

محددات معدل الفائدة في الإقتصاد الأردني

دراسة تطبيقية للفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠٠

إعداد

أسامة فايز الفرحان

إشراف

الدكتور أحمد العوران

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في الاقتصاد

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

نيسان ٢٠٠٢

بسم الله الرحمن الرحيم

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

" إذا مات الانسان انقطع عمله إلا من ثلاثة، إلا من صدقة جارية أو علم

ينتفع به أو ولد صالح يدعو له".

(رواه مسلم)

اللهم اجعل لي في هذا علماً ينتفع به  
اقرار

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ ٢٠٠٢/٤/١  
أعضاء لجنة المناقشة  
التوقيع الدكتور أحمد العوران، رئيساً  
أستاذ مشارك إقتصاد  
.....

الأستاذ الدكتور رياض المومني، عضواً  
أستاذ إقتصاد

.....  
الدكتور بشير الزعبي، عضواً  
أستاذ مشارك إقتصاد

.....  
الدكتور طالب عوض، عضواً  
أستاذ مشارك إقتصاد

الإهداء

إلى من ينير لي درب الحياة بنور الحب والحكمة...إليك أبي

إلى من تغمرنني بالدفء والإيثار والابتسام...إليك أمي

إلى من أجد فيهم رشد الأب وحنو الأم وسند الأخ...إليكم عمومتي

إليكم جميعاً أهدي خلاصة هذا الجهد المتواضع

ابنكم  
أسامة

## كلمة شكر

الحمد لله رب العالمين حمداً كثيراً طيباً، و الصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين، سيدنا محمد النبي الأمين وعلى آله وأصحابه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين وبعد، فيشرفني في هذا المقام أن أتقدم بالشكر الجزيل من مشرفي الدكتور أحمد العوران على ما قدمه لي من النصح والارشاد والمتابعة خلال مراحل انجاز هذه الرسالة. كما أشكر كلاً من أعضاء لجنة المناقشة الأستاذ الدكتور رياض المومني والدكتور بشير الزعبي والدكتور طالب عوض على تحملهم عبء قراءة الرسالة ومناقشتها وإثرائها بملاحظاتهم البناءة. كذلك أشكر جميع الإخوان في دائرة الأبحاث والدراسات في البنك المركزي الأردني الذين مدوا لي يد العون في تجميع البيانات والإجابة على الاستفسارات التي واجهتني خلال إعداد هذا العمل، وأخص بالذكر هنا كلاً من الآنسة سلام صوباني والأخ شادي خواجة وعمي العزيز نضال عزام.

أيضاً، أتوجه بالشكر إلى كل من الأصدقاء والزملاء مازن الوظائفني ومحمد العباسي ومحمد سالم وعلي طعمانة وأحمد خصاونة وعبد الباسط العثمانة الذين لم يؤلوا جهداً من أجل توفير المشورة الفنية والدعم المعنوي في كل حين.

وأخيراً، أتوجه بالشكر والعرفان إلى كل الذين آزروني بمشاعر المحبة والاهتمام سواء خلال فترة إعداد هذه الرسالة أو ما قبل ذلك أو بعد. فلولا توفيق الله ثم محبتكم ورعايتكم واهتمامكم ما كان بإمكانني اتمام هذا العمل وما وجدت العزم على الاستمرار والمثابرة.

إياكم جميعاً أشكر ... وإليكم جميعاً أهدي خالص المحبة

## فهرس المحتويات

فهرس المحتويات .....	9
ملخص .....	ح
الفصل الأول التمهد .....	1
مقدمة .....	2
(1-1) مشكلة الدراسة .....	3
(2-1) أهداف الدراسة .....	4
(3-1) الدراسات السابقة .....	4
(4-1) منهجية الدراسة .....	11
(5 - 1) الفرضيات الأساسية .....	14
(6-1) تسلسل الدراسة .....	15
الفصل الثاني السياسة النقدية؛ مفومها، أهدافها، أدواتها، وتجربة الأردن .....	16
مقدمة .....	16
(1-2) مفوم السياسة النقدية .....	17
(1-1-2) البنك المركزي (السلطة النقدية) .....	18
(2-1-2) أهداف السياسة النقدية .....	23
(3-1-2) أدوات السياسة النقدية <sup>(1)</sup> .....	26
(2-2) الجهاز المالي والمصري في الأردن .....	40
(3-2) السياسة النقدية في الأردن خلال الفترة (1989 - 2000) .....	44
الفصل الثالث الفائدة؛ مفومها ونظرياتها .....	57
مقدمة .....	57
(1-3) مفوم الفائدة .....	57
(2-3) نظريات معدل الفائدة .....	58
(1-2-3) النظرية الكلاسيكية لمعدل الفائدة .....	59
(2-2-3) نظرية الأرصة القابلة للإراض .....	60
(3-2-3) أثر فيشر .....	62
(4-2-3) نظرية تفضيل السيولة .....	64
(5-2-3) نظريات الهيكل الزمني لمعدلات الفائدة .....	68

٧٣	..... نموذج باتنكن (٦-٢-٣)
٧٤	..... النظرية الحديثة (٧-٢-٣)
٧٥	..... فرضية ندرة رأس المال المنتج (٨-٢-٣)
٧٥	..... المحددات الاقتصادية الكلية لمعدل الفائدة (٣-٣)
	الفصل الرابع المحددات الاقتصادية الكلية لمعدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات وتطور معدلات
٨٣	..... الفائدة في الاقتصاد الأردني (١-٤)
٨٤	..... تطور معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية قبل التعويم (٢-٤)
٨٥	..... تعويم معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات (٣-٤)
٨٥	..... مفهوم تعويم معدلات الفائدة (١-٢-٤)
٨٦	..... مبررات عدم تعويم معدل الفائدة (٢-٢-٤)
٨٧	..... مبررات تعويم معدل الفائدة (٣-٢-٤)
٨٨	..... حساب معدلات الفائدة المصرفية على المستوى الجزئي (٣-٤)
٩٠	..... هيكل معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية بعد التعويم (٤-٤)
٩٠	..... هيكل معدلات الفائدة على الودائع المصرفية (١-٤-٤)
٩٢	..... هيكل معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية بعد التعويم (١) (٢-٤-٤)
٩٤	..... التحليل القياسي لمحددات معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني (٥-٤)
٩٧	..... أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الفائدة على الودائع لأجل <sup>(١)</sup> (١-٥-٤)
١٠٧	..... أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين <sup>(١)</sup> (٢-٥-٤)
١١٦	..... نموذج إدواردز وخان لمعدلات الفائدة (٦-٤)
	..... تطبيق نموذج إدواردز وخان على معدلات الفائدة على الودائع لأجل في الاقتصاد الأردني (١-٦-٤)
١٢١	.....
١٢٧	..... الفصل الخامس النتائج والتوصيات (١-٥)
١٢٧	..... النتائج (١-٥)
١٣٠	..... التوصيات (٢-٥)
١٣٣	..... قائمة المراجع
١٤١	..... Abstract

محددات معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني

دراسة تطبيقية للفترة (١٩٩٠-٢٠٠٠)

إعداد

أسامة فايز عيسى الفرحان

المشرف

الدكتور أحمد العـوران

ملخص

لقد اكتسب مفهوم معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني أهمية متزايدة منذ أن تم تعويمه في بداية عام ١٩٩٠. وبعد مرور عشرة أعوام على التعويم، نرى معدل الفائدة المصرفي على التسهيلات مرتفع وقليل التذبذب، كما نرى الهامش بينه وبين نظيره على الودائع كبيراً أيضاً. وفي ظل غياب الدراسات التطبيقية التي تبحث في المحددات الاقتصادية الكلية لمعدلات الفائدة الدائنة والمدينة في الإقتصاد الأردني، تعد هذه الدراسة الأولى في ذلك المجال.

تهدف هذه الدراسة إلى حصر أهم محددات معدلات الفائدة المصرفية الدائنة والمدينة في الإقتصاد الأردني على المستوى الكلي وفقاً للفكر الإقتصادي الرأسمالي، حيث تستمد الدراسة إطارها النظري بشكل رئيس من أفكار المدرسة الكنزية.

تستخدم الدراسة التحليل الاحصائي الوصفي في عرض البيانات والتحليل القياسي ممثلاً بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لدراسة السلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في النموذج. من ناحية أخرى، تستخدم الدراسة لتحقيق أهدافها المتغيرات الاقتصادية التالية: عرض النقد الاسمي (M1) وحجم الانفاق الحكومي الاسمي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر ومعدل الفائدة الدولي و سعر صرف العملة الأجنبية.

لقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج، أهمها أن معدل الفائدة يتأثر سلبياً بالتغيرات في عرض النقد. ولكنه في الوقت نفسه نجد أنه عديم المرونة بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر. أما من الجانب المالي، فقد تبين أن الزيادة في الإنفاق الحكومي لا تؤثر على معدلات الفائدة المصرفية على الودائع، بينما تؤثر بصورة محدودة جداً على معدلات الفائدة على التسهيلات. وعلى صعيد المتغيرات الاقتصادية الخارجية، فقد تبين أن معدل الفائدة المحلي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الخارجية المتمثلة بكل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية بصورة تتوافق مع مبدأ تعادل الفائدة، وهو أمر يعكس حقيقة أن الاقتصاد الأردني اقتصاداً منفتحاً.

وقد خرجت الدراسة بعدد من التوصيات التي يمكن أن تسهم في زيادة مرونة معدل الفائدة المحلي ورفع كفاءته كأداة تسعير في سوق النقود. ومن أبرز تلك التوصيات أن يقوم البنك المركزي ووزارة المالية بالمساهمة في زيادة سيولة سوق الأوراق المالية وتنويع آجال الأوراق المالية المتداولة فيه من أجل توجيه جزء أكبر من المدخرات المحلية نحو الاستثمار في الأوراق المالية بدلاً من الودائع المصرفية. كذلك خلصت الدراسة إلى ضرورة سعي البنك المركزي إلى زيادة درجة التنافس بين مؤسسات الجهاز المصرفي ومعالجة مشكلة التركيز فيه، في سعي منه نحو زيادة كفاءة السوق المصرفي وتخفيض تكاليف إنتاج الخدمات المصرفية وبالتالي تخفيض معدلات الفائدة.



## الفصل الأول

### التمهيد

## مقدمة

يعد معدل الفائدة واحداً من المتغيرات الاقتصادية الكلية ذات الأهمية البالغة في الاقتصاد الرأسمالي. يمثل معدل الفائدة إلى جانب المناخ الاستثماري المناسب، المتصف بسلامة البيئة السياسية والإطار القانوني والتشريعي والاستقرار النقدي، محدداً رئيساً لقرار الاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي. ولو افترضنا ثبات جميع محددات الاستثمار الأخرى عند مستويات مشجعة لقرار الاستثمار، فإن جدوى المشاريع تتغير بتغير معدل الفائدة الأمر الذي يؤثر بشكل مباشر على القرارات الاستثمارية كما ونوعاً. من ناحية أخرى، إن لمعدل الفائدة تأثير لا يمكن تجاهله على الادخار المحلي الخاص. فمن المعلوم أن ارتفاع معدل الفائدة على الودائع بالعملة المحلية، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى، يشجع الادخار المحلي نتيجة لارتفاع العائد والعكس صحيح. فضلاً عن ذلك، يعد ضمان وجود هامش من الربح بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي عاملاً معززاً لاستقرار سعر صرف العملة المحلية (الرواشدة، ١٩٩٩). وعلاوة على ما سبق فإنه في ظل سيادة حرية تحويل العملات من وإلى العملة المحلية، وحرية حركة رؤوس الأموال، فإن وجود هامش آمن بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية يجذب المستثمر ورأس المال الأجنبي، وبالتالي يساهم في تعزيز الاستقرار النقدي في الاقتصاد الوطني، ويدعم عجلة التنمية فيه. لهذه الأسباب مجتمعة ولغيرها تولى الاقتصاديات الرأسمالية اهتماماً كبيراً لمعدلات الفائدة. أما على الصعيد الوطني، فقد شهدت السنوات العشر الأخيرة تطورات على ساحة الاقتصاد الأردني جعلت تلك الفترة جديرة بالاهتمام والدراسة. فقد حرصت السلطة النقدية الأردنية المتمثلة في البنك المركزي الأردني على تحقيق الاستقرار النقدي من خلال السيطرة على معدلات التضخم والحفاظ على سعر صرف مستقر للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وبناء احتياطات آمنة من العملات الأجنبية التي وصلت في نهاية عام ٢٠٠٠ حداً قياسيًّا لها لم تصله من قبل.

وعلى مستوى القطاع المصرفي وأسواق المال كان قرار تعويم معدل الفائدة في شهر شباط عام ١٩٩٠ من أهم و أكثر القرارات جرأة و حساسية، بالإضافة إلى البدء في إصدار شهادات الإيداع في شهر أيلول من عام ١٩٩٣. وقد بدأ البنك المركزي الأردني بذلك نهجاً جديداً يكمن في تفعيل عمليات السوق المفتوحة وإدارة السياسة النقدية بأسلوب غير مباشر.

ومن الجدير بالذكر أن معدل الفائدة كان يتحدد قبل قرار التعويم بموجب قرار مستقل من البنك المركزي الأردني، حيث كان على جميع البنوك المرخصة إلزامية التقيد بهذا القرار. ولذلك اعتبر معدل الفائدة قبل تعويمه في الأردن أحد أهم أدوات السياسة النقدية لما له من تأثير ملموس على العديد من المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية كالادخار والاستثمار، فنمو اقتصادي واستقرار في معدلات التضخم والبطالة عند مستويات مقبولة من وجهة النظر التنموية. أما بعد التعويم فقد أصبح معدل الفائدة هدف وسيطاً تحاول السياسة النقدية تحقيقه بالطرق غير المباشرة، لعله بعد ذلك يؤثر فيما سبق ذكره من المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية على المدى الطويل.

وانطلاقاً من أهمية الدور الذي يؤديه معدل الفائدة في النظام الاقتصادي الرأسمالي، تأتي هذه الدراسة مضيئة إلى مساهمات دراسات سابقة في هذا المجال، لتبحث في العوامل التي تؤثر على معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني كنموذج من نماذج اقتصادات الدول النامية. وتعتمد الدراسة في بناء نموذجها الاقتصادي على كل من النظرية الاقتصادية ودراسات تطبيقية سابقة لها.

#### (١-١) مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في غياب الدراسات التطبيقية حول تحديد معدلات الفائدة المصرفية منذ أن تم تعويمها في الاقتصاد الأردني عام ١٩٩٣. ولما لمعدل الفائدة من التأثير على العديد من المتغيرات الكلية في أسواق النقد ورأس المال والادخار والاستثمار، فإنه من الجدير

إجراء دراسة تطبيقية تستقصي أثر المتغيرات الاقتصادية على معدل الفائدة ليتسنى لصانع القرار الاقتصادي في الأردن بناء السياسة الاقتصادية مستنداً إلى أساس نظري يساعده على تشكيل التوقعات المستقبلية حول فعالية تلك السياسة.

#### (٢-١) أهداف الدراسة

إن الهدف العام لهذه الدراسة هو حصر أهم المحددات الكلية لمعدلات الفائدة المصرفية في الاقتصاد الأردني وتطوير نموذج اقتصادي لقياس حجم واتجاه تأثير تلك المحددات عليها. وتحقق الدراسة هدفها العام من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- ١ - دراسة مدى قدرة السياسة النقدية في الأردن في التأثير على معدل الفائدة، خاصة من خلال معدل الفائدة على شهادات الإيداع الربع سنوية.
- ٢ - محاولة الكشف عن وجود أثر السيولة (Liquidity Effect) في الاقتصاد الأردني.
- ٣ - محاولة الكشف عن مدى تأثير السياسة المالية في الأردن على مستويات معدل الفائدة.
- ٤ - دراسة تباين تأثير معدل الفائدة بالعوامل المحلية والخارجية كمؤشر على درجة انفتاح الاقتصاد الأردني.
- ٥ - الخروج بتوصيات تساعد القائمين على بناء السياسة الاقتصادية في الأردن على اتخاذ القرارات المناسبة تحقيقاً لمصلحة الاقتصاد الوطني.

#### (٣-١) الدراسات السابقة

حاولت العديد من الدراسات السابقة البحث في معدل الفائدة والعوامل المؤثرة على سلوكه. ولم تقتصر هذه الدراسات على حالات الدول النامية فحسب، بل وركزت على اقتصادات أكثر الدول تقدماً وانفتاحاً، والتي من بينها اقتصادات الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية.

فبقصد البحث في محددات معدل الفائدة في الدول النامية تمت دراسة محددات معدل الفائدة في كل من كولومبيا وسنغافورا كنموذجين لدولتين ناميتين متباينتين في درجة انفتاح اقتصاديهما وأسواقهما المالية. لقد ركزت الدراسة على التفريق بين العوامل المؤثرة في معدل الفائدة من حيث كونها محلية كالسياسة النقدية ومستويات التضخم والإنتاج المحلية، وأخرى خارجية كمعدل الفائدة الدولي والتغيرات المتوقعة في سعر الصرف. وقد أوضحت الدراسة أهمية معرفة الكيفية التي يسلك فيها معدل الفائدة في ضوء محدداته تلك من أجل بناء التوقعات والسياسات الاقتصادية المستقبلية والتي يؤدي فيها معدل الفائدة دوراً هاماً.

وخلصت الدراسة إلى أن معدل الفائدة يتأثر في اقتصادات البلدان بطرق متباينة تبعاً لدرجة الانفتاح الاقتصادي ومدى تأثير الاقتصاد المحلي بأسواق المال الدولية وتقلبات أسعار الصرف. ففي حالة الاقتصاد في سنغافورا، لم تتميز العوامل المحلية بالأهمية في التأثير على معدل الفائدة التي امتازت بها العوامل الخارجية. أما في حالة الاقتصاد في كولومبيا، والتي تعد الأقرب إلى الاقتصاد الأردني، فتتأثر معدلات الفائدة فيها بكلا العوامل المحلية والخارجية معاً

(Edwards, S. & M. Khan, ١٩٨٥).

وفي دراسة أخرى هدفت إلى قياس العلاقة ما بين كل من التغيرات في سعر الصرف وعرض النقد المتوقع وغير المتوقع ومعدل الفائدة في كولومبيا، تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية الربعية. لقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل الفائدة المحلي الاسمي ومجموع معدل الفائدة الاسمي الدولي ومعدل الصرف المتوقع. هذا وقد انتهت نتائج الدراسة إلى وجود أثر السيولة، معربةً عن أن زيادة عرض النقد الحقيقي سوف تشكل ضغوطاً على معدل الفائدة الاسمي نحو الانخفاض.

أما بالنسبة للزيادات غير المتوقعة والمتوقعة في عرض النقد الاسمي فلوحظ أن غير المتوقعة منها تؤثر كما هو الحال مع عرض النقد الحقيقي، بشكل سلبي على معدل الفائدة الاسمي مسببة انخفاضه. في حين أن الزيادة المتوقعة في معدل نمو عرض النقد الاسمي لم يكن لها تأثير على معدل الفائدة (Edwards, S. ١٩٨٥).

وقد تم في دراسة أخرى قياس معامل الارتباط بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم المتوقع لخمس دول صناعية هي الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، فرنسا، الجمهورية الألمانية الفدرالية (سابقاً)، واليابان. وقد توصلت الدراسة إلى أن معدلات الفائدة الحقيقية ليست ثابتة في المدى الطويل، الأمر الذي توصل إليه من خلال دراسة معامل الارتباط بينها وبين معدل التضخم المتوقع، حيث كان ذلك المعامل أكبر من الصفر. هذا وقد خلصت الدراسة إلى أن كلاً من التغير في معدلات التضخم المتوقعة ومعدلات الفائدة الحقيقية تحتاج إلى ستة أشهر (حسب عينة الدراسة) كي تترجم بشكل كامل في معدلات الفائدة الاسمية (Saracoglu, R. ١٩٨٤).

أما في دراسة أخرى، جرى تحليل عجز الموازنة في الولايات المتحدة تاريخياً خلال أربع فترات رئيسة أعتبرها الكاتب قياسية في تاريخ عجز الموازنة لديها. فالأولى كانت خلال الحرب الأهلية التي بدأت عام ١٨٦١ وانتهت عام ١٨٦٥. والثانية كانت خلال الحرب العالمية الأولى التي دخلتها الولايات المتحدة عام ١٩١٧ وانتهت عام ١٩١٨. والفترة الثالثة كانت خلال الحرب العالمية الثانية التي دخلتها عام ١٩٤١ وانتهت عام ١٩٤٥. أما الفترة الأخيرة فقد كانت فترة ما بعد الحرب لغاية عام ١٩٨٤. وقد انطلق بول إيفانز من النموذج الكنزي (IS-LM). فحسبما أشار إيفانز، يتوقع النموذج تناسباً طردياً بين معدل الفائدة الاسمي وكل من عجز الموازنة والإنفاق الحكومي. وقد بينت الدراسة أن العلاقة بين عجز الموازنة ومعدل الفائدة في

الولايات المتحدة خلال فترات الدراسة لم تكن ولو لمرة واحدة علاقة طردية كما توقع، بل كانت هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية في كافة الفترات.

وبالتالي، فقد انتهى ايفانز إلى أن الاهتمام بدرجة تأثير عجز الموازنة على معدل الفائدة والتراكم الرأسمالي غير مبرر لعدم توفر الدليل العملي على تأثيره على تلك المتغيرات. ورغم تلك النتائج، فقد ظلت قضية تأثير عجز الموازنة والسياسة المالية على معدل الفائدة قضية جدلية مثيرة للاهتمام، خاصة فيما يتعلق بحالة الاقتصاد في الولايات المتحدة الأمريكية (Evans, P. ١٩٨٥).

بعد ذلك ظهرت العديد من الدراسات التي منها ما توصل إلى نتائج مشابهة لما توصل إليه ايفانز ومن قبله بارو، داعمة بذلك عدم وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين السياسة المالية التوسعية ومعدل الفائدة، ومنها ما جاء بنتائج مغايرة لذلك. ومن أشهر الدراسات التي جاءت معربة عن وجود علاقة موجبة بين السياسة المالية التوسعية ومعدل الفائدة، هي دراسة فيتو تانزي (Tanzi, V. ١٩٨٥).

لقد قام تانزي بدراسة سلوك معدل الفائدة في ضوء تأثيره بعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية الداخلية، متضمنة متغيرات مالية مثل عجز الموازنة كنسبة إلى الناتج القومي الإجمالي، ونسبة الدين العام إلى الناتج القومي الإجمالي (GNP).

بالإضافة إلى المتغيرات المالية، أدخل تانزي إلى نموذج متغيراً يعبر عن النشاط الاقتصادي، حيث عبر عنه بالفرق النسبي المئوي بين الناتج القومي الإجمالي المتحقق في فترة ما والناتج القومي الإجمالي المخطط له لتلك الفترة، مسمى ذلك المتغير بالفجوة (The Gap). كذلك فقد أدخل معدل التضخم المتوقع كمتغير مستقل، بالإضافة إلى استخدام متغيراً وهمياً يعبر عن التغيرات الهيكلية التي أخذت مكانها خلال الفترة ١٩٨١-١٩٨٤، والتي من أهمها التغيرات التي طرأت على قانون الضريبة في حقبة الرئيس ريغان (Ronald Reagan).

وقد تم قياس عدد من العلاقات الهيكلية آخذاً بعين الاعتبار التغيرات الهيكلية آنفة الذكر في دراسته، حيث قاس تلك العلاقات أولاً في الفترة ١٩٦٠-١٩٨٠، دونها إدخال المتغير الوهمي. ثم بعد ذلك أعاد قياسها في الفترة ١٩٦٠-١٩٨٤ مدخلاً المتغير الوهمي إلى النموذج، حيث أعطاه القيمة (صفر) في الفترة ١٩٦٠-١٩٨٠ والقيمة (١) في الفترة ١٩٨١-١٩٨٤. ونظراً لطبيعة الدراسة فلا بد من ذكر نتائجها بشيء من التفصيل، حيث كانت أهمها التالية:

١ - إن العجز المالي له تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على معدلات الفائدة الحقيقية. وهي نتيجة مغايرة لما توصل إليه كل من إيفانز وبارو.

٢ - إن قسم كبير من الارتفاع في معدل الفائدة خلال الفترة ١٩٨١-١٩٨٤ كان نتيجة للتغيرات التي أحدثتها إدارة ريغان الجديدة في الهيكل الاقتصادي والتشريعي في الولايات المتحدة الأمريكية. ومن أهمها تحرير سوق المال والتغيرات في السياسة النقدية لكبح التضخم، وتغيرات التشريعات الضريبية، والإندماجات التي طرأت في قطاع الأعمال (Mergers).

٣ - التطورات التي حصلت في أسواق المال الدولية، والتي أصبحت أكثر تكاملاً وتداخلاً من ذي قبل، حدثت من تأثير عجز الموازنة على معدل الفائدة. فقد أصبح جزء من عجز الموازنة يتم تمويله من خلال التدفقات الرأسمالية الداخلة استجابة للارتفاعات في معدل الفائدة. هذا قلل الضغط على الادخار والاستثمار والسوق المالي المحلي، وبالتالي أضعف من تأثير عجز الموازنة على معدل الفائدة مقارنة بالحال التي سادت قبل تلك التطورات.

٤ - لقد أثبتت الدلالة الإحصائية المرتفعة لمعدل التضخم المتوقع في جميع التقديرات دعماً كبيراً لفرضية فيشر (Fischer's Hypothesis). وقد كان معامل التضخم المتوقع في معظم الحالات قريباً من كونه أحادياً. الأمر الذي ينسجم مع فرضية فيشر التقليدية. أما الحالات التي ظهر فيها معامل معدل التضخم المتوقع أكبر من واحد صحيح فقد عزيت إلى فرضية فيشر المعدلة التي تأخذ بعين الاعتبار التعديلات الضريبية (Tanzi, V. ١٩٨٥).

أما على صعيد تأثير السياسة النقدية غير المباشرة على معدل الفائدة، فهناك دراسة تم فيها قياس مدى قدرة السلطة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية في التأثير على معدل الفائدة في السوق الممثل بمعدل الفائدة على أذونات الخزينة. وذلك من خلال تأثير التصريح عن تغيير في معدل إعادة الخصم على معدل فائدة وسيط يستهدفه البنك الاحتياطي الاتحادي (The FED) وهو (Federal Fund Rate)، الذي يمكن أن يشبه بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع المعمول بها على مستوى الاقتصاد الأردني.

وقد تم في هذه الدراسة التمييز بين ثلاثة أنواع من التصريح عن تغيير معدل إعادة الخصم من حيث المضمون المعلوماتي القائم وراء ذلك التصريح.

- ١ - التصريح عن تغيير معدل إعادة الخصم القائم على مبرر أن تحافظ السلطة النقدية على معدل إعادة خصم منسجم مع معدلات الفائدة في السوق في حال انحرافه عنها.
- ٢ - التصريح عن تغيير معدل إعادة الخصم القائم على نية السلطة النقدية في التأثير على معدل نمو عرض النقد والائتمان أو من منطلق اهتمامها بالنشاط الاقتصادي العام، كمستوى التضخم أو أي من المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى ذات العلاقة.
- ٣ - نوع التصريح الذي يجمع دوافع النوعين الأول والثاني معاً.

وخلصت الدراسة إلى أن السلطة النقدية الأمريكية (The Fed) قامت خلال فترة الدراسة باستخدام أساليب التصريح الثلاثة. وقد وجد أن النوعين الثاني والثالث كانا يسببان تغيرات في معدل الفائدة الوسيط السابق ذكره، وكذلك على معدل الفائدة على اذونات الخزينة بأنواعها. وكان اتجاه التأثير ذاك في اتجاه التغيير المصرح به عن معدل إعادة الخصم. أما التصريح الأول فلم يكن ذي تأثير يذكر سواء على معدل الفائدة الوسيط (Federal Fund Rate) أو معدل الفائدة على اذونات الخزينة (Cook, T. & T. Hahn, ١٩٨٨).

وفي دراسة أخرى تبين أنه انسجاماً مع نموذج (IS-LM)، إذا ارادت السلطة النقدية تحقيق معدل فائدة معين فإنه يجب أن تقبل عندها بعرض النقد الذي يحقق التوازن النقدي عند ذلك المعدل المستهدف للفائدة. وبالعكس إذا استهدفت السلطة النقدية عرض نقد معين فإنه عليها آنذاك قبول معدل الفائدة المتحقق عند عرض النقد المستهدف.

هذا وقد خلصت الدراسة إلى أن المدى الذي يتأثر به معدل الفائدة بعرض النقد يعتمد على طبيعة الظروف الاقتصادية. فالتأثير الآني للتغير في عرض النقد على معدل الفائدة محدود جداً حتى في أكثر الاقتصادات انعزلاً وقلها تطوراً من حيث أسوقها المالية (Coats, ١٩٨٢).

وأخيراً هناك دراسة فصلت الخطوات التي يجب اتباعها أثناء عملية التحرر المالي، حيث ميزت الدراسة بين ثلاثة أنواع رئيسة من القيود التي لا بد من كسرها، قيود مفروضة على حركة رأس المال، وقيود على معدلات الفائدة على أذونات الخزينة وأدوات الاقتراض الحكومية وكذلك معدلات الفائدة على شهادات الإيداع، وأخيراً القيود المفروضة على معدلات الفائدة على الودائع والائتمان المصرفي.

وقد خلصت الدراسة إلى أن معدلات الفائدة في عينة الدول التي تناولتها، تتأثر بصورة إيجابية وذات دلالة إحصائية بمعدلات الفائدة الدولية. وكذلك تبين أن التغيرات في معدلات الفائدة في عينة الدول المدروسة كانت تتنبأ بتغيرات لاحقة في معدلات الصرف لعملات تلك الدول. ناهيك عن إشارة الدراسة إلى أن درجة تذبذب (Volatility) معدلات الفائدة ترتفع في الاقتصادات المتحررة عنها في الاقتصادات غير المتحررة (Honohan, ٢٠٠٠).

## (٤-١) منهجية الدراسة

- ١ - تعتمد هذه الدراسة أسلوب التحليل الوصفي في عرض البيانات وأساليب الاقتصاد القياسي المتمثلة في طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Squares (Ordinary Least لدراسة السلاسل الزمنية وقياس العلاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- ٢ - سوف يتم جمع البيانات من خلال النشرات الإحصائية الصادرة عن كل من البنك المركزي الأردني وصندوق النقد الدولي. وتتمثل مصادر الدراسة الثانوية في الكتب والدوريات والمجلات العلمية المحكمة، بهدف بناء الاطار النظري للدراسة.
- ٣- تنطلق الدراسة لتحقيق أهدافها من خلال تقدير المتغيرات المكونة للنموذجين الاقتصاديين التاليين، والذين يمكن اعتبارهما إعادة صياغة لنموذج إدواردز وخان ( أنظر البند رقم ٥) حيث سيتم تقديره لاحقاً :

$$WID_t = f (MS_t, G_t, ICD_t, FI_t, EX_t, WID_{t-1}) \quad \dots(١)$$

$$WIC_t = g (MS_t, G_t, ICD_t, FI_t, EX_t, WIC_{t-1}) \quad \dots (٢)$$

حيث:

$WID_t$  : الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الودائع لأجل في الزمن t.

$WIC_t$  : الوسط المرجح لمعدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن t.

$MS_t$  : عرض النقد الاسمي بالمفهوم الضيق ( $M1$ ) في الزمن t.

$G_t$  : اجمالي الانفاق الحكومي الاسمي خلال الزمن t.

$ICD_t$  : معدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر في الزمن t.

$FI_t$  : معدل الفائدة الدولي (Federal Fund Rate).

$EX_t$  : سعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني في الزمن t.

$WID_{t-1}$  : الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الودائع لأجل المتخلف بفترة زمنية واحدة.

$WIC_{t-1}$  : الوسط المرجح لمعدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين المتخلف بفترة زمنية واحدة.

وسوف يتم استخدام الدالتين أعلاه في تقدير ستة خطوط انحدار متعدد والتي من شأنها تحقيق أهداف الدراسة خاصة في ما يتعلق بالتمييز بين العوامل المحلية والخارجية في التأثير على معدل الفائدة المحلي.

٤ - لقد تم اختيار المتغيرات المبينة في النموذج أعلاه وفقاً للنظرية الاقتصادية والأدبيات المنشورة حول موضوع الدراسة، وما يراه الباحث منسجماً مع واقع الاقتصاد الأردني على النحو التالي:

أ - تم اختيار عرض النقد كمتغير مستقل في النموذج اعتماداً على مفهوم سوق النقد في النظرية الاقتصادية الكنزوية. ويتوقع أن يرتبط هذا المتغير بعلاقة سالبة مع معدلات الفائدة في الاقتصاد الأردني.

ب - تم اختيار إجمالي الإنفاق الحكومي كمتغير مستقل في النموذج انطلاقاً من نموذج (IS-LM) الكنزي، الذي يتوقع علاقة موجبة بين هذا المتغير ومعدلات الفائدة السائدة في الاقتصاد.

ج - تم اختيار معدل الفائدة على شهادات الإيداع كمتغير مستقل في النموذج انطلاقاً من توجهات السلطة النقدية الأردنية في استخدام شهادات الإيداع كأداة للسياسة النقدية غير المباشرة. وبافتراض أن ارتفاع معدلات الفائدة على شهادات الإيداع يؤدي إلى زيادة الرصيد القائم منها و انخفاض الاحتياطي الفائض للبنوك التجارية، يتوقع أن ترتبط معدلات الفائدة على شهادات الإيداع بعلاقة موجبة مع معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات.

د - تم اختيار معدل الفائدة الدولي كمتغير مستقل في النموذج أسوة بالأدبيات الاقتصادية المنشورة والتي تفترض أنه من الضروري الإبقاء على هامش بين معدلات الفائدة على العملة المحلية والعملات الأجنبية لمنع رأس المال المحلي من الهروب إلى حيث معدلات الفائدة الأعلى في الخارج وتشجيعاً للمستثمر المحلي والأجنبي على الاستثمار بالعملة المحلية. وبالتالي نتوقع وجود علاقة إيجابية بين معدل الفائدة على الدينار الأردني ومعدل الفائدة على الدولار الأمريكي كممثل للعملة الأجنبية.

هـ - تم اختيار سعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني كمتغير مستقل في النموذج اعتماداً على مبدأ تعادل الفائدة (The Interest Parity Concept). وبناء على ذلك يتوقع أن تسود علاقة سالبة بين معدلات الفائدة وسعر الصرف الحالي. والجدير بالذكر أنه تم اختيار سعر صرف المارك مقابل الدينار بدلاً من الدولار الأمريكي وذلك أولاً لثبات صرف الدينار أمام الدولار وبالتالي عدم صلاحيته للاستخدام، وثانياً لكبر حجم التجارة البينية بين الأردن والجمهورية الألمانية، حيث بلغ معدل الانكشاف الاقتصادي الأردني خلال فترة الدراسة، مقاساً بقسمة مجموع الصادرات والمستوردات المحلية على الناتج المحلي الاجمالي بأسعار المنتجين، أعلى قيمة مع الاقتصاد الألماني حيث كان ٥,٣٦٪، تلاه الاقتصاد الياباني بمعدل ٣,١٩٪، فالمملكة المتحدة بمعدل ٣,١٢٪، وإيطاليا بمعدل ٢,٧٨٪، ثم فرنسا بمعدل ٢,٧٦٪.

تم اختيار الأوساط المرجحة لمعدلات الفائدة على الودائع و التسهيلات المتخلفة بفترة زمنية واحدة كمتغيرات مستقلة في النماذج للكشف عن درجة تذبذب معدلات الفائدة المحلية. وبناءً على المشاهدة و الخبرة العملية في معدلات الفائدة المحلية، والتي ترجح قلة التذبذب فيها، يتوقع وجود علاقة إيجابية بين معدل الفائدة في ربع ما و ذاته في الربع الذي يسبقه مباشرةً.

تعزيراً لنتائج التقديرات المبنية عن الدالتين الأساسيتين من الدراسة، سيتم تطبيق نموذج إدواردز وخان لمعدلات الفائدة الذي طبقه على اقتصادي كل من سنغافورا و كولومبيا، على حالة الاقتصاد في الأردن. وسيتم شرح النموذج والتعديلات التي أجريت عليه ليتناسب مع أهداف هذه الدراسة في الفصل الرابع. و من الجدير بالذكر أن هذا النموذج يحتوي على الناتج المحلي الإجمالي كمتغير مستقل بدلاً من الإنفاق الحكومي الاسمي. فالزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي تؤدي إلى ارتفاع الدخل المتاح للاستهلاك - على افتراض ثبات نسبي في الأسعار- و بالتالي يرتفع الطلب الكلي و تزداد ربحية فرص الاستثمار في انتاج واستيراد السلع الاستهلاكية، مما يرفع الطلب على التسهيلات، الأمر الذي يجعلنا نتوقع وجود علاقة إيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي و معدلات الفائدة المحلية.

#### (١ - ٥) الفرضيات الأساسية

- ١ - ترتبط معدلات الفائدة المحلية بعلاقة سالبة مع عرض النقد الاسمي في الاقتصاد الأردني. وهو ما يعبر عنه كذلك بافتراض وجود أثر السيولة.
- ٢ - تؤثر السياسة المالية التوسعية بشكل إيجابي على معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني.
- ٣ - ترتبط معدلات الفائدة بعلاقة موجبة مع معدلات الفائدة على شهادات الإيداع في الاقتصاد الأردني.
- ٤ - ترتبط معدلات الفائدة المحلية بعلاقة موجبة مع معدل الفائدة الدولي.
- ٥ - ترتبط معدلات الفائدة المحلية بعلاقة موجبة مع سعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني.
- ٦ - تتصف معدلات الفائدة المحلية بالاستقرار النسبي وانخفاض درجة التذبذب ( Low Volatility)
- ٧ - ترتبط معدلات الفائدة بعلاقة موجبة مع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في الأردن.

تتألف هذه الدراسة من خمسة فصول. الفصل الأول يمثل إطارها العام. فهو يستهل باستعراض مشكلة الدراسة وأهدافها، ثم ينتقل إلى إيجاز عدد من الأدبيات والدراسات السابقة ذات العلاقة بصلب دراستنا، وينتهي بوصف منهجية الدراسة وأهم الفرضيات التي تقوم عليها. أما الفصل الثاني، فينفرد للحديث عن السياسة النقدية بشكل عام أولاً، ثم ينتقل لمناقشة السياسة النقدية على مستوى الاقتصاد الأردني. بعدها تنتقل الدراسة ومن خلال الفصل الثالث إلى الحديث عن معدل الفائدة من حيث مفهومه ونظرياته، كما أنه سيتحدث عن تعويم معدلات الفائدة على نطاق الاقتصاد الأردني. أما الفصل الرابع، فيمثل الجزء الإحصائي والقياسي من الدراسة، حيث سيتم بناء نموذج اقتصادي قياسي يصلح لتفسير والتنبؤ بسلوك معدلات الفائدة المحلية الدائنة منها والمدينة. أخيراً تنتهي الدراسة من خلال الفصل الخامس بإجمال أهم النتائج والتوصيات التي خلصت إليها.

## الفصل الثاني

السياسة النقدية؛ مفهوماً، أهدافها، أدواتها، وتجربة الأردن

### مقدمة

رغم أن الكثير من الدراسات السابقة تناولت موضوع السياسة النقدية بشكل مفصل، فلا بد لنا في سياق الحديث عن معدل الفائدة أن نولي مفهوم السياسة النقدية وأدواتها وأهدافها والجهات القائمة على بناءها وتنفيذها اهتماماً خاصاً.

لقد اكتسبت السياسة النقدية اهتماماً متزايداً مع تطور أنظمة المدفوعات وتسوية المعاملات على الصعيدين الداخلي و الخارجي للدولة. أما على الصعيد النظري، فإن التطورات الاقتصادية بشكل عام والنقدية بشكل خاص أدت إلى تعاقب مدارس فكرية متعددة.

ويرى بعض الاقتصاديون أن بداية الفكر النقدي ترجع إلى القرن الخامس الميلادي، حيث ارتبطت نشأته ببدء استخدام النقود أياً كان شكلها. إلا أن البداية الفعلية إنما جاءت مع ظهور المدرسة الكلاسيكية التي قدمت مساهمات هامة وكبيرة في النظرية النقدية، لعل أبرزها النظرية الكمية للنقود، وآلية التصحيح التلقائي. إلا أن عجز هذه المدرسة عن تقديم تفسيرات مقنعة "للكساد العظيم" الذي ساد العالم خلال الفترة (١٩٢٩ - ١٩٣٢)، فتح الباب واسعاً أمام مدرسة فكرية جديدة يعدّ جون ماينارد كنز (John M. Keynes) رائدها.

لقد أدخلت المدرسة الكنزية مفاهيم جديدة إلى الفكر الاقتصادي الكلي بشكل عام والنقدي بشكل خاص. و من تلك المفاهيم غايات الطلب على النقود الثلاثة ودالة الطلب المعتمدة على كل من الدخل ومعدل الفائدة (تفضيل السيولة)، ومفهوم مصيدة السيولة، والعقم النقدي، وتأثير بيجو (Gordon, ١٩٩٣).

وقد ظل الفكر الكنزي في قمة هرم الفكر الاقتصادي حتى أواخر عام ١٩٦٠ حيث عجزت عن تفسير أسباب التضخم الذي ساد آنذاك. وبالتالي ظلت النظرة للسياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي تتطور، حيث ظهرت المدرسة النقدية التقليدية (مدرسة شيكاغو)، ثم جاءت أفكار الكلاسيكيين الجدد، ثم الكنزيين الجدد ثم ظهرت توجهات فكرية تحاول الجمع بين عناصر وأفكار المدارس الفكرية السابقة جميعاً (١٩٩٠، Phelps).

### (١-٢) مفهوم السياسة النقدية

رغم أن بعض الأدبيات الاقتصادية تؤثر اعتبار السياسة النقدية مفهوماً حديثاً، إلا أننا نعتقد أن التعامل بمفهوم السياسة النقدية قد بدأ منذ القرن التاسع عشر. و بناءً عليه فإن مفهوم السياسة النقدية قد مر عبر مراحل تطور عديدة منذ عهد المدرسة الكلاسيكية و إلى الآن نظراً لسرعة تغير الظروف الاقتصادية وتعاقب النظريات ووجهات النظر المختلفة، وتغير الأهمية النسبية لأدوات السياسة النقدية تبعاً للظروف السائدة. كذلك فإن الأدوات المستخدمة من قبل السلطات النقدية في تنفيذ سياستها قد شهدت تغيرات هيكلية جذرية مع تغير الظروف الاقتصادية عبر الزمن. ومثال جليّ على ذلك هو التحول من الإدارة المباشرة إلى الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية بشكل تدريجي في مختلف الدول.

ولتعريف السياسة النقدية نوجز بعض التعريفات الواردة في الأدبيات المتعلقة بالموضوع. فيعرفها جونسون بأنها: "سياسة البنك المركزي التي يستخدمها للسيطرة على عرض النقد كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة" (Johnson، ١٩٦٩). ويعرفها عبد الحميد بأنها: "مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية خلال فترة زمنية معينة" (عبد الحميد، ١٩٩٧).

ويعرفها جوردون بأنها: "محاولة التأثير على متغيرات مستهدفة بتغيير عرض النقد أو معدل الفائدة أو كلاهما" (Gordon, ١٩٩٣).

أما البنك المركزي الأردني فيعرف السياسة النقدية بأنها مختلف الإجراءات والتدابير التي يتخذها البنك المركزي بهدف التأثير على عرض النقد (السيولة المحلية) و/أو معدلات الفائدة كأهداف وسيطة لتحقيق الاستقرار النقدي الذي يضبط معدلات التضخم ويوفر البيئة الملائمة للنمو الاقتصادي المستدام بما يتناسب وإمكانيات الاقتصاد الوطني وهي أهداف نهائية.

ومن الواضح رغم اختلاف الصياغة في تعريفات السياسة النقدية السابقة فإنها تجمع على كون السياسة النقدية إجراءات تقوم بها جهات رسمية في النظام الاقتصادي، تستخدم من خلالها أدوات سياسية معينة للتأثير على عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية في أجل ما. ومن هذا التفصيل الهيكلي لمفهوم السياسة النقدية يلاحظ انه ذو أركان ثلاثة رئيسية: أولاً، القائم على السياسة (البنك المركزي) وثانياً، أهداف السياسة وثالثاً، أدوات السياسة النقدية. وهذه الأركان الثلاثة هي موضوع حديثنا في الفقرات اللاحقة.

#### (١-١-٢) البنك المركزي (السلطة النقدية)

بدأ ظهور البنوك المركزية في العالم في النصف الثاني من القرن السابع عشر. وقد كان الهدف الأساس وراء إنشاء أول بنكين مركزيين هو تمويل نفقات الدولة وخزانة الملك. وفي بداية القرن التاسع عشر تأسس البنك المركزي الفرنسي لغاية اقتصادية محضة، وهي مواجهة الركود الذي ساد البلاد آنذاك. بعد ذلك توالى تأسيس العديد من البنوك المركزية في أوروبا ككل ليعالج حالة الفوضى في سوق النقد والتضخم الذي ساد اقتصادات تلك الدول.

أما



القرن العشرين فقد شهد تأسيس مؤسسات الإصدار والبنوك المركزية في أغلب البلدان، و منها البنك المركزي الأردني الذي تأسس عام ١٩٦٤. والجدير بالذكر أن أغلب البنوك المركزية تأسست في بداية العهد كشركات خاصة، إذ كانت تسود الاتجاهات الكلاسيكية التحررية في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر. غير أنه منذ الثلث الثاني من القرن العشرين وبالتحديد بعد ظهور أفكار المدرسة الكنزوية ومرور العالم خلال أزمته الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية، زاد تدخل الدولة في الاقتصاد وصار تأميم البنوك المركزية ظاهرة شائعة حيث شمل التأميم آنذاك مؤسسات إصدار رائدة أمثال البنوك المركزية في كل من بريطانيا وفرنسا وهولندا (العياش، ١٩٩٨).

لهذا تعرف الجهة القائمة على بناء وتنفيذ السياسة النقدية على الأغلب بالبنك المركزي. ويمكننا القول بأن البنك المركزي هو مؤسسة تغلب عليها الصبغة الحكومية وتؤدي دوراً استراتيجياً وقيادياً في النظام الاقتصادي. فالبنك المركزي أو بنك البنوك وفقاً للتعبير الشائع هو مصدر الاحتياطيات الجديدة والمسؤول عن إصدار العملة المحلية وتوجيه الائتمان والسياسة الائتمانية. وبالتالي فإن البنك المركزي هو المسؤول الأول والأخير عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد بشكل مستقل أو بالمشاركة مع جهات أخرى.

أما وظائف البنك المركزي، فيمكن إيجازها فيما يلي:

#### ١ - إصدار النقود ومراقبة عرض النقد

ينفرد البنك المركزي بالحق القانوني في إصدار النقود الورقية (Banknote). فمن قبيل المحافظة على نظام المدفوعات داخل الاقتصاد يجب عدم تعدد الأطراف التي تمتلك حق الإصدار. وتنفرد البنك المركزي في هذا الحق يؤدي إلى تماثل الأوراق المصدرة وإحكام الرقابة على عملية الإصدار وتوطيد ثقة الأفراد بالعملة المتداولة. والبنك المركزي مسؤول

أيضاً عن المراقبة والسيطرة على عرض النقد وإدارة السيولة المحلية، وبالتالي المحافظة على القوة الشرائية للعملة المحلية واستقرار معدل صرفها وقابلية تحويلها من وإلى العملات الأخرى.

٢ - العمل كبنك للحكومة والمحافظة على تكامل وانسجام السياسة المالية والنقدية يقدم البنك المركزي للحكومة العديد من الخدمات التي يقدمها البنك التجاري لعملائه. فهو يحتفظ بحسابات الهيئات والمؤسسات الحكومية ويقبل منها الودائع ويقرضها قروضاً مختلفة الآجال وقروضاً غير عادية خلال أوقات الكساد والحروب والأزمات. كذلك فإنه يمول للحكومة مختلف المدفوعات النقدية ويحول أرصدها من حساب إلى آخر أو مكان إلى آخر. وهو يمد الحكومة بالعملات الأجنبية لمواجهة التزاماتها الخارجية، ويشترى الفائض منها في حال وجوده. ومن جانب آخر، يعد البنك المركزي مستشاراً مالياً للحكومة خاصة فيما يتعلق بإدارة الدين العام والقيام بعقد قروض جديدة وإصدار وإدراج أذونات الخزينة وضمان السندات الحكومية التي لم يتم بيعها.

### ٣- البنك المركزي بنك للبنوك

يقوم البنك المركزي بهذه الوظيفة من خلال ما يلي: أولاً، يحتفظ بإحتياطيات البنوك النقدية، وثانياً، يقوم بأعمال المقاصة والتسوية والتحويلات الخاصة بالبنوك التجارية، وثالثاً، يعتبر المُلجأ الأخير للإقراض بالنسبة للبنوك التجارية. فالبنك المركزي من خلال احتفاظه بحسابات خاصة بالبنوك واحتياطيات نقدية كافية، هو الوحيد المؤهل بإجراء التقاص فيما بين البنوك وتحويل المبالغ من حساب إلى آخر. وهو يمد النظام المصرفي بالمرونة الكافية لتجاوز حالات نقص السيولة التي قد تكون موسمية في طبيعتها وقد لا تكون. "وكما يقول Hawtrey فإن الوظيفة الأساسية للبنك المركزي كالمُلجأ الأخير للإقراض هو تغطية النقص في الإحتياطي بين البنوك التجارية المتنافسة" (خليل، ١٩٨٢).

### ٤ - إدارة الائتمان وتنظيمه

إن البنك المركزي هو المسؤول الأول عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية. ففي ظل جهاز مالي ومصرفي متقدم تحتل الودائع نسبة كبيرة من عرض النقد الكلي. وبالتالي بما أن السياسة النقدية تهدف إلى التأثير على عرض النقد بشكل رئيس، فإنها تتعلق بصورة أساسية بسياسة الائتمان وإدارته. أما في البلاد ذات الأجهزة المالية والمصرفية غير المتطورة فإن السياسة النقدية تتعلق بشكل أساسي بإدارة إصدار النقود القانونية، حيث تشكل النسبة الأكثر من عرض النقد.

إن الوظائف المذكورة أعلاه هي بصورة عامة ما تقوم به جميع البنوك المركزية في شتى البلدان. وإذا ما تحدثنا عن البنك المركزي الأردني بشكل خاص، فإننا نجد أن قانون البنك المركزي في المادة الرابعة منه ينص على ما يلي:

"إن أهداف البنك المركزي هي الحفاظ على الاستقرار النقدي في المملكة وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني ومن ثم تشجيع النمو الاقتصادي المطرد في المملكة وفق السياسة الاقتصادية العامة للحكومة. ويقوم البنك المركزي بتحقيق هذه الأهداف بالوسائل التالية:

- أ - إصدار أوراق النقد والمسكوكات في المملكة وتنظيمه.
- ب - الاحتفاظ بإحتياطي المملكة من الذهب والعملات الأجنبية وإدارته.
- ج - تنظيم كمية الائتمان ونوعيته وكلفته ليتجاوب مع متطلبات النمو الاقتصادي والاستقرار النقدي.
- د - اتخاذ التدابير المناسبة لمعالجة المشكلات الاقتصادية والمالية المحلية.
- هـ- العمل كبنك للبنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة.

و - مراقبة البنوك المرخصة بما يكفل سلامة مركزها المالي وضمان حقوق المودعين والمساهمين.

ز - العمل كبنك للحكومة والمؤسسات العامة ووكيل مالي لها.

ح - تقديم المشورة للحكومة في رسم السياسة المالية والاقتصادية وكيفية تنفيذها.

ط - القيام بأية وظيفة أو تعامل مما تقوم به البنوك المركزية عادة وبأية واجبات

أنيطت به بمقتضى— هذا القانون أو أي قانون آخر أو أي اتفاق دولي تكون

الحكومة طرفاً فيه" (قانون البنوك المركزي رقم (٢٣)).

#### (٢-١-٢) أهداف السياسة النقدية

عملياً يمكن اعتبار أهداف السياسة النقدية جزءاً من وظائف البنك المركزي بشكل عام. فهو الذي يقوم برسم وتنفيذ السياسة النقدية في معظم البلدان. وعليه فإنه يمكننا اختصار أهم أهداف السياسة النقدية على النحو التالي (عبد الحميد، ١٩٩٧)<sup>(١)</sup>:

#### ١ - تحقيق الاستقرار في الأسعار

يستمد هذا الهدف أهميته من ضرورة تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد وما له من تأثير بالغ على شتى الجوانب الاقتصادية الأخرى مثل الطلب والعرض الكلي وميزان المدفوعات وغيرها. ولذلك نجد أن معظم المدارس الفكرية في علم الاقتصاد قد أشارت إلى أن ثمة علاقة قوية بين عرض النقد ومستوى الأسعار. ومن هنا نجد أن ميلتون فريدمان اعتبر التضخم ظاهرة نقدية.

#### ٢ - تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي

يعد هذا هدفاً مرتبطاً بصورة أساسية بهدف السابق، حيث يصعب الفصل التام بين مفهوم الاستقرار النقدي واستقرار المستوى العام للقوة الشرائية للعملة المحلية. فاستقرار المستوى العام للأسعار المحلية يمثل الجزء الأغلب من الاستقرار النقدي من حيث المفهوم.

### ٣ - المساهمة في تحقيق توازن في ميزان المدفوعات

يعد هذا الهدف من أهم أهداف السياسة النقدية خاصة في البلدان التي تعاني إختلالات في موازين مدفوعاتها كالأردن. ففي ظل بقاء العوامل الأخرى ثابتة يؤدي تقليل حجم الائتمان إلى تخفيض حجم الطلب المحلي على السلع والخدمات مما يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار المحلية.

وإذا وقع هذا فإن الطلب المحلي على السلع والخدمات المستوردة التي أصبحت أغلى نسبياً سينخفض نسبة إلى الطلب الخارجي على الصادرات المحلية وبالتالي يتحسن (يتقلص) العجز في ميزان المدفوعات. كذلك الحال إذا حققت السياسة النقدية هامشاً كافياً بين معدلات الفائدة المحلية والدولية وضمنت حرية حركة رأس المال فإن هذا الهامش من شأنه أن يتسبب في تدفق المزيد من رؤوس الأموال الدولية إلى داخل الاقتصاد المحلي، وبالتالي المساهمة في تقليص العجز في ميزان المدفوعات.

### ٤ - المساهمة في معالجة مشكلة البطالة

تقوم السلطة النقدية بالتنسيق مع السياسة المالية بالتوسع النقدي في حالات الكساد غير التضخمية من أجل زيادة الطلب الكلي الفعال من خلال الاستثمار وبالتالي زيادة مستوى التشغيل في الاقتصاد. ويعتمد هذا التحليل على إفتراضين أساسيين هما، عدم معاناة الاقتصاد من مشكلة مصيدة السيولة ومرونة كافية للاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة.

### ٥ - المحافظة على استقرار سعر صرف العملة

تعد المحافظة على سعر صرف مستقر ومدروس للعملة من أهم أهداف السياسة النقدية في جميع الاقتصاديات، المتقدمة منها والنامية. فاستقرار معدل الصرف يؤدي إلى تعزيز الثقة بالاقتصاد ككل من خلال تعزيز الثقة بالعملة المحلية وتشجيع الادخار والاستثمار بها، واستخدامها في تسوية المدفوعات محلياً ودولياً.

## ٦ - المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي

إن السياسة النقدية تهدف إلى التأثير في جمع المتغيرات الاقتصادية، النقدية منها وغير النقدية (Einzig، ١٩٦٤) لإيصال الاقتصاد إلى مرحلة النمو الذاتي المستدام.

---

(١) لا تختلف الادبيات الاقتصادية بصورة عامة فيما تعتبره أهدافاً للسياسة النقدية. ولمزيد من التفصيل، راجع (هاشم، ١٩٧٥)، (مجيد، ١٩٩٨)، (عوض، ١٩٨٠).

فمن خلال إدارة الائتمان وتشجيع الاستثمار والتأثير المباشر على هيكل الاقتصاد بأدوات السياسة النقدية الكمية والنوعية والتنسيق مع السياسة المالية، تحاول السلطة النقدية زيادة الإنتاج والدخل وتخفيض البطالة وتحقيق العدالة في توزيع الدخل والموارد والسيطرة على معدلات التضخم وبالتالي المساهمة الفعالة في التوصل إلى الاستقرار الاقتصادي على المستوى الكلي وتعزيز مسيرة التنمية.

تقدم أدوات السياسة النقدية الخيار للبنوك المركزية في كيفية تنفيذ سياساتها وتحقيق أهدافها. وتتنوع هذه الأدوات ما بين الأدوات الكمية والأدوات النوعية وأدوات انتقائية أخرى، وتختلف الأدوات الكمية عن الأدوات النوعية في أمرين رئيسيين هما:

١ - تستهدف أدوات السياسة النقدية الكمية جانب العرض من السيولة المحلية بحيث تؤثر على عرض الائتمان المتاح للإقراض لدى الجهاز المصرفي. بينما تأتي أدوات السياسة النقدية النوعية لتنظيم الطلب على الائتمان من قبل مختلف القطاعات الاقتصادية.

٢ - لا يمكن للبنك المركزي استخدام أدوات السياسة النقدية الكمية في التأثير على حجم الائتمان المعروض أمام قطاع اقتصادي دون آخر. وبالتالي لا يمكن لهذا النوع من الأدوات المساهمة مباشرة في التغيير الهيكلي لاقتصاد بلد ما. أما الأدوات النوعية، فإنها تتيح للبنك المركزي التأثير على النشاطات والقطاعات الاقتصادية بشكل انتقائي، من خلال توجيه أو تقييد الائتمان الموجه نحو قطاع اقتصادي دون سواه.

كذلك يمكننا تصنيف أدوات السياسة النقدية الكمية إلى أدوات مباشرة وأدوات غير مباشرة. وبصورة عامة تسمى الأدوات المباشرة بهذا الاسم لأن البنك المركزي قد يستخدم سلطاته القانونية وصلاحياته التنظيمية في التأثير على عدد من المتغيرات النقدية بصورة مباشرة دونما العمل من خلال قوى السوق لتحقيق غياته. أما الأدوات غير المباشرة فهي التي تعتمد في عملها على قوى السوق من خلال تأثيرها بصورة أساسية على الاحتياطات

المصرفية، ومن ثم التأثير على أحجام الائتمان ومعدلات الفائدة كما سنوضح لاحقاً. هذا ويمكن التفريق بين الأدوات المباشرة وغير المباشرة من الناحية الفنية من خلال التالي:

١ - تستهدف الأدوات المباشرة أساساً الميزانيات العمومية للبنوك التجارية، بينما تستهدف الأدوات غير المباشرة الميزانية العمومية للبنك المركزي.

٢ - تحدد أو تقيّد الأدوات المباشرة الأسعار (معدلات الفائدة) أو المقادير (الائتمان) من خلال القواعد التنظيمية. في حين أن الأدوات غير المباشرة تعمل من خلال السوق عن طريق الظروف الأساسية للطلب والعرض الخاصين بالاحتياجات المصرفية (يغمور، ٢٠٠٠).

أولاً: أدوات السياسة النقدية الكمية غير المباشرة

١ - معدل إعادة الخصم

يقصد بمعدل إعادة الخصم "السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير إعادة خصم الأوراق التجارية والأذون الحكومية للبنوك التجارية. وهو يمثل أيضاً سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير تقديم القروض لها" (إبراهيم، ١٩٨٣). وتنبثق سياسة استخدام معدل إعادة الخصم من وظيفة البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض وبنك للبنوك. ويعتبر بنك إنجلترا هو أول من استخدم هذه الأداة. وبصفة عامة، فإن سياسة استخدام معدل إعادة الخصم تهدف إلى التأثير على كل من تكلفة الائتمان وحجمه، وبالتالي على حجم السيولة المحلية.

(١) لقد تم الرجوع الى عدد من المراجع ثم صياغة أدوات السياسة النقدية من قبل الباحث، باستثناء المواقع التي تتم فيها الإشارة مباشرة إلى المرجع المستخدم. وهذه المراجع هي؛ (سيجل، ١٩٨٢)، (طالب، ١٩٩٨)، (عبدالعظيم، ١٩٨٦)، (عوض، ١٩٨٠)، (ميجد، ١٩٩٨)، (هاشم، ١٩٧٥).

فإذا أراد البنك المركزي اتباع سياسة نقدية انكماشية قام برفع معدل إعادة الخصم. هذا بدوره سوف ينعكس في زيادة تكلفة اقتراض البنوك التجارية من البنك المركزي، وبالتالي تنخفض الكمية التي تطلبها البنوك التجارية من الأرصدة النقدية القابلة للإقراض لدى البنك المركزي ومن ثم تنخفض قدرتها على التوسع بالائتمان وخلق النقود. ومن ناحية أخرى، فإن ارتفاع معدل إعادة الخصم يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة في السوق، ثم إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض من قبل قطاع الأعمال. وكنتيجة لذلك يتقلص الطلب على الائتمان والاستثمار، فينخفض الطلب الكلي وتحدث موجة انكماشية. ومن خلال نفس المنطق، يمكننا استنتاج إجراء سياسة نقدية توسعية.

ومن الجدير بالذكر أن سياسة استخدام معدل إعادة الخصم ومن خلال تأثيره المفترض على معدل الفائدة المحلي له وظائف أخرى تتجاوز في مجالها تنظيم حجم الائتمان والتحكم بالسيولة المحلية. ولعل من أهم تلك الوظائف ما يلي:

- أ - تقليص فجوة الادخار. فرفع معدل إعادة الخصم وبالتالي ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى زيادة الادخار المحلي وانخفاض الاستثمار والعكس صحيح.
- ب - تقليص العجز في ميزان المدفوعات. إن رفع معدل إعادة الخصم وارتفاع معدلات الفائدة المحلية يؤدي إلى زيادة هامش الفائدة بين المعدلات المحلية والدولية وبالتالي، ببقاء العوامل الأخرى على حالها، تشجيع تدفق رأس المال الأجنبي إلى داخل الاقتصاد المحلي والعكس صحيح.

ج - المساهمة في استقرار معدل صرف العملة المحلية. فزيادة معدل إعادة الخصم وبالتالي انخفاض مستوى الأسعار المحلية، وزيادة معدل الفائدة في السوق يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة المحلية سواء من أجل تمويل مستوردات الدول الأجنبية من السلع والخدمات المحلية التي أصبحت أقل ثمنًا من ذي قبل، أو من أجل الاستفادة من هامش الفائدة المتحقق.

وتعاني هذه الأداة من العديد من العيوب التي قد تحد من فاعليتها. وأهمها ما يلي:  
أ - أحجام البنوك التجارية عن الاقتراض من البنك المركزي؛ حيث تعتبر تكلفة الاقتراض من البنك المركزي مرتفعة. ومن ناحية أخرى، فإنه عادة يتوفر لدى الجهاز المصرفي ما يكفي من السيولة بحيث لا تستدعي الحاجة إلى اللجوء إلى البنك المركزي لغايات الاقتراض.

ب - تعتمد سياسة استخدام معدل إعادة الخصم على سيادة علاقة طردية مباشرة بينه وبين معدلات الفائدة السائدة في السوق المحلي؛ حيث أن مثل تلك العلاقة تتطلب وجود أسواق مالية ونقدية متطورة وعلى درجة عالية من المرونة والكفاءة. وهو أمر غير متوفر في أغلب من البلدان النامية، ومن بينها الأردن.

ج - ضعف مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة؛ إذ أشارت العديد من الدراسات والأدبيات، بما في ذلك مساهمات كنز إلى أن الاستثمار يتأثر بالعديد من العوامل الأخرى غير معدل الفائدة، والتي قد تحد كثيراً من مرونته بالنسبة لمعدل الفائدة.

د - اعتماد الادخار المحلي الخاص على مستوى الدخل المتاح اكثر من اعتماده على مستوى معدل الفائدة؛ إذ يعتمد هذا البند على دالة الادخار الخاص البسيطة في الفكر الكنزي، التي تعتبر الدخل المتاح في تلك الدالة هو المتغير المستقل الأكثر أهمية. وإذا افترضنا صحة هذه الفرضية والبند (ج)، فان سياسة معدل إعادة الخصم قد لا تكون بالكفاءة المرجوة في مواجهة فجوة الادخار المحلي.

هـ- التأثير العكسي للإعلان عن تغيير في معدل إعادة الخصم؛ إذ يتم تفسير الإعلان عن رفع معدل إعادة الخصم بصورة ينتهي فيها تنفيذ السياسة النقدية إلى آثار معاكسة لأهدافها. فإذا أعلن البنك المركزي عن رفع معدل إعادة الخصم فان قطاع الأعمال قد يتوقعون ارتفاعاً قريباً في معدلات الفائدة في السوق، الأمر الذي يزيد من طلبهم الحالي على الاستثمار. وبالتالي، إذا ما استجاب الجهاز المصرفي للطلب المتزايد على الاستثمار فان السياسة النقدية الانكماشية المعلنة سوف يكون لها آثار أولية توسعية.

## ٢ - نسبة الاحتياطي الإجباري

تعرف نسبة الاحتياطي الإجباري (أو القانوني) على أنها تلك النسبة من الودائع المصرفية التي يجب على البنوك التجارية الاحتفاظ بها كإحتياطي لدى البنك المركزي بحكم القانون.

لقد كانت الغاية الأولى من نسبة الاحتياطي الإجباري هي توفير الحد الأدنى من السيولة للبنك المركزي ليتمكن من العمل كبنك للبنوك، وتوفير الحد الأدنى من الضمان للمودعين وتحقيق سلامة الجهاز المصرفي. وكان البنك الاحتياطي الفدرالي (The FED) في الولايات المتحدة الأمريكية أول من أشار إلى إمكانية استخدام هذه النسبة كأداة لتنظيم الائتمان عام ١٩٣٣.

أما آلية عمل هذه الإدارة فهي بسيطة نسبياً فإذا أرد البنك المركزي اتباع سياسة نقدية انكماشية في حالات التضخم، قام برفع نسبة الاحتياطي الإجباري. هذا يؤدي إلى انخفاض الأرصدة النقدية لدى الجهاز المصرفي القابلة للإقراض أو قد يؤدي إلى قيام بعض البنوك باستدعاء بعض القروض بسبب عدم توفر السيولة الكافية لديها. وهذا حتماً سوف يقود إلى تقلص حجم الائتمان المصرفي وبالتالي المعروض النقدي. وبتعبير آخر، فإن رفع نسبة الاحتياطي الإجباري تؤدي إلى انخفاض قيمة المضاعف النقدي، وبالتالي انخفاض قدرة الجهاز المصرفي على خلق النقود. هذا و يمكن قول العكس إذا أقدم البنك المركزي على اتباع سياسة نقدية توسعية في حالات الركود الاقتصادي.

و كغيره من أدوات السياسة النقدية، فإن نسبة الاحتياطي الإجباري لا تخلو من العيوب التي قد يكون أهمها ما يلي (خليل، ١٩٨٢):

أ - في حال أن يكون لدى البنوك التجارية فائض احتياطي، فإنها تستطيع

الاستجابة لرفع نسبة الاحتياطي الإجباري دونما ان يتأثر نشاطها الائتماني.

ب - قد لا تحدد البنوك التجارية سياستها الائتمانية على أساس مقدار احتياطياتها

النقدية وحدها، بل كذلك على أساس مقدار أرصدها الأجنبية وعلى أساس

نسبة مقدار القروض إلى الودائع. ووفقاً لذلك فقد يكون لتغيير نسبة

الاحتياطي الإجباري أثراً محدوداً.

ج - إن أثر تغيير نسبة الاحتياطي في حقيقة الأمر يتوقف على الطلب على

الائتمان. فالتغيير في مقدرة البنوك على منح ائتمان وخلق النقود لن يكون

له الأثر المتوقع إذا لم يتغير الطلب على الائتمان في الاتجاه الذي يرغب به

البنك المركزي.

د - إن كثرة التغيير في نسبة الاحتياطي الإجباري قد تؤدي إلى حدوث آثار نفسية

سلبية لدى البنوك وقد تتسبب في خلق حالة عدم التأكد.

و - قد يؤدي استخدام هذه الأداة إلى زيادة أعباء نظام الائتمان حيث يتم الاحتفاظ بالاحتياطيات الإجبارية لدى البنك المركزي في حسابات لا تدفع أية فوائد.

وقد لوحظ من جهة أخرى، ان التغيرات في الاحتياطي قد يكون لها آثار على أسعار السندات، حيث قد تلجأ البنوك التي لا تتوفر لديها الفوائض الكافية إلى البيع مما تملك من السندات بدلاً من استدعاء بعض القروض. الأمر الذي سيزيد المعروض من السندات ويؤثر على أسعارها ومعدلات الفائدة عليها.

### ٣- عمليات السوق المفتوحة

تعرف عمليات السوق المفتوحة على أنها "الشراء والبيع المباشرين والمتعمدين للسندات والأذونات في السوق بواسطة البنك المركزي وذلك بدوافع منه لتحقيق الرقابة على حجم الائتمان" (خليل، ١٩٨٢).

وقد أبتدأ استخدام عمليات السوق المفتوحة في الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا بعد الحرب العالمية الأولى. واستخدمت على نطاق واسع خلال فترة الثلاثينيات، حيث رأى كنز أن تلك الأداة إذا ما طبقت على نطاق واسع وبمهارة، فإنه يمكن الاستغناء عن سياسة معدل إعادة الخصم. وفي الوقت الذي يُعتبر رأي كنز ذاك قريباً من التطرف، فإن الرأي العام هو أن سياستي السوق المفتوحة ومعدل إعادة الخصم يجب أن تعمل معاً بصورة متكاملة.

وتهدف عمليات السوق المفتوحة مباشرة إلى زيادة أو تخفيض حجم الاحتياطيات المصرفية، التي هي أساس الائتمان. فإذا أراد البنك المركزي اتباع سياسة نقدية انكماشية قام ببيع السندات للأفراد والبنوك التجارية مقابل شيكات مسحوبة على تلك البنوك. وعملية

البيع تلك تؤدي إلى انخفاض الاحتياطيات المصرفية والمعروض النقدي ومن ثم انخفاض مستويات الأسعار المحلية وارتفاع معدلات الفائدة. أما إذا أراد البنك المركزي اتباع سياسة نقدية توسعية، فإنه يقوم بشراء السندات مقابل شيكات مسحوبة عليه، فيزداد المعروض النقدي وترتفع الأسعار المحلية وتنخفض معدلات الفائدة.

ومن ناحية أخرى فإن دخول البنك المركزي السوق مشترياً السندات بكميات كافية، سوف يدفع أسعار تلك السندات نحو الارتفاع ومعدلات الفائدة مختلفة الآجال نحو الانخفاض، والعكس صحيح.

وتنطوي سياسة السوق المفتوحة على عدد من التحفظات التي منها ما هو نابع من آلية عمل هذه الأداة ومنها ما هو نابع من الظروف الواجب توافرها من أجل استخدام هذه الأداة بصورة فعالة، ولعل أهم تلك التحفظات ما يلي:

- أ - يجب توفر سوق مالية متطورة، مع عرض كاف من الأوراق المالية القابلة للتداول وذات آجال متنوعة.
- ب - تصبح عمليات السوق المفتوحة محدودة التأثير في حال وجود احتياطيات نقدية فائضة كبيرة لدى البنوك التجارية.
- ج - قد تؤدي عمليات السوق المفتوحة إلى تقلبات غير مرغوبة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي في معدلات الفائدة. خاصة إذا تم استخدام هذه الأداة على نطاق واسع لغايات مساندة للائتمان الحكومي ومساعدة خزينة الدولة على بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية.
- د - قد تؤدي عمليات السوق المفتوحة إلى حدوث اختلالات في هيكل معدلات الفائدة إذا تم التركيز في البيع والشراء على الأوراق المالية قصيرة الأجل دون سواها. وهي حال شائعة في الكثير من البلدان النامية.

هـ- قد تحجم البنوك والأفراد عن الاستجابة للبنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة.

و- تعتبر عملية شراء الأوراق المالية أسهل من بيعها في عمليات السوق المفتوحة.

ثانياً: أدوات السياسة النقدية الكمية المباشرة

يعود تطبيق الرقابة الكمية المباشرة على الائتمان إلى الحرب العالمية الثانية. وتتمثل بالوسائل التي يلجأ إليها البنك المركزي من أجل التأثير المباشر على حجم الائتمان الممنوح سواء كان ذلك على المستوى الاقترادي الكلي، أو على المستوى القطاعي. وتهدف الرقابة المباشرة بصورة أساسية إلى الحد من مخاطر الائتمان، والحفاظ على المركز المالي والتجاري للبنوك التجارية وبالتالي على سمعة الجهاز المصرفي الوطني. كما تهدف إلى توفير السيولة بكميات مناسبة في الوقت المناسب، وبالتالي إلى ضمان سلامة أموال المودعين. وتستخدم أدوات السياسة النقدية الكمية المباشرة بشكل رئيسي- في الأوضاع الاستثنائية التي يتعذر فيها العمل من خلال عناصر السوق، وعندما يكون من غير المجد اتباع النهج غير المباشر. ولعل أبرز تلك الأدوات هي التالية:

١- وضع حد لحجم الائتمان الذي يسمح للبنك التجاري منحه خلال فترة زمنية محددة، أو تحديد نسبة مئوية لحجم الائتمان إلى رأس مال البنك التجاري، أو مجموعة أصوله أو حجم الودائع الموجودة لديه. وتبين تلك النسبة الحدود التي ضمنها يستطيع البنك التجاري التوسع في عمليات الإقراض (شامية، ١٩٩٣).

٢- حث البنوك التجارية إلى تغيير هيكله أصولها من خلال تحديد نسبة الودائع السائلة إلى رأس المال لديها، أو تحديد الحجم الأقصى- المسموح الاحتفاظ به من الودائع السائلة، بحيث يتم استثمار الباقي في السندات والأوراق المالية الحكومية. كما قد يحدد البنك المركزي للبنوك التجارية النسبة التي يجب عليها الاحتفاظ بها من الأوراق المالية الحكومية إلى أصولها السائلة (شليبي، ١٩٨٢).

٣ - استخدام الودائع الحكومية للتأثير على حجم الائتمان. فإيداع هذه الودائع لدى البنك المركزي بدلاً من البنوك التجارية يقلل من حجم السيولة المصرفية، وبالتالي من قدرة الجهاز المصرفي على خلق النقود والتوسع في الائتمان، والعكس صحيح (يغمور، ٢٠٠٠).

٤ - تحديد حد أقصى - يسمح ضمنه لكل بنك تجاري بإعادة خصم الأوراق المالية والسندات الحكومية لدى البنك المركزي، أو رفض القيام بإعادة الخصم لتلك البنوك التجارية التي يرى أن سياستها الائتمانية غير متناسقة مع السياسة النقدية العامة.

٥ - طلب البنك المركزي من البنوك التجارية التي تتجاوز قروضها الحد المسموح، دفع معدل إعادة خصم أو معدلات فائدة على الاقتراض أعلى من المعدلات السائدة في تلك الفترة.

٦ - رفض البنك المركزي القيام بوظيفته كملجأ أخير للاقتراض بالنسبة لتلك البنوك التي تتجاوز قروضها المقدار المسموح به (خليل، ١٩٨٢).  
وهناك العديد من المآخذ على الأدوات المباشرة والتي لا يمكن تجاهلها في معرض الحديث عن السياسة النقدية، وقد تتلخص تلك المآخذ فيما يلي:

أ - إن السلطة الإدارية التي يتميز بها البنك المركزي جراء استخدام الأدوات الكمية المباشرة قد لا تكون محببة لدى الجهاز المصرفي، وقد تدفع بعض الجهات على التهرب من الالتزام بسياسات البنك.

- ب - قد يعتبر تخصيص الائتمان تعسفياً في ظل الأدوات المباشرة.
- ج - تعتبر الأدوات المباشرة وسائل غير فعالة في تحديد الاستخدامات النهائية للائتمان.
- د - لا يمكن استخدام الأدوات المباشرة في الظروف العادية وبصورة مستمرة، نظراً لما تحدثه من تشوهات في سوق النقد. فهي تعيق المنافسة وقد تؤدي إلى تخصيص غير كفؤ للائتمان.
- هـ - لا يمكن استخدام الأدوات المباشرة في التفريق بين حاجات القطاعات المختلفة من الائتمان أو بين الإمكانيات المختلفة للبنوك المقرضة.
- و - أن الأدوات المباشرة عادة ما تؤثر على قطاع البنوك التجارية ولا يمتد مدى تأثيرها على مؤسسات الإقراض المتخصصة والمؤسسات المالية الأخرى.
- ز - قد يؤدي الاستخدام المفرط للأدوات الكمية المباشرة إلى زيادة الاحتياطات المصرفية، مما قد يعيق استجابة عرض النقد لأدوات السياسة النقدية الأخرى.

### ثالثاً: أدوات السياسة النقدية النوعية

تعني الأدوات النوعية، تلك الوسائل التي تستخدم لغايات توجيه الائتمان نحو قطاعات ونشاطات اقتصادية معينة، بهدف التنمية الاقتصادية أو أية أهداف اجتماعية واقتصادية أخرى. كإحداث تغييرات في هيكله الائتمان بهدف التوصل إلى توازن الهيكل الاقتصادي العام.

وتهدف الأدوات النوعية إلى التأثير على هيكل توزيع الائتمان بين الاستخدامات والقطاعات الاقتصادية المختلفة. وبشكل عام، قلما يخرج تأثير الأدوات النوعية للسياسة النقدية عن الرقابة على كل من الائتمان الاستهلاكي والائتمان العقاري والائتمان لغايات المضاربة في سوق رأس المال. يلاحظ أنه تتفاوت الآراء حول هذا النوع من الأدوات. ويرى عبد الحميد أن من أكثر الأدوات النوعية شيوعاً ما يلي:

- ١ - سياسة السقوف الائتمانية بغرض السيطرة على التضخم خلال فترة زمنية، ينتهي العمل بها بعد تحقق الغرض منها.
- ٢ - التمييز بين القرض حسب الأصل المقدم كضمان.
- ٣ - تحديد أجل استحقاق القروض طبقاً لدرجة استخدام القرض.
- ٤ - الحصول على موافقة البنك المركزي لمنح قروض البنوك التجارية التي تتجاوز قيمتها مقداراً معيناً (عبد الحميد، ١٩٩٧).

وفي هذا السياق فقد سبق وأن أشار خليل إلى استخدام الأدوات التالية:

- ١ - تنظيم الاقتراض بضمان السندات عن طريق تحديد الهامش المطلوب<sup>(١)</sup>.
- ٢ - فإذا رفع البنك المركزي الهامش المطلوب، انخفض حجم النقد الفعلي الذي يمكن للمقترض الحصول عليه لغايات المضاربة.
- ٣ - تحديد حصة الائتمان. وهذه تختلف عن السقوف الائتمانية في أنها تنفذ على طريقتين: إما أن يضع البنك المركزي حداً أقصى على المحافظ الاستثمارية الكلية للبنوك التجارية، وإما أن يضع حداً أدنى لنسبة رأس المال إلى أصول معينة كالأوراق المالية التابعة لقطاعات اقتصادية محددة (خليل، ١٩٨٢).

وضمن السياق نفسه نجد أن ابراهيم قد تحدث عن الأدوات التالية:

- ١ - فرض معدلات فائدة وإعادة خصم انتقائية على أنواع معينة من القروض.
- ٢ - وضع نسب انتقائية للاحتياطي الإجباري للبنوك. يتم إعفاء البنوك من جزء من الحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي الإجباري بشرط احتواء المحفظة الاستثمارية على نسب محددة من أنواع معينة من الاستثمارات.

---

(١) الهامش المطلوب: هو النسبة من ثمن شراء السندات التي لا يسمح للبنوك وغيرها من المؤسسات المانحة للقروض والتي تتعامل بالسندات أن تقوم بإقراضها.

٣- وضع حدود انتقائية عليا للمحفظة الاستثمارية بهدف إجبار البنوك على تركيز قروضها في قطاعات تعتقد السلطة النقدية أنها تستحق مقدار أكبر من الائتمان.

٤- اشتراط الإيداع مقدماً على فتح الاعتمادات المستندية لغرض الاستيراد. في ظل هذا الشرط يتعين على المستورد إيداع جزء من قيمة البضاعة المستوردة أو وضع احتياطي نقدي لدى البنك مقابل فتح الاعتماد المستندي (إبراهيم، ١٩٨٣).

وكما ان هناك عيوب بجميع أدوات السياسة النقدية التي سبق ذكرها، فان الأدوات النوعية منها لا تخلو من المآخذ التي يرى شامية أن من أبرزها ما يلي:

أ - تحل إدارة البنك المركزي محل قوى السوق في حال استخدام أدوات الرقابة النوعية ، مما يجعل من غير الممكن استخدام تلك الأدوات بشكل مستمر دون إحداث العديد من التشوهات.

ب - توجد هناك عقبات إدارية مصاحبة لتطبيق هذه الأدوات (شامية، ١٩٩٣).

وفي نفس السياق أشار إبراهيم إلى ما يلي:

أ - يصعب التمييز بين استعمالات الموارد المالية التي تحصل عليها البنوك جراء إعادة الخصم.

ب - يصعب على البنك المركزي والبنوك التجارية التأكد من الاستخدام النهائي للمبالغ المقترضة.

ج - قد يلجأ المستوردون إلى الاقتراض لتمويل نشاطات أخرى غير مقيدة من قبل البنك المركزي، ثم استخدام جزء من هذه المبالغ للإيداع المسبق في فتح الاعتماد المستندي. وهذه صورة من صور تغيير استثمارات الائتمان التي لا يشعر بها البنك المركزي (إبراهيم، ١٩٨٣).

وقد أضاف شلبي أن أدوات الرقابة النوعية تفقد هذه الأدوات فعاليتها في ظل توفر السيولة الكافية لدى الأفراد والمؤسسات، والتي تمكنهم من عدم اللجوء إلى البنوك كمصدر للإقراض.

رابعاً: أدوات أخرى للسياسة النقدية

لا تقتصر أدوات السياسة النقدية على كونها كمية ونوعية، بل هناك وسائل أخرى. ورغم أنها أقل رسمية وإلزامية من الأدوات السابقة، فهي تتصف بقدر كبير من المرونة والأهمية. ولعل من أهمها ما يلي:

#### ١ - الإقناع الأدبي

يقصد بالإقناع الأدبي تلك الجهود التي يبذلها البنك المركزي من أجل إقناع المؤسسات المالية والمصرفية عموماً، والبنوك التجارية بشكل خاص، في اتباع سياسة نقدية معينة لعلاج حالة اقتصادية محددة. ويتدرج الإقناع الأدبي من اقتراح وطلب التعاون إلى التحذير الخطي والشفهي.

#### ٢ - التعليمات والتوجيه

يستطيع البنك المركزي أن يقوم بإصدار التعليمات والتوجيهات لقطاع المصرفي فيما يخص توسعه الائتماني أو نوعية القروض الممنوحة من حيث الغرض والاستحقاق، وبما يراه البنك المركزي ملائماً للتوجهات العامة للسياسة النقدية.

يُعد الإعلام من أهم العوامل المساعدة لتنفيذ السياسة النقدية، بل هو من بين أدوات السياسة النقدية ذاتها. فمن خلال الإعلام يستطيع البنك المركزي التأثير على توقعات الأفراد ومن ثم التأثير على سلوكهم كأطراف مشاركة في تكوين جانبي العرض والطلب في سوق النقود. ومن ناحية أخرى، فإن الاستغلال الأمثل للإعلام يساهم في تقديم توضيح إجراءات السياسة النقدية للمتأثرين بها، ومن ثم تعزيز الثقة بالبنك المركزي وكسب تأييد الرأي العام.

وأخيراً، فإن فعالية هذه الأدوات للسياسة النقدية تعتمد بصورة أساسية على سمعة البنك المركزي واحترامه من قبل عناصر الجهاز المصرفي، وقدرته على اتخاذ القرار بشكل مستقل دون التأثير بالضغوط السياسية التي يتعرض لها (شامية، ١٩٩٣).

#### (٢-٢) الجهاز المالي والمصرفي الأردني

شهد القطاع المالي والمصرفي في الأردن تطوراً متزايداً منذ الأول من تشرين الأول عام ١٩٦٤ حيث باشر البنك المركزي الأردني أعماله كاملة كبنك للبنوك ورأس الهرم للجهاز المالي والمصرفي في المملكة.

فكما هو واضح في الجدول (١-٢) فقد بلغ عدد البنوك التجارية الأردنية عام ١٩٦٤ (٤) بنوك مقابل (٨) بنوك تجارية غير أردنية، منها ثلاثة بنوك عربية وخمسة أجنبية. وقد بقي عدد البنوك التجارية في تزايد حتى النصف الثاني من عقد الثمانينيات، حيث بلغ (١٧) بنكاً، ثم انخفض عام ١٩٩٥ إلى (١٣) بنكاً. أما في عام ٢٠٠٠، فقد ارتفع عدد البنوك التجارية في الأردن حيث أصبح (١٦) بنكاً.

جدول رقم (١-٢)

تطور الجهاز المصرفي الأردني خلال الفترة (١٩٦٥ - ٢٠٠٠)

٢٠٠٠	١٩٩٥	١٩٩٠	١٩٨٥	١٩٨٠	١٩٧٧	١٩٦٤	
٩	٨	٨	٩	٩	٧	٤	عدد البنوك التجارية الأردنية
٣١١	١٩٠	١٣٨	١٥٣	٨٧	غير متوفرة	١٣	عدد الفروع
٥	٥	٧	٨	٨	٨	٤	عدد البنوك التجارية غير الأردنية
٤٣	٤٣	٤٧	٢٧	٢٩	غير متوفرة	٨	عدد الفروع
٢	١	٢	١	١	٠	٠	البنوك الإسلامية
٦١	٣٢	١٩	١١	٢	٠	٠	عدد الفروع
٥	٦	٤	١	١	٠	٠	عدد البنوك الاستثمارية
٥٤	٥٤	٧	٢	١	٠	٠	عدد الفروع
٥	٦	٦	٦	٦	٦	١	مؤسسات الإقراض المتخصصة
٣	٣	٣	٣	٣	٣	١	ملكية القطاع العام
٢	٣	٣	٣	٣	٣	٠	ملكية مشتركة
٢١	٢٠	٢٢	١٩	١٨	١٥	٨	إجمالي عدد البنوك
٤٦٩	٣١٩	٢١١	١٩٣	١١٩	غير متوفرة	٢١	إجمالي عدد الفروع

\* المصدر: أعداد مختلفة من التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني.

من ناحية أخرى، الجهاز المصرفي الأردني بنكين إسلاميين وخمسة بنوك استثمارية، بالإضافة إلى خمسة مؤسسات إقراض متخصصة. أما بالنسبة للبنوك التجارية و بنوك الاستثمار التي تأسست خلال فترة الدراسة فقد بلغ ثمانية بنوك، في حين خرجت خمسة بنوك مسمماها من الجهاز المصرفي إما بداعي الإفلاس كبنك البتراء، أو الاندماج كبنك الأعمال الذي اندمج مع البنك الأهلي الأردني. وبهذا فقد بلغ عدد فروع البنوك في المملكة مع نهاية عام ٢٠٠٠ (٤٦٩) فرعاً، أي بمعدل فرع واحد لكل عشرة آلاف مواطن.

وعلى مستوى شركات الوساطة المالية المرخصة فقد بلغ عددها (٣٣) شركة، بينها (١١) بنكاً. وتتنوع أعمال الوساطة التي تتضمنها تراخيص تلك الشركات بين أعمال المودع لديه وأمانة الاستثمار وإدارته، والاستشارات المالية وإدارة الإصدارات. ومن جانب آخر فقد بلغ عدد شركات التأمين الأردنية المدرجة أسهمها في سوق رأس المال الوطني (٢٦) شركة مع بداية عام ٢٠٠١.

أما فيما يخص أعمال شركات الصرافة، فبعد إيقاف أعمالها خلال الأزمة التي تعرض لها الاقتصاد الأردني في نهاية عقد الثمانينيات خوفاً من خطورة المضاربة على الدينار الأردني، تم خلال عام ١٩٩٢ الترخيص لبعض الشركات بمزاولة أعمالها على أساس التشريع الجديد. وقد بلغ عدد شركات الصرافة مع نهاية عام ٢٠٠٠، (٧٤) شركة منها (٤٢) شركة داخل عمان و (٣٢) شركة خارجها.

من ناحية أخرى، قام البنك المركزي الأردني بتأسيس الشركة الأردنية لضمان القروض في نهاية شهر آذار عام ١٩٩٤ برأسمال قدره (٧) مليون دينار، بهدف تقديم الضمانات اللازمة لتغطية مخاطر القروض الممنوحة من قبل البنوك والمؤسسات المالية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، بمختلف آجالها وأنواعها. كذلك أسس البنك المركزي في بداية شهر حزيران عام ١٩٩٦ الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري المساهمة المحدودة برأسمال قدرة (٥) مليون دينار بهدف تقديم التمويل متوسط وطويل الأجل للبنوك المرخصة والشركات المالية بشكل أساسي عن طريق حصيلة الأموال التي تعود للشركة من بيع السندات متوسطة وطويلة الأجل في سوق رأس المال.

وفيما يتعلق بالمؤسسات الادخارية، فهناك كل من المؤسسة الأردنية للاستثمار والمؤسسة العامة للضمان الإجتماعي اللتان أنشئتتا عامي ١٩٧٧ و١٩٧٨ على التوالي. وهما منشأتان لموظفي ومستخدمي القطاع العام والخاص الذين لا يشملهم قانون التقاعد المدني. (يغمور، ٢٠٠٠).

وعلى صعيد مواكبة التقنيات المصرفية الحديثة، قرر البنك المركزي اعتباراً من عام ١٩٩٦ إدخال مفهوم البنوك الشاملة للساحة الأردنية. وبعبارة أخرى، إدخال مفهوم الممارسة المتعلقة بكافة العمليات المصرفية بشرط أن لا يقل رأس مال البنك عن (٢٠) مليون دينار، ومراعاة النسب المالية والنقدية، والإيفاء بمتطلبات إدارية كفؤة وأنظمة متينة للرقابة الداخلية.

أما في عام ٢٠٠٠ فقد قام البنك المركزي بالعديد من المساعي لرفع درجة المنافسة في الجهاز المصرفي وزيادة منعته. ومن ابرز تلك المساعي ترك الحرية للبنوك في تحديد العمولات على الخدمات المصرفية، والحث على الإفصاح عن جميع المعلومات التي تهم المتعاملين مع القطاع المالي والمصرفي، كمعدلات الفائدة الدائنة والمدينة والأوضاع المالية للبنوك كونها شركات مساهمة عامة مدرجة في البورصة. كذلك قام البنك المركزي بإنشاء وحدة للشيكات المرتجعة بهدف الحد من هذه الظاهرة ومتابعتها، وتوفير خدمة الاستعلام الإلكتروني عن الأخطار المصرفية للبنوك اعتباراً من تموز عام ٢٠٠٠.

وأخيراً فقد تم خلال عام ٢٠٠٠ إقرار قانون البنوك الجديد وقانون مؤسسة ضمان الودائع وإعداد مشروع قانون للتجارة الإلكترونية والمساهمة مع وزارة المالية في إعداد مشروع قانون جديد للدين العام.

(٣-٢) السياسة النقدية في الأردن خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٠٠)

لقد اتبع البنك المركزي الأردني خلال هذه الفترة نهجاً جديداً متوافقاً مع الأهداف النقدية التي يتضمنها برنامج التصحيح الاقتصادي وذلك بالتعاون من صندوق النقد الدولي. فقد اتجهت السياسة النقدية بالتدرج إلى زيادة استخدام الأدوات النقدية الكمية غير المباشرة إلى جانب الأدوات النوعية وكذلك وسائل الإقناع الأدي. وذلك على حساب تقليص اللجوء إلى الأدوات الكمية المباشرة، تعزيزاً لآلية عمل السوق النقدية ورفعاً لكفاءتها. ولتسهيل إجراء المقارنة والمتابعة فإن هذا البند يلتزم بتصنيف أدوات السياسة النقدية المستخدمة في الأردن على النحو الذي تم في البنود الخاصة بعرض تلك الأدوات من الجانب النظري.

أولاً: أدوات السياسة النقدية الكمية غير المباشرة في الأردن

١ - نسبة الاحتياطي الإجباري (الاحتياطي النقدي الإلزامي)

قام البنك المركزي عام ١٩٨٩ بهدف ضبط التوسع النقدي والحد من التضخم الذي وصل معدله في ذلك العام (٢٥,٨%)، برفع نسبة الاحتياطي الإجباري نقطتين مئويتين لتبلغ (١١%)، على أن تحتفظ البنوك بقيمة هذا الاحتياطي لدى البنك المركزي على شكل وديعة خاضعة لإشعار يومين بنسبة (٦٠%) حيث لا يجوز السحب منها إلا بموافقة خطية مسبقة من البنك المركزي، ونسبة (٤٠%) على شكل حساب جار. وقد حددت نسبة الاحتياطي الإجباري على مجموع ودائع العملاء وودائع البنوك لدى بنوك الاستثمار والشركات المالية بنسبة (٥%) كحد أدنى عام ١٩٩٠. أما عام ١٩٩١، وتم للمرة الأولى تم فرض نسبة (١٥%) كاحتياطي نقدي على كافة ودائع وحدات الصرف الخارجية العائدة للبنوك والشركات المالية الأردنية.

وفي عام ١٩٩٢، تم رفع نسبة الاحتياطي على ودائع البنوك التجارية بالدينار من (١١%) إلى (١٣%) وعلى ودائع بنوك الاستثمار والشركات المالية من (٥%) إلى (٧%). ثم في

عام ١٩٩٣ تم رفع كل من نسبتي الإحتياطي نقطتين مئويتين أخرى، بحيث أصبحت على ودائع البنوك التجارية (١٥%) وعلى ودائع البنوك الاستثمارية (٩%). غير أن سلسلة الزيادات في نسب الإحتياطي توقفت في شهر حزيران عام ١٩٩٤، حيث تم تخفيض النسبة على ودائع البنوك التجارية إلى (١٤%)، شريطة استثمار حصيلة هذا التخفيض في شهادات الإيداع التي يصدرها البنك المركزي والتي لا تقل آجالها عن ستة أشهر وبمعدل فائدة كما هو في آخر عرض. وهو شرط تم إلغاؤه بعد عامين. وضمن سعي البنك المركزي إلى تنشيط سوق ما بين البنوك قام في الأول من شهر تشرين الأول من عام ١٩٩٤ باستثناء الودائع فيما بين البنوك، وودائع المركز الرئيسي- والفروع الخارجية بالدينار من الوعاء الخاضع لنسبة الإحتياطي. أما في عام ١٩٩٧، قرر البنك المركزي المساواة بين نسبة الإحتياطي الإجباري على ودائع البنوك التجارية وودائع بنوك الاستثمار والمؤسسات المالية، حيث قام برفع نسبة الإحتياطي على ودائع بنوك الاستثمار إلى (١٤%) على ثلاثة مراحل. وقد استمرت بعد ذلك نسب الإحتياطي على الودائع بالدينار الأردني وبالعملات الأجنبية بالتحرك معاً باتجاه الانخفاض حيث انخفض إلى (١٠%) في آب عام ٢٠٠٠، ثم إلى (٨%) في شهر كانون الثاني من عام ٢٠٠١.

## ٢ - معدل إعادة الخصم

اذسجماً مع توجهات السياسة النقدية الانكماشية في بداية عقد التسعينات للحد من الضغوط التضخمية، قام البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم من (٦%) الذي ساد خلال الثمانينات إلى (٨%) ثم إلى (٨,٥%) عام ١٩٨٩.

وقد ظل معدل إعادة الخصم هذا ثابتاً حتى عام ١٩٩٧، إذ تم إجراء عدة تخفيضات متدرجة عليه ابتداءً من شهر تموز، ليهبط إلى (٧,٧٥%) في نهاية العام. واذسجماً مع هيكل معدلات الفائدة الذي ساد السوق المصري الأردني خلال تلك الفترة تم رفع معدل إعادة الخصم في شهر آب عام ١٩٩٨ إلى (٨,٥%)، ثم إلى (٩%) في نفس الشهر. أما في عام ١٩٩٩

فقد تم إعادة تخفيض معدل إعادة الخصم بنقطة مئوية واحدة ليصل إلى (٨%). وفي عام ٢٠٠٠ تابع البنك المركزي محاولته التأثير على هيكل معدلات الفائدة في سعي منه إلى زيادة الطلب على الائتمان وتشجيعاً للاستثمار. حيث قام بتخفيض معدل إعادة الخصم من (٨%) إلى (٦,٥%)، ثم تابع ذلك بإجراء سلسلة من التخفيضات خلال عام ٢٠٠١، حيث انخفض من (٦,٥%) إلى (٦%)، فألى (٥,٧٥%)، فألى (٥,٥%) خلال الثلث الأول من هذا العام.

### ٣ - قبول ودائع الأجل

بهدف امتصاص فائض السيولة لدى الجهاز المصرفي استحدث البنك المركزي الأردني في أيار عام ١٩٩٢ فرصة توظيف جديدة أمام البنوك والشركات المالية المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة. تلك الفرصة هي قبوله للودائع بالدينار لآجال مدتها ستة أشهر وثلاثة أشهر. وقد تم تحديد معدل فائدة تشجيعي لهذه الودائع بالمقارنة مع معدلات الفائدة السائدة على الودائع الخاضعة للإشعار أو ذات الآجال الأقل، إذ حدد معدل الفائدة عليها بنسبة (٤%) سنوياً. ومن الجدير بالذكر أن تجاوب البنوك المرخصة مع هذه الفرصة كان كبيراً. فقد وصل رصيد هذه الودائع إلى (٣٠٤,٣) مليون دينار مع نهاية عام ١٩٩٢، مشكّلة آنذاك ما نسبته (٤٣%) تقريباً من إجمالي ودائع البنوك بالدينار الأردني لدى البنك المركزي. وقد أجرى البنك المركزي تعديلاً على معدلات الفائدة لديه اعتباراً من تاريخ ١٩٩٣/١/٣٠ لصالح الودائع الأطول أجلاً، واستحدث الودائع لأجل شهر ولأجل سنة، وألغى الودائع لأجل ثلاثة أشهر، وحدد معدلات الفائدة على الودائع مدة شهر واحد (١%) سنوياً، وعلى الودائع لمدة ستة أشهر (٢,٥%) سنوياً، وعلى الودائع لمدة سنة واحدة (٤%). غير أن البنك المركزي توقف عن قبول هذا النوع من الودائع منذ بداية شهر أيلول عام ١٩٩٣، حيث شرع في إصدار شهادات الإيداع بالدينار الأردني، تعزيزاً للرقابة غير المباشرة على السيولة المحلية وزيادة تفعيل عمليات السوق المفتوحة.

ضمن إطار سعي البنك المركزي الأردني إلى زيادة التركيز على الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية، يواصل البنك إصدار وإطفاء سندات الخزينة، وإدراجها في بورصة عمان ليتم تداولها والاستثمار بها. واعتباراً من ١٩٩٣/٩/١ قام البنك المركزي بإصدار شهادات إيداع بالدينار الأردني لغايات الاستثمار بها من قبل البنوك المرخصة بفئات تبدأ بـ ١٠٠ دينار ومضاعفاتها، وبآجال ثلاثة شهور وستة شهور. ويتم الإعلان عن الكميات المعروضة من شهادات الإيداع للبيع في المزاد العلني مرة واحدة أسبوعياً، حيث تستثنى مبالغ هذه الشهادات من الوعاء الخاضع لنسبة الاحتياطي الإجباري. ومن الجدير بالذكر أن البنك المركزي سمح للبنوك التجارية من الأول من شهر أيار عام ١٩٩٣ بإصدار شهادات إيداع بالدينار الأردني و/أو بالعملات الأجنبية وللآجال التي تراها مناسبة، بحيث لا تقل عن شهر واحد. فضلاً عن ذلك، استحدث البنك المركزي بتاريخ ١٩٩٣/٣/١١ شهادات إيداع بالدولار الأمريكي بهدف تطوير السوق النقدية وتنويع مجالات الاستثمار بالعملات الأجنبية.

ولغايات تفعيل عمليات السوق المفتوحة، أعلن البنك المركزي في شهر نيسان عام ١٩٩٤ استعداده لإعادة شراء شهادات الإيداع بالدينار الأردني بمعدل فائدة يزيد عن أعلى آخر معدل تم قبوله بنسبة (١%)، ثم بمعدل فائدة إعادة يعلو آخر معدل تم قبوله بنصف نقطة مئوية.

أما معدلات الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر، فقد كانت في ارتفاع خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٦، إذ بلغ معدلها (٣,٢٥) و (٧,٧٥%) و (٨,٧٥%) و (٩,٢٥%) على التوالي. وفي انخفاض خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٠، حيث كانت (٦,٢٥%) عام ١٩٩٧ و (٦%) عام ٢٠٠٠. أما عام ١٩٩٨ فقد ارتفعت إلى (٩,٤٥%) بشكل استثنائي نتيجة لارتفاع هيكل

معدلات الفائدة في السوق المصرفي الأردني، وسعي البنك المركزي إلى المحافظة على الثقة بالدينار الأردني في الوقت الذي كان الطلب على العملات الأجنبية متوقعاً له أن يرتفع. أما معدلات الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ستة شهور فقد كانت في ارتفاع لتصل قيمة قصوى عام ١٩٩٨ بمعدل (٩,٥٥%)، إلا أنها انخفضت عام ٢٠٠٠ إلى (٦,٠٥%).

أما فيما يخص سندات الخزينة والتنمية وسندات المؤسسات العامة، فإنه في حزيران من عام ٢٠٠١ (عام إجراء هذه الدراسة) كان مدرجاً في بورصة عمان ما مجمله (١٤٠) مليون دينار من سندات الخزينة، و(١١٧,٥) مليون دينار من سندات التنمية، و(١٠٦) مليون دينار من سندات المؤسسات الحكومية. وقد بلغ أعلى معدل فائدة على تلك الأدوات (٩,٢٥%) وحيث كان على سندات التنمية، بينما كان أدنى معدل فائدة على سندات الخزينة حيث بلغ (٦,٧٤%).

#### ٥ - اتفاقيات إعادة الشراء ونافذة الإيداع

سعيًا من البنك المركزي لزيادة كفاءة إدارة الجهاز المصرفي وسيولته في الأجل القصير ، خاصة خلال الفترة الفاصلة بين كل إصدارين متتاليين من شهادات الإيداع، أتاح البنك المركزي للبنوك المرخصة منذ مطلع شهر آذار عام ١٩٩٨ نافذة الإيداع بالدينار لليلة واحدة، حيث أصبحت البنوك بموجب هذه الأداة قادرة على إيداع مبالغ لدى البنك المركزي لمدة ليلة واحدة شريطة أن لا يقل الحد الأدنى للمبالغ المقبولة عن المليون دينار. كما أعلن اعتباراً من شهر تموز نفس العام عن استعداده تنفيذ عمليات إعادة شراء شهادات الإيداع بالدينار لليلة واحدة.

وفي عام ١٩٩٩ تم تخفيض معدلات الفائدة على كل من اتفاقيات إعادة الشراء لشهادات الإيداع بالدينار لأجل أسبوع ونافذة الإيداع لليلة واحدة إلى (٩,٢٥%) و(٥,٥%) على التوالي. أما عام ٢٠٠٠ فقد تم تخفيض معدل الفائدة على اتفاقيات إعادة الشراء (٧,٥%). وأخيراً في

بداية عام ٢٠٠١ قام البنك المركزي بتخفيض كل من معدلات الفائدة على اتفاقيات إعادة الشراء ونافذة الإيداع إلى (٧%) و(٥,١٢٥%) على التوالي.

ثانياً: أدوات السياسة النقدية الكمية المباشرة

رغم التوجه لدى البنك المركزي الأردني بالتحول إلى الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية وزيادة تفعيل سوق ما بين البنوك وعمليات السوق المفتوحة، إلا أنه ليس بإمكانه التخلي تماماً وبصورة مفاجئة عن الرقابة المباشرة للسيولة المحلية، خاصة في حال عدم توفر أسواق نقدية ومالية متطورة، ووجود العديد من المشاكل في الجهاز المصرفي مثل الفوائض في السيولة المصرفية. وفيما يلي أبرز أدوات الرقابة المباشرة التي استخدمها البنك المركزي خلال فترة الدراسة:

#### ١ - سقوف التسهيلات الائتمانية

بهدف تنظيم وتوجيه الائتمان تم عام ١٩٨٩ منح أية شركة مالية من تقديم تسهيلات ائتمانية مباشرة أو غير مباشرة لأي من عملائها تزيد في مجموعها عن (٢٠) ألف دينار قبل موافقة البنك المركزي مسبقاً. وفي عام ١٩٩١ قام البنك المركزي بتفويض البنوك المرخصة والشركات المالية بمنح تسهيلات بالدينار الأردني لعملائها المقيمين بضمان ودائعهم بالعملات الأجنبية المودعة في المملكة دون الحاجة لموافقة البنك المركزي بسقف لا يزيد على (١٠٠) ألف دينار.

أما في شهر أيار من عام ١٩٩٢، فقد قام البنك المركزي بتجديد سقوف التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل كل بنك مرخص بحيث لا تتجاوز عشرة أضعاف رأس المال والاحتياطيات ولا تزيد عن (٩٠%) من إجمالي الودائع بالدينار. وبهدف ضمان مصادر تمويلية كافية للمقيمين، وجه البنك المركزي مذكرة إلى البنوك المرخصة والشركات المالية في شهر حزيران، حدد بموجبها الحد الأقصى للتسهيلات الائتمانية بالدينار الأردني الممنوحة لغير المقيمين بنسبة (٥%) من إجمالي التسهيلات الممنوحة، وبضمان ودائعهم من العملات الأجنبية بما لا يقل عن رصيد التسهيلات القائم.

و ضمن م ساعي البنك المركزي نحو الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية قام بإلغاء السقف الذي حدد حجم التسهيلات الممنوحة من قبل البنوك المرخصة بما لا يزيد عن عشرة أضعاف رأس المال والاحتياطيات اعتباراً من بداية عام ١٩٩٤. كما ألغى بتاريخ ١٦/٢/١٩٩٥ السقف الأخير الذي يحدد حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة بالدينار والعملات الأجنبية من قبل البنوك المرخصة بما لا يزيد عن (٩٠%) من إجمالي ودائع العملاء بالدينار. وفي نهاية عام ١٩٩٥ قام البنك برفع السقف المفروض على التسهيلات الائتمانية المباشرة لغايات تمويل شراء الأوراق المالية و/أو الاكتتاب بها بشكل كبير من (١٥٠) ألف إلى (٥٠٠) ألف دينار للشخص الطبيعي، ومن (٣٠٠) ألف إلى مليون دينار للشخص المعنوي، مع اخذ موافقة البنك. وبذلك فقد قام البنك المركزي من الناحية العملية بتحرير السوق المصرفي من السقوف الائتمانية.

## ٢ - سياسة معدل الصرف ومراقبة العملة الأجنبية

اتبع البنك المركزي الأردني سياسات متعددة في إدارة معدل صرف الدينار. ففي البداية وحتى عام ١٩٨٦ كان الدينار مرتبطاً بسلة حقوق السحب الخاصة ( وهي عبارة عن حقوق ملكية للدولة لدى صندوق النقد الدولي، وجدت في الأساس لتسوية المدفوعات الدولية). ثم خلال النصف الثاني من الثمانينات وحتى عام ١٩٨٨ ارتبط الدينار بسلة من العملات تعكس نمط وحجم التجارة الخارجية للأردن، وبعد ذلك العام تم تعويمه. وفي إطار سعي البنك المركزي للحفاظ على الاستقرار في معدل صرف الدينار، قام بتاريخ ٢٣/١٠/١٩٩٥ بتحديد معدل صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي، باعتباره عملة المدفوعات الدولية الرئيسية بمعدل وسطي مقداره (٧٠٩) فلساً، مع السماح له بالتذبذب مقابل العملات الأجنبية الأخرى. وغني عن القول بأن الدينار الأردني قد تعرض إلى انهيار حقيقي في نهاية عقد الثمانينات ونضبت احتياطيات البنك المركزي من العملات الأجنبية، الأمر الذي دفع البنك إلى التدخل المباشر في سوق الصرف في ظل برنامج التصحيح الاقتصادي.

و بناءً عليه، قام البنك المركزي في عام ١٩٨٩ بإلزام البنوك والشركات المالية بالاحتفاظ لدى البنك المركزي بما نسبته (٣٥%) من ودائع العملاء المقيمين وغير المقيمين بالعملة الأجنبية كاحتياطي نقدي إجباري على شكل وديعة لأجل تتقاضى الفوائد السائدة في السوق العالمية على مثل تلك الودائع. وفي أيلول من عام ١٩٩٠ تم إجراء بعض التعديل على مراقبة العملة الأجنبية، حيث سمح للمقيمين الاحتفاظ بعملات أجنبية لدى البنوك والشركات المالية المرخصة بما يعادل (١٥٠) ألف دينار بدلا من (٥٠) ألف دينار. ثم ارتفع هذا المبلغ إلى ما يعادل (٥٠٠) ألف دينار عام ١٩٩١. كما أنه في عام ١٩٩٢ تمت زيادة المبلغ الذي يسمح للشخص كامل الأهلية بإخراجه من المملكة من (٣٠٠) دينار إلى (٥٠٠٠) دينار، والسماح باستيراد الذهب بأنواعه دون الحاجة لموافقة البنك المركزي مسبقاً. وفي عام ١٩٩٦ بهدف تعزيز قدرة الجهاز المصرفي على إدارة موجوداته من العملات الأجنبية وتوظيفها بالشكل الذي يعظم أرباحها، وكذلك المساواة بين نسبتي الاحتياطي الإجباري على الدينار والعملات الأجنبية وإزالة التمييز بينهما، قام البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع بالعملات الأجنبية من (٣٥%) إلى (١٤%).

هذا وقد واصل البنك المركزي تحرير القيود المفروضة على مراقبة العملة الأجنبية، تمهيداً لإعلان قابلية تحويل الدينار لغايات المعاملات الجارية.

وفي منتصف شهر تموز من عام ١٩٩٧ أعلن البنك المركزي عن قابلية تحويل الدينار للغايات الرأسمالية. وبذلك أصبح الدينار يتمتع بالقابلية التامة للتحويل للغايات الرأسمالية والجارية على حد سواء.

وبهذا فقد نجحت السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار صرف الدينار وقابلية تحويله كما تمكنت من المحافظة على احتياطيات آمنة من العملات الأجنبية.

### ٣ - متطلبات رأس المال وكفايته

في إطار جهود البنك المركزي لتدعيم المراكز المالية للبنوك وتعزيز المنافسة فيما بينها، قرر في نهاية شهر كانون الثاني عام ١٩٩٥ رفع الحد الأدنى لرأس المال المدفوع للبنوك الأردنية المرخصة إلى (٢٠) مليون ديناراً. وضمن ذلك توجب على جميع البنوك الوصول إلى الحد الأدنى المقرر في موعد أقصاه نهاية عام ١٩٩٧.

أما ما يخص ر ساميل فروع البنوك غير الأردنية فكان من المرغوب رفعها إلى (١٠) مليون دينار مع بداية عام ١٩٩٧. وانسجماً مع تلك السياسة قرر البنك المركزي اعتباراً من مطلع عام ١٩٩٦ رفع معدل كفاية رأس المال المرشح بالمخاطر إلى (١٠%) بدلاً من (٨%)، ثم إلى (١٢%) في شهر حزيران عام ١٩٩٧.

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية النوعية في الأردن

إلى جانب استخدام البنك المركزي الأدوات الكمية التي تتصف بالشمولية في التأثير على متغيرات السوق النقدية، فإنه لجأ في كثير من الأحيان إلى الأدوات النوعية، شأنه بذلك شأن السلطات النقدية في جميع البلدان التي تعاني اقتصادياتها من اختلال في توازن هيكلها الاقتصادي.

### ١ - سياسة معدل الفائدة

في عام ١٩٨٩ قام البنك المركزي برفع معدلات الفائدة التي يتقاضاها على السلف المقدمة للبنوك والشركات المالية لغاية تشجيع الصادرات الوطنية إلى (٨%) على الصادرات إلى الدول العربية التي ترتبط مع الأردن باتفاقيات تجارية ثنائية، و(٦%) على الصادرات إلى الدول الأخرى. على أن تتقاضى البنوك والشركات المالية من المصدر الأردني عمولة إضافية بنسبة (١,٥%) تضاف إلى معدلات الفائدة المذكورة أعلاه.

وفي إطار سياسته الرامية إلى تشجيع ودعم قطاع التصدير، أجرى البنك المركزي في تموز من عام ١٩٩٢ تعديلات على الشروط العامة لسلف تشجيع الصادرات الوطنية. فقد تم تخفيض معدل الفائدة على سلف تشجيع الصادرات الوطنية، بحيث يقل (٣,٥) نقطة مئوية عن معدل إعادة الخصم، إذ أصبح معدل الفائدة على هذه السلف (٥%) بصرف النظر عن أسواق التصدير. هذا وقد تم تحديد صرف السلفة الممنوحة مقابل بوالص واعتمادات التصدير والسحوبات المكفولة بتسعة اشهر ولكافة الدول. من جانب آخر تم رفع نسبة الفائدة والعمولة التي تتقاضاها البنوك والشركات المالية المرخصة من المصدر إلى (٢%) بدلا من (١,٥%) بهدف حث البنوك على تقديم هذا النوع من الائتمان. كما وقد تم تخفيض الحد الأدنى لنسبة القيمة المضافة التي يقبلها البنك المركزي على البضائع المنتجة محلياً لغايات الحصول على سلف تشجيع الصادرات من (٤٠%) إلى (٢٥%).

أما في عام ١٩٩٣ فقد أجرى البنك المركزي تعديلاً على معدلات الفائدة لديه لصالح الودائع الأطول أجلاً، واستحدث الودائع لأجل شهر و سنة وألغي الودائع لأجل ثلاثة أشهر. وفي نفس العام أجرى البنك المركزي تعديلاً آخر على معدلات الفائدة على السلف المقدمة تشجيعاً للصادرات بحيث صارت تقل بخمسة نقاط مئوية عن معدل إعادة الخصم. علماً بأن ذلك المعدل كان وما زال في اتجاهه نحو الإنخفاض. وكذلك رفع البنك نسبة العمولة التي تتقاضاها البنوك من المصدر إلى (٢,٥%). بالإضافة إلى ما تقدم قام البنك المركزي بتخفيض معدلات الفائدة على السلف الممنوحة لمؤسسة الإقراض الزراعي إلى (٤%) بدلاً من (٥%)، وتخفيض معدلات الفائدة على تلك الممنوحة لبنك الإئماء الصناعي من (٨,٢٥%) إلى (٧%) سنوياً. ومنعاً للتشوهات التي قد تنشأ عن التدخل المتزايد في السوق ودعم بعض الأنشطة الاقتصادية دون سواها، عاد البنك المركزي ليرفع معدلات الفائدة على السلف المقدمة لتشجيع الصادرات إلى مستوى تقل فيه بمقدار (٢,٥%) عن معدل إعادة الخصم النافذ بدلاً

من (٥) نقاط مئوية. وقد قام كذلك في نهاية شهر أيلول عام ١٩٩٤ برفع معدلات الفائدة على كافة السلف التي يتم منحها لمؤسسات الإقراض المتخصصة بحيث لا تقل عن (٦%) بدلاً من (٤%). واعتباراً من بداية عام ١٩٩٥ رفع البنك معدلات الفائدة على السلف والقروض التي يمنحها لمؤسسة الإقراض الزراعي وصندوق الحرفيين ليصبح أقل بنقطتين مئويتين عن معدل إعادة الخصم السائد. كما رفع المعدل على السلف والقروض الممنوحة لغايات تشجيع الصادرات الوطنية والقروض الإسكانية وأية قروض مشابهة لتصبح أقل بنقطة مئوية واحدة عن معدل إعادة الخصم السائد.

وحرصاً من البنك المركزي على توفير الاحتياجات التمويلية للقطاعات الاقتصادية ذات الأولوية، قام اعتباراً من تاريخ ١٩٩٨/٩/٥ بتقديم معدلات مسانده تفصيلية لكل من التسهيلات الممنوحة لبنك الإئماء الصناعي ومؤسسة الإقراض الزراعي و لغايات تشجيع الصادرات، حيث بلغت آنذاك (٦,٥%) و(٥,٢٥%) و(٧%) على التوالي.

## ٢ - نسبة التأمينات النقدية والكفالات

تمشياً مع السياسة الاقتصادية الهادفة إلى ترشيد الاستهلاك والحد من الاستيراد، قام البنك المركزي بتحديد الحد الأدنى لنسبة التأمين النقدي التي تحصل عليها البنوك والشركات المالية المرخصة على الاعتمادات والسحوبات غب الاطلاع، أو السحوبات الزمنية المكفولة بحيث أصبحت عام ١٩٨٩ (٣٠%) على استيراد المواد الغذائية والأساسية والأدوية التي ليس لها بديل محلي، والمواد الأولية المستعملة في الصناعة المحلية، و(٧٠%) على بقية السلع المستوردة الأخرى. أما عام ١٩٩١ فقد تم تخفيض تلك النسب إلى (١٥%) و(٣٥%) على التوالي.

أما السلع المستوردة إلى المنطقة الحرة فقد تم تحديد التأمينات النقدية التي تستوفيهها البنوك بنسبة (٨٠%) عام ١٩٨٩، على أن تستوفي بالعملة الأجنبية. وفي عام ١٩٩١ تم تخفيض هذه النسبة لتصبح (٢٠%) على استيراد المواد الغذائية والمواد الأولية وقطع الغيار، و(٤٥%) على بقية السلع المستوردة إلى المناطق الحرة.

أما بهدف تشجيع الصادرات الوطنية، فقد قرر البنك المركزي عام ١٩٩٠ إلغاء شرط تقديم كفالة مصرفية لصالحه بالنسبة للصادرات من البضائع الأردنية المنشأ المنصوص عليها في تعليمات مراقبة العملة الأجنبية، والاكتفاء بتقديم تعهد من المصدر الأردني لصالح البنك المركزي لإعادة أثمان الصادرات بالعملة الأجنبية إلى المملكة. غير أن هذا الشرط بقي قائماً بالنسبة للبضائع ذات المنشأ الأجنبي والمعاد تصديرها فقط.

### ٣ - المحافظ الاستثمارية وتطوير سوق رأس المال

في سبيل تفعيل السوق النقدي وتنويع أدواته وسعياً لاجتذاب رؤوس أموال جديدة من الخارج لتساهم في تعزيز احتياطات المملكة من العملات الأجنبية، سمح البنك المركزي للبنوك المرخصة والشركات المالية في ١٩٩٣/١/٥ بإدارة محافظ استثمارية بالعملات الأجنبية لغير المقيمين، وذلك من أصل حساباتهم بالعملات الأجنبية والمغذاة بحوالات واردة من الخارج، على أن تبقى هذه الحسابات خاضعة لأحكام الاحتياطي النقدي الإلزامي بالعملات الأجنبية.

ولزيادة التحرر من قيود مراقبة العملة الأجنبية، قرر البنك المركزي في أواخر شهر آب من عام ١٩٩٥ السماح للبنوك المرخصة باستثمار ما نسبته (٥٠%) كحد أقصى من ودائع العملاء بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل لغايات منح قروض تنموية داخل المملكة والمشاركة في القروض المجمعة، وشراء سندات وأذونات مؤسسات عامة رسمية صادرة في كل من الولايات المتحدة وألمانيا واليابان والمملكة المتحدة وسويسرا. كذلك شراء مستندات المؤسسات الدولية والإقليمية والسندات الصادرة عن الشركات المدرجة في السوق الأول والثاني في بورصة عمان، إضافة إلى شراء سندات دين الحكومة الأردنية بالعملة الأجنبية.

والى جانب ما سبق ذكره، قام البنك المركزي في مجال تطوير سوق رأس المال عام ٢٠٠٠ بحث البنوك على تقديم خدمة إدارة المحافظ الاستثمارية بالدينار الأردني لعملائها، وذلك بإعفاء الأموال المستثمرة في هذه المحافظ أو أي شكل آخر من أشكال الاستثمار

المشترك من الاحتياطي الإجباري، شريطة ألا تقل نسبة الأموال المستثمرة في كل محافظة عن (٨٠%) من قيمتها الاسمية. كذلك تم إعفاء حسابات الاستثمار المخصص وما يماثلها من أدوات لدى البنوك الإسلامية من الاحتياطي الإجباري.

أما فيما يتعلق باستخدام البنك المركزي الأردني لأدوات السياسة النقدية الأخرى، فإنه يتمثل بشكل رئيس في الاجتماعات التي تدعى إليها الإدارات العليا لدى مؤسسات القطاع المصرفي مع إدارة البنك المركزي، وتوجيه التعليمات إلى البنوك التجارية من خلال المذكرات التي يصدرها البنك، وكذلك نشر المعلومات من خلال وسائل الإعلام. ومثال على ذلك نشر المؤشرات النقدية وغيرها على الموقع الإلكتروني للبنك وتمرير المعلومات إلى الجمهور من خلال وسائل الإعلام العامة.

## الفصل الثالث

### الفائدة؛ مفهومها ونظرياتها

#### مقدمة

تعد الفائدة والسياسات المتعلقة بها من أهم القضايا المطروحة في ساحة النقاش في جميع الدول التي تبني أنظمتها الاقتصادية الفكر الرأسمالي. ويتسع نطاق الجدل حول موضوع الفائدة، ليشمل الجدل القائم حول تعريفه ومفهومه، والاختلافات في وجهات النظر حول مشروعيته والكيفية التي يتحدد بها في الواقع العملي. والجدير بالذكر أن الحديث عن الفائدة يأتي من خلال الحديث عن معدل الفائدة وإن تفاوتت من حيث المفهوم.

و في هذا الفصل سيتم إيجاز مفهوم الفائدة في كل من الفكر الإسلامي والفكر اليوناني القديم، فالفكر الاشتراكي، النظريات والفرضيات التي حاولت تفسير سلوك معدل الفائدة وتحديده في الفكر الرأسمالي. بعد ذلك ينتقل هذا الفصل للحديث عن المتغيرات الكلية التي تناولتها الدراسات السابقة والتي تقدم النظرية الاقتصادية تفسيراً لكيفية تأثيرها على معدل الفائدة. كذلك يتناول هذا الفصل موضوع تعويم معدل الفائدة من حيث المفهوم وكسياسة اقتصادية، موجزاً مجموعة الآراء المعارضة والمؤيدة لمسألة التعويم إلى جانب عرض هيكل معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية خلال كل من الفترتين قبل وبعد إجراء التعويم.

#### (١-٣) مفهوم الفائدة

رغم تعدد المدارس الفكرية التي شكلت الفكر الاقتصادي على مر الزمن فلم يكن معدل الفائدة ومفهومه هامشياً أبداً إنما كان واحداً من المفاهيم التي دار حولها وما زال الكثير من النقاش. فالفكر الاقتصادي الإسلامي لا يعترف بمشروعية معدل (أو سعر) الفائدة. وفي ذلك كان رأي الفيلسوف أرسطو في كتابه "السياسة"، أن النقود عقيمة ولا يمكن أن

تخلق نقوداً أخرى. و يبدو كما يرى البعض أن الاعتراض القانوني لدى الفلاسفة على معدل الفائدة في العصور القديمة أن الغايات الاستهلاكية كانت تتغلب على استخدامات القروض وبالتالي كان ينظر إلى الفائدة على أنها دخل استغلالي ومجحف. أما من وجهة نظر في الفكر الاشتراكي الماركسي نجد أن كارل ماركس يعرف معدل الفائدة على أنه : "الفائدة هي قيمة يجب دفعها إلى رأس المال النقدي نتيجة تشغيله في الصناعة. وهي تمثل جزءاً من الربح. ولذلك فإن العلاقة بين المبلغ الذي يتم دفعه - نتيجة لاستخدام رأس المال- والربح المحقق يكون هو معدل الفائدة مقاساً بالنقود" (Marx, ١٩٨١).

أما مفهوم معدل الفائدة في الفكر الرأسمالي فهو يختلف باختلاف المدرسة الفكرية. ففي المدرسة الكلاسيكية ينظر إلى معدل الفائدة على أنه عائد للادخار، أو مكافأة لعدم الإنفاق. كما ينظر إليه في هذه المدرسة على أنه ثمن مصادر الاستثمار عند تعادل كل من الطلب على الاستثمار والرغبة في الادخار، حيث يمثل الاستثمار الطلب على مصادر الاستثمار المتاحة ويمثل الادخار العرض . أما كنز، فإنه يعتبر الفائدة مكافأة على التخلي أو التضحية بالسيولة لفترة معينة. "وهو الثمن الذي يحقق التوازن بين الطلب على النقود (تفضيل السيولة) لذاتها وبين عرض النقد الذي تتحكم فيه السلطة النقدية" (إبراهيم، ١٩٨٣).

### (٢-٣) نظريات معدل الفائدة

هناك عدد من النظريات الرأسمالية التي يتفق معظمها على أن معدل الفائدة شكل من أشكال الأسعار أو التعويض الذي يفترض أنه يتحدد كما هي حال بقية الأسعار بالتوازن الناشئ بين قوى العرض والطلب في السوق.

### (٣-٢-١) النظرية الكلاسيكية لمعدل الفائدة

تنبثق النظرية الكلاسيكية من الفكر التقليدي القائل بأن كل من الادخار والاستثمار دالة بمعدل الفائدة. وتعد هذه النظرية في واقع الحال بناءً كنزياً نابعاً مما استنتجه كنز من كتابات الاقتصاديين الكلاسيك. والكتاب الكلاسيكيون جميعهم يجمعون بشكل أو بآخر أن النقود حيادية وأن معدل الفائدة متغير حقيقي يتحدد بتفاعل الطلب على الاستثمار والعرض من الادخار. ووفقاً لكتابات المدرسة الكلاسيكية، تتناسب الكمية المعروضة من المدخرات تناسباً طردياً مع معدل الفائدة. أما جانب الطلب فيكون محكوم بمستوى الإنتاجية الحدية لرأس المال وتكلفة الاقتراض، إذ تتناسب الكمية المطلوبة من الاستثمار تناسباً عكسياً مع معدل الفائدة.

تفترض النظرية الكلاسيكية لمعدل الفائدة أن هذا المعدل هو العامل الوحيد الذي يحدد التوازن بين عرض الادخار والطلب على الاستثمار. فإذا ارتفع الطلب على الاستثمار بسبب زيادة الفرص الاستثمارية مثلاً، فإن هذه الزيادة في الطلب لا يمكن تلبيتها إلا عن طريق الزيادة في الكمية المعروضة من المدخرات، الأمر الذي يتحقق فقط بارتفاع معدل الفائدة.

و من ناحية أخرى فإن زيادة الادخار مع ثبات العوامل الأخرى المؤثرة تؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة التوازني، وبالتالي زيادة الكمية المطلوبة من الاستثمار.

وقد تعرضت النظرية الكلاسيكية لعدد من الانتقادات الجوهرية أهمها ما يلي:

- ١ - لا تؤمن النظرية الكلاسيكية بدوافع أخرى للادخار سوى الحصول على فائدة، وهي بذلك تتجاهل الادخار بدافع التحوط. كما أنها تغفل حقيقة أنه إذا أراد شخص ما الحصول على مبلغ ثابت بعد سن التقاعد مثلاً، فإنه يدخر مبلغاً

أقل كلما إرتفع معدل الفائدة. ومثل ذلك الشخص يكون منحى عرض الادخار ذو ميل سالب.

٢ - لا تؤمن النظرية الكلاسيكية بوجود فائدة لا تتولد عن الادخار الحقيقي وبالتالي فهي تتجاهل تولد الفائدة عن طريق عملية خلق النقود بواسطة الائتمان المصرفي.

٣ - تفترض النظرية الكلاسيكية ثبات الدخل عند مستوى التوظيف الكامل وبالتالي فهي تستبعد أثر التغيرات في الدخل على الادخار.  
٤ - تقوم النظرية الكلاسيكية على افتراض استقلال الادخار عن الاستثمار. و الرأي الغالب هو أن الدخل دالة في الاستثمار، كما يعد الادخار دالة في الدخل. وبالتالي هناك علاقة غير مباشرة بين الادخار والاستثمار من خلال حلقة الدخل.

### (٣-٢-٢) نظرية الأرصدة القابلة للإقراض

تُعد نظرية الأرصدة القابلة للإقراض إحدى أهم النظريات في تفسير سلوك معدل الفائدة. وتنبثق هذه النظرية من نظرية الطلب على الأصول. ويقوم تفسير معدل الفائدة في هذه النظرية على مبدأ المساواة بين الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض والعرض من تلك الأرصدة.

### ١- الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض

يتكون الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض بشكل أساسي من طلب الأفراد في القطاع المنزلي وطلب قطاع الأعمال والطلب الحكومي، والطلب الخارجي. وباختلاف الدوافع الكامنة وراء الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض، تختلف خصائص الطلب.

فبينما يعد طلب القطاع المنزلي على الأرصدة القابلة للإقراض مرناً نسبياً بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة، يعد الطلب الحكومي على تلك الأرصدة غير مرن. و بصورة عامة

تتناسب الكميات المطلوبة من الأرصدة القابلة للإقراض تناسباً عكسياً مع معدل الفائدة على الإقراض، حيث يتضح ذلك في قطاع الأعمال.

من جانب آخر، تطلب الأرصدة القابلة للإقراض في بلد ما كذلك من قبل الجهات الدولية. وتعتمد الكمية المطلوبة من الأرصدة المحلية القابلة للإقراض على هامش الفائدة بين المعدل المحلي والمعدل الأجنبي. ونظراً لحساسية وخطورة تأثير مثل هذا النوع من الإقراض على ميزان المدفوعات لدى البلدان، فإن جميع الدول تحاول دائماً المحافظة على هامش فائدة آمن بين القروض بالعملة المحلية ومثيلاتها بالعملة الأجنبية.

وهكذا يمكن التعبير عن الطلب الكلي على الأرصدة القابلة للإقراض بالتجميع الأفقي لطلب كل قطاع عند المستويات المختلفة من معدل الفائدة، الأمر الذي سينتج عنه منحني سالب الميل يربط الكميات المطلوبة من الأرصدة القابلة للإقراض بالمستويات المقابلة المختلفة من معدل الفائدة. ومن المعلوم أن الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض يعتمد على كل من حجم قطاع الأعمال و السياسة المالية التوسعية ومعدل التضخم والتغير في ربحية الفرص الاستثمارية.

## ٢- عرض الأرصدة القابلة للإقراض

يأتي الحجم الأكبر من عرض الأرصدة القابلة للإقراض من القطاع المنزلي. بيد أن الحكومات في فترات الوفرة وقطاع الأعمال يشكلون أيضاً جزءاً من ذلك العرض.

ومن الجدير بالذكر أن عرض الأرصدة القابلة لإقراض أقل مرونة بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة بالمقارنة مع الطلب، ويعود تفسير ذلك إلى أن الادخار أكثر تأثراً بمستوى الدخل المتاح منه بمستوى معدل الفائدة. وتعد عوامل تغير ثروة المجتمع و مستويات

الدخول وتغير درجة المخاطرة على المستوى الكلي و تنوع أدوات الإقراض والإقتراض من حيث الآجال و فترات الاستحقاق من أهم العوامل التي تؤثر على القطاع المنزلي كأكثر مصدر عرض للأرصدة القابلة للإقراض (Madura, 3<sup>rd</sup> edition).

### ٣- معدل الفائدة التوازني

تشابه هذه النظرية إلى حد كبير مع النظرية الكلاسيكية، حيث يمكن تشبيهه عرض الأرصدة القابلة للإقراض بالادخار والطلب عليها بالاستثمار. غير أن النظرية التقليدية لم تفصل كلاً من العرض والطلب إلى أجزائهما كما جاء في نظرية الأرصدة القابلة للإقراض. إلا أنه يجب عدم إغفال الاختلافات الفكرية بين النظريتين والتي من أهمها الافتراض التقليدي بوجود العمالة الكاملة.

ومن الجدير بالذكر أن معدل الفائدة المقصود هنا هو المعدل النقدي الحالي وليس الحقيقي أو المتوقع. وعلينا من جانب آخر التفريق بين مفهومي معدل الفائدة الاسمي ومعدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق. فالمعدل الاسمي ثابت لا يتغير. وفي الأصول المالية التي تحمل مثل هذا النوع من الفائدة فإن معدل الفائدة الاسمي عليها هو النسبة المئوية من القيمة الاسمية للأصل المالي التي يحصل عليها مالكة في نهاية كل فترة ( Coupon Rate). أما معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق فهو: "معدل الفائدة الذي يساوي بين القيمة الحالية للمدفوعات المستقبلية مع قيمة الدين اليوم" (الناقة، ٢٠٠١).

وتبعاً لهذه النظرية فإن العوامل المؤثرة في كل من الطلب والعرض من الأرصدة القابلة للإقراض تحدد معاً معدل الفائدة النقدي التوازني.

### (٣-٢-٣) أثر فيشر

لقد رأى فيشر- عام ١٩٣٠ أن معدل الفائدة النقدي يحقق تعويضان للمدخرين؛ الأول، مقابل تناقص القوة الشرائية لديهم بسبب الادخار. والثاني، مقابل التخلي عن

الاستهلاك الحاضر. وعليه، يتخلى الأفراد عن الاستهلاك الحاضر فقط إذا كانوا سيحصلون على عائد أعلى من معدل التضخم المتوقع. وقد عبر فيشر- عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$in = ir + \pi^e$$

حيث:

$$in = \text{معدل الفائدة النقدي.}$$

$$ir = \text{معدل الفائدة الحقيقي.}$$

$$\pi^e = \text{معدل التضخم المتوقع.}$$

ويعد حاصل الطرح بين معدل الفائدة الإسمي ومعدل التضخم المتوقع بمثابة العائد الحقيقي الذي يعوض المدخرين مقابل تأجيل الاستهلاك والتخلي عن جزء من قوتهم الشرائية في الحاضر.

ولأنه ليس من السهل تقدير معدل التضخم المتوقع، كثيراً ما تتم الاستعاضة عنه بمعدل التضخم الحقيقي للفترة السابقة (Madura, 3<sup>rd</sup> edition).

وأحياناً يتغير معدل الفائدة الحقيقي كنتيجة للتغير في السياسة الضريبية. فإذا ارتفعت معدلات الضريبة بشكل عام، فإن المدخرين سوف يطالبون بمعدل فائدة اسمي أعلى للمحافظة على نفس المستوى من العائد الحقيقي السابق قبل تعديل معدلات الضريبة.

وقد تم فيما بعد أخذ التغيرات في معدل الضريبة ( $T$ ) بعين الاعتبار في هيكل نظرية فيشر- حيث صارت معادلة فيشر المعدلة كالتالي (Dewald, ١٩٨٥):

$$in = ir + \pi^e / (1 - T)$$

وكما تبين المعادلة، فإنه بثبات العوامل الأخرى، يتناسب معدل الفائدة الاسمي تناسباً طردياً مع التغيرات في معدل الضريبة.

### (٤-٢-٣) نظرية تفضيل السيولة

اعتبر كنز أن معدل الفائدة يتحدد في سوق النقد وهو بذلك متغير نقدي. وهناك علاقة مباشرة بين سوق النقد و سوق الأصول المالية قصيرة الأجل (السندات مثلاً)، حيث أن التوازن في الأول ينطوي على توازن السوق الثاني كما سيتضح لاحقاً إن شاء الله. ووفقاً لهذه النظرية فإن أهم العوامل التي تؤدي إلى تغير معدل الفائدة هي العرض النقدي والتغيرات في الدخل وتغير المستوى العام في الأسعار.

#### ١ - العلاقة بين سوق النقود وسوق السندات

المقصود هنا بسوق النقود هو كل من العرض والطلب على النقد السائل (Cash) Money. أما سوق السندات فهو كل من العرض والطلب على السندات ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل. ويأتي هذان التعريفان من التحليل الكنزي الذي يفترض أن ثروة المجتمع تقع في شكلين أساسيين هما؛ النقود والسندات فقط (الناقة، ٢٠٠١). وتبعاً لهذا التحليل تكمن حالة التوازن عندما تتساوى الكميات المطلوبة من كل من النقود ( $Md$ ) والسندات ( $Bd$ ) مع الكميات المعروضة منها على التوالي ( $Bs, Ms$ ) بحيث:

$$Bs - Bd = Md - Ms$$

وتمثل المعادلة أعلاه العلاقة بين سوق النقود وسوق السندات كما أوردتها كنز في

نظرية تفضيل السيولة. وبشكل أساسي يمكننا استنتاج الدالتين التاليتين:

أ - إن التوازن في سوق السندات يصاحبه دائماً توازن في سوق النقود، مع

افتراض ثبات العوامل الأخرى. وفي هذه الحالة يكون معدل الفائدة مستقر عند مستوى التوازن.

ب - إن وجود فائض طلب في سوق السندات يكون مصحوباً بفائض عرض في

سوق النقود، والعكس صحيح.

تجدر الإشارة إلى أن وجود فائض الطلب في سوق السندات يؤدي إلى زيادة الكميات المعروضة منها من قبل مُصدرها، إلا أنه يؤدي أيضاً إلى انخفاض الكميات المطلوبة منها من قبل المستثمرين فيها وذلك نتيجة لارتفاع أسعارها وانخفاض معدلات الفائدة عليها. وكنتيجة لذلك يعود سوق السندات إلى التوازن تدريجياً، حيث تنخفض أسعارها وترتفع معدلات الفائدة. أما في سوق النقود فإن انخفاض معدلات الفائدة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الفرصة البديلة لحمل النقود، وانخفاض تكلفة الاقتراض. وبالتالي تزداد الكميات المطلوبة من النقود، بحيث يعود التوازن تدريجياً إلى سوق النقود أيضاً. أما في حال وجود فائض عرض في سوق السندات، فيمكننا اتباع النهج التحليلي السابق لاستنتاج العكس تماماً.

٢ - الطلب على النقود (تفضيل السيولة)

يعد الطلب على النقود أساس نظرية تفصيل السيولة. ويمكن تحليل مفهوم الطلب على النقود عند كنز من خلال الغايات التي من أجلها تطلب الأفراد والمؤسسات النقود. تطلب النقود حسب تحليل كنز لغايات ثلاثة:

أ - الطلب لغاية المعاملات (الصفقات)

ويعتبر كنز الطلب على النقود لغايات المعاملات دالة موجبة بالدخل. فزيادة الدخل يزيد رغبة الأفراد في حيازة المزيد من النقود كمستودع للقيمة، كما تزيد من رغبتهم في إتمام المزيد من المعاملات باستخدامها (Gordon, 1993).

$$(Md/P) = k_1 + k_2 Y$$

ب - الطلب على النقود لغاية التحوط (الطواري)

تنتج هذه الغاية عن وجود عنصر — عدم التأكد. فقد يتعرض الفرد إلى نفقات لم يكن يتوقعها، أو تسنح له فرصة لا يستطيع اغتنامها بغير زيادة الإنفاق بشكل مفاجئ. وبالتالي، عادة ما يطلب الأفراد نقوداً أكثر مما هو متوقع أن يحتاجوا إليه لغايات المعاملات وحدها. وتعد هذه الغاية دالة في الدخل أيضاً. وبهذا تصبح معادلة الطلب على النقود كالتالي:

$$(Md/P) = k_0 + k_1 Y + k_2 Y$$

ج - الطلب على النقود لغاية المضاربة

"يتمثل الطلب على النقود بباعث المضاربة في كمية النقود السائلة التي يحتفظ بها الأفراد للإفادة من فروق الأسعار بغية تحقيق الربح" (إبراهيم، ١٩٨٣). ويعد الطلب على النقود لغاية المضاربة دالة سالبة بمعدل الفائدة. وبناءً عليه، فإن تفضيل السيولة لغايات المضاربة يعطي تفسيراً لاختيار الفرد توزيع ثروته بين النقد السائل والسندات. وبهذا فإنه يمكن التعبير عن معادلة الطلب على النقود لدى كنز على النحو التالي:

$$(Md/P) = k_0 + (k_1 + k_2) Y - k_3 i$$

من الجدير بالذكر أن بومول (Baumol) أدخل معدل الفائدة النقدي كمتغير مستقل مؤثر على الطلب على النقود لغاية المعاملات في النظرية الكنزية. وقد برر بومول ذلك بأن هناك فجوة زمنية بين الحصول على الدخل و صرفه نهائياً. ولذلك، إذا استلم الفرد دخلاً شهرياً مقداره ( $\alpha$ ) وقام بصرفه على مدار الشهر على أربعة مراحل أسبوعية، فإنه سيحتفظ خلال الأسبوع الأول بمبلغ سائل مقداره ( $3/4\alpha$ )، مضحياً بالفائدة التي كان سيحصل عليها في حال إيداع هذا المبلغ في البنك مقابل فائدة. وبناءً على ذلك، اعتبر بومول مثل كنز أن الطلب على النقود لغايات المعاملات تتناسب طردياً مع الدخل وعكسياً مع معدل الفائدة (الجعفري، ١٩٩١).

ورغم أن هذه الإضافة مقبولة من الجانب النظري، فهي من وجهة نظر الباحث لا تغير في دالة الطلب الكنزية على النقود من حيث عدد المتغيرات المستقلة واتجاه تأثيرها إذ أن الأفراد يحتفظون في واقع الحال بنقودهم المطلوبة لغايات المعاملات في حسابات مصرفية جارية أو شبة جارية، والتي بصورة عامة لا تمنح فائدة على الأرصدة الدائنة. ثم أن ربط تلك المبالغ في حسابات أخرى تمنح فائدة يقلل من سيولتها ويتعارض مع طبيعة الطلب

لغايات المعاملات. وبالتالي لا يوجد هناك مبرر كافٍ لاعتبار إضافة بومول إضافة أساسية على نظرية تفضيل السيولة لكنز.

٣ - عرض النقد

يمكن اعتبار عرض النقد عملياً تحت سيطرة السلطة النقدية، وافترض عدم مرونته للتغيرات في معدل الفائدة. فرغم أن هناك عدد من الوحدات الإقتصادية التي تؤثر على السيولة المحلية، وتمثل في البنك المركزي والمؤسسات المالية (هما في ذلك غير المصرفية) والمودعين، فإن البنك المركزي يعد أهمها في هذا المجال على الإطلاق.

وهكذا فإن معدل الفائدة يتحدد وفق هذه النظرية في سوق النقود، عند تساوي الكمية المعروضة من النقود مع الكمية المطلوبة منها على مستويات ثابتة من الدخل والأسعار.

٤ - العقم النقدي وأسبابه

يعرف العقم النقدي بعجز السياسة النقدية المتمثلة في تغيير المعروض النقدي عن التأثير على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Gordon, ١٩٩٣). أي أنه في مثل هذه الحالة فإن تغيير عرض النقد لن يؤثر على شيء سوى المستوى العام للأسعار. ولعل فرضية حيادية النقود الكلاسيكية بنيت على مشاهدات تطبيقية في وقت كان اقتصاد العالم يعاني فيه من العقم النقدي.

أما أسباب العقم النقدي فتعزى إما لمرونة الطلب على النقود اللانهاية بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة، أو للتشاؤم الكبير لدى قطاع المستثمرين. وبلغت أخرى، تصبح السياسة النقدية عقيمة في حال معاناة الاقتصاد من مصيدة السيولة، أو عدم مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة. وفيما يلي إيجاز لكل من الحالتين.

تعرف مصيدة السيولة بالحال التي يكون فيها الطلب على النقود لانهائي المرونة للتغيرات في معدل الفائدة. ففي هذه الحالة لا تؤثر التغيرات في كمية النقود المعروضة على معدل الفائدة التوازني، فتسقط حلقة الوصل بينها وبين سوق السلع والخدمات و الناتج المحلي الإجمالي.

ب - عدم مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة

تظهر هذه الحالة عندما يكون قطاع الأعمال متشامماً حول الظروف المستقبلية للاقتصاد وفرص الربح، بغض النظر عن مصدر التشاؤم ذاك. وبالتالي - على الأقل من الجانب النظري - قد يصبح منحى الاستثمار عديم المرونة (عمودي) بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة، حيث لا يرتفع حجم الاستثمارات لدى قطاع الأعمال حتى لو انخفض معدل الفائدة كثيراً. وبالتالي تفقد السياسة النقدية قدرتها في التأثير على القطاع الحقيقي من الاقتصاد. ومن هذا المنطلق فقد دعى كنز إلى ضرورة اتباع مزيج من السياسة المالية والسياسة النقدية في رسم و تنفيذ السياسة الاقتصادية العامة.

(٣-٢-٥) نظريات الهيكل الزمني لمعدلات الفائدة

المقصود بالهيكل الزمني لمعدلات الفائدة هي العلاقة بين معدلات الفائدة (عوائد) وآجال استحقاق الأوراق المالية في لحظة زمنية معينة. ويتم تمثيل هذا الهيكل الزمني بما يسمى بمنحنيات العائد الزمني (Time Yield Curves). وتتخذ منحنيات العائد ثلاثة أشكال، هي:

١ - منحنيات العائد ذات الميل الموجب (العادية)؛ حيث تشير هذه المنحنيات إلى أن معدلات الفائدة طويلة الأجل أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل في لحظة زمنية معينة.

٢ - منحنيات العائد الأفقية؛ إذ تشير هذه إلى أن معدلات الفائدة طويلة الأجل مساوية للمعدلات قصيرة الأجل في لحظة زمنية معينة. أي أنه بافتراض عدم وجود تفضيلات زمنية لدى الأفراد، فإن الأوراق المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل تعد بدائل تامة.

٣ - منحنيات العائد ذات الميل السالب (غير العادية أو المقلوبة)؛ وتشير إلى أنه في لحظة زمنية معينة، معدلات الفائدة طويلة الأجل أدنى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل.

وهناك أربع نظريات تفسر أشكال منحنيات العوائد المذكورة، وهي:

أولاً: نظرية الأسواق المجزأة

تقوم هذه النظرية على أن كل وحدة اقتصادية سواء كانت مقرضة أو مقترضة لديها تفضيل تجاه أجل الاستثمار. ولذلك، وفقاً لهذه النظرية لا تعد الأوراق المالية مختلفة الآجال بدائل لبعضها البعض.

أما شكل منحنى العائد الزمني فيعتمد على ظروف العرض والطلب في كل من أسواق الأوراق المالية المجزأة حسب أجل استحقاق الورقة المالية. إن منحنى العائد ذو الميل الموجب (العادي) يفسر بوجود فائض طلب في سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل نسبة إلى فائض عرض في سوق الأوراق المالية طويلة الأجل. هذا يؤدي بأسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى الارتفاع ومعدل الفائدة عليها بالانخفاض. وأسعار الأوراق المالية طويلة الأجل إلى الانخفاض، فترتفع معدلات الفائدة عليها. وبتابع نفس المنطق، يمكننا استنتاج الحالة المعاكسة تماماً حيث يفسر شكل منحنى العائد ذو الميل السالب بوجود فائض عرض في سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل نسبة إلى فائض الطلب في سوق الأوراق المالية طويلة الأجل.

أما منحنى العائد الأفقي، فهو يشير إلى توازن كل من سوقي الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل بحيث تتساوى أسعار تلك الأوراق جميعاً ومعدلات الفائدة عليها. و تنبني هذه النظرية على افتراض مثير للجدل، هو أن معدلات الفائدة التوازنية متساوية على الأوراق المالية مختلفة الآجال. و هذا يتجاهل التفضيلات الزمنية لدى الأفراد والمؤسسات.

ثانياً: نظرية تفضيل السيولة (التفضيل الزمني)

تنبثق هذه النظرية من الفكر الكنزي وتصلح في تفسير شكل منحنى العائد الزمني موجب الميل، إذ تقوم على الفرضين التاليين:

- ١ - يفضل المقرضون الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل بسبب إرتفاع سيولتها النسبية. وكنتيجة لذلك تنخفض مخاطر السيولة فيقبلون بمعدل فائدة أقل.
- ٢ - يفضل المقرضون الاقتراض طويل الأجل، لأن الاقتراض قصير الأجل قد يعرضهم لمخاطر عدم قدرتهم على السداد والإيفاء بالدين المستحق. لذلك فهم على استعداد أن يدفعوا معدل فائدة أعلى على القروض طويلة الأجل بالمقارنة مع القروض قصيرة الأجل.

إذا جمعنا الفرضين أعلاه معاً، فإننا نستنتج أن معدلات الفائدة قصيرة الأجل تكون أدنى من المعدلات طويلة الأجل، وهذا تفسير هذه النظرية لشكل منحنى العائد ذي الميل الموجب (العادي).

## ثالثاً: نظرية التوقعات

تقوم نظرية التوقعات على أن معدل الفائدة طويل الأجل يساوي الوسط الحسابي لمعدلات الفائدة قصيرة الأجل المتوقعة مستقبلاً خلال عمر الورقة المالية ذات الأجل الطويل. وتنبني التوقعات اتجاه معدل الفائدة على الورقة المالية على اعتبارات عديدة خاصة بطبيعة الورقة المالية التي نتحدث عنها. فإذا تحدثنا عن أذونات الخزينة قصيرة الأجل فإننا لن نأخذ بعين الاعتبار مخاطر السيولة وعدم السداد والمخاطر القانونية. وبالتالي، فإن التوقعات المستقبلية حول معدل الفائدة قصيرة الأجل على هذا النوع من الأوراق يبنني بصورة أساسية على التوقعات التضخمية. أما إذا تحدثنا عن سند صادر عن شركة ذات وضع مالي غير مستقر مثلاً، فإن جميع المخاطر المذكورة أعلاه، بالإضافة إلى علاوة التضخم تؤخذ بعين الاعتبار.

وبشكل عام، فإذا أخذت شريحة كاملة من الأوراق المالية، وأريد رسم منحنى العائد المتوقع لهذه الشريحة فإن نظرية التوقعات تخدم كثيراً في ذلك المجال، حيث:

١ - إذا كان معدل الفائدة قصير الأجل متوقع له أن يرتفع على مدى عمر الورقة المالية ذات الأجل الطويل، فإن منحنى العائد الزمني المتوقع سيكون موجب الميل.

٢ - إذا كان معدل الفائدة على الأوراق المالية قصيرة الأجل متوقع له أن ينخفض على مدى عمر الورقة المالية ذات الأجل الطويل، فإن منحنى العائد الزمني المتوقع سيكون سالب الميل.

٣ - إذا كان معدل الفائدة على الأوراق المالية قصيرة الأجل متوقع له أن يبقى ثابتاً على مدى عمر الورقة المالية ذات الأجل الطويل، فإن منحنى العائد الزمني المتوقع سوف يكون أفقياً.

رابعاً: نظرية المكان المفضل

تأتي نظرية المكان المفضل امتداداً لنظريتي التوقعات و تفضيل السيولة في تفسيرها لسلوك معدل الفائدة وأشكال منحنيات العائد الزمني المتوقع. فهي تقوم على أن " سعر الفائدة على السند طويل الأجل يعادل متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل المتوقع أن يحدث خلال عمر السند طويل الأجل بالإضافة إلى حد يمثل علاوة (قسط) يتحدد بظروف طلب و عرض هذا السند" (الناقة، ٢٠٠١).

إذن تختلف هذه النظرية عن نظرية التوقعات في إفتراضها وجود ذلك الحد الإضافي، الذي يعكس الاتجاه العام لمنحنيات العائد الزمني، حيث أنها على الأغلب موجبة الميل. فنظرية المكان المفضل ترى أن الأوراق المالية مختلفة الآجال بدائل لبعضها ولكنها غير تامة. كما تفترض أن الأفراد يوازنون ما بين الأوراق المالية المختلفة بشكل رئيس على أساس استحقاق الورقة والعائد المتوقع من الاستثمار فيها. ولذلك فإن المستثمرين على استعداد لاستبدال استثمارهم قصير الأجل بشراء الأوراق المالية طويلة الأجل، إذا و فقط إذا كان العائد الإضافي (العلاوة) على الاستثمارات طويلة الأجل مجدياً.

ومن الجدير بالذكر، أن نظرية المكان المفضل تصلح لتفسير العديد من المشاهدات العملية أهمها ما يلي:

١ - إن معدلات الفائدة مختلفة الآجال تميل إلى التحرك معاً عبر الزمن. فإذا اتجهت معدلات الفائدة قصيرة الأجل نحو الارتفاع، فهذا يدل على أنه سوف يكون متوسط معدلات الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية (معدل الفائدة طويل الأجل المتوقع) أعلى من معدل الفائدة قصير الأجل الحالي.

٢ - منحنيات العائد الزمني تتميز عادة بميل موجب. إن الحد الإضافي (العلاوة) التي تضاف إلى متوسط معدلات الفائدة قصيرة الأجل في تقدير معدل الفائدة طويل الأجل يجعل الأخير غالباً أعلى من المعدل قصير الأجل، حتى ولو بقي متوسط معدلات الفائدة قصيرة الأجل على حالها.

٣ - وجود منحنيات عائد زمني بميل سالب رغم وجود الحد الثابت (العلاوة). إذا كان من المتوقع أن تنخفض معدلات الفائدة قصيرة الأجل في المستقبل إلى الحد الذي تغطي فيه على التأثير الإيجابي للحد الثابت (العلاوة)، فإن منحنيات العائد الزمني سوف تتخذ ميلاً سالباً.

(٣-٢-٦) نموذج باتنكن

يتسم نموذج باتنكن بوجود بعض الصفات المشتركة بينه وبين كل من النظرية الكلاسيكية ونظرية تفضيل السيولة. فهذا النموذج يقوم كنظرية تفضيل السيولة على وجود ارتباط وثيق بين كل من سوق النقود و سوق السندات وأن اختلال التوازن في الأول يسبب اختلالاً في الثاني. وهو يشابه النظرية الكلاسيكية في افتراض أن النقود حيادية وأن معدل الفائدة متغير اقتصادي حقيقي.

فوفقاً لهذا النموذج، فإن الزيادة الاسمية في عرض النقد تعني الزيادة في الثروة الاسمية وهذه تؤدي بدورها إلى زيادة الطلب على السندات. وبافتراض ثبات العرض في سوق السندات، فإن أسعار السندات سوف ترتفع مسببة انخفاضاً في معدل الفائدة النقدي عليها. وهذا التحليل قريب جداً مما جاءت به نظرية تفضيل السيولة. غير أن نموذج باتنكن ينتقل للحديث عن أثر الزيادة في عرض النقد على سوق السلع والخدمات. فزيادة عرض

النقد تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي. وبافتراض أن الاقتصاد يعمل على مستوى العمالة الكاملة (وهو افتراض كلاسيكي الأصل)، فإن أي زيادة في الطلب تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار. وبالتالي فإن زيادة عرض النقد الاسمي سرعان ما يتم امتصاصه بارتفاع الأسعار. ومن ثم يعود التوازن إلى الاقتصاد عند مستوى معدل الفائدة الحقيقي الذي ساد قبل أن تحدث الزيادة الأولى في عرض النقد. ومن هنا جاء انسجام نموذج باتنكن مع كل من النظريات الكلاسيكية ونظرية تفضيل السيولة (Patinkin, ١٩٦٩).

(٧-٢-٣) النظرية الحديثة

تجمع النظرية الحديثة لميلتون فريدمان أفكار عدد من النظريات السابقة. ففريدمان يؤمن بحيادية النقود الكلاسيكية. ويقر بأن النقود والأصول المالية الأخرى (كالسندات) هي بدائل لأشكال الثروة كما هي عند كنز. كذلك فإن فريدمان سلم بصحة فرضية فيشر-التقليدية، أن معدل الفائدة النقدي هو حاصل جمع معدل الفائدة الحقيقي مع التضخم المتوقع. لقد افترض فريدمان أن معدل الفائدة النقدي المتوقع  $e(in)$  يعبر عنه بحاصل جمع معدل الفائدة الحقيقي المتوقع  $e(ir)$  مع التضخم المتوقع  $\pi^e$  :

$$e(in) = e(ir) + \pi^e$$

... (١)

افترض فريدمان أن معدل نمو الأسعار المتوقع  $\pi^e$  يمكن أن يعبر عنه بالفرق بين معدل نمو الناتج الاسمي المتوقع  $e(Yn)$  ومعدل نمو الناتج الحقيقي المتوقع  $e(Yr)$  (الجعفري، ١٩٩١). أي أن:

$$\pi^e = e(Yn) - e(Yr) \quad \dots (٢)$$

وبتعويض المعادلة (٢) في المعادلة (١) وإعادة الترتيب يصبح معدل الفائدة النقدي المتوقع:

$$e(in) = e(ir) + [e(Yn) - e(Yr)] \quad \dots(3)$$

وقد اشار فريدمان إلى أن المتغيران معدل الفائدة الحقيقي المتوقع ومعدل الفائدة النقدي المتوقع يتحددان خارج نطاق النموذج أعلاه. وبالتالي عبر عنهما بثابت مثل  $\delta$  حيث،  
 $\delta = [e(ir) - e(Yr)]$  وعليه، فإنه حسب نظرية فريدمان الحديثة، يتناسب معدل الفائدة الاسمي المتوقع تناسباً طردياً مع الناتج المحلي الاسمي المتوقع، وفقاً للصيغة التالية:

$$e(in) = \delta + e(Yn) \quad \dots (4)$$

### (3-2-8) فرضية ندرة رأس المال المنتج

تحدد الأدبيات الاقتصادية عوامل الإنتاج بشكل رئيسي بأنها الأرض والعمل ورأس المال والتنظيم. وتعرف عوائدها بأنها الربح والأجر والفائدة والربح على التوالي. وبما أن الفائدة هي العائد على رأس المال الإنتاجي فإنه من الطبيعي كأي سعر أن يعكس معدل الفائدة ندرة رأس المال الإنتاجي في بلد ما. وتبعاً لهذه الفرضية فإن معدل الفائدة مرتفع في البلدان التي تتميز بالندرة النسبية برأس المال ومنخفض في البلدان ذات الوفرة النسبية به. وهذا يفسر كون معدل الفائدة بشكل عام أكثر انخفاضاً في البلدان المتقدمة فنياً عنه في البلدان النامية (Stanford, 2000).

### (3-3) المحددات الاقتصادية الكلية لمعدل الفائدة

يختلف الحديث عن محددات معدل الفائدة باختلاف المستوى الذي ينطلق منه الحديث. فمحددات معدلات الفائدة من وجهة النظر الاقتصادية الكلية تختلف عن تلك المحددات على المستوى الجزئي في القطاع المصرفي. ولعل من أهم هذه المتغيرات عجز الموازنة العامة، والعرض النقدي، والمستوى العام للأسعار، والدخل، وسعر الصرف، و المعدلات العالمية للفائدة، وفيما يلي تفصيل لكل منها:

هناك خلاف نظري حول تأثير عجز الموازنة العامة والإنفاق الحكومي على معدل الفائدة النقدي.

إن وجهة النظر الأولى الممثلة في نموذج (IS-LM) تشير إلى أن زيادة الإنفاق الحكومية تؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة النقدي. ويمكن تفسير هذا التوقع للنموذج الكنزي بنظرية الأرصدة القابلة للإقراض التي سبق عرضها. فزيادة الإنفاق الحكومي يتحقق من خلال عرضها للمزيد من السندات وأدوات الدين العام (زيادة الطلب الحكومي على الأرصدة القابلة للإقراض). وبافتراض ثبات العوامل المؤثرة الأخرى، فإن زيادة عرض السندات يؤدي إلى انخفاض أسعارها. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة عليها والعكس صحيح.

أما وجهة النظر الأخرى، فتقول بأن زيادة الإنفاق الحكومي لن يتسبب بالضرورة في ارتفاع معدل الفائدة. ووجهة النظر هذه مبنية على النقطتين التاليتين:

أ - إذا صاحب الإنفاق الحكومي انخفاض في الاستثمار الخاص فإن معدل الفائدة لن يتأثر بالشكل المتوقع. وتستند هذه الفكرة إلى عدم إمكانية الفصل بين التوقعات ومعدل الفائدة والاستثمار. فارتفاع معدل الفائدة الناتج عن زيادة الإنفاق الحكومي سيتم امتصاصه من قبل الانخفاض المتزامن معه في الاستثمار الخاص. ومن ناحية أخرى فإن الانخفاض في الاستثمار الخاص قد لا يحدث فقط بسبب ارتفاع معدل الفائدة، بل بسبب توقعات وتخوف قطاع الأعمال من أن تكون زيادة الإنفاق الحكومي عبارة عن إجراء تصحيحي أو وقائي لظروف سلبية متوقعة مستقبلاً.

ب - إذا كان منحنى عرض السندات لانهائي المرنة بالنسبة للتغيرات في أسعارها. فإذا كانت تلك هي الحال في سوق الأرصدة القابلة للإقراض، فإن أية زيادة في عرض السندات لن يكون لها أي أثر على أسعارها وبالتالي على معدل الفائدة عليها.

## ٢ - السياسة النقدية وعرض النقد

كما رأينا فإن أدوات السياسة النقدية تحاول التأثير على المعروض النقدي كونه القناة التي تحقق من خلالها السلطة النقدية أهدافها في التأثير على المستويات العامة للأسعار (التي من بينها معدل الفائدة) والعمالة والإنتاج. أما تفسير كيفية تأثير المعروض النقدي على معدل الفائدة، فيعتمد على نظرية الأرصد القابلة للإقراض، ونظرية تفصيل السيولة، والعلاقة القائمة بين سوق النقود وسوق الأصول المالية (كالسندات).

فالنظريتان تفترضان أن الوحدات الاقتصادية تحتفظ بثرواتها إما على شكل أرصدة نقدية سائلة أو أصول مالية (كالسندات). ولذلك، فإن حالة التوازن العامة تفترض أن يتساوى كل من مجموع طلب الوحدات الاقتصادية على النقد والأصول المالية الأخرى ومجموع العرض من النقد وتلك الأصول.

وهذا يعني انه إذا قامت السلطة النقدية بزيادة عرض النقد في لحظة ما مما يؤدي إلى فائض عرض في سوق النقد، فإن ذلك سوف ينعكس على الوحدات الاقتصادية بزيادة الطلب على الأصول المالية كالسندات. وبافتراض ثبات العوامل الأخرى، فإن أسعار السندات سوف يتجه نحو الارتفاع، ومن ثم تنخفض معدلات الفائدة عليها، والعكس صحيح.

## ٣ - التضخم المتوقع

يتم تفسير العلاقة بين التضخم المتوقع ومعدل الفائدة من خلال فرضية فيشر-التقليدية. ولعله من الجدير بالذكر، القول أن فيشر- قد عبر عن تلك العلاقة الإيجابية المباشرة نظرياً، في الوقت الذي كان يسلم فيه بأن هذه العلاقة إن وجدت في الواقع العملي فهي على الأغلب تتصف بوجود فجوة زمنية وبأنها غير مباشرة (Saracoglu, ١٩٨٤).

كذلك فإن من أشهر التفسيرات للعلاقة بين التضخم المتوقع ومعدل الفائدة هو سلوك المحفظة (Portfolio Behavior) الذي تناولته العديد من الدراسات، والذي يعتمد على التوقعات التضخمية للمقرضين والمقترضين، وكيفية استجابتهم لهذه التوقعات، وانعكاس ذلك على إدارتهم لمحافظ الأصول والمطلوبات لديهم (Friedman, ١٩٨٠).

#### ٤ - الناتج المحلي الإجمالي

يعد الناتج المحلي الإجمالي من المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يوجد حولها جدل نظري كبير من حيث اتجاه تأثيره على معدل الفائدة النقدي.

فوجهة النظر الأولى تقول بان زيادة الناتج ومن ثم زيادة الدخل المتاحة تؤدي إلى زيادة طلب الأفراد على الأصول المالية، وهذا من شأنه أن يرفع من أسعار تلك الأصول وبالتالي ينخفض معدل الفائدة الاسمي عليها. ولعل نظرية الأرصدة القابلة للإقراض توصلنا إلى مثل هذا التوقع.

أما وجهة النظر الثانية فإنها تدعم فكرة أن زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي، خاصة في المجتمعات ذات الميل الحدي للإنفاق المرتفع وهي عادة مجتمعات تتصف بتدني مستويات الدخل. إن مثل هذه الزيادة في الدخل بدورها ستؤدي إلى إرتفاع الطلب على الأرصدة النقدية، وبالتالي ترتفع معدلات الفائدة النقدية. ولعل نظرية فريدمان الحديثة ونموذج سوق النقود في الفكر الكنزي أهم النظريات التي تتوصل بنا إلى مثل هذا التوقع.

ويمكننا القول أن كلا الموقفين صحيح إلا أننا نعتقد أن الاختلاف في تأثير الدخل على معدل الفائدة إنما يأتي من طبيعة الظروف الاقتصادية الأخرى كالمستوى العام للدخل ودرجة

المخاطرة في الاستثمار في الأصول المالية وحجم العائد عليها وتنوعها بما يخدم غايات الاستثمار، وليس بسبب تأثير التغير في الدخل وحده. فإذا أدت زيادة الدخل إلى ارتفاع الطلب النسبي على الأصول المالية الأخرى أكثر من ارتفاع الطلب النسبي على الأرصدة النقدية نتوقع انخفاض معدل الفائدة النقدي. أما إذا حدث العكس فإننا نتوقع ارتفاع معدل الفائدة.

٥ - معدل الفائدة الدولي للفائدة وسعر الصرف ومبدأ تعادل الفائدة

يؤدي كل من معدل الفائدة الدولي (معدل الفائدة على العملات الأجنبية الرئيسية)، وسعر صرف العملة المحلية دوراً هاماً في تحديد معدلات الفائدة المحلية في الاقتصادات المنفتحة بشكل خاص. ولعله من المفضل تناول تأثير كل منها على معدل الفائدة بشكل منفصل ثم الجمع بينهما، لوجود ارتباط وثيق بينهما في التأثير على معدلات الفائدة المحلية سواء من الجانب النظري أو التطبيقي.

أ - معدل الفائدة الدولي

تحرص معظم البلدان، خاصة ذات العجز المزمن في ميزان مدفوعاتها، على المحافظة على هامش فائدة بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي. ويأتي ذلك الحرص من خوف تلك البلدان من أن يتدفق رأس المال المحلي إلى الخارج حيث معدلات الفائدة الأعلى. الأمر الذي - إن وقع - يؤدي إلى تدهور ميزان المدفوعات من جهة وانخفاض قيمة العملة المحلية من جهة أخرى. ولذلك، تعد المحافظة على الهامش بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي ضرورة إستراتيجية.

## ب - سعر الصرف

يعتمد تأثير سعر الصرف على معدل الفائدة المحلي على فكرة إمكانية الإحلال بين الأصول المالية المحلية والأجنبية في الاقتصادات المنفتحة. وقد استنتج عدد من الدراسات أن أثر الإحلال هذا ملحوظ حتى في الاقتصادات النامية ذات أسواق المال (Edwards, ١٩٨٥).

ففي حال انخفاض سعر الصرف (سعر الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية مقاساً بالعملة المحلية)، فإن أسعار الأصول المالية الأجنبية تصبح أقل وأكثر جاذبية. وبالتالي يتم إعادة تنظيم وهيكل المحفظة الاستثمارية لدى الوحدات الاقتصادية ذات الفائض من الأرصدة، حيث يتم إحلال بعض الأصول الأجنبية مكان بعض الأصول المالية المحلية في المحفظة. وهذا، إذا ما تحول إلى سلوك عام فإنه يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأصول المالية المحلية ومن ثم إلى انخفاض أسعارها وارتفاع معدل الفائدة عليها، والعكس صحيح. وبالتالي فإن هذه الخلفية النظرية تفترض وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف ومعدل الفائدة النقدي المحلي.

## ج - مبدأ تعادل الفائدة (Interest Parity Concept)

إن النموذج النظري الذي يربط بين معدل الفائدة النقدي المحلي وكل من سعر الصرف ومعدل الفائدة النقدي الدولي يسمى بمبدأ تعادل الفائدة. يفترض هذا المبدأ أن الوحدات الاقتصادية تقوم ببيع وشراء الأصول المالية دولياً من أجل تحقيق الأرباح الرأسمالية. وتفادياً لمخاطر التغير في سعر الصرف مستقبلاً يتم الدخول في عقود آجلة، حيث يتحدد سعر الصرف المستقبلي الذي سيتم اعتماده. وهذا البيع والشراء الدولي يسمى بـ

(Interest Arbitrage Covered) وهو يفترض المرونة التامة في حركة رأس المال دولياً، وعليه فإنه من المتوقع أن تتساوى العوائد الاستثمارية دولياً في الأجل الطويل. وبناءً على مبدأ تعادل الفائدة، يواجه المستثمر المحلي فرصتي استثمار، إحداهما بالعملة المحلية، والأخرى بالعملة الأجنبية. ونظراً للنشاط التجاري الدولي في مجال الأصول المالية (Arbitrage Activity) فإن عوائد الفرص الاستثمارية المتشابهة يجب أن تتساوى دولياً إذا ما تم قياسها بنفس العملة (المحلية مثلاً).

وبناءً عليه، لو حسبنا عائد الاستثمار المحلي لوحد واحد من العملة المحلية لفترة زمنية معينة (سنة) فإنه يمكن التعبير عنه بالمقدار  $(1+i)$ . كذلك إذا علمنا أن قيمة الوحدة من العملة المحلية مقاسة بالعملة الأجنبية هي  $SE/1$ ، فإن عائد استثمار ما مقداره وحدة واحدة من العملة المحلية في البلد الأجنبي لنفس الفترة يمكن التعبير عنه بالمقدار  $SE/i^*$   $(1+i)$ . وبالتالي فإن قيمة العائد على الاستثمار في البلد الأجنبي بعد انتهاء الفترة الزمنية (السنة)، مقاساً بالعملة المحلية هي  $SE/(1+i^*)$ . وبسبب النشاط التجاري الدولي الهادف إلى تحقيق الربح الرأسمالي (Covered Interest Arbitrage)، فإن عوائد فرصتي الاستثمار السابقتين تتساويان، حيث:

$$(1+i) = (1+i^*)SE/SE \quad \dots(1)$$

وبإعادة ترتيب حدود المعادلة فإن الشكل الرياضي النهائي لمبدأ تعادل الفائدة يصبح على النحو التالي:

$$(i - i^*) = \frac{(FE - SE)}{SE} \quad \dots(2)$$

ويتبين من مبدأ تعادل الفائدة المعبر عنه في المعادلة السابقة (بافتراض ثبات العوامل الأخرى) أن الفرق بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي يساوي التغير المتوقع لسعر الصرف. وينقل معدل الفائدة الدولي إلى الطرف الأيمن من المعادلة فإننا نحصل على نموذج لتحديد معدل الفائدة المحلي بواسطة العوامل الخارجية على النحو التالي:

$$i = i^* + \frac{(FE-SE)}{SE} \quad \dots(3)$$

حيث:

$i$  : معدل الفائدة المحلي.

$i^*$  : المعدل العالمي للفائدة.

$SE$  : سعر الصرف الحالي.

$FE$  : سعر الصرف الآجل.

وتتنبأ المعادلة (3) بأن معدل الفائدة المحلي يتناسب تناسباً طردياً مع معدل الفائدة الدولي، وعكسياً مع سعر الصرف الحالي و هو تنبؤ تم تفسيره في البندين (أ) و (ب) السابقين.

د - مبدأ تعادل الفائدة وفرضية فيشر التقليدية

إذا دمجنا كلاً من مبدأ تعادل الفائدة مع نظرية فيشر التقليدية نستنتج انه يوجد ارتباط وثيق ما بين معدل الفائدة المحلي ومعدل الفائدة الأجنبي والتضخم المتوقع والتغير المتوقع في سعر الصرف لكل من البلدين. و يتبين ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$(i - i^*) = (\pi^e - \pi^{*e}) = (FE-SE)/SE$$

ويتضح من هذه العلاقة -على الأقل من الجانب النظري- أن كلاً من معدلات الفائدة المحلية والدولية ومعدلات التضخم المحلية والدولية المتوقعة والتغير المتوقع في سعر الصرف تتأثر ببعضها البعض بصورة آنية (Melvin, ١٩٩٢).

## الفصل الرابع

المحددات الاقتصادية الكلية لمعدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات وتطور معدلات

الفائدة في الاقتصاد الأردني

(التحليل القياسي التطبيقي)

(١-٤) تطور معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية قبل التعويم

أولاً: معدلات الفائدة على الودائع المصرفية قبل التعويم

لقد تراوح معدل الفائدة على الودائع الآجلة بالدينار في الفترة ما قبل عام ١٩٧٦ بين (٣% - ٦%) سنوياً. وقد قرر البنك المركزي عام ١٩٧٦ تحديد حداً أدنى لمعدلات الفائدة على حسابات التوفير بنسبة (٥%) وعلى الحسابات الخاضعة لإشعار بنسبة (٥,٢٥%) وعلى الحسابات الآجلة بنسبة (٥,٥%) سنوياً. أما في عام ١٩٧٩ فقد تم رفع الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الودائع الآجلة إلى نسبة (٦%) سنوياً ثم إلى (٦,٥%) سنوياً في عام ١٩٨٠. إما خلال فترة الثمانينيات، فقد تراوحت معدلات الفائدة على الودائع ما بين (٥,٥% - ٦,٥%) سنوياً. وقد بقيت في هذه الحدود إلى أن تم تعويمها من قبل البنك المركزي في عام ١٩٨٨ (الجعفري والحمصي، ١٩٩٣).

ثانياً: معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية قبل التعويم

تراوح معدل الفائدة على التسهيلات المصرفية في الفترة ما قبل عام ١٩٧٦ بين (٥% - ٩%) سنوياً. ولقد كانت العمولات التي تتقاضاها البنوك التجارية على منح التسهيلات معومة تماماً. وإذا ما تم تقدير العمولة السائدة آنذاك بنسبة (١%) تقريباً فإننا نتوصل إلى أن متوسط معدل الفائدة على التسهيلات كان يبلغ (٨%) سنوياً.

أما بعد عام ١٩٧٦، فقد بدأ البنك المركزي الأردني بوضع حدود دنيا لمعدلات الفائدة، حيث تحدد الحد الأدنى لمعدل الفائدة على التسهيلات بنسبة (٧,٥%) سنوياً بالإضافة إلى عمولة نسبتها (١%). وبقي هذا المعدل سائد طوال ثلاثة سنوات إلى أن قرر البنك المركزي الأردني عام ١٩٧٩ رفع الحد الأدنى لمعدل الفائدة على التسهيلات إلى (٨%) سنوياً، إلا أنه غير سياسته بعد عام ١٩٨٣ حيث أصبح يحدد سقوف عليا بدلاً من الحدود الدنيا لمعدل الفائدة. وكان الهدف من ذلك تقييد البنوك التجارية ومؤسسات الإقراض المتخصصة في توسيع هامش

الفائدة على حساب المقترضين في سعي منه لتشجيع الاستثمار. وقد حدد البنك المركزي آنذاك معدلات الفائدة على التسهيلات بسقف متوسط (٨,٥%) متضمناً عمولة ثابتة نسبتها (١%). وهو أمر دفع البنوك التجارية آنذاك إلى تخفيض معدلات الفائدة على الودائع للمحافظة على هامش كافٍ ولتحقيق الأرباح التشغيلية المرجوة. وقد قام البنك المركزي في عام ١٩٨٨ بتعويم العمولات على كافة أنواع التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل البنوك التجارية والشركات المالية، على أن لا تقل عن نسبة (٥,٥%). أما معدل الفائدة على التسهيلات فقد تحدد بسقف بلغت نسبته (٩%) سنوياً و الذي ارتفع بعد عام واحد إلى (١٠%). واستكمالاً لإجراءات التعويم قرر البنك المركزي تعويم معدل الفائدة على التسهيلات المصرفية اعتباراً من بداية شهر شباط عام ١٩٩٠.

#### (٢-٤) تعويم معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات

لقد تبنت العديد من دول العالم سياسة تعويم معدلات الفائدة وتحرير انظمتها المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي. ولا شك أن مثل هذا التوجه جاء نتيجة زيادة المنافسة الدولية وتفاقم الحاجة إلى أنظمة مالية مرنة وكفؤة. و فيما يلي سنعرض بإيجاز كل من مفهوم التعويم و الجدول القائم حوله.

#### (١-٢-٤) مفهوم تعويم معدلات الفائدة

يندرج الحديث حول تعويم معدلات الفائدة تحت باب السياسات الاقتصادية، وخاصة تلك المنادية بتفعيل آلية عمل السوق. فمن وجهة النظر الكلية يعني تعويم معدل الفائدة، تركه ليتحدد في سوقي النقد ورأس المال دون تدخل مباشر من قبل السلطة النقدية. أي الاعتماد على قوى العرض والطلب في تحديد مستوى معدل الفائدة. ومن الجدير بالذكر أن عدم تدخل السلطة النقدية بصورة مباشرة لا يعني ترك معدل الفائدة لقوى السوق

بشكل مطلق. فمن المعروف أن البنك المركزي يتدخل بصورة غير مباشرة من خلال أدوات السياسة النقدية المذكورة في الفصل السابق في توجيه معدل الفائدة ليبقى ضمن المدى الذي يضمن سلامة الجهاز المالي والمصرفي، ويشجع على الاستثمار ويحافظ على سعر صرف العملة المحلية. هذا وقد يلجأ البنك المركزي إلى الاقناع الأدبي في حال رأى ذلك ضرورياً.

(٤-٢-٢) مبررات عدم تعويم معدل الفائدة

تزايدت وجهات النظر المعارضة لتعويم معدلات الفائدة في الاقتصاد الأردني في بدايات عام ١٩٨٨، حيث كان البنك المركزي الأردني على و شك اتخاذ قرار التعويم. فكما هو معروف، يعد معدل الفائدة من المتغيرات بالغة الأهمية في التأثير على الادخار والاستثمار وسعر صرف العملة المحلية، وبالتالي على ميزان المدفوعات. ولعل أبرز النقاط المعارضة لسياسة التعويم كانت ما يلي:

- ١ - إن وجود سقف عليا لمعدلات الفائدة على الودائع المصرفية تقلل من المنافسة السعرية الضارة بين البنوك التجارية في محاولتها استقطاب حجم أكبر من الودائع. وبالتالي فإن مجال المنافسة فيما بينها يتركز في تحسين نوعية الخدمات المصرفية التي تقدمها لعملائها.
- ٢ - إذا أدى التعويم إلى إرتفاع معدلات الفائدة على الودائع، فإن تكلفة الودائع سوف ترتفع. وهذا قد يدفع البنوك إلى الاستثمار في الأصول المالية مرتفعة العائد والمخاطرة، أو توسيع هامش الفائدة بتقاضي معدلات فائدة أعلى على الإقراض.
- ٣ - إن وجود سقف عليا لمعدلات الفائدة على الودائع يؤدي إلى تقييد تكلفة الودائع وبالتالي ترتفع ربحية البنوك التجارية.

٤- في حال أن أدى التعويم إلى ارتفاع معدلات الفائدة على التسهيلات إلى مستويات مرتفعة، فإن ارتفاع عبء الدين وتكلفة الاستثمار قد تؤدي لبعض المؤسسات الإنتاجية إلى الخروج من السوق. وهذا يؤدي إلى العديد من المشكلات الاجتماعية والاقتصادية، كتفاقم البطالة وهدر جزء من التكوين الرأسمالي الإجمالي في الاقتصاد المحلي، ناهيك عن خلق تشوهات في هيكل السوق كتركز الدخل وتعزيز الاحتكار.

غير أنه وبعد مرور أكثر من عشر سنوات على التعويم الكامل لمعدلات الفائدة، فإنه ثبت أن تلك المخاوف لم تتحقق وأن ارتفاع معدلات الفائدة لم تفض إلى النتائج الخطيرة التي خشىها العديد. كما أن معدل الفائدة لم يخرج عن حدود التأثير غير المباشر من قبل السلطة النقدية والأوساط المصرفية.

#### (٣-٢-٤) مبررات تعويم معدل الفائدة

أن تجربة التعويم خلال السنوات العشر- الماضية زادت من قوة الموقف لدى الجهات المؤيدة لهذه السياسة. ولعل أهم نقاط تبرير إجراء التعويم ما يلي:

١ - إن اتباع سياسة معدلات الفائدة المعومة تؤدي إلى توزيع الائتمان بصورة أكثر كفاءة، وتوجه المدخرات إلى قنوات الاستثمار الأجدى.

٢ - إذا أدى تعويم معدلات الفائدة إلى ارتفاعها فقد يحث ذلك على زيادة

الادخار المحلي وبالتالي تقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار. ولكنه من

الجدير بالذكر هنا، أن الارتفاع الذي حصل على هيكل معدلات الفائدة في

الأردن لم يزد بصورة ذات دلالة على مستوى الادخار المحلي

(الجعفري، ١٩٩١).

- ٣ - إن ارتفاع معدلات الفائدة في ظل التعويم فوق المعدلات الدولية يساهم في الحد من هروب رأس المال إلى الخارج وتقليص العجز في ميزان المدفوعات واستقرار سعر صرف العملة المحلية.
- ٤ - إن تعويم معدلات الفائدة تزيد من تنافسية القطاع المصرفي وتؤدي في الأجل الطويل-على الأقل نظرياً- إلى بقاء الأصلح.
- ٥- إن تحديد سقوف عليا لمعدلات الفائدة على الودائع يصبح غير فعال إذا أفرزت قوى السوق معدلات فائدة أدنى من السقف المفروض و أعلى من العوائد على الأصول الأخرى كالسندات.
- ٦ - انسجماً مع فرضية فيشر التقليدية فإن معدلات الفائدة النقدية ترتفع كلما ارتفع معدل التضخم. وبالتالي فإن قوى التضخم تعيق عملية تحديد معدلات الفائدة بسقوف عليا خاصة في الأجلين المتوسط والطويل.
- ٧ - أن وجود سقوف موحدة لمعدلات الفائدة على الإقراض يقيد الإقراض الخلاق ذي المخاطرة المرتفعة والعائد المتوقع المرتفع كذلك. إذ قد يتطلب هذا النوع من الائتمان معدلات فائدة أعلى من تلك المحددة بالسقف المفروض.

#### (٣-٤) حساب معدلات الفائدة المصرفية على المستوى الجزئي

يتم تحديد معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية من قبل لجان مختصة في مؤسسات الجهاز المصرفي. وبصورة عامة فإن المنهجية المتبعة في حساب معدلات الفائدة تلك لا تختلف كثيراً بين بنك وآخر. أما معدلات الفائدة على الودائع المصرفية فيتم حسابها بناءً على العناصر التالية (Madura, ٢<sup>nd</sup> edition) :

- ١ - معدل الفائدة الخالي من المخاطرة: وهو عادة ممثل بمعدل الفائدة على اذونات الخزينة.

- ٢ - علاوة التضخم: وهي علاوة لتعويض المودع عن معدل التضخم.
- ٣ - علاوة مخاطر الإفلاس: وهي علاوة لتعويض المودع عن تحمله لمخاطرة احتمالية إفلاس المؤسسة المصرفية.
- ٤ - علاوة السيولة: وهي علاوة لتعويض المودع عن تخليه عن السيولة النقدية الحالية.
- ٥ - علاوة مخاطرة الاستحقاق: وهي الزيادة المدفوعة على معدل الفائدة الخالي من المخاطرة خاصة على أدوات الدين ذات الأجل الطويل. وتعمل هذه العلاوة على تعويض المودعين عن احتمال الخسارة الرأسمالية التي تنتج عن ارتفاع معدلات الفائدة على الأوراق المالية مستقبلاً، وبالتالي انخفاض أسعارها.
- ووفقاً لما يقوله عقل فإن معدلات الفائدة التي تتقاضاها البنوك التجارية على التسهيلات المصرفية تتكون من معدل الفائدة الذي تدفعه على الودائع ومجموعة من التكاليف الإضافية. ويجمع وسط المصرفيين على أنه يمكن تلخيص التكاليف الإضافية بحيث قلما تتجاوز ما يلي (عقل، ١٩٩٠):
- ١ - كلفة الاحتياطي النقدي: وهي تكلفة الفرصة البديلة للمبالغ المودعة لدى البنك المركزي كاحتياطي نقدي إجباري.
- ٢ - مصاريف التشغيل: وهي مجموعة المصاريف التشغيلية التي يتكبدها البنك التجاري جراء تقديمه للخدمات المصرفية، كالمدفوعات لعوامل الانتاج المستخدمة.

٣ - كلفة الديون المشكوك فيها: وهي التكاليف التي يتكبدها البنك التجاري بسبب عمليات الإقراض المشكوك في تسديدها.

٤ - الهامش الربحي المطلوب.

(٤-٤) هيكل معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية بعد التعويم

فيما يلي تفصيل لهيكل معدلات الفائدة على كل من الودائع والتسهيلات المصرفية منذ عام ١٩٩٠ ولغاية نهاية عام ٢٠٠٠ (انظر الجدول رقم (٤-١)). أما الودائع فهي تتوزع بين ودائع تحت الطلب وودائع التوفير والودائع لأجل. كذلك تتوزع التسهيلات المصرفية ما بين تسهيلات الجاري مدين والقروض والسلف، والكمبيالات والأسناد المخصصة.

(٤-٤-١) هيكل معدلات الفائدة على الودائع المصرفية

لقد ارتفعت معدلات الفائدة على الودائع بصورة عامة بعد تعويمها في شهر أيلول من عام ١٩٨٨ ولكنها مع ذلك بقيت ضمن الحدود المقبولة. وتشير الإحصاءات إلى أن الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب لم ينخفض عن (١,٢%) بينما لم يرتفع هذا الوسط على الودائع لأجل عن (٩,٢%) خلال الإحدى عشرة سنة الماضية.

أولاً: الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب

بشكل عام، فإن الحسابات الجارية لا تتقاضى فوائد. ولأن هناك حالات استثنائية تتقاضى فيها هذه الحسابات فوائد كنوع من التعامل المميز مع العملاء الكبار، نرى أن الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الودائع تحت الطلب يتراوح بشكل عام ما بين (١%) - (١,٥%). ومع هذا فقد كانت معدلات الفائدة على الودائع الجارية وتحت الطلب مرتفعة نسبياً خلال الفترة ما قبل عام ١٩٩٧، ويعود ذلك بشكل رئيس إلى بعض المؤسسات المصرفية عانت من نقص حاد في السيولة والودائع خلال الفترة ما بين عامين ١٩٩٥-١٩٩٧ بسبب الأزمة المالية التي كانت تتعرض لها كبنك البتراء والمصرف الاردني السوري وبنك

الأعمال، مما دفع بها إلى رفع معدلات الفائدة على الودائع في محاولة استقطاب أكبر كمية منها.

ثانياً: الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على وداائع التوفير

لقد تراوحت معدلات الفائدة على وداائع التوفير بصورة عامة ما بين (٤% - ٦%) خلال فترة الدراسة. ففي نهاية عام ١٩٩٠ كان معدل الفائدة (٦,٢٥%)، لينتهي إلى (٣,٧٦%) في نهاية عام ٢٠٠٠. وتجدر الإشارة إلى أن الاتجاه العام لمعدلات الفائدة على وداائع التوفير مشابه إلى حد كبير لاتجاه معدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب، ولكنه أقل حدة. فخلال الفترة (١٩٩٦-١٩٩٠) ساد الإستقرار في معدل الفائدة على وداائع التوفير، ثم حدث انخفاض في الاتجاه العام مع بداية عام ١٩٩٧، ليسود بعد ذلك الإستقرار مرة أخرى.

ثالثاً: الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل

يعد الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل المعدل الأكثر تمثيلاً لمعدل الفائدة على الودائع بشكل عام. ويعود ذلك إلى أن حجم الودائع لأجل يشكل أكثر من ثلثي حجم الودائع الكلي خلال فترة الدراسة. ففي عام ١٩٩٣ كانت نسبة الودائع لأجل من إجمالي الودائع (٦٤,٩%) ثم ارتفعت هذه النسبة عام ١٩٩٦ إلى (٧١,٥%) ثم إلى (٧٤,٠%) عام ١٩٩٩. ولذلك فقد تم انتخاب الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل كممثل لمعدلات الفائدة على الودائع في الجزء القياسي التطبيقي من هذه الدراسة.

أما بصورة عامة، فيتشابه الاتجاه العام لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل مع بقية أنواع الودائع خلال الفترة بين عامي ١٩٩٠-١٩٩٥. بينما يتخذ اتجاهها متصاعداً في الفترة ما بين عام ١٩٩٦ وعام ١٩٩٧، ثم ينخفض الاتجاه العام في الفترة ما بعد ذلك.

#### (٤-٤-٢) هيكل معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية بعد التعويم (١)

اتخذت معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية خلال فترة الدراسة اتجاهها متشابهاً وقيم متقاربة نسبياً. فرغم أن المستوى العام لمعدلات الفائدة على التسهيلات كان قبل إجراء التعويم أدنى بما يتراوح بين ١% إلى ٣% نقطة، فإنه يمكن القول بأن معدلات الفائدة على التسهيلات بشكل عام لم ترتفع إلى الحدود التي كان يخشاها الكثيرون قبل اتخاذ قرار التعويم عام ١٩٩٠. وفيما يلي عرض مفصل لمعدلات الفائدة على أهم أنواع التسهيلات المصرفية.

#### أولاً: الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين

في جانب التسهيلات المصرفية يُعد الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين الأكثر تمثيلاً لمعدل الفائدة على التسهيلات المصرفية بشكل عام. ويعود ذلك إلى أن الغاية من منح تسهيلات الجاري مدين هي على الأغلب تمويل رأس المال العامل في قطاع الأعمال والتوفيق بين التدفقات النقدية الخارجة والداخلية. ومن ناحية أخرى، فإن سقف حساب جاري مدين عادة أكبر بكثير من متوسط حجم القرض الواحد أو السلفة. وبالتالي، فإن معدل الفائدة على حسابات الجاري مدين هو الأكثر تأثيراً على قرارات الاستثمار لدى قطاع الأعمال ولعله كنتيجة لذلك هو الأكثر تأثيراً على الدورة الاقتصادية والنمو. أما من الناحية الكمية، فإن حجم تسهيلات الجاري مدين يشكل حوالي ثلث إجمالي حجم التسهيلات المصرفية خلال فترة الدراسة، حيث كانت نسبته (٣٥,٨%) من إجمالي التسهيلات في عام ١٩٩٣، و(٣١,٢%) في كل من عامي ١٩٩٦ و١٩٩٩ على التوالي. ولذلك، فقد تم اختيار الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين كممثل لمعدل الفائدة على التسهيلات المصرفية في الجزء القياسي التطبيقي من هذه الدراسة.

(١) لا تتضمن البيانات نسبة العمولة على التسهيلات.

ثانياً: الوسط المرجح لمعدل الفائدة على القروض والسلف

لقد كان معدل الفائدة على القروض والسلف أقل تذبذباً من بقية معدلات الفائدة على التسهيلات خلال فترة الدراسة. فقد بلغت أعلى قيمة له (١٢,٨٩%) في نهاية عام ١٩٩٨، بينما كانت أدنى قيمة له (١١,٣٨%) في نهاية عام ٢٠٠٠. والجدول التالي يبين الوسط المرجح لمعدل الفائدة على القروض والسلف كما هي في نهاية كل عام.

ثالثاً: الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الكمبيالات والاسناد المخصصة

يعد الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الكمبيالات والاسناد المخصصة بمثابة معدل الفائدة على التسهيلات طويلة الأجل. وإذا ما علمنا أن حسابات الجاري مدين والقروض وسلف هي تسهيلات مصرفية أقل أجلاً من الكمبيالات والاسناد المخصصة، فإنه يمكننا أن نتوقع بالنظر إلى هيكل معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية أن منحى العائد المتوقع في الاقتصاد الأردني يتخذ شكله الإعتيادي ذو الميل الموجب في أغلب الأوقات خلال فترة الدراسة مستثنياً من ذلك الفترة ما بين الربع الثاني من عام ١٩٩٤ والربع الأول من عام ١٩٩٦.

الأوساط المرجحة لمعدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات

جدول رقم (٤-١)

معدل الفائدة على التسهيلات (%)			معدل الفائدة على الودائع (%)			السنة
الكمبيالات و الأسناد المخصصة	القروض والسلف	الجاري مدين	لأجل	التوفير	تحت الطلب	
١٢,٠٠	١٢,٠٠	١١,٥٠	٨,٣٨	٦,٢٥	٤,٢٥	١٩٩٠
١٢,١٣	١٢,٠٠	١١,٥٠	٧,٦٣	٥,٣٨	٣,٠٠	١٩٩١
١٢,١٣	١٢,٠٠	١١,٨٨	٧,١٩	٥,٠٠	٣,٠٠	١٩٩٢
١٢,١٣	١٢,٠٠	١١,٠٠	٦,٥٧	٥,٥٠	٢,٥٠	١٩٩٣

١٢,٠٠	١٢,٠٠	١١,٥٠	٦,٨٨	٥,٢٥	٢,٥٠	١٩٩٤
١٢,٠٠	١٢,١٣	١١,٥٠	٧,١٣	٥,٧٥	٢,٥٠	١٩٩٥
١٣,٣٨	١٢,٧٥	١٢,٥٠	٨,٠٠	٥,٧٥	٣,٠٠	١٩٩٦
١٣,٤٤	١٢,٥٥	١٣,١٢	٨,٩١	٤,٧٩	١,٢٧	١٩٩٧
١٣,٩٧	١٢,٨٩	١٢,٤٩	٨,٣٣	٤,٥٦	١,٣٥	١٩٩٨
١٣,٣٧	١٢,٦٧	١٢,٦٦	٧,٨٩	٤,١٩	١,٤٦	١٩٩٩
١٢,٨١	١١,٣٨	١١,٦٠	٦,٥٥	٣,٧٦	١,٢٠	٢٠٠٠

\*المصدر: أعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الشهرية الصادرة عن البنك المركزي الأردني

(٤-٥) التحليل القياسي لمحددات معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد

الأردني

لقد تم تعريف الدالتين أساسيتين من أجل تقدير حجم واتجاه تأثير كل من المتغيرات

الاقتصادية الكلية على معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في الاقتصاد الأردني.

وفي سبيل ذلك استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، إذ تضمنت

عينة الدراسة مجموعة السلاسل الزمنية الربع سنوية لكل من المتغيرات المستقلة والتابعة

خلال الفترة الزمنية (١٩٩٠ - ١٩٩٩). أما الدالتين، فقد كانتا على النحو التالي:

$$WID_t = f (MS_p, G_p, ICD_p, FI_p, EX_p, WID_{t-1}) \dots$$

(١)

$$WIC_t = g (MS_p, G_p, ICD_p, FI_p, EX_p, WIC_{t-1}) \dots$$

(٢)

حيث :

- $WID_t$  : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن  $t$  .
- $WIC_t$  : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن  $t$  .
- $MS_t$  : عرض النقد الاسمي ( $M1$ ) في الزمن  $t$  .
- $G_t$  : إجمالي حجم الإنفاق الحكومي الاسمي في الزمن  $t$  .
- $ICD_t$  : معدل الفائدة الاسمي على شهادات الإيداع التي تستحق خلال ثلاثة أشهر في الزمن  $t$  .
- $FI_t$  : معدل الفائدة الدولي (US Federal Fund Rate) في الزمن  $t$  .
- $EX_t$  : سعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني (دينار/مارك) في الزمن  $t$  .
- $WID_{t-1}$  : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل مختلفاً بفترة زمنية واحدة.
- $WIC_{t-1}$  : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين مختلفاً بفترة زمنية واحدة.

يلاحظ من تركيبة الدوال غياب متغيرين لا يُختلف على تأثير كل منهما على معدل الفائدة وهذان هما؛ معدل التضخم والناتج المحلي الإجمالي. وقد جاء استثناء هذين المتغيرين نتيجة لإعتبارات قد لا يُختلف عليها كذلك. فمعدل التضخم كان مستقراً ومنخفضاً جداً طوال فترة الدراسة. فإذا تم تعريفه إجرائياً بالتغير النسبي في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ( $1997=100$ )، نجد أن معدل التضخم كان أقل من (1%) طوال فترة الدراسة<sup>(١)</sup>. كذلك فإنه بسبب استخدام القيم الاسمية لجميع المتغيرات نجد أثر التضخم متضمن بشكل غير صريح. ولهذين السببين فقد استثنى من التقديرات. أما الناتج المحلي الإجمالي فإن إدخاله إلى النموذج القياسي مع وجود متغير

الإذفاق الحكومي، يسبب بروز مشكلة الارتباط المتعدد، حيث يرتبط هذان المتغيرات معا بعلاقة مباشرة.

ولذلك، فقد استثنى هذا المتغير ايضاً من الدالتين، على أن يتم إدخاله في نموذج إدواردز وخان المعدل لاحقاً.

وعلى ما سبق، فإنه يمكن بناء الفرضيات الأساسية التالية، والتي تم تبريرها في الفرع الرابع من البند (٤-١) في الفصل الأول من الدراسة.

١ - وجود علاقة سالبة بين عرض النقد الاسمي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة

على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، حيث

$$(dWID_t/dMS_t < 0) \text{ و } (dWIC_t/dMS_t < 0).$$

٢ - وجود علاقة موجبة بين الإذفاق الحكومي الاسمي والوسط المرجح لمعدلات

الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، حيث

$$(dWID_t/dG_t > 0) \text{ و } (dWIC_t/dG_t > 0).$$

٣ - وجود علاقة موجبة بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر و

الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري

$$\text{مدين، حيث } (dWID_t/dICD_t > 0) \text{ و } (dWIC_t/dICD_t > 0).$$

---

(١) يحتوي الملحق الاحصائي على جدول لقيم الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ونسبة التغير فيه.

٤ - وجود علاقة موجبة بين معدل الفائدة الدولي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، حيث  $(dFI_t > 0)$  و  $(dWID_t / dFI_t > 0)$

٥ - وجود علاقة سالبة بين سعر الصرف الحالي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، حيث  $(0 < dWID_t / dEX_t)$  و  $(dWIC_t / dEX_t < 0)$

٦ - وجود علاقة موجبة بين الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل و تسهيلات الجاري مدين في الزمن (t) و قيمتها في الفترة السابقة مباشرة، حيث  $(dWID_t / dWID_{t-1} > 0)$  و  $(dWIC_t / dWIC_{t-1} > 0)$

(٤-٥-١) أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الفائدة على الودائع لأجل<sup>(١)</sup>

استناداً إلى الدالة رقم (١) والفرضيات الأساسية للدراسة فقد تم تقدير ثلاثة خطوط انحدار متعدد لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدلات الفائدة الدائنة (الودائع لأجل) مقداراً واتجاهاً. الأول، يتضمن مجموعة المتغيرات المحلية.

(١) لقد تمت معالجة جميع التقديرات من مشكلة الارتباط الذاتي.

والثاني، يتضمن المتغيرات الخارجية. والثالث، يتضمن أهم المتغيرات المحلية والخارجية معاً. أما مفهوم المتغيرات المحلية والخارجية، فأصله يرجع إلى تقسيم إدواردز وخان الذين اعتبروا المتغيرات الاقتصادية منها ما ينبع من داخل النظام الاقتصادي المحلي بصورة أساسية، ومنها ما هو مفروض على النظام الاقتصادي من القوى الاقتصادية الخارجية.

أولاً: أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية الكلية على معدل الفائدة على الودائع لأجل كما سبق ذكره، فإنه سيتم من خلال النموذج التالي قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في كل من عرض النقد والإنفاق الحكومي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل المتخلف بفترة زمنية واحدة، على الوسط المرجح الحالي لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل:

$$WID_t = \delta_0 + \delta_1 MS_t + \delta_2 G_t + \delta_3 ICD_t + \delta_4 WID_{t-1} + e_i$$

حيث أن  $e_i$  : حد الاضطراب .

وبإدخال اللوغاريتم إلى النموذج:

$$LWID_t = \beta_0 + \beta_1 LMS_t + \beta_2 LG_t + \beta_3 LICD_t + \beta_4 LWID_{t-1} + U_i$$

٤

$$(\beta_0 = \sum \text{Log} \delta_i) \text{ و } (\text{Log} e_i = U_i) \text{ و } (\beta_{1-4} = \text{معا ملات النموذج})$$

حيث:

$i=0$

وعليه فقد تم الحصول على المعادلة المقدرة التالية:

$$LWID_t = \epsilon, \quad \epsilon \sim N(0, 0.52) \quad LMS_t - 0.02 \quad LG_t + 0.05 \quad LICD_t + 0.74 \quad \dots (1-1)$$

$$LWID_{t-1}$$

$$t\text{-values: } (3, 37)^a \quad (-3, 17)^a \quad (-0, 71) \quad (2, 35)^a \quad (10, 13)^a$$

$$\bar{R}^2 = 0, 94$$

$$H = -0, 44$$

$$F = 91, 02$$

كما يتضح من التقدير أعلاه فإن معامل التحديد المتعدد ( $\bar{R}^2$ ) يشير إلى أن (94%) من التغير في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن (t) يمكن تفسيرها بالتغيرات في كل من عرض النقد الاسمي والإنفاق الحكومي الاسمي ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الربع السابق (t-1).

ويلاحظ من اختبار (t) - القيم بين الأقواس - أن جميع المعلمات المقدرة، عدا الإنفاق الحكومي، ذات دلالة إحصائية على مستوى معنوية (1%)<sup>(1)</sup>.

أما قيمة (F) فهي تشير إلى أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية على مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة (F) الجدولية تساوي (4,82). كذلك يشير اختبار (H)<sup>(2)</sup> إلى انتفاء مشكلة الارتباط الذاتي.

وكما نلاحظ، تتأثر معدلات الفائدة على الودائع بالتغير في عرض النقد الاسمي بشكل ينسجم إلى حد كبير مع النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. فالزيادة في عرض النقد الاسمي بنسبة (1%) تؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل بمقدار (0,02%). ويمكن تفسير ذلك من خلال التعريف الإجرائي لعرض النقد (M1)، حيث يمثل مجموع النقد السائل والودائع تحت الطلب.

وإذا علمنا أن الأفراد يحتفظون بأغلب ممتلكاتهم من النقد السائل في ودائع تحت الطلب وودائع توفير فإن زيادة عرض النقد ( $M1$ ) تؤدي إلى ارتفاع حجم الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية وبالتالي ارتفاع تكاليف الودائع والتكاليف التشغيلية. مما يدفع البنوك التجارية إلى تخفيض معدلات الفائدة على الودائع.

أما علاقة الإنفاق الحكومي بمعدلات الفائدة على الودائع، فقد جاءت مخالفة للنظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. كما أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية عند أي من مستويات المعنوية المقبولة إحصائياً. وهذه النتيجة تنسجم مع ما توصل إليه إيفانز في دراسة سابقة. (Evans, ١٩٨٥)

(١) سيتم اتباع التصنيف التالي في كافة التقديرات خلال هذا الفصل:

a: إن المعلمة تختلف إحصائياً عن الصفر على مستوى معنوية (١%).

b: إن المعلمة تختلف إحصائياً عن الصفر على مستوى معنوية (٥%).

c: إن المعلمة تختلف إحصائياً عن الصفر على مستوى معنوية (١٠%).

(٢) إن اختبار (H) هو اختبار بديل عن اختبار (DW) في حال احتواء النموذج القياسي على المتغير التابع المتخلف زمنياً كمتغير مستقل، أو خلو النموذج من معلمة المقطع.

وتفسير ذلك يكمن في أن نسبة ما أنفقته الحكومة المركزية من رواتب وأجور ونفقات أخرى التي هي في حقيقتها دخول للمستهلكين في الأردن خلال فترة الدراسة - عدا رواتب وأجور جهازي الأمن والدفاع - تزيد عن (٣٣%) من إجمالي الإنفاق العام<sup>(١)</sup>. وإذا علمنا أن هنالك من الدراسات السابقة التي تشير أن الميل الحدي للاستهلاك في الأردن يقدر بـ (٧٠%) (أبو سمرة، ١٩٨٤)، فإن جزءاً كبيراً من الإنفاق الحكومي هو دخل للمستهلك الأردني، الذي ينفق على الاستهلاك ما قد يزيد عن (٧٠%) من ذلك الدخل. وبالتالي فإن من المبرر أن لا يكون للإنفاق الحكومي تأثير ذو دلالة إحصائية على معدل الفائدة على الودائع.

أما عن استجابة الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل للتغير في

معدلات

الفائدة على شهادات الإيداع، فقد جاءت متوافقة مع النظرية الإقتصادية وفرضيات الدراسة من حيث الاتجاه، لكنها غير مرنة. فالتقدير أعلاه يشير إلى أنه إذا ارتفع معدل الفائدة على شهادات الإيداع بنسبة (١%) فإن الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع يرتفع بنسبة (٠,٠٥%)، وهي استجابة ضعيفة نسبياً. ويبدو أن هذه النتيجة ليست مفاجئة إذا ما أخذنا بعين الاعتبار نتائج دراسة يغمور حول أثر شهادات الإيداع على الاحتياطي الفائض للبنوك، حيث بينت الدراسة:

- أ - أن الرصيد القائم من شهادات الإيداع بالدينار في الزمن (t) غير مرن بالنسبة للوسط المرجح لمعدلات الفائدة على شهادات الإيداع بالدينار في الزمن (t).
- ب - أن حدوث زيادة في الرصيد القائم من شهادات الإيداع يؤدي إلى زيادة في الاحتياطي الفائض للبنوك التجارية، وهو أمر مخالف تماماً للنظرية الاقتصادية والتوقعات (يغمور، ٢٠٠٠).

---

(١) المصدر: أعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الشهرية الصادرة عن البنك المركزي الأردني

وعليه فإنه يمكن تفسير نتيجة التقدير أعلاه بأن ارتفاع معدل الفائدة على شهادات الإيداع لا يؤدي إلى انخفاض ذي دلالة في الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية، وبالتالي لن تقبل البنوك التجارية على استقطاب المزيد من الودائع عن طريق رفع معدل الفائدة عليها. وكنتيجة لذلك لم ينعكس التغير في معدل الفائدة على شهادات الإيداع على معدلات الفائدة على الودائع بالحجم المتوقع. وهذه نتيجة تقود إلى التساؤل حول فاعلية عمليات السوق المفتوحة كأداة من أدوات السياسة النقدية في الإقتصاد الأردني.

وأخيراً، جاءت العلاقة بين الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الودائع لأجل في الزمن (t-1) والوسط المرجح لنفس معدل الفائدة في الزمن (t) موجبة، وهي بذلك متوافقة مع فرضيات الدراسة. الأمر الذي يشير إلى أن معدل الفائدة على الودائع لأجل يتصف بالاستقرار النسبي و قلة التذبذب.

ثانياً: أثر المتغيرات الاقتصادية الخارجية الكلية على معدل الفائدة على الودائع لأجل

بههدف قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الخارجية الكلية المتمثلة في معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية على معدل الفائدة على الودائع لأجل، تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WID_t = \delta_0 + \delta_1 FI_t + \delta_2 EX_t + e_i$$

وبإدخال اللوغاريتم إلى النموذج:

$$LWID_t = \beta_0 + \beta_1 LFI_t + \beta_2 LEX_t + U_i$$

$$\text{حيث: } (\beta_0 = \sum_{i=0}^2 \text{Log} \delta_i) \text{ و } (U_i = \text{Log} \epsilon_i) \text{ و } (\beta_1, \beta_2 = \text{معا ملات النموذج})$$

$i=0$

وعليه فقد تم الحصول على المعادلة المقدره التالية:

$$LWID_t = 3,68 + 0,09 LFI_t - 0,42 LEX_t \quad \dots \text{(أ)}$$

$$t\text{-values} : (4,49)^a \quad (8,71)^a \quad (-3,30)^a$$

$$\bar{R}^2 = 0,77 \quad DW = 1,98 \quad F = 16,72$$

يتضح من خلال معامل التحديد المعدل المتعدد ( $R^2$ ) أن هذه المعادلة أقل تفسيراً للتغيرات في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل من المعادلة (أ-١). يتبين لنا في هذه الحالة أن (٧٧%) من التغيرات في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل يمكن تفسيرها من خلال التغيرات في كل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية.

وكذلك فإن قيمة (DW) تشير إلى أن التقدير يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي. أما قيمة (F) فتشير إلى أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (١%)، إذ أن قيمة (F) الجدولية عند هذا المستوى هي (٧,٩٥).

ويتبين من النتائج أن الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل يتأثر بمعدل الفائدة على العملة الأجنبية (الدولار) بصورة تتوافق مع النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. فزيادة معدل الفائدة على العملة الأجنبية في الزمن (t) بنسبة (١%) تؤدي إلى ارتفاع الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن (t) بمقدار (٠,٥٩%).

ويكمن تفسير ذلك في حرص السلطة النقدية وعناصر الجهاز المصرفي بالمحافظة على هامش بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي خوفاً من هروب رأس المال إلى حيث العائد الأعلى وحفاظاً على العملة المحلية من المضاربات. بل، وكذلك تشجيعاً لرأس المال الأجنبي على الاستثمار بالدينار الأردني. ومن الجدير بالذكر أن قيمة مرونة معدل الفائدة المحلي بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة على العملة الأجنبية كافية للتعبير عن ذلك الحرص، خاصة إذا علمنا أن هامش الفائدة القائم بين المعدلين كان مرتفعاً نسبياً خلال فترة الدراسة، إذ كان يتراوح في أغلب الأوقات ما بين (٣-٤) نقاط مئوية.

أما العلاقة ما بين سعر صرف العملة الأجنبية (المارك الألماني) الحالي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل، فقد كانت أيضاً متوافقة مع كل من النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. ويشير التقدير إلى أن زيادة سعر صرف العملة الأجنبية بنسبة (١%) في الزمن (t) تؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع

لأجل في الزمن (t) بمقدار (٠,٤٢%). أما تفسير ذلك، فيتمثل في أن ارتفاع سعر الصرف وهو ما ساد خلال النصف الأول من فترة الدراسة، يؤدي إلى انخفاض الكمية المطلوبة من العملة الأجنبية لصالح الدينار الأردني، مما يؤدي إلى ارتفاع السيولة المحلية وزيادة الطلب على الودائع بالدينار الأردني، فتنخفض معدلات الفائدة عليها.

ومن جانب آخر، فإن انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية وهو ما ساد خلال النصف الثاني من فترة الدراسة، يؤدي إلى ارتفاع الكمية المطلوبة منها وانخفاض الطلب على الدينار، مما يؤثر سلباً على ميزان المدفوعات. لهذا فإن البنك المركزي يحاول بشتى أدوات السياسة النقدية المحافظة على قيمة الدينار وحمائته. وهو يقوم بذلك من خلال تلبية طلب الجمهور من العملة الأجنبية وبعث الثقة بأن لدى البنك المركزي احتياطات آمنة وكافية، وكذلك يحاول الحث على رفع معدل الفائدة على الودائع بالدينار لزيادة الأقبال على الودائع بالدينار ومستقطباً العملة الأجنبية لدعم الاستقرار النقدي.

ثالثاً: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية، المحلية والخارجية، على معدل الفائدة على الودائع

لأجل

بهدف قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والخارجية على معدل الفائدة

على الودائع لأجل من خلال معادلة مقدره واحدة، تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WID_t = \delta_0 + \delta_1 MS_t + \delta_2 G_t + \delta_3 FI_t + \delta_4 EX_t + e_i$$

وبإدخال اللوغاريتم إلى النموذج:

$$LWID_t = \beta_0 + \beta_1 LMS_t + \beta_2 LG_t + \beta_3 LFI_t + \beta_4 LEX_t + U_i$$

$(U_i = \text{Log}e_i)$  و  $(\beta = \sum \text{Log}\delta_i)$  و  $(\beta_{1-\epsilon} = \text{معاملات النموذج})$

حيث:

$$i=0$$

وهكذا فقد تم الحصول على المعادلة المقدره التاليه:

$$LWID_t = ٧,٤٣ - ٠,٤٢ LMS_t - ٠,٠٢ LG_t + ٠,١٤ LFI_t - ٠,٤٠$$

$$t\text{-values: } (٣,٨٠)^a \quad (-٢,٠٤)^b \quad (-١,٢٦) \quad (١,٨٠)^c \quad (-٢,٤١)^b$$

$$\bar{R}^2 = ٠,٨٧ \quad DW = ٢,٠٣ \quad F = ٤٢,٧٩$$

ويشير معامل التحديد المعدل المتعدد ( $\bar{R}^2$ ) إلى أن (٨٧%) من التغيرات في الوسط المرشح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل يمكن تفسيرها بالتغيرات في المتغيرات التي يتضمنها النموذج أعلاه.

أما قيمة (DW)، فإنها تشير إلى خلو المعادلة المقدره من مشكلة الارتباط الذاتي. وكذلك، فإن قيمة (F) تشير إلى أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (١%)، إذ أن قيمة (F) الجدولية عند ذلك المستوى تساوي (٤,٥١).

ويجمع التقدير أعلاه المتغيرات المحلية والخارجية الرئيسية، حيث تتشابه النتائج التي يشير إليها النموذج المجمع إلى حد كبير جداً مع النتائج التي حصلنا عليها عند فصل المتغيرات المحلية عن الخارجية. ولذلك فلن يختلف التحليل هنا عما كان عليه في التقديرين (١-أ) و (١-ب)، وسنقوم فيما يلي بوصف معاملات معادلة الانحدار.

أما بالنسبة للمتغيرات المحلية فإن ارتفاع عرض النقد الاسمي في الزمن (t) بنسبة (١%) تؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن (t) بمقدار (٠,٤٢%). وكما في التقدير (١-أ) فإن العلاقة بين الإنفاق الحكومي في الزمن (t) والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل كانت مخالفة للنظرية الاقتصادية وليست ذات دلالة إحصائية عند أي من مستويات المعنوية المقبولة إحصائياً.

وفيما يخص المتغيرات الخارجية، فإن ارتفاع معدل الفائدة الدولي في الزمن (t) بنسبة (١%) يؤدي إلى ارتفاع الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن (t) بمقدار (٠,١٤%)، وهو مقدار أقل من ذلك الذي تم تقديره في المعادلة (١-ب) ولكنه ما زال في الاتجاه الذي تتوقعه النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. وأخيراً، فإن ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية في الزمن (t) بنسبة (١%) يؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل بمقدار (٠,٤٠%). وهذا هو التقدير الوحيد الذي يختلف فيه حجم تأثير معدل الفائدة الدولي عن حجم تأثير سعر الصرف على معدل الفائدة المحلي بصورة كبيرة نسبياً.

(٤-٥-٢) أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين<sup>(١)</sup>  
استناداً إلى الدالة رقم (٢) والفرضيات الأساسية للدراسة، فقد تم تقدير ثلاثة خطوط انحدار متعدد لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدلات الفائدة المدينة (تسهيلات الجاري مدين) مقداراً واتجاهاً على النحو الذي تم في البند السابق.  
أولاً: أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية الكلية على معدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين

من أجل قياس أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية الكلية المتمثلة في كل من عرض النقد والإنفاق الحكومي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر

والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين المتخلف بفترة زمنية واحدة على الوسط المرجح الحالي لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين، تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WIC_t = \gamma_0 + \gamma_1 MS_t + \gamma_2 G_t + \gamma_3 ICD_t + \gamma_4 WIC_{t-1} + e_i$$

حيث،  $e_i$  : حد الاضطراب

ويادخال اللوغاريتم إلى النموذج:

$$LWIC_t = \alpha_0 + \alpha_1 MS_t + \alpha_2 LG_t + \alpha_3 ICD_t + \alpha_4 WIC_{t-1} + U_i$$

٤

حيث،  $(\alpha_0 = \sum_{i=0}^{\infty} \text{Log} \gamma_i)$  و  $(\alpha_{1-4} = \text{معاملات النموذج})$  و  $(U_i = \text{Log} e_i)$

$i=0$

(١) لقد تمت معالجة جميع التقديرات من مشكلة الارتباط الذاتي.

وبهذا فقد تم الحصول على المعادلة المقدرة التالية:

$$LWIC_t = 1, 88 - 0, 19LMS_{t+1}, 04 LG_t + 0, 03LICD_t + 0, 00 \dots (1-2)$$

$$t\text{-values: } (1, 19)^c \quad (-9, 63)^c \quad (1, 89)^c \quad (2, 25)^b \quad (8, 32)^b$$

—

$$R^2 = 0, 90 \quad H = -0, 79 \quad F = 07, 73$$

يتبين من قيمة معامل التحديد المتعدد ( $R^2$ ) أن (٩٠%) من التغيرات في الوسط المرشح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن ( $t$ ) يمكن تفسيرها بالتغيرات في كل من عرض النقد الاسمي والإنفاق الحكومي الاسمي ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع في الزمن ( $t$ ) والوسط المرشح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الربع السابق ( $t-1$ ).

كذلك تشير قيمة المعلمة ( $F$ ) إلى أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية على مستوى معنوية (١%) ، حيث أن قيمة ( $F$ ) الجدولية على ذلك المستوى تساوي (٤,٨٧). وبالنظر إلى التقدير، نلاحظ أن معدل الفائدة على التسهيلات أقل مرونة بالنسبة للتغيرات في عرض النقد من نظيره على الودائع. فارتفاع عرض النقد الاسمي في الزمن ( $t$ ) بنسبة (١%) تؤدي إلى انخفاض الوسط المرشح لمعدلات الفائدة على التسهيلات الجاري مدين بمقدار (٠,١٩%). ويمكن تفسير هذا التأثير كما هي الحال في معدل الفائدة على الودائع في التعريف الإجرائي لعرض النقد، حيث أن زيادته تؤدي إلى ارتفاع الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية، وبالتالي قيامها بتخفيض معدلات الفائدة على التسهيلات تشجيعاً للاستثمار والاقتراض. أما فيما يخص عدم مرونة معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للتغيرات في عرض النقد الاسمي، فهو أمر متوقع. فإذا علمنا أن الفوائد على التسهيلات هي من مصادر الدخل الرئيسية للبنوك التجارية، فمن الطبيعي أن يكون معدل الفائدة عليها أقل استجابة للعوامل التي تدفع به نحو الانخفاض.

أما تأثير الإنفاق الحكومي على معدل الفائدة على التسهيلات فكان متوافقاً مع النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة، ولكنه تأثيراً ضعيفاً. فزيادة الإنفاق الحكومي الاسمي في الزمن (t) بنسبة (١%) تؤدي إلى ارتفاع الوسط المرجح لمعدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين بمقدار (٠,٠٤%). وتفسير ذلك يكمن في أن ما يزيد عن ثلث الإنفاق الحكومي يكون على شكل دخول لأفراد المجتمع. وبسبب ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك للفرد الأردني، فإن زيادة الإنفاق الحكومي تترجم إلى زيادة الطلب الكلي نتيجةً لزيادة الطلب على السلع الاستهلاكية. هذا بدوره يؤدي إلى زيادة ربحية الفرص الاستثمارية في إنتاج واستيراد تلك السلع، فيرتفع الطلب على الاقتراض. وهذا يؤدي بمعدل الفائدة على التسهيلات إلى الارتفاع. وإذا جاز افتراض أن الطلب على الاقتراض لغايات زيادة العرض من السلع الاستهلاكية قليل المرونة تجاه الزيادة في الإنفاق الحكومي، فإننا نتوقع كذلك تأثيراً محدوداً للإنفاق الحكومي على معدلات الفائدة على التسهيلات. وما يجيز وضع الافتراض أعلاه، هو وجود تباطؤ زمني بين فعل بزيادة الطلب على السلع الاستهلاكية، وردة فعل المنتج والمستورد بزيادة العرض منها.

من ناحية أخرى، فإن العلاقة بين معدلات الفائدة على شهادات الإيداع ومعدل الفائدة على التسهيلات متوافق مع كل من النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. فزيادة معدل الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر في الزمن (t) بنسبة (١%) تؤدي إلى ارتفاع الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين بمقدار (٠,٠٣%). ويفسر ذلك في أن شهادات الإيداع تعد فرصة استثمارية عديمة المخاطرة ومقبولة العائد أمام البنوك التجارية لتشغيل الاحتياطي الفائض لديها. فمن ناحية كانت معدلات الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر أعلى من الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لاجل خلال فترات متتابة ما بين عامي ١٩٩٤ و عام ١٩٩٩.

ومن ناحية أخرى، فإن الاستثمار في شهادات الإيداع يعد استثماراً عديم الخطورة. وبناء على ذلك، فإن زيادة معدلات الفائدة على شهادات الإيداع يشجع البنوك التجارية على استثمار أموالها فيها ويخفف من الضغوط عليها لتخفيض معدلات الفائدة على التسهيلات بهدف تشغيل الاحتياطي الفائض. بل، ويشير التقدير إلى أن الزيادة في معدلات الفائدة على شهادات الإيداع تؤدي إلى ارتفاع - ولو ضئيل - في معدل الفائدة على التسهيلات. أما ضعف العلاقة بين المتغيرين فيمكن تفسيره بالعلاقة الضعيفة بين الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على شهادات الإيداع بالدينار والرصيد القائم منها، والعلاقة الإيجابية المخالفة للتوقعات بين الرصيد القائم والاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية (يغمور، ٢٠٠٠).

فهاتين العلاقتين تشكلان حلقة الوصل الضعيفة بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع والاحتياطي الفائض، ومن ثم معدل الفائدة على التسهيلات.

وأخيراً، فإن الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن (t) يتأثر بشكل إيجابي بمستواه السابق، مما يدل على وجود انسجام في المسار الزمني للوسط المرجح لمعدلات الفائدة على التسهيلات وقلة التذبذب (Volatility) فيه.

ثانياً: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية الخارجية على معدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين

بهدف قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية الخارجية المتمثلة في كل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية على الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين، تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WIC_t = \gamma_0 + \gamma_1 FI_t + \gamma_2 EX_t + e_t$$

وبإدخال اللوغاريتم إلى النموذج:

$$LWIC_t = \alpha_0 + \alpha_1 LFI_t + \alpha_2 LEX_t + U_i$$

٢

حيث،  $(\alpha_0 = \sum_{i=0}^2 \text{Log} \gamma_i)$  و  $(\alpha_1, \alpha_2 = \text{معاملات النموذج})$  و  $(U_i = \text{Log} \epsilon_i)$

i=٠

وبهذا فقد تم الحصول على المعادلة المقدرة التالية التالية:

$$LWIC_t = 3,71 + 0,23 LFI_t - 0,26 LEX_t + U_i \quad \text{...(ب)}$$

$$t\text{-values: } (0,92)^a \quad (4,32)^a \quad (-2,08)^b$$

$$\bar{R}^2 = 0,84 \quad DW = 1,87 \quad F = 41,30$$

يتضح من قيمة معامل التحديد المعدل المتعدد ( $R^2$ ) أن (٨٤%) من التغيرات في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين يمكن تفسيرها بالتغيرات في كل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية. وتبين قيمة (DW) أن التقدير يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي. أما المعلمة (F)، فهي تبين أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية على مستوى معنوية (١%)، حيث قيمة (F) الجدولية عند ذلك المستوى تساوي (٧,٥٦).

يتضح من التقدير السابق أن الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على التسهيلات بالدينار الأردني يتأثر بمعدل الفائدة على العملة الأجنبية (الدولار) بصورة تتوافق مع النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. فانخفاض معدل الفائدة على العملة الأجنبية في الزمن (t) بنسبة (١%) يؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن (t) بمقدار (٠,٢٣%). وتفسير ذلك يكمن في أنه إذا انخفض معدل الفائدة على العملة الأجنبية، فإن الاستثمار بتلك العملة يصبح أقل تكلفة بالنسبة للمستثمر المحلي والأجنبي. وهذا سيؤدي إلى إقبال المستثمر المحلي على الاستثمار في الخارج. وبالتالي يتسرب رأس المال المحلي. وعليه فإن تخفيض معدل الفائدة على التسهيلات بالدينار الأردني يعد من سياسات تشجيع الاستثمار والإبقاء على رأس المال في داخل النظام الاقتصادي المحلي، حماية للنظام النقدي من المضاربات.

أما العلاقة بين سعر صرف العملة الأجنبية (المارك الألماني) ومعدل الفائدة على التسهيلات، فقد جاءت أيضاً متوافقة مع كل من النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة. فارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية في الزمن (t) بنسبة (١%) تؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين بمقدار (٠,٢٦%). وهو تأثير عكسي— وقليل المرونة نسبياً. فإذا استرجعنا نتائج المعادلة (١ - ب) نلاحظ أن حجم تأثير التغير في سعر الصرف على معدل الفائدة على الودائع كان يزيد بكثير من تأثيره على معدل الفائدة على التسهيلات. وتفسير ذلك يكمن في أن انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية، كما كانت الحال خلال النصف الثاني من فترة الدراسة، يؤدي إلى ارتفاع الكميات المطلوبة منها للغايات التجارية وتمويل المستوردات. وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع الطلب على التسهيلات التجارية والاعتمادات المصرفية، مما يؤدي إلى ارتفاع الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين. أما ضعف المرونة في هذه العلاقة فإنه يعزى إلى حجم الاحتياطي الفائض

لدى البنوك التجارية الذي يحد من حريتها في رفع معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية بشكل عام حينما تدفع ظروف السوق في هذا الاتجاه، خوفاً من تقلص محفظة التسهيلات لديها، ناهيك عن أن معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية في الأردن هي في الأصل مرتفعة نسبياً، مما يحد من إمكانية رفعها أكثر.

أما إذا تحدثنا عن حالة ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية، كما ساد في النصف الأول من فترة الدراسة، فيمكننا قول العكس. غير أن تفسير ضعف مرونة معدل الفائدة على التسهيلات تجاه الارتفاع في سعر الصرف يختلف. ويرجع ذلك-كما ذكرنا سابقاً- إلى أن معدل الفائدة على التسهيلات بصورة عامة قليل المرونة تجاه قوى السوق التي تدفع به نحو الانخفاض، إذ أن الفائدة على التسهيلات هي من أهم مصادر الدخل لدى البنوك التجارية، إن لم تكن أهمها على الإطلاق.

ثالثاً: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية، المحلية والخارجية، على معدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين

بهدف قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والخارجية المتمثلة في كل من عرض النقد والإنفاق الحكومي ومعدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية على الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين من خلال نموذج واحد، تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WIC_t = \gamma_0 + \gamma_1 MS_t + \gamma_2 G_t + \gamma_3 FI_t + \gamma_4 EX_t + e_t$$

وبإدخال اللوغاريتم إلى النموذج:

$$LWIC_t = \alpha_0 + \alpha_1 LMS_t + \alpha_2 LG_t + \alpha_3 LFI_t + \alpha_4 LEX_t + U_i$$

٤

حيث،  $(\alpha_0 = \sum \text{Log } \gamma_i)$  و  $(\alpha_1, \dots)$  معلمات النموذج و  $(U_i = \text{Log } e_i)$

i=٠

وهكذا فقد تم الحصول على المعادلة المقدره التالية:

$$LWIC_t = 0,66 - 0,34 LMS_t + 0,05 LG_t + 0,21 LFI_t - 0,20 \dots \text{(ج-٢)}$$

$$t\text{-values: } (6,38)^a \quad (-3,61)^a \quad (2,50)^b \quad (6,09)^a \quad (-2,74)^b$$

$$\bar{R}^2 = 0,83 \quad DW = 1,83 \quad F = 23,20$$

يتبين من معامل التحديد المعدل المتعدد ( $\bar{R}^2$ ) أن (٨٣%) من التغيرات في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن (t)، يمكن تفسيرها بالتغيرات في كل من عرض النقد الاسمي والإنفاق الحكومي الاسمي ومعدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية في الزمن (t).

أما قيمة (DW) فهي تشير إلى خلو التقدير من مشكلة الارتباط الذاتي. كذلك فإنه يتضح من قيمة (F) أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية على مستوى معنوية (١%)، حيث تبلغ قيمة (F) الجدولية (٤,٥١).

وتتوافق نتائج التقدير أعلاه مع كل من النظرية الاقتصادية وفرضيات الدراسة والتقديرين (أ-٢) و(ب-٢) السابقة. أما فيما يتعلق بالمتغيرات المحلية فإن زيادة عرض النقد الاسمي في الزمن (t) بنسبة (١%)، تؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين بنسبة (٠,٣٤%). أما الإنفاق الحكومي، فزيادته في الزمن (t) بنسبة (١%)، تؤدي إلى زيادة الوسط المرجح على تسهيلات الجاري مدين بنسبة (٠,٠٥%).

وفيما يخص المتغيرات الخارجية، فإن ارتفاع معدل الفائدة الدولي في الزمن (t) بنسبة (١%)، يؤدي إلى ارتفاع الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين بنسبة (٠,٢١%). وارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية في الزمن (t) بنسبة (١%)، يؤدي إلى انخفاض الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجارين مدين بنسبة (٠,٢٠%).

أما تفسير هذه النتائج فهو مشابه للذي قدم في كل من التقديرين (٢ - أ) و(٢ - ب)، ولا حاجة في تكرارها هنا.

#### (٦-٤) نموذج إدواردز و خان لمعدلات الفائدة

في سعي من الباحث لتعزيز نتائج التقديرين السابقة، تم استعارة الصيغة الرياضية للنموذج القياسي الذي استخدمه إدواردز و خان لقياس مدى تأثير معدلات الفائدة المحلية في كل من كولومبيا و سنغافورا بالمحددات المحلية مجتمعة والخارجية مجتمعة.

أما النموذج الذي سيتم تطبيقه على حالة الاقتصاد الأردني فيحتوي على عدد من الاختلافات عن النموذج الأصلي من حيث التعريفات الإجرائية للمتغيرات المستقلة وعددها. ولإجراء المقارنة، نورد دالة إدواردز و خان فيما يلي (Edwards, S.& M. Khan, ١٩٨٥):

$$i_t = h(i_t^*, e_t, RY_t, RM_{t-1}, \pi^e, i_{t-1})$$

حيث:

معدل الفائدة المحلي في الزمن t	:	$i_t$
معدل الفائدة الدولي (على الدولار) في الزمن t	:	$i_t^*$
نسبة التغير في سعر صرف العملة الأجنبية بين السعر الحالي و الآجل في الزمن t	:	$e_t$
الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الزمن t	:	$RY_t$
عرض النقد (M1) الحقيقي في الزمن (t-1)	:	$RM_{t-1}$
معدل التضخم المتوقع في الزمن t	:	$\pi^e$
معدل الفائدة المحلي في الزمن (t-1)	:	$i_{t-1}$

وعليه، فقد قام إدواردز وخان بناء النموذج القياسي التالي<sup>(1)</sup>:

$$i_t = \delta_1 + \delta_2 (i_t^* + e_t) + \delta_3 (\text{Log}RY_t - \text{Log}RM_{t-1}) + \delta_4 \pi^e + \delta_5 i_{t-1} + U_i$$

وقد تم استخدام البيانات الربعية في التقدير.

أما الاختلافات بين هذا النموذج والنموذج الذي سيتم تطبيقه على معدلات

الفائدة في الاقتصاد الأردني فهي على النحو التالي:

١ - إن معدل الفائدة المحلي في النموذج الأصلي يعبر عنه بمعدل الفائدة

الربع سنوي على الودائع فيما بين البنوك، أو متوسط معدل الفائدة على

السندات الحكومية. أما في حالة الاقتصار الأردني، فهو ممثل بالأوساط

المرجحة لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين.

- ٢ - معدل الفائدة الدولي في النموذج الأصلي ممثل بمعدل الفائدة على سندات الخزينة في الولايات المتحدة، أو معدل الفائدة على اليورودولار. أما في النموذج الذي طبق على حالة الاقتصاد الأردني، فإن معدل الفائدة الدولي ممثل بمعدل الفائدة الفيدرالي الأمريكي (Federal Funds Rate)
- ٣ - لقد تم استبدال نسبة التغير في سعر صرف العملة الأجنبية (الدولار) في النموذج الأصلي بالسعر الحالي لسعر صرف العملة الأجنبية (المارك الألماني) في حالة الاقتصاد الأردني.
- ٤ - لقد تم استبدال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في النموذج الأصلي بالناتج المحلي الإجمالي الاسمي في حالة الاقتصاد الأردني.
- ٥ - لقد تم استبدال عرض النقد الحقيقي في الزمن  $(t-1)$  في النموذج الأصلي، بعرض النقد الاسمي في الزمن  $(t)$  في حالة الاقتصاد الأردني.
- ٦ - لقد تم استثناء كل من معدل التضخم ومعدل الفائدة (الدائن والمدين) في الزمن  $(t-1)$  من النموذج المطبق على الاقتصاد الأردني.

---

(١) يفترض في هذا النموذج المساواة بين قيمتي معلمتي الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد.

أما التبريرات القائمة وراء هذه الاختلافات، فهي ما يلي:

١ - إن الخلفية النظرية التي تدعم افتراض تأثر معدلات الفائدة المحلية بالتغير في سعر صرف العملة الأجنبية هي مبدأ تعادل الفائدة (Interest Parity Concept)، الذي يفترض وجود علاقة إيجابية بين معدل الفائدة المحلي ومعدل التغير بين سعر الصرف الحالي والآجل. وبما أنه لا تتوفر في الأردن سلسلة زمنية لأسعار الصرف الآجلة (Forward Rates)، فقد اقتصر على اعتبار تأثير سعر الصرف الحالي (Spot Rate) فقط.

٢ - إن استبدال الناتج المحلي الإجمالي الاسمي محل نظيره الحقيقي كان لسببين: الأول، أن الخلفية النظرية التي تعتمد عليها هذه الدراسة في افتراض تأثير الناتج المحلي الإجمالي (الدخل) على معدلات الفائدة هي نظرية الطلب على النقود في الفكر الكنزي. والرأي الراجح هو أن الدخل الذي تحدث عنه كنز هو الدخل الاسمي. أما السبب الثاني، فهو أن جميع المتغيرات التي تضمنتها هذه الدراسة هي بصورتها الاسمية، وفي استخدام الناتج الاسمي انسجام مع هذا التوجه.

٣ - إن استبدال عرض النقد الاسمي في الزمن (t) محل عرض النقد المتخلف بفترة زمنية واحدة، جاء بصورة رئيسية لاعتقاد الباحث بأن التغيرات في عرض النقد الاسمي كسياسة نقدية لا تستغرق زمناً طويلاً (ثلاثة أشهر) لتؤثر على أهداف تلك السياسة الوسيطة كمعدل الفائدة المحلي الاسمي.

٤ - إن استثناء معدل التضخم كمتغير مستقل في النموذج، جاء لسببين: الأول، أن جميع متغيرات الدراسة كانت بقيمها الاسمية. وبالتالي فإن أثر التضخم متضمن بصورة غير مباشرة في النموذج. أما السبب الثاني، فهو كما ذكر سابقاً أن معدل التضخم كان منخفض جداً خلال فترة الدراسة.

٥ - لقد جرى استثناء معدل الفائدة (الدائن والمدين) المتخلف بفترة زمنية واحدة من النموذج، لأن هذا المتغير ليس من المتغيرات الأساسية التي نصت عليها النظرية الإقتصادية والدراسات التطبيقية. كذلك، فإن إدخال هذا المتغير يساهم في تحسين نتائج التقدير بصورة غير واقعية بسبب وجود الارتباط الزمني الذي شاهدناه في التقديرات (١-أ) و (٢-أ) السابقة، بين قيم المتغير نفسه في الزمن (t) والزمن (t-١). كما يؤدي إدخال مثل ذلك المتغير إلى امتصاص أثر المتغيرات التي يكون لها تأثير على المتغير التابع وليست متضمنة بصورة صريحة في النموذج.

وهكذا فقد تم تعريف الدالتين التاليتين:

$$WID_t = j (FI_p, EX_p, GDP_p, MS_t) \quad \dots(٣)$$

$$WIC_t = k (FI_p, EX_p, GDP_p, MS_t) \quad \dots(٤)$$

حيث:

$GDP_t$ : الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في الزمن (t).

أما باقي المتغيرات، فقد احتفظت بتعريفاتها الإجرائية التي كانت عليها في التقديرات السابقة.

وفيما يلي فرضيتان تعتمدان بصورة أساسية على الفرضيات الأساسية للدراسة ونتائج التقدير للنماذج القياسية السابقة:

١ - إن العلاقة بين مجموعة المتغيرات الخارجية ( $FV_t$ ) والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل و تسهيلات الجاري مدين عديمة المرونة. ويعود أصل هذه الفرضية إلى نتائج التقديرات السابقة، حيث كانت معاملات كل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية متعاكسة في الإشارة ومتقاربة جداً من حيث المقدار.

٢ - وجود علاقة موجبة ومرنة نسبياً بين مجموعة المتغيرات المحلية ( $DV_t$ ) والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل و تسهيلات الجاري مدين.

(١-٦-٤) تطبيق نموذج إدواردز وخان على معدلات الفائدة على الودائع لأجل في الاقتصاد الأردني

حفاظاً على الصيغة الرياضية للنموذج الأصلي، تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WID_t = \beta_0 + \beta_1 FV_t + \beta_2 DV_t + U_i$$

حيث :

مجموعة المتغيرات الخارجية. :  $(FI_t + EX_t) = FV_t$

مجموعة المتغيرات المحلية. :  $(LogGDP_t - LogMS_t) = DV_t$

حد الاضطراب. :  $U_i$

وقد تم الحصول على المعادلة المقدره التالية<sup>(١)</sup>:

$$WID_t = ١٣, ٠٩ - ٠, ٠١ FV_t + ١, ٥٣ DV_t \quad \dots(٣-أ)$$

$t$ -values:  $(١٣, ٦٨)^a$   $(-٥, ١١)^a$   $(٧, ١٣)^a$

$$\bar{R}^2 = ٠, ٨٩ \quad DW = ١, ٨٥ \quad F = ٥٣, ٣٨$$

يتبين من معامل التحديد المعدل المتعدد ( $\bar{R}^2$ ) أن (٨٩%) من التغيرات في الوسط المرشح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن ( $t$ ) يمكن تفسيرها بالتغيرات في كل من معدل الفائدة الدولي وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي الاسمي وعرض النقد الاسمي في الزمن ( $t$ ).

وكذلك تشير قيمة ( $DW$ ) إلى خلو التقدير من مشكلة الارتباط الذاتي. أما قيمة ( $F$ ) فهي تشير إلى أن المعادلة ككل ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (١%)، حيث تبلغ قيمة ( $F$ ) الجدولية (٧,٨٢).

أما العلاقة بين مجموعة المتغيرات الخارجية والوسط المرشح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن ( $t$ )، فقد جاءت متوافقة مع النظرية الاقتصادية، ومنسجمة تماماً مع الفرضية (أ) أعلاه.

و لا يعني ما جاءت به هذه الفرضية أن معدل الفائدة المحلي على الودائع لا يتأثر بالمحددات الخارجية. بل، أن الحالة الخاصة التي أفضت إليها عينة الدراسة هي أن المحددات الخارجية تؤثر على معدلات الفائدة المحلية على الودائع بشكل متساو تقريباً في المقدار و متعاكس في الاتجاه.

فزيادة كل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية آتياً في الزمن (t) بمقدار وحدة واحدة لكل منهما لن يكون لها تأثير يذكر على الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن (t).

كذلك، فإن العلاقة بين المتغير الممثل لمجموعة المتغيرات المحلية ( $DV_t$ ) والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل جاءت أيضاً متوافقة مع كل من النظرية الاقتصادية والفرضية (ب) أعلاه، حيث يشير التقدير (3-أ) إلى وجود علاقة موجبة وقوية بينهما

ويكمن تفسير ذلك في تأثير عرض النقد الذي تم تفسيره سابقاً، وفي أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي تنعكس في زيادة الدخل المتاح للاستهلاك لدى الأفراد الذين يتصف سلوكهم الاستهلاكي بميل حدي مرتفع للاستهلاك. فهذا يؤدي إلى زيادة طلبهم على الأرصدة النقدية لغايات الاستهلاك، مما يقلل من إقبالهم على ربط أرصدهم على شكل ودائع لأجل. وهذا بدوره يؤدي بالبنوك التجارية إلى دفع معدلات فائدة أعلى على الودائع لاستقطاب المزيد منها، بسبب الارتفاع المتزامن في الطلب على التسهيلات لغايات تمويل إنتاج واستيراد السلع الاستهلاكية كما سنرى لاحقاً.

(١) لقد تمت معالجة التقدير من مشكلة الارتباط الذاتي.

(٢-٦-٤) تطبيق نموذج إدواردز وخان على معدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الاقتصاد الأردني

انسجماً مع البند السابق، فقد تم بناء النموذج القياسي التالي:

$$WIC_t = \alpha_0 + \alpha_1 FV_t + \alpha_2 DV_t + U_i$$

وعليه فقد تم تقدير المعادلة التالية<sup>(١)</sup>:

$$WIC_t = ١٥, ٢٠ - ٠, ٠١ FV_t + ١, ٨٩ DV_t \quad \dots(٤-١)$$

$$t\text{-values: } (١٢, ٣٦)^a \quad (-٢, ٠٤)^b \quad (٤, ٦٥)^a$$

$$\bar{R}^2 = ٠, ٨٤ \quad DW = ٢, ٠١ \quad F = ٣٩, ٥١$$

يتبين من معامل التحديد المعدل المتعدد ( $R^2$ ) أن (٨٤%) من التغيرات في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين يمكن تفسيرها بالتغيرات في كل من معدل الفائدة الدولي، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وعرض النقد الاسمي.

وكذلك يتضح من قيمة (DW) أن التقدير يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي. أما المعلمة (F)، فهي تشير إلى أن التقدير ككل ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (١%) حيث تبلغ قيمة (F) الجدولية (٧,٧٢).

أما العلاقة بين مجموعة المتغيرات الخارجية الممثلة بالمتغير ( $FV_t$ ) والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين، فقد جاءت متوافقة مع النظرية الاقتصادية ومنسجمة تماماً مع الفرضية (أ) أعلاه.

إن زيادة كل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية في الزمن (t) أنياً بوحدة واحدة لن يكون له أي تأثير يذكر على الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن (t). والسبب وراء ذلك كما تم ذكره سابقاً يكمن في أن تأثير الزيادة في معدل الفائدة الدولي يتم امتصاصه بشكل كامل بتأثير الزيادة في سعر صرف العملة الأجنبية، المساوي تقريباً في المقدار والمعاكس له في الاتجاه.

وأخيراً جاءت العلاقة بين المتغير الممثل لمجموع المتغيرات المحلية ( $DV_t$ ) والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين متوافقة أيضاً مع كل من النظرية الاقتصادية والفرضية (ب).

وتفسير ذلك يكمن في تأثير عرض النقد الاسمي وتأثير التغير في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. فزيادته تؤدي إلى زيادة الدخل المتاح لدى الأفراد الذين يتميزون بميل حدي مرتفع للاستهلاك.

إن الزيادة في الطلب على الاستهلاك الناتجة عن ذلك تؤدي إلى زيادة ربحية الفرص الاستثمارية في إنتاج السلع الاستهلاكية واستيرادها كما سبق ذكره. وكنتيجة لذلك يرتفع الطلب على التسهيلات المصرفية، مما يفتح المجال أمام البنوك التجارية لرفع معدل الفائدة على التسهيلات كأداة لتوزيع الائتمان بين استخداماته المتنافسة ورغبةً في الحصول على أعلى عائد ممكن.

وبهذا نلاحظ أن نتائج تطبيق نموذج إدواردز وخان على معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في الاقتصاد الأردني جاءت متوافقة مع نتائج التقديرات السابقة رغم اختلاف الصيغة الرياضية بينها، ومنسجمة مع نتائج تطبيق هذا النموذج على حالة الاقتصاد في

كولومبيا. وفي ذلك دليل تطبيقي على انفتاح القطاع المالي في الاقتصاد الأردني. فرغم الجمود الكبير الذي يعاني منه هيكل معدلات الفائدة، فإن جميع التقديرات السابقة أشارت إلى تأثير معدلات الفائدة المحلية بالمحددات الخارجية المتمثلة بمعدل الفائدة الدولي وسعر الصرف الحالي للعملة الأجنبية.

---

(١) لقد تمت معالجة التقدير من مشكلة الارتباط الذاتي.

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

#### (١-٥) النتائج

لقد كانت أهم نتائج هذه الدراسة على النحو التالي:

١ - رغم استجابة معدلات الفائدة في الاقتصاد الأردني للمتغيرات الكلية المحلية والخارجية، فهي تتصف بالجمود الكبير وضعف المرونة. ويعزى ذلك بصورة رئيسية إلى هيكل السوق المصرفي الأردني الذي يعاني من ضعف الكفاءة والتركز الكبير (ديات، ١٩٩٧)، وكبر حجم الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية، وضحالة سوق الأوراق المالية قصيرة ومتوسطة الأجل في الاقتصاد الأردني.

٢ - لم تظهر مشكلة مصيدة السيولة في سوق النقد الأردني، حيث ارتبطت معدلات الفائدة على الودائع و التسهيلات بعلاقة سلبية مع التغيرات في عرض النقد الاسمي. ومع ذلك، فقد أظهرت معدلات الفائدة على التسهيلات استجابة أضعف للتغيرات في عرض النقد من نظيرتها على الودائع. وهذا لا ينفي وجود مصيدة السيولة بشكل نهائي في الاقتصاد الأردني، وإنما يشير إلى ذلك إشارة فقط. ومن وجهة نظر الباحث فإن موضوع مصيدة السيولة وفاعلية السياسة النقدية يستحق المزيد من البحث.

٣ - لقد تبين من خلال التقديرات عدم وجود علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين التوسع المالي بزيادة الإنفاق الحكومي الاسمي و معدلات الفائدة على الودائع. بينما كانت العلاقة بين الإنفاق الحكومي و معدلات الفائدة على التسهيلات ضعيفة جداً.

٤ يعد معدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر قناة غير فعالة في التأثير على معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني. وتدعم هذه النتيجة استنتاجات دراسة سابقة بأن شهادات الإيداع بالدينار أداة غير فعالة في سحب الاحتياطي الفائض للبنوك التجارية، وأن الرصيد القائم منها ذو استجابة ضعيفة للتغير في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة عليها (يغمور، ٢٠٠٠).

٥ - إن معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني تتأثر بالعوامل الخارجية بصورة تتوافق مع مبدأ تعادل الفائدة. فقد استجابت بصورة إيجابية مع التغيرات في معدل الفائدة الدولي، و بصورة سلبية مع التغيرات في سعر صرف العملة الأجنبية. ومن الجدير بالذكر أن حجم تأثير كل من هذين المتغيرين على معدلات الفائدة المحلية كان متقارباً جداً في معظم التقديرات.

٦ - يرتبط معدل الفائدة على الودائع والتسهيلات في زمن ما (t) بصورة إيجابية قوية بالمعدلات التي سادت خلال الفترة (t-١) السابقة مباشرة. و هذا يدل على أن المسار الزمني لمعدلات الفائدة المحلية قليل التذبذب.

٧ - بصفة عامة، فإن معدلات الفائدة على التسهيلات أقل مرونة من معدلات الفائدة على الودائع، خاصة بالنسبة للمتغيرات التي تدفعها نحو الانخفاض. و يعود سبب ذلك إلى أن الفوائد على التسهيلات المصرفية تعد أهم مصادر الدخل لدى مؤسسات الجهاز المصرفي مما يجعل البنوك التجارية متحفظة جداً في تخفيضها.

٨ - لا تتأثر معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات بنشاط سوق رأس المال في الأردن. و يتبين ذلك من خلال معاملات التحديد المتعدد في جميع التقديرات، حيث تشير إلى أن النسبة العظمى من التغيرات في معدلات الفائدة المحلية تتسبب بها ظروف سوق النقد والتغيرات في المحددات الخارجية. و يكمن تفسير ضعف تأثير معدلات الفائدة المحلية بنشاط سوق رأس المال بانخفاض سيولته وضحالة سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل فيه.

٩ - ترتبط معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات بعلاقة موجبة ومرنة نسبياً مع التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. فالنمو الاقتصادي وارتفاع حجم الطلب الكلي الناتج عن ذلك يؤدي إلى زيادة الفرص الاستثمارية، فيرتفع الطلب على التسهيلات المصرفية. هذا يؤدي في الأجل القصير إلى إيجاد فرص جديدة لتشغيل الاحتياطي الفائض لدى البنوك بسبب زيادة تنافس قطاع الأعمال على الأرصدة القابلة للإقراض، مما يدفع معدلات الفائدة على التسهيلات نحو الارتفاع. أما إذا استمر الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية بالإنخفاض و الطلب على التسهيلات المصرفية بالنمو، فإن إقبال البنوك على استقطاب الودائع من أجل تشغيلها و تعظيم أرباحها سوف يزداد. و هذا بالتالي يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع أيضاً.

١٠ - بالنظر إلى هيكل معدلات الفائدة الدائنة والمدينة بعد التعويم في الفصل الرابع، جدول رقم (٤-١)، يمكننا الاستنتاج أن منحنيات العائد المتوقعة كانت في أغلب الأوقات ذات ميل موجب.

في ضوء نتائج هذه الدراسة يمكننا وضع التوصيات التالية:

١ - بسبب عدم فاعلية عمليات السوق المفتوحة المتمثلة في إصدار و إطفاء شهادات الإيداع كأداة للتأثير على فائض الاحتياطي للبنوك التجارية و معدلات الفائدة على الودائع و التسهيلات المصرفية، يجدر بالبنك المركزي عدم الإعتماد الكلي على التوسع في الوقت الحاضر في استخدامها في بناء وتنفيذ سياسته النقدية، وزيادة استخدام الأدوات غير المباشرة و المباشرة الأخرى. كما يمكن للبنك المركزي الاستمرار في تخفيض معدلات الفائدة على شهادات الإيداع تلك، و تقليص التكاليف التي يتكبدها جراء إصدارها و إطفائها.

٢ - على البنك المركزي المساهمة بصورة مباشرة في تطوير سوق رأس المال بشكل عام و سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل بشكل خاص، من خلال إصدار أذونات مختلفة الآجال ليتم تداولها بين الجمهور. إن مثل هذا الإجراء سيزيد من فرص الاستثمار قليل المخاطرة أمام الجمهور و يقلل من إقبالهم على الودائع المصرفية. فينخفض حجم الاحتياطي الفائض للبنوك التجارية. و من ناحية أخرى يساهم البنك المركزي بذلك في تطوير عمليات السوق المفتوحة كأداة لتنفيذ سياسته النقدية في المستقبل.

٣ - على الحكومة كذلك إصدار تنوعاً أكبر من الأوراق المالية ذات الأجل القصير والمتوسط لملاءمة غايات الادخار والاستثمار لدى الجمهور وتفضيلاتهم الزمنية. وكذلك المساهمة في بناء الوعي العام وتشجيع الاستثمار في تلك الأوراق المالية بالوسائل الكمية كدفع عائد أكبر عليها، أو الوسائل النوعية كتتنويع استحقاقاتها و ضمان سيولة مرتفعة لها.

٤ - إذا ما تم تطوير وسوق الأوراق المالية، يمكن للبنك المركزي عندها الشروع بصورة أكبر في ممارسة عمليات السوق المفتوحة و الابتعاد عن التدخل المباشر و التقليل من لجوئه إلى الأدوات الأخرى التي قد يؤدي الإفراط في استخدامها إلى تشوهات في السوق المصرفي.

٥- يمكن للحكومة بناء سياستها المالية دونما خوف من أن يلحق بهيكل معدلات الفائدة المحلية إضراراً، كارتفاعها في حال السياسة المالية التوسعية أو انخفاضها في حال السياسة المالية المتشددة. وبالتالي فإنه يجدر بالحكومة العمل على توفير التسهيلات الضريبية والقانونية الكفيلة بزيادة الطلب على الاستثمار المحلي المباشر في سبيل الاستفادة من المدخرات المحلية المعطلة على صورة احتياطات فائضة وتشغيلها. هذا سيؤدي إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي ومنح حرية أكبر لمعدل الفائدة في الاستجابة للمتغيرات الاقتصادية، مما يزيد من كفاءته كأداة لتوزيع الائتمان بين الفرص الاستثمارية الأكثر جدوى.

٦ - على البنك المركزي المساهمة في زيادة كفاءة مؤسسات الجهاز المصرفي، كحث البنوك التجارية على استثمار الاحتياطات الفائضة لديها في محفظة من الأوراق المالية قصيرة الأجل الصادرة عن الحكومة والبنك المركزي والمؤسسات الخاصة. هذا سيؤدي إلى تطوير وتعميق سوق الأصول المالية و ارتفاع إيرادات البنوك التجارية مما سيمنحها مرونة أكبر في إجراء تخفيض معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية.

٧ - على البنك المركزي السعي الجاد نحو معالجة التركز في القطاع المصرفي واتخاذ الإجراءات التي تؤدي إلى دمج الوحدات الأقل حجماً والأقل كفاءة. و مثال على ذلك، فرض زيادة أخرى في متطلب رأس مال البنوك التجارية المرخصة، والإحجام عن مساعدة الوحدات ذات الكفاءة المالية المنخفضة، واستخدام السلطة الرقابية المباشرة في منع حدوث أية ممارسات احتكارية أو اتفاقات جانبية - رسمية أو غير رسمية - فيما يتعلق بتحديد معدلات الفائدة والعمولات.

## قائمة المراجع

- ١ - إبراهيم، عبد الرحمن زكي، ١٩٨٣، "مقدمة في اقتصاديات النقود والبنوك"، الإسكندرية.
- ٢ - أبو زيد، هلال، "السيولة الزائدة وتأثيرها على هيكل الفوائد وسوق رأس المال"، مجلة البنوك في الأردن، العدد السادس، (تموز، ١٩٩١).
- ٣ - أبو سمرة، إبراهيم، ١٩٨٤، "دالة الاستهلاك في الأردن: الاستهلاك الخاص"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.
- ٤ - أحمد، فيصل محمد فكري، ١٩٩٣، "سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية"، القاهرة.
- ٥ - البنك المركزي الأردني/ دائرة الأبحاث والدراسات ، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.
- ٦ - الجعفري، محمد لطفي، ١٩٩١، "سياسة أسعار الفوائد وأثرها على المتغيرات الاقتصادية في الأردن"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.
- ٧ - الجعفري، محمد لطفي و جمال حسن الحمصي، ١٩٩٣، "هامش الفائدة في السوق المصرفي الأردني"، البنك المركزي الأردني، عمان.
- ٨ - حديد، جواد، ١٩٩٩، "إشكالية أسعار الفوائد في الأردن"، دراسة غير منشورة، بنك المؤسسة العربية المصرفية (الأردن)، عمان.
- ٩ - خليل، سامي، ١٩٨٢، "النقود والبنوك"، شركة كاظمة للنشر والترجمة والتوزيع، الكويت.
- ١٠ - ديات، أحمد عوض، ١٩٩٧، "المنافسة في القطاع المصرفي الأردني"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد.
- ١١ - الرواشدة، محمد، ١٩٩٩، "السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.

- ١٢- سيجل، باري - ترجمة د. طه عبد الله منصور ود. عبد الفتاح عبد الحميد، ١٩٨٢ "النقود والبنوك والاقتصاد"، الرياض.
- ١٣- شامية، أحمد زهير، ١٩٩٣ "النقود والمصارف"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر، عمان.
- ١٤- شلبي، اسماعيل عبد الرحيم، ١٩٨٢ "مقدمة في النقود والبنوك"، جامعة الزقازيق، مصر.
- ١٥- طالب، عبد الحميد، ١٩٩٨، "السياسة النقدية ودورها في التنمية الاقتصادية: مثال سورية ١٩٨٠-١٩٩٢"، جامعة حلب، سوريا.
- ١٦- عبد الحميد، عبد المطلب، ١٩٩٧، "السياسات الاقتصادية، تحليل جزئي وكلي"، القاهرة، مصر.
- ١٧- عبد العظيم، حمدي، ١٩٨٦ "السياسات المالية والنقدية في الميزان"، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر.
- ١٨- عبد الفتاح، دحمان، ١٩٩٧، "محاولة تقييم السياسة النقدية ضمن برامج التكيف للصندوق النقدي الدولي"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر.
- ١٩- عقل، مفلح، "إدارة أسعار الفائدة في ظل التعويم"، مجلة البنوك في الأردن، العدد السادس، (حزيران، ١٩٩٠).
- ٢٠- عوض، فؤاد هاشم، ١٩٨٠، "اقتصاديات النقود والتوازن النقدي"، القاهرة، مصر.
- ٢١- العياش، غسان، ١٩٩٨، "المصرف المركزي والدولة في التشريع العربي والدولي"، اتحاد المصارف العربية، بيروت.
- ٢٢- مجموعة التشريعات المصرفية الأردنية: قانون البنك المركزي الأردني رقم (٢٣) لسنة ١٩٧١، البنك المركزي الأردني، (كانون الثاني ١٩٨٤).
- ٢٣- مجيد، ضياء، "الاقتصاد النقدي"، المؤسسة النقدية - البنوك التجارية - البنوك المركزية، (١٩٩٨).

- ٢٤ - ناصر، مازن، ١٩٩١، "السياسة النقدية في الأردن خلال الفترة ١٩٧٠ - ١٩٨٨"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.
- ٢٥ - الناقة، أحمد أبو الفتوح علي، ٢٠٠١ "نظرية النقود والأسواق المالية"، الإسكندرية، مصر.
- ٢٦ - هاشم، إسماعيل، ١٩٧٥ "مذكرات في النقود والبنوك"، جامعة الزقازيق، مصر.
- ٢٧ - الوزني، خالد واصف، ١٩٩٦، "الجهاز المصرفي والسياسة النقدية في الأردن ١٩٨٩ - ١٩٩٥"، الجامعة الأردنية، مصر.
- ٢٨ - ياسين، محمد أيوب حسن، ١٩٩١ "أثر تعويم أسعار الفائدة على أسعار أسهم مؤسسات الجهاز المصرفي في الأردن"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية عمان.
- ٢٩ - يغمور، وليد، ٢٠٠٠ "فاعلية عمليات السوق المفتوحة في التأثير على الاحتياطي الفائض للبنوك في الأردن"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.

٣٠ - Bain K., "The Determination of Interest Rates", The Monetary Policy Committee, [www.homepages.uel.ac.uk](http://www.homepages.uel.ac.uk)

٣١- Blejer, Mario I., "Interest Rate Differentials and Exchange Risk: Recent Argentine Experience", IMF Staff Papers, Vol.٢٩, pp. ٢٧٠-٢٧٩, (June ١٩٨٢).

٣٢- Brockway George, ١٩٩٨, "Reflections on the Balancing Act: relationship between budget deficit and interest rates", M.E. Sharpe, Inc.

- ٣٣- Calvo, Guillermo A. and Végh, Carlos A., ١٩٩٠, “Interest Rate Policy in a Small Open Economy: The Predetermined Exchange Rate Case”, IMF Staff papers, Vol.٣٧, No.٤, pp.٧٥٣-٧٧٦.
- ٣٤-Coats, Warren L., ١٩٨٢, “Interest Rate Consequences of Targeting Money”, IMF Staff Papers, Vol.٢٩, No.١, pp.٣١-٤٧.
- ٣٥-Cook, Timothy and Thomas Hahn, ١٩٨٨, “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.٢٠, No.٢, pp.١٦٧-١٨٠.
- ٣٦- Dewald, William G., ١٩٨٥ “Government Deficits in a Generalized Fischerian Credit Market”, IMF Staff Papers, Vol.٣٣, No.٢, pp.٢٤٣-٢٧٥.
- ٣٦-Edwards, Sebastian and Mohsin Khan, ١٩٨٥, “Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework”, IMF Staff papers, Vol.٣٢, No.٣, pp. ٣٧٧-٤٠٣.

٣٧-Edwards, Sebastian, ١٩٨٥, "Money, the Rate of Devaluation, and Interest Rates in a Semiopen Economy: Columbia, ١٩٦٨-١٩٨٢", Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.١٧, No.١, pp.٥٩-٦٨.

٣٨-Einzig, Paul, ١٩٧٠, "Monetary Policy", Macmilloy, London.

٣٩-Evans, Paul, ١٩٨٥, "Do Large Deficits Produce High interest Rates?", American Economic Review, Vol.٧٥, pp.٦٨-٨٧.

٤٠-Friedman, Benjamin M., ١٩٨٠, "Price Inflation, Portfolio Choice, and Nominal Interest Rates", The American Economic Review, Vol.٧٠, No.١, pp.٣٢-٤٨.

٤١- Gordon, Robert J., ١٩٩٣, "Macroeconomics", Sixth Edition, HarperCollins College Publishers.

٤٢- Gujarati, Damodar, ١٩٩٥, "Basic Econometrics", Third Edition, McGraw-Hill Book Company.

٤٣- Honohan, Patrick, ٢٠٠٠, "How Interest Rates Changed Under Financial Liberalization: A Cross-Country Review", The World Bank Group, [www.wbln0018.worldbank](http://www.wbln0018.worldbank).

- ٤٤- Johnson, H., ١٩٦٩, “Essays in Monetary Economics”, London, George Allen and Unwin Ltd.
- ٤٥- Koutsoyiannis, A., ١٩٧٩, “Modern Microeconomics”, Second Edition, Macmillan.
- ٤٦- Koutsoyiannis, A. ١٩٧٧, “Theory of Econometrics”, Second Edition, Macmillan.
- ٤٧- Madura, Jeff, “Financial Markets and Institutions”, Second Edition, Florida Atlantic University.
- ٤٨- Makin, John H., ١٩٨٢, “Effects of Inflation Control Programs on Expected Real Interest Rates”, IMF Staff Papers, Vol.٢٩, No.١, pp.٢٠٤-٢٣٢.
- ٤٩-Marx, Karl, ١٩٨١, “The Capital”, New York, Penguin Books.
- ٥٠- Mehran, Hassanali and Bernard Laurens, “Interest Rates: An Approach to Liberalization”, World Bank, [www.worldbank.org/fandd](http://www.worldbank.org/fandd).

- ٥١- Melvin, Michael, ١٩٩٢, "International Money and Finance", Third Edition, HarperCollins Publishers.
- ٥٢- Patinkin, Don, ١٩٦٩, "Money, Interest and Prices", Second Edition.
- ٥٣- Patterson, Ben and Kristina Lygnerud, ١٩٩٩, "The Determination of Interest Rates", European Parliament, L-٢٩٢٩ Luxembourg.
- ٥٤- Phelps, Edmund S., ١٩٩٠, "Seven Schools of Macroeconomic Thought", Oxford University Press, New York.
- ٥٥- Saracoglu, RüŒdü, ١٩٨٤, "Expectations of Inflation and Interest Rate Determination", IMF Staff Papers, Vol.٣١ No.١, pp.١٤١-١٧٨.
- ٥٦- Sargent, Thomas J., ١٩٧٣, "The Fundamental Determinants of the Interest Rate: A Comment", Review of Economics and Statistics, Vol.٥٥, pp.٣٩١-٣٩٣.
- ٥٧- Stanford, Richard A., ٢٠٠٠, "Why Do Interests Change?", [www.furman.edu](http://www.furman.edu).
- ٥٨- Tanzi, Vito, ١٩٨٥, "Fiscal Deficits and Interest Rates in the United States: An Empirical Analysis ١٩٦٠-١٩٨٤", IMF Staff Papers, Vol. ٣٢, No. ٤, pp. ٥٥١-٥٧٦.
- ٥٩- Tanzi, Vito, ١٩٨٠, "Inflationary Expectations, economic Activity, Taxes, and Interest Rates", The American Economic Review, Vol. ٧٠, No.١, pp.١٢-٢١.

- ٦٠- Thornton, Daniel L., ١٩٩٤, "Why Do T-Bill Rates React to Discount Rate Changes?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.٤, pp.٨٣٩-٨٥٠.
- ٦١- Wijnbergen, S. Van, ١٩٨٣, "Interest Rate Management in LDC's", *Journal of Monetary Economics* Vol.١٢, pp.٤٣٣-٤٥٢.
- ٦٢- Wood, John H. ١٩٨٠, "Metzler on Classical Interest Theory", *The American Economic Review*, Vo.٧٠, No.١, pp.١٣٥-١٤٨.

The Determinants of Interest Rates in the Jordanian Economy: An  
Empirical Analysis for the Period (1990 – 2000)

By  
Usamah Fayez Al-Farhan

Supervisor  
Dr. Ahmad Al-Oran

Abstract

Interest rates on credit facilities and bank deposits in Jordan have gained increased attention during the preceding decade. Eversince they were liberalized in 1990, interest rates on credit facilities proved to be high and of relatively low volatility. The interest margin between rates on borrowing and lending rates was also noticeably high.

The aim of this study is to specify the major macroeconomic determinants of interest rates in Jordan, and to analyze their effect on those rates both in magnitude and direction.

To achieve its objectives, the study uses time series econometric analysis represented by the Ordinary Least Squares Method (OLS) as an approach to measure and analyze the impact of each of the nominal money supply, the nominal government expenditure and interest rates on 3-month certificates of deposits as internal factors, as well as the foreign rate of interest and the exchange rate of the foreign currency (DM) as external factors on the domestic rates of interest.

The study shows that banking rates in Jordan responded adversely to changes in the money supply ( $M^1$ ), but were less

responsive to changes in the rate of interest on the Central Banks' three months certificates of deposits. Fiscal expansion on the other hand, as represented by increased government expenditure, had no significant impact on deposit rates and an extensively low impact on credit rates.

The study also concludes that the domestic interest rates were affected by the external determinants, as represented by the foreign rate of interest and the exchange rate of the foreign currency, in such a way that satisfies the applications of the interest parity concept.

The main recommendations of this study are that the Central Bank of Jordan and the Ministry of Finance should cooperate to deepen Jordan's capital market by issuing a broader range of securities with several maturities, and by enhancing the market's liquidity to fit the time and liquidity preferences of savers, domestically and abroad. Also, the study recommends that it should be of the Central Banks' priorities to enhance competitiveness and cost-efficiency in the banking sector in an attempt to lower interest rates in the money market.

