



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي ومالي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور السياسة النقدية الأمريكية في تقلبات وأداء مؤشر ناسداك المركب
(NASDAQ Composite) خلال فترة 2015-2025

المشرف	اعداد الطلبة	
بن جدوسامي	بوالسكك رندة	1
	عميرة أميرة	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	حيمر حمود
مشرفا ومقررا	جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	بن جدوسامي
ممتحنا	جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	قرفي عمار



شكر وعرفان

الحمد لله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل، وأعاننا على تجاوز الصعوبات،
فله الحمد والشكر على نعمه التي لا تعد ولا تحصى.

نتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف "سامي بن جدو" على
دعمه المتواصل وتوجيهاته القيمة، وعلى كل ما قدمه لنا من نصائح
وملاحظات ساهمت في إنجاز هذا البحث وإثرائه.

كما نتوجه بأسمى عبارات الامتنان والعرفان إلى جميع أساتذة قسم العلوم
الاقتصادية، وخاصة أساتذة تخصص اقتصاد نقدي ومالي، الذي رافقونا
طوال مسيرتنا الجامعية، وكان لهم الفضل في تزويدنا بالعلم والمعرفة
والتوجيه، فجزاهم الله عنا خير الجزاء. ونسأل الله تعالى أن يجعل هذا
العمل نافعا ومثمرا، وأن يوفق الجميع إلى المزيد من النجاح والتألق.

الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

•(وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنْ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ)•

بكل فخر أهدي تخرجي وفرحتي التي انتظرتها طويلا إلى من كانوا مصدر الدعم والعتاء دائما...

إلى النور الذي أضاء دربي، إلى العزيز الذي حملت اسمه فخرا، إلى معلمي الأول الرجل الذي سعى طوال حياته لنكون الأفضل... أبي الغالي...

إلى من كانت الداعم الأول لتحقيق طموحي إلى من كانت ملجأ يدي اليمنى في هذه المرحلة..

إلى من أبصرت بها طريق حياتي واعتزازي بذات إلى القلب الحنون إلى من كانت دعواتها تحيطني... أمي الحبيبة...

إلى مصدر قوتي الداعمين والساندين إلى خيرة أيامي وصفوتها إلى ضلعي الثابت وأمان أيامي

...أخواني الغالين و خواتي الغاليات...

وأخيرا، أسأل الله أن يبارك هذا المنجز وأن يجعله لي ولمن أحب سببا في الخير والتوفيق، فله الحمد أولا وأخيرا وظاهرا وباطنا وهو نعم المولى ونعم النصير.

رندة بوالسكك

2026

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

{ فَرَحِينَ بِمَا آتَاهُمُ اللَّهُ مِنْ فَضْلِهِ }

هذه اللحظة لا تورث ولا تشتري، لقد دفعت ثمنها مري وشبابي، سهري، خوفي، ودموعي، هي لهفة الوصول، ودمعة الحزن، فرحة العمر هذه هي النهايات السعيدة لبدايات أعظم وأصبح حلمي حقيقة.

أهدي تخرجي إلى روح "أمي الغالية" رحمها الله، إلى التي كانت تتمنى هذا اليوم أكثر مني، إلى دعائها الذي كان يرافقني في كل خطوة، وإلى غيابها الذي علمني كيف يكون الصبر موجعا وقويا في نفس الوقت، رحمك الله يا أمي، منتي سندي حتى وأنت بعيدة عن عيني.

إلى الذي زين اسمي بأجمل الألقاب، من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل....، منذ صغري كنت أنت السند الذي لا يميل، واليد التي تمسك بيدي لتضعني على أول الطريق، إلى سندي وقوتي وملأني بعد الله.

إلى فخري واعتزازي...أبي....

كما أهدي تخرجي إلى إخوتي، إلى من وقفو بجانبني في السراء والضراء، ولكل من كلن في طريقي، استندت عليه أو مر عابرا، شكرا لكل من علمني مهارة.

أميرة عميرة



الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى بحث دور السياسة النقدية الأمريكية في تقلبات وأداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة (2015-2025)، والتي تميزت بتحويلات استثنائية بين التيسير والتشديد النقدي. ولتحقيق أهداف البحث، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتتبع مسار المؤشر، والمنهج القياسي باستخدام برنامج (EViews) لاختبار أثر المتغيرات النقدية (سعر الفائدة، المعروض النقدي M2، ومؤشر الخوف والتقلبات المالية VIX) على العوائد الشهرية للمؤشر. وتوصلت الدراسة إلى أن أسهم قطاع التكنولوجيا تمتلك حساسية كبيرة ومفرطة لقرارات البنك المركزي، حيث أثبتت النتائج القياسية وجود أثر طردي قوي لنمو السيولة النقدية في رفع عوائد المؤشر، بينما يلعب مؤشر التقلبات المالية (VIX) دورا عكسيا نتيجة حالة عدم اليقين. وخلصت الدراسة إلى أن دورات الصعود والانحيار في مؤشر ناسداك ترتبط ارتباطا وثيقا ومباشرا بتوجهات الاحتياطي الفيدرالي.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية الأمريكية، مؤشر ناسداك، سعر الفائدة، السيولة النقدية، مؤشر التقلبات المالية VIX .

Abstract:

This study aims to investigate the role of US monetary policy in the fluctuations and performance of the Nasdaq Composite Index during the period (2015-2025), a decade marked by exceptional shifts between monetary easing and tightening. To achieve the research objectives, a descriptive-analytical approach was used to trace the index's trajectory, alongside an econometric approach using (EViews) to test the impact of monetary variables (Federal Funds Rate, Money Supply M2, and the Volatility Index VIX) on the index's monthly returns. The study concluded that technology stocks are highly sensitive to central bank decisions. Empirical results demonstrated a strong positive impact of money supply growth (M2) on the index returns, while the fear index (VIX) played a negative role due to market uncertainty. The study ultimately concludes that boom and bust cycles in the Nasdaq are directly tied to the Federal Reserve's directions.

Keywords: US Monetary Policy, Nasdaq Composite, Federal Funds Rate, Money Supply (M2), Volatility Index (VIX).

الصفحة	العنوان
	الشكر
	الاهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
I	قائمة الجداول
II	قائمة الأشكال البيانية
أ	المقدمة العامة
	الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية
3	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وأهدافها و دورها في الاستقرار الاقتصادي
10	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية الكمية (غير مباشرة)
14	المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية الكيفية (المباشرة)
17	المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)
18	المطلب الأول: مرحلة التشديد النقدي (2015-2018)
19	المطلب الثاني: مرحلة التيسير النقدي (2019-2021)
21	المطلب الثالث: مرحلة العودة للتشديد (2022-2025)
22	المبحث الثالث: آليات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية
23	المطلب الأول: انتقال السياسة النقدية عبر قناة أسعار الفائدة والائتمان
25	المطلب الثاني: انتقال السياسة النقدية عبر قناة أسعار الأصول المالية
26	المطلب الثالث: انتقال السياسة النقدية عبر قناة سعر الصرف والتوقعات
28	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)
30	تمهيد
30	المبحث الأول: ماهية مؤشر ناسداك المركب وخصائصه
30	المطلب الأول: نشأة وتعريف مؤشر ناسداك والفرق بينه وبين ناسداك 100
32	المطلب الثاني: التركيبة القطاعية لمؤشر ناسداك المركب وأهميته كمؤشر للاقتصاد الجديد

34	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في أداء مؤشر ناسداك المركب
35	المبحث الثاني: مراحل التشديد والتيسير النقدي وأثرها على أداء مؤشر ناسداك المركب
35	المطلب الأول: أداء مؤشر ناسداك في ظل التشديد النقدي (2015-2018)
41	المطلب الثاني: مرحلة التيسير النقدي (2019-2021)
43	المطلب الثالث: مرحلة العودة للتشديد (2022-2023) ثم التوازن (2024-2025)
45	المبحث الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية
45	المطلب الأول: قناة أسعار الفائدة وتأثيرها على تقييمات الأصول
47	المطلب الثاني: قناة السيولة والثروة (Liquidity & Wealth Effects)
49	المطلب الثالث: قناة التوقعات وتأثيرها على سلوك المستثمرين ومخاطر السوق
51	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب
53	تمهيد
54	المبحث الأول: الإطار المنهجي والنموذج القياسي للدراسة
54	المطلب الأول: تقديم متغيرات الدراسة ومصادر البيانات
55	المطلب الثاني: بناء النموذج القياسي والاختبارات الإحصائية
57	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة القياسية وتحليلها
57	المطلب الأول: التحليل الوصفي وقياس العلاقات الأولية بين المتغيرات
60	المطلب الثاني: نتائج تقدير النموذج القياسي واختبارات التشخيص
64	خلاصة الفصل
66	الخاتمة العامة
70	قائمة المراجع

قائمة الجداول والأشكال البيانية

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1-2	التركيبية القطاعية لمؤشر ناسداك المركب	32
2-2	نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب خلال فترة التشديد النقدي (2018-2015)	36
3-2	نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب خلال فترة التيسير الكمي (2021-2019)	41
4-2	نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة (2025-2022)	44
5-2	بعض الإحصائيات الوصفية في تحليل العلاقة بين سعر الفائدة ومؤشر ناسداك	46
6-2	بعض المقاييس الإحصائية للعلاقة بين نمو العرض النقدي (السيولة) وعوائد مؤشر ناسداك المركب	48
7-2	بعض نتائج الإحصاء الوصفي لتغير سعر الفائدة والتقلبات ومؤشر ناسداك المركب	49
8-2	نتائج الارتباط المتحرك (Rolling) بين التغير في سعر الفائدة ومؤشر ناسداك المركب	50
1-3	التعريف بمتغيرات الدراسة	55
2-3	نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	57
3-3	مصفوفة الارتباطات	59
4-3	نتائج تقدير النموذج المقترح	60
5-3	نتائج اختبارات التشخيص للنموذج المقدر	61
6-3	نتائج إعادة تقدير النموذج باستخدام طريقة Newey-West HAC	62

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
23	آلية السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي	1-1
36	تطور مؤشر ناسداك المركب خلال فترة التشديد النقدي (2015-2018)	1-2
50	الارتباط المتحرك بين التغير في سعر الفائدة ومؤشر ناسداك المركب	2-2

المقدمة العامة

من المعروف أن أسواق الأسهم تتأثر بشكل كبير بالقرارات الاقتصادية الكبرى، وتحديدًا قرارات البنوك المركزية. في الولايات المتحدة الأمريكية، يلعب البنك المركزي (الاحتياطي الفيدرالي) دورًا أساسيًا في تحريك الأسواق صعودًا وهبوطًا من خلال سياسته النقدية، سواء برفع أو خفض أسعار الفائدة، أو بضخ وسحب الأموال من السوق.

مؤشر ناسداك يعتبر من أهم المؤشرات المالية في العالم لأنه يضم كبرى شركات التكنولوجيا والابتكار. هذه الشركات بطبيعتها تعتبر حساسة جدًا لأي تغير في تكلفة القروض أو حجم السيولة المتاحة في السوق. وخلال العشر سنوات الأخيرة، وتحديدًا من 2015 إلى 2025، مر الاقتصاد الأمريكي بأحداث استثنائية لم يشهدها من قبل؛ فترات تم فيها ضخ أموال ضخمة وتقليل الفائدة للصفر تقريبًا خلال أزمة كورونا، وبعدها تدخلًا عنيفًا وسريعًا لرفع الفائدة في 2022 للسيطرة على التضخم. كل هذه التقلبات السريعة والمفاجئة تجعلنا أمام حاجة حقيقية لفهم كيف يتفاعل مؤشر ناسداك مع قرارات السياسة النقدية، وكيف تنعكس هذه القرارات على أداء أسهم التكنولوجيا.

1- إشكالية البحث:

بناءً على ما سبق، وبغرض فهم العلاقة بين قرارات البنك المركزي الأمريكي وأسواق الأسهم التكنولوجية، يمكننا طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هو دور السياسة النقدية الأمريكية في تقلبات وأداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025؟

الأسئلة الفرعية:

للتفصيل في الإشكالية الرئيسية والإجابة عليها خطوة بخطوة، قمنا بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما هي قنوات انتقال السياسة النقدية الأمريكية إلى الأسواق المالية؟
2. ما هو اتجاه أداء مؤشر ناسداك وما هي طبيعة تقلباته خلال فترات التشديد والتيسير النقدي بين 2015 و2025؟
3. قياسيًا، ما هو حجم الاستجابة والتأثير الذي تتركه أدوات السياسة النقدية (سعر الفائدة، نمو السيولة، ومؤشر الخوف) على عوائد مؤشر ناسداك؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية المرافقة لها، نضع إجابة مبدئية تتمثل في الفرضيات

التالية التي سيتم اختبارها في الجانب التطبيقي:

✓ **الفرضية الأولى:** يلعب سعر الفائدة الفيدرالي دورا سلبيا على أداء المؤشر، حيث توجد علاقة عكسية بين رفع الفائدة وعوائد مؤشر ناسداك.

✓ **الفرضية الثانية:** تلعب السيولة النقدية دورا داعما للسوق، حيث توجد علاقة طردية بين نمو الكتلة النقدية (M2) وارتفاع عوائد مؤشر ناسداك.

✓ **الفرضية الثالثة:** تلعب توقعات المستثمرين وحالة عدم اليقين (المقاسة بمؤشر VIX) دورا عكسيا، حيث تؤدي زيادة الخوف إلى انخفاض عوائد المؤشر.

2- أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى:

1. التعرف على آليات انتقال السياسة النقدية إلى أسواق المال.
2. تحليل أداء وتقلبات مؤشر ناسداك في أوقات الأزمات والرخاء خلال فترة الدراسة.
3. بناء نموذج قياسي إحصائي يوضح بالأرقام كيف تتفاعل أسهم التكنولوجيا مع تغيرات الفائدة والسيولة.

3- الدراسات السابقة:

لإثراء هذا البحث، قمنا بالاطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت مواضيع قريبة من موضوعنا، ونذكر منها 4 دراسات بارزة:

1. دراسة (Mishkin, 2020) بعنوان: The Transmission of Monetary Policy through Asset Prices

during Crises. ركزت هذه الدراسة على كيف يؤثر تغيير الفائدة على أسعار الأسهم بشكل عام، وخلصت إلى أن الأسواق تستجيب بسرعة لقرارات البنك المركزي قبل حتى أن تظهر آثارها على الاقتصاد الحقيقي.

2. دراسة (Smith & Johnson, 2021) بعنوان: The Impact of Quantitative Easing on

Technology Stocks in the US Market. قامت هذه الدراسة بتحليل فترة جائحة كورونا، وأثبتت أن ضخ السيولة النقدية الضخمة كان السبب الرئيسي في التضخم السعري السريع الذي شهدته أسهم التكنولوجيا مقارنة بباقي القطاعات.

3. دراسة (Ahmed, 2022) بعنوان: The Response of Arab and Global Financial Markets to

Federal Reserve Monetary Policy Shocks. حاولت هذه الدراسة قياس انتقال صدمات الفائدة

الأمريكية للأسواق الأخرى، وأظهرت أن الأسواق المتقدمة تتفاعل بشكل فوري وعنيف مع إعلانات الفيدرالي مقارنة بالأسواق الناشئة.

4. دراسة (Williams, 2023) بعنوان: The Role of the Volatility Index (VIX) as a Monetary Policy Transmission Channel. بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين قرارات الفيدرالي ومستويات الخوف في السوق، وأكدت أن السياسة النقدية المفاجئة ترفع من مؤشر VIX ، مما يؤدي فوراً إلى تراجع عوائد الأسهم.

رغم الأهمية البالغة للدراسات السابقة، إلا أن معظمها ركز إما على الفائدة فقط أو السيولة فقط، أو درست السوق بشكل عام. درستنا تتميز بأنها تركز حصرياً على "مؤشر ناسداك" وتجمع بين تأثير الفائدة والسيولة ومؤشر الخوف (VIX) معاً في نموذج قياسي واحد، وتغطي فترة زمنية حديثة جداً (2015-2025) تشمل مرحلة العودة القوية للتشديد النقدي التي لم تتناولها الكثير من الدراسات بعد.

4- خطة البحث

لتحقيق أهداف الدراسة، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري لتوضيح المفاهيم وتحليل مسار المؤشر والسياسة النقدية. وفي الجانب التطبيقي، استخدمنا المنهج القياسي (الكمي) لبناء نموذج انحدار خطي متعدد باستخدام بيانات شهرية وبرنامج EViews لاختبار الفرضيات. وقد تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها.

الفصل الثاني: تحليل أداء وتقلبات مؤشر ناسداك في ظل هذه السياسة.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لاختبار العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمؤشر.

5- حدود الدراسة:

تتمثل حدود دراستنا في:

الحدود الزمانية: غطت الدراسة الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025 بالاعتماد على بيانات شهرية.

الحدود المكانية: الاقتصاد الأمريكي والأسواق المالية الأمريكية (بورصة ناسداك).

الحدود الموضوعية: ركزت الدراسة على دور 3 متغيرات نقدية فقط (سعر الفائدة، المعروض النقدي، ومؤشر التقلبات VIX) وتأثيرها على مؤشر ناسداك.

6- صعوبات الدراسة

خلال مسار إنجاز هذا العمل، واجهتنا بعض الصعوبات، من أهمها:

1. التذبذب الشديد في البيانات خلال فترة كورونا (2020) وفترة التضخم (2022)، مما خلق مشاكل إحصائية في النموذج (مثل عدم تجانس التباين)، واضطرنا للبحث عن حلول قياسية متقدمة مثل طريقة (Newey-West) لمعالجة النموذج وجعله دقيقا.
2. تداخل تأثير السياسة النقدية مع أحداث سياسية واقتصادية عالمية أخرى وقعت في نفس الفترة، مما جعل عملية التفسير الاقتصادي للنتائج تتطلب حذرا كبيرا.
3. الجهد الكبير الذي تطلبه جمع وتصفية البيانات الشهرية من عدة مصادر مالية عالمية مثل Yahoo Finance وقاعدة بيانات الاحتياطي الفيدرالي.

الفصل الأول:

الأسس النظرية للسياسة النقدية

الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

تمهيد:

شهدت السياسة النقدية اهتماما متزايدا في الأدبيات الاقتصادية الحديثة، نظرا للدور المحوري الذي تضطلع به في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، خاصة في ظل التغيرات البنيوية التي عرفتتها الاقتصادات العالمية وتكرار الأزمات المالية. وقد تطور مفهوم السياسة النقدية بتطور الفكر الاقتصادي، حيث برزت أهميتها ضمن مختلف المدارس الاقتصادية، وأصبحت أداة أساسية تعتمد عليها البنوك المركزية للتحكم في المعروض النقدي، وضبط معدلات الفائدة، ومواجهة ظواهر اقتصادية معقدة كالتضخم والركود وعدم الاستقرار المالي. وانطلاقا من هذه الأهمية، يهدف هذا الفصل إلى الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للسياسة النقدية، وذلك من خلال ثلاثة مباحث رئيسية؛ يتناول المبحث الأول الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية من حيث تعريفها وأهميتها وتطور أدواتها، بينما يخصص المبحث الثاني لدراسة تطور السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة (2015-2025) وتحليل أهم التحولات التي عرفتتها في سياق مواجهة الأزمات الاقتصادية والمالية، في حين يركز المبحث الثالث على تحليل آليات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية وبيان أثرها على تقييم الأصول وسلوك المستثمرين واستقرار الأسواق.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية.

تعد السياسة النقدية أحد الركائز الرئيسية في السياسة الاقتصادية حيث يستخدمها البنك المركزي كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي. في ما يلي في هذا المبحث سنتطرق إلى التعريف بالسياسة النقدية ومختلف أدواتها التقليدية وغير التقليدية.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وأهدافها و دورها في الاستقرار الاقتصادي.

1- مفهوم السياسة النقدية

تعددت واختلقت تعاريف السياسة النقدية باختلاف وجهات نظر الباحثين والمدارس الاقتصادية، غير أنها تلتقي عموماً حول العناصر الرئيسية المكونة لهذه السياسة، وفيما يلي أهم التعاريف المقدمة للسياسة النقدية:

- وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي وهي بذلك تعني العمل الذي وجه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي.¹
- يعرفها بول سامويلسون بأنها: أهداف البنك المركزي في ممارسة سلطته للتحكم في النقود، أسعار الفائدة وشروط الائتمان، وتتمثل الأدوات الرئيسية في عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي وسعر الخصم.²
- كما تعرف بأنها " مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه بما يتفق وتحقيق الأهداف التي تصبو إليها الحكومات، فالنقود لا تدير نفسها بنفسها بل يجب أن تتدخل السلطة النقدية في الدولة لإدارة النقود وتوجيهها لبلوغ الأهداف المرجوة، وقد تكون السياسة النقدية أداة لتحقيق الغاية التي ترنو إليها الحكومة".³
- أيضاً تعتبر السياسة النقدية "بأنها عبارة عن سيطرة وتحكم البنك المركزي في كمية النقود ومعدلات أسعار الفائدة بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، حيث تعمل على زيادة

¹ - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 2010 دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان ص25.

¹ - لعلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010، ص59.

³ - محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص114.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

كمية النقود وتخفيض الأسعار الفائدة في فترات الانكماش، ورفع أسعار الفائدة وتخفيض

كمية النقود في فترات التوسع بهدف المحافظة على الاستقرار التوازن الاقتصادي".⁴

- للسياسة النقدية معنيين، الأول يسمى المعنى الضيق ويقصد به "الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة"، أما المعنى الواسع فيعني "جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد والائتمان، وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي".⁵

إن يمكن تقديم تعريف شامل للسياسة النقدية على أنها مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة من خلال سلطاتها وأجهزتها المختصة بهدف إدارة النقود والائتمان وتنظيم مستوى السيولة في الاقتصاد وتشمل هذه السياسة جملة من القواعد والآليات التي تعتمدها الحكومة للتأثير في النشاط الاقتصادي، وذلك عبر التحكم في عرض النقود من خلال التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية، بما ينسجم مع تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

2- أهداف السياسة النقدية:

تنقسم أهداف السياسة النقدية إلى أهداف أولية وأهداف وسيطية ونهائية، ولتحقيق هذه الأخيرة يتم المرور بالأهداف الأولية والوسيطية كمرحلة بداية.

2-1 الأهداف الأولية:

الأهداف الأولية تشكل نقطة الانطلاق في استراتيجية السياسة النقدية، حيث يسعى البنك المركزي من خلالها للتأثير في الأهداف الوسيطية. تعتبر هذه الأهداف أداة ربط بين الأدوات والأهداف الوسيطية للسياسة النقدية، وتتكون الأهداف الأولية من:

- مجتمعات الاحتياطيات النقدية: يمكن القول أنه بتكوين مجتمعات الاحتياطيات النقدية واستخدامها بشكل صحيح، يمكن تعزيز الاستقرار النقدي وتقليل المخاطر المالية. تستمد مجتمعات الاحتياطيات النقدية قوتها من القدرة على تلبية الاحتياجات النقدية والتأثير في سيولة النظام المالي.
- الاحتياطيات الحرة: تمثل الاحتياطيات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطيات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض وتكون

⁴ - محمد ضيق الله القطايري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص18.

⁵ - عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003،

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

الاحتياطات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطات الفائضة أكبر من الاحتياطات المقترضة وتكون سالبة إذا كانت الاحتياطات المقترضة أكبر من الاحتياطات الفائضة، كما تجدر الإشارة إلى أن الاقتصاديين قد اختلفوا حول هذا الموضوع بحيث استعملت ظروف سوق النقد في العشرينات والخمسينات والستينات، ولكن في السبعينات زاد الاهتمام أكثر بمجمعات الاحتياطات وبالتالي فإن الاختلاف حول مدى افضلية استخدام المجموعة الأولى أم الثانية. وبفضل النقديون استخدم مجاميع الاحتياطات أنهم يرونها بأنها ذات صلة وثيقة بالمجمعات النقدية التي تمثل الهدف الوسيط المفضل لديهم، ويهتم الكينزيين أيضا بالتحكم في مجمعات الاحتياطات إلا أن تركيزهم كان على ظروف سوق النقد، وهذا يعود لكونهم يعتقدون بأن الهدف الوسيط والمفضل لديهم أسعار الفائدة في أسواق أرس المال.⁶ يمكن القول إن الاحتياطات الحرة تتعد مؤشرا مهما لقياس وضع السيولة في المصرفي واتجاه السياسة النقدية، إذ تعكس العلاقة بين ما تحتفظ به البنوك من احتياطات فائضة وما تقترضه من البنك المركزي. كما يظهر من الجدول بين الاقتصاديين أن الاختلاف لم يكن حول أهمية الاحتياطات بحد ذاتها، بل حول المتغير الأنسب للاعتماد عليه كهدف وسيط للسياسة النقدية؛ فبينما فضل النقديون التركيز على مجاميع الاحتياطات لارتباطها الوثيق بالمجاميع النقدية، ركز الكينزيون على ظروف سوق النقد وأسعار الفائدة باعتبارها الأداة الأكثر تأثيراً في النشاط الاقتصادي. وعليه، فإن اختيار المؤشر الملائم يرتبط بالإطار النظري المعتمد وبالأهداف التي تسعى السياسة النقدية إلى تحقيقها.

- ظروف سوق النقد: وهي المجموعة الثانية من الأهداف الأولية التي تسمى ظروف سوق النقد وتحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين وموافقتهم السريعة أو البطيئة إزاء معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الاقراض الأخرى، وبالتالي فإن النقاش يتلخص في أن الأهداف الأولية يمكن اعتمادها كحلقة ربط قوية التأثير بالأدوات النقدية والتأثير على الأهداف الوسيطة، وعلى هذا الأساس فإن الهدف الأولي الأنسب هو ذلك الذي يمتاز بالتأثر والتجاوب بسرعة مع تغير الأدوات النقدية المعتمدة من

⁶ - سليمان دود، كربوش ندى، فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2019، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادي تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، 2020-2021، ص12.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

جهة، ويسهل قيادة الاتجاه المرغوب لا لهداف الوسيطة المستعملة من جهة أخرى.⁷ وعليه، يعد الاستقرار في ظروف سوق النقد عنصراً أساسياً لسلامة الاقتصاد، إذ يساهم في تحقيق استقرار الأسعار وتعزيز الثقة في العملة الوطنية. ولهذا يحرص البنك المركزي على مراقبة السوق النقدي بشكل مستمر، واتخاذ الإجراءات المناسبة لضمان الحفاظ على الاستقرار النقدي ودعم التوازن المالي.

1-2 الأهداف الوسيطة:

تمثل المتغيرات النقدية التي لها تأثير مباشر على الأهداف النهائية للسياسة النقدية وتحديد هذه الأهداف الوسيطة يخضع لمعايير معينة:

أ- معايير اختيار الأهداف الوسيطة: اختيار استراتيجية الأهداف الوسيطة يتمثل في ثلاث معايير تتحكم في اختيارها:

- القابلية للقياس: يعتبر القياس الدقيق و السريع لمتغيرات الأهداف الوسيطة ضرورياً لأن الهدف، الوسيط هو إشارة إذا كانت السياسة النقدية تسيير في الاتجاه الذي يحقق الهدف النهائي أم خارج مسارها.
- القدرة على السيطرة: يجب أن يكون البنك المركزي قادراً على السيطرة على المتغير إذا ما استخدم كهدف وسيط على السيطرة لن يمكن من إعادة المتغير.
- القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي: إن أحد أهم المعايير الهامة هي أن يكون المتغير المستخدم كهدف وسيط له أثر يمكن التنبؤ به.

ب- مكونات الأهداف الوسيطة: المجمعات النقدية وسعر الفائدة وسعر الصرف وفيما يلي عرض لكل منها:⁸

- المجمعات النقدية: هي مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة تبين إمكانيات الأنفاق لدى الأعوان غير الماليين المقيمين، التوظيفات المالية التي يمكن تحويلها بطريقة سهلة وسريعة بدون مخاطرة، عموماً هناك عدة مجمعات نقدية تتراوح ما بين M1 و M2 حيث كلما اتجهنا من M4+M1 تقل درجة السيولة وتقل معها سهولة التحويل.

⁷ - بغداوي جميلة، بوكرشاوي براهيم وآخرون، استراتيجية السياسة النقدية لبنك الجزائر " مقارنة بين رسم الأهداف واختيار الأدوات للفترة 2001-2019"، مجلة الاقتصاد والمالية 2022، المجلد 08، العدد 01.

⁸ - مروية بومفخة دلال زويد، فعالية السياسة فير التقليدية دراسة حالة البنك المركزي الأوروبي (2008-2017)، مذكرة ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة عبد الحفيظ بو الصوف ميلة، 2018-2019، ص 18-20.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

- مجمع المتاحات النقدية M1: ويشمل النقود المتداولة خارج البنوك و الودائع تحت الطلب.
- مجمع الكتلة النقدية M2: وتتضمن بالإضافة إلى مجمع المتاحات النقدية M1 النقدية لكل توظيف مالي في الحسابات بمعدل فائدة محدد.
- مجمع السيولة النقدية M3: وهو الأكثر شمولاً ويشمل بالإضافة إلى مجمع الكتلة النقدية M2 المالية التي تحدد قيمتها في سوق ما.
- مجمع القاعدة النقدية M4: وهو يتشكل في نقود البنك المركزي والذي يظهر في أصل ميزانيته وهي الديون على الاقتصاد.
- سعر الفائدة: يمكن التركيز على سعر الفائدة كهدف وسيط لأنه يعتبر أحد المحددات الهامة لسلوك كل من الأفراد والسلطة النقدية أن تراقب مستويات أسعار الفائدة وأن تبقى تغيرات هذه الأخيرة هوامش غير واسعة نسبياً حول مستويات وسيطة تقابل التغيرات في الأسواق بحدّة يمكن أن تخلق مشاكل خطيرة لمؤسسات الودائع التي تحتفظ بقروض عديدة طويلة الأجل.
- سعر الصرف: يأخذ سعر الصرف الأجنبي مكانة كبيرة ضمن السياسات النقدية لعدد كبير في الدول ويستخدم كهدف وسيط كون تأثير يصل إلى الاقتصاد المحلي من تأثيره على الميزان التجاري في ميزان المدفوعات وكذلك من خلال تأثيره إلى جانب سعر الفائدة على الاستثمارات الأجنبية وتدفقات رؤوس الأموال. ويعتبر سعر الصرف كهدف للسياسة النقدية لأن انخفاضه يعمل على تحسين وضعيّة ميزان المدفوعات إضافة إلى أن استقرار هذا المعدل يشكل ضماناً لاستقرار البلاد اتجاه الخارج ولهذا تعمل بعض الدول على ربط عملاتها بعملات قوية للتحويل والحرص على استقرار صرف عملتها مقابل تلك العملات كما أن رفع قيمة العملة يقلص من حدة التضخم وهو ما يتوافق والهدف النهائي للسياسة النقدية، فعندما تحقق الدولة فائضاً هاماً في معاملاتها الخارجية، فإن هذا يعني زيادة الطلب على عملتها الوطنية أو زيادة عرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة، التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأخرى مما يضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية وهذا يؤدي إلى انخفاض سلع هذه الدولة ثم يتناقض الفائض في ميزان المدفوعات تدريجياً أما عندما تحقق الدولة عجز، حيث يكون عرض العملة الوطنية لهذه الدولة مقابل العملات الأجنبية كبير،

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

ينخفض الطلب على هذه العملة وتصبح أسعار سلع الدولة منخفضة مما ينتج عنه زيادة الصادرات وانخفاض الواردات وبالتالي تلاشي العجز تدريجيا.

2-2- الأهداف النهائية⁹:

تعد استراتيجية السياسة النقدية الإطار العملي الذي تعتمد عليه السلطات النقدية في إدارة المتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث تبدأ بتحديد واختيار الأدوات النقدية الملائمة التي تمكنها من التأثير في الأهداف الأولية. وتمثل هذه الأهداف المرحلة الأولى في مسار انتقال أثر السياسة النقدية، إذ يجري من خلالها توجيه التأثير نحو الأهداف الوسيطة، التي تعد حلقة وصل أساسية بين الأدوات المستخدمة والغايات النهائية المرجو تحقيقها. ويأتي ذلك في انسجام تام مع التوجهات العامة للسياسة الاقتصادية للدولة. وقد استقر الرأي في الأدبيات الاقتصادية على أن الأهداف النهائية للسياسة النقدية تتمثل في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، لما له من أثر مباشر في الحفاظ على القوة الشرائية للنقد وتعزيز الثقة في الاقتصاد الوطني. كما تسعى السياسة النقدية إلى دعم مستويات العمالة الكاملة، بما يسهم في تقليص معدلات البطالة وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد البشرية. إضافة إلى ذلك، تهدف إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، بما يضمن استقرار المعاملات الخارجية للدولة، فضلا عن العمل على دعم وتحفيز معدل مرتفع ومستدام من النمو الاقتصادي، بما يعزز التنمية الشاملة والاستقرار الاقتصادي على المدى الطويل.

أ- تحقيق الاستقرار في الأسعار

يتم اللجوء إلى السياسة النقدية لحل إشكالية عدم استقرار الأسعار باعتبار أن النقد أكثر العوامل تأثيرا في تقلبات الأسعار، ويرى فريدمان أن هناك صعوبة في ضبط الأسعار بمعزل عن ضبط معدل زيادة كمية النقد، وقد استشهد بتجارب ألمانيا وإيطاليا وفرنسا بعد الحرب العالمية الثانية، وهذا لا ينفي وجود عوامل أخرى قد تمارس تأثيرا ف تقلبات الاسعار كالاكتكارات والنقابات العمالية وتغيرات العمالية وتغيرات سعر الصرف وغيرها، إلا أن تغيرات عرض النقد تضل الأساس في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، لذلك تسعى السلطات النقدية إلى محاربة التغيرات المستمرة والعنيفة في مستوى الاسعار لما لهذه الأخيرة من تأثيرات سلبية على قيمة النقد وبالتالي آثار سلبية على مستوى الدخل والثروات وتخصيص الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية وبالتالي على الأداء الاقتصادي.

⁹ - حمدان معمر، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2021/2022، ص 93.

ب- العمالة الكاملة

هذا الهدف ليس الهدف الرئيسي لسياسة النقدية، ولكن لا يعني أنها لا تسهم بصورة أو بأخرى في تحسين مستوى التوظيف وتهيئة البيئة الاقتصادية الملائمة لذلك، ويمكن تفسير هذا الهدف على أنه يتمثل في تحقيق المستوى الدائم والملائم للتوظيف والانتاج وتفادي سوء استخدام الموارد الانتاجية المتاحة، ويقصد هدف التوظيف المحافظة على معدل بطالة قريب بقدر الامكان من المعدل الطبيعي، والذي يوجد عنده بطالة احتكارية فقط.¹⁰

حيث يرى بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم فريدمان ومؤيديه من المدرسة النقدية بأن هناك معدل طبيعي للبطالة يمكن أن يتوافق مع حالة الاستخدام التام وهو يتراوح بين (4.5% و6%) من قوة العمل المتاحة في المجتمع، وهي الناتجة عن رغبة بعض الأشخاص في الانتقال إلى وظائف جديدة أفضل.¹¹

ت- المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة

يتم في إطار إتباع سياسة تحرير وتعويم سعر الصرف وفي ظل السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار السعري الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور، وعموما يمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنوك المركزية برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، ويؤدي رفع أسعار الفائدة إلى تقليل حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات مما يخفض من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة ويؤدي خفض مستويات الأسعار الداخلية إلى تشجيع صادرات الدولة وإلى تقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الأجنبية، ومن ناحية أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة داخليا على إقبال الأجانب على إيداع اموالهم بالبنوك المحلية وبالتالي إلى دخول المزيد من رؤوس الأموال إلى الدولة مما يساعد على التقليل من العجز في ميزان المدفوعات.¹²

ث- تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي

يعني النمو الاقتصادي حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل الوطن بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، ويعتبر تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي من الأهداف طويلة الأجل، في حين يعتبر استقرار الاسعار والاستقرار النقدي من الاهداف قصيرة الأجل، فعالية

¹⁰- علي عبد الوهاب نجا، أحمد رمضان نعمة الله، النقود والسياسة النقدية والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2018، ص258.

¹¹- عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الطبعة الثانية، الكرك، الاردن، 2004.

¹²- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2009، ص275.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

السياسة النقدية في تشجيع النمو الاقتصادي تتم من خلال تأثيرها على الاستثمار كواحد من أهم محدداته، فالمتغيرات التي تحدثها السياسة النقدية في الاحتياطات النقدية للمصارف وبالتالي في عرض النقد تنعكس في صورة تغيرات في سعر الفائدة التي تحدد بدورها حجم الاستثمار الخاص، فإبقاء أسعار الفائدة الحقيقية عند مستويات منخفضة تسمح بخلق بيئة ملائمة لتسهيل التمويل الاستثماري.¹³

3- دور السياسة النقدية في الاستقرار الاقتصادي:

تختصر مهمة السياسة النقدية في تصحيح عرض النقد في الاقتصاد بما يحقق توليفة ما من التضخم واستقرار الإنتاج، إن عرض النقد قد يؤثر في الإنتاج الفعلي للسلع والخدمات وهذا هو السبب في أن السياسة النقدية تحت سلطة البنوك المركزية تمثل أداة هادفة للسياسات من أجل بلوغ الأهداف المتعلقة بكل من التضخم والنمو، ومن السهل أن نفهم لماذا تعتبر السياسة النقدية عموماً خط الدفاع الأول في تثبيت الاقتصاد أثناء فترات الركود الاقتصادي (يرد الاستثناء في البلدان ذات أسعار الصرف الثابتة، حيث يتم ربط السياسة النقدية تماماً بهدف سعر الصرف) لأن السياسة المالية تستغرق وقتاً عند سن تشريعات التغييرات في الضرائب والإنفاق، وبمجرد تحول هذه التغييرات إلى قوانين، فإنه من الصعب سياسياً إلغائها، كما أنها من أفضل السياسات في محاربة ظاهرة التضخم، وحتى تقوم السياسة النقدية بدورها بكفاءة ينبغي إعطاء نوع من الاستقلالية للسلطة المتحكمة بها ألا وهي السلطة النقدية.¹⁴

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية الكمية (غير مباشرة).

تعتبر الطرق الكمية هي الأدوات التقليدية للسياسة النقدية تستهدف في التأثير في حجم النقد والائتمان المصرفي خاصة وكلفته وبالتالي على الكميات المعروضة في الاقتصاد، واستعملت ولا تزال على نطاق واسع في البلدان المتقدمة اقتصادياً وأهمها:¹⁵

1- سياسة معدل الخصم: نعني به معدل الفائدة التي يحصل عليه البنك المركزي عندما يقرض البنوك التجارية أو يعيد خصم الأوراق التجارية والسندات التي تقدمها له فتحدد معدل الخصم من طرف البنك التجاري يؤثر في قروض البنوك التجارية. فإذا قام البنك المركزي بتخفيض معدل الخصم، يعطي البنوك فرصة الاقتراض منه وإعادة خصم أوراقها الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع حجم

¹³ عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود و البنوك الأساسية والمستحدثات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2009.

¹⁴ بن الدين محمد أمين، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي- حالة الجزائر (1990-2009)، رسالة ماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010، ص79.

¹⁵ عبد الله خبابه، الاقتصاد المصرفي (البنوك الالكترونية، البنوك التجارية، السياسة النقدية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008، ص202-203.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

القروض لأن البنوك بدورها ستعطي لعملائها كامل التسهيلات ليقترضوا منها وذلك بتخفيض سعر الفائدة قروضها وبالعكس إذا قام البنك المركزي برفع معدل الخصم، فإنه يفرض على البنوك أن تقلل من قروضها وأن ترفع كلفة هذه القروض، فيقلل العملاء على الطلب القروض وهكذا يمكن للبنك المركزي أن يتحكم في حجم القروض ن طريق تغيير سعر الخصم، لأن هذا التغيير يؤثر على سعر الفائدة وعلى مستوى القروض التجارية وبما أن القروض تعتبر مصدرا لودائع جديدة ولإحداث مقادير جديدة من العملة، فإن تغيير معدل الخصم يؤثر في آخر الأمر في النقود المتداولة، لذلك تستعمله الحكومات في سياسة محاربة التضخم عندما تشعر بوفرة السائلة أو بالعكس في سياسة محاربة الانكماش عندما تظهر بوادر الكساد الاقتصادي ويمكن تلخيص تأثير تغير معدل الخصم على عدة مستويات:

- على مستوى النقدي يؤدي ارتفاع معدل الخصم إلى التقليل من الحكم الرائج من النقود.
- على مستوى القروض يؤدي ارتفاع معدل الخصم إلى التقليل من القروض.
- على المستوى الإنتاجي يؤدي الارتفاع في معدل الخصم إلى توقف زيادة الإنتاج ونقصان المخزونات.
- على المستوى الإنتاجي يؤدي الارتفاع في معدل الخصم إلى توقف زيادة الإنتاج ونقصان للمخزونات والتقليل من مليات المبادلة وتعطيل عوامل الإنتاج (البطالة-توقيف التجهيزات).
- على المستوى السوق المالية يؤدي ارتفاع معدل الخصم إلى ارتفاع معدل الفائدة بالنسبة للعمليات ذات الأجل الطويل.
- على صعيد المعاملات الخارجية يؤدي ارتفاع معدل الخصم إلى جلب الأموال الخارجية التي تتدخل بحثا عن استثمارات جد منتجة.

أما فيما يخص فعالية سياسة معدل إعادة الخصم فهي تتوقف على عدة عوامل منها¹⁶:

- مدى اتساع سوق النقد بوجه عام وسوق الخصم بوجه خاص وهذا يتطلب معاملات كبيرة بالأوراق التجارية.
- لجوء البنوك التجارية إلى البنك المركزي في كل مرة، بمعنى عدم وجود موارد إضافية تعتمد عليها البنوك التجارية. وفي الوقت الحاضر يبقى لمعدل إعادة الخصم أثره المعنوي على البنوك التجارية فكلما

¹⁶ - بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، 1990-2010، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015-2016، ص59.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

تحرك هذا المعدل إلى الارتفاع أو الانخفاض فإن البنوك تأخذه بعين الاعتبار، أي أن هذه السياسة أصبحت مؤشراً للبنوك التجارية على اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان.

2- عمليات السوق المفتوحة: وتعني عمليات السوق المفتوحة دخول البنك المركزي بائناً ومشترياً للأوراق المالية الحكومية والخاصة، بهدف زيادة أو تخفيض حجم السيولة المحلية لدى البنوك التجارية لتأثير على قدرتها في خلق الائتمان بشكل يتناسب مع مستوى النشاط الاقتصادي، فإذا كان سعر إعادة الخصم غير فعال في التأثير على احتياطات البنوك التجارية، وإذا وجد البنك المركزي هناك سيولة كبيرة وضغوط تضخمية عالية يلجأ إلى بيع الأوراق المالية إلى الأفراد والبنوك والشركات بهدف تقليل احتياطات البنوك التجارية، وتقييد قدرتها في التوسع في منح الائتمان المصرفي وتقليل الإنفاق الكلي فينخفض عرض النقد، وبالعكس إذا لاحظ البنك المركزي أن البلد يعيش في حالة انكماش فإنه يلجأ إلى شراء الأوراق المالية من السوق المفتوحة فيؤدي ذلك إلى ضخ سيولة إلى الاقتصاد الوطني، مما يرفع من احتياطات البنوك التجارية ويزيد من قدرتها في منح الائتمان المصرفي فيزيد الإنفاق الكلي والإنتاج.¹⁷

أما فيما يخص فعالية السوق المفتوحة فنتمثل فيما يلي:¹⁸

- أن بنوك الودائع في بعض الأحيان لا تزيد أو تنقص قروضها واستثماراتها تبعاً لزيادة أو نقص احتياطاتها النقدية، فقد نرى أن البنوك الودائع في بعض الأحيان تحجم عن أن تستفيد من زيادة احتياطاتها النقدية لأنها لا تستوثق من يطلبون الاقتراض منها أو لأنها تخشى زيادة الاستثمار في وقت لا يكون استثمار فيه مربح.
- أن الطلب على الائتمان قد لا يزيد دائماً تبعاً لنقص معدلات الفائدة وذلك لأن رجال الأعمال في الظروف السياسية الحالكة السواد أو الظروف الاقتصادية المتقلبة قد يرفضون ما تعرضه عليهم المصارف من قروض بمعدلات فائدة منخفضة، بالعكس قد تزيد معدلات الفائدة على النقود تبعاً لنقص في أساس الائتمان ومع ذلك فإن زيادة معدلات الفائدة قد لا تؤدي إلى نقص فيما يطلبه العملاء من المصارف من ائتمان، وقد يرى رجال الأعمال أن مستقبل عمليات المضاربة حتى مع ارتفاع سعر الفائدة يبشر بالربح وبالخير، فيزداد طلبهم على الائتمان من بنوك المصارف من الودائع.

¹⁷ - هيل عجمي جميل الجناحي، رمزي ياسين أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار واقل للنشر، الأردن، الطبع 0 الأولى، 2009، ص 264.

¹⁸ - عبد الرزاق بن عمرة، السياسة النقدية من خلال الانتقال والتأثير دراسة تحليلية قياسية، منشورات ألفا للوثائق، 2020، ص 209-210.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

- قام البنك المركزي ببيع سندات حكومية و أدوات خزينة يعني زيادة المعروض للبيع من تلك السندات والأدوات وزيادة العرض تؤدي إلى انخفاض أسعار تلك السندات والأدوات وبالتالي يؤثر ذلك سلباً على المركز المالي للمصرف المركزي، ومن ثم فإنه يجب على البنك المركزي أن يعمل على تحقيق استقرار أسعار تلك السندات والأسهم في الأسواق المالية حتى لا يؤثر ذلك على المركز المالي للمصارف المركزية.

3- سياسة الاحتياطي القانوني (الإلزامي): نسبة الاحتياطي القانوني تمثل أقل نسبة من الأرصدة النقدية التي تلتزم البنوك التجارية قانوناً بالاحتفاظ بها من قيمة الودائع لديها لدى البنك المركزي دون الحصول على أية فوائد لقاء هذه العملية ويمكن استخدام تلك السياسة كأداة للتحكم في العرض النقدي فعندما يرغب البنك المركزي في زيادة حجم العرض النقدي فإنه يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي النقدي القانوني الذي تحتفظ به البنوك التجارية لدى البنك المركزي سياسة نقدية توسعية، أما إذا أراد البنك المركزي تخفيض حجم العرض النقدي فإنه سيقوم برفع نسبة الاحتياطي النقدي القانوني الذي تحتفظ به البنوك التجارية لدى البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية والميزة الأساسية لاستخدام سياسة تغيير حجم الاحتياطات النقدية هي أنها تؤثر على كل البنوك التجارية بالتساوي وبالتالي فتأثيرها قوي على العرض النقدي.¹⁹

كما أن لنسبة سياسة الاحتياطي القانوني لها فعالية كبيرة والتي سيتم إبرازها كما يلي:²⁰

- إن حجم الائتمان يتأثر أولاً بالظروف الاقتصادية والمالية ونظرة المستثمرين إلى مستقبل الاقتصاد، إذا كانت نظريتهم متفائلة فإن زيادة الاحتياطي القانوني لا تعني من التوسع في الائتمان لإنشاء مشاريع استثمارية جديدة والعكس.
- أن لجوء المصرف المركزي إلى هذه الأداة يدفع المصارف التجارية لاستعمال أدوات أخرى للحصول على السيولة كبيع الأوراق المالية، حيث تؤدي زيادة عرضها إلى خفض أسعارها مما يجعل من المفيد استعمال المصرف المركزي لمختلف الأدوات في آن واحد لتفادي الآثار العكسية لاستعمال أداة دون أخرى.
- يرى كينز أن الإفراط في استعمال أداة الاحتياطي القانوني قد تؤثر سلباً على الأسواق المالية، لأنه يخلق حالة من عدم التأكد وبالتالي يجب إعلام المصارف التجارية بأي نية من ذلك لنتهيأ له

¹⁹ - محمد فوزي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي، دار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 173.

²⁰ - بن دعاس جمال، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، دار الخلدونية، الجزائر، الطبعة الأولى، 2007.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

وأن تكون نسبة التغيير منخفضة حتى تستوعبها المصارف ولهذا يصفها بعض الاقتصاديين بأنها أداة مولدة لعدم الاستقرار النقدي والمالي والاقتصاد.

المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية الكيفية (مباشرة) والمشاركة

1- الأدوات الكيفية

تهدف هذه الأدوات (الكيفية) للتأثير في الكيفية التي يستخدم بها الائتمان وذلك عن طريق توجيه الائتمان إلى المجالات المرغوبة وحجمه في مجالات أخرى ومن أهم هذه الأدوات نذكر ما يلي:

1-1 سياسة تأطير القروض

هو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطات النقدية بتحديد سوق لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب معينة، وفي حال الإخلال بهذه الإجراءات تتعرض البنوك إلى عقوبات، إن اعتماد هذا الأسلوب ينبع من سعي السلطات النقدية إلى التأثير على توزيع القروض في اتجاهات القطاعات المعتبرة أكثر حيوية بالنسبة للتنمية، وتتطلب موارد مالية كبيرة.

عند ظهور البوادر الأولى للتضخم تستطيع الدولة أن تضع سياسة تأطيرية توجيهية فتغطي توجيهات وإرشادات للبنوك تتعلق بمقادير القروض وطريقة منحها ونوعية القطاعات التي يجب توقيف القروض لها، أما في الفترات التي ينعدم فيها التوازن النقدي، وتشيع فيها الظواهر التضخمية تقدم القروض التي يمكن أن تمنحه البنوك أو تقوم بتحديد معدل تزايد القروض طوال مدة معينة.

والمعروف أن سياسة تأطير القروض تصاحب عادة برنامج استقراري يشمل كذلك التقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخارات وإصدار السندات العمومية والقيام بكل الإجراءات الكفيلة بتخفيض كمية النقود الفائضة المتداولة.

1-2 السياسة الانتقائية للقروض

تهدف هذه السياسة الانتقائية للقروض إلى توجيه القروض إلى القطاعات التي تعتبرها السلطات أكثر نفعا للاقتصاد الوطني، بحيث تأخذها هذه السلطات الضرورية بإعطاء بعض التسهيلات إلى القروض الخاصة بهذه القطاعات وهكذا تتخذ عدة أشكال:

- إقرار معدل إعادة خصم مفصل، خاص بالأوراق الجارية المرتبطة بالقروض التي تطلبها القطاعات الإنتاجية التي تقرر الدولة تشجيعها على حساب القطاعات الأخرى وهذا المعدل يكون بطبيعة الحال أصغر من معدل إعادة الخصم العادي.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

- إمكانية خصم الأوراق التي لا تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية، وذلك سعياً وراء تشجيع بعض القطاعات الحيوية وتمكينها من الحصول على القروض بسهولة.
 - إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف، إذا أراد البنك المركزي تشجيع بعض أنواع القروض (قروض الصادات) أمكنه أن يقبل تعبئة (أي إعادة الخصم) الأوراق المرتبطة بهذه القروض حتى بعد تجاوز السقف مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي.
- بالنظر إلى سياسة تأطير القروض التي تعتمد على وضع معدلات لنمو التوسع الائتماني للبنوك التجارية فإن السياسة الانتقائية للقرض تعتمد على مرونة هذه المعدلات، حيث يقوم البنك المركزي بوضع معدلات لنمو حجم القروض الموجهة للنشاطات المستهدفة بالتنمية والمساعدة، والتي يمكن تسميتها بالأنشطة المنتقة (كالتصدير، الزراعة) ما ينعكس على انخفاض تكلفتها ويزيد من الطلب عليها، وف المقابل فإنه يضع معدلات نمو ضعيفة على القروض الموجهة للنشاطات والقطاعات التي يريد كبح نموها.
- إن استعمال البنك المركزي لهذه السياسة يهدف إلى التفريق بين النشاطات الاقتصادية وبين تلك النشاطات التي يمكن اعتبارها سبب في ظاهرة التضخم، وتلك التي تحتاج إلى نمو وتطوير ومساعدة، وفي هذا الإطار يمكن للبنك المركزي أن يقوم بإعطاء الأولوية في إعادة الخصم لبعض الأوراق المالية المتعلقة بمشاريع ومؤسسات معينة، وأن يمنح قروض للبنوك بأسعار فائدة متدنية في مقابل توظيفها على شكل قروض موجهة إلى تمويل النشاطات المستهدفة.²¹

2-1 هامش القروض المضمونة بالسندات

يمكن الهدف من وراء هذه الأداة في قيام البنك التجاري بالاحتفاظ بهامش لمواجهة حالات انخفاض قيمة السندات أو إفلاس المقرض.

والمقصود بالهامش، الفرق بين القيمة الاسمية للسندات المقدمة كضمان للقرض وقيمة القرض فالمعروف أن المتعاملين في الأسواق المالية بالسندات يقدمون عادة السندات التي اشتروها سابقاً كضمان من أجل الحصول على قروض جديدة لتمويل مشترياتهم من السندات وفي هذه الحالة فإن ما يحدث هو أن البنك التجاري لا يعطيهم قروض تعادل القيمة الاسمية للسندات التي قدموها كضمانات، وإنما يبقى هامشاً للاحتياط في حالة انخفاض قيمة السندات السوقية وإفلاس صاحبها.

²¹ - عبد الله خبايا، مرجع سبق ذكره، ص 306-308.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

إذا أراد البنك المركزي أن يقيد الائتمان الممنوح للمضاربين ف السندات قوم برفع نسبة الهامش مما يؤدي إلى تقليل النسبة التي يمكن للمضارب أن يقتربها من البنك التجاري، أما إذا أراد البنك المركزي أن يتوسع ف منح الائتمان لقطاع المضاربة يقوم بتخفيض نسبة الهامش فتزيد نسبة ما يمكن للمضاربين اقتراضه من البنوك التجارية، وهكذا يؤدي تغيير الهامش إلى تغيير الائتمان، ليس في كل قطاعات الاقتصاد الوطني وإنما ف قطاع واحد فقط، وهو قطاع المضاربة.²²

2- الأدوات المشتركة: بالرغم من توفر كل هذه الأدوات المباشرة، والأدوات غير المباشرة للسياسة

النقدية، فقد تلجأ البنوك إلى استخدام أدوات أخرى والتي تعتبر مكملة، ويمكن حصرها كما يلي:

أ- الإقناع الأدبي: تعني هذه السياسة إتباع البنك المركزي الأساليب الإقناع الأدبي، من أجل التأثير على

البنوك التجارية، والمؤسسات المالية الموجودة بإتباع البنك المركزي الأساليب الإقناع الأدبي، من أجل التأثير على البنوك التجارية والمؤسسات المالية الموجودة بإتباع سياسة معينة مرسومة فيما يتعلق بعلاقتها الائتمانية والنقدية مع المتعاملين كمنح الانشغال والإقراض وتتمثل طريقة الإقناع الأدبي بتوجيه الاقتراحات، والرجاءات، والنداءات، والتحذيرات، سواء الشفهية، أو التحذيرية لأجل التقيد بالسياسة التي يرسمها البنك المركزي، والمتعلقة بكيفية تصرف البنوك التجارية باحتياجاتها، ودائعها النقدية، وتخفيض أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد في أوقات الكساد، لزيادة مستويات الإنتاج الكلي، وتحقيقا للعمالة الكاملة أو تضيق الائتمان، ورفع أسعار الفائدة على القروض الممنوحة في أوقات الرواج والتضخم لتخفيض مستويات الأسعار، ومعدلات الإنفاق الكلي (الطلب الفعلي) إلى المستوى اللازم والمعقول لتحقيق العمالة الكاملة طبقا لما تقتضيه عوامل التوازن، والاستقرار الاقتصادي في المجتمع، وقد تزداد فعالية هذه السياسة في محاربة التضخم و الكساد إذا اقترنت بعض السياسات النقدية الأخرى أو بشيء من التحذير، والوعيد.²³

ب- التعليمات والتوجيهات: وتتصرف هذه الوسيلة إلى أن يصدر المصرف المركزي توجيهات أو

تعليمات توزع على المصارف التجارية يحدد فيها حجم ونوع الائتمان الذي تستطيع المصارف التجارية أن تمنحه لعملائها، وبذلك تظهر قدرة وقوة المصرف المركزي وعلاقته مع المصارف التجارية، في مدى التزام تلك المصارف بالحدود التي تتضمنها تعليمات وتوجيهات المصرف المركزي ويستطيع المصرف المركزي بموجب هذه الطريقة أن يضع قيودا على بعض أنواع

²² الطيب لحليح، "الأدوات النوعية للسياسة النقدية"، محاضرات مقدمة لطلبة السنة الثالثة، ليسانس، تخصص مالية، 2014/2015، ص 1.

²³ غازي حسين عناية، التضخم المالي، دار الجيل، بيروت، الطبعة الأولى، 1992، ص 145.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

الائتمان أو أن يطلب من المصارف التجارية استخدام جزء من أصولها السائلة السندات الحكومية أو أن يحدد للمصارف حجم الائتمان الذي يمكن للمصارف التجارية أو تمنحه لعملائها، مستوى يساوي أو يقل أ، يزيد عن مستوى حجم الائتمان السابق وذلك ف ضوء السياسة الاقتصادية وفي ضوء الظروف في شراء والأوضاع الاقتصادية، التي يمر بها الاقتصاد القومي.²⁴

ت- الإعلام: يمكن للبنك المركزي أن يستعمل وسائل الإعلام المختلفة لشرح الحقائق الاقتصادية أمام الجمهور دعماً لجهود إصلاح الأوضاع النقدية وتحقيقاً للأهداف السياسية الاقتصادية. فتتطافر الجهود لتحقيق ذلك خاصة مع شمول هذه الوسيلة مختلف القطاعات الأفراد المشروعات والحكومة وكان "البنكس بنك" البنك المركزي في ألمانيا وبنك السويد المركزي يقومان بتقديم بيانات دورية تشرح السياسة النقدية المتبعة لمراقبة الائتمان وكان محافظ بنك إنجلترا يصدر نشرات رسمية دورية عن السياسات الائتمانية الموضوعة من قبله.²⁵

ث- التشاور مع البنوك العاملة في الدولة: يقوم البنك المركزي في بعض الأحيان بالتشاور مع البنوك التجارية خصوصاً إذا ما تعلق الأمر بصياغة الخطة الائتمانية للمصارف التجارية وذلك باستدعاء مسؤولي المصارف التجارية لحضور اجتماعات البنك المركزي كلا اقتضى الأمر ذلك.²⁶

المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

شهدت السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة من 2015 إلى 2025 تحولات كبيرة، تركزت على مواجهة التحديات الاقتصادية المختلفة وضمان استقرار الأسعار والنمو. انطلقت مرحلة التشديد النقدي في ديسمبر 2015 برفع أسعار الفائدة بعد سنوات من التيسير الكبير عقب الأزمة المالية العالمية، مع تعزيز مراقبة ميزانية الفدرالي. تخللت السنوات التالية تذبذبات بين رفع وخفض الفائدة تبعاً لمستوى التضخم والنمو الاقتصادي، وصولاً إلى تبني سياسات تيسيرية استثنائية خلال جائحة كورونا لمواجهة الركود، ثم العودة إلى التشديد التدريجي لمكافحة التضخم المرتفع في 2021-2023. هذه الفترة عكست قدرة السياسة النقدية الأمريكية على التكيف مع الصدمات الاقتصادية وتوجيه الاقتصاد نحو الاستقرار المستدام.

²⁴ - أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، دار زهران، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص336.

²⁵ - جمال بن دعاس، مرجع سبق ذكره، ص186.

²⁶ - شيشي وليد، التحليل الكمي لأثر السياسة النقدية على ميزان المدفوعات في الجزائر، حوايات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة 08 ماي 1945، العدد، 23 الجزء الأول، 2018.

المطلب الأول: مرحلة التشديد النقدي (2015-2018)

تمثل مرحلة التشديد النقدي في الولايات المتحدة (2015-2018) تحولاً مهماً في سياسة الاحتياطي الفيدرالي بعد سنوات طويلة من التيسير النقدي عقب الأزمة المالية العالمية (2007-2008). نقطة الانطلاق الرسمية لهذه المرحلة كانت 16 ديسمبر 2015، حين أعلن الفيدرالي عن رفع النطاق المستهدف لسعر الفائدة على الأموال الفيدرالية إلى 0.25%-0.50%، بعد تحسن ملحوظ في سوق العمل واستمرار التوسع الاقتصادي بوتيرة معتدلة. وأكدت اللجنة أن انخفاض معدل البطالة واستمرار نمو الوظائف يعكسان تراجعاً كبيراً في فائض الموارد، مع توقع عودة التضخم تدريجياً إلى مستوى 2% على المدى المتوسط، رغم بقاءه دون الهدف آنذاك بسبب تراجع أسعار الطاقة والواردات. كما شدد البيان على أن مسار رفع الفائدة سيكون تدريجياً ويعتمد على تطور البيانات الاقتصادية، مع الإبقاء على سياسة إعادة استثمار السندات للحفاظ على ظروف مالية تيسيرية.

في هذا السياق، أوضح (2016) ben bernanke أن رفع الفائدة لم يكن مجرد خطوة تقليدية، بل كان تطبيقاً تدريجياً للسياسة النقدية ضمن بيئة اقتصادية ما زالت أسعار الفائدة فيها منخفضة تاريخياً، ما قلل من مساحة المناورة النقدية أمام الفيدرالي لمواجهة أي تباطؤ محتمل. ولفت إلى أن الفيدرالي ما زال يمتلك أدوات نقدية محفزة متعددة مثل التيسير الكمي (QE)، والتوجيه المستقبلي (Guidance forward) وأسعار الفائدة السلبية كأداة احتياطية غير مرجحة على المدى القريب. وقد ساعدت هذه الأدوات، رغم تعقيد استخدامها مقارنة بفترة ما بعد الازمة مباشرة (2008-2014)، في دعم اقتصاد اذا ما واجه أي تباطؤ.²⁷

مع بدء مرحلة التشديد النقدي، لم يكن الهدف العودة السريعة إلى سياسة نقدية تقليدية، بل تطبيق رفع الفائدة تدريجياً للحفاظ على الاستقرار المالي والاقتصادي، مع استمرار مراقبة التضخم وسوق العمل. كما رافق ذلك تقليص الميزانية العمومية للبنك المركزي تدريجياً من خلال الحد من الأصول التي كان قد اشتراها سابقاً، بهدف إعادة الاقتصاد إلى مساره الطبيعي دون صدمات مالية مفاجئة. تزامنت هذه السياسات مع تعزيز استقرار النظام المالي عبر تطبيق قواعد رأس المال الأعلى للبنوك الكبرى، وتحسين متطلبات السيولة، وتعزيز قدرة المؤسسات المالية النظامية على الصمود في الأزمات دون الحاجة إلى

²⁷ - Bernanke, B. S. (2017). Monetary Policy in a New Era. Peterson Institute for International Economics / Brookings Institution, Washington, DC, pp. 1-24.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

تدخل حكومي مباشر، مما قلل من مخاطر الفشل المالي الكبير أو مشكلة "كبير جدًا للإفلاس". كما ركز البنك المركزي على ضمان استمرار تدفق الائتمان إلى الاقتصاد، خصوصًا للشركات الصغيرة والأسر، مع مراقبة دقيقة لأسواق المال لتجنب تكوين فقاعات جديدة في الأصول أو الدين.²⁸

نتيجة لهذه الإجراءات، تمكن الفيدرالي من تحقيق توازن دقيق بين دعم نمو الاقتصاد والسيطرة على التضخم، مع الحفاظ على استقرار القطاع المالي، ما يعكس مرحلة انتقالية حذرة ومدروسة بعد الأزمة المالية العالمية. وقد أظهرت التجربة أن التشديد النقدي التدريجي، إلى جانب الإصلاحات البنكية الهيكلية، يعزز قدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات وتحقيق المرونة المالية، مما يضمن استقرار الاقتصاد الأمريكي خلال فترة رفع الفائدة وتقليص الميزانية الفيدرالية.

باختصار، تمثل مرحلة 2015-2018 نموذجًا لاستراتيجية السياسة النقدية الأمريكية المدروسة، حيث جرى رفع الفائدة تدريجيًا، مع الحفاظ على أدوات السياسة غير التقليدية كخيار احتياطي، والتأكد من قدرة النظام المالي على دعم الاقتصاد في الظروف المتغيرة دون المخاطرة بحدوث أزمات مالية جديدة.

المطلب الثاني: مرحلة التيسير النقدي (2019-2021)

مرحلة التيسير النقدي 2019-2021 والاستجابة لأزمة كوفيد-19 وبرامج التيسير الكبرى ظل التضخم خلال عام 2019 مستقرًا تقريبًا عند مستوى يقل قليلًا عن هدف الاحتياطي الفيدرالي البالغ 2%، في وقت انخفض فيه معدل البطالة إلى أدنى مستوى له منذ خمسين عامًا في سبتمبر 2019. غير أن هذا الاستقرار لم يدم طويلًا. فبعد بضعة أشهر فقط، أدت جائحة كوفيد-19 إلى شلل شبه كامل في النشاط الاقتصادي، وكأنها أطفأت الأنوار على الاقتصاد والبيانات معاً.²⁹

مع الانهيار الحاد للنشاط الاقتصادي في مارس و أبريل وماي 2020، أصبح من الواضح أن مواجهة الركود العنيف تتطلب تعبئة قصوى لكل من السياسة النقدية والسياسة المالية. فبادر الاحتياطي الفيدرالي،

²⁸ - Board of Governors of the Federal Reserve System. (2015). Federal Open Market Committee Statement, December 16, 2015, Washington, DC, pp. 1-3.

²⁹ - Powell, J. H. (2020). "Current Economic Issues." Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech at the National Association for Business Economics Annual Meeting, October 6, 2020, pp. 1-10.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

تحت رئاسة جيروم باول الى خفض سعر الفائدة الاساسي الى نطاق يقارب الصفر (0-0.25)، معلنا انه سيبقى عليه عند هذا المستوى الى أن يتأكد من تعافى الاقتصاد من الصدمة.³⁰

إلى جانب ذلك، أطلق البنك المركزي مجموعة واسعة من أدوات الإقراض الطارئة وبرامج توفير السيولة لدعم الأسواق المالية وضمان استقرار النظام المالي. وقد ساهمت هذه الإجراءات السريعة، إلى جانب التصريحات التطمينية، في تهدئة التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق في الأسابيع الأولى من الأزمة.

كما فعل الاحتياطي الفيدرالي برامج تيسير كمي واسعة النطاق، من خلال شراء كميات ضخمة من السندات الحكومية والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري. وكان الهدف من هذه المشتريات تعزيز السيولة، وخفض تكاليف الاقتراض طويلة الأجل، ودعم تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات. وقد توسعت الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي بشكل غير مسبوق نتيجة هذه العمليات.

تميزت هذه المرحلة بدرجة غير معتادة من التنسيق بين السياسة النقدية ووزارة الخزانة، حيث دعمت الحكومة بعض مرافق الإقراض التي أنشأها الاحتياطي الفيدرالي. ورغم أن هذا التعاون أثار تساؤلات لدى بعض المراقبين حول حدود استقلالية البنك المركزي، فإن الظروف الاستثنائية للأزمة فرضت هذا المستوى من التنسيق.³¹

في عام 2021، ومع استمرار آثار الجائحة، واصل الاحتياطي الفيدرالي سياسته التيسيرية، متمسكاً بأسعار فائدة منخفضة جداً واستمرار عمليات شراء الأصول. غير أن تصاعد معدلات التضخم لاحقاً أعاد فتح النقاش حول مخاطر الإبقاء على سياسة نقدية فائقة التيسير لفترة طويلة.³²

وهكذا، مثّلت الفترة 2019-2021 مرحلة استثنائية في تاريخ التيسير النقدي الأمريكي، اتسمت بتدخل قوي وسريع وغير تقليدي من البنك المركزي، في محاولة لاحتواء تداعيات صدمة اقتصادية غير مسبوقة.

³⁰ - Clarida, R. H. (2021). "The Federal Reserve's New Framework: Context and Consequences." Finance and Economics Discussion Series (FEDS), Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 2021-014, pp. 1–25.

³¹ - Kuttner, K. N. (2022). "Pandemic Monetary Policy." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 36, No. 4, pp. 121–146.

³² -English, W. B., López-Salido, D., & Tetlow, R. J. (2023). "The Federal Reserve's Framework Review and Its Relevance for Monetary Policy During the Pandemic." *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2023, pp. 1–65.

المطلب الثالث: مرحلة العودة للتشديد (2022-2025)

بعد سنوات من التيسير النقدي الكبير استجابةً لجائحة كوفيد-19، بدأت الولايات المتحدة تواجه مستويات تضخم مرتفعة لم يسبق لها مثيل منذ عقود. هذا التضخم ارتفع بشكل سريع، مما أثر على القوة الشرائية للمستهلكين وزاد الضغوط الاقتصادية على الأسر والشركات على حد سواء. استجابةً لهذه التحديات، شرعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) منذ عام 2022 في مرحلة العودة للتشديد النقدي، التي تمثلت أساساً في رفع أسعار الفائدة تدريجياً من مستويات منخفضة للغاية، في محاولة لكبح التضخم المرتفع وإعادته إلى المستوى المستهدف الذي حدده الاحتياطي الفيدرالي عند حوالي 2% وفق مؤشر أسعار مصروفات الاستهلاك الشخصي.³³

لم تقتصر سياسات التشديد على رفع أسعار الفائدة فحسب، بل شملت أيضاً إجراءات متعلقة بتقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، من خلال تقليل حجم الأصول المحتفظ بها، بما يعكس تحركاً نحو سياسة نقدية أكثر تشدداً لضبط السيولة في النظام المالي. هذه الإجراءات تهدف إلى الحد من الضغوط التضخمية دون التأثير المفرط على سوق العمل، مع الحفاظ على القدرة على الاستجابة لأي صدمات اقتصادية مستقبلية.³⁴

على الرغم من تركيز السياسات النقدية على التضخم، ظل التوظيف الأقصى جزءاً من التحليل الاقتصادي، لكنه لم يرتبط بهدف رقمي محدد كما هو الحال مع التضخم. إذ يظل التوظيف الأقصى يتأثر بعوامل غير نقدية مثل ديناميكيات سوق العمل والتغيرات الهيكلية في الاقتصاد، لذلك يستخدم صانعو السياسات تقديراتهم الخاصة لمراعاة التوظيف الأقصى عند صياغة القرارات، مع مراعاة التوازن بين استقرار الأسعار وفعالية سوق العمل.³⁵

خلال مرحلة التشديد هذه، حافظت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة على مستوى عالٍ من الشفافية والتواصل مع الجمهور، من خلال بيانات السياسة النقدية، والمؤتمرات الصحفية، وملخصات التوقعات الاقتصادية، لضمان فهم واضح من قبل المستثمرين والمستهلكين لأسباب رفع الفائدة وإجراءات تقليص

³³ - Blinder, A. S., & Rudd, J. B. (2024). "The U.S. Inflation Surge and the Monetary Policy Response." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 38, No. 1, pp. 3-28.

³⁴ - Bernanke, B. S., & Blanchard, O. (2023). "What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?" *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, No. 23-4, pp. 1-48.

³⁵ - Federal Open Market Committee. (2022). *Monetary Policy Report*, June 2022. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, pp. 1-64.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

الأصول. هذا التواصل المستمر ساهم في تعزيز فعالية السياسات وتوجيه توقعات السوق بشكل مناسب، ما عزز القدرة على تحقيق أهداف التفويض المزدوج في بيئة اقتصادية معقدة ومرنة.³⁶

المبحث الثالث: آليات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية

تأتي السياسة النقدية في مقدمة السياسات المستخدمة للتأثير على توجهات الاقتصاد الحقيقي خلال الفترة منذ بداية ثمانينات القرن العشرين، حيث تم التعويل عليها كثيرا لتحقيق النمو المستدام من خلال التركيز على تحقيق الهدف الرئيس للسياسة النقدية وهو استقرار الأسعار في هذا السياق، لم يقتصر الاهتمام على رسم السياسة النقدية بل امتد ليشمل التأكيد على كفاءة وفعالية إدارة السلطات النقدية لها، من خلال الفهم الكامل للقنوات التي تؤثر من خلالها على المتغيرات الاقتصادية المختلفة.³⁷

على الرغم من الاختلاف بين المهتمين بالسياسة النقدية حول هذه القنوات وفعالية كل منها، إلا أنه يوجد شبه اتفاق حول خمس قنوات رئيسية تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد، Monetary (Mechanism) policy transmission ، وإن اختلفت كل من هذه القنوات فيما يتعلق بالمدى الزمني لانتقال آثار السياسة النقدية من خلالها، إلا أنها تتفق في قدرتها على التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية. تتمثل القنوات الخمس لانتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد في الآتي:³⁸

1- قناة أسعار فائدة السوق (Market Interest Rate)

2- قناة توفر الائتمان (Credit Availability Channel)

3- قناة أسعار الأصول (Asset prices Channel)

4- قناة سعر الصرف (Exchange Rate Channel)

5- قناة التوقعات (Expectation Channel)

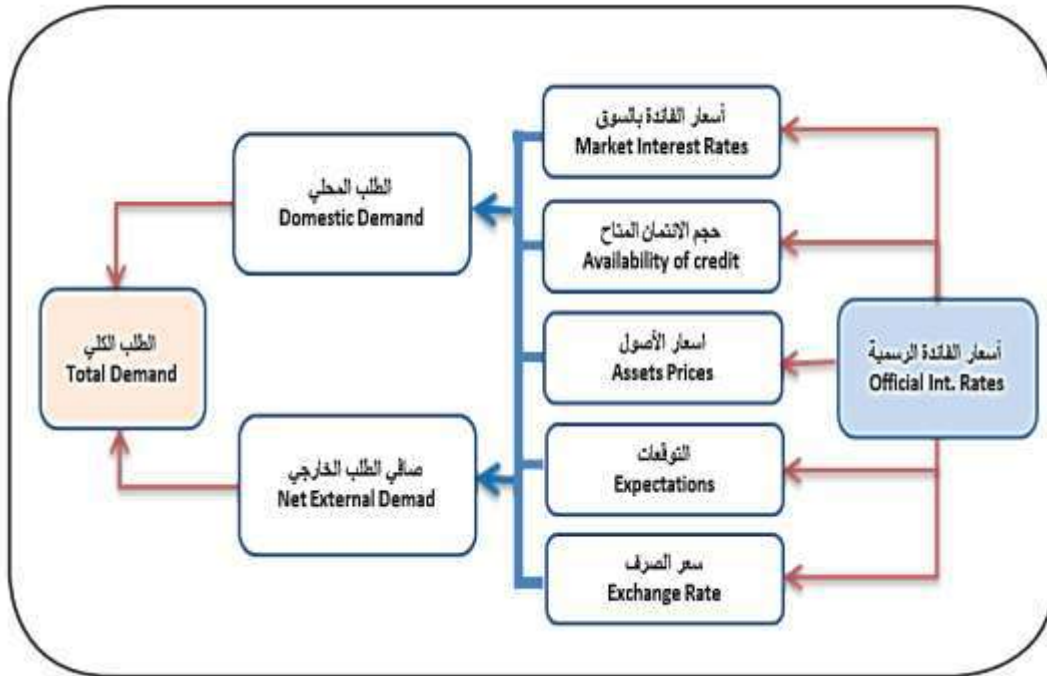
الشكل (01) أدناه يوضح آليات انتقال السياسة النقدية للاقتصاد:

³⁶ - Mishkin, F. S. (2024). Monetary Policy Tightening and Inflation Stabilization in the United States. Journal of Financial Stability, Vol. 72, Article 101230, pp. 1–15.

³⁷ - عبد الحيد القاضي، "السياسات النقدية والائتمانية كأداة للتنمية الاقتصادية"، مجلة مصر المعاصرة، العدد 355، يناير 1974.

³⁸ - Bank of England. (2006). The Transmission Mechanism of Monetary Policy. Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 46, No. 1, pp. 91–98.

شكل (01): آلية انتقال السياسة النقدية للاقتصاد



المصدر: Bank of england، "The transmission of Monetary Policy"، p43، 2006

المطلب الأول: انتقال السياسة النقدية عبر قناة أسعار الفائدة والائتمان.

تعد قناة أسعار الفائدة والائتمان من أهم القنوات التقليدية التي تعتمد عليها السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي الأسواق المالية، حيث قوم البنك المركزي من خلال تعديل أسعار الفائدة بتوجيه تكلفة الاقتراض ومستوى السيولة داخل الاقتصاد. كما تلعب المؤسسات المصرفية دورا محوريا في نقل أثر السياسة النقدية عبر التحكم في حجم الائتمان الممنوح للأفراد والمؤسسات، الأمر الذي ينعكس بصورة مباشرة على الاستثمار والاستهلاك وحركة الأسواق المالية.

1- قناة أسعار الفائدة بالسوق (Market Interest Rates): تأتي أهمية هذه القناة من خلال قدرتها

في التأثير المباشر على الاقتصاد الحقيقي، وخلال مدى زمني قصير نسبيا حيث أن تخفيض أسعار الفائدة، عند إتباع سياسة نقدية توسعية، لمواجهة زيادة المعروض النقدي، يؤدي بدوره إلى

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

تخفيض تكلفة رأس المال، مما ينتج عنه زيادة في كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري من ناحية، وزيادة الطلب الكلي والنتائج من ناحية أخرى، وذلك هو ما توضحه العلاقة التالية:³⁹



حيث: تشير اتجاهات الأسهم إلى: ارتفاع $\uparrow$ انخفاض $\downarrow$ ينتج عنه $\rightarrow$

M: المعروض النقدي

I: الاستثمار أو التكوين الرأسمالي

π : مستوى التضخم

C: الاستهلاك

Yd: الطلب الكلي

I: سعر الفائدة

في المقابل فإن انتهاز السلطات النقدية لسياسة نقدية تقييدية، ذلك برفع أسعار الفائدة، يترتب عليه في غالب الأمر، إحجام الأفراد عن الاستهلاك، والعمل على زيادة مدخراتهم للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة وتأجيل استهلاكهم إلى المستقبل وهو ما يعرف بأثر الإحلال (Substitution effect).⁴⁰

2- قناة توفر الائتمان (Credit Availability Channel): تأتي أهمية هذه القناة في نقل آثار السياسة

النقدية للاقتصاد من خلال العلاقة الوطيدة بين حجم الائتمان والإنفاق الكلي. تتوقف كفاءة وفعالية انتقال أثر السياسة النقدية من خلال قناة توفر الائتمان للاقتصاد على آلية عمل أسواق الائتمان، ومدى توفر الائتمان المصرفي، والمركز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة، حيث يرتبط توفر الائتمان المصرفي باتباع سياسة نقدية توسعية، يترتب عليها زيادة حجم الاحتياطات والودائع لدى البنوك، مما يمكن من زيادة الإقراض المصرفي، وينتج عن ذلك زيادة الإنفاق الاستثماري، وبالتالي زيادة الدخل وارتفاع الإنفاق الاستهلاكي، وهو ما ينعكس في زيادة الناتج الإجمالي يكون

³⁹ البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي، قناة سعر الصرف ودورها في نقل أثر السياسة النقدية سلسلة مفاهيم مالية، العدد الثاني.

⁴⁰ -peter van Els, Alberto Locarno, Julian Morgan and Jean-pierre Villetelle, Monetary Policy Transmission In The Euro Area: What Do Aggregate And National Structural Models Tell Us ?, European central bank, Working paper No. 94, December 2001.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

التأثير الأكبر في هذه الحالة على المشروعات الصغيرة التي غالبا لا يتوفر لها مصادر أخرى للتمويل بخلاف الائتمان المصرفي، وهذا هو ما توضحه العلاقة التالية:⁴¹



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 المصدرة منها، ومن ثم زيادة صافي ثروتها، بما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري، فيزيد الطلب الكلي والنتائج.⁴²

المطلب الثاني: انتقال السياسة النقدية عبر قناة أسعار الأصول المالية.

تساهم السياسة النقدية في التأثير على الأسواق المالية من خلال قناة أسعار الأصول، إذ تؤدي التغيرات في الأدوات السياسية النقدية إلى إعادة تقييم مختلف الأصول المالية كالأسهم والسندات. يؤثر هذا التغير في قيمة الأصول على ثروة المستثمرين وتوقعاتهم المستقبلية مما ينعكس على قرارات الادخار والاستثمار وبالتالي على مستوى النشاط داخل الأسواق المالية.

1- قناة أسعار الأصول (Asset Prices Channel)

يقصد بالأصول هنا الأوراق المالية بحوزة القطاع المصرفي والمؤسسات المالية الأخرى، ويمكن لأسعار الأوراق المالية أن تتقل تأثير السياسة النقدية من خلال قناتين فرعيتين تتمثلان في قناة السندات، و الاستهلاك.

بالنسبة للسندات، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى تراجع أسعار الفائدة الحقيقية للسندات، ما يجعلها أقل جاذبية مقارنة بالأسهم. ينتج عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات (ep) مقارنة بتكلفة رأس المال، مما يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة ومن ثم زيادة حجم الأسهم (eq)، واستخدام

⁴¹ - Ben bernanke and Mark Goertley, inside the black box : The credit channel of Monetary Transmission, national bureau of economic research (NBER), WP NO.5146, June 1995.

⁴² - شريف فهمي محمد شبانة، فنون انتقال وآليات تأثير السياسة النقدية، كلية التجارة-قسم الاقتصاد، 2001.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

العائد المحقق في زيادة الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات بوجه عام، وانعكاس ذلك في زيادة حجم الطلب الكلي ومن ثم ارتفاع مستوى الأسعار.⁴³

المطلب الثالث: انتقال السياسة النقدية عبر قناة سعر الصرف والتوقعات.

تساهم قناة سعر الصرف والتوقعات في تعزيز فعالية السياسة النقدية، حيث تؤثر قرارات البنك المركزي على قيمة العملة وتوقعات المستثمرين، مما ينعكس بدوره على استقرار وتطور الأسواق المالية.

1- قناة سعر الصرف (Exchange Rate Channel): تعتبر قناة الصرف إحدى أهم القنوات التي

ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية، خاصة في الاقتصادات التي تتسم بدرجة كبيرة من الانفتاح على الأسواق الخارجية تزيد أهمية هذه قناة في الدول التي تتسم أسعار الفائدة فيها بعدم المرونة، حيث يلعب اختلاف أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة على العملات الدولية الرئيسية دوراً رئيسياً في تحول المدخرين إلى حيازة العملات ذات العائد الأعلى، التي تتسم أسعار صرفها بالثبات النسبي والقابلية للتحويل.

يختلف المدى الزمني لانتقال آثار تغيرات سعر الصرف وحجمها على الناتج والتضخم من دولة لأخرى، حسب درجة الانفتاح على العالم الخارجي، ودرجة تحرر القطاع المالي بها كما يعد سعر الصرف أحد أدوات السياسة النقدية للتحكم في المستوى العام للأسعار في الدول المستوردة الصافية، إلا أنها قد تلعب دوراً في انتقال التحديات، التي قد تنشأ في الدول الشركاء الرئيسيين في التجارة، إلى الاقتصاد المحلي، وهو ما يعرف بالتضخم المستورد.

بناء على ذلك، يجب على السلطات النقدية، عند اعتمادها على قناة سعر الصرف، الانتباه إلى مستوى التضخم لدى الشركاء التجاريين الرئيسيين.

ويعمل سعر الصرف على نقل وتأثير السياسة النقدية من خلال قناتين من القنوات الفرعية، هما قناة الطلب والعرض الكليين، وقناة التضخم.⁴⁴

⁴³ - Frederic S. Mishkin, «The Transmission Mechanism and The Role of Asset prices in Monetary policy », National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617, Dec. 2001, pp 1-5, <http://www.Nber.org>.

⁴⁴ - The Transmission Mechanism of Monetary Policy, The Monetary Policy Committee, Bank Of England, pp 4-6, www.Bankofengland.co.uk.

الفصل الأول: الأسس النظرية للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها للأسواق المالية

كذلك تؤثر التغيرات في سعر الصرف على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية (Balance Sheet Effect) . ففي العديد من الدول تتضمن المحافظ المالية للأفراد والشركات التزامات بالعملات الأجنبية، وإذا لم يكن لهذه المديونيات مقابل من الأصول بالعملات الأجنبية، فإن تغيرات سعر الصرف تؤثر على صافي الثروة، وعلى نسب الديون إلى الأصول، مما يؤدي إلى بعض التغيرات في الإنفاق والاقتراض. كما قد يسفر انخفاض سعر الصرف عن عدم استقرار المراكز المالية لهذه الوحدات، مما ينتج عنه انكماش في الطلب الكلي من جهة أخرى، فإن سعر الصرف يؤثر في التضخم بصورة مباشرة، عن طريق ما يعرف باسم "أثر الانتقال المباشر" (Direct Pass Through Effect) ، حيث تؤثر تغيرات سعر الصرف على التضخم مباشرة عن طريق زيادة أسعار الواردات.⁴⁵

2- قناة التوقعات (Expectation Channel): تمثل التوقعات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية،

وتوجهات سياسة البنك المركزي أهمية بالغة في نجاح الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية في تحقيق الأهداف المرجوة منها في هذا الصدد، تتضمن هذه القناة إعداد ونشر مجموعة من التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن أن تؤثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة على المستوى العام للأسعار ومن ثم على مستقبل النمو الاقتصادي بوجه عام من الجدير بالذكر، أن التحديد الواضح والمعلن لأسلوب عمل السلطات النقدية، وعدم الاعتماد على الوسائل الضمنية غير المعلنة، إضافة إلى التحديد الواضح لمواعيد الاجتماعات الدورية للسلطات النقدية، وتوقيت نشر التقارير عن نتائج هذه الاجتماعات ، يسهم بشكل كبير في تحقيق أهداف السياسة النقدية.⁴⁶

⁴⁵ - Jan Przystupa, The Exchange Rate In The Monetary Transmission Mechanism, Bureau Of Macroeconomic Research, National Bank Of Poland , WP, P6.

⁴⁶ - Gordon H. Sellon, « Expectations and The monetary Policy transmission mechanism », Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, fourth quarter, 2004.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل الإطار النظري للسياسة النقدية من حيث مفهومها وأهدافها وأدواتها المختلفة، مع إبراز دورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي. كما تم تحليل تطور السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة (2015-2025) بين مرحلتَي التيسير والتشديد النقدي استجابةً للتحويلات الاقتصادية والأزمات العالمية، خاصة جائحة كوفيد-19 وموجة التضخم الأخيرة. إضافة إلى ذلك، تم توضيح أهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي والأسواق المالية، من خلال أسعار الفائدة والائتمان وأسعار الأصول وسعر الصرف والتوقعات الاقتصادية. وقد خلصنا إلى جملة من النتائج في هذا الفصل، نذكر أهمها:

- تعد السياسة النقدية أداة أساسية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتحكم في التضخم والسيولة.
- تعتمد فعالية السياسة النقدية على حسن اختيار الأهداف الوسيطة والأدوات المناسبة.
- تنقسم أدوات السياسة النقدية إلى أدوات كمية (غير مباشرة) وأدوات كيفية (مباشرة) وأدوات مشتركة.
- شهدت السياسة النقدية الأمريكية تحولا من التشديد النقدي (2015-2018) إلى التيسير خلال أزمة كوفيد-19 ثم العودة للتشديد بعد 2022.
- لعب الاحتياطي الفيدرالي دورا محوريا في دعم الاقتصاد الأمريكي عبر خفض الفائدة والتيسير الكمي خلال الجائحة.
- أدى ارتفاع التضخم بعد الجائحة إلى تبني سياسة نقدية أكثر تشددا عبر رفع أسعار الفائدة وتقليص الميزانية العمومية.
- تعتبر قناة أسعار الفائدة والائتمان من أهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي والأسواق المالية.
- تؤثر السياسة النقدية على أسعار الأصول المالية وسلوك المستثمرين من خلال تغير أسعار الفائدة والسيولة.
- يلعب سعر الصرف والتوقعات الاقتصادية دورا مهما في تعزيز أو إضعاف فعالية السياسة النقدية.
- تساهم الشفافية والتواصل المستمر للبنوك المركزية في تحسين فعالية السياسة النقدية وتوجيه توقعات الأسواق.

الفصل الثاني:

أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور

السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

تمهيد:

يتناول هذا الفصل دراسة تطور أداء مؤشر ناسداك المركب في ظل تغيرات السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة (2015-2025). كما يركز على تحليل تأثير أسعار الفائدة والسيولة والتوقعات النقدية على أسهم التكنولوجيا، من خلال دراسة مراحل التشديد والتيسير النقدي وانعكاساتها على عوائد ومخاطر المؤشر.

المبحث الأول: ماهية مؤشر ناسداك المركب وخصائصه

يعد مؤشر ناسداك المركب أحد المؤشرات الرئيسية في الأسواق المالية العالمية، حيث يعكس أداء أكثر من 3,000 شركة مدرجة في بورصة ناسداك، مع التركيز الكبير على الشركات التكنولوجية. يتميز المؤشر بكونه مرآة لاقتصاد العصر الرقمي ويعد أداة هامة للمستثمرين في تحليل أسواق النمو. يتناول هذا المبحث نشأة مؤشر ناسداك المركب وتعريفه، ويستعرض تركيبته القطاعية، خاصة هيمنة قطاع التكنولوجيا، كما يتناول العوامل المؤثرة في أدائه مثل أرباح الشركات والابتكار التكنولوجي وأسعار الفائدة.

المطلب الأول: نشأة وتعريف مؤشر ناسداك المركب والفرق بينه وبين ناسداك 100 (nasdaq100):

1- نشأة مؤشر ناسداك المركب:

كلمة NASDAQ هي اختصار لعبارة National Association of Securities Dealers Automated Quotations، والتي تعني الرابطة الوطنية لتبادل الأوراق المالية التلقائية. تأسست ناسداك في عام 1971 من قبل هيئة تنظيم الصناعة المالية (FINRA) في الولايات المتحدة. وفي نفس العام، بدأ نشاط سهم بورصة ناسداك كأول بورصة إلكترونية في العالم. في الواقع، كان ناسداك أول سوق للأوراق المالية عبر الإنترنت. في الماضي، قبل إنشاء سوق ناسداك، كان يتم تداول أسهم خارج البورصة (OTC)، والتي لا يمكن تداولها في بورصة نيويورك للأوراق المالية، عبر الهاتف. ولكن بعد إنشاء سوق ناسداك، بدأ اتحاد تجار الأسهم في بيع أسهمه من خلال سوق التداول الإلكتروني. تم تداول الأسهم في السوق تحت مسمى NADAQ.¹

2- تعريف مؤشر ناسداك مركب:

تم إطلاق ناسداك المركب في عام 1971 كمؤشر لما يزيد عن 3000 سهم مدرج في مؤشر ناسداك يعد المؤشر واحد من أكثر المؤشرات التي يجري متابعتها على مستوى العالم، وهو يتضمن شركات أمريكية وغير أمريكية ومن بين أكبر الشركات المدرجة في مؤشر ناسداك المركب مثل: أبل، أمازون، ميكروسوفت

¹ - عرب بروكر، الدليل الشامل لمؤشر ناسداك: تاريخ مؤشر ناسداك ومستقبله، تم استرجاعه من <https://arabbroker.org/blog/> ، في

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

وغيرها ويحسب الوزن النسبي لكل سهم منها بحسب قيمتها السوقية، ويتبع هذا المؤشر كثيرا في الولايات المتحدة الأمريكية كمؤشر لأداء أسهم شركات التكنولوجيا حيث لم يعد مؤشرا حصريا في الولايات المتحدة الأمريكية. ويعد المؤشر المركب هاما للمتداولين لأنه يتضمن مجموعة واسعة من الأدوات المالية وعدد كبير من الأسهم المدرجة، ويحرص المستثمرون على متابعة ناسداك المركب لأنه يعد مؤشر ممتاز على كيفية أداء الأسهم في الأسواق الأمريكية خصوصا المرتبطة بالنمو، والطريقة المتاحة حاليا والوحيدة لتداول المؤشر تتمثل في احدى صناديق الاستثمار المداولة في البورصة والتي تسمى ONEQ والتي تقتني أثر ناسداك المجمع وتهدف إلى محاكاة أدائه، فهو مؤشر لأكثر 100 شركة مدرجة في بورصة ناسداك ويشمل مؤشر ناسداك المركب جميع الشركات المدرجة في بورصة نيويورك أي حوالي 3000 شركة.²

هو مؤشر مرجح برأسمال السوق لكل الأسهم المدرجة بهذا السوق، لهذا السبب يقال عنه أنه مؤشر عصري، يتكون من عينة واسعة ومختلفة حيث أنه يدرج الأسهم الأمريكية وغير الأمريكية في السوق، والتي فاق عددها 3400 سهم في سنة 2003، موزعة على سبعة قطاعات ومقسمة إلى مقصورتين الأولى مدرجة فيها القيم العظمى (Nasdaq national market) والثانية تحتوي على القيم المتوسطة (Nasdaq small cap market)، وأهم تلك الشركات المدرجة هي شركات التكنولوجيا والاتصالات التي تمثل ثلاثة أرباع قيمته السوقية.³

3- الفرق بين ناسداك المركب وناسداك 100:

يعد كل من مؤشر ناسداك المركب وناسداك 100 من المؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية، أي أن أوزان الشركات داخل كل منهما تحدد بناء على القيمة السوقية لكل شركة وليس فقط سعر السهم لكن هناك فرق جوهري بين المؤشرين:

أ- مؤشر ناسداك المركب (Nasdaq composite): يشمل جميع الشركات المدرجة في بورصة ناسداك، سواء كانت شركات تكنولوجيا، مالية، صحية، صناعية، أو غير ذلك. وهو مؤشر واسع يعطي صورة شاملة عن أداء السوق بالكامل، ويضم آلاف الشركات من مختلف الأحجام والقطاعات.

² - عون الله سعاد، دراسة اتجاه أسهم قطاع عالي التكنولوجيا دراسة حالة مؤشرات بورصة NASDAQ خلال فترة 2009-2019، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 15، العدد 01، السنة 2021، ص 164.

³ - همال فريدة، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 01 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير قــــــــــــــــسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2017 - 2013، ص 56-57.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

ب- مؤشر ناسداك 100 (Nasdaq-100) : يضم فقط أكبر 100 شركة غير مالية مدرجة في البورصة من حيث القيمة السوقية، يستثنى منه القطاع المالي تماماً، مثل البنوك وشركات التأمين لأنه يعكس أداء شركات التكنولوجيا (CFD) ولهذا السبب، يستخدم ناسداك 100 على نطاق واسع في التداول، التحليل الفني، وعقود الفروقات والاستهلاك والاتصالات. لكن كلا المؤشرين يعتبران مرجعا مهما للمستثمرين، فناسداك المركب أكثر شمولية، بينما ناسداك 100 أكثر دقة وواقعية في تتبع أداء الشركات القيادية.⁴

المطلب الثاني: التركيبة القطاعية لمؤشر ناسداك المركب وأهميته كمؤشر للاقتصاد الجديد.

2-1 - التركيبة القطاعية لمؤشر ناسداك المركب:

تتميز التركيبة القطاعية لمؤشر NASDAQ Composite بتركز مرتفع في قطاع التكنولوجيا، ما يجعل المؤشر شديد الحساسية لتغيرات السياسة النقدية الأمريكية، خاصة أسعار الفائدة وقرارات الاحتياطي الفيدرالي. ويعدّ المؤشر من أكثر المؤشرات الأمريكية ارتباطاً بشركات النمو والابتكار الرقمي. وفيما يلي التركيبة القطاعية للمؤشر حسب بيانات بورصة ناسداك لعام 2023⁵:

الجدول (2-1): التركيبة القطاعية لمؤشر ناسداك المركب

القطاع	الوزن النسبي التقريبي
تكنولوجيا المعلومات	56.75%
السلع الاستهلاكية الكمالية	18.13%
الرعاية الصحية	7.41%
الصناعات	4.54%
الخدمات المالية	3.59%
الاتصالات	3.36%
السلع الاستهلاكية الأساسية	2.86%
العقارات	0.99%
الطاقة	0.98%
المرافق والخدمات	0.94%
المواد الأساسية	0.45%

⁴ - ما هو مؤشر ناسداك؟ الفرق بين ناسداك وناسداك 100 + 100 التحليل اليومي والتوقعات 2025، Fiper، <https://fiper.me/detail->

⁵ - Nasdaq. (2024). *Nasdaq Composite | Comprehensive Market Performance Benchmark*. Available at Nasdaq Official Website: <https://www.nasdaq.com/>

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

وتبين هذه البيانات أن قطاع التكنولوجيا يستحوذ على أكثر من نصف الوزن الكلي للمؤشر، يليه قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية والرعاية الصحية، وهو ما يفسر التقلبات المرتفعة للمؤشر مقارنة بمؤشرات أمريكية أخرى مثل S&P 500 و Dow Jones. كما تهيمن شركات التكنولوجيا العملاقة مثل Apple، Microsoft و Amazon على جزء معتبر من القيمة السوقية للمؤشر.

2-2- أهمية مؤشر ناسداك المركب كمؤشر للاقتصاد الجديد:

تكمن أهمية مؤشر ناسداك المركب كمؤشر للاقتصاد الجديد في جملة النقاط التالية:

- **مؤشر للاقتصاد الرقمي والتكنولوجي:** مؤشر ناسداك هو المعيار الأساسي لقياس أداء الشركات التكنولوجية الكبرى، نظرا لأن التكنولوجيا تلعب دورا محوريا في الاقتصاد العالمي الحديث، فإن أداء مؤشر ناسداك يعكس بشكل مباشر صحة ونمو الاقتصاد الرقمي.
- **مرجع للمستثمرين:** يستخدم مؤشر ناسداك كمرجع من قبل المستثمرين لتقييم أداء سوق الأسهم وخاصة عند اتخاذ قرارات الاستثمار في شركات التكنولوجيا، الأداء القوي للمؤشر يشير إلى فرص استثمارية جيدة، بينما الأداء الضعيف قد يكون علامة على التحديات التي تواجه السوق.
- **أداة للتحوط:** يمكن للمستثمرين استخدام عقود الخيارات والقعود الآجلة المرتبطة بمؤشر ناسداك كوسيلة للتحوط ضد تقلبات السوق، هذا يمكن أن يساعدهم في إدارة المخاطر المرتبطة باستثماراتهم في قطاع التكنولوجيا.
- **مؤشر عالمي:** على الرغم من أن مؤشر ناسداك مرتبط بالسوق الأمريكي، إلا أنه يعتبر مؤشرا عالميا بفضل الشركات متعددة الجنسيات المدرجة فيه، على سبيل المثال شركات مثل أبل وأمازون لها تأثير عالمي، وبالتالي فإن حركة مؤشر ناسداك قد تؤثر على الأسواق العالمية.
- **ابتكار وإبداع:** يضم مؤشر ناسداك العديد من الشركات الناشئة والشركات الصغيرة التي تتميز بالابتكار هذا يعطي المؤشر ميزة عن غيره من المؤشرات التي تركز على الشركات الكبيرة التقليدية نجاح هذه الشركات الصغيرة يمكن أن يؤدي إلى ارتفاعات كبيرة في المؤشر، مما يجذب انتباه المستثمرين الباحثين عن الفرص الجديدة.
- **تأثيره على معنويات السوق:** أداء مؤشر ناسداك يمكن أن يؤثر بشكل كبير على معنويات المستثمرين والمحللين أداء المؤشر القوي يعزز الثقة في السوق ويشجع على المزيد من الاستثمار بينما الأداء الضعيف يمكن أن يؤدي إلى بيع واسع النطاق وخفض الثقة.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

• **التكنولوجيا والابتكار:** نظرا لأن مؤشر ناسداك يضم عددا كبيرا من الشركات التكنولوجية، فإنه يعتبر مؤشرا رائدا يعكس التقدم التكنولوجي والابتكار الشركات المدرجة في هذا المؤشر غالبا ما تكون في طبيعة الابتكار العالمي، مما يجعل المؤشر معيارا لقياس التقدم التكنولوجي والاتجاهات المستقبلية.

• **تأثيره على السياسات الاقتصادية:** نظرا لأهمية مؤشر ناسداك في الاقتصاد الأمريكي، فإن الحكومات والبنوك المركزية تولي اهتماما كبيرا لأدائه عند اتخاذ قرارات تتعلق بالسياسات المالية والنقدية، ارتفاع أن انخفاض المؤشر يمكن أن يؤثر على قرارات الفائدة والإجراءات الأخرى التي تتخذها السلطات المالية.

إذن مؤشر ناسداك ليس مجرد أداة لقياس أداء سوق الأسهم بل هو مؤشر حيوي يعكس حالة الاقتصاد الرقمي والتكنولوجي العالمي، سواء كنت مستثمرا يبحث عن الفرص في قطاع التكنولوجيا، أو محلا ماليا يسعى لفهم الاتجاهات الاقتصادية فإن متابعة مؤشر ناسداك يمكن أن تقدم رؤى قيمة حول المستقبل الاقتصادي والتكنولوجي.⁶

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في أداء المؤشر

مؤشر ناسداك المركب هو وكيل سوق لقطاع التكنولوجيا، ويتكون من أكثر من 3300 شركة مدرجة في بورصة ناسداك. نتيجة لذلك، يتأثر المؤشر بشدة بمجموعة متنوعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء شركات التكنولوجيا، نوجزها فيمايلي⁷:

3-1- أرباح الشركة: أرباح الشركات الفردية المدرجة في مؤشر ناسداك المركب لها تأثير كبير على الأداء العام للمؤشر. يمكن أن تؤدي تقارير الأرباح القوية من شركات مثل Apple و Amazon و Facebook الى ارتفاع المؤشر، في حين يمكن أن تؤدي الأرباح الضعيفة الى انخفاضه. وبما أن شركات التكنولوجيا معروفة بإمكانات نموها العالية، فإن أرباحها تتم مراقبتها عن كثب من قبل المستثمرين.

3-2- أسعار الفائدة: أسعار الفائدة لها علاقة عكسية مع سوق الأوراق المالية. مع ارتفاع أسعار الفائدة، يميل المستثمرون الى تحويل استثماراتهم الى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات والتي توفر عائدا مضمونا. وهذا التحول في الاستثمار يمكن أن يؤدي الى انخفاض سوق الأسهم، بما في ذلك مؤشر ناسداك المركب.

⁶- مؤشر ناسداك وأهميته، أنباء اليوم المصرية، <https://www.anbaaalyoumeg.com>.

⁷ - Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). *Investments* (12th ed.). McGraw-Hill Education, pp. 382-390.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

3-3- الابتكار التكنولوجي: تؤثر الابتكارات بشكل عام في قيمة ناسداك كأحد المؤشرات العالمية المهمة

في القطاع التكنولوجية على وجه التحديد، حيث تؤثر هذه الابتكارات في:

- زيادة القيمة السوقية للشركات المدرجة في المؤشر.
- تعزيز من تنافسية الشركات وهو ما يزيد من عوائدها.
- تؤثر أخبار المنتجات الجديدة في صعود الأسهم في المؤشر.
- تجذب مزيداً من الاستثمارات وهو ما يؤدي إلى رفع قيمة الأسهم.
- توفر بعض شركات التداول حسابات تداول إسلامية مع إمكانية حصولك على بونص عند التسجيل قبل سحب وإيداع أرباحك في المرة الأولى.

المبحث الثاني: مراحل التشديد والتيسير النقدي وأثرها على أداء مؤشر ناسداك المركب

شهدت السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة (2015-2025) تحولات مهمة بين التشديد والتيسير النقدي، وهو ما انعكس مباشرة على أداء مؤشر ناسداك المركب وأسهم التكنولوجية.

المطلب الأول: أداء مؤشر ناسداك في ظل التشديد النقدي (2015-2018)

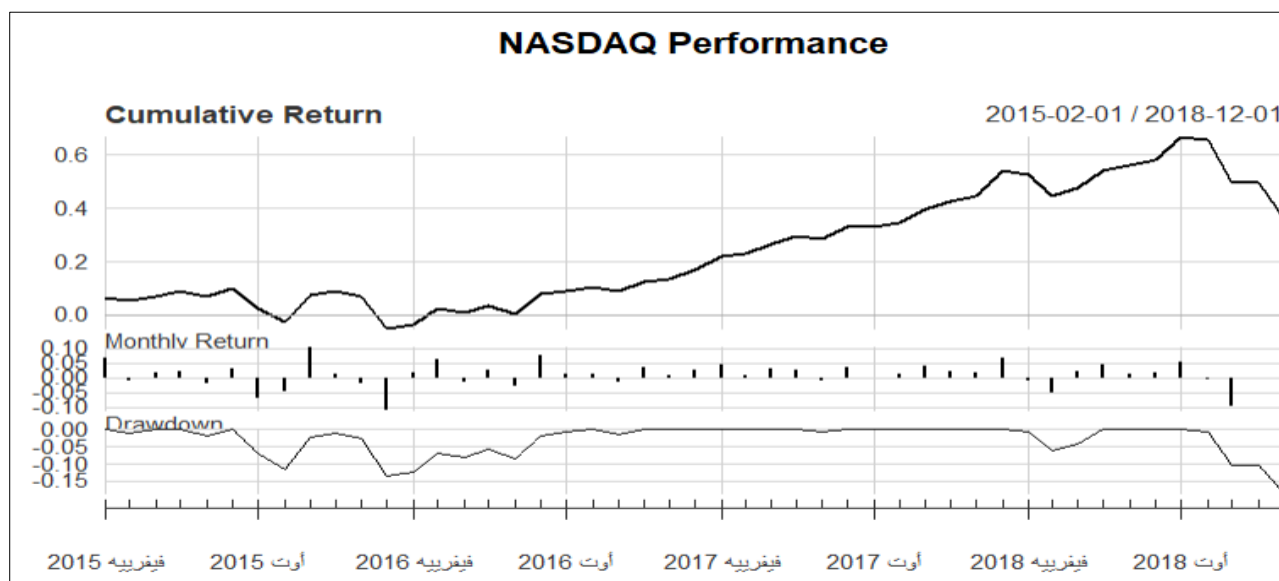
تمثل الفترة الممتدة بين 2015 و2018 مرحلة انتقالية وحساسة في تطور الأسواق المالية العالمية، حيث انتقل الاقتصاد العالمي من مرحلة السياسات النقدية التوسعية إلى مرحلة التشديد النقدي التدريجي، وهو تحول كان له تأثير مباشر وقوي على أسواق الأسهم، خاصة أسهم التكنولوجيا المدرجة ضمن مؤشر ناسداك. وقد بدأ هذا التحول مع قرار الإحتياطي الفيدرالي (Federal Reserve) في ديسمبر 2015 برفع أسعار الفائدة لأول مرة منذ الأزمة المالية العالمية، في خطوة هدفت إلى تطبيع السياسة النقدية بعد سنوات من أسعار الفائدة شبه الصفرية وبرامج التيسير الكمي.⁸

الشكل (1-2) والجدول (2-2) المرافق له أدناه يوضحان تطور وأداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة (2015-2018):

⁸ - Cloyne, J., Ferreira, C., Froemel, M., & Surico, P. (2023). Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment. *Journal of the European Economic Association*, 21(6), 2586–2634.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

الشكل (1-2): تطور مؤشر ناسداك المركب خلال فترة التشديد النقدي (2015-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين

الجدول (2-2): نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب خلال فترة التشديد النقدي (2015-2018)

Mean_Return	Median_Return	Volatility	NASDAQ	CAGR	Sharpe_Ratio	Sortino_Ratio
0.007513331	0.013793307	0.043430414	0.0818181	0.0818181	0.543832582	0.248985352
Calmar_Ratio	Max_Drawdown	Downside_Dev	Omega_Ratio	Ulcer_Index	VaR_95	CVaR_95
0.442846022	0.184755371	0.030175794	1.582153668	0.052906994	-0.0707975	0.100188633
Skewness	Kurtosis	Tail_Ratio	Period			
-0.7297467	0.974110374	0.796360868	2015-2018			

1-1- تحليل نتائج الأداء الكمي للمؤشر

تعكس نتائج الدراسة طبيعة البيئة الاقتصادية والنقدية المعقدة التي ميزت فترة التشديد النقدي بين 2015 و2018، حيث تشير القيم المحسوبة إلى أداء محدود نسبياً لمؤشر ناسداك مقارنة بالفترات اللاحقة. فقد بلغ متوسط العائد الشهري خلال هذه الفترة نحو 0.75 % فقط، وهو أدنى مستوى خلال فترة الدراسة، مما يدل على أن المؤشر لم يستفد بشكل قوي من الاتجاه الصعودي العام للأسواق المالية خلال تلك المرحلة. ويعكس هذا الأداء الضعيف نسبياً تأثير ارتفاع أسعار الفائدة، حيث يؤدي التشديد النقدي عادة إلى تقليص السيولة

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

المتاحة في الأسواق المالية، وهو ما يحد من قدرة المستثمرين على ضخ المزيد من الأموال في الأصول ذات المخاطر المرتفعة، مثل أسهم التكنولوجيا التي يشكلها مؤشر ناسداك.

كما يشير انخفاض متوسط العائد إلى أن الارتفاعات التي سجلها المؤشر خلال هذه الفترة كانت محدودة ومتقطعة، وليست ناتجة عن اتجاه صعودي قوي ومستقر. ويعزز هذا الاستنتاج الفرق بين المتوسط الحسابي للعوائد والوسيط، حيث بلغ الوسيط 1.37%، وهو أعلى من المتوسط، مما يشير إلى وجود فترات من الانخفاضات الحادة التي أثرت سلباً على متوسط الأداء العام. وهذا النوع من التوزيع يعكس وجود تقلبات غير متوازنة، حيث تتخلل فترات النمو فترات من التراجع المرتبط بالأحداث الاقتصادية والنقدية.

كما بلغ معدل النمو السنوي المركب 8.18%، وهو معدل نمو إيجابي يعكس استمرار الاتجاه العام الصاعد للمؤشر، إلا أنه يظل منخفضاً نسبياً مقارنة بالأداء التاريخي لمؤشر ناسداك، الذي غالباً ما يسجل معدلات نمو مرتفعة خلال فترات التيسير النقدي. ويعكس هذا النمو المحدود تأثير ارتفاع تكلفة التمويل، حيث تعتمد شركات التكنولوجيا على التوقعات المستقبلية للنمو، وبالتالي فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض تقييم هذه الشركات، وهو ما ينعكس مباشرة على أداء مؤشر ناسداك.

من ناحية المخاطر، بلغ مستوى التذبذب 4.34%، وهو مستوى متوسط نسبياً، لكنه يشير إلى وجود حالة من عدم الاستقرار خلال هذه المرحلة. ويعكس هذا التذبذب تأثر المؤشر بمجموعة من الأحداث الاقتصادية المهمة، مثل الزيادات المتتالية في أسعار الفائدة، إضافة إلى تصاعد التوترات التجارية العالمية، خاصة خلال عام 2018. كما أن هذا المستوى من التذبذب يشير إلى أن السوق لم يكن في حالة استقرار كامل، بل شهد تقلبات دورية مرتبطة بإعلانات السياسة النقدية والبيانات الاقتصادية.

وتظهر أهمية هذا التذبذب بشكل أوضح عند تحليل نسبة شارب، التي بلغت 0.54 فقط، وهي قيمة منخفضة نسبياً، تشير إلى ضعف الأداء المعدل بالمخاطر. وتعني هذه القيمة أن كل وحدة من المخاطر التي يتحملها المستثمر لم تقابلها عوائد كافية، وهو ما يعكس ضعف جاذبية الاستثمار في مؤشر ناسداك خلال هذه الفترة مقارنة بالفترات اللاحقة. ويشير هذا أيضاً إلى أن المستثمرين واجهوا بيئة استثمارية أكثر حذراً، حيث كانت العوائد محدودة مقارنة بمستوى المخاطر.

كما جاءت نسبة Sortino عند 0.25، وهي قيمة منخفضة جداً، وتشير إلى أن مخاطر الهبوط كانت مرتفعة خلال هذه المرحلة. ويكتسب هذا المؤشر أهمية خاصة لأنه يركز فقط على التقلبات السلبية، مما يعني أن

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

المؤشر تعرض لفترات من الانخفاضات الحادة التي أثرت على الأداء العام. ويعكس ذلك حالة عدم اليقين التي سادت الأسواق خلال فترة التشديد النقدي، حيث أدت قرارات رفع الفائدة والتوترات التجارية إلى زيادة احتمالات الانخفاضات المفاجئة.

وبشكل عام، تعكس هذه النتائج أن مؤشر ناسداك خلال فترة 2015-2018 لم يكن في مرحلة نمو قوي، بل في مرحلة نمو محدود مصحوب بتقلبات ومخاطر مرتفعة نسبياً. ويؤكد ذلك أن التشديد النقدي يؤدي عادة إلى إبطاء أداء أسهم التكنولوجيا، نظراً لحساسيتها المرتفعة لمستويات السيولة وأسعار الفائدة، وهو ما يفسر الأداء المتوسط لمؤشر ناسداك خلال هذه الفترة مقارنة بالمراحل اللاحقة التي شهدت سياسات نقدية أكثر مرونة.

1-2- تحليل مخاطر الهبوط والانخفاضات

عكس تحليل مخاطر الهبوط والانخفاضات خلال فترة التشديد النقدي 2015-2018 أن مؤشر ناسداك تعرض لمستويات ملحوظة من الضغوط النزولية، رغم استمرار الاتجاه الصعودي العام للمؤشر. فقد بلغ أكبر انخفاض للمؤشر نحو 18.47 %، وهو مستوى مرتفع نسبياً، ويعكس حدوث تصحيح واضح في الأسواق المالية، خاصة خلال الربع الأخير من عام 2018. وقد جاء هذا الانخفاض في سياق قيام الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة بشكل متكرر خلال عام 2018، حيث قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع الفائدة أربع مرات خلال ذلك العام، مما أدى إلى تشديد الأوضاع المالية وتقليص السيولة في الأسواق.

كما تزامن هذا التصحيح مع تصاعد التوترات التجارية بين الولايات المتحدة والصين، خاصة بعد فرض رسوم جمركية متبادلة خلال عام 2018، وهو ما أدى إلى زيادة حالة عدم اليقين في الأسواق المالية العالمية، وانعكس بشكل واضح على أسهم التكنولوجيا التي تتميز بحساسيتها المرتفعة تجاه التوقعات الاقتصادية المستقبلية. وقد أدى ذلك إلى انخفاضات حادة في أسهم شركات التكنولوجيا الكبرى التي تشكل الوزن الأكبر في مؤشر ناسداك، مما ساهم في تسجيل هذا الانخفاض الكبير.

ويؤكد مؤشر Calmar هذه النتيجة، حيث بلغت قيمته نحو 0.44، وهي قيمة منخفضة نسبياً، تعكس ضعف العوائد مقارنة بحجم المخاطر التي تعرض لها المؤشر. ويشير انخفاض هذا المؤشر إلى أن العوائد المحققة خلال هذه الفترة لم تكن كافية لتعويض الانخفاضات الكبيرة التي شهدتها السوق. ويكتسب هذا المؤشر أهمية

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

خاصة في تقييم الأداء طويل الأجل، حيث يجمع بين العائد السنوي وأكبر انخفاض، مما يجعله أداة فعالة لقياس جودة الأداء الاستثماري خلال الفترات التي تشهد تقلبات مرتفعة.

كما بلغ مؤشر Ulcer Index نحو 0.053، وهو مستوى يعكس استمرار فترات الهبوط وليس فقط حدوث انخفاضات مؤقتة. ويتميز هذا المؤشر بقدرته على قياس عمق ومدة الانخفاضات، وبالتالي فإن ارتفاعه نسبياً يشير إلى أن السوق لم يتعرض فقط لانخفاض حاد، بل شهد أيضاً فترات ممتدة من التراجع التدريجي. ويعكس ذلك حالة عدم الاستقرار التي سادت الأسواق المالية خلال هذه الفترة، حيث كانت الأسواق تتفاعل بشكل مستمر مع قرارات السياسة النقدية والبيانات الاقتصادية.

من جهة أخرى، بلغ مؤشر Downside Deviation حوالي 0.030، وهو مؤشر إضافي على ارتفاع مخاطر الهبوط مقارنة بالفترات الأخرى. ويشير هذا المؤشر إلى أن التقلبات السلبية كانت أكثر وضوحاً خلال هذه المرحلة، مما يعكس وجود بيئة استثمارية غير مستقرة نسبياً. ويؤكد هذا الأمر أن المخاطر خلال فترة التشديد النقدي لم تكن فقط في شكل تقلبات عامة، بل كانت مرتبطة بشكل أساسي بانخفاضات فعلية في السوق.

وبشكل عام، تعكس هذه المؤشرات مجتمعة أن فترة 2015-2018 تميزت بارتفاع مخاطر الهبوط والانخفاضات مقارنة بالفترات اللاحقة، وهو ما يرتبط بشكل مباشر بسياسة التشديد النقدي وارتفاع أسعار الفائدة، إضافة إلى التوترات الاقتصادية العالمية. وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة حساسية مؤشر ناسداك، خاصة وأن أسهم التكنولوجيا تعتمد بشكل كبير على توقعات النمو المستقبلي، وهو ما يجعلها أكثر تأثراً بارتفاع أسعار الفائدة وتشديد الأوضاع المالية.

1-3- تحليل مخاطر الأزمات والذيل

يعكس تحليل مخاطر الأزمات والذيل خلال فترة التشديد النقدي 2015-2018 أن توزيع عوائد مؤشر ناسداك اتسم بخصائص غير متماثلة ومخاطر ذيل مرتفعة نسبياً، وهو ما يشير إلى تعرض السوق لاحتمالات أكبر لحدوث خسائر مفاجئة مقارنة بالمكاسب الكبيرة. فقد بلغ معامل الالتواء -0.73، وهي قيمة سالبة تعكس انحراف توزيع العوائد نحو الجانب السلبي، مما يعني أن احتمال حدوث انخفاضات حادة كان أكبر من احتمال تحقيق مكاسب كبيرة. ويشير هذا النوع من التوزيع إلى أن السوق خلال هذه الفترة كان عرضة لصدمات مفاجئة، خاصة في ظل حالة عدم اليقين المرتبطة بسياسة التشديد النقدي.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

ويكتسب هذا المؤشر أهمية خاصة لأنه يعكس طبيعة المخاطر غير المتناظرة في السوق، حيث لا تكون المخاطر موزعة بشكل متوازن بين الصعود والهبوط. ويعني الالتواء السلبي أن المستثمرين كانوا يواجهون احتمالا أكبر لخسائر مفاجئة، وهو ما يتوافق مع الأحداث التي شهدتها الأسواق المالية خلال هذه الفترة، خاصة خلال تصحيح الأسواق المالية 2018، عندما شهدت أسهم التكنولوجيا تراجعاً حاداً نتيجة استمرار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في رفع أسعار الفائدة.

كما بلغ معامل Kurtosis حوالي 0.97، وهو ما يشير إلى وجود ذيول سميكة نسبياً في توزيع العوائد، مما يعكس احتمالاً أكبر لحدوث تقلبات مفاجئة أو صدمات مالية مقارنة بالتوزيع الطبيعي. ويعني ذلك أن السوق لم يكن فقط عرضة لتقلبات عادية، بل كان معرضاً أيضاً لتحركات غير متوقعة ذات حجم كبير، وهو ما يتماشى مع طبيعة أسهم التكنولوجيا التي تتميز بحساسيتها المرتفعة للتغيرات في السياسات النقدية والتوقعات الاقتصادية.

وتعزز هذه النتيجة قيمة Tail Ratio التي بلغت 0.79، وهي أقل من الواحد، مما يشير إلى أن حجم الخسائر الكبيرة كان أكبر من حجم المكاسب الكبيرة خلال هذه الفترة. ويعد هذا المؤشر من أهم مؤشرات تقييم مخاطر الذيل، حيث يعكس توازن العوائد المتطرفة. وتشير هذه القيمة إلى أن المستثمرين كانوا يواجهون مخاطر هبوط أكبر مقارنة بفرص تحقيق مكاسب استثنائية، وهو ما يعكس بيئة استثمارية غير مواتية نسبياً خلال فترة التشديد النقدي.

كما بلغ مؤشر VaR عند مستوى 95 % نحو -7.07 %، وهو ما يشير إلى أن المستثمر يمكن أن يتعرض لخسارة شهرية تصل إلى حوالي 7 % في أسوأ 5 % من الحالات. وتعكس هذه النتيجة مستوى مرتفع نسبياً من المخاطر، خاصة إذا أخذنا بعين الاعتبار أن هذه الخسائر المحتملة تحدث خلال الفترات المضطربة في السوق. ويعد هذا المؤشر من أكثر المقاييس استخداماً في تقييم المخاطر المالية، حيث يوفر تقديراً للخسائر المحتملة في الظروف غير الاعتيادية.

وتزداد أهمية هذه المخاطر عند تحليل مؤشر CVaR الذي بلغ نحو -10.01 %، وهو ما يعكس متوسط الخسائر في الحالات الأكثر تطرفاً بعد تجاوز مستوى VaR. ويشير هذا المؤشر إلى أن الخسائر خلال فترات الأزمات قد تكون أكبر بكثير من التقديرات التقليدية، مما يعكس وجود مخاطر أزمات مالية حقيقية.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

خلال هذه المرحلة. ويؤكد الفرق بين VaR و CVaR أن الخسائر في الحالات المتطرفة لم تكن فقط محتملة، بل كانت أيضا ذات حجم كبير نسبيا.

وبشكل عام، تشير هذه المؤشرات مجتمعة إلى أن فترة التشديد النقدي 2015-2018 اتسمت بارتفاع مخاطر الذيل واحتمال حدوث صدمات مالية مفاجئة، وهو ما يعكس حساسية مؤشر ناسداك المرتفعة تجاه التغيرات في السياسة النقدية والظروف الاقتصادية العالمية. كما تؤكد هذه النتائج أن البيئة الاستثمارية خلال هذه الفترة كانت أكثر عرضة للأزمات مقارنة بالفترات اللاحقة، وهو ما يفسر الأداء المحدود نسبيا لمؤشر ناسداك خلال هذه المرحلة.

المطلب 2 : مرحلة التيسير النقدي (2019-2021) - استجابة لأزمة كوفيد-19 وبرامج التيسير الكمي الكبرى.

تعد الفترة 2019 - 2021 مرحلة استثنائية جدا في تاريخ الأسواق المالية. فقد تخللتها أزمة صحية عالمية غير مسبوقة (جائحة كوفيد-19)، والتي أدت إلى إغلاق الاقتصاد العالمي. ولمواجهة هذا الانهيار، تدخلت البنوك المركزية (وعلى رأسها الفيدرالي الأمريكي) بقوة، حيث خفضت أسعار الفائدة إلى الصفر تقريبا، وضخت كميات هائلة من الأموال في الأسواق (ما يعرف بالتيسير الكمي). هذا التدخل، بالتزامن مع اعتماد العالم فجأة على التكنولوجيا للعمل والتواصل عن بعد، جعل من أسهم التكنولوجيا المدرجة في مؤشر "ناسداك" المستفيد الأكبر، وهو ما تعكسه الأرقام بشكل واضح.⁹

الجدول التالي يوضح مختلف مقاييس أداء المؤشر خلال فترة التيسير الكمي.

الجدول (2-3): نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب خلال فترة التيسير الكمي (2019-2021)

Mean_Return	Median_Return	Volatility	NASDAQ	CAGR	Sharpe_Ratio	Sortino_Ratio
0.0244675	0.04007739	0.04505632	0.32187486	0.32187486	2.06224699	0.95859849
Calmar_Ratio	Max_Drawdown	Downside_Dev	Omega_Ratio	Ulcer_Index	VaR_95	CVaR_95
3.9519122	0.08144788	0.02552425	3.41353098	0.02828882	-0.0591323	-0.0738168
Skewness	Kurtosis	Tail_Ratio				
-1.168462	0.66394962	1.32419393				

⁹ - Federal Reserve System. (2020). Federal Reserve Takes Additional Actions to Provide up to \$2.3 Trillion in Loans to Support the Economy. Washington, D.C. <https://www.federalreserve.gov/data.htm>

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

ويتضح من خلال نتائج الأداء، الارتفاع الكبير في العوائد مقارنة بالفترة السابقة. فقد بلغ متوسط العائد الشهري (Mean) حوالي 2.45%، وهو معدل يعتبر ممتاز. غير أن الوسيط (Median) بلغ 4%، وهو أعلى بكثير من المتوسط، في التحليل الإحصائي عندما يكون الوسيط Median أعلى من المتوسط Mean، فهذا يعني أن أغلبية الأشهر خلال هذه السنوات الثلاث كانت إيجابية ومربحة جدا للمستثمرين، وأن المتوسط قد انخفض فقط بسبب شهر أو شهرين عرفا خسائر كبيرة وحادة جدا (وهي أشهر بداية صدمة كورونا 2019).

أما معدل النمو السنوي المركب (CAGR)، فقد سجل قفزة استثنائية بلغت 32.18% سنويا، هذا النمو السريع لم يكن بالصدفة، بل كان نتيجة مباشرة لانخفاض تكلفة الاقتراض (الفائدة الصفرية)، مما شجع المستثمرين على ضخ أموالهم بكثرة في أسهم شركات التكنولوجيا بحثا عن الأرباح التي لم تعد توفرها الودائع البنكية أو السندات.

كما تظهر كفاءة هذا الأداء من خلال "نسبة شارب (Sharpe Ratio) التي تجاوزت القيمة 2 (بلغت 2.06)، ويشير هذا الرقم المرتفع إلى أن المستثمر كان يتلقى عائدا مضاعفا مقابل كل وحدة مخاطرة يتحملها، مما يجعل هذه الفترة من أفضل الفترات أمانا وربحية في تاريخ المؤشر.

2-2 - تقييم مخاطر الهبوط وقدرة السوق على التعافي:

على الرغم من وقوع أزمة كورونا خلال هذه الفترة، إلا أن مؤشرات "مخاطر الهبوط" تظهر نتيجة مفاجئة؛ فقد كان السوق محميا بشكل جيد. فقد بلغ أقصى انخفاض شهري للمؤشر (Max Drawdown) حوالي 8.14% فقط، وهو رقم يعتبر معتدلا جدا بالنظر إلى حجم إغلاق الاقتصاد العالمي. ويرجع ذلك إلى سرعة تدخل البنوك المركزية والتي منعت الأسواق من الانهيار المستمر، مما أدى إلى تعافي السوق بسرعة كبيرة. نتيجة Max Drawdown يؤكد أنها مؤشر كالمار (Calmar Ratio)، حيث سجل قيمة مرتفعة بلغت 3.95. وتعني هذه القيمة أن الأرباح السنوية المحققة كانت تعادل تقريبا أربعة أضعاف أقصى خسارة تعرض لها السوق. إضافة إلى ذلك، انخفض "مؤشر القرحة (Ulcer Index)" وهو مؤشر يقيس مدى التوتر والقلق لدى المستثمرين بسبب طول فترات الخسارة إلى 0.028. هذا الانخفاض يدل على أن التراجعات التي حدثت في أسعار الأسهم كانت قصيرة جدا، وسرعان ما تعود للارتفاع، مما جعل المستثمرين يتقنون في أن السوق سيستمر في الصعود.

3-2 - تحليل الصدمات والمخاطر غير المتوقعة (مخاطر الذيل):

تكشف لنا النتائج أن معامل الالتواء (Skewness) جاء سالبا ومساويا إلى (-1.16). وهو ما يدل على الأثر القوي للصدمة العنيفة والمفاجئة التي أحدثها فيروس كورونا في بداية عام 2020، ويتضح هذا الأثر القوي والصدمة القوية على شكل توزيع البيانات بالكامل.

نسبة الذيل (Tail Ratio) بلغت 1.32. وبما أن الرقم أكبر من 1، فهذا يعني أنه على الرغم من وجود صدمة هبوط قوية بسبب كوفيد 19، إلا أن الصدمات الإيجابية والقفزات المتزايدة (بفضل السيولة الضخمة وأرباح شركات التكنولوجيا) كانت أكبر وأكثر تكرارا وحدوثا من الانخفاضات.

أيضا، بالنظر إلى مقاييس القيمة المعرضة للخطر (VaR) والتي تقيس أسوأ السيناريوهات المحتملة، نجد أنها استقرت عند -5.9%، وهي نسبة انخفضت مقارنة بفترة التشديد السابقة. هذا التراجع في مستوى الخطر يؤكد أن التزام البنوك المركزية بضخ الأموال قد أرجع نوعا من الاستقرار للأسواق، وجعل احتمالية حدوث انهيارات وأزمات مالية متتالية أمرا مستبعدا في نظر المستثمرين.

وعليه، تخبرنا هذه النتائج عن أن الارتفاع الكبير لمؤشر ناسداك بين 2019 و2021 لم يكن مجرد دليل على قوة شركات التكنولوجيا فحسب، بل كان نتيجة لتدخل البنوك المركزية التي أغرقت الأسواق بالأموال والدعم المستمر. وهو ما حول أزمة صحية خانقة (كوفيد 19) إلى أكبر فترات النمو والربح في تاريخ البورصة.

المطلب 3 : مرحلة العودة للتشديد (2022-2023) ثم التوازن (2024-2025)

تمثل هذه المرحلة (من 2022 إلى 2025) فترة تغير اقتصادي جذري. فقد ارتفعت معدلات التضخم العالمية، مما دفع البنوك المركزية (وعلى رأسها الاحتياطي الفيدرالي) إلى رفع أسعار الفائدة بشكل متكرر لسحب السيولة من الأسواق. هذا التغير أثر سلبا على مؤشر ناسداك وتسبب في تراجع كبير في البداية، لكن المؤشر عاد لتحقيق توازن ونمو لاحقا بفضل الاعتماد على قطاعات جديدة ذات أرباح فعلية، مثل تقنيات الذكاء الاصطناعي.

الجدول التالي يوضح نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

الجدول (2-4): نتائج مقاييس أداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة (2022 - 2025)

Mean_Return	Median_Return	Volatility	NASDAQ	CAGR	Sharpe_Ratio	Sortino_Ratio
0.01343589	0.01959576	0.05884751	0.14994744	0.14994744	0.73556379	0.35420492
Calmar_Ratio	Max_Drawdown	Downside_Dev	Omega_Ratio	Ulcer_Index	VaR_95	CVaR_95
0.40904398	0.36658024	0.03793252	1.76330601	0.14949965	-0.0907592	-0.117781
Skewness	Kurtosis	Tail_Ratio				
-0.5027717	0.00010957	0.96673287				

تشير النتائج إلى تراجع ملحوظ في الأداء مقارنة بفترة التيسير النقدي السابقة. فقد بلغ متوسط العائد الشهري للمؤشر حوالي 1.34%. وأن الوسيط (1.96%) أعلى من المتوسط الحسابي. ومن الناحية الإحصائية، هذا يدل على أن معظم الأشهر خلال هذه الفترة سجلت عوائد إيجابية، ولكن وجود بعض الأشهر التي تضمنت خسائر قوية أدى إلى انخفاض المتوسط العام.

ورغم هذه التراجعات، حافظ المؤشر على معدل نمو سنوي مركب (CAGR) بلغ حوالي 15%. وهو نمو إيجابي ومستقر، يشير إلى قدرة شركات التكنولوجيا الكبرى على تحقيق أرباح حقيقية تدعم أسعار أسهمها، رغم ارتفاع تكلفة الاقتراض.

من جهة أخرى، ارتفع مستوى التذبذب (Volatility) ليصل إلى 5.88%، وهو أعلى مستوى في فترات الدراسة، مما يدل على حالة عدم الاستقرار في السوق. وبسبب هذا التذبذب المرتفع، انخفضت نسبة شارب (Sharpe Ratio) إلى 0.73. هذا الانخفاض يعني أن العوائد التي حصل عليها المستثمر لم تكن متناسبة بشكل جيد مع حجم المخاطر والتقلبات التي تحملها خلال هذه المرحلة.

2-3- تحليل مخاطر الهبوط والتراجعات:

توضح النتائج أن السوق واجه مخاطر انخفاض كبيرة في هذه المرحلة. فقد بين مؤشر أقصى انخفاض (Max Drawdown) أن السوق تراجع بنسبة وصلت إلى 36.6%، السبب الرئيسي لهذا الهبوط القوي هو قرارات البنوك برفع أسعار الفائدة، وهو ما أدى مباشرة إلى انخفاض أسعار أسهم شركات التكنولوجيا، وبالتحديد خلال عام 2022.

ولمعرفة طبيعة هذا الهبوط، فإن مؤشر القرحة (Ulcer Index) الذي يعبر عن طول مدة وعمق الخسائر، قد سجل قيمة مرتفعة بلغت 0.149. هذه القيمة توضح أن أسعار الأسهم لم تنخفض وتتعاوى بسرعة، بل استمر

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

الانخفاض لفترات طويلة، وبقي السوق يعاني من خسائر غير محققة لعدة أشهر متتالية قبل أن يبدأ بالتعافي. ويؤكد مؤشر كالمار (Calmar Ratio) هذه النتيجة بتسجيله قيمة منخفضة (0.40)، مما يوضح أن العوائد السنوية كانت ضعيفة جداً إذا ما تمت مقارنتها بحجم الانخفاض الكبير الذي شهده المؤشر.

3-3- تحليل المخاطر القصوى (مخاطر الذيل):

تبين النتائج الإحصائية كذلك أن السوق كان عرضة لخسائر قوية ومفاجئة. فعلى سبيل المثال، سجل مقياس نسبة الذيل (Tail Ratio) القيمة 0.96. وبما أن هذا الرقم أقل من (1)، فإنه يعني أن الأيام التي هبط فيها السوق كانت أقوى وأكثر حدة من الأيام التي ارتفع فيها.

بالإضافة لذلك، ارتفعت مؤشرات "الخطر الأقصى". فقد أظهر مؤشر (VaR) احتمال تعرض المستثمر لخسارة شهرية بنسبة 9%، في حين بين مؤشر (CVaR) أن الخسارة في أسوأ الحالات قد تصل إلى 11.7%. هذا يدل على أن المستثمرين كانوا مهددين بخسائر كبيرة، لأن السوق كان يتأثر بسرعة وبشدة بأي أخبار عن التضخم أو قرارات البنوك المركزية.

وعليه، وبالنظر إلى النتائج الإحصائية، يمكن الاستنتاج أن مؤشر ناسداك مر بمرحلة تصحيح صعبة خلال (2022-2025). فقد أدى رفع أسعار الفائدة لتقليص السيولة إلى تراجع كبير في الأسعار (تجاوز 36%) وزيادة واضحة في التذبذب والمخاطر. ومع ذلك، فإن قدرة المؤشر على تحقيق معدل نمو مركب بنسبة 15% تثبت أن قطاع التكنولوجيا تمكن من التأقلم مع البيئة الاقتصادية الجديدة، معتمداً على أسس مالية وتقنية قوية (مثل الذكاء الاصطناعي)، بدلاً من الاعتماد على وفرة السيولة النقدية.

المبحث الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية

المطلب الأول: قناة أسعار الفائدة وتأثيرها على تقييمات الأصول

تعد قناة أسعار الفائدة من أهم قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية، حيث يعتمد تأثيرها أساساً على دور سعر الفائدة في تحديد قيمة الأصول المالية، خاصة الأسهم. يقوم نظام الاحتياطي الفيدرالي Federal Reserve System بتحديد سعر الفائدة الأساسي (Federal Funds Rate)، والذي يعتبر مرجعاً لتكلفة التمويل في الاقتصاد ككل، وبالتالي يؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على قرارات الاستثمار وتقييم الأصول. من الناحية النظرية، ترتبط أسعار الأسهم بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، حيث يتم خصم هذه التدفقات باستخدام معدل يعكس تكلفة رأس المال. وعليه، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة معدل

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

الخصم، مما يخفض القيمة الحالية للأسهم، خاصة أسهم النمو التي تعتمد على أرباح مستقبلية، كما هو الحال في مؤشر ناسداك المركب NASDAQ Composite Index. وفي المقابل، يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى دعم تقييمات الأصول من خلال تقليل تكلفة التمويل وتحفيز الاستثمار.

لتوضيح هذا الأثر، تم تحليل العلاقة بين سعر الفائدة (FFR) ومؤشر ناسداك (NASDAQ) خلال فترتين: قبل وبعد بداية دورة التشديد النقدي في مارس 2022، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول (2-5): بعض الإحصائيات الوصفية في تحليل العلاقة بين سعر الفائدة ومؤشر ناسداك.

المقياس		قبل بداية دورة التشديد النقدي 2022		بعد بداية دورة التشديد النقدي 2022	
		NASDAQ	FFR	NASDAQ	FFR
المتوسط Mean		5359.755	0.9038462	16480.919	4.143200
الانحراف المعياري SDV		3561.268	1.3535578	4199.609	1.343771
أقل قيمة Min		1377.840	0.0500000	10466.480	0.200000
أكبر قيمة Max		15644.970	5.2600000	24892.311	5.330000
الارتباط Correlation		-0.1297339		0.1908912	

المصدر: من إعداد الطالبتين.

وتظهر نتائج الجدول الخاصة بالإحصاءات الوصفية أن متوسط سعر الفائدة ارتفع من حوالي 0.90% قبل 2022 إلى أكثر من 4.14% بعد 2022، وهو ما يعكس التحول في توجه السياسة النقدية نحو التشديد. في المقابل، سجل مؤشر ناسداك ارتفاعا في المتوسط من حوالي 5359 نقطة إلى أكثر من 16480 نقطة، إلا أن هذا الارتفاع ليس بالضرورة تأثيرا إيجابيا للفائدة، بل أيضا مرتبط بالتضخم المالي والنمو السابق في القطاع التكنولوجي.

أما من حيث العلاقة الإحصائية، فقد أظهرت النتائج وجود ارتباط سلبي ضعيف بين سعر الفائدة ومؤشر ناسداك قبل عام 2022 (تقريبا -0.13)، وهو ما يؤكد فرضية وجود علاقة عكسية بين المتغيرين كما تطرقنا إليه سابقا. غير أن هذه العلاقة تحولت إلى ارتباط موجب ضعيف (0.19) خلال فترة ما بعد 2022، وهو ما يدل على أن تأثير أسعار الفائدة لم يكن مستقرا وثابتا، بل تأثر بعوامل أخرى مثل التوقعات المستقبلية، والسيولة المتراكمة في الأسواق، وسلوك المستثمرين.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

ويمكن تفسير هذا التغير على أن الأسواق لا تتحرك فقط بسبب تغيير سعر الفائدة نفسه، بل أيضا بسبب ما يتوقعه المستثمرون. ففي كثير من الأحيان يكون السوق قد توقع رفع الفائدة مسبقا، وبالتالي يكون الأثر الحقيقي ضعيف عندما يحدث فعليا. كذلك، رغم ارتفاع الفائدة، بقيت السيولة موجودة في السوق، وهذا ساعد على بقاء أسعار الأسهم مرتفعة نوعا ما. لذلك يعتبر سعر الفائدة عامل مهم في حركية مؤشر ناسداك، لكن لفهم حركة ناسداك بشكل أفضل، يجب النظر أيضا لعوامل أخرى مثل السيولة وتوقعات المستثمرين.

المطلب 2 : قناة السيولة والثروة (Liquidity & Wealth Effects)

تعد قناة السيولة والثروة من أهم آليات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية، حيث تركز على دور كمية السيولة المتاحة في النظام المالي في التأثير على أسعار الأصول وسلوك المستثمرين. وتشير هذه القناة إلى أن زيادة السيولة تؤدي عادة إلى ارتفاع الطلب على الأصول المالية، خاصة الأسهم، بينما يؤدي تقليص السيولة إلى ضغط هبوطي على الأسواق.

تعتمد هذه القناة بشكل أساسي على الإجراءات التي يقوم بها Federal Reserve System، سواء من خلال برامج التيسير الكمي أو من خلال التحكم في عرض النقود وأسعار الفائدة. ومن بين أهم مؤشرات السيولة المستخدمة في الأبحاث الاقتصادية نجد عرض النقود (M2)، الذي يعكس حجم الأموال المتاحة داخل الاقتصاد.

في هذا الإطار، تم استخدام بيانات نمو عرض النقود (M2 Growth) إلى جانب عائد مؤشر ناسداك المركب NASDAQ Return خلال الفترة 2015-2025، مع تقسيم العينة إلى فترتين: قبل وبعد مارس 2022. تم اعتماد هذا التقسيم لأن سنة 2022 تمثل نقطة تحول مهمة في السياسة النقدية الأمريكية، حيث انتقل الاحتياطي الفيدرالي من سياسة التيسير النقدي ودعم السيولة خلال فترة جائحة كوفيد-19، إلى سياسة التشديد النقدي ورفع أسعار الفائدة، مما أدى إلى تغير واضح في ظروف السيولة داخل الاقتصاد. الجدول التالي يوضح بعض المقاييس الإحصائية في تحليل العلاقة بين نمو العرض النقدي (السيولة) وعوائد مؤشر ناسداك المركب.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

الجدول (2-6): بعض المقاييس الإحصائية للعلاقة بين نمو العرض النقدي (السيولة) وعوائد مؤشر ناسداك المركب.

المقياس		قبل بداية دورة التشديد النقدي 2022		بعد بداية دورة التشديد النقدي 2022	
		NASDAQ_Ret	M2_Growth	NASDAQ_Ret	M2_Growth
المتوسط Mean		0.00944716	0.006130690	0.009206506	0.0008835414
الانحراف المعياري SDV		0.05143505	0.006796815	0.057324789	0.0038480038
أقل قيمة Min		-0.19518669	-0.004061242	-0.142274423	-0.014036831
أكبر قيمة Max		0.14364308	0.062398064	0.116440805	0.0087890020
الارتباط Correlation		0.04746278		0.1666289	

المصدر: من إعداد الطالبتين.

تظهر نتائج قناة السيولة والثروة أن العلاقة بين السيولة في الاقتصاد وأداء مؤشر ناسداك المركب ليست ثابتة عبر الزمن، بل تختلف حسب المرحلة الاقتصادية والسياسة النقدية السائدة.

في الفترة قبل سنة 2022، سجلت البيانات متوسط عوائد إيجابي لمؤشر ناسداك مع تذبذب معتدل، في حين كان نمو عرض النقود (M2) مستقرًا نسبيًا. ومع ذلك، كانت العلاقة الإحصائية بين نمو السيولة وعوائد ناسداك ضعيفة جدًا، حيث بلغ معامل الارتباط حوالي 0.04 فقط. هذا يشير إلى أن التغيرات في السيولة خلال تلك الفترة لم تكن كافية لتفسير تحركات السوق بشكل واضح، لأن الاقتصاد كان يعيش في بيئة سيولة مرتفعة أصلاً نتيجة السياسات التوسعية التي سبقت مرحلة التشديد النقدي.

أما في الفترة التي تلت بداية عام 2022، وهي المرحلة التي شهدت تحولاً واضحاً في السياسة النقدية من قبل نظام الاحتياطي الفيدرالي نحو التشديد ورفع أسعار الفائدة، فقد تغيرت طبيعة العلاقة بشكل ملحوظ. فقد ارتفع معامل الارتباط بين نمو السيولة وعوائد ناسداك إلى حوالي 0.17، رغم أن نمو السيولة نفسه أصبح أضعف وأكثر تقلباً مقارنة بالفترة السابقة. كما ارتفعت درجة تذبذب عوائد ناسداك، مما يعكس زيادة حساسية السوق تجاه التغيرات في الظروف النقدية.

يمكن تفسير هذا التحول بأن فترات السيولة المرتفعة، مثل ما قبل 2022، تجعل تأثير التغيرات الهامشية في عرض النقود محدوداً، لأن الأسواق تكون مدعومة بالفعل بوفرة السيولة. في المقابل، عندما تبدأ السياسة النقدية في التشديد وتخفض مستويات السيولة النسبية، تصبح الأسواق أكثر حساسية لأي تغير في السيولة، حتى وإن كان بسيطاً، مما يزيد من قوة العلاقة بين المتغيرين.

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

وعليه، يمكن القول إن قناة السيولة والثروة تعمل بشكل غير ثابت وغير خطي عبر الزمن. فهي غير واضحة في فترات التوسع النقدي، لكنها تصبح أكثر أهمية في فترات التشديد النقدي، حيث تلعب السيولة دوراً أكبر في تفسير تحركات الأسواق المالية. وهذا يؤكد أن فهم أداء ناسداك لا يعتمد فقط على أسعار الفائدة، بل أيضاً على مستوى السيولة داخل النظام المالي وتغيره عبر الزمن.

المطلب 3 : قناة التوقعات وتأثيرها على سلوك المستثمرين ومخاطر السوق.

تعد قناة التوقعات من أهم القنوات التي تفسر انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية، حيث لا يتفاعل المستثمرون فقط مع قرارات أسعار الفائدة في حد ذاتها، بل مع ما يتوقعونه بشأن مستقبل هذه السياسة. لذلك فإن حركة الأسواق غالباً ما تعكس التوقع قبل أن تعكس القرار.

في هذا الإطار، تم استخدام تغير سعر الفائدة (FFR Change) كمؤشر على صدمات السياسة النقدية، إلى جانب عوائد مؤشر ناسداك المركب لقياس استجابة السوق، بالإضافة إلى التقلبات كمؤشر على حالة عدم اليقين. وقد تم تقسيم فترة الدراسة إلى مرحلتين: قبل 2022 وبعد 2022، لأن سنة 2022 تمثل نقطة تحول واضحة في السياسة النقدية الأمريكية، حيث انتقل نظام الإحتياطي الفيدرالي من سياسة نقدية توسعية إلى سياسة تشديد سريعة ورفع متواصل للفائدة، مما غير بشكل واضح توقعات الأسواق وسلوك المستثمرين. الجدول التالي يوضح بعض نتائج الإحصاء الوصفي لتغير سعر الفائدة والتقلبات ومؤشر ناسداك المركب خلال فترات قبل وبعد التشديد النقدي 2022.

الجدول (2-7): بعض نتائج الإحصاء الوصفي لتغير سعر الفائدة والتقلبات ومؤشر ناسداك المركب

المقياس	قبل بداية دورة التشديد النقدي 2022			بعد بداية دورة التشديد النقدي 2022		
	NASDAQ Ret	FFR Change	Volatility	NASDAQ Ret	FFR Change	Volatility
المتوسط Mean	0.01264480	-0.00034883	0.045345	0.011409	0.079130	0.055149
الانحراف المعياري SDV	0.04829865	0.14243634	0.020593	0.058167	0.223644	0.020184
أقل قيمة Min	-0.10672749	-0.93000000	0.012137	-0.142274	-0.300000	0.023243
أكبر قيمة Max	0.14364308	0.24000000	0.093899	0.116440	0.700000	0.092176
الارتباط Correlation	-0.0055562			-0.1289671		

المصدر: من إعداد الطالبتين.

في الفترة الممتدة من 2015 إلى 2022، تُظهر النتائج أن عوائد ناسداك كانت إيجابية ومستقرة نسبياً، في حين كان تغير الفائدة محدوداً ومتقلباً حول مستويات منخفضة. والأهم من ذلك أن العلاقة بين تغير الفائدة

الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

وعوائد ناسداك كانت شبه معدومة، حيث بلغ معامل الارتباط قيمة قريبة من الصفر. هذا يشير إلى أن السوق خلال هذه المرحلة لم يكن يتفاعل بشكل مباشر مع التغيرات الشهرية في الفائدة، بل كانت التوقعات مستقرة نسبياً ولا تشكل مصدر ضغط قوي على الأسعار.

أما في الفترة التي تلت 2022، فقد تغيرت النتائج بشكل واضح، حيث ارتفع تغير الفائدة بشكل كبير نتيجة سياسة التشديد النقدي، وارتفعت أيضاً درجة تقلب السوق. في المقابل، أصبحت العلاقة بين تغير الفائدة وعوائد ناسداك أكثر سلبية، ما يعكس أن السوق أصبح أكثر حساسية لقرارات السياسة النقدية، وأن رفع الفائدة بدأ يرتبط بشكل أوضح بتراجع أداء الأسهم أو الضغط عليها. الجدول الموالي أيضاً والشكل المرافق له يوضحان الارتباط المتحرك بين متغيرتي التغير في سعر الفائدة ومؤشر ناسداك المركب.

الجدول (2-8): نتائج الارتباط المتحرك (Rolling) بين التغير في سعر الفائدة ومؤشر ناسداك المركب

التاريخ	قيمة الارتباط
2015-12-31	-0.3448491
2016-01-31	-0.5432111
2016-02-29	-0.5403065
2016-03-31	-0.6028733
2016-04-30	-0.5882848
2016-05-31	-0.5897487
2016-06-30	-0.5858746
2016-07-31	-0.5628593
2016-08-31	-0.6587064
2016-09-30	-0.7301724

المصدر: من إعداد الطالبتين

كما توضح نتائج الارتباط المتحرك أن العلاقة بين المتغيرين لم تكن ثابتة عبر الزمن، بل كانت تتغير من فترة لأخرى، مع ميل واضح للعلاقة السلبية في أغلب الفترات. هذا يدل على أن استجابة السوق للتوقعات النقدية ليست لحظية فقط، بل تتطور حسب درجة وضوح السياسة النقدية ومستوى عدم اليقين في الأسواق.

الشكل (2-2): الارتباط المتحرك بين التغير في سعر الفائدة ومؤشر ناسداك المركب



الفصل الثاني: أداء مؤشر ناسداك المركب وتطور السياسة النقدية الأمريكية (2015-2025)

بشكل عام، يمكن القول إن قناة التوقعات تلعب دوراً مهماً في تفسير تحركات الأسواق المالية، لكنها تصبح أكثر تأثيراً في فترات عدم الاستقرار النقدي. فكلما زاد الغموض حول السياسة النقدية، زادت حساسية الأسواق للتوقعات، وارتفعت التقلبات، مما يجعل تأثير هذه القناة مكملاً أساسياً لقناتي الفائدة والسيولة في تفسير سلوك مؤشر ناسداك خلال الفترة المدروسة.

خلاصة الفصل:

كان الهدف من هذا الفصل هو تحليل أداء مؤشر ناسداك المركب في ظل تطورات السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة (2015-2025) باستخدام جملة من المقاييس المالية والاحصائية في تحليل مؤشرات الأسواق المالية ومن بينها مؤشر ناسداك المركب. ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها ما يلي:

- مؤشر ناسداك يعتبر من أكثر المؤشرات تأثراً بالسياسة النقدية الأمريكية، بسبب اعتماده الكبير على شركات التكنولوجيا وأسهم النمو .
- خلال فترة التشديد النقدي الأولى (2015-2018)، كان أداء ناسداك متوسطاً نسبياً، مع ارتفاع في التقلبات والمخاطر نتيجة رفع أسعار الفائدة .
- خلال فترة التيسير النقدي وأزمة كوفيد-19 (2019-2021)، سجل ناسداك ارتفاعاً قوياً جداً بفضل انخفاض الفائدة وضح السيولة في الأسواق .
- بعد سنة 2022، أدت العودة إلى رفع أسعار الفائدة إلى زيادة التذبذب وحدوث تراجعات واضحة في أسهم التكنولوجيا .
- العلاقة بين أسعار الفائدة وناسداك لم تكن ثابتة، حيث ظهرت علاقة سلبية ضعيفة قبل 2022، ثم تغيرت بعد ذلك بسبب تأثير عوامل أخرى مثل السيولة وتوقعات المستثمرين.
- نتائج الدراسة أظهرت أن السيولة النقدية لها تأثير مهم على أداء ناسداك، خاصة خلال فترات التشديد النقدي.
- الأسواق المالية لا تتفاعل فقط مع قرارات الفائدة نفسها، بل أيضاً مع ما يتوقعه المستثمرون بشأن السياسة النقدية في المستقبل.

الفصل الثالث:

الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية
الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

تمهيد:

بعد التطرق في الفصلين السابقين إلى الإطار النظري للسياسة النقدية الأمريكية وآليات انتقالها إلى الأسواق المالية، ثم تحليل تطور أداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة (2015-2025)، تأتي هذه الدراسة القياسية بهدف اختبار وقياس أثر السياسة النقدية الأمريكية على أداء مؤشر ناسداك بشكل تطبيقي اعتماداً على بيانات فعلية شهرية.

وتكمن أهمية هذا الفصل في محاولة تفسير العلاقة بين أدوات السياسة النقدية وبعض المتغيرات المالية المؤثرة من جهة، وعوائد مؤشر ناسداك من جهة أخرى، خاصة في ظل التحولات النقدية التي شهدتها الاقتصاد الأمريكي خلال فترة الدراسة، بداية من التشديد النقدي التدريجي بعد سنة 2015، ثم مرحلة التيسير النقدي خلال أزمة كوفيد-19، وصولاً إلى العودة القوية لرفع أسعار الفائدة ابتداءً من سنة 2022 لمواجهة التضخم.

ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression باعتباره من أكثر الأساليب استخداماً في قياس أثر مجموعة من المتغيرات المستقلة على متغير تابع واحد. وقد تم استخدام بيانات شهرية تغطي الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025، مع الاعتماد على عدد من المتغيرات التي تعكس قنوات انتقال السياسة النقدية، والمتمثلة أساساً في تغير سعر الفائدة، نمو السيولة النقدية، ومؤشر التقلبات VIX كمؤشر على توقعات المستثمرين ومستوى الخوف في الأسواق المالية.

كما تم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية، من بينها الإحصاءات الوصفية، مصفوفة الارتباط، اختبار التعدد الخطي VIF، واختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey، وذلك بهدف تقييم جودة النموذج والتأكد من سلامة النتائج المتحصل عليها.

وانطلاقاً من ذلك، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين: يتناول الأول الإطار المنهجي والنموذج القياسي للدراسة، بينما يخصص المبحث الثاني لتحليل وتفسير النتائج القياسية المتوصل إليها.

المبحث الأول: الإطار المنهجي والنموذج القياسي للدراسة

المطلب الأول: تقديم متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر السياسة النقدية الأمريكية على أداء مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025، وذلك من خلال استخدام نموذج قياسي يعتمد على مجموعة من المتغيرات المالية والنقدية التي تعكس أهم قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الأسواق المالية.

وقد تم الاعتماد على بيانات شهرية Monthly Data ، باعتبار أن هذا النوع من البيانات يسمح بمتابعة التغيرات الدورية في الأسواق المالية والسياسة النقدية بدرجة أكبر من الدقة مقارنة بالبيانات السنوية، كما يساهم في توفير عدد كاف من المشاهدات الإحصائية لتحسين جودة التقدير القياسي.

أولاً: المتغير التابع NASDAQ_RET

يتمثل المتغير التابع في الدراسة في عوائد مؤشر ناسداك المركب NASDAQ Composite Returns ، والذي يعبر عن الأداء الشهري للمؤشر، ويعتبر من أهم المؤشرات المالية التي تعكس وضعية قطاع التكنولوجيا والأسهم عالية النمو في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد تم استخدام العوائد الشهرية للمؤشر بدل القيم الخام، لأن العوائد تعتبر أكثر ملاءمة في الدراسات المالية والقياسية، حيث تسمح بقياس التغير الحقيقي في أداء السوق وتفاذي مشاكل الاتجاه العام للسلاسل الزمنية.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

تم اختيار مجموعة من المتغيرات المستقلة التي تمثل أهم قنوات تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية، وهي كالتالي:

1- تغير سعر الفائدة FFR_CHANGE

يمثل هذا المتغير التغير الشهري في سعر الفائدة الأساسي الذي يحدده الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي Federal Funds Rate.

ويعتبر سعر الفائدة من أهم أدوات السياسة النقدية، حيث يؤثر على تكلفة التمويل، مستويات الاستثمار، وتقييم الأصول المالية، خاصة أسهم التكنولوجيا التي تتميز بحساسيتها المرتفعة تجاه تغيرات أسعار الفائدة.

وقد تم استخدام التغير في سعر الفائدة وليس المستوى الخام للفائدة، لأن الأسواق المالية تتفاعل غالباً مع التغيرات والصدمات النقدية أكثر من تفاعلها مع المستوى الثابت للفائدة.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

2- نمو السيولة النقدية M2_GROWTH

يعبر هذا المتغير عن معدل النمو الشهري لعرض النقود الواسع M2 ، والذي يمثل أحد أهم مؤشرات السيولة داخل الاقتصاد الأمريكي.

ويستخدم هذا المتغير لقياس أثر السيولة النقدية على الأسواق المالية، حيث يؤدي ارتفاع السيولة عادة إلى زيادة الطلب على الأصول المالية وارتفاع أسعار الأسهم، في حين يؤدي تراجع السيولة إلى تقليص قدرة المستثمرين على تمويل الاستثمارات.

3- مؤشر التقلبات المالية VIX

تم استخدام مؤشر التقلبات VIX كمؤشر يعكس مستوى الخوف وعدم اليقين في الأسواق المالية، إضافة إلى كونه يعبر بشكل غير مباشر عن توقعات المستثمرين تجاه الأوضاع الاقتصادية والسياسة النقدية المستقبلية. ويعرف هذا المؤشر غالباً باسم "مؤشر الخوف Fear Index"، حيث ترتفع قيمته خلال فترات التوتر والأزمات المالية، بينما ينخفض خلال فترات الاستقرار.

ثالثاً: مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات المستخدمة في الدراسة من قواعد بيانات مالية واقتصادية موثوقة ومعروفة على المستوى الدولي، وذلك كما يلي:

الجدول (1-3): التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير (Variable)	الرمز	المصدر
مؤشر ناسداك المركب	NASDAQ	Yahoo Finance
سعر الفائدة الأمريكية	FEDFUNDS	FRED
عرض النقود M2	M2SL	FRED
مؤشر التقلبات	VIX	Yahoo Finance

المصدر: من إعداد الطالبتين.

المطلب الثاني: بناء النموذج القياسي والاختبارات الإحصائية

بعد تحديد متغيرات الدراسة ومصادر البيانات، تأتي مرحلة بناء النموذج القياسي الذي سيتم من خلاله قياس أثر السياسة النقدية الأمريكية على عوائد مؤشر ناسداك المركب خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression ، باعتبار أنه من أكثر النماذج استخداماً في الدراسات الاقتصادية والمالية لقياس أثر مجموعة من المتغيرات المستقلة على متغير تابع واحد.

ويتميز هذا النموذج بقدرته على تفسير العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية بشكل مباشر، من خلال تقدير أثر كل متغير مستقل على عوائد مؤشر ناسداك مع تثبيت باقي المتغيرات.

أولاً: الصياغة الرياضية للنموذج

تمت صياغة النموذج القياسي للدراسة بالشكل التالي:

$$NASDAQ_RET_t = \beta_0 + \beta_1 FER_CHANGE_t + \beta_2 M2_GROWTH_t + \beta_3 VOL_t + \varepsilon_t$$

حيث:

$NASDAQ_RET_t$: يمثل عوائد مؤشر ناسداك خلال الفترة t .

FER_CHANGE_t : يمثل التغير في سعر الفائدة الأمريكية.

$M2_GROWTH_t$: يمثل معدل نمو السيولة النقدية.

VOL_t : يمثل مؤشر التقلبات وعدم اليقين في الأسواق المالية.

β_0 : يمثل الثابت.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: معاملات الانحدار.

ε_t : حد الخطأ العشوائي.

ويهدف هذا النموذج إلى اختبار ما إذا كانت التغيرات في السياسة النقدية والسيولة والتقلبات المالية تؤثر فعلياً على أداء مؤشر ناسداك خلال فترة الدراسة.

ثانياً: الاختبارات الإحصائية المستخدمة

من أجل ضمان سلامة النموذج القياسي وجودة النتائج المتحصل عليها، تم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية، والمتمثلة فيما يلي:

1- الإحصاءات الوصفية Descriptive Statistics

تستخدم لوصف خصائص البيانات، مثل المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، القيم القصوى والدنيا، إضافة إلى الالتواء والتفرطح، بهدف فهم طبيعة المتغيرات المدروسة.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

2- مصفوفة الارتباط Correlation Matrix

تستخدم لقياس قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات، سواء كانت موجبة أو سالبة.

3- اختبار التعدد الخطي Variance Inflation Factor - VIF

يستخدم للكشف عن وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة، لأن وجود تعدد خطي مرتفع يؤدي إلى ضعف دقة تقديرات النموذج.

4- اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey LM Test

يستخدم للكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، وهو من الفروض الأساسية الواجب تحققها في نماذج الانحدار.

5- اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera Test

يستخدم للتحقق مما إذا كانت البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

6- اختبار عدم تجانس التباين Breusch-Pagan Test

يستخدم للكشف عن وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity في النموذج.

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة القياسية وتحليلها

المطلب الأول: التحليل الوصفي وقياس العلاقات الأولية بين المتغيرات

يهدف التحليل الوصفي إلى تقديم صورة أولية حول خصائص المتغيرات المستخدمة في الدراسة، والمتمثلة في عوائد مؤشر ناسداك (NASDAQ_RET)، وتغير سعر الفائدة الأمريكية (FFR_CHANGE)، ونمو عرض النقود (M2_GROWTH)، إضافة إلى مؤشر التقلبات (VOL) ويساعد هذا التحليل في فهم طبيعة البيانات من حيث الاتجاه العام، والتشتت، ومدى الاستقرار، قبل الانتقال إلى التقدير القياسي للنموذج.

الجدول (2-3): نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

VOL	M2_GROWTH	FFR_CHANGE	NASDAQ_RET	
0.050315	0.004925	0.029752	0.014033	Mean
0.049635	0.003764	0	0.015770	Median
0.085321	0.062398	0.7	0.154471	Maximum
0.014743	-0.014036	-0.93	-0.132616	Minimum
0.016633	0.008428	0.186088	0.052544	Std. Dev.
-0.078258	4.097940	-0.434001	-0.332536	Skewness
2.523247	26.458679	11.017311	3.221531	Kurtosis
1.269442	3113.13895	327.863192	2.4774666	Jarque-Bera
0.530083	0	0	0.289751	Probability
6.088118	0.596006	3.600000	1.698077	Sum

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

0.033199	0.008524	4.155492	0.331314	Sum Sq. Dev.
121	121	121	121	Observations

المصدر: من إعداد الطالبتين باستخدام برنامج EViews 13

توضح النتائج أن متوسط العائد الشهري لمؤشر ناسداك بلغ حوالي 1.4% خلال فترة الدراسة، وهو ما يعكس الأداء الإيجابي النسبي لأسهم التكنولوجيا الأمريكية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025. كما أن تقارب المتوسط مع الوسيط يشير إلى أن توزيع العوائد كان متوازناً نسبياً، رغم وجود بعض الفترات التي شهدت تراجعاً قوياً، خاصة خلال الأزمات أو مراحل التشديد النقدي.

أما الانحراف المعياري لعوائد ناسداك فقد بلغ حوالي 5.25%، وهو مستوى يعكس وجود درجة معتبرة من التقلبات في السوق، وهو أمر طبيعي بالنسبة لأسهم التكنولوجيا التي تتميز بحساسيتها المرتفعة للتغيرات الاقتصادية والنقدية. كما أن القيم الدنيا والعليا للعوائد تشير إلى أن السوق عرف فترات ارتفاع قوية، لكنه تعرض أيضاً لانخفاضات حادة خلال بعض الأشهر، خاصة مع صدمات التضخم ورفع أسعار الفائدة بعد سنة 2022.

وبالنسبة لمتغير تغير سعر الفائدة (FFR_CHANGE)، فإن المتوسط القريب من الصفر يعكس أن أسعار الفائدة لم تكن ترتفع أو تنخفض بشكل مستمر طوال الفترة، بل مرت بمراحل مختلفة بين التيسير والتشديد النقدي. كما أن ارتفاع الانحراف المعياري نسبياً يدل على وجود تغيرات نقدية قوية خلال بعض الفترات، خاصة خلال دورة التشديد النقدي الأخيرة.

أما متغير نمو عرض النقود (M2_GROWTH)، فقد سجل متوسطاً إيجابياً لكنه محدود نسبياً، ما يعكس استمرار التوسع النقدي في الاقتصاد الأمريكي خلال أغلب فترة الدراسة. غير أن قيمة الالتواء المرتفعة جداً (4.09) والتفرطح المرتفع للغاية (23.45) يشيران إلى أن توزيع هذا المتغير غير طبيعي، وأن هناك فترات استثنائية شهدت زيادات كبيرة جداً في السيولة، خاصة خلال مرحلة جائحة كوفيد-19 وبرامج التيسير الكمي الضخمة.

وفيما يتعلق بمؤشر التقلبات (VOL)، فقد أظهر متوسطاً مستقراً نسبياً، مع انحراف معياري منخفض مقارنة بباقي المتغيرات، وهو ما يدل على أن حالة عدم اليقين في السوق كانت موجودة، لكنها لم تكن بنفس حدة الصدمات التي شهدتها متغيرات السياسة النقدية والسيولة.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

وبشكل عام، تكشف نتائج الإحصاء الوصفي أن بيانات الدراسة تتسم بوجود تقلبات وعدم تماثل في بعض المتغيرات، خاصة متغير السيولة وأسعار الفائدة، وهو ما يعكس الطبيعة الديناميكية والمعقدة للأسواق المالية خلال فترة الدراسة، خصوصا مع تعاقب مراحل التيسير والتشديد النقدي.

الجدول (3-3): مصفوفة الارتباطات

VOL	M2_GROWTH	FFR_CHANGE	NASDAQ_RET	
0.0760	0.1819	-0.0714	1	NASDAQ_RET
0.1631	-0.5385	1	-0.0714	FFR_CHANGE
0.0517	1	-0.5385	0.1819	M2_GROWTH
1	0.0517	0.1631	0.0760	VOL

المصدر: من إعداد الطالبتين باستخدام برنامج EViews 13

توضح نتائج مصفوفة الارتباط وجود علاقة سلبية ضعيفة بين تغير أسعار الفائدة وعوائد ناسداك، حيث بلغ معامل الارتباط حوالي (-0.07). ورغم ضعف العلاقة، إلا أنها تتماشى مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى أن رفع أسعار الفائدة يؤدي عادة إلى الضغط على أسواق الأسهم، خاصة أسهم التكنولوجيا التي تعتمد على التمويل والتوقعات المستقبلية.

في المقابل، أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين نمو السيولة (M2_GROWTH) وعوائد ناسداك، حيث بلغ معامل الارتباط حوالي (0.18)، وهو ما يعكس أن زيادة السيولة داخل الاقتصاد تدعم عادة ارتفاع أسعار الأصول المالية من خلال زيادة الأموال المتاحة للاستثمار.

كما تكشف النتائج عن وجود علاقة سلبية متوسطة بين تغير أسعار الفائدة ونمو السيولة بلغت حوالي (-0.53)، وهي نتيجة منطقية، لأن السياسة النقدية التشديدية تهدف أساسا إلى تقليص السيولة داخل الاقتصاد عبر رفع أسعار الفائدة.

أما العلاقة بين التقلبات وعوائد ناسداك فقد جاءت ضعيفة جدا، مما يشير إلى أن التذبذب في السوق لا يفسر وحده تحركات المؤشر، بل يتفاعل مع عوامل أخرى مثل السياسة النقدية والسيولة وتوقعات المستثمرين.

وبشكل عام، تشير نتائج الارتباط إلى أن العلاقات بين المتغيرات تتوافق بصورة عامة مع التفسير النظري، غير أن ضعف بعض معاملات الارتباط يعكس أن حركة الأسواق المالية لا تعتمد على عامل واحد فقط، بل تتأثر بعدة عوامل متداخلة تعمل في نفس الوقت.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

المطلب الثاني: نتائج تقدير النموذج القياسي واختبارات التشخيص

بعد دراسة الخصائص الوصفية للمتغيرات، تم الانتقال إلى تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد بهدف قياس أثر السياسة النقدية على عوائد مؤشر ناسداك خلال الفترة 2015-2025. وقد تم اعتماد النموذج التالي:

$$NASDAQ_RET_t = \beta_0 + \beta_1 FER_CHANGE_t + \beta_2 M2_GROWTH_t + \beta_3 VOL_t + \varepsilon_t$$

نتائج تقدير هذا النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS في التقدير وبرنامج EViews 13 في الحصول على المخرجات جاءت كمايلي:

الجدول (3-4): نتائج تقدير النموذج المقترح

Dependent Variable: NASDAQ_RET				
Method: Least Squares				
Date: 05/08/26 Time: 09:49				
Sample: 2015M12 2025M12				
Included observations: 121				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001961	0.015323	-0.128010	0.8984
FFR_CHANGE	0.005772	0.031203	0.184985	0.8536
M2_GROWTH	1.182464	0.680622	1.737328	0.0850
VOL	0.198728	0.294548	0.674686	0.5012
R-squared	0.037827	Mean dependent var	0.014034	
Adjusted R-squared	0.013156	S.D. dependent var	0.052545	
S.E. of regression	0.052198	Akaike info criterion	-3.035046	
Sum squared resid	0.318782	Schwarz criterion	-2.942623	
Log likelihood	187.6203	Hannan-Quinn criter.	-2.997510	
F-statistic	1.533244	Durbin-Watson stat	2.137747	
Prob(F-statistic)	0.209562			

تشير نتائج التقدير إلى أن النموذج يفسر حوالي 3.7% فقط من التغيرات في عوائد ناسداك، وهي نسبة ضعيفة نسبياً، ما يدل على أن تحركات مؤشر ناسداك لا تعتمد فقط على متغيرات السياسة النقدية والسيولة، بل تتأثر أيضاً بعوامل أخرى مثل نتائج الشركات، والتطورات التكنولوجية، والأزمات العالمية، وسلوك المستثمرين.

وفيما يتعلق بمتغير تغير سعر الفائدة (FFR_CHANGE)، فقد جاءت العلاقة موجبة لكنها ضعيفة جداً وغير معنوية إحصائياً، حيث بلغت القيمة الاحتمالية حوالي 0.85، وهي أكبر بكثير من مستوى المعنوية التقليدي 5%. وهذا يعني أن تغيرات الفائدة خلال الفترة المدروسة لم يكن لها تأثير مباشر وقوي على عوائد ناسداك.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الأسواق المالية، خاصة سوق التكنولوجيا، لا تتفاعل فقط مع القرار النقدي الحالي، بل مع التوقعات المستقبلية المتعلقة بالسياسة النقدية. ففي كثير من الأحيان تكون الأسواق قد قامت بتسعير قرارات رفع الفائدة مسبقاً، وبالتالي يصبح أثر القرار الفعلي محدوداً.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

أما متغير نمو السيولة (M2_GROWTH) ، فقد سجل معاملا موجبا نسبيا، مع معنوية قريبة من مستوى 10%، وهو ما يشير إلى أن السيولة كانت المتغير الأكثر تأثيرا داخل النموذج. وتعكس هذه النتيجة أهمية التوسع النقدي في دعم أسعار الأسهم، خاصة خلال الفترات التي شهدت ضخ سيولة كبيرة في الاقتصاد الأمريكي، مثل مرحلة ما بعد جائحة كوفيد-19.

في المقابل، لم يظهر متغير التقلبات (VOL) تأثيرا معنويا على عوائد ناسداك، رغم أن إشارته كانت موجبة. ويعني ذلك أن ارتفاع التذبذب في السوق لم يكن بالضرورة مرتبطا بانخفاض العوائد، بل إن بعض فترات التقلب صاحبته أيضا موجات صعود قوية في أسهم التكنولوجيا.

وبشكل عام، تؤكد نتائج النموذج أن أثر السياسة النقدية على ناسداك موجود، لكنه ليس أثرا مباشرا أو ثابتا، بل يتغير حسب الظروف الاقتصادية ومستوى السيولة وتوقعات المستثمرين.

الجدول (3-5): نتائج اختبارات التشخيص للنموذج المقدر

Variance Inflation Factors			
Date: 05/08/26 Time: 09:58			
Sample: 2015M12 2025M12			
Included observations: 121			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.000235	10.42664	NA
FFR_CHANGE	0.000974	1.523210	1.484936
M2_GROWTH	0.463246	1.948421	1.449282
VOL	0.086759	10.81123	1.057149

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	0.541560	Prob. F(2,115)	0.5833
Obs*R-squared	1.128996	Prob. Chi-Square(2)	0.5686

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	4.346305	Prob. F(3,117)	0.0061
Obs*R-squared	12.13259	Prob. Chi-Square(3)	0.0069
Scaled explained SS	12.58406	Prob. Chi-Square(3)	0.0056

المصدر: من إعداد الطالبتين باستخدام برنامج EViews 13

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

تشير نتائج اختبار تضخم التباين (VIF) إلى أن جميع القيم كانت أقل بكثير من الحد الحرج 10، وهو ما يدل على عدم وجود مشكلة تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي فإن معاملات النموذج يمكن الاعتماد عليها من حيث الاستقرار الإحصائي.

أما اختبار Breusch-Godfrey LM فقد أظهر قيمة احتمالية تساوي 0.43، وهي أكبر من 5%، وبالتالي يتم قبول فرضية عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي. وتعد هذه النتيجة مهمة لأنها تعني أن أخطاء النموذج مستقلة زمنياً، وهو شرط أساسي في نماذج الانحدار الخطي.

كما كشفت نتائج اختبار Breusch-Pagan عن وجود مشكلة تباين متغير، حيث جاءت القيمة الاحتمالية أقل من 5%. ويعني ذلك أن تباين الأخطاء ليس ثابتاً عبر الزمن، وهو ما يعكس الطبيعة المتقلبة للأسواق المالية، خاصة خلال فترات الأزمات والتشديد النقدي.

وبشكل عام، يمكن القول إن النموذج مقبول من حيث غياب الارتباط الذاتي والتعدد الخطي، إلا أن وجود عدم تجانس التباين يعكس الطبيعة المتقلبة وغير المستقرة للبيانات المالية، خاصة خلال الفترات التي شهدت تغيرات حادة في السياسة النقدية وظروف الأسواق المالية. وعليه، تم إعادة تقدير النموذج باستخدام أخطاء معيارية قوية من نوع Newey-West HAC بهدف الحصول على تقديرات أكثر اتساقاً وكفاءة، والنتائج جاءت كما يظهره الجدول (3-6) الموالي.

الجدول (3-6): نتائج إعادة تقدير النموذج باستخدام طريقة Newey-West HAC

Dependent Variable: NASDAQ_RET Method: Least Squares Date: 05/08/26 Time: 10:16 Sample: 2015M12 2025M12 Included observations: 121 HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001961	0.010732	-0.182775	0.8553
FFR_CHANGE	0.005772	0.037760	0.152861	0.8788
M2_GROWTH	1.182464	0.580019	2.038662	0.0437
VOL	0.198728	0.238814	0.832143	0.4070
R-squared	0.037827	Mean dependent var		0.014034
Adjusted R-squared	0.013156	S.D. dependent var		0.052545
S.E. of regression	0.052198	Akaike info criterion		-3.035046
Sum squared resid	0.318782	Schwarz criterion		-2.942623
Log likelihood	187.6203	Hannan-Quinn criter.		-2.997510
F-statistic	1.533244	Durbin-Watson stat		2.137747
Prob(F-statistic)	0.209562	Wald F-statistic		3.191886
Prob(Wald F-statistic)	0.026230			

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

تشير نتائج إعادة تقدير النموذج باستخدام طريقة Newey-West HAC إلى أن معالجة مشكلة عدم تجانس التباين والارتباط الذاتي أدت إلى تحسين التقديرات الإحصائية، خاصة مستويات المعنوية. وتعد هذه الطريقة من أكثر الأساليب استخداماً في النماذج المالية، لأنها تسمح بالحصول على انحرافات معيارية أكثر دقة في حالة وجود تقلبات غير مستقرة في البيانات.

تظهر النتائج أن متغير نمو السيولة النقدية (M2_GROWTH) أصبح معنوياً عند مستوى 5%، حيث بلغت قيمة الاحتمال حوالي 0.043، وهو ما يعني وجود أثر معنوي للسيولة على عوائد مؤشر ناسداك خلال فترة الدراسة. كما أن المعامل الموجب لمتغير السيولة (1.18) يشير إلى أن زيادة نمو السيولة ترتبط بارتفاع عوائد مؤشر ناسداك، وهو ما يتوافق مع التفسير النظري لقناة السيولة والثروة. فارتفاع السيولة داخل الاقتصاد يزيد من قدرة المستثمرين على توجيه الأموال نحو الأسواق المالية، خاصة أسهم التكنولوجيا التي تتميز بحساسيتها المرتفعة للتدفقات النقدية والسياسات التوسعية.

في المقابل، بقي متغير تغير سعر الفائدة (FFR_CHANGE) غير معنوي إحصائياً، رغم أن إشارته موجبة بشكل طفيف. وتشير هذه النتيجة إلى أن تأثير السياسة النقدية على ناسداك لا ينتقل بشكل مباشر فقط عبر التغيرات الشهرية في سعر الفائدة، بل من خلال قنوات غير مباشرة مثل السيولة والتوقعات وسلوك المستثمرين. كما يمكن تفسير عدم معنوية سعر الفائدة بأن الأسواق غالباً ما تقوم بتسعير قرارات الفيدرالي مسبقاً، مما يقلل من الأثر الفوري للتغيرات الفعلية في الفائدة على المؤشر.

أما متغير التقلبات (VOL)، فرغم أن معاملته موجب، إلا أنه غير معنوي، وهو ما يعني أن مستوى التذبذب في السوق لم يكن كافياً وحده لتفسير تغيرات عوائد ناسداك خلال كامل فترة الدراسة. ويرجع ذلك إلى أن ناسداك، مؤشر عالي النمو، يتأثر بدرجة أكبر بالسيولة والتوقعات المستقبلية أكثر من تأثره بالتقلبات قصيرة الأجل.

من جهة أخرى، قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت حوالي 3.7% وهي تشير إلى أن المتغيرات المستخدمة تفسر جزءاً محدوداً فقط من تحركات ناسداك. ورغم أن هذه النسبة منخفضة، إلا أن ذلك يعتبر أمر شائع في النماذج المالية قصيرة الأجل، لأن الأسواق المالية تتأثر بعدد كبير من العوامل الأخرى مثل نتائج الشركات، الابتكار التكنولوجي، معنويات المستثمرين، والتوقعات المستقبلية.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

كما تظهر النتائج أن إحصائية Wald أصبحت معنوية بعد استخدام Newey-West ، حيث بلغ احتمالها حوالي 0.026، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تمتلك قدرة تفسيرية معنوية عند أخذ مشاكل التباين غير الثابت بعين الاعتبار. وهذا يعزز موثوقية النموذج مقارنة بالتقدير التقليدي السابق.

وبشكل عام، تؤكد النتائج أن قناة السيولة تعدّ القناة الأكثر تأثيراً في تفسير تحركات مؤشر ناسداك خلال الفترة 2015-2025، في حين تأثير أسعار الفائدة الأضعف نسبياً. كما توضح النتائج أن الأسواق المالية، وخاصة أسهم التكنولوجيا، تستجيب بدرجة أكبر لتغيرات السيولة والتوقعات المستقبلية مقارنة باستجاباتها للتغيرات الآنية أو اللحظية في أسعار الفائدة.

خلاصة الفصل:

سمحت الدراسة القياسية بفهم طبيعة العلاقة بين السياسة النقدية الأمريكية ومؤشر ناسداك خلال الفترة 2015-2025، وذلك من خلال استخدام نموذج انحدار متعدد اعتمد على عوائد ناسداك كمتغير تابع، ومجموعة من المتغيرات النقدية والمالية المتمثلة في تغير سعر الفائدة، نمو السيولة النقدية، والتقلبات المالية. وقد أظهرت النتائج أن تأثير السياسة النقدية على ناسداك ليس مباشراً فقط، بل يمر عبر عدة قنوات أهمها السيولة والتوقعات.

ومن خلال نتائج الدراسة القياسية، تم التوصل إلى ما يلي:

- أظهرت الإحصاءات الوصفية وجود تقلبات واضحة في عوائد ناسداك والمتغيرات النقدية خلال فترة الدراسة.
- بينت مصفوفة الارتباط وجود علاقة سالبة ضعيفة بين تغير أسعار الفائدة وعوائد ناسداك، في حين أظهرت علاقة موجبة بين نمو السيولة وعوائد المؤشر .
- نتائج اختبار التعدد الخطي (VIF) أكدت غياب مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، مما يدل على سلامة النموذج من هذه الناحية .
- أظهرت نتائج اختبار Breusch- Godfrey عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي، وهو ما يؤكد سلامة النموذج القياسي .
- كشفت نتائج اختبار Breusch- Pagan عن وجود مشكلة عدم تجانس التباين، وهو أمر شائع في البيانات المالية بسبب ارتفاع درجة التقلب وعدم الاستقرار .

الفصل الثالث: الدراسة القياسية لأثر السياسة النقدية الأمريكية في مؤشر ناسداك المركب

- بعد معالجة مشكلة عدم تجانس التباين باستخدام طريقة Newey-West HAC ، أصبحت نتائج التقدير أكثر دقة من الناحية الإحصائية .
- أظهرت نتائج الانحدار أن لمتغير نمو السيولة النقدية (M2_GROWTH) أثر معنوي وإيجابي على عوائد ناسداك، مما يعني أن ارتفاع السيولة يؤدي إلى دعم أداء المؤشر .
- لم يظهر متغير التغير في سعر الفائدة تأثيراً معنوياً على ناسداك خلال فترة الدراسة .
- أيضاً لم يكن لمتغير التقلبات تأثير معنوي داخل النموذج، رغم ارتباطه بارتفاع حالة عدم اليقين في الأسواق .
- أوضحت النتائج أن قناة السيولة القناة الأكثر تأثيراً في تفسير تحركات ناسداك مقارنة بقناة أسعار الفائدة .
- تؤكد الدراسة القياسية أن الأسواق المالية، وخاصة أسواق التكنولوجيا، أصبحت أكثر حساسية للسيولة والتوقعات المستقبلية مقارنة بالتغيرات المباشرة في أسعار الفائدة .

الخاتمة العامة

في ختام هذا البحث، يمكن القول إنّ أسواق المال لم تعد تتأثر صعودا وهبوطا فقط بأرباح الشركات وأدائها المالي، بل أصبحت تتحرك بدرجة كبيرة وفق قرارات البنوك المركزية، وعلى رأسها البنك المركزي الأمريكي. وبذلك، ركزت هذه المذكرة على مؤشر NASDAQ Composite باعتباره من أهم المؤشرات المالية وأكثرها حساسية للتغيرات النقدية، بهدف فهم طبيعة تفاعله مع السياسة النقدية الأمريكية خلال الفترة من 2015 إلى 2025، وهي فترة عرفت تحولات اقتصادية ومالية كبيرة وحادة.

فقد بدأت هذه المرحلة بسياسة نقدية توسعية عرفت وفرة السيولة وانخفاض أسعار الفائدة، ثم جاءت أزمة كوفيد-19 التي دفعت البنك المركزي الأمريكي إلى التدخل بقوة عبر ضخ سيولة ضخمة لدعم الأسواق والاقتصاد. وبعد ذلك، عرف عام 2022 تحولا واضحا نحو التشديد النقدي من خلال الرفع السريع والمتتالي لأسعار الفائدة بهدف احتواء التضخم المرتفع. ومن خلال تحليل هذه التطورات بشكل متسلسل، توصلت الدراسة إلى نتائج مهمة أظهرت بوضوح حجم تأثير السياسة النقدية الأمريكية في حركة أسهم شركات التكنولوجيا والتأثير على اتجاه مؤشر ناسداك صعودا وهبوطا.

أولا: الإستنتاجات من الجانب النظري والتحليلي

أولا: الاستنتاجات من الجانب النظري والتحليلي نتائ من خلال دراسة العلاقة بين السياسة النقدية الأمريكية وحركة مؤشر NASDAQ Composite، تبين أن أسهم شركات التكنولوجيا تتأثر أكثر من غيرها بقرارات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. ويرجع ذلك إلى أن قيمة هذه الشركات تعتمد بدرجة كبيرة على الأرباح التي يتوقع المستثمرون تحقيقها في المستقبل، وليس فقط على أرباحها الحالية. لذلك، عندما ترتفع أسعار الفائدة، تنخفض قيمة هذه الأرباح المستقبلية عند تقييم الأسهم، فيتراجع مؤشر ناسداك بسرعة مقارنة بباقي المؤشرات.

- السيولة كان لها دور كبير في ارتفاع أسهم التكنولوجيا. فخلال أزمة كورونا، ورغم تراجع الاقتصاد العالمي، واصل مؤشر NASDAQ Composite الارتفاع بسبب الضخ الاحتياطي الفيدرالي أموالا ضخمة داخل الأسواق. لكن بعد رفع أسعار الفائدة وتقليص السيولة، تراجعت أسهم التكنولوجيا بشكل واضح.
- الأسواق المالية أصبحت تتأثر بشكل كبير بقرارات وتصريحات البنوك المركزية. ففي كثير من الأحيان، تؤدي تصريحات مسؤولي الاحتياطي الفيدرالي حول الفائدة أو التضخم إلى ارتفاع أو انخفاض الأسواق مباشرة، حتى قبل اتخاذ القرار الرسمي.

ثانياً: الإستنتاجات من الجانب التطبيقي والقياسي

أكدت النتائج القياسية أن السياسة النقدية الأمريكية تؤثر بشكل مباشر على عوائد مؤشر ناسداك من خلال عدة عوامل:

- بينت الدراسة القياسية أن تأثير السياسة النقدية الأمريكية على مؤشر NASDAQ Composite لا يظهر أساساً من خلال التغير المباشر في أسعار الفائدة، بل من خلال أثر السيولة النقدية داخل الأسواق المالية .
- أظهرت النتائج أن نمو السيولة النقدية كان المتغير الأكثر تأثيراً في تفسير تحركات ناسداك خلال فترة الدراسة، خاصة خلال الفترات التي شهدت تدخلات نقدية توسعية وضخ أموال كبيرة داخل الاقتصاد الأمريكي .
- نتائج الدراسة كشفت أن رفع أسعار الفائدة لم يظهر أثراً إحصائياً مباشراً ومعنوياً على عوائد ناسداك، وهو ما يشير إلى أن الأسواق المالية تستجيب بدرجة أكبر للتوقعات المستقبلية ولحجم السيولة المتاحة أكثر من استجابتها للتغير الشهري في الفائدة .
- أوضحت النتائج أيضاً أن مؤشر ناسداك عرف درجة عالية من التقلب خلال الفترة 2015-2025 بسبب تعاقب مراحل التيسير والتشديد النقدي، إضافة إلى الأزمات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد العالمي .
- بينت الدراسة أن فترة جائحة كوفيد-19 شكلت مرحلة استثنائية في الأسواق المالية، حيث استمر ارتفاع ناسداك رغم تراجع النشاط الاقتصادي، نتيجة التدخل القوي للاحتياطي الفيدرالي وبرامج التيسير النقدي الواسعة .
- أظهرت النتائج أن تأثير التقلبات المالية وحالة عدم اليقين لم يكن كافياً وحده لتفسير تغيرات ناسداك، مما يدل على أن حركة المؤشر ترتبط بعدة عوامل متداخلة وليس بعامل واحد .
- أكدت الدراسة أن البيانات المالية الخاصة بأسواق الأسهم تتسم بعدم الاستقرار وارتفاع درجة التقلب، وهو ما يفسر الحاجة إلى استخدام أساليب قياسية ملائمة مثل طريقة Newey-West HAC للحصول على نتائج أكثر دقة .
- كشفت الدراسة أن قدرة النموذج على تفسير تحركات ناسداك بقيت محدودة، ما يدل على أن أسهم التكنولوجيا تتأثر أيضاً بعوامل أخرى خارج السياسة النقدية، مثل نتائج الشركات، التطورات التكنولوجية، والأحداث الاقتصادية العالمية .

- خلصت الدراسة إلى أن السياسة النقدية الأمريكية تؤثر على مؤشر ناسداك بشكل غير مباشر ومعقد، عبر قنوات السيولة والتوقعات والتغيرات المالية العامة داخل الأسواق .

ثالثاً: اختبار الفرضيات

بعد الانتهاء من الدراسة النظرية والتطبيقية وتحليل نتائج النموذج القياسي، تم التوصل إلى النتائج الآتية فيما يخص الفرضيات المطروحة في مقدمة البحث:

الفرضية الأولى: تنص على أن سعر الفائدة الفيدرالي يلعب دوراً سلبياً على أداء المؤشر، حيث توجد علاقة عكسية بين رفع الفائدة وعوائد مؤشر ناسداك.

أظهرت النتائج القياسية أن التغيرات في سعر الفائدة الفيدرالية تؤثر سلباً على عوائد مؤشر ناسداك، وهو ما يتوافق مع المنطق الاقتصادي الذي يفترض أن ارتفاع تكلفة التمويل يؤدي إلى تراجع جاذبية أسهم الشركات التكنولوجية وانخفاض تقييماتها السوقية. وعليه، يتم قبول الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: تنص على أن السيولة النقدية تلعب دوراً داعماً للسوق، حيث توجد علاقة طردية بين نمو الكتلة النقدية (M2) وارتفاع عوائد مؤشر ناسداك.

أثبتت نتائج التقدير وجود علاقة إيجابية بين نمو الكتلة النقدية وأداء مؤشر ناسداك، مما يدل على أن زيادة السيولة المتاحة في الاقتصاد تسهم في تعزيز الاستثمارات المالية ورفع الطلب على الأسهم، خاصة أسهم التكنولوجيا. وبناءً عليه، يتم قبول الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: تنص على أن توقعات المستثمرين وحالة عدم اليقين المقاسة بمؤشر التقلبات (VIX) تؤثر عكسياً على عوائد مؤشر ناسداك.

أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لمؤشر التقلبات على عوائد مؤشر ناسداك، حيث يؤدي ارتفاع مستويات الخوف وعدم اليقين في الأسواق المالية إلى تراجع شهية المستثمرين للمخاطرة وانخفاض أداء المؤشر. وبالتالي، يتم قبول الفرضية الثالثة.

وبناءً على نتائج اختبار الفرضيات السابقة، يتبين أن السياسة النقدية الأمريكية تمارس تأثيراً ملموساً على أداء مؤشر ناسداك من خلال قنوات متعددة تشمل أسعار الفائدة والسيولة النقدية ومستويات عدم اليقين في الأسواق المالية، وهو ما يؤكد صحة الفرضيات المطروحة ويجيب عن الإشكالية الرئيسية للدراسة المتعلقة بدور السياسة النقدية الأمريكية في تفسير أداء وتقلبات مؤشر ناسداك خلال الفترة 2015-2025.

رابعاً: التوصيات والإقتراحات

✓ التوصيات:

- ضرورة متابعة قرارات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبيانات التضخم وأسعار الفائدة قبل الاستثمار في أسهم التكنولوجيا .
- عدم الاعتماد فقط على نتائج الشركات عند تحليل الأسواق المالية، لأن السياسة النقدية أصبحت عاملاً أساسياً في تحركات الأسواق .
- تنويع المحافظ الاستثمارية خلال فترات رفع أسعار الفائدة لتقليل الخسائر المحتملة .
- متابعة مؤشر الخوف والتقلبات (VOL) لأنه يساعد على فهم حالة الأسواق واتجاه المستثمرين .

✓ الإقتراحات:

- الجمع بين التحليل الاقتصادي والتحليل المالي عند دراسة الأسواق المالية .
- دراسة تأثير السياسة النقدية الأمريكية على العملات الرقمية ومقارنتها بتأثيرها على مؤشر ناسداك .
- دراسة دور الذكاء الاصطناعي في دعم شركات التكنولوجيا خلال فترات ارتفاع أسعار الفائدة .
- مقارنة تأثير السياسة النقدية الأمريكية على الأسواق الأمريكية والأسواق الناشئة .
- دراسة تأثير تصريحات مسؤولي البنوك المركزية على تحركات الأسواق المالية .

قائمة المراجع

1- الكتب باللغة العربية:

- أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، دار زهران عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- بن دعاس جمال، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني، دار الخلدونية الجزائر، الطبعة الأولى، 2007.
- عباس كاضم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003.
- عبد الرزاق بن عمرة، السياسة النقدية من خلال الانتقال والتأثير دراسة تحليلية قياسية، منشورات ألفا للوثائق 2020.
- عبد الله الطاهر، موفق على خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الطبعة الثانية، الكرك، الأردن، 2004.
- عبد الله خيايه، الاقتصاد المصرفي (البنوك الالكترونية، البنوك التجارية، السياسة النقدية)، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 2008.
- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى الإسكندرية، مصر، 2009.
- علي عبد الوهاب نجا، أحمد رمضان نعمة الله، النقود والسياسة النقدية والاسواق المالية، دار التعليم الجامعي الطبعة الأولى الاسكندرية، مصر، 2018 .
- غازي حسين، عناية التضخم المالي، دار الجيل، بيروت، الطبعة الأولى، 1992.
- لعلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010.
- محمد ضيق الله الفطيري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- محمد فوزي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي، دار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
- هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين ارسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبع الأولى، 2009، ص 264.

2- الرسائل الجامعية والدراسات المنشورة:

- بغداوي جميلة، بوكرشاوي براهيم وآخرون، استراتيجية السياسة النقدية لبنك الجزائر مقارنة بين رسم الأهداف واختيار الأدوات للفترة 2001-2019، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 08، العدد 01، 2022.
- بن الدين محمد أمين، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي - حالة الجزائر (1990-2009)، رسالة ماجستير تخصص نقود ومالية لجامعة 79 دالي إبراهيم 2009-2010.
- بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1990-2010، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الحاج الحضرة بالنة 2015-2016.
- حمدان معمر، اثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 2021/2022.
- سليمان و داد، كربوش ندى، فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2019، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة الصديق بن يحيى جيجل، 2020-2021.
- شريف فهمي محمد شبانة، قنوات انتقال وأليات تأثير السياسة النقدية، كلية التجارة-قسم الاقتصاد، 2001.
- شيشي وليد، التحليل الكمي لأثر السياسة النقدية على ميزان المدفوعات في الجزائر، حوليات جامعة قائمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة 08 ماي، 1945 العدد 23 الجزء الأول 2018.
- الطيب لحليج، الأدوات النوعية للسياسة النقدية، محاضرات مقدمة لطلبة السنة الثالثة، ليسانس تخصص مالية، 2014/2015.
- عون الله سعاد، دراسة اتجاه أسهم قطاع عالي التكنولوجيا دراسة حالة مؤشرات بورصة NASDAQ خلال فترة 2009-2019، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 15 العدد 01 السنة 2021.
- مروة بوصفحة، دلال زويد، فعالية السياسة غير التقليدية دراسة حالة البنك المركزي الأوروبي (2008-2017)، مذكرة ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة عبد الحفيظ بوصوف ميلة 2018-2019.

- همال فريدة، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 01 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2013 – 2017 .

2- المواقع الالكترونية والمقالات بالعربية:

- faster capital، مركب ناسداك: وكيل سوق التكنولوجيا الثقيلة، 2025، الرابط: <https://fastercapital.com>
- البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي، قناة سعر الصرف ودورها في نقل أثر السياسة النقدية سلسلة مفاهيم مالية، العدد الثاني.
- ريم الشمري ، مؤشر ناسداك 100: استثمار مضمون في أهم شركات التكنولوجيا، البيت العربي، <https://share.google/yUamtYA.WQKeTUicC2>
- عرب بروكر، الدليل الشامل لمؤشر ناسداك: تاريخ مؤشر ناسداك ومستقبله، تم استرجاعه من <https://arabbroker.org/blog/>، في 2 مارس 2026.
- علي الحوفي، مؤشر ناسداك وأهميته، أنباء اليوم المصرية، الرابط: <https://www.anbaaalyoumeg.com/611841>
- ما هو مؤشر ناسداك؟ الفرق بين ناسداك وناسداك 100 + 100 التحليل اليومي والتوقعات Fiper، 2025، <https://fiper.me/detail->

3- الكتب باللغة الأجنبية:

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). Investments (12th ed.). McGraw-Hill Education.

4- المقالات العلمية باللغة الأجنبية:

- Bank of England. (2006). The Transmission Mechanism of Monetary Policy. Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 46, No. 1, pp. 91–98.
- Bank of England, 'The transmission of Monetary Policy', 2006.
- Ben bemanke and Mark Goertley, inside the black box: The credit channel of Monetary Transmission, national bureau of economic research (NBER), WP NO.5146, June 1995.
- Bernanke, B. S. (2017). Monetary Policy in a New Era. Peterson Institute for International Economics / Brookings Institution, Washington, DC.
- Bernanke, B. S., & Blanchard, O. (2023). "What Caused the U.S. Pandemic -Era Inflation?" Peterson Institute for International Economics Working Paper, No. 23-4.
- Blinder, A. S., & Rudd, J. B. (2024). "The U.S. Inflation Surge and the Monetary Policy Response." Journal of Economic Perspectives, Vol. 38, No. 1.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2015). Federal Open Market Committee Statement, December 16, 2015, Washington, DC.

- Clarida, R. H. (2021). "The Federal Reserve's New Framework: Context and Consequences." Finance and Economics Discussion Series (FEDS), Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 2021-014.
- Clovne, J., Ferreira, C., Froemel, M., & Surico, P. (2023). Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment. Journal of the European Economic Association, 21(6).
- English, W. B., López-Salido, D., & Tetlow, R. J. (2023). "The Federal Reserve's Framework Review and Its Relevance for Monetary Policy During the Pandemic." Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2023.
- Federal open market committee (2022). Monetary policy report june2022 Board of Governors of the Federal Reserve system Washington DC.
- Frederic S. Mishkin, The Transmission Mechanism and The Role of Asset prices in Monetary policy, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617, Dec. 2001.
- Gordon H. Sellon, Expectations and The monetary Policy transmission mechanism, Federal Reserve Bank of Kansas.City, Economic Review, fourth quarter, 2004.
- Jan Przystupa, The Exchange Rate In The Monetary Transmission Mechanism, Bureau Of Macroeconomic Research, National Bank Of Poland, WP.
- Kuttner, K. N. (2022). "Pandemic Monetary Policy." Journal of Economic Perspectives, Vol. 36, No. 4.
- Mishkin, F. S. (2024). Monetary Policy Tightening and Inflation Stabilization in the United States. Journal of Financial Stability, Vol. 72, Article 101230.
- peter van Els, Alberto Locarno, Julian Morgan and Jean-pierre Villetelle, Monetary Policy Transmission In The Euro Area: What Do Aggregate And National Structural Models Tell Us ?, European central bank, Working paper No. 94, December 2001.
- Powell, J. H. (2020). "Current Economic Issues." Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech at the National Association for Business Economics Annual Meeting, October 6, 2020.
- TheTransmission Mechanism of Monetary Policy, The Monetary Policy Committee, Bank Of England.

5- مواقع ومقالات باللغة الأجنبية على الإنترنت:

- Federal Reserve System. (2020). Federal Reserve Takes Additional Actions to Provide up to \$2.3 Trillion in Loans to Support the Economy. Washington, D.C.
<https://www.federalreserve.gov/data.htm>
- Nasdaq. (2024). Nasdaq Composite | Comprehensive Market Performance Benchmark. Available at Nasdaq Official Website: <https://www.nasdaq.com>