

دراسات إقتصادية

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

د. أحمد رجب

إعداد: د. عمر شفيق



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

إعداد:

د. أحمد رجب

د. عمر شفيق

صندوق النقد العربي 2024

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

©صندوق النقد العربي 2024

حقوق الطبع محفوظة

يعد خبراء صندوق النقد العربي دراسات اقتصادية، وأوراقا بحثية، يصدرها الصندوق وينشرها على موقعه الرسمي بشبكة الانترنت. تتناول هذه الإصدارات قضايا تتعلق بالسياسات النقدية والمصرفية والمالية والتجارية وأسواق المال وانعكاساتها على الاقتصادات العربية.

الآراء الواردة في هذه الدراسات أو الأوراق البحثية لا تمثل بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي، وتبقى معبرة عن وجهة نظر معد الدراسة.

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذه الدراسة أو ترجمتها أو إعادة طبعها بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي، إلا في حالات الاقتباس القصير بغرض النقد والتحليل، مع وجوب ذكر المصدر.

توجه جميع المراسلات إلى العنوان التالي:

الدائرة الاقتصادية

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818 – أبو ظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف: +97126171765

البريد الإلكتروني: ECONOMIC@amfad.org.ae

Website: <https://www.amf.org.ae/ar>

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أثر تشديد السياسة النقدية في البلدان المتقدمة على القطاع الخارجي للاقتصادات العربية. تركز الدراسة على التشديد النقدي الأخير في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وتظهر النتائج أن هذا التأثير يمر عبر مرحلتين. خلال المرحلة الأولى، والتي تستمر قرابة عامين، تظل المؤشرات الرئيسية للقطاع الخارجي مستقرة نسبياً. لكن من ناحية أخرى، يؤدي رفع أسعار الفائدة في الدول المتقدمة إلى تشديد الأوضاع النقدية في الاقتصادات العربية، مما يساهم في تراجع النشاط الاقتصادي ويؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي. خلال المرحلة الثانية، يتسبب انخفاض الطلب الخارجي المترتب عن التشديد النقدي للبنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي في تراجع صادرات الدول العربية. بالتوازي مع ذلك، فإن التحسن النسبي في الأوضاع النقدية في الاقتصادات العربية مقارنة بالمرحلة الأولى، وعلى الرغم من مساهمته في تعزيز نمو الاقتصادي، إلا أنه يساهم في انخفاض أسعار الصرف الحقيقية من خلال انخفاض عوائد الاستثمار وبالتالي تدفقات الاستثمار الأجنبي.

الكلمات المفتاحية: التداعيات الخارجية للسياسة النقدية، الإسقاطات المحلية، الاقتصادات العربية.

The impact of monetary policies tightening in developed countries on the external sector of Arab countries

Abstract:

This study aims to assess the impact of monetary policy tightening in developed countries on Arab economies' external sector. The study focuses on recent monetary tightening in the US and Europe, and the results show that this impact goes through two stages. During the first stage, which lasts approximately two years, the main indicators of the external sector remain relatively stable. On the other hand, raising interest rates in developed countries leads to tighter monetary conditions in Arab economies, constraining economic activity and decreasing GDP. During the second stage, the decline in external demand resulting from the FED and the ECB tightening leads to a decline in Arab countries' exports. In parallel, the relative improvement in monetary conditions in Arab economies compared to the first stage, despite enhancing economic growth, contributes to a real exchange rate depreciation via lowering investment returns and, consequently, foreign investment flows.

Keywords: Cross-border spillovers of monetary policy, local projection, Arab economies.

JEL Classification: C5, E5, F4.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

قائمة المحتويات:

4	ملخص تنفيذي
5	مقدمة
6	1. التدايعات الخارجية للسياسة النقدية في الأدبيات الاقتصادية
8	2. منهجية الدراسة وتوصيف البيانات
10	3. النتائج والاستنتاجات
17	خاتمة
18	قائمة المراجع
20	المرفق 1: تطور بعض مؤشرات الاقتصادات العربية
21	المرفق 2: الإطار النظري لمنهجية الإسقاطات المحلية
23	المرفق 3: البيانات المستخدمة

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

ملخص تنفيذي

تنطلق هذه الدراسة إلى موضوع أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على الدول العربية، وقياس مخاطرها على القطاع الخارجي. ينصب التركيز على تأثير السياسات النقدية المتبعة من قبل الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي من خلال تقدير تأثير كل منهما على حدة.

بناءً على نتائج الدراسة يمكن تقسيم أثر التشديد النقدي للدول المتقدمة على القطاع الخارجي للاقتصادات العربية إلى مرحلتين: مرحلة استقرار نسبي لمؤشرات القطاع الخارجي تدوم حوالي السنتين ومرحلة تراجع تليها مباشرة. تتميز المرحلة الأولى باستقرار نسبي لأسعار الصرف والصادرات والواردات والتدفقات الاستثمارية الأجنبية ومعها صافي الأصول الأجنبية. لكن في المقابل يتسبب رفع أسعار الفائدة في الدول المتقدمة في تراجع المعروض النقدي في الدول العربية ما يساهم في تثبيط النشاط الاقتصادي وتراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي. تنطلق المرحلة الثانية من التأثير ابتداءً من السنة الثالثة التي تلي التشديد النقدي للدول المتقدمة حيث يؤدي تراجع النشاط الاقتصادي الدولي إلى تراجع الصادرات، ويساهم مع تراجع قدرة الاقتصادات العربية على توفير نفس العوائد الاستثمارية في تراجع التدفقات الاستثمارية الأجنبية وانخفاض أسعار الصرف الحقيقية. تتراجع واردات الدول العربية كذلك، لكن التراجع يبقى أقل نسبياً من تراجع الصادرات، ليضاف ذلك إلى تراجع التدفقات الاستثمارية الأجنبية ويؤدي إلى تراجع صافي الأصول الأجنبية.

تضع التداعيات المترتبة عن تشديد السياسة النقدية في الدول المتقدمة للاقتصادات العربية في وضع معقد نسبياً من حيث الاستجابة المثلى. من جهة، تتسم إجراءات السياسة النقدية وحدها بعدم الكفاية ومحدودية الأثر. أولاً، جزء من الانكماش الاقتصادي الذي تعرفه الدول العربية سببه تراجع النشاط الاقتصادي الدولي والذي لا يمكن للسياسة النقدية للدول العربية التأثير فيه. ثانياً، لا يبدو من الواقعي للدول العربية أن تتبنى توجهاً نقدياً معاكساً للتشديد النقدي الذي تتبناه معظم البنوك المركزية حول العالم لأن ذلك سيجعل أسواقها المالية عرضة لمضاربات قد تتسبب في اضطرابات اقتصادية مهمة، ناهيك عن تأثير ذلك على استقرار أنظمة سعر الصرف. من جهة أخرى، تبدو الخيارات على مستوى المالية العامة أيضاً محدودة في ظل تراجع النشاط الاقتصادي وتراجع الإيرادات الحكومية الذي يرافقه. كما أن ارتفاع مديونية الدول العربية بعد جائحة كوفيد-19 يجعل زيادة الدين العام تحدياً صعباً، الأمر الذي لا يتيح حيزاً مالياً كافياً لرفع الاستثمار الحكومي لدعم النمو الاقتصادي والتشغيل.

في ظل هذه الظروف، يمكن للدول العربية أن تتوجه نحو استغلال الفرص التي توفرها الإصلاحات التي من شأنها الرفع من مرونة هياكل الاقتصادات العربية فيما يتعلق بالاستجابة للمخاطر الخارجية وتحسين بيئة الأعمال في سبيل تعزيز جاذبيتها للاستثمارات الخارجية.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

مقدمة

تبنت العديد من الدول المتقدمة توجهًا تشديديًا للسياسة النقدية في عام 2022 واستمر ذلك خلال عام 2023 في أعقاب ارتفاع مستويات التضخم، جراء التطورات الاقتصادية الدولية والتي ترتب عنها ارتفاع كبير في أسعار الطاقة والغذاء، مما زاد من حدة الضغوطات التضخمية الناتجة عن اضطراب سلاسل الإمداد العالمية بسبب جائحة كوفيد 19 والإجراءات التحفيزية الداعمة للطلب التي رافقتها.

يثير هذا التوجه مجموعة من المخاطر بالنسبة لاقتصادات الدول العربية في ضوء إمكانية انتقال تأثير التشديد النقدي في الدول المتقدمة إلى الاقتصادات العربية عبر قنوات مختلفة. من جهة، تراجع الطلب الخارجي المترتب عن هذا التشديد قد يؤثر سلباً على مستوى صادرات الدول العربية. من جهة أخرى، تراجع النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة بفعل التشديد النقدي وارتفاع الضغوطات على مستوى الأسواق المالية الذي يتسبب فيه، قد يؤثران سلباً على التدفقات الاستثمارية نحو البلدان العربية. كذلك، قد يخلق التشديد النقدي في الدول المتقدمة تحديات لاستدامة الاحتياطات الأجنبية واستقرار أنظمة سعر الصرف في الدول العربية، دون إغفال تأثير كل ذلك على مستويات النمو الاقتصادي. إذا اقترن ذلك بظروف اقتصادية داخلية غير مواتية وسياسات اقتصادية غير مناسبة، فقد يؤدي إلى أزمات حادة.

تشير معطيات البنك الدولي¹ إلى تطورات متباينة للمؤشرات الاقتصادية للمنطقة العربية تزامناً مع موجة التشديد النقدي خلال عام 2022، والذي عرف ارتفاعاً لأسعار الفائدة الرئيسية في الدول المتقدمة بنسب تجاوزت أحياناً مئة نقطة أساس. من جهة، تراجعت نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي على مستوى الاقتصادات العربية في عام 2022 مقارنة بعام 2021، وحتى بالفترة قبل جائحة كوفيد-19. من جهة أخرى، تحسنت نسب الميزان الجاري وصافي الحساب الرأسمالي والمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملحوظ خلال عام 2022، مما أدى إلى تحسن في مستوى الاحتياطات الأجنبية، كما أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الحقيقية على مستوى الاقتصادات العربية لم يتأثر بشكل كبير.

توحي القراءة الأولية لهذه المؤشرات إلى كون الأثر العام للتشديد النقدي في الدول المتقدمة على الدول العربية يبدو محدوداً نسبياً. لكن تزامن هذه التطورات مع تشديد السياسات النقدية في الخارج لا يعني بالضرورة تواجد علاقة فيما بينها، فقد يتزامن هذا التشديد مع مؤثرات أخرى قد يكون لها أثر عكسي. يستلزم تأكيد وإظهار الارتباط تحليلاً أكثر دقة للتمكن من أخذ مختلف قنوات انتقال التأثير بعين الاعتبار وتقييم أثر التفاعل فيما بينها. كذلك، من الصعب القول إن أثر التشديد النقدي في الدول المتقدمة على الدول العربية سينتهي خلال سنة واحدة. بصفة عامة، يأخذ الانتقال الكامل لقرارات السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي وقتاً قد يتجاوز السنتين في بعض الأحيان، وعادةً ما يكون الأثر أكبر في النهاية.

¹ المرفق 1.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

يطرح هذا الوضع تحدياً لمعرفة آليات وتوقيتات انتقال إجراءات التشديد النقدي في الدول المتقدمة، وما الذي يجب على الدول العربية توقعه؟ تتطرق هذه الدراسة لهذه الأسئلة وتحاول الإجابة عليها من أجل النظر في الخيارات المطروحة أمام الدول العربية لتبني سياسات داعمة للنمو دون المخاطرة بالاستدامة والاستقرار الاقتصاديين في ظل استمرار التشديد النقدي في الدول المتقدمة. تحتوي هذه الدراسة على ثلاثة أقسام. القسم الأول يسعى إلى تحليل الأدبيات ذات العلاقة بموضوع البحث بهدف التعرف على أبرز التداعيات الخارجية لسياسة الدول المتقدمة النقدية والمخاطر التي ترافقها بالنسبة للدول الأخرى. القسم الثاني يستعرض منهجية البحث المعتمدة والبيانات المستعملة للإجابة على أسئلة الدراسة. القسم الثالث يقدم نتائج التحليل ويناقش الخيارات المطروحة أمام الدول العربية التي يمكن أن تساعد في تخفيف أثر التداعيات والمخاطر التي ترافق تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة.

1. التداعيات الخارجية للسياسة النقدية في الأدبيات الاقتصادية

الأسئلة الرئيسية التي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليها تصنف ضمن الموضوع البحثي المتعلق بالتداعيات الخارجية للسياسة النقدية (Cross-border spillovers of monetary policy). الأدبيات حول هذا الموضوع كثيرة ومتنامية، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية في عام 2008، وتركز بشكل أساسي على تداعيات السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، نظراً للدور الكبير للدولار الأمريكي في الاقتصاد العالمي. تركز بعض الأوراق البحثية على التداعيات بالنسبة للأسواق المالية الأجنبية، وخاصة أسواق السندات². في حين ألفت دراسات أخرى الضوء على التداعيات غير المباشرة على تدفقات رؤوس الأموال³، بينما ركزت بعض الدراسات على التداعيات التي تعمل من خلال الأثر على الإقراض المصرفي في اقتصادات الأسواق الناشئة⁴. تمت أيضاً دراسة دور الخصائص الاقتصادية للدول النامية في تحديد مدى أهمية تأثيرها بتداعيات السياسة النقدية في البلدان المتقدمة من قبل بعض الباحثين⁵.

تتفق العديد من الأبحاث على أن تشديد السياسة النقدية في الدول المتقدمة يؤدي إلى ظروف مالية أكثر تشديداً في الدول النامية والاقتصادات الناشئة مع انخفاض في أسعار الأصول والتدفقات الرأسمالية وتراجع النشاط الاقتصادي⁶. لكن من الضروري الإشارة إلى أن نوعية هذا التأثير ومدى أهميته مرتبطان بالتفاعل بين القنوات التي ينتقل من خلالها، والذي قد يترتب عنه تأثير إيجابي في بعض الأحيان⁷. بعبارة أخرى، يمكن تحديد ثلاث قنوات رئيسية تؤثر من خلالها إجراءات السياسة النقدية في الدول المتقدمة على الظروف الاقتصادية في الدول

²Curcuro *et al* (2018) Neely (2015).

³ Fratzscher, Lo Duca & Straub (2018)

⁴ Brauning & Ivashina (2019)

⁵ Ahmed *et al* (2017), Kearns *et al* (2018), Hoek *et al* (2022)

⁶ Rogers, Scotti & Wright (2014), Bauer & Neely (2014), Glick & Leduc (2015), Neely (2015), Curcuro, Kamin, Li, & Rodriguez (2018), Gilchrist, Yue, & Zakrajsek (2019), Fratzscher, Lo Duca & Straub (2018), Bruno & Shin (2015), Brauning & Ivashina (2019)

⁷ Ammer, De Pooter, Erceg and Kamin (2016), Hoek, Kamin and Yoldas (2022)

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

الأخرى، ونتيجة التفاعل بين هذه القنوات هي التي تحدد ما إذا كان لتشديد السياسة النقدية في الدول المتقدمة أثر إيجابي أم سلبي.

القناة الأولى هي قناة سعر الصرف (The exchange rate channel) والتي من شأنها أن تؤدي إلى أثر إيجابي على الميزان التجاري للدول النامية في حالة رفع الدول المتقدمة لسعر الفائدة. في الواقع، الرفع من معدلات الفائدة في الدول التي تتبنى نظام سعر صرف مرن عادة ما يترتب عنه ارتفاع في سعر صرف العملة نتيجة ارتفاع الطلب عليها نظراً للعائد الأكبر الذي توفره. في الدول المتقدمة، غالباً ما تزيد نسبة المخاطر السيادية المحدودة من أهمية هذه الآلية، ما يؤدي إلى تراجع تنافسية هذه الدول على مستوى بعض القطاعات. قد تستفيد الدول النامية من هذا الوضع وتتمكن من تحسين ميزانها التجاري، ما يكون له أثر إيجابي على ناتجها المحلي الإجمالي⁸. نموذج منديل-فلمينج (Mundell-Fleming model) لتفاعلات السياسة النقدية الدولية، يعتمد في تحليله على هذه الآلية التي هي أساس النظرية الاقتصادية القائلة بأن تشديد السياسة النقدية يؤدي إلى "إثراء الجار" (boost-thy-neighbor) في مقابل "إفقار الجار" (beggar-thy-neighbor) الذي قد يترتب عن التحفيز النقدي⁹.

إضافة إلى قناة سعر الصرف، التي قد تؤثر إيجابياً على الدول النامية في حالة تشديد السياسة النقدية للدول المتقدمة، هناك قناتين إضافيتين، عادةً ما يكون لهما تأثير سلبي: قناة الطلب الخارجي (The external demand channel) وقناة التأثيرات المالية غير المباشرة (The financial spillovers channel). بالنسبة لقناة الطلب الخارجي، فان تشديد السياسة النقدية في الدول المتقدمة قد يؤدي إلى تراجع الطلب الاستهلاكي والاستثماري نتيجة ارتفاع تكلفة التمويل. هذا التراجع في الطلب قد يؤثر سلباً على صادرات الدول النامية وناتجها المحلي الإجمالي نتيجة تراجع واردات الدول المتقدمة.

بالنسبة لقناة التأثيرات المالية غير المباشرة، فقد تؤدي هي الأخرى إلى نفس النتيجة في ضوء أن تشديد السياسة النقدية في الدول المتقدمة قد يترتب عنه بطريقة غير مباشرة ظروف مالية أكثر تشدداً في الدول النامية، ما يرفع من تكلفة التمويل ويقلص الإنفاق المحلي. في الواقع، ارتفاع العائد على الأصول المالية في الدول المتقدمة قد يدفع المستثمرين في الأسواق المالية للدول النامية إلى مراجعة خططهم الاستثمارية إذا لم تتمكن هذه الأخيرة من توفير عوائد أكثر تنافسية. في كلتا الحالتين سيؤدي ذلك إلى ظروف مالية أكثر تشدداً في الدول النامية ويؤثر سلباً على ناتجها المحلي الإجمالي.

بناءً على ما سبق، من المهم أن يشمل قياس أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على الدول العربية القنوات المشار إليها أعلاه. التحدي الرئيسي هو كيفية الأخذ بعين الاعتبار التفاعل بين مختلف القنوات التي يمر

⁸ قد يحد تبني الدول النامية لنظام سعر صرف ثابت من فعالية قناة سعر الصرف كونها تربط العملة المحلية بعملة الدول المتقدمة. لكن من الضروري الإشارة إلى أنه لا يوجد توافق حول هذه النقطة، فقدره أنظمة سعر الصرف الثابت على توفير مستويات تضخم أقل بشكل عام من أنظمة سعر الصرف المرن يمنحها أفضلية من ناحية الأسعار النسبية (Relative prices)، ما قد يدعم تنافسيته (Levy (2000,2003)).
(Farhi and Werning (2014)، Mody and Rogoff (2004)، Yeyati and Sturzenegger

⁹ Ammer, De Pooter, Erceg and Kamin (2016)

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

منها الأثر بشكل مندمج ومتكامل. بالتالي، تعتمد هذه الدراسة على نموذج تحليلي يتضمن متغيرات اقتصادية كلية تمكن من رصد تأثيرات مختلف القنوات وفق منهجية تعتبر أكثر متانة من حيث جودة التقديرات مقارنة بالمنهجيات الأخرى.

2. منهجية الدراسة وتوصيف البيانات

بشكل عام، المنهجيات التجريبية الرئيسية المستخدمة من طرف الباحثين للإجابة على الأسئلة المتعلقة بالتداعيات الخارجية للسياسة النقدية في الدول المتقدمة، تعتمد على تحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data analysis) ونماذج متجه الانحدار الذاتي (Vector autoregressive models – VAR) ومنهجية دراسة الحدث (Event study approach). بالنسبة للأسئلة التي تهدف هذه الدراسة الإجابة عليها، عادة ما يستخدم الباحثون نماذج متجه الانحدار الذاتي وتحليل السلاسل الزمنية المقطعية، نظراً لكون منهجية دراسة الحدث أكثر ملاءمة للتداعيات قصيرة المدى (في غضون أيام قليلة) كما هو الحال في الأسواق المالية. إحدى المنهجيات التي يمكن استخدامها أيضاً لأغراض هذه الدراسة هي منهجية الإسقاطات المحلية (Local projections)، التي طوّرت سنة 2005¹⁰ وتم تطبيقها مؤخراً من قبل مجموعة من الباحثين¹¹ والمؤسسات الدولية، كصندوق النقد الدولي في تقريره لسنة 2023 حول القطاع الخارجي¹². هذه الدراسة تستخدم منهجية الإسقاطات المحلية (Local projections)، نظراً لكونها أقل تعقيداً من حيث البيانات، وتوفّر تحليلاً للاستجابة النبضية (Impulse-response analysis) أكثر متانة من نماذج متجه الانحدار الذاتي¹³. يقدم المرفق 2 تفاصيل أكثر حول الإطار النظري لمنهجية الإسقاطات المحلية.

تركز هذه الدراسة على تحليل استجابة مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي على مستوى الدول العربية لتغيرات أسعار الفائدة الرئيسية في الاقتصادين الأمريكي والأوروبي. كما تمّ إبراز ذلك في المحور السابق، القنوات الرئيسية التي قد يمر عبرها تأثير أسعار الفائدة الرئيسية في هذه الاقتصادات هي (أ) قناة سعر الصرف و(ب) قناة الطلب الخارجي و(ج) قناة التأثيرات المالية غير المباشرة. بالتالي، تتبنى الدراسة نموذجاً يمكن من أخذ التفاعل بين هذه القنوات بعين الاعتبار من خلال التحقق من تأثير تغيرات أسعار الفائدة الرئيسية في الدول المتقدمة على سعر الصرف، ثم على تطور الصادرات والواردات وبعد ذلك تطورات رؤوس الأموال وصافي الأصول الأجنبية،

¹⁰ Jorda (2005)

¹¹ Obstfeld and Zhou (2023)

¹² IMF external sector report (2023)

¹³ Jorda (2005)

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

بالإضافة إلى فجوة المعروض النقدي¹⁴ والناتج المحلي الإجمالي¹⁵. بدايةً، يتم تقدير نموذجين، الأول يهدف إلى تحليل أثر سعر الفائدة الرئيسي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والثاني يهدف إلى تحليل أثر سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي. في كلتا الحالتين، يتم تقدير النموذجين بالاعتماد على البيانات الزمنية المقطعية لاقتصادات الدول العربية مجتمعةً، بعد ذلك يتم استخراج الاستجابة النبضية للمؤشرات موضوع الدراسة. لتحليل مدى تأثير التباينات المختلفة على النتائج، يتم تقدير النموذجين لمجموعات فرعية للدول العربية على أساس الانتماء للدول المصدرة أو المستوردة للنفط، وتباين نظام سعر الصرف، وحرية تنقل رؤوس الأموال حسب القوانين المنظمة للحساب الرأسمالي والمالي¹⁶،¹⁷. نظراً للرابط المهم بين الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، تمت إضافة فرق سعر الفائدة بينها كمتغير تحكم على مستوى جميع النماذج. كذلك، تمت إضافة معدل النمو العالمي للتحكم في مستوى الطلب العالمي بصفة عامة وتصحيح أثره على مستوى الاستجابة النبضية للمتغيرات.

تستند الدراسة إلى بيانات الدول العربية التي توفرها قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي (World Bank – Development Indicators) بالإضافة إلى أسعار الفائدة الرئيسية في الاقتصادين الأمريكي والأوروبي التي ينشرها على التوالي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي. تم تقدير النماذج الخاصة بالاحتياطي الفيدرالي الأمريكي باستعمال البيانات ابتداءً من عام 1980، في حين تم تقدير النماذج الخاصة بالبنك المركزي الأوروبي باستعمال البيانات ابتداءً من عام 1999¹⁸. توفر المرفقات تفاصيل أكثر حول مصادر البيانات المستعملة وتعريفها وكيفية حسابها.

بعد تقدير النماذج يتم قياس أثر ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي بما يعادل 100 نقطة أساس. نفترض أن هذا التشديد سيتم بشكل كامل خلال السنة الأولى وأن أسعار الفائدة الرئيسية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي، كل على حدة، ستستمر في نفس المستوى طيلة فترة التحليل. تجدر الإشارة هنا إلى كون هذه الفرضيات تقدم صورة مختزلة عن واقع الاقتصاد، وبشكل قد لا يأخذ بعين الاعتبار إمكانية تغير توجهات السياسات الاقتصادية وتوقعات الأسواق حول متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية، ومن بينها سعر الفائدة. بالتالي، يجب قراءة النتائج قراءة متأنية وإعطاء الأولوية لكيفية

¹⁴ تشير فجوة المعروض النقدي إلى الفارق بين كمية النقود المعروضة أو المتوفرة داخل الاقتصاد والكمية المطلوبة أو التي يحتاجها الفاعلون الاقتصاديون. عند تسجيل فجوة معروض نقدي سالبة فإن ذلك يعني أن المعروض النقدي أقل من المطلوب، بالتالي ظروف التمويل تكون صعبة والتكلفة أكبر ويقال إن الظروف النقدية تشدديّة. عندما تكون فجوة المعروض النقدي موجبة تكون كمية النقود المعروضة أكثر من المطلوبة ما يساهم في خفض تكلفة التمويل ويقال إن الظروف النقدية تيسيرية.

¹⁵ وحدة القياس فيما يخص سعر الصرف الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي هي معدل التغير السنوي كنسبة مئوية، أما فيما يخص صافي الأصول الأجنبية والاستثمارات الأجنبية والواردات والصادرات، فوحدة القياس هي التغير السنوي كنقطة مئوية للنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

IMF (2018) ¹⁶

¹⁷ تم تقدير النماذج بالاستعانة بمكتبة "Ipirfs" المتوفرة عن طريق لغة البرمجة R. تمكن هذه المكتبة من تقدير المعاملات وحساب الاستجابة النبضية حسب منهجية الإسقاطات المحلية. إجمالاً، تم تقدير ما يزيد عن مئة معادلة أخذاً بعين الاعتبار النماذج المتضمنة جميع الدول العربية ونماذج المجموعات الفرعية للدول العربية.

¹⁸ أنشأ البنك المركزي الأوروبي في شهر يونيو 1998.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

التفاعل بين مختلف قنوات انتقال السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي إلى اقتصادات الدول العربية والمراحل التي يمر منها.

3. النتائج والاستنتاجات

بالاعتماد على النموذجين الرئيسيين اللذين تم تقديرهما، تم قياس أثر ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي بما يعادل 100 نقطة أساس، وتقدير استجابة مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي على مستوى الدول العربية لارتفاع سعر الفائدة الرئيسي في حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (الشكل 1)، وفي حالة البنك المركزي الأوروبي (الشكل 2).

يُظهر الشكلان أن التأثير الأسرع يبدأ من خلال قناتي الطلب الخارجي والتأثيرات المالية غير المباشرة. يترتب عن هذه الأخيرة فجوة معروض نقدي سالبة، أي أن المعروض النقدي يصبح أقل مما هو مطلوب على مستوى الاقتصادات العربية. بعبارة أخرى، يؤدي تشديد السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي إلى ظروف مالية أكثر تشدداً في الدول العربية، ما يرفع من تكلفة التمويل ويقيد الانفاق المحلي ويؤدي في النهاية إلى نمو أقل بما يعادل واحد نقطة مئوية خلال السنة الأولى.

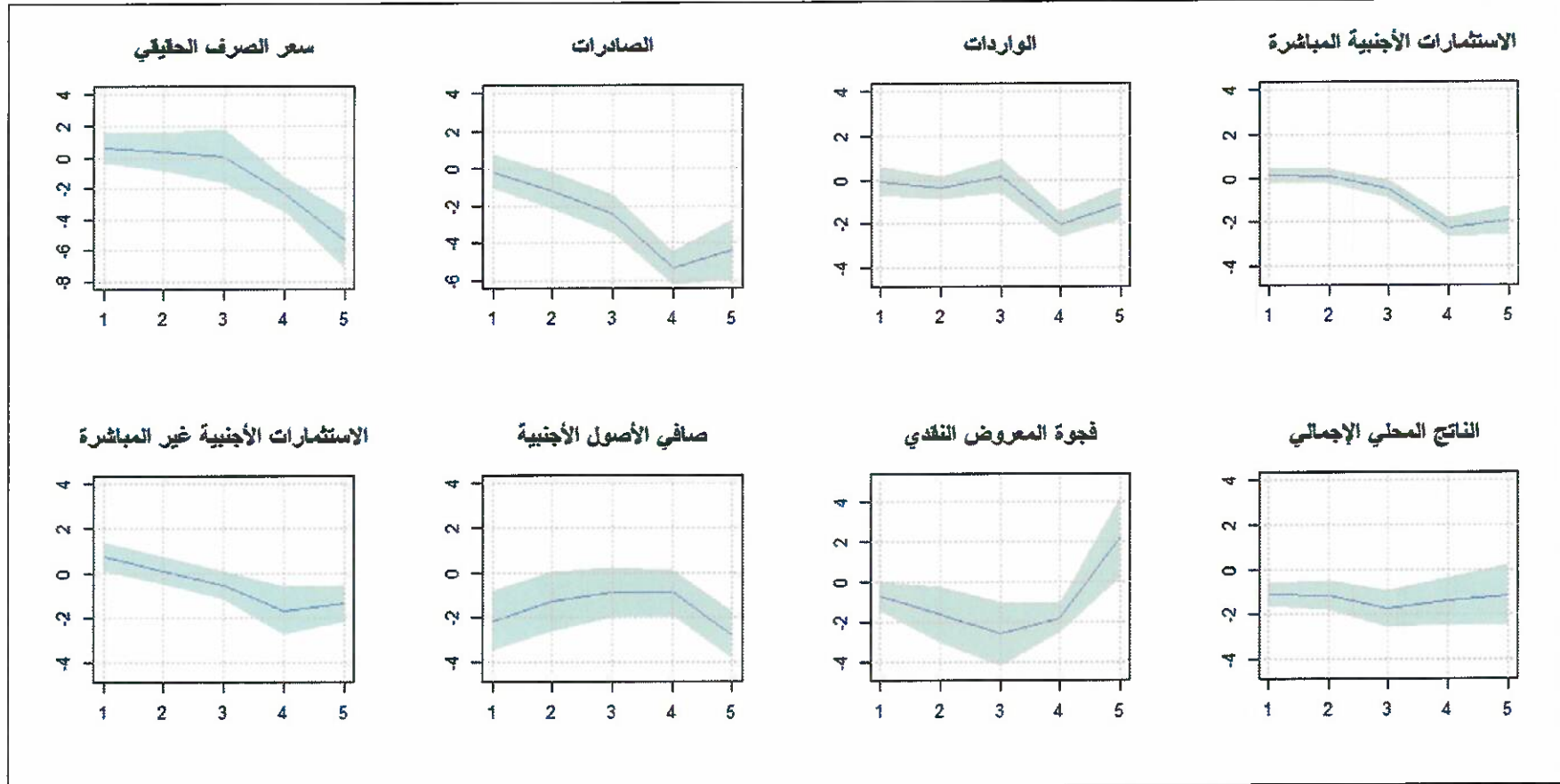
في المقابل، هذا التشديد النقدي يعني أن مستويات العائد على التوظيفات المالية يصبح أكبر مقارنة مع السابق، ما يترتب عنه عائد استثماري أكبر من شأنه المساهمة في الحفاظ على استقرار تدفقات الاستثمارات الأجنبية نحو الدول العربية. كما تمت الإشارة إلى ذلك مسبقاً، تظهر الدراسات السابقة أن قناة التأثيرات المالية غير المباشرة يتم تفعيلها إما من خلال تراجع الاستثمارات الأجنبية أو من خلال ارتفاع العائد على هذه الاستثمارات. تُظهر النتائج في حالة الدول العربية عدم المعنوية الإحصائية لتأثير أسعار الفائدة الرئيسية سواءً في الولايات المتحدة الأمريكية أو أوروبا على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة إلى الدول العربية خلال الثلاث سنوات الأولى.

يمكن تفسير هذه النتيجة على أن الاستثمارات الأجنبية في الدول العربية لا تتأثر في البداية بشكل كبير بتشديد السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي. لكن ابتداءً من السنة الرابعة التي تلي التشديد ومع استمرار تراجع النشاط الاقتصادي، كما يظهر ذلك تسجيل الناتج المحلي الإجمالي لمستويات أقل، يتقلب مسار الظروف النقدية في الدول العربية. في الواقع، تراجع النشاط الاقتصادي يترتب عنه تراجع الطلب على النقد وبالتالي التوجه نحو تسجيل فجوة معروض نقدي موجبة ما يمثل ظروف مالية أقل تشدداً في الدول العربية، أي عائداً أقل بالنسبة للاستثمارات.

يساهم هذا الوضع في تراجع تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة نحو الدول العربية بما يناهز نقطتين مئويتين ونقطة مئوية واحدة على التوالي من الناتج المحلي الإجمالي في أفق السنة الخامسة التي تلي التشديد النقدي، مع أثر أكبر لارتفاع أسعار فائدة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مقارنة بالبنك المركزي الأوروبي. يساهم هذا الوضع أيضاً في تراجع صافي الأصول الأجنبية بما يزيد عن نقطتين مئويتين من الناتج المحلي الإجمالي

آليات دعم السياسة لتعزيز الإنتاجية القطاعية في الدول العربية

الشكل 1: تأثير ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للاحتياطي الفدرالي الأمريكي على الدول العربية على مدى خمس سنوات



المصدر: إعداد الباحثين بناءً على تقديرات النموذج.

ملاحظات: (1) يوضح الشكل تأثير ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للاحتياطي الفدرالي الأمريكي بما يعادل 100 نقطة أساس على الدول العربية على مدى خمس سنوات انطلاقاً من تقديرات النموذج الذي يأخذ بعين الاعتبار جميع الدول العربية، الجدول 1 يقدم مقارنة للتأثير بالنسبة لكل مجموعة من الدول على حدة. (2) وحدة القياس فيما يخص سعر الصرف الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي هي معدل التغير السنوي كنسبة مئوية، أما فيما يخص صافي الأصول الأجنبية والاستثمارات الأجنبية والواردات والصادرات، فوحدة القياس هي التغير السنوي كنقطة مئوية للنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

في أفق السنة الخامسة، لكن يبدو أن التأثير الأكبر يرجع إلى تراجع الصادرات.

علاقة بالنقطة أعلاه، وجنباً إلى جنب مع قناة التأثيرات المالية غير المباشرة، يؤدي التشديد النقدي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي إلى تراجع الطلب الخارجي الذي يترتب عنه تراجع صادرات الدول العربية. تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا يرفع تكاليف التمويل، ما يقلص الإنفاق وبالتالي الطلب الموجه إلى الخارج ويكون انتقال السياسة النقدية وتقليلها للطلب تدريجياً. في هذا الصدد، تشير بعض الدراسات للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أن أثر السياسة النقدية قد يستغرق عشرة فصول للانتقال بشكل كامل في الولايات المتحدة الأمريكية¹⁹.

يظهر التحليل أن تأثير انكماش الطلب في الدول المتقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا) عقب تشديد السياسة النقدية، يتم استشعاره في الدول العربية ابتداءً من السنة الثانية من خلال تسجيل الصادرات لتراجع بحوالي نقطة مئوية واحدة من الناتج المحلي الإجمالي. ترتفع حدة تراجع الصادرات لتتجاوز نسبة أربع نقاط مئوية من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنتين الرابعة والخامسة، كنتيجة لتأثير التشديد النقدي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. بالنسبة للتشديد النقدي للبنك المركزي الأوروبي، فهو يتسبب كذلك في تراجع صادرات الدول العربية ابتداءً من السنة الثانية، لكنه يبقى محدوداً بحوالي النصف بالمقارنة مع تأثير السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

تحليل استجابة واردات الدول العربية للتشديد النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا يبين أنها لا تتأثر بشكل كبير خلال السنوات الثلاث الأولى، إلا أنها تنخفض بعد ذلك خلال السنة الرابعة والخامسة بما يناهز نقطتين مئويتين ونقطة مئوية واحدة على التوالي من الناتج المحلي الإجمالي. بالمقارنة مع الصادرات، يبقى انخفاض واردات أقل نسبياً ما يترتب عنه تراجع يتجاوز نقطتين مئويتين من الناتج المحلي الإجمالي على مستوى صافي الصادرات، وينعكس سلباً على صافي الأصول الأجنبية.

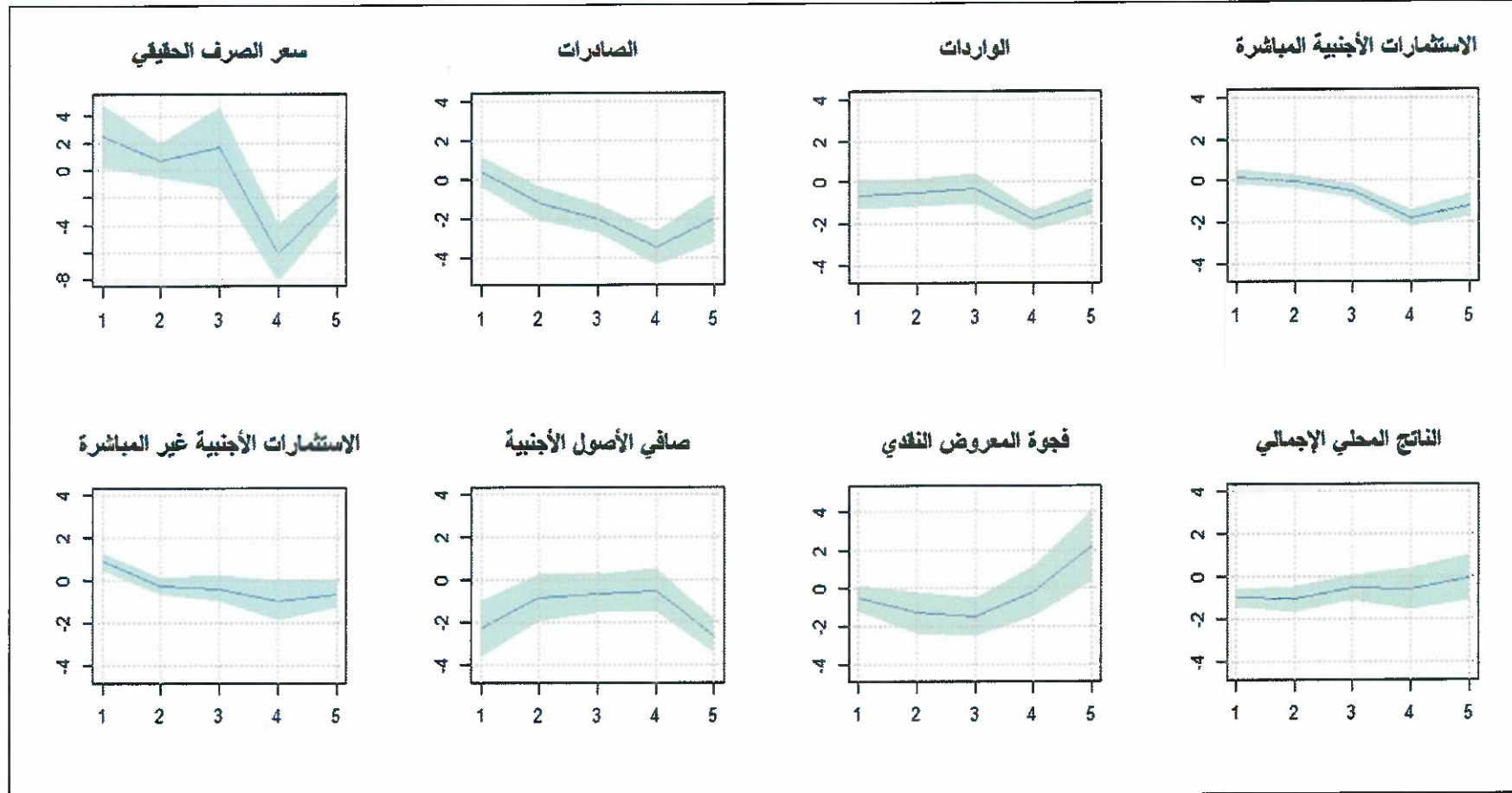
يلاحظ أن بداية تسجيل الواردات للتراجع يتزامن مع بداية تراجع قيمة العملة المحلية على مستوى الدول العربية وتسجيل سعر الصرف الحقيقي للعملة المحلية مقابل الدولار واليورو لانخفاضات ابتداءً من السنة الرابعة. بمعنى أنه يمكن الربط بين تراجع قيمة العملة المحلية في الاقتصادات العربية وتراجع الواردات والقول بأن استقرار سعر الصرف الحقيقي ساهم في الحفاظ على استقرار الواردات لكنه لم يمكن من ذلك فيما يخص الصادرات.

من جانب آخر، وفيما يخص الأسباب التي قد تكون وراء استقرار سعر الصرف الحقيقي ومحدودية تأثير قناة سعر الصرف، التي من شأنها أن يكون لها أثر إيجابي على الصادرات، فيلاحظ أن استقرار سعر الصرف يتزامن مع تسجيل فجوة معروض نقدي سالبة. كما تمت الإشارة إلى ذلك مسبقاً فإن هذا الوضع يشير إلى ظروف مالية أكثر تشدداً وعوائد استثمارية أعلى. وبحسب نظرية تكافؤ أسعار الفائدة المكشوفة²⁰ فإن هذا من شأنه أن يدفع قيمة العملة

¹⁹ Davig and Foerster (2023)

²⁰ Uncovered interest rate parity - UIP - condition

الشكل 2: تأثير ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي على الدول العربية على مدى خمس سنوات



المصدر: إعداد الباحثين بناءً على تقديرات النموذج

ملاحظات: (1) يوضح الشكل تأثير ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي بما يعادل 100 نقطة أساس على الدول العربية على مدى خمس سنوات انطلاقاً من تقديرات النموذج الذي يأخذ بعين الاعتبار جميع الدول العربية، الجدول 1 يقدم مقارنة للتأثير بالنسبة لكل مجموعة من الدول على حدة. (2) وحدة القياس فيما يخص سعر الصرف الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي هي معدل التغير السنوي كنسبة مئوية، أما فيما يخص صافي الأصول الأجنبية والاستثمارات الأجنبية والواردات والصادرات، فوحدة القياس هي التغير السنوي كنقطة مئوية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

المحلية إلى الارتفاع، ما يقلل من تأثير قناة سعر الصرف.

جدول 1: تباين تأثير ارتفاع أسعار الفائدة الرئيسية للاحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي على الدول العربية حسب المجموعات

الناتج المحلي الإجمالي	فجوة المعروض النقدي	صافي الأصول الأجنبية	الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة	الاستثمارات الأجنبية المباشرة	الواردات	الصادرات	سعر الصرف الحقيقي	
تأثير الاحتياطي الفدرالي الأمريكي								
-1.1	2.2	-2.8	-1.4	-1.9	-1.1	-4.4	-5.3	الأثر الإجمالي على جميع الدول
0.2	2.7	0.1	-2.2	0.4	1.9	-1.2	1.2	مصدرة للنفط
-0.2	-2.1	-0.1	1.5	-0.3	-1.6	1.0	-0.9	مستوردة للنفط
-0.6	-3.1	-1.7	1.4	1.0	0.2	0.4	-1.9	سعر صرف مرن
0.5	2.2	1.2	-0.9	-0.8	-0.1	-0.3	1.5	سعر صرف غير مرن
0.6	4.8	-0.9	0.6	0.1	0.6	-0.8	1.5	حساب رأسمالي مغلق
-0.6	-5.2	0.9	-0.6	-0.1	-0.5	0.8	-1.3	حساب رأسمالي غير مغلق
تأثير البنك المركزي الأوروبي								
-0.1	2.2	-2.6	-0.6	-1.2	-0.9	-2	-1.8	الأثر الإجمالي على جميع الدول
1.1	2.7	-1.7	-1.2	0.1	0.8	0.1	1.5	مصدرة للنفط
-0.9	-2.1	1.4	0.8	-0.1	-0.7	-0.1	-1.2	مستوردة للنفط
-1.4	-2.4	0.0	0.8	1.0	0.4	-0.3	-2.0	سعر صرف مرن
1.2	1.7	0.0	-0.5	-0.8	-0.3	0.2	1.5	سعر صرف غير مرن
0.6	5.0	-1.0	0.2	0.1	0.7	-0.8	1.6	حساب رأسمالي مغلق
-0.6	-5.6	1.0	-0.2	-0.1	-0.6	0.8	-1.5	حساب رأسمالي غير مغلق

المصدر: إعداد الباحثين بناءً على تقديرات النماذج.

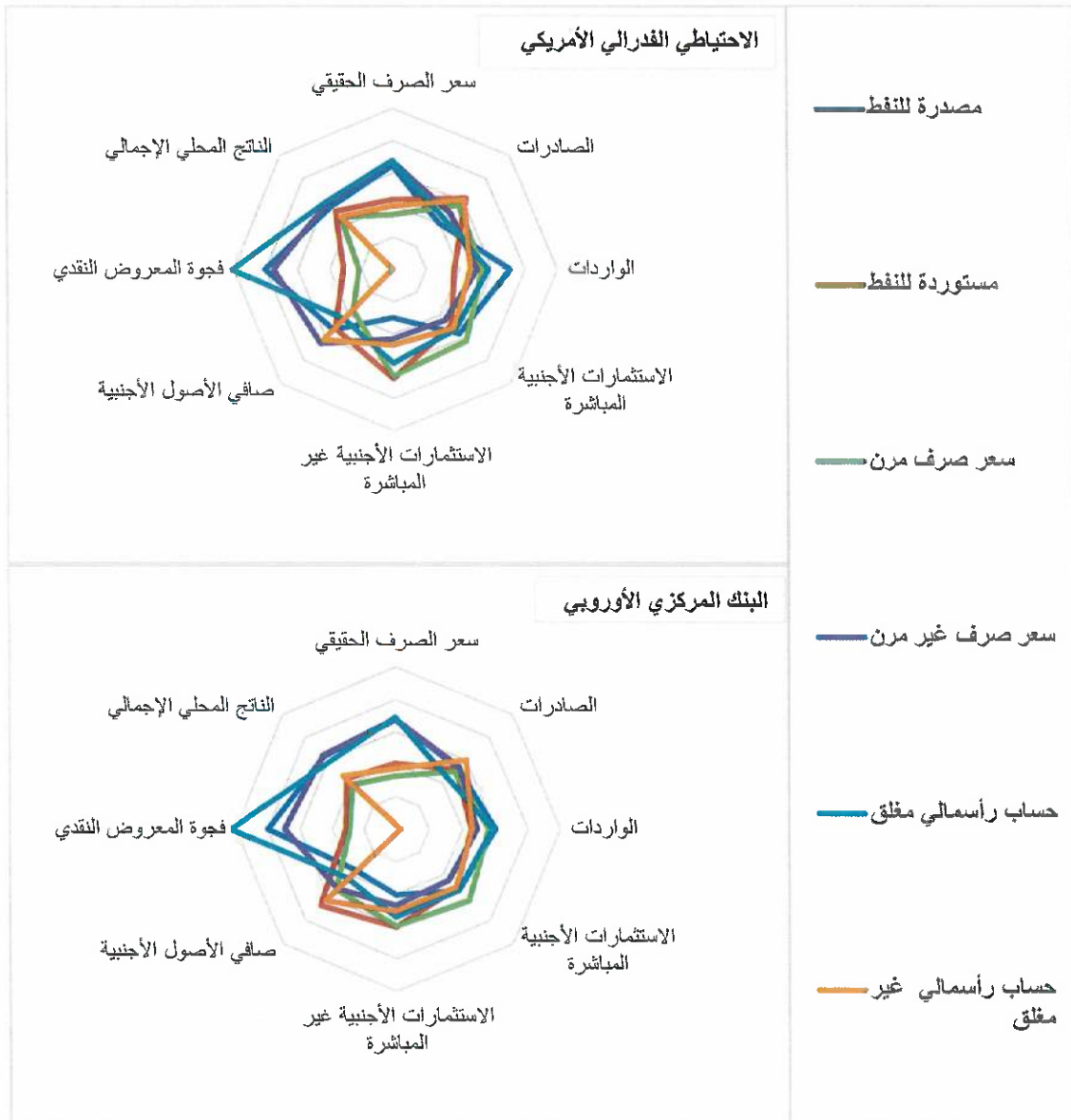
ملاحظات: (1) الأثر الإجمالي على جميع الدول هو تأثير ارتفاع سعر الفائدة الرئيسي للاحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في أفق السنة الخامسة انطلاقاً من تقديرات النموذج الذي يأخذ بعين الاعتبار جميع الدول العربية. (2) التأثير الإضافي هو الفرق بين التقديرات الناتجة عن النماذج الفرعية لكل مجموعة والنموذج الذي يأخذ بعين الاعتبار جميع الدول العربية حسب الحالة. (3) وحدة القياس فيما يخص سعر الصرف الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي هي معدل التغير السنوي كنسبة مئوية، أما فيما يخص صافي الأصول الأجنبية والاستثمارات الأجنبية والواردات والصادرات فوحدة القياس هي التغير السنوي كنقطة مئوية للنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

إذن، يمكن تقسيم أثر التشديد النقدي للدول المتقدمة على القطاع الخارجي للاقتصادات العربية إلى مرحلتين اثنتين: مرحلة استقرار نسبي تدوم حوالي سنتين، ومرحلة تراجع تليها مباشرة. تتميز المرحلة الأولى باستقرار نسبي لأسعار الصرف والصادرات والواردات والتدفقات الاستثمارية الأجنبية ومعها صافي الأصول الأجنبية. يساهم التشديد النقدي الذي تعرفه الدول العربية خلال هذه المرحلة، في استقرار هذه المتغيرات كونه يمكن من توفير عائد استثماري أكبر، لكن في المقابل يتسبب في تثبيط النشاط الاقتصادي وتراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي. ابتداءً من السنة الثالثة التي تلي التشديد النقدي للدول المتقدمة ومع استمرار انكماش اقتصادات الدول العربية يصبح من الصعب الحفاظ على نفس الظروف النقدية التشديدية على مستوى الاقتصادات العربية، ما يترتب عنه تغير في

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

مسارها نحو ظروف أكثر ملائمة وبالتالي انخفاض العائد المالي للاستثمارات الأجنبية. يتزامن هذا التغيير مع وصول تأثير السياسة النقدية في الدول المتقدمة إلى آخر مراحلها، وما يترتب عن ذلك من تراجع في النشاط الاقتصادي، حيث يؤدي تراجع الطلب الخارجي إلى تراجع الصادرات ويساهم مع تراجع قدرة الاقتصادات العربية على توفير نفس العوائد الاستثمارية في تراجع التدفقات الاستثمارية الأجنبية وانخفاض أسعار الصرف الحقيقية. رغم تراجع واردات الدول العربية كذلك، إلا أنه يبقى أقل نسبياً من تراجع الصادرات ليُضاف ذلك إلى تراجع التدفقات الاستثمارية الأجنبية ويؤدي إلى تراجع صافي الأصول الأجنبية.

الشكل 3: تباين التأثير الإضافي لارتفاع أسعار الفائدة الرئيسية للاحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي على الدول العربية حسب المجموعات



المصدر: إعداد الباحثين بناءً على تقديرات النماذج. ملاحظة: التأثير الإضافي هو الفرق بين التقديرات الناتجة عن النماذج الفرعية لكل مجموعة والنموذج الذي يأخذ بعين الاعتبار جميع الدول العربية حسب الحالة في أفق السنة الخامسة. (2) كلما كان التأثير الإضافي قريباً من مركز الشكل، كلما كان تأثير الانتماء إلى المجموعة المعنية ضعيفاً ولا يحدث فرقاً مقارنة بالأثر الإجمالي على جميع الدول.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

تحليل مدى تأثير التباينات المختلفة بين الدول العربية على النتائج، على أساس الانتماء للدول المصدرة أو المستوردة للنفط وأنظمة سعر الصرف وحرية تنقل رؤوس الأموال، يظهر اختلافاً حسب المؤشرات (الجدول 1 والشكل 3). من جهة، مدى استقرار سعر الصرف الحقيقي ونمو الناتج المحلي الإجمالي يعطيان الأفضلية للدول التي تتبنى نظام سعر صرف غير مرن بالإضافة إلى الدول التي تتبنى تشريعات تحد من حرية تنقل رؤوس الأموال والدول المصدرة للنفط. من جهة أخرى، التداعيات السلبية على الاستثمارات الأجنبية والصادرات والقدرة على تقليص الواردات تعطي الأفضلية للدول ذات سعر الصرف المرن والدول التي تسمح بتنقل رؤوس الأموال بحرية. لكن وفي كلتا الحالتين، يؤثر التشديد النقدي للاحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي سلباً على اقتصادات الدول العربية وخاصةً على مؤشرات القطاع الخارجي، ويُسكّل هذا الوضع تحدياً للدول العربية فيما يتعلق بوضع سياسات اقتصادية ومالية مناسبة.

كما تمت الإشارة من قبل، تبقى صلاحية النتائج المقدرة من هذه النماذج مرهونة بمدى صلاحية الفرضيات المبينة عليها، والتي قد تتغير خلال الأجل المتوسط والطويل مع تغير بيئة الاقتصاد الكلي وخاصة توجه مختلف السياسات الاقتصادية وتوقعات الأسواق. الغاية الرئيسية لهذه الدراسة هي فهم كيفية انتقال تأثير السياسة النقدية للدول المتقدمة إلى اقتصادات الدول العربية وتأثيرها على قطاعها الخارجي، في سبيل تعزيز القدرة على اتخاذ الإجراءات المناسبة حسب المراحل التي يمر منها هذا التأثير.

في هذا الصدد وعلى صعيد السياسة النقدية، لا يتوفر الكثير من الخيارات وسرعان ما يصبح أثر هذه السياسة محدوداً. أولاً، جزء من التطورات الاقتصادية غير المواتية التي تعرفها الدول العربية سببه تراجع الطلب الخارجي الذي لا يمكن للسياسة النقدية التأثير فيه. ثانياً، لا يبدو من الواقعي للدول العربية أن تتبنى توجهاً نقدياً معاكساً للتشديد النقدي الذي تتبناه معظم البنوك المركزية حول العالم لأن ذلك سيجعل أسواقها المالية عرضة لمضاربات قد تتسبب في اضطرابات اقتصادية مهمة، ناهيك عن تأثير ذلك على استقرار أنظمة سعر الصرف.

من ناحية أخرى، الخيارات على مستوى المالية العامة تبدو أيضاً محدودة في ظل تراجع النشاط الاقتصادي وتراجع الإيرادات الحكومية الذي يرافقه. كما أن توقيت هذا التشديد النقدي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي مباشرة بعد جائحة كوفيد-19، وما ترتب عنها من ارتفاع في الدين العام الذي تجاوز نسبة 60 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي في أكثر من نصف الدول العربية خلال السنوات التي تلت الجائحة، يجعل خيار الاستدانة العمومية خياراً صعباً. بالتالي، معظم الخيارات المرتبطة برفع الإنفاق العمومي لدعم الاقتصاد، يبقى تطبيقها على أرض الواقع صعباً.

في ظل هذه الظروف، يمكن للدول العربية أن تتوجه نحو استغلال الفرص التي توفرها الإصلاحات التي من شأنها الرفع من مرونة هياكل الاقتصادات العربية فيما يتعلق بالاستجابة للمخاطر الخارجية وتحسين بيئة الأعمال. في هذا الصدد، لا زال بإمكان الحكومات العربية العمل مثلاً على الرفع من فعالية الإنفاق العمومي واحتواء بعض التحديات التي تحد من جاذبية الاقتصادات العربية للاستثمارات الأجنبية. علاقة بهذه النقطة، تجدر الإشارة أن تصنيف سهولة ممارسة الأعمال الذي ينجزه البنك الدولي يضع معظم الدول العربية في مراتب بعيدة عن مقدمة

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

الترتيب. في هذا الصدد، يمكن للدول العربية العمل على احتواء التحديات التي يشير إليها هذا التصنيف وتبسيط إجراءات إنشاء الأعمال لتمكين المستثمرين من الحصول على التراخيص اللازمة والحصول على التمويل بسهولة أكبر، كما يمكن للدول العربية تعزيز الإطار القانوني لحماية المستثمرين الأقلية بشكل كافي وتعزيز القدرة على إنفاذ العقود. العمل على احتواء هذه التحديات، وما يترتب عنه من تحسين في مناخ الأعمال في الدول العربية، قد يكون سبباً ليس فقط في الرفع من جاذبية اقتصاداتها بالنسبة للاستثمارات الأجنبية، ولكن كذلك في تشجيع المبادرات المنتجة على الصعيد المحلي.

خاتمة

تقدم هذه الدراسة توضيحات حول الأثر العام للتشديد النقدي الذي باشرته الدول المتقدمة بداية عام 2022 على اقتصادات الدول العربية، من خلال نمذجة وقياس أثر انتقال السياسة النقدية للدول المتقدمة إلى اقتصادات المنطقة العربية وخاصة مؤشرات القطاع الخارجي. اعتمدت هذه الدراسة على منهجية الإسقاطات المحلية التي تتبنى نفس الإطار النظري لنماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية، ولكن مع توفير مزايا أفضل من ناحية متانة التقديرات وعدم الحاجة إلى كم كبير من البيانات.

يُظهر التحليل الكمي لانتقال تأثير التشديد النقدي في الدول المتقدمة إلى الدول العربية أنه يبقى محدوداً في البداية، خصوصاً فيما يتعلق بسعر الصرف والصادرات والواردات والتدفقات الاستثمارية الأجنبية ومعها صافي الأصول الأجنبية. بالمقابل، يوازي هذا الوضع الذي يدوم حوالي سنتين تراجع على مستوى نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية بفعل التشديد النقدي الذي يرافقه. ابتداءً من السنة الثالثة، تشهد مؤشرات القطاع الخارجي للاقتصادات العربية تراجعاً ملحوظاً، حيث يتم تسجيل تراجع على مستوى الصادرات والتدفقات الاستثمارية الأجنبية وصافي الأصول الأجنبية وانخفاض في سعر الصرف الحقيقي.

في سياق هذا الوضع، تواجه الدول العربية تحدياً كبيراً كونها تمنح هوامش محدودة لتبني سياسات داعمة للنمو دون المخاطرة بالاستدامة والاستقرار الاقتصادي في ظل ارتفاع مستويات الدين العام وأسعار الفائدة في الأسواق الدولية. في ظل هذه الظروف، تبقى الفرص التي تتيحها الإصلاحات النوعية الهادفة إلى تعزيز مرونة هيكل الاقتصادات العربية فيما يتعلق بالاستجابة للمخاطر الخارجية وتحسين بيئة الأعمال، من أفضل الخيارات المتاحة للتخفيف من آثار التشديد النقدي في الدول المتقدمة.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

قائمة المراجع

- Ahmed, S., Coulibaly, B., & Zlate, A. (2017). International financial spillovers to emerging market economies: How important are economic fundamentals?. *Journal of International Money and Finance*, 76, 133-152.
- Ammer, J., De Pooter, M., Erceg, C. J., & Kamin, S. B. (2016). International spillovers of monetary policy (No. 2016-02-08-1). Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Bauer, M. D., & Neely, C. J. (2014). International channels of the Fed's unconventional monetary policy. *Journal of International Money and Finance*, 44, 24-46.
- Bräuning, F., & Ivashina, V. (2020). US monetary policy and emerging market credit cycles. *Journal of Monetary Economics*, 112, 57-76.
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 71, 119-132.
- Curcuru, S. E., Kamin, S. B., Li, C., & Rodriguez, M. (2018). International spillovers of monetary policy: Conventional policy vs. quantitative easing. *International Finance Discussion Paper*, (1234).
- Davig, T., & Foerster, A. (2023). Evaluating Monetary Policy with Inflation Bands and Horizons. *FRBSF Economic Letter*, 2023(05), 1-6.
- Farhi, E., & Werning, I. (2014). Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, 62(4), 569-605.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M., & Straub, R. (2018). On the international spillovers of US quantitative easing. *The Economic Journal*, 128(608), 330-377.
- Gilchrist, S., Yue, V., & Zakrajšek, E. (2019). US monetary policy and international bond markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51, 127-161.
- Glick, R., & Leduc, S. (2015). Unconventional Monetary Policy and the Dollar: Conventional Signs, Unconventional Magnitudes, Working Paper 2015-18.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

- Hoek, J., Kamin, S., & Yoldas, E. (2022). Are higher US interest rates always bad news for emerging markets?. *Journal of International Economics*, 137, 103585.
- IMF (2018). Exchange Rate convertibility Arrangements. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2023). External Sector Report: External Rebalancing in Turbulent Times. Washington, DC, July.
- Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American economic review*, 95(1), 161-182.
- Kearns, J., Schrimpf, A., & Xia, F. D. (2018). Explaining monetary spillovers: The matrix reloaded. *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Keating, J. (1992). Structural approaches to vector autoregressions. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 74(September/October 1992).
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2001). Exchange rate regimes and economic performance. *IMF Staff papers*, 47, 00-00.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003). To float or to fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *American economic review*, 93(4), 1173-1193.
- Neely, C. J. (2015). Unconventional monetary policy had large international effects. *Journal of Banking & Finance*, 52, 101-111.
- Obstfeld, M., & Zhou, H. (2023). *The global dollar cycle* (No. w31004). National Bureau of Economic Research.
- Rogers, J. H., Scotti, C., & Wright, J. H. (2014). Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review. *Economic Policy*, 29(80), 749-799.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

المرفق 1: تطور بعض مؤشرات الاقتصادات العربية

جدول 2: تطور مؤشرات القطاع الخارجي ونمو الناتج المحلي الإجمالي للاقتصادات العربية

*2022	2021	2020	2019-2010	
6.8	-1.0	-4.9	-1.6	نسبة الميزان الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي
36.7	41.2	32.4	39.9	نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي
34.3	47.1	41.5	43.2	نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي
7.7	0.7	-4.7	-0.5	نسبة صافي الحساب الرأسمالي والمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي
1.1	-1.9	-1.5	-1.3	نسبة صافي الاستثمار المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي
5.9	2.4	2.8	0.5	نسبة صافي استثمار الحافظة إلى الناتج المحلي الإجمالي
0.1	-0.6	-4.4	-0.5	نسبة التغير في الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي
29.1	31.1	31.2	34.9	صافي الأصول الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي
4.1	4.1	-6.1	2.7	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الحقيقية

مصدر البيانات: البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية.
يقدم هذا الجدول متوسط الاقتصادات العربية لكل مؤشر حسب التوفر.
*معطيات أولية لا تغطي جميع الدول العربية.

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

المرفق 2: الإطار النظري لمنهجية الإسقاطات المحلية

منهجية الإسقاطات المحلية تعتمد على نفس الإطار النظري الخاص بنماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية (Structural vector autoregressive models - SVAR) لكنها تقترح تقدير الاستجابة النبضية بطريقة مختلفة من خلال تقديرها لكل أفق على حدة كما سيتم توضيح ذلك.

بصفة عامة، يمكن كتابة نماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية كما يلي:

$$\begin{pmatrix} \beta_{11}^0 & \cdots & \beta_{1m}^0 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \beta_{n1}^0 & \cdots & \beta_{nm}^0 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t} \\ \vdots \\ y_{m,t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_1 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta_{11}^1 & \cdots & \beta_{1m}^1 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \beta_{n1}^1 & \cdots & \beta_{nm}^1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-1} \\ \vdots \\ y_{m,t-1} \end{pmatrix} + \cdots \\ + \begin{pmatrix} \beta_{11}^p & \cdots & \beta_{1m}^p \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \beta_{n1}^p & \cdots & \beta_{nm}^p \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-p} \\ \vdots \\ y_{m,t-p} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{n,t} \end{pmatrix}$$

أو بشكل أبسط،

$$(1) \quad B_0 Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p B_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

مع كون الخطأ المقدر (ε) متغير عشوائي بمتوسط صفري.

من خلال المصفوفة (B_0)، الشكل الهيكلية لنماذج متجه الانحدار الذاتي يمكن من نمذجة التأثير المتزامن للمتغيرات على بعضها البعض مع افتراض أخطاء عشوائية متزامنة غير مترابطة. من منظور اقتصادي، هذه الميزة تسمح بقياس التأثير المستقل للتغيرات على مستوى المتغيرات الاقتصادية بما يعطي رؤية أوضح حول وقع الصدمات والقرارات الاقتصادية لمواجهةها.

لكن المصفوفة (B_0) غير مُعرَّفة ونظراً لكون عدد المعاملات المجهولة يفوق عدد المعادلات في النموذج (1)، فإنه من غير الممكن تقدير معاملات نماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية بطريقة مباشرة دون وضع فرضيات حول شكل المصفوفة (B_0). لتجاوز هذه النقطة، يتم استخدام نموذج متجه انحدار ذاتي غير هيكلية - أو مختزل (Reduced form VAR):

$$(2) \quad Y_t = \tilde{\alpha} + \sum_{i=1}^p \tilde{B}_i Y_{t-i} + u_t$$

مع ربط المصفوفات (\tilde{B}) و (B) و (B_0) و ($\tilde{\alpha}$) و (u) و (ε) كما يلي:

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

$$u_t = B_0^{-1}\varepsilon_t, \bar{B}_i = B_0^{-1}B_i, \bar{\alpha} = B_0^{-1}\alpha$$

نظراً لكون الأخطاء العشوائية (ε) الخاصة بالنموذج الهيكلي (1) غير مترابطة، فإن مصفوفة تباينها (Variance-covariance matrix) تساوي مصفوفة الوحدة (Identity matrix)، وبالتالي مصفوفة تباين الأخطاء العشوائية (u) الخاصة بالنموذج المختزل (2) تساوي ضرب معكوس المصفوفة (B_0) بمنقوله:

$$\Sigma_u = E[u_t u_t'] = (B_0^{-1})(B_0^{-1})'$$

انطلاقاً من هذه النتيجة، وبعد تقدير معاملات النموذج (2) بطريقة مباشرة، يمكن تقدير المصفوفة (B_0) من خلال وضع فرضيات حول شكلها. في هذا الصدد، يعتبر تفكيك تشوليسكي (Cholesky decomposition) من الطرق الأكثر انتشاراً والذي يفترض أن المصفوفة (B_0) لها شكل مثلثي سفلي. المعنى الاقتصادي لتفكيك تشوليسكي مرتبط بترتيب المتغيرات في نموذج متجه الانحدار الذاتي وبالضبط في المصفوفة العمودية (Y_t): المتغير الأول (y_1) يتأثر بشكل متزامن بصدمته (ε_1) فقط، والمتغير الثاني (y_2) يستجيب للمتغير الأول بالإضافة إلى الصدمة الخاصة به (ε_2)، والمتغير الثالث (y_3) يستجيب للمتغير الأول والثاني بالإضافة إلى الصدمة الخاصة به (ε_3)، وهكذا ... (Keating, 1992).

سواءً باستعمال نماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية (SVAR) أو منهجية الإسقاطات المحلية (Local projections)، فإن تحليل الاستجابة النبضية يعتمد على تقدير المصفوفة (B_0) المستخرج من نموذج متجه الانحدار المختزل (reduced form VAR). لكن على مستوى نماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية، يتم بالإضافة إلى ذلك الاعتماد على ميرهنة وولد (Wold's theorem) التي يترتب عنها تقدير الاستجابة النبضية بشكل تكراري ومترايط، ما يتطلب بيانات أكثر ويجعلها أقل متانة أمام العلاقات غير الخطية (Non-linear relationships)، دون إغفال صعوبة دراسة الاستدلال الإحصائي (Statistical inference).

لتجاوز هذه الصعوبات، نقترح منهجية الإسقاطات المحلية تقدير الاستجابة النبضية لكل أفق على حدة من خلال تقدير المعادلات أسفله حيث (H) تشير إلى أفق التنبؤ أو المحاكات:

$$\begin{aligned} y_t &= \alpha^0 + \theta_1^0 y_{t-1} + \dots + \theta_p^0 y_{t-p} + u_t^0 \\ y_{t+1} &= \alpha^1 + \theta_1^1 y_{t-1} + \dots + \theta_p^1 y_{t-p} + u_{t+1}^1 \\ &\vdots \\ y_{t+h} &= \alpha^H + \theta_1^H y_{t-1} + \dots + \theta_p^H y_{t-p} + u_{t+h}^H \end{aligned}$$

هذه المعادلات هي ما يسمى بالإسقاطات المحلية والاعتماد عليها وعلى المصفوفة (B_0) يمكن تقدير الاستجابات النبضية الهيكلية كما يلي:

$$\widehat{IR}(h) = \hat{\theta}_p^h B_0^{-1}, \quad h = 0, 1, \dots, H$$

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

المرفق 3: البيانات المستخدمة

جدول 3: التفاصيل الوصفية والفنية للبيانات المستعملة في الدراسة

المؤشر	التعريف	ملاحظات فنية	مصادر البيانات المستعملة
سعر الصرف الحقيقي	سعر الصرف الإسمي للعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية مقسوماً على معامل فرق الأسعار.	تم حساب سعر الصرف الحقيقي لليورو والدولار الأمريكي مقابل العملات المحلية لكل دولة على حدة. ارتفاع المؤشر يعني ارتفاع قيمة العملة المحلية والانخفاض يعني العكس.	- البنك الدولي (سعر الصرف الإسمي مقابل الدولار، سعر صرف اليورو مقابل الدولار، مؤشرات الأسعار عند الاستهلاك في الدول العربية). - منظمه التعاون الاقتصادي والتنمية (مؤشرات الأسعار عند الاستهلاك في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا).
الصادرات	نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي.	تم توحيد العملة المستعملة بين جميع الدول العربية باستعمال الدولار الأمريكي.	البنك الدولي
الواردات	نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.	تم توحيد العملة المستعملة بين جميع الدول العربية باستعمال الدولار الأمريكي.	البنك الدولي
الاستثمارات الأجنبية المباشرة	نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي.	تم توحيد العملة المستعملة بين جميع الدول العربية باستعمال الدولار الأمريكي.	البنك الدولي
الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة	نسبة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي.	تم توحيد العملة المستعملة بين جميع الدول العربية باستعمال الدولار الأمريكي.	البنك الدولي
صافي الأصول الأجنبية	نسبة صافي الأصول الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي.	تم توحيد العملة المستعملة بين جميع الدول العربية باستعمال الدولار الأمريكي.	البنك الدولي
فجوة المعروض النقدي	الفارق بين كمية النقود المعروضة داخل الاقتصاد والكمية المطلوبة أو التي يحتاجها الفاعلين الاقتصاديين.	تم تقدير الفجوة بالاعتماد على تقنية التصفية الإحصائية هودريك-بريسكوت.	البنك الدولي
الناتج المحلي الإجمالي	الناتج المحلي الإجمالي السنوي بالأسعار الثابتة.	تم توحيد العملة المستعملة بين جميع الدول العربية باستعمال الدولار الأمريكي.	البنك الدولي
سعر الفائدة الرئيسي في الولايات المتحدة الأمريكية	سعر فائدة الودائع لدى بنوك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.	تم حساب المعدل السنوي انطلاقاً من المعدلات الشهرية.	البنك المركزي الأوروبي
سعر الفائدة الرئيسي في أوروبا	سعر فائدة الودائع لدى البنك المركزي الأوروبي لمنطقة اليورو.	تم حساب المعدل السنوي انطلاقاً من المعدلات اليومية.	الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

جدول 4: نسب توفر البيانات حسب البلد بالنسبة لنموذج تقييم أثر السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

الناتج المحلي الإجمالي (%)	فجوة المعروض النقدي (%)	صافي الأصول الأجنبية (%)	الاستثمارات الأجنبية المباشرة (%)	الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (%)	الواردات (%)	الصادرات (%)	سعر الصرف الحقيقي (%)	
100	100	100	100	0	47	47	33	الإمارات العربية المتحدة
95	84	84	100	86	98	98	100	البحرين
95	93	93	100	28	100	100	28	جزر القمر
19	91	86	86	21	19	19	65	جيبوتي
100	100	100	100	19	100	100	100	الجزائر
100	100	100	100	91	100	100	100	مصر
100	42	42	95	40	98	98	65	العراق
100	100	100	100	53	93	93	100	الأردن
67	93	98	100	100	93	93	98	الكويت
74	88	70	79	47	77	77	28	لبنان
51	98	77	72	70	70	70	79	ليبيا
100	100	100	100	74	100	100	100	المغرب
100	63	63	100	12	100	100	74	موريتانيا
100	88	100	100	60	95	95	49	عمان
63	49	0	65	65	67	67	0	فلسطين
49	100	100	100	28	65	65	98	قطر
100	88	88	100	100	100	100	100	السعودية
100	95	100	100	51	100	100	100	السودان
19	23	23	49	0	49	49	0	الصومال
95	74	74	74	7	95	95	77	سوريا
100	100	100	100	98	100	100	88	تونس
63	56	56	67	28	21	21	53	اليمن

أثر تشديد السياسات النقدية في الدول المتقدمة على القطاع الخارجي للدول العربية

جدول 5: نسب توفر البيانات حسب البلد بالنسبة لنموذج تقييم أثر السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي

الناتج المحلي الإجمالي (%)	فجوة المعروض النقدي (%)	صافي الأصول الأجنبية (%)	الاستثمارات الأجنبية المباشرة (%)	الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (%)	الواردات (%)	الصادرات (%)	سعر الصرف الحقيقي (%)	
100	100	100	100	0	83	83	58	الإمارات العربية المتحدة
100	71	71	100	83	96	96	92	البحرين
100	96	96	100	33	100	100	50	جزر القمر
33	100	100	100	38	33	33	88	جيبوتي
100	100	100	100	13	100	100	92	الجزائر
100	100	100	100	96	100	100	92	مصر
100	75	75	96	71	96	96	79	العراق
100	100	100	100	96	88	88	92	الأردن
100	92	100	100	100	88	88	88	الكويت
96	79	79	96	83	96	96	50	لبنان
92	96	100	92	92	88	88	54	ليبيا
100	100	100	100	100	100	100	92	المغرب
100	63	63	100	0	100	100	75	موريتانيا
100	79	100	100	96	96	96	88	عمان
100	83	0	100	100	100	100	0	فلسطين
88	100	100	100	50	96	96	92	قطر
100	79	79	100	100	100	100	92	السعودية
100	92	100	100	92	100	100	92	السودان
33	0	0	42	0	42	42	0	الصومال
92	54	54	54	13	92	92	50	سوريا
100	100	100	100	96	100	100	92	تونس
83	63	63	83	50	38	38	58	اليمن



<http://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND