

تقييم أثر السياسات النقدية في أوقات الأزمات: حالة المملكة الأردنية الهاشمية

حسام قاسم فضل الله العزام

باحث ومحلل مالي رئيسي
صندوق استثمار أموال
الضمان الاجتماعي

د. ساري سليمان ملاحيم

قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية عمان الجامعية
جامعة البلقاء التطبيقية
المملكة الأردنية الهاشمية

د. وليد خلف الزعي

قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية عمان الجامعية
جامعة البلقاء التطبيقية

الملخص

شكلت جائحة كوفيد-19 تحديات كبيرة للبنوك المركزية أثناء محاولتها اتباع سياسات نقدية فعالة من شأنها أن توجه الاقتصاد الأردني إلى طريق التعافي من هذه الأزمات. ومن هنا تتناول هذه الدراسة العلاقة بين السياسة النقدية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن، بالإضافة إلى تأثير التغييرات في قرارات السياسة النقدية التي تم تنفيذها لاحتواء الأزمة الناتجة عن جائحة كوفيد-19 في الأردن خلال الفترة من عام 2011 إلى 2021، حيث تم إجراء التقييم بطريقة التحليل الوصفي مدعوماً بتحليل قياسي لاستكشاف أهمية مؤشر أسعار المستهلكين والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في التنبؤ بمعدلات الفائدة، باستخدام نموذج تايلور لفحص العلاقة بين معدل أسعار الفائدة ومتغيرات الاقتصاد الكلي ممثلة بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدلات التضخم خلال العقد الأخير، لأنها ستعكس حالة الوباء وتأثير السياسات النقدية للحكومة في السيطرة على حالة الوباء. توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من أبرزها أن تطبيق قاعدة تايلور من خلال دراسة أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية للبنوك المرخصة - قروض وسلف لتمثيل السياسة النقدية كمتغير تابع وإجمالي الناتج المحلي بسعر السوق الثابت والتضخم مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك كمتغيرات مستقلة، أظهرت علاقة موجبة ذات معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من سعر الفائدة والناتج المحلي الإجمالي المحلي، وسعر الفائدة والتضخم، وهذا يوافق النظرية الاقتصادية حيث أنه من الواضح أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتضخم له تأثير إيجابي على تغيير سعر الفائدة.

الكلمات المفتاحية: السياسات النقدية، متغيرات الاقتصاد الأردني جائحة كوفيد-19، البنك المركزي، نموذج تايلور، المملكة الأردنية الهاشمية.

المقدمة

تقوم البنوك المركزية بإدارة السياسة النقدية في الدولة لإدارة عرض النقد وتوفير الائتمان، حيث تهدف السياسة النقدية بشكل أساسي إلى المحافظة على الاستقرار النقدي في الدولة والذي يتمثل بسعر صرف العملة الرسمية للدولة بالإضافة إلى استقرار المستوى العام لأسعار السلع والخدمات وتمكين النمو الاقتصادي والتنمية، والتي تتم بشكل أساسي من خلال إدارة أسعار الفائدة والذي يؤثر في عرض النقد والنمو الاقتصادي (Campiglio et al., 2018).

لذلك يعتبر دور البنك المركزي حيوي وأساسي للسيطرة على القطاع النقدي بالإضافة إلى دوره التنظيمي لقطاع البنوك والتي تلعب بمجملها دوراً أساسياً في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي للدولة وتوفير السيولة اللازمة لجميع القطاعات المتضررة من الجائحة ودعمها لمواصلة أعمالها في ظل الظروف الاقتصادية الحرجة (Alzoubi, 2020).

لكن ليس بالضرورة أن تعمل السياسة النقدية بنجاحة في ظل وجود ضغوط تضخمية أو انكماشية في الاقتصاد أو أزمات تؤثر على الاقتصاد بشكل مفاجئ (Colciago, Samarina and J. de Haan, 2019).



لقد أثرت جائحة كورونا على مختلف القطاعات الاقتصادية في الأردن نتيجة للإغلاقات التي فرضتها الحكومة في بداية الجائحة وما نتج عنها من توقف الإنتاج وتراجع العرض والطلب داخلياً، بالإضافة إلى توقف التجارة الخارجية والتصدير نتيجة لإغلاق المنافذ الحدودية في بداية الأزمة وانخفاضها نسبياً في الفترات اللاحقة نتيجة للقيود التي فرضتها الدول للحد من انتشار الفيروس، بالإضافة إلى القطاعات المرتبطة بالسياحة والسفر مثل شركات الطيران والفنادق، وخسارة أعداد كبيرة أعمالهم خاصة الذين يعملون في مهن حرة، الأمر الذي يخلق دوامة اقتصادية هبوطية خاصة في ظل وجود قطاعات اقتصادية ضعيفة وهشة (Adnan, 2020).

ومن هنا جاءت هذه الدراسة لبيان ما هي العلاقة بين السياسة النقدية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن، وما مدى نجاعة السياسة النقدية في الأردن في تخفيف حدة الأزمات التي يمر فيها الاقتصاد.

الإطار النظري والدراسات السابقة

أثر أزمة كورونا على الاقتصاد

يجمع معظم الاقتصاديون على وجود آثار سلبية شديدة لجائحة كورونا على الاقتصاد العالمي بالرغم من عدم وجود كيفية واضحة تحدد حجم الأضرار الناتجة عن الجائحة، ويعود الضرر الاقتصادي الناجم عن جائحة COVID-19 إلى حد كبير إلى انخفاض الطلب، مما يعني أن هناك عددًا أقل من المستهلكين الراغبين في شراء السلع والخدمات المتاحة في الاقتصاد العالمي، وعليه تبدأ الشركات في تقليل التوظيف لتعويض الإيرادات المفقودة، وهذا سيخلق دوامة اقتصادية هبوطية عندما لا يعود هؤلاء العمال العاطلون عن العمل حديثاً قادرين على شراء العديد من السلع والخدمات كما كان من قبل، وهذه الديناميكية تجعل الاقتصاديين يفكرون فيما إذا كان جائحة كورونا يمكن أن تؤدي إلى ركود عالمي على مستوى الكساد الكبير.

بينت دراسة (Raouf, Elsabbagh & Wiebelt, 2020) مستخدمةً نموذج مضاعف SAM لتقدير الأثر الاقتصادي للإغلاق واستكشاف مسارات الانتعاش المحتملة للاقتصاد الأردني حيث كانت النتائج الرئيسية تشير إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الوطني بنسبة 23 في المائة خلال فترة الإغلاق وكان قطاع الخدمات الأكثر تضرراً حيث شهد انخفاضاً مقدراً في الإنتاج بنحو 30%. كما أن النظم الغذائية في الأردن شهدت انخفاضاً في الإنتاج بنحو 40%، وقُدرت خسائر التوظيف خلال فترة الإغلاق بأكثر من 20% مدفوعة بشكل رئيسي بفقدان الوظائف في الخدمات تليها الزراعة، وانخفض دخل الأسرة في المتوسط بنحو الخمس بسبب الإغلاق مدفوعاً بشكل أساسي بالانكماش في أنشطة قطاع الخدمات وتباطؤ نشاط التصنيع وانخفاض التحويلات من الخارج، وتوقعت الدراسة أن تكون وتيرة التعافي بطيئة، بحيث يوفر الانتعاش الاقتصادي فرصاً لتعزيز التحول الاقتصادي المستدام والتغيير الهيكلي. ووجدت الدراسة أنه يجب توجيه السياسات والحوافز الاقتصادية نحو المزيد من التنوع الاقتصادي وزيادة المرونة لتحمل الصدمات الاقتصادية وخلق فرص العمل.

أما دراسة (Susilawati, Reinpal Falefi & Agus Purwoko, 2020) والتي وضحت تأثير وباء Covid-19 على اقتصاد إندونيسيا وبعد جمع البيانات قام الباحثون بتمثيلها بيانياً وتم تحليلها بشكل وصفي وتبين من خلال الدراسة أن هنالك آثاراً سلبية كبيرة على قطاع السياحة والصادرات والنقل والتجارة بشكل خاص مما أدى إلى زيادة نسبة البطالة في الاقتصاد كون قطاع السياحة يوفر فرص عمل للمجتمع الإندونيسي، كما وجدت الدراسة أن هناك انخفاضاً في إنتاجية الصناعات التحويلية من 20% إلى 25% مما سبب انخفاضاً في معدل النمو الاقتصادي واتخذت الحكومة الإندونيسية مجموعة من الإجراءات المباشرة وغير المباشرة لتجاوز الآثار السلبية لوباء Covid-19 منها المساعدات النقدية للأشخاص الذين فقدوا وظائفهم وتخفيض تعرفه الكهرباء إلى النصف.

وفي دراسة (Pak et al, 2020) بيّنت تأثيرات Covid-19 على الاقتصاد العالمي والأسواق المالية، حيث وجدت الدراسة أن تفشي Covid-19 أدى اضطرابات في سلسلة التوريد العالمية بسبب إغلاق المصانع وهذا انعكس على الإنتاج، حيث أنخفض مؤشر الإنتاج في شهر شباط لعام 2020 في الصين 54%، مما كان عليه في شهر كانون الثاني لعام 2020، كما وجدت الدراسة أن الأسواق المالية العالمية قد تأثرت بشكل كبير، حيث خسرت مؤشرات أسواق الأسهم الأمريكية والأوروبية (FTSE100, S & P500, CAC40 and DAX) ربع قيمتها بسبب انخفاض أسعار النفط بأكثر من 65% اعتباراً من 24 نيسان 2020.

دور السياسة النقدية على الاستقرار المالي في أوقات الوباء

في دراسة (Brzezina, Kolasa & Makarski, 2021) تم باستخدام نموذج من نوع SIR بإطار عمل كينيزي قياسي جديد لبيان أثر الوباء وتدابير الاحتواء المحتملة، بالإضافة إلى تأثيرات الاقتصاد الكلي والسياسة النقدية، حيث بينت عمليات المحاكاة التي أجرتها الدراسة ردود الفعل المعتدلة للتضخم على الوباء في البيانات خلال العام الأول للوباء، والذي حدث لأن تفاعلات الطلب الكلي (الاستهلاك) تشبه تفاعلات العرض الكلي (العمالة)، وعلى الرغم من الركود غير المسبوق تغير التضخم بشكل طفيف فقط. وكان اتجاه تفاعل التضخم يعتمد على تدابير الاحتواء المطبقة، واعتبر إجراءات الاحتواء فعالة نسبياً في احتواء الوباء، فيمكن لعمليات الإغلاق أن تقلل إلى حد كبير من انتشار المرض وعدد الوفيات وتقلل إلى حد كبير من تكلفة الرعاية الاجتماعية للوباء، وتأثيرها على التضخم ضئيل نسبياً ويعتمد على التدابير المحددة المقدمة. وبين أن الوباء خلق تحديات جديدة لسياسة الاستقرار تطلب بعضها استجابة ضخمة وغير تقليدية من البنوك المركزية لمنع الاضطراب المالي وخلق ظروف سوق مواتية للحزم المالية التي تهدف إلى حماية الصناعات والأسر الأكثر تضرراً، حيث استخلص النموذج من هذه الاعتبارات، بافتراض ضمنيًا وجود أسواق مالية تعمل بشكل جيد وشبكات أمان مناسبة يمكن أن تقدمها الدولة دون إحداث تشوهات كبيرة في السوق، وهذه الآثار المترتبة على السياسة النقدية أثناء الوباء لا ينبغي أن تتفاعل مع الانحراف الحاد للإنتاج عن الاتجاه كما يحدث عادةً عند مواجهة دورات العمل القياسية، هذه السياسة تقلل الرفاهية بغض النظر عن تدابير الاحتواء الأساسية حيث يواجه البنك المركزي مفاضلة ثابتة نسبياً: يحدث انخفاض في عدد الوفيات التي يمكن تحقيقها من خلال السياسة النقدية بتكلفة اقتصادية كبيرة نسبياً، وهذا يعني أنه ليس من المستغرب أن السياسة النقدية ليست أداة جيدة لاحتواء الوباء، خاصة عند مقارنتها بعمليات الإغلاق. والوجه الآخر لهذه العملية هو أن الآثار الجانبية للسياسة النقدية التوسعية في شكل تغييرات في الوفيات صغيرة نسبياً، لذلك قد تتمتع السياسة النقدية ببعض الحرية في دعم الاقتصاد (أو الجانب المالي)، ومع ذلك فإن مثل هذه الآثار الجانبية موجودة وتكون أعلى في حالة عدم وجود تدابير الاحتواء، نتيجة لذلك يجب أن تكون السياسة النقدية انكماشية إذا لم تكن تدابير الاحتواء المناسبة موجودة.

وقد تحققت دراسة (Borisova, 2021) من السياسة التي نفذتها البنوك المركزية الرئيسية خلال الأزمة والمتعلقة بانتشار أزمة فيروس كورونا في جميع أنحاء العالم حيث كانت سياسة البنك المركزي إحدى السياسات الرئيسية للدول لمواجهة الآثار السلبية للأزمة. تختلف الأزمة في طابعها عن الأزمة العالمية السابقة في عام 2009 وتتسم بتأثيرات سلبية أكبر على النشاط الاقتصادي والبطالة في الدول. بحثت الدراسة في أدوات السياسة النقدية المستخدمة من قبل البنوك المركزية الكبرى، ولا سيما الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي، وبنك إنجلترا خلال أزمة كورونا من خلال طرق التحليل والتركيب في الفترة 2007-2021، وأشارت التحليلات إلى أن بنك إنجلترا وكذلك البنك الفرنسي كانا يتمتعان بامتيازات أكثر من البنك المركزي الأوروبي قبل أزمة كورونا فقد كانت أسعار الفائدة الرئيسية لهذه البنوك إيجابية ويمكن لهذه البنوك تطبيق الأدوات التقليدية للسياسة في بداية الأزمة قبل تنفيذ أدوات السياسة غير التقليدية.

فيما درس (Fischer, 2021) إجراءات السياسة النقدية الرئيسية خلال أزمتين رئيسيتين على مدى العقدين الماضيين، الأزمة المالية في 2008 ووباء كورونا، حيث شكّل هذان الحدثان تحديات أساسية للبنوك المركزية في محاولتها اتباع سياسات نقدية فعالة من شأنها أن توجه اقتصاداتها على طريق الانتعاش حيث وجد أنه قد تمكن صانعو السياسة من تحقيق النجاح من خلال تبني أساليب السياسة النقدية غير التقليدية مثل التيسير الكمي وبرامج الإقراض الطارئة في عالم ذي أسعار فائدة منخفضة للغاية. واستجابةً لوباء فيروس كورونا كان هناك نهج تكميلي للسياسة النقدية والمالية في الولايات المتحدة حيث يشترى نظام الاحتياطي الفيدرالي كميات غير عادية من الأوراق المالية، ودفع الاحتياطي الفيدرالي معدل الخصم إلى ما يقرب من الصفر واستقر في الأسواق المالية مع السيولة الطارئة المقدمة من خلال برنامج شراء الأصول طويل الأجل الجديد والمفتوح، وللتقاط التدخلات طور الباحث نموذج يستخدم فيه البنك المركزي الاحتياطي لشراء الكثير من الإصدارات الضخمة من السندات الحكومية وهذا يعوض تأثير عمليات الإغلاق والإغلاق في الاقتصاد الحقيقي، حيث تبين أن هذه الإجراءات خفضت تكاليف الإقراض وزادت من تأثير السياسات المالية الداعمة. وبين التحليل المضاد للوقائع إلى أنه إذا لم يتدخل الاحتياطي الفيدرالي إلى هذه الدرجة، فقد يكون الاقتصاد قد تعرض لانكماش أعمق بكثير نتيجة لوباء كورونا.

وتم بيان تأثير سياسات التيسير النقدي أثناء أزمة كورونا في خمسة اقتصادات وهي المملكة المتحدة واليابان والبرازيل والصين وأخيرًا الهند في دراسة (Li, Sun & Chen, 2021)، من أجل التغييرات في قرارات السياسة النقدية التي تم تنفيذها

بعد تفشي فيروس كورونا، حيث تم إجراء تحليل لدراسة الحدث مدعومًا بتحليل الانحدار تم إجراؤه لاستكشاف أهمية مؤشر أسعار المستهلكين والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي في التنبؤ بمعدلات الفائدة السياسية في الاقتصاد، وقد أظهرت نتائج تحليل دراسة الحدث أن التغيرات غير الطبيعية في أسعار الفائدة كانت ذات دلالة إحصائية في حالة المملكة المتحدة والبرازيل والصين، بينما وُجد أن التغيرات غير الطبيعية غير ذات دلالة إحصائية في حالة الهند واليابان.

وقد بين (Saker, 2020) في دراسته التي أجراها على بلدان مجموعة السبعة و24 من اقتصادات السوق الناشئة أن إجراءات الإغلاق والتباعد الاجتماعي أدت إلى خسائر في الإنتاج العالمي والعرض والتجارة والاستثمارات والتوظيف، حيث وضحت الدراسة التأثير المحتمل لتدابير السياسة المالية والنقدية والكلية المالية على الخسائر الاقتصادية الناجمة عن التدابير التنظيمية والحجر الصحي، فقد خفضت السلطات النقدية والبنوك المركزية أسعار السياسة مثل معدل اتفاقية إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي ومتطلبات الاحتياطي النقدي لتسهيل إمدادات السيولة للاقتصاد، كما قدمت البنوك المركزية تسهيلات ائتمانية لتلبية الطلب على القروض. توصلت الدراسة إلى أن اقتصادات مجموعة الدول السبع واقتصادات الأسواق الناشئة قد نفذت سياسة مالية ونقدية شاملة سريعة لمواجهة العواقب الاقتصادية السلبية للوباء، شملت حزمة التحفيز المالي والإنفاق المباشر والقروض والتسهيلات الائتمانية وخطط إعادة التمويل واتفاقية المقايضة ونافذة قروض الخصم وخفض الضرائب على الائتمان وتمديد القروض قصيرة الأجل والتمويل المرحلي وخفض أسعار الفائدة وشراء السندات وتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، ومن المتوقع أن تقلل كل هذه السياسات إذا تم تنفيذها بنجاح من تأثير الأزمة وتحقيق الاستقرار.

ولخصت الدراسة أهم الإجراءات التي اتخذتها الدول والتي تضمنت تخفيض أسعار الفوائد (لجأت جميع البلدان باستثناء الأرجنتين وبلغاريا إلى خفض أسعار الفائدة)، وخفض معدل اتفاقية إعادة الشراء يمكن أن يساعد البنوك في زيادة السيولة من خلال النظام المالي، كما خفضت العديد من البنوك المركزية إعادة الشراء العكسي، وتخفيض متطلبات الاحتياطي (CRR وSLR) هو أيضًا قرار سياسي آخر يساعد الاقتصادات على مواكبة طلب المعاملات النقدية (الذي اعتمده إندونيسيا وماليزيا وبيرو وبولندا وتركيا). وبدء عملية الصرف الأجنبي (FXO) لتزويد السوق بالمزيد من العملات المحلية (مثل المجر)، مقايضة أسعار الفائدة (أوكرانيا)، شراء سندات سيادية (تركيا)، وتسهيلات الإقراض طويل الأجل للشركات الصغيرة والمتوسطة وقطاعات التصدير (المكسيك والمغرب وروسيا وتركيا)، وتخفيف المعايير التنظيمية للقروض المعاد هيكلتها / مجدولتها (باكستان).

وبين (Rossi, 2022) في دراسته الفوائد التي تحصل من تدخلات السياسات النقدية غير التقليدية، فقد أصبح ينظر إلى البنوك المركزية كمنقذ للنظام الاقتصادي من الأزمات المالية والوبائية دون الحاجة إلى لقيام الحكومات بزيادة نفقاتها الخاصة، فالسياسة الاقتصادية التوسعية يمكنها أن تحل المشاكل الأكثر إلحاحًا وبالتالي زيادة الآثار التوزيعية للبنوك المركزية في أوقات الأزمات، فتدخل البنوك المركزية بحث عدد من المؤسسات المالية وغير المالية لتعديل سلوكها الإنفاقي بشكل مختلف عن السابق، وحتى تكون السياسة ناجحة يجب أن ترتبط عملية الإقراض بأنشطة إنتاجية لخلق نمو اقتصادي

أما ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بأنها جاءت لبيان ما هي العلاقة بين السياسة النقدية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن - حيث تعتبر من الدراسات الرائدة حسب علم الباحثين- وما مدى نجاعة السياسة النقدية في الأردن في تخفيف حدة الأزمات التي يمر فيها الاقتصاد، خلال الفترة من عام 2011 إلى 2021، بالإضافة إلى أنه تم إجراء التقييم بطريقة التحليل القياسي لاستكشاف أهمية مؤشر أسعار المستهلكين والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي في التنبؤ بمعدلات الفائدة، باستخدام نموذج تايلور لفحص العلاقة بين معدل أسعار الفائدة ومتغيرات الاقتصاد الكلي ممثلة بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدلات التضخم خلال العقد الأخير، لأنها ستعكس حالة الوباء وتأثير السياسات النقدية للحكومة في السيطرة على حالة الوباء.

تصميم الدراسة: البيانات والمنهجية

بيانات الدراسة

تحلل الدراسة متغيرات الاقتصاد الكلي والعوامل المالية في الأردن لتقييم دور السياسات النقدية في الحد من تأثير الأزمات التي يواجهها الاقتصاد العواقب الوبائية وفي المساعدة على انتعاش الاقتصاد. ولغايات إعداد الدراسة تم استخدام

البيانات الشهرية للفترة من بداية عام 2011 ولغاية نهاية عام 2021، والتي تم الحصول عليها من موقع البنك المركزي الأردني ودائرة الإحصاءات العامة الأردنية.

حيث تم استخدام الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية للبنوك المرخصة / قروض وسلف لتمثيل السياسة النقدية، بينما أخذ تحليل الدراسة في الاعتبار المتغيرات ذات القدرة على قياس النشاط الاقتصادي مثل قياس معدل التضخم باستخدام مؤشر أسعار المستهلك (CPI) والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي بسعر السوق الثابت.

المنهجية

تستخدم الدراسة فرضية رئيسية مفادها: أن السياسة النقدية كما ناقشها تايلور في دراسته والتي توضح أنه من المتوقع أن تكون أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد هي نتيجة لتقديرات الدخل الحقيقي.

تهدف الدراسة الحالية إلى إيجاد العلاقة بين السياسة النقدية ممثلة بمعدل أسعار الفائدة الرئيسي والوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية للبنوك المرخصة / قروض وسلف ومتغيرات الاقتصاد الكلي مثل معدل التضخم والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي باستخدام نموذج معادلة محدد مسبقاً. أجريت الدراسة للبيانات في الأردن في الفترة بين 2011 و2021 وتم تحديد فترة أزمة كورونا من بداية عام 2020 وحتى نهاية فترة الدراسة 2022، والمعادلة هي كما يلي:

$$\text{سعر الفائدة} = \alpha + \beta_1 (\text{النتائج المحلي الإجمالي الحقيقي}) + \beta_2 (\text{معدل التضخم})$$

سيقدم التحليل الإحصائيات الوصفية للمتغيرات المذكورة أعلاه بالإضافة إلى إجراء تحليل للاتجاه لكيفية تغير متغيرات الاقتصاد الكلي هذه خلال فترة الجائحة. سيتم استخدام النموذج التجريبي نموذج تايلور لفحص العلاقة بين معدل أسعار الفائدة ومتغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدلات التضخم، حيث سيتم تم النظر في أرقام السنوات الإحدى عشرة الماضية لأنها ستعكس الحالة الطبيعية قبل الوباء لبيان تأثير السياسات النقدية للحكومة في السيطرة على حالة الوباء.

وتمثل المعادلة معدل سعر الفائدة كدالة في متغيرات الاقتصاد الكلي وهي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل

جدول رقم (1)

اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية
(Unit Root Test)

Null Hypothesis: D(R) has a unitroot Exogenous: Constant		
(LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10))		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.851802	0.0000
Test critical values:	1% level -3.557472	
	5% level -2.916566	
	10% level -2.596116	
Null Hypothesis: D(GDP) has a unitroot Exogenous: Constant		
(LagLength: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=10))		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.968614	0.0447
Test critical values:	1% level -3.565430	
	5% level -2.919952	
	10% level -2.597905	
Null Hypothesis: D(CPI) has a unitroot Exogenous: Constant		
(LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10))		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.806525	0.0000
Test critical values:	1% level -3.557472	
	5% level -2.916566	
	10% level -2.596116	

التضخم، حيث ستبدأ عملية التحليل بتقييم العوامل التي تؤثر على أسعار فائدة السياسة النقدية في سيناريو العالم الحقيقي، من خلال حساب العلاقة نفحص طبيعة واتجاه العوامل التي تشكل أسعار الفائدة على السياسة.

ثم دراسة تأثير إعلان منظمة الصحة العالمية عن جائحة كورونا على أسعار الفائدة النقدية والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي باستخدام منهجية دراسة الحدث، حيث تم استخدام هذه المنهجية المعينة في عدد كبير من الدراسات فهي تلخص التأثير قصير المدى لحدث اقتصادي / مالي أو حتى أحداث تجارية معينة.

في الجدول رقم (1) تم إجراء اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test) والذي يعتبر من الخطوات التي ينبغي القيام بها للتأكد من سكون السلاسل الزمنية، وذلك لأن وجود بيانات غير ساكنة يؤدي إلى نتائج تقدير زائفة، وبالتالي الميل إلى عدم الوثوق التقدير. ومن أكثر الاختبارات استخداماً لاختبار سكون المتغيرات اختبار ديكي - فولر، حيث أشارت النتائج إلى أن جميع متغيرات النماذج ساكنة من الدرجة الأولى (1) عند احتمالية أقل من (5%).

اختبار التكامل المشترك (Engle-Granger) والذي يختبر وجود علاقة توازنية بينها في الأجل الطويل لا تتباعد عن بعضها

جدول رقم (2)

اختبار التكامل المشترك (Engle-Granger)

CointegrationTest-Engle-Granger Date:06/06/
22Time: 00:15 Equation:UNTITLED
Specification:R GDP CPI C @.TREND Cointegrating equation deterministics:C @.TREND Null hypothesis: Series are not cointegrated
Automatic lag specification (lag=1 based on Schwarz info criterion, maxlao=9)

	Value	*.Prob
Engle-Grangertau-statistic	-4.128335	0.0379
Engle-Grangerz-statistic	9.089237	1.0000

*MacKinnon(1996)p-values.

جدول رقم (3)

تقدير النموذج باستخدام طريقة

المربعات الصغرى الديناميكية (DLOS)

DependentVariable:t
22Time: 23:31/05/Method:DynamicLeastSquares(DOLS) Date: 06
Included observations: 44 2021/01/201112/01/Sample:3
Cointegrating equation deterministics: C @,TREND Fixed-
(leads andlags specification(lead=0,lag=1
Long-run variance estimate (BartlettKernel,Newey-Westfixed
(bandwidth = 4.0000

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	.Prob
GDP	0.001755	0.000623	2.815662	0.0078
CPI	0.140148	0.040234	3.483335	0.0013
C	-11.87912	4.068484	-2.919789	0.0060
TREND@	-0.157148	0.024335	-6.457576	0.0000
R-squared	0.814211	Meandependentvar	8.393182	
AdjustedR-squared	0.778085	S.D.dependentvar	0.632234	
S.E.ofregression	0.297832	Sumsquaredresid	3.193333	
Long-runvariance	0.177164			

البعض بشكل كبير، ويصحح هذا التباعد عن التوازن بتأثير بعض القوى الاقتصادية والتي تعمل على إعادة هذه المتغيرات الاقتصادية للتحرك نحو التوازن طويل الأجل، والتي تدل أن متغيرات النموذج بالرغم من أنها سلاسل زمنية غير ساكنة إلا أنها متكاملة من نفس الرتبة، وإن العلاقة المقدر في الخطوة الأولى هي علاقة صحيحة وغير مضللة، كم هو مبين في الجدول رقم (2).

تم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى الديناميكية (DLOS)، حيث يبين الجدول التالي نتائج تقدير النموذج والذي يظهر أن جميع متغيرات النموذج المقدر ذات معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل $Adj R^2$ 0.77 وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة الواردة في النموذج تفسر ما قيمته 77% من التغير الحاصل في المتغير التابع وهو سعر الفائدة والذي يمثل السياسة النقدية، وهي نتيجة مرتفعة في النماذج القياسية، وتشير إلى قوة النموذج الإحصائي، وكما هو مبين في الجدول رقم (3).

التحليل الوصفي

أثر جائحة كورونا على الاقتصاد الأردني

أشارت التقديرات في بداية الجائحة إلى زيادة معدل التغير في الدين العام العالمي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بسبب جائحة كورونا بنسبة تزيد عن 18%، بالإضافة إلى زيادة تغير العجز المالي الحكومي العالمي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تزيد عن 10%، وقد تراجع الناتج المحلي الإجمالي والذي نتج بشكل أساسي بسبب تراجع الدخل السياحي والاستثمار الأجنبي وحجم

التصدير، حيث بلغ الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الثابت 7.77 مليار دينار في نهاية عام 2019، والذي انخفض إلى 6.99 مليار دينار في نهاية الربع الأول من عام 2020، وعاد للارتفاع ليصل إلى 7.84 مليار دينار في نهاية عام 2021.

كما انخفضت قيمة الودائع لدى البنوك الأردنية من 35.7 مليون دينار في شباط 2020 إلى 34.8 في أيار 2020، والتي عادت للارتفاع لتصبح 36.8 مليون دينار في نهاية عام 2020، و39.5 مليون دينار نهاية عام 2021. ورافقها زيادة قيمة الشيكات المرتجة إلى أعلى قيمة لها تاريخياً بسبب توقف النشاط الاقتصادي والإغلاقات الشاملة التي فرضتها الحكومة لتخفيف حدة انتشار فيروس كورونا.

تراجع مؤشرات بورصة عمان والقيمة الاسمية للأسهم المدرجة بسبب إغلاق السوق لمدة شهرين نتيجة للحظر الشامل الذي فرض في بداية انتشار الجائحة حيث انخفض الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية من ما يزيد عن 3500 نقطة في بداية عام 2020 إلى 2887 في أيار من ذات العام.

كما انخفض الميزان التجاري نتيجة لتراجع حجم الصادرات من القطاعات الاقتصادية المختلفة وان كانت بنسب متفاوتة مثل قطاع الألبسة والفوسفات والبيوتاس والأسمدة والمنتجات الكيماوية، والذي قابله انخفاض في المستوردات خاصة من قطاع النفط الخام ومشتقاته.

وكان هناك أثر كبير على المالية العامة والذي يتجلى بانخفاض الإيرادات العامة نتيجة للحظر الشامل الذي تم فرضه وإغلاق كافة القطاعات لحوالي شهرين.

وتراجع القطاع السياحي، والذي قد يعتبر المتضرر الأكبر من جائحة كورونا عالمياً ومحلياً بسبب توقف النشاط السياحي كلياً في بداية الأزمة، والذي بقي منخفضاً في الفترات اللاحقة بسبب القيود التي فرضت من قبل معظم الدول مثل إجراء فحوصات كورونا وفرض فترات حجر للمقادمين والمغادرين.

أهم الإجراءات التي قام بها البنك المركزي الأردني لمواجهة أثر أزمة كورونا على الاقتصاد الأردني (الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني)

في بداية انتشار فيروس كورونا في بداية عام 2020، وفي إطار سعي البنك المركزي الأردني لتخفيف الضرر الناشئ عن الإغلاقات والقيود التي فرضت بسبب جائحة كورونا وما يشكله من تحديات وضغوطات على الاقتصاد المحلي قام البنك المركزي الأردني بمجموعة من الإجراءات والتدابير الاحترازية لتخفيف الأثر السلبي لهذه التداعيات مثل تخفيض سعر الفائدة ونسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك وتأجيل أقساط القرض والتسهيلات والتي تهدف لزيادة السيولة ودعم القطاعات الاقتصادية المختلفة لضمان استمرار عجلة الاقتصاد، والتي كانت من أهمها ما يلي:

- 1- تأجيل أقساط القروض والتسهيلات الممنوحة للأفراد والشركات لمدة 3 أشهر بالإضافة إلى تأجيل أقساط القطاعات المتضررة من انتشار جائحة كورونا حتى نهاية عام 2020، بدون أن يؤثر ذلك على التصنيف الائتماني للشركات ولا أن يعتبر إعادة هيكلة للديون وبدون فرض فوائد إضافية أو عمولات تأجيل.
- 2- تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السوق النقدي لدى البنك المركزي الأردني بنسبة 1.5% في بداية الجائحة في الأردن.
- 3- تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك على الودائع من 7% إلى 5%، الأمر الذي أدى إلى توفير سيولة إضافية للبنوك بمقدار 550 مليون دينار أردني والذي أدى بدوره إلى تخفيض الفوائد على القروض الممنوحة من البنوك للقطاعات الاقتصادية المختلفة من الشركات بالإضافة للأفراد والذي سيؤدي إلى تنشيط الاقتصاد.
- 4- عقد اتفاقيات إعادة شراء مع البنوك الأردنية بمقدار 500 مليون دينار أردني لمدة سنة لتوفير سيولة إضافية للبنوك.
- 5- تمويل برامج لدعم الشركات الصغيرة والمتوسطة والأفراد والحرفيين بقيمة 500 مليون دينار أردني والتي تم رفعها لاحقاً لتصبح 700 مليون دينار أردني بحيث تتم عن طريق البنوك الأردنية وبكلفة تمويل مخفضة لا تتجاوز 2% وفترات سماح طويلة تصل لحوالي سنة لمساعدتهم لتغطية احتياجاتهم التمويلية من نفقات تشغيلية ورأس مال عامل لتتمكن من الاستمرار في العمل في ظل الإغلاقات والظروف الاقتصادية الصعبة التي نتجت عن الجائحة، كما ستقوم شركة ضمان القروض بضمن 85% من قيمة القروض (Alzoubi, 2020).
- 6- تخفيض أسعار الفائدة على برنامج البنك المركزي لتمويل ودعم القطاعات التنموية بحيث أصبح 1% داخل محافظة العاصمة و0.5% في بقية المحافظات، وزيادة سقف السلف وأجال التمويل وفترات السماح، بالإضافة إلى شمول قطاعات إضافية.
- 7- تخفيض عمولات ضمان قروض المشاريع الناشئة والقائمة، وزيادة نسبة التغطية التأمينية لبرنامج ضمان المبيعات المحلية والصادرات.
- 8- التأكيد على استمرارية عمل أجهزة الصراف الآلي في البنوك ونقاط البيع لدى القطاعات التجارية والصناعية المختلفة لضمان استمرارية تقديم الخدمات المالية المختلفة.

مناقشة نتائج الدراسة

إن تطبيق قاعدة تايلور على الأردن للفترة الممتدة من بداية عام 2011 إلى نهاية عام 2021 من خلال دراسة أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية للبنوك المرخصة / قروض وسلف لتمثيل السياسة النقدية كمتغير تابع وإجمالي الناتج المحلي بسعر السوق الثابت والتضخم مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك كمتغيرات مستقلة، أظهر علاقة موجبة ذات معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من سعر الفائدة والناتج الإجمالي المحلي، وسعر الفائدة والتضخم،

وهذا يوافق النظرية الاقتصادية حيث أنه من الواضح أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتضخم له تأثير إيجابي على تغيير سعر الفائدة.

كما يظهر التحليل الوصفي انخفاض العديد من المؤشرات الاقتصادية وأهمها الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خاصة في بداية جائحة كورونا والتي كانت نتيجة مباشرة لعمليات الإغلاق الواسعة النطاق التي فرضتها الحكومة على مستوى الدولة. والتي رافقتها حزمة من الإجراءات على صعيد السياسة النقدية قام بها البنك المركزي الأردني لتخفيف آثار الأزمة ودفع عجلة الاقتصاد والتي كان أهمها خفض نسبة الفائدة بنسبة 1.5%، وضح سيولة من خلال تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك وتمويل برامج لدعم الشركات الصغيرة والمتوسطة وتأجيل الأقساط للأفراد والقطاعات المتضررة تجاوزت بمجملها 1.75 مليار دينار أردني.

من الملاحظ أن أثر جائحة كورونا وما رافقها من إغلاقات وتباطؤ في الاقتصاد كان بشكل أساسي في الأشهر الأولى للجائحة، حيث تحسن الاقتصاد بعدها وتجاوز إلى حد ما الأضرار التي أصابته نتيجة للجائحة بفعل الإجراءات التي قامت بها الحكومة والبنك المركزي الأردني.

وأخيرا يوصي الباحثون بدراسة حالة التغيرات في السياسة النقدية، التي نجمت عن التغيرات في معدلات التضخم والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مستقبلاً، لعدم إمكانية دراسة أثر جائحة كورونا طويل الأمد الآن بسبب عدم توفر البيانات الكافية.

المراجع

أولاً - مراجع باللغة العربية:

- التقارير الدورية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.
- الموقع الإلكتروني لدائرة الإحصاءات العامة في الأردن-<http://dosweb.dos.gov.jo/ar/economic/price-indi-cs/table-price-indices>
- الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني: <https://statisticaldb.cbj.gov.jo/?node=ejbMejVldFk3RDg9>
- الموقع الإلكتروني لوزارة المالية - المملكة الأردنية الهاشمية <https://www.mof.gov.jo/Default/Ar>
- تقرير منتدى الاستراتيجيات الأردني حول أداء القطاع المالي في الأردن خلال جائحة كورونا والصادر عام 2020.
- إدارة القطاع المالي في الأردن خلال جائحة كورونا https://jsf.org/sites/default/files/إدارة_القطاع_المالي_في_الأردن_خلال_جائحة_كورونا.pdf

ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية:

- Alzuobi, Waleed. (2020). "The Relationship between Public Debt and Economic Growth in Jordan for the Period (1990-2018)", *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol. 11, No. 12, PP: 62-71
- Anton Pak, Oyelola A. Adegboye, Adeshina I. Adekunle1, Kazi M. Rahman, Emma S. McBryde & Damon P. Eisen. (2020). "Economic Consequences of the COVID-19 Outbreak: The Need for Epidemic Preparedness", *Frontiers in Public Health*. Vol. 8, Article 241.
- Badranm Adnan, (2020). "The Jordanian Economy after Corona... Where to?, *Sixth Economic Conference: Jordan's Economy after the Corona Pandemic*", The Jordanian Society for Scientific Research, Entrepreneurship and Creativity, University of Petra, pp. 1-9.
- Bernanke (2020). "The New Tools of Monetary Policy", *American Economic Review*, Vol. 110, No. 4.
- Borisova (2021). "Comparative Study of Major Central Bank's Monetary Policy in Response to the Pandemic Crisis", *Finance, Accounting and Business Analysis*, Vol. 3 Issue 2.
- Braggiona, Christiano & Roldos (2009). "Optimal Monetary Policy in a Sudden Stop", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, Issue 4, May, PP. 582-595.
- Brzezina, Kolasa & Makarski. (2021). *Monetary Policy and COVID-19*. International Monetary Fund, WP/21/274.
- Campiglio, E. Y. Dafermos, P. Monnin, J. Ryan-Collins, G. Schotten & M. Tanaka. (2018). "Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators", *Nature Climate Change* 8 (6): 462-468.
- Colciago, A.; A. Samarina & J. de Haan. (2019). "Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 33 (4): 1199-1231.
- Fischer. (2021). *Comparing the Monetary Policy Responses of Major Central Banks to the Great Financial Crisis and the COVID-19 Pandemic*. Nov. 2021. <https://gcfp.mit.edu/wp-content/uploads/2021/11/Monetary-Policy-Research-Paper-Stanley-Fischer-Nov2021.pdf>
- Li, Sun & Chen. (2021). "An Evaluation of the Impact of Monetary Easing Policies in Times of a Pandemic", *Frontier in Public Health*, 14 January.
- Raouf, Elsabbagh & Wiebelt (2020). *Impact of COVID-19 on the Jordanian Economy, Economic Sectors, Food Systems and Households*. International Food Policy Research Institute, Nov.

- Rossi, S. (2022a). "Monetary Policy and Income Distribution in the Covid-19 Pandemic Crisis: A European Perspective", *Investigación Económica*. Forthcoming
- Sarker. (2020). "COVID Crisis: Fiscal, Monetary and Macro-financial Policy Responses", *Theoretical and Applied Economics*, Vol. XXVII, No. 3 (624), Autumn, pp. 41-54.
- Sergio Rossi. (2022). "The Political Benefits of 'Unconventional' Monetary Policies in Times of Crisis", *Review of Political Economy*, DOI: 10.1080/09538259.2022.2114290.
- Susilawati, Reinpal Falefi, Agus Purwoko. (2020). "Impact of COVID-19's Pandemic on the Economy of Indonesia", *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)* Vol. 3, No. 2, May, pp. 1147-1156.
- Waleed K. Alzoubi. (2020). "Direct and Indirect Taxes Effects on Public Budget Deficit in Jordan from 2008 to 2018", *International Journal of Management (IJM)*, 11 (8), pp. 72-79.
- Zhang. (2021). *News Shocks and the Effects of Monetary Policy*. Cambridge University Press.

Evaluating the Impact of Monetary Policies in Times of Crisis: The Case of the Hashemite Kingdom of Jordan

Waleed Kalf Al-Zoubi

Department of Financial & Banking Sciences
Amman University College for Financial & Administrative Sciences
Al-Balqa Applied University, Jordan
waleedalzoubi@bau.edu.jo
<https://orcid.org/0000-0002-5812-5573>

Sari Sulaiman Malahim

Department of Financial and Banking Sciences
Amman University College for Financial & Administrative Sciences
Al-Balqa Applied University, Jordan
sarymalahim@bau.edu.jo
<https://orcid.org/0000-0001-5142-141X>

Hussam Qasem Al-Azzam

Senior Financial Analyst
Social Security Investment Fund, Jordan
hussam.alazzam@ssif.gov.jo

ABSTRACT

The COVID-19 pandemic presented significant difficulties for central banks as they attempted to implement efficient monetary policies that would guide the Jordanian economy toward recovery from these crises. Consequently, this study focuses on how Jordan's macroeconomic factors and monetary policy interact. In addition to the effects of monetary policy decisions that were made to control the crisis brought on by the Covid-19 pandemic in Jordan between 2011 and 2021.

In order to determine the significance of the consumer price index and real GDP in predicting interest rates, the assessment was carried out using descriptive analysis backed by econometric analysis. Taylor model was used to examine the relationship between the interest rate and macroeconomic variables represented by real GDP and inflation rates over the previous ten years, as it will reflect the pandemic's state and the effectiveness of the government's monetary policies in controlling the pandemic situation. The most noteworthy conclusion of the study is that the application of Taylor's rule through the study of interest rates on credit facilities of licensed banks-loans and advances to represent monetary policy as a dependent variable, GDP at the constant market rate, and inflation as measured by the consumer price index as independent variables-showed that interest rates and GDP and interest rates and inflation had positive statistical relationships at the level of significance of 5%. This is in line with economic theory because it is evident that changes in interest rates are positively impacted by changes in real GDP and inflation.

Keywords: *Monetary Policies, Variables of the Jordanian Economy, Covid-19 Pandemic, Central Bank, Taylor Model, The Hashemite Kingdom of Jordan.*



