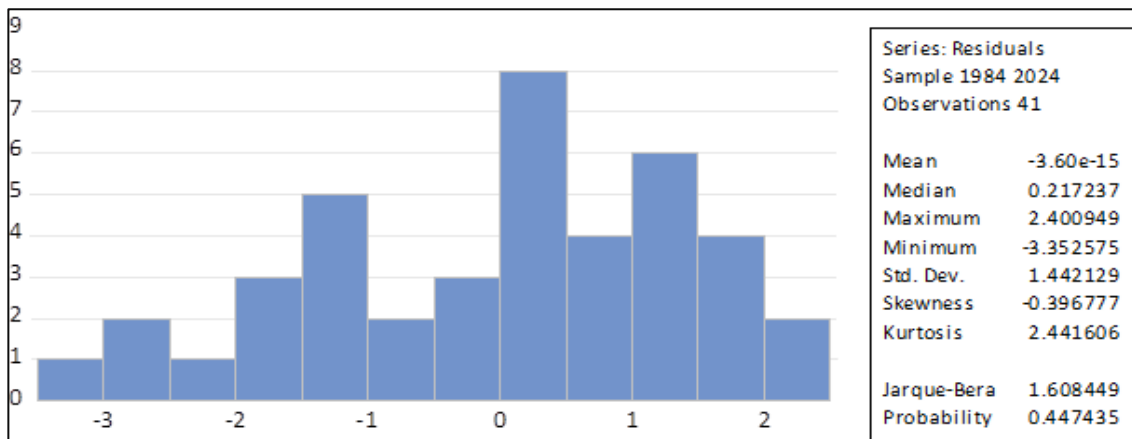
فرضية العدم (H_1): اختبار عدم تجانس التباين متجانس (ARCH).

يوضح الجدول (7) ان القيمة الاحتمالية لإحصاء فيشر بلغت (Prob. F = 0.4981) وقيمة احتمالية مربع كاي بلغت (Prob. Chi-Square = 0.4855) ، وبما ان هاتين الاحتماليتين اكبر بكثير من عتبة المعنوية الإحصائية المقررة 5 % أي (Prob 0.05) فإننا نقبل فرضية العدم (H_1)، مما يعني أن تباين الأخطاء متجانس وثابت عبر الزمن، والنموذج سليم قياسيا .

ثانيا: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

اعتمادا على مخرجات النموذج المقدر سابقا ، تم رسم المدرج التكراري للبواقي كما هو موضح في الشكل أدناه.

الشكل 1.2 اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

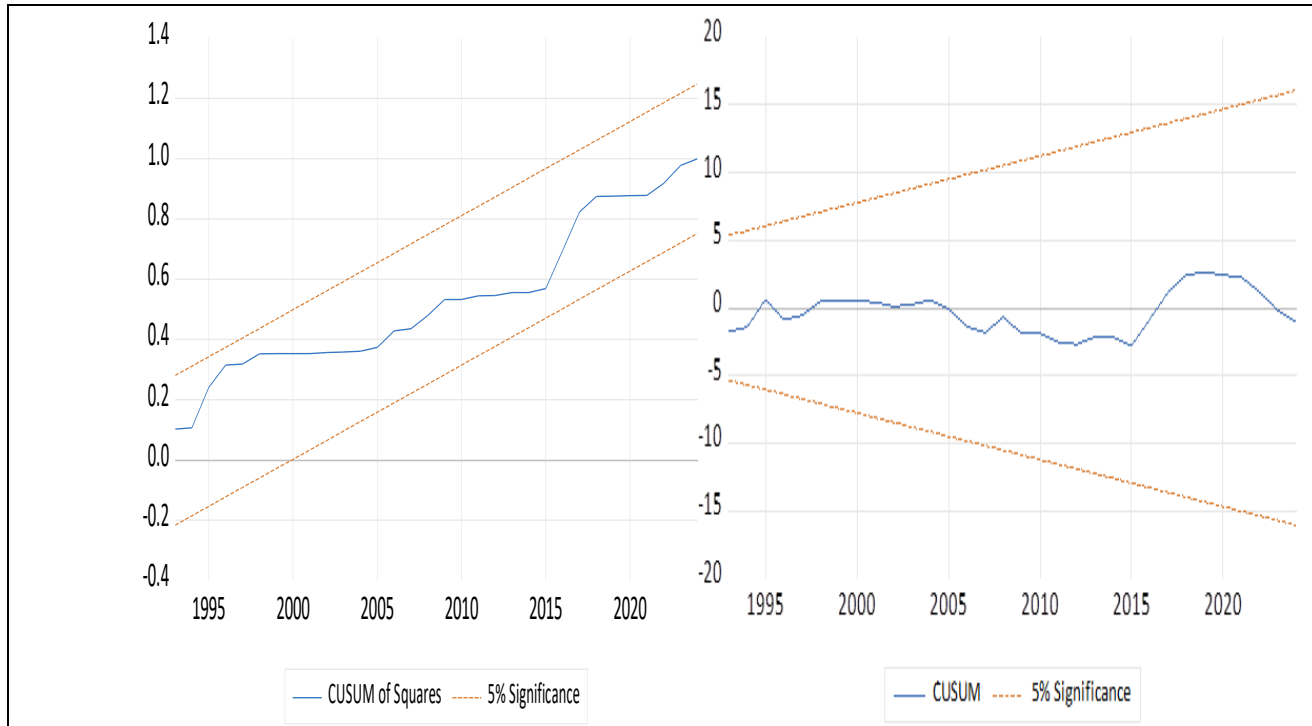


المصدر : مخرجات برنامج EVIEWS 12

تشير نتائج اختبار Jarque-Bera إلى أن احتمال لاختبار بلغ حوالي 0.447435 ،وهي قيمة أكبر من 5 % ما يعني قبول فرضية العدم القائلة بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي . وتكتسب هذه النتيجة أهمية خاصة لأنها تعزز سلامة الاستدلال الإحصائي داخل النموذج ، وتجعل نتائج اختبارات t و F أكثر قابلية للاعتماد في تفسير العلاقات بين المتغيرات

ثالثا: اختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج (CUSUM & CUSUM SQ)

الشكل 2.2 اختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج (CUSUM & CUSUM SQ)



المصدر : مخرجات برنامج EVIEWS 12

اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) يتحقق الاستقرار الهيكلي الكامل إذا وقع الخط البياني الأزرق للاختبار داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% (الخطين باللون الأحمر)، دون أي اختراق أو خروج عنها، مما يثبت أن معلمات الأجلين القصير والطويل منسجمة وثابتة طوال فترة الدراسة (1982-2024).

بناءً على عدم حدوث أي اختراق، ملامسة، أو خروج للمنحنى الأزرق عن حدوده الحمراء، فإننا نقبل فرضية العدم (H_0) القائلة بأن معلمات النموذج تتميز بالاستقرار والثبات الهيكلي عبر الزمن، ونرفض الفرضية البديلة (H_1) وهذا يثبت من الناحية الاقتصادية والقياسية أن العلاقة بين السياسة النقدية (عبر قناة سعر الفائدة) والاستثمار في الجزائر هي علاقة ثابتة ومستقرة، ولم تتأثر بالتحويلات الهيكلية أو الإصلاحات الاقتصادية التي مر بها الاقتصاد الوطني طوال فترة الدراسة.

اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (CUSUM SQ) وقوع المنحنى داخل الحدود الحمراء يؤكد خلو البيانات من الصدمات الهيكلية المفاجئة الكبرى التي قد تؤثر على جودة وصلاحية النموذج في التنبؤ الاقتصادي.

يعزز هذا الاختبار النتيجة السابقة تماما ؛ حيث نقر بـ قبول فرضية العدم (H_0) التي تؤكد تجانس واستقرار تباين بواقي النموذج المقدر. وهذا يعني قياسيا أن عينة الدراسة خالية من الصدمات البنويوية العنيفة والتقلبات الحادة غير المفسرة، مما يرفع من جودة التقدير الإحصائي

خلاصة الفصل الثاني:

أسفرت الدراسة القياسية والتطبيقية لفاعلية قناة سعر الفائدة بوصفها آلية لانتقال آثار السياسة النقدية إلى الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1982-2024، وبالاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، عن جملة من النتائج القياسية والاقتصادية المهمة، يمكن إبرازها فيما يلي:

أولاً، بينت الاختبارات التمهيدية أن السلاسل الزمنية تتمتع بتوزيع طبيعي مقبول وفق اختبار جارك-بيرا (Jarque-Bera). كما أكدت اختبارات السكون، بالاعتماد على اختباري ديكي-فولر الموسع وفيليبس-بيرون (ADF & PP)، أن متغيرات الدراسة تتكون من مزيج من السلاسل المستقرة عند المستوى (0) والسلاسل المستقرة عند الفرق الأول (1)، مع التأكد من خلو النموذج من أي متغير متكامل من الدرجة الثانية (2). وقد مثلت هذه النتيجة أساساً ملائماً لتطبيق منهجية ARDL، حيث تم اختيار النموذج $ARDL(2,0,0,1,0,0)$ بوصفه الصيغة الأكثر ملاءمة وفق معايير اختيار فترات الإبطاء.

ثانياً: أكدت نتائج اختبار الحدود (F-Bounds Test) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار والمتغيرات المفسرة، إذ بلغت قيمة إحصائية F المحسوبة نحو 6.41، وهي قيمة تتجاوز الحدود الحرجة العليا عند مستوى معنوية 5%. وبناءً على ذلك، تم رفض فرضية عدم وجود تكامل مشترك، مما يدعم وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج.

ثالثاً: أظهرت نتائج تقدير معادلة الأجل الطويل أن سعر الفائدة الحقيقي (RINR) يمارس أثراً سالباً ومعنوياً إحصائياً على الاستثمار عند مستوى 5%، حيث بلغ معاملته -0.9710. وتدل هذه النتيجة على أن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع الاستثمار بنحو 0.97%، وهو ما ينسجم مع الطرح النظري الذي يؤكد أن ارتفاع تكلفة الاقتراض يحد من الإنفاق الاستثماري ويضعف الحافز على تمويل المشاريع الإنتاجية.

رابعاً: كشفت النتائج عن عدم معنوية أثر كل من الائتمان المصرفي، والتضخم، والنواتج المحلي الحقيقي في الأجل الطويل، وهو ما يعكس محدودية دور هذه المتغيرات في تفسير الاستثمار خلال الفترة المدروسة. كما أن أثر أسعار النفط لم يظهر معنوياً في الأجل الطويل، بما يشير إلى أن عوائد المحروقات لا تتحول بالضرورة إلى دعم استثماري مستدام. غير أن أسعار النفط أظهرت أثراً سالباً ومعنوياً في الأجل القصير، مما يدل على أن الصدمات النفطية المفاجئة قد ترفع درجة عدم اليقين وتؤثر سلباً في القرارات الاستثمارية.

أخيرا ، أكد نموذج تصحيح الخطأ (ECM) وجود آلية تعديل نحو التوازن طويل الأجل، حيث جاء معامل حد تصحيح الخطأ $(\text{CointEq}(-1))$ سالبا ومعنوياً بقيمة -0.2683 . ويعني ذلك أن حوالي 26.83% من الاختلالات قصيرة الأجل يتم تصحيحها سنوياً ، بما يعكس سرعة تعديل متوسطة نحو المسار التوازني. كما دعمت الاختبارات التشخيصية سلامة النموذج، من خلال غياب مشكلتي الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين، فضلا عن استقرار المعلمات المقدرة عبر الزمن وفق اختباري CUSUM و CUSUMSQ.

الخاتمة

الخاتمة:

تناولت هذه الدراسة فعالية قناة سعر الفائدة بوصفها إحدى آليات انتقال آثار السياسة النقدية إلى الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1982-2024، وذلك بالنظر إلى الدور الذي تضطلع به السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتأثير في النشاط الاستثماري. وانطلاقاً من ذلك، سعت الدراسة إلى تحليل الأسس النظرية للسياسة النقدية وقنوات انتقالها، مع التركيز على قناة سعر الفائدة، ثم اختبار مدى فعاليتها في الحالة الجزائرية باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL).

وقد تمحورت الإشكالية الرئيسية للدراسة حول التساؤل الآتي: إلى أي مدى ت عد قناة سعر الفائدة فعالة في نقل آثار السياسة النقدية إلى الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1982-2024؟

للإجابة عن هذه الإشكالية، انطلقت الدراسة من فرضية رئيسية مفادها أن سعر الفائدة الحقيقي يؤثر في الاستثمار في الجزائر، بما يعكس وجود قناة لانتقال أثر السياسة النقدية نحو النشاط الاستثماري. وقد بينت النتائج القياسية تحقق هذه الفرضية جزئياً؛ إذ أثبتت وجود أثر سالب ومعنوي لسعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار في الأجل الطويل، غير أن هذا الأثر لا يعكس فعالية كاملة للقناة، بسبب القيود الهيكلية التي تميز الاقتصاد الجزائري.

كما أظهرت نتائج اختبار الحدود وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار الكلي والمتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج، وهو ما يؤكد تحقق الفرضية المتعلقة بوجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. وتدل هذه النتيجة على أن الاستثمار في الجزائر يرتبط في المدى الطويل بمجموعة من المحددات النقدية والاقتصادية، وإن بدرجات متفاوتة.

أما بخصوص أثر سعر الفائدة الحقيقي، فقد كشفت نتائج الأجل الطويل أنه يمارس تأثيراً سالباً ومعنوياً على الاستثمار الكلي، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى زيادة تكلفة الاقتراض والتمويل، ومن ثم الحد من الإنفاق الاستثماري. وعليه، فقد تم تأكيد الفرضية التي تنص على وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة الحقيقي والاستثمار في الجزائر.

في المقابل، لم ت ظهر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل الائتمان المصرفي، التضخم، الناتج المحلي الحقيقي وأسعار النفط، دلالة إحصائية في الأجل الطويل، وهو ما يشير إلى تحقق جزئي فقط للفرضية المتعلقة بتأثير هذه المتغيرات في الاستثمار. غير أن أسعار النفط أظهرت أثراً سالباً ومعنوياً في الأجل القصير، بما يعكس حساسية قرارات الاستثمار للصدمات النفطية وما تخلقه من حالة عدم يقين لدى المستثمرين.

كما أكد نموذج تصحيح الخطأ وجود آلية تعديل نحو التوازن طويل الأجل، إذ جاء معامل حد تصحيح الخطأ سالبا ومعنويا . وتدل هذه النتيجة على أن الاختلالات قصيرة الأجل يتم تصحيحها تدريجيا ، وأن الاستثمار يعود إلى مساره التوازني بعد حدوث الصدمات، وهو ما يؤكد صحة الفرضية المتعلقة بوجود آلية تصحيح خطأ فعالة داخل النموذج.

بناء على ما سبق، يمكن القول إن قناة سعر الفائدة في الجزائر تعد قناة قائمة من الناحية القياسية، ولها أثر واضح في تفسير سلوك الاستثمار، خاصة في الأجل الطويل. غير أن فعاليتها تظل محدودة نسبيا بفعل مجموعة من العوامل البنوية، من أبرزها الاعتماد الكبير على قطاع المحروقات، وضعف تطور الأسواق المالية، ومحدودية كفاءة الوساطة المصرفية في توجيه الموارد نحو الاستثمارات الإنتاجية. ومن ثم، فإن تعزيز فعالية هذه القناة يتطلب إصلاحات مالية ومصرفية أعمق، وتحسين مناخ الاستثمار، وتوسيع أدوات التمويل، بما يسمح بانتقال أكثر كفاءة لآثار السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي.

توصيات الدراسة

في ضوء النتائج المتوصل إليها، توصي الدراسة:

- ضرورة تعزيز فعالية السياسة النقدية من خلال تطوير آليات انتقال أثرها إلى الاقتصاد الحقيقي، ولا سيما قناة سعر الفائدة. كما تؤكد أهمية تحديث القطاع المصرفي وتحسين كفاءة الوساطة المالية، بما يسمح بتوجيه القروض نحو المشاريع الاستثمارية المنتجة بدل ترك زها في الأنشطة الأقل إنتاجية.
- تنشيط الأسواق النقدية والمالية وتوسيع أدواتها، بما يعزز قدرة القرارات النقدية على التأثير في مختلف القطاعات الاقتصادية. ويعد تنويع مصادر التمويل وتسهيل حصول المؤسسات الاقتصادية على الائتمان من المتطلبات الأساسية لدعم الاستثمار المنتج.
- تقليص الاعتماد على قطاع المحروقات من خلال تنويع القاعدة الإنتاجية وتشجيع الاستثمارات خارج القطاع النفطي، إلى جانب تعزيز التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية لضمان تحقيق الاستقرار الاقتصادي ودعم النمو في آن واحد.
- وجوب توفير بيئة اقتصادية مستقرة وشفافة تعزز ثقة المستثمرين وتحد من آثار التقلبات الاقتصادية على قراراتهم، مع مواصلة الإصلاحات الهيكلية والمؤسسية الرامية إلى تحسين مناخ الأعمال ورفع فعالية الأدوات النقدية في دعم الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

آفاق الدراسة

تفتح هذه الدراسة المجال أمام بحوث مستقبلية يمكن أن تتناول المواضيع الآتية:

- قياس فعالية قنوات انتقال أخرى للسياسة النقدية في الجزائر، مثل قناة الائتمان المصرفي وقناة سعر الصرف، مع إجراء مقارنة لتحديد القناة الأكثر تأثيرا في النشاط الاقتصادي الحقيقي.
- دراسة دور التمويل البديل والصيرفة الإسلامية كآليات تمويلية يمكن أن تدعم الاستثمار خارج قطاع المحروقات.
- توسيع الدراسة بإدراج متغيرات مؤسسية ومالية إضافية، مثل جودة مناخ الأعمال، كفاءة النظام البنكي، الإنفاق العمومي الاستثماري، ومؤشرات تطور السوق المالي.

(أ) الكتب :

- 1- أدهم إبراهيم جلال الدين, (2018) , علم الاستثمار الإسلامي, مركز الكتاب للنشر, الطبعة الأولى, عمان
- 2- بلعروز بن علي, (2006) , محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ,ديوان المطبوعات الجامعية ,الجزائر .
- 3- بوخاري لحلو موسى, (2010) سياسة سعر الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية , مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع.
- 4- بوزعور عمار, (2015) ,السياسة النقدية و أثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية حالة الجزائر, ط1, دار قرطبة للنشر و التوزيع, الجزائر
- 5- جوارتي جيمس وريشارد استروب, (1998), الاقتصاد الكلي الاختيار العام و الخاص, ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان و عبد العظيم محمد مصطفى, دار المريح للنشر , الرياض.
- 6- جهاد وليد همام, (2016) , إدارة الاستثمار الإطار النظري و التطبيقات العملية, ط1, دار امجد النشر و التوزيع, عمان
- 7- الدوري زكريا والسامرائي يسري, (2006), البنوك المركزية و السياسات النقدية, دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع, عمان.
- 8- رمضان زياد, (2007) ,مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي, ط4, دار وائل للنشر و التوزيع, عمان
- 9- شامية حمدي زهير , (1993) , النقود و المصارف , طبعة الأولى و دار زهران للنشر, عمان.
- 10- شموط مروان , عبدوك كنجو كنجو , (2008), أسس الاستثمار, الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد , مصر
- 11- ضياء مجيد الموسوي , (1993), الاقتصاد النقدي قواعد و أنظمة و سياسات مؤسسات نقدية ,دار الفكر , الجزائر
- 12- قنديل ماجد, (2005), مصادر النمو الاقتصادي , معهد صندوق النقد الدولي,
- 13- كرم, فليب (1998), التحليل النقدي و التنبؤ, معهد صندوق النقد الدولي
- 14- محمد الصالح الحناوي, طارق مصطفى الشهاوي (2013), مبادئ و أساسيات الاستثمار, دار التعليم , الجامعة الإسكندرية.
- 15- معروف هوشيار, (2008), الاستثمارات و الأسواق المالية, ط1, دار صفاء للنشر و التوزيع, عمان.

- 16- عصام فتحي زيد احمد , (2020) , تقييم المشروعات التنموية و الاجتماعية, دار اليازوري للنشر و التوزيع, عمان.
 - 17- العيساوي كاظم الجاسم , (2005), الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات, ط2, دار مناهج للنشر و التوزيع, عمان.
 - 18- الناقة أحمد أبو الفتوح, (1998), نظرية النقود و البنوك والأسواق المالية , مدخل حديث للنظرية النقدية و الأسواق المالية , مؤسسة شباب الجامعة , القاهرة.
 - 19- الطاهر لطرش, (2015), الاقتصاد النقدي و البنكي, ديوان المطبوعات الجامعية, الجزائر.
- ب) المقالات العلمية:**
- 1- الحوراني, أكرم محمود (2004), انعكاسات تحري أسعار الفائدة في إطار عملية الإصلاح الاقتصادي , محاضرات جمعية العلوم الاقتصادية السورية, ندوة الثلاثاء الاقتصادية.
 - 2- الشاذلي , احمد شفيق, (2017), قنوات انتقال اثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي , مجلة دراسات اقتصادية, صندوق النقد العربي. عدد 39.
- ج) الرسائل و الأطروحات الجامعية :**
- 1- ا.د احمد حسين بتال (2020), التكامل المشترك وفق Cointegration ARDL مع التطبيق في Eviews كلية الإدارة و الاقتصاد-جامعة الانبار
 - 2- شبانة , شرف فهمي محمد, (2001), قنوات واليات تأثير السياسة النقدية, كلية التجارة, قسم الاقتصاد.
 - 3- طهراوي فريدة (2015) دراسة قياسية لأثر النشاط النقدي على التضخم في الجزائر باستخدام منهجية **ARD**, معارف (مجلة علمية محكمة) قسم العلوم الاقتصادية العدد 19
 - 4- عثمانية, خضرة وسراج خولة (2016), تداعيات تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية على السياسة النقدية للجزائر رسالة ماستر ,كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير , جامعة العربي التبسي, تبسة , الجزائر.
 - 5- لحول عبد القادر, (2001), اثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2006 كلية العلوم الاقتصادية التجارية والتسيير-جامعة سعيدة.
 - 6- لسبط عبد لله , (2019), قنوات انتقال اثر السياسة النقدية للاقتصاد من منظور إسلامي, مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية دراسات اقتصادية, جلفة.
 - 7- الشوربجي مجدي (2009) اثر النمو الاقتصادي على العمالة في الاقتصاد المصري, كلية الإدارة و الاقتصاد-جامعة الانبار

د) المجلات و الدوريات

- 1- بنابي فتيحة, (2017), **علاقة استقلالية البنك المركزي بفاعلية السياسة النقدية**, معارف مجلة علمية دولية محكمة, قسم العلوم الاقتصادية, جامعة البويرة, السنة الثانية عشر, العدد .
- 2- محمد الأمين وليد طالب , نضيرة قلاوي (2019), **الأدوات الغير تقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008** , مجلة دراسات اقتصادية , جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي, المجلد 6, العدد 1 .
- 3- محمد هاني , ميلود وعيل, (2018) **سياسة التسيير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية دراسة تحليلية** , مجلة التنمية و الإشراف للبحوث و الدراسات.

هـ) الانترنت:

- 1- حسن الحاج التغيير في الأسعار الفائدة و أثرها على حركة الاقتصاد , اتحاد شركات الاستثمار 2020/03/29 .
[/https://unioninvest.org](https://unioninvest.org)
- 2- محمد إبراهيم السقا, معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى 2020/03/30.
[/https://www.alarabiya.net](https://www.alarabiya.net)

المراجع الأجنبية:

Livres et Ouvrages :

- 1- Abdellah Boughaba: **Analyse et évaluation de projets**, Berti edition, Paris, 1999.

Articles Académiques :

- 1- Pesaran, M. H, Shin,Y. & Smith, R.J.(2001). **Bounds testing approaches to the analysis of level relationships**. Journal of applied econometrics
- 2- AKAABOUNE, M. (2016). **Les Mécanismes de Transmission de la Politique Monétaire dans les Pays en Voie de Développement**. Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation, 1(4).
- 3- Barro, R. J. (1977). **Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United states** . American Economic Review, 67, 101-115.

- 4– Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). **Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission**. Journal of Economic perspectives, 9(4), 27–48.
- 5– Bernanke, B.S, & Blinder, A .S .(1992). **The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission**. American Economic Review 82 (4)
- 6– Bernd Hayo , Kai Henseler and Marc Steffen,(2015) « **Estimating the Monetary Policy interest–rate–to performance sensitivity of the European banking sector at the zero lower bound** ».
- 7– Carpenter, S. Demiralp, S. Eisenschmidt, v. (2014). **Efficacité de la critique non standard Politique de gestion du risque de liquidité lors du financement La crise financière: les expériences de la Réserve fédérale**.
- 8– Constâncio, V (Vice-President of the ECB) (2016), “**The challenge of low real interest rates for monetary policy**”, Speech at Macroeconomics Symposium, Utrecht School of Economics, Utrecht, 15 June.
- 9– Duthul , g., & marios, w. (2000). **politique économique** . paris.
- 10– Esmaail Alouch. (2018), **La politique monétaire et financière et la politique de développement dans le cadre des Pays de la zone MENA. Economies et finances**. Université de Lyon, 2018. Français.
- 11– JOHN, Cwilliams,(2013) ,**lessons from the financial crisis for unconventional Monetary policy**, federal reserve bank, san Francisco,2013.
- 12– Lucas, R. E. (1973). **Some international evidence on output–inflation tradeoffs**. The American economic review, 326–334.
- 13– Mishkin, F. S. (2001). **The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy** (No. w8617). National Bureau of Economic Research.

- 14– Mishkin, F.S (2019). **The Economics of Money**. Banking and Financial Markets (12th ed).
- 15– Mishkin, F.S (2007). **Monetary Policy Strategy**. MIT Press.
- 16– Narayan, P.K. , Fiji's(2004) **The AARDL Approach to Cointegration** australia,Tourism Economics vol(10)
- 17– Sellon Jr, G. H. (2004). **Expectations and the monetary policy transmission mechanism**. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 89(4), 5–41.
- 18– Van Els, P., Locarno, A., Morgan, J. B., & Villette, J. P. (2001). **Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us**.

