



جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم الاقتصاد

سياسة أسعار الفائدة في سورية

دراسة نظرية تطبيقية

بحث علمي أعدّ لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

إعداد الطالب

غيث علي علي

المشرف المشارك:

أ.د.م. قاسم النعيمي

إشراف:

د. عبد الرزاق حساني

2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ — 76

الإهداء

إلى من كان لي المثلُّ

وكنْتُ له الأملُ . . .

وبعبرات بريقها المحبة من عيناى وقلبى أهدي هذا البحث إلى:

شمس حياتى التى أنارت بعطفها وحنانها دروبى..أمى الغالية.

نجوم لىلى الطويل اللاتى أضأن وحشة ظلمته؛ أخواتى الأحباء: ريم.. رولا.. رويدة.

رفاق الدرب الذين تقاسمنا سويةً الأفراح والأتراح..أهلى وأصدقائى.

شكر

بكل مشاعر الامتتان أتوجه بجزيل الشكر إلى من ثبت خطاي على درب العلم، وصحح بصبرٍ عثرات قلمي، وتحمل بلمه كالأب هفواتي، إلى أستاذي الفاضل الدكتور عبد الرزاق حساني. والشكر موصول إلى الأستاذ الدكتور قاسم النعيمي على جهوده في إعداد الجزء التطبيقي من هذا البحث.

كما أشكر السادة أعضاء لجنة الحكم على جهودهم في قراءة البحث، وعلى ملاحظاتهم التي ستغنيه وتسهم في تصويبه.

فهرس المحتويات

II	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
IX	مدخل البحث
X	إشكالية البحث
X	أهمية البحث
XI	هدف البحث
XI	فروض البحث
XI	بعض الدراسات السابقة
XIII	منهج البحث
XIII	حدود البحث
XV	مقدمة
1	الفصل الأول: نظرية سعر الفائدة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: التطور التاريخي لنظرية سعر الفائدة
3	أولاً- النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة:
3	1. عرض الادخار:
6	2. الطلب على الادخار (الاستثمار):
7	3. الطلب على الاستثمار وسعر الفائدة:
8	4. سعر الفائدة التوازني:
10	ثانياً- النظرية النمساوية في سعر الفائدة:
15	المبحث الثاني: سعر الفائدة في النظرية المعاصرة
15	أولاً- نظرية استثمار فائض الأموال:
16	1. الطلب على فائض الأموال:
18	2. عرض فائض الأموال:
20	3. سعر الفائدة التوازني:
24	4. دور سعر الفائدة في التأثير على الأسعار:
26	ثانياً- نظرية تفضيل السيولة (أو الأرصدة النقدية):
26	1. الطلب على السيولة:
35	2. عرض النقود (السيولة):
35	3. سعر الفائدة التوازني في نظرية تفضيل السيولة:
37	ثالثاً- نظرية التوقعات الرشيدة:
43	الفصل الثاني: أنواع سعر الفائدة والعوامل المحددة له
44	تمهيد
45	المبحث الأول: سعر الفائدة في التحليل الاقتصادي الجزئي
45	أولاً- سعر الفائدة الدائنة والمدينة:
46	ثانياً- سعر الفائدة البسيطة والمركبة:
46	1. سعر الفائدة البسيطة:
46	2. سعر الفائدة المركبة:

48.....	ثالثاً- سعر الفائدة الأساسي (Base Interest Rate (Discount Rate)
48.....	1. دور سعر الفائدة الأساسي:
50.....	2. شروط نجاح سعر الخصم:
51.....	3. بعض المآخذ على سعر الخصم:
53.....	رابعاً- سعر الفائدة بين المصارف Interbank Rate
54.....	1. آلية عمل السوق بين المصارف
55.....	2. أهمية السوق بين المصارف:
56.....	3. سلوك سعر الفائدة بين المصارف:
58.....	4. خصائص السوق ما بين المصارف:
60.....	المبحث الثاني: سعر الفائدة في التحليل الاقتصادي الكلي
60.....	أولاً- سعر الفائدة الاسمي والحقيقي:
62.....	1. أثر فيشر The Fisher effect:
63.....	2. سعر الفائدة الحقيقي الفعلي والمتوقع:
64.....	ثانياً- مكونات سعر الفائدة في السوق المالية:
65.....	ثالثاً- سعر الفائدة على السندات:
65.....	1. أنواع السندات:
68.....	2. عائد السند Bond Yields:
69.....	رابعاً- سعر الفائدة والاستثمار
71.....	خامساً- سعر الفائدة التوازني في إطار نموذج التوازن العام الساكن IS-LM
71.....	1. التوازن في سوق السلع (الادخار، الاستثمار)- منحنى IS:
72.....	2. اشتقاق منحنى IS:
73.....	3. التوازن في سوق النقد - منحنى LM:
76.....	4. سعر الفائدة التوازني
	سادساً- سعر الفائدة التوازني في إطار نموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي Dynamic Stochastic
78.....	General Equilibrium Model
80.....	1. الإطار العام للنموذج:
83.....	2. النموذج الاقتصادي:
91.....	الفصل الثالث: سلوك سعر الفائدة
92.....	تمهيد
93.....	المبحث الأول: سعر الفائدة وحالة التوازن
93.....	أولاً- سعر الفائدة في سوق السندات:
93.....	1. محددات الطلب على الأصول:
95.....	2. العرض والطلب في سوق السندات:
98.....	ثانياً- تغيرات سعر الفائدة التوازني:
98.....	1. العوامل المؤثرة في التوازن:
101.....	2. التوازن في إطار تفضيل السيولة:
105.....	3. تغير سعر الفائدة التوازني في إطار تفضيل السيولة:
106.....	4. التوازن في إطار المدرسة النقدية (أثر السيولة عند Friedman):
111.....	5. السيناريوهات المتاحة أمام الاقتصاديين حول سعر الفائدة وأثر النمو النقدي:
112.....	المبحث الثاني: الهيكل الزمني لأسعار الفائدة
112.....	أولاً- مفهوم الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

113.....	ثانياً- العوامل المؤثرة في فروق أسعار الفائدة:
113.....	1. مخاطر السداد:
114.....	2. السيولة:
116.....	3. الضريبة:
116.....	ثالثاً- منحنى العائد Yield Curve:
127.....	المبحث الثالث: قياس سعر الفائدة وإدارة مخاطره
127.....	أولاً- قياس سعر الفائدة.....
128.....	1. القيمة الحالية:
128.....	2. العائد عند الاستحقاق:
128.....	3. العائد الحالي أو العائد الجاري:
129.....	4. عائد الحسم:
132.....	ثانياً- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk.....
133.....	1. أنواع مخاطر سعر الفائدة.....
134.....	2. مصادر مخاطر سعر الفائدة:
135.....	3. أساليب تقييم مخاطر أسعار الفائدة.....
138.....	4. أساليب الحد من مخاطر سعر الفائدة:
139.....	5. المشتقات المالية Financial Derivatives:
141.....	المبحث الرابع: سعر الفائدة والسياسة النقدية
141.....	أولاً- سعر الفائدة كهدف وسيط وتشغيلي للسياسة النقدية:
143.....	ثانياً- تحديد مستوى سعر الفائدة:
144.....	ثالثاً- قاعدة تايلور Taylor Rule:
146.....	رابعاً- دور سعر الفائدة في السياسة النقدية:
149.....	الفصل الرابع: واقع سعر الفائدة في سورية
150.....	تمهيد
151.....	المبحث الأول: تطور سياسة سعر الفائدة
151.....	أولاً- التحديد الإداري لأسعار الفائدة في سورية:
151.....	1. واقع أسعار الفائدة:
154.....	2. سياسة سعر الخصم:
156.....	ثانياً- التوجه نحو تحرير أسعار الفائدة المصرفية:
157.....	1. المرحلة الأولى قبل دخول المصارف الخاصة العمل في الاقتصاد السوري:
165.....	2. المرحلة الثانية بعد دخول المصارف الخاصة العمل في الاقتصاد السوري:
175.....	المبحث الثاني: أثر تحرير أسعار الفائدة على الودائع والائتمان وعوائد المصارف
175.....	أولاً- المنهجية والبيانات:
177.....	ثانياً- بناء النموذج القياسي لسعر الفائدة الدائنة وبيان أثره على الودائع:
178.....	1. تطور إجمالي الودائع في القطاع المصرفي خلال الفترة (2008/01/01-2011/05/31):
179.....	2. هيكل الودائع حسب الأجل في القطاع المصرفي:
183.....	3. النماذج القياسية لسعر الفائدة الدائنة لدى القطاع المصرفي الخاص وأثره على الإيداعات:
185.....	4. النماذج القياسية لسعر الفائدة الدائنة لدى القطاع المصرفي العام وأثره على الإيداعات:
186.....	ثالثاً- تطور أسعار الفائدة المدبنة وأثره على الائتمان:
186.....	1. تطور إجمالي القروض لدى القطاع المصرفي:
188.....	2. هيكل الائتمان في القطاع المصرفي:

194.....	3	النموذج القياسي لسعر الفائدة المدينة لدى القطاع المصرفي الخاص وأثره على الائتمان:
197.....	4	النموذج القياسي لسعر الفائدة المدينة لدى القطاع المصرفي العام وأثره على الائتمان:
198.....	رابعاً-	المتغيرات الأخرى المؤثرة في الإيداعات والائتمان:
198.....	1.	أثر بواقي التقدير (الحدّ العشوائي):
200.....	2.	أثر الكتلة النقدية:
203.....	3.	النموذج القياسي المتعدد للإيداعات والقروض:
206.....	خامساً-	تطور أسعار الفائدة وأثره على شهادات الاستثمار:
206.....	1.	تطور مبيعات شهادات الاستثمار:
207.....	2.	تطور سعر الفائدة على شهادات الاستثمار وأثره على صافي المبيعات:
209.....	سادساً-	تطور سعر الفائدة وأثره على العائد لدى المصارف:
209.....	1.	هامش سعر الفائدة لدى المصارف الخاصة:
210.....	2.	هامش سعر الفائدة لدى المصارف العامة:
211.....	3.	هامش سعر الفائدة الإجمالي:
214.....	سابعاً-	قراءة في الأزمة السورية (2011-2013):
215.....	1.	تحليل الواقع الراهن:
216.....	2.	في أسباب الأزمة:
218.....	3.	خطوات في حل الأزمة:
220.....		النتائج والمقترحات:
221.....		خاتمة: النتائج والمقترحات:
221.....		أولاً- النتائج:
228.....		ثانياً- المقترحات:
231.....		المراجع:

فهرس الجداول

151	جدول 1 أسعار الفائدة الدائنة المطبقة لدى المصارف العامة منذ عام 1981 وحتى 2003
152	جدول 2 ودائع القطاع الخاص لدى المصارف العامة ونسبها خلال الفترة (1995-2004)
155	جدول 3 أسعار الخصم لدى المصارف العامة
159	جدول 4 معدلات الفائدة الدائنة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف
162	جدول 5 توزع إيداعات القطاع الخاص
163	جدول 6 أسعار الفائدة المدينة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف
167	جدول 7 يبين تعديل أسعار الفائدة الدائنة في المصارف العامة والخاصة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف
172	جدول 8 توزع ودائع الأجل لدى المصارف العامة عام 2008
172	جدول 9 توزع ودائع الأجل لدى المصارف الخاصة عام 2008
173	جدول 10 يبين معدلات الفائدة المدينة للمصارف العامة المحددة وفق القرار 174 لعام 2005
184	جدول 11 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين الودائع لدى القطاع المصرفي الخاص وسعر الفائدة
186	جدول 12 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين الودائع لدى القطاع المصرفي العام وسعر الفائدة
187	جدول 13 القروض والسلف الممنوحة من قبل المصارف العامة والخاصة خلال الفترة (2008- أيار 2011)
196	جدول 14 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص وأسعار الفائدة
197	جدول 15 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي العام وأسعار الفائدة
199	جدول 16 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين ودائع القطاع المصرفي الخاص والحد العشوائي
200	جدول 17 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين ودائع القطاع المصرفي العام والحد العشوائي
200	جدول 18 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص والحد العشوائي
200	جدول 19 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي العام والحد العشوائي
201	جدول 20 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي الخاص والكتلة النقدية
202	جدول 21 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي العام والكتلة النقدية
202	جدول 22 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص والكتلة النقدية
202	جدول 23 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي العام والكتلة النقدية
204	جدول 24 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي الخاص
204	جدول 25 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي العام
204	جدول 26 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص
205	جدول 27 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي العام
209	جدول 28 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين معدل نمو صافي مبيعات شهادات الاستثمار وأسعار الفائدة

فهرس الأشكال

- الشكل (1-1) سعر الفائدة التوازني في النظرية الكلاسيكية 8
- الشكل (2-1) جدول التفضيل الزمني للأفراد حسب المدرسة النمساوية..... 12
- الشكل (3-1) توازن السوق في سوق التفضيل الزمني 13
- الشكل (4-1) الطلب والعرض الكلي..... 18
- الشكل (5-1) أثر زيادة عرض فائض الأموال مع ثبات الطلب 22
- الشكل (6-1) أثر زيادة الطلب على فائض الأموال مع ثبات العرض 23
- الشكل (7-1) منحني الطلب على النقود بهدف المضاربة 33
- الشكل (8-1) إجمالي الطلب على النقود وسعر الفائدة التوازني في نظرية تفضيل السيولة 34
- الشكل (9-1) الطلب المتوقع وعرض فائض الأموال وفق نظرية التوقعات العقلانية 40
- الشكل (1-2) منحني علاقة الاستثمار وسعر الفائدة..... 70
- الشكل (2-2) اشتقاق منحني التوازن في سوق السلع IS 74
- الشكل (3-2) اشتقاق منحني التوازن في سوق النقد LM 75
- الشكل (4-2) التوازن في سوق السلع والنقد 77
- الشكل (5-2) مخطط التفاعل بين المحاور الاقتصادية الأساسية 81
- الشكل (1-3) العرض والطلب في سوق السندات 97
- الشكل (2-3) انتقال منحني العرض والطلب على السندات وتغير سعر الفائدة التوازني (أثر فيشر) 100
- الشكل (3-3) انتقال منحني العرض والطلب على السندات وتغير سعر الفائدة التوازني (أثر السياسة التوسعية) 101
- الشكل (4-3) منحني العرض والطلب على النقود وسعر الفائدة التوازني في سوق النقد 104
- الشكل (5-3) أثر السيولة والدخل والتضخم ومستوى الأسعار على سعر الفائدة عند Friedman 110
- الشكل (6-3) علاوة المخاطرة الناتجة عن التغيرات في سوق أدون الخزائنة وسوق سندات الشركات 115
- الشكل (7-3) الرسم النموذجي لمنحني العائد 116
- الشكل (8-3) إستراتيجية الاستثمار بنوعين من السندات - نظرية التوقعات 119
- الشكل (9-3) العلاقة بين نظرية التوقعات ونظريتي علاوة السيولة والمكان المفضل 125
- الشكل (10-3) أشكال منحني العائد حسب التوقعات المستقبلية..... 126
- الشكل (1-4) ودائع القطاع الخاص لدى المصارف العامة خلال الفترة (1995-2004) 153
- الشكل (2-4) تطور أسعار الفائدة الدائنة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف حتى عام 2005 160
- الشكل (3-4) نمو الإيداعات لدى المصارف العامة خلال الفترة (1995-2005) 161
- الشكل (4-4) نسب توزع إيداعات القطاع الخاص في عامي 1995 و 2005 162
- الشكل (5-4) تطور إجمالي التسهيلات الائتمانية خلال الفترة (1995-2005) 164
- الشكل (6-4) توزع التسهيلات الائتمانية في عامي 1995 و 2005 165
- الشكل (7-4) تطور أسعار الفائدة الدائنة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف خلال الفترة 2005-2011 167
- الشكل (8-4) نسبة ودائع القطاع الخاص لدى المصارف المحلية عام 2005-2006 168
- الشكل (9-4) تطور ودائع القطاع الخاص لدى المصارف المحلية خلال الفترة (2005-2008) 169
- الشكل (10-4) تطور الإيداعات حسب الأجل لدى المصارف العامة في عام 2008 170
- الشكل (11-4) تطور الإيداعات حسب الأجل لدى المصارف الخاصة في عام 2008 170
- الشكل (12-4) تطور التسليف الممنوح للقطاع الخاص خلال الفترة (2005-2008) 173
- الشكل (13-4) نسب توزع التسليف حسب المصارف عام 2008 174
- الشكل (14-4) تطور إجمالي الودائع لدى المصارف العامة والخاصة خلال الفترة (2008- أيار 2011) 178
- الشكل (15-4) نسب توزع الودائع حسب الأجل لدى القطاع المصرفي الخاص في عام 2008 180
- الشكل (16-4) نسب توزع الودائع حسب الأجل لدى القطاع المصرفي الخاص في عام 2011 180
- الشكل (17-4) توزع الودائع حسب الأجل لدى القطاع المصرفي العام في عام 2008 182
- الشكل (18-4) توزع الودائع حسب الأجل لدى القطاع المصرفي العام في عام 2011 182

- الشكل (4-19) القروض والسلف حسب الأجل لدى المصارف العامة والخاصة خلال الفترة (2008-أيار 2011) .. 187
- الشكل (4-20) نسب التسهيلات الائتمانية لدى المصارف العامة والخاصة حسب الأجل منتصف عام 2011 189
- الشكل (4-21) تطور سعر الفائدة المدينة لدى المصارف الخاصة حسب الأجل خلال الفترة (2008-أيار 2011) .. 189
- الشكل (4-22) تطور سعر الفائدة المدينة لدى المصارف العامة حسب الأجل خلال الفترة (2008-2011) 191
- الشكل (4-23) تطور سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل لدى المصارف العامة والخاصة . 192
- الشكل (4-24) تطور سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية متوسطة الأجل لدى المصارف العامة والخاصة 193
- الشكل (4-25) تطور سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية طويلة الأجل لدى المصارف العامة والخاصة .. 194
- الشكل (4-26) معدل نمو صافي مبيعات شهادات الاستثمار للفترة (1996- أيار 2011) 207
- الشكل (4-27) تطور معدل أسعار الفائدة على شهادات الاستثمار ونمو صافي المبيعات 208
- الشكل (4-28) المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع والقروض لدى المصارف الخاصة 210
- الشكل (4-29) المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع والقروض لدى المصارف العامة 211
- الشكل (4-30) هامش سعر الفائدة لدى المصارف الخاصة والعامة والهامش الإجمالي 212

مدخل البحث

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي في سورية يتم التركيز على تطوير القطاع المالي لاسيما بعد صدور القانون رقم 23 لعام 2002، الذي أحيا مجلس النقد والتسليف. وكان من أهم قراراته، التوجه نحو تحرير معدلات الفائدة بعد أن بقيت ثابتة لنحو ثلاثة عقود، حيث استهدفت السلطات النقدية استعمال أسعار الفائدة كأداة رئيسة من أدوات السياسة النقدية وإعادة هيكليّة الودائع من خلال تعديلات عدّة على معدلات الفائدة، وذلك انطلاقاً من الأهمية التي يوليها مجلس النقد والتسليف لعملية التسليف المصرفي، وبهدف تمكين المصارف من التمويل طويل الأجل باتجاه زيادة التوظيف المثمر وتمويل المشاريع الإنتاجية، إضافةً إلى توفير هامش من الحرّيّة في تحديد معدلات الفائدة الدائنة لديها، بما يتيح فرص المنافسة فيما بين المصارف العاملة. الأمر الذي يطرح تساؤلات عدة:

- هل تستوجب سياسة إصلاح القطاع المالي تحرير معدلات الفائدة؟
- هل أدت التغييرات في معدلات الفائدة إلى تحقيق الأهداف المرجوة منها، وهل تتم هذه التغييرات في إطار سياسة واضحة ومحددة؟
- هل يترتب على سياسة تحرير معدلات الفائدة منعكسات إيجابية على القطاع المالي وبالتالي على نمو الاقتصاد السوري؟.

إن برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تقوم به سورية، يجب أن يبني على خطوات ثابتة، وفي ظل سياسة نقدية واضحة، ومن خلال سياسات وإجراءات مدروسة تضمن نتائج محفزة للنمو الاقتصادي والاستقرار المالي.

إشكالية البحث

تبنت سورية برنامجاً للإصلاح الاقتصادي بشقيه المالي والنقدي، حيث قامت بمجموعة من السياسات والإجراءات الاقتصادية الهادفة لاستكمال مرحلة التحرر الاقتصادي لتطوير قطاعات الاقتصاد الوطني ورفع كفاءتها، وقد تناول هذا الإصلاح تحرير القطاع المالي وإصلاح الجهاز المصرفي. ونظراً لأهمية أسعار الفائدة فإن تحرير هذه الأسعار يثير إشكالية معقدة تتطوي في الواقع على جدل كبير يعكس تبايناً في وجهات نظر الباحثين في الاقتصاد السوري، ففي الوقت الذي يرى فيه البعض أن تحرير معدلات الفائدة من شأنه تعميق دور القطاع المالي في سورية ودعم الاقتصاد الوطني للدخول بثبات في منظومة الاقتصاد العالمي؛ يرى فريق آخر أن سياسة تحرير معدلات الفائدة ينتج عنها آثار سلبية قد تؤدي إلى تدهور الاقتصاد وخروج رؤوس الأموال؛ كما يُظهر آخرون تحفظهم على التحرير الكامل لها، لذلك سيتناول هذا البحث سياسة تحرير معدلات الفائدة من حيث الأثر المتبادل بين معدلات الفائدة والقطاع المصرفي، وبالتالي دورها في السياسة النقدية كهدف وسيط، وأثرها على النمو الاقتصادي.

أهمية البحث

وتبرز من خلال الدور المهم لأسعار الفائدة في الاقتصاد الوطني، إذ تكتسب هذه الأسعار أهمية خاصة في ظل غياب فعالية أدوات السياسة النقدية كسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة، إضافة إلى أهميتها في عملية التحرر الاقتصادي، حيث تؤثر أسعار الفائدة على الصعيد الداخلي في قرارات المستثمرين واتجاهاتهم إلى الاستثمار في قطاع العقارات أو في المشاريع التنموية، والتوجه بين السندات والنقد، إضافة إلى أثرها على الكتلة النقدية والمستوى العام للأسعار. بينما تؤثر أسعار الفائدة على الصعيد الخارجي في تحركات رؤوس الأموال وبالتالي في رصيد ميزان المدفوعات، ولذلك هناك دور حيوي ومهم لسياسة سعر الفائدة في تعزيز كفاءة أداء الاقتصاد الوطني.

هدف البحث

يسعى البحث إلى الإحاطة بالدراسات النظرية التي تناولت أسعار الفائدة بصورة عامة، حيث تشكل مدخلاً لدراسة التطورات التي لحقت بمعدلات الفائدة في سورية من خلال أثرها على الاستثمار والادخار والائتمان والودائع، واستقرار المستوى العام للأسعار. وبمعنى آخر، يهدف البحث إلى تسليط الضوء على دور سياسة تحرير معدلات الفائدة في تعميق دور القطاع المالي ورفع معدل نمو الاقتصاد السوري.

فروض البحث

من المفترض أن لسعر الفائدة دوراً جوهرياً في الاقتصاد الوطني، ويبرز هذا الدور بصورة رئيسة بالتأثير في المصارف لأنها تتعامل في الودائع والائتمان اللذين يتم تسعير خدماتهما بمعدل الفائدة، وبالتالي يمكن صياغة فرضيتي البحث كالآتي:

(1) إن عملية تحرير معدلات الفائدة تعطي المصارف العاملة في سورية مرونة أكبر في تحديد معدلات الفائدة لديها، ويسهم ذلك في تحقيق مبدأ تكافؤ الفرص، ويخلق بيئة تنافسية بين هذه المصارف.

(2) إن تحرير معدلات الفائدة يؤدي إلى نتائج إيجابية تتمثل في تعميق دور القطاع المصرفي.

بعض الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات موضوع سعر الفائدة من حيث دورها في السياسة النقدية ولعلّ من أهم هذه الدراسات:

(1) Feyzioglu, Tarhan, and Nathan Porter, and Előd Takats, **Interest Rate Liberalization in China**, IMF Working Paper, 2009.

استهدفت الدراسة التحرر المالي في الصين وأثر تحرير أسعار الفائدة على النظام المصرفي وتكلفة رأس المال، وتوصل الباحثون إلى ضرورة تحديد سقف لأسعار الفائدة

المدينة والدائنة، إذ إن التحرير قد يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ويثبط الاستثمار من جهة، كما إنه يطور النظام النقدي ويزيد من فعاليته من جهة أخرى.

(2) بوزيان، عبد القادر، دور سياسة الفائدة في السياسة النقدية في كل من سورية والجزائر، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2007.

تناولت الدراسة التجربة السورية والتجربة الجزائرية فيما يتعلق بالسياسة النقدية، ودراسة أهم التطورات التي عرفتتها السياسة النقدية في كل من البلدين مع التركيز على سعر الفائدة ودراسة تأثيراتها دون إهمال باقي المتغيرات، ودور البنك المركزي في ممارسة هذه السياسة ومدى استقلاليته عن السلطة التنفيذية وآليات تدخله في السوق النقدية، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث أن سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية لا يتمتع بالمرونة اللازمة ليؤثر في المتغيرات الاقتصادية بقدر تغير أسعار النفط في الخارج، وأن استقلالية المصرف المركزي لا تخضع إلى مقياس معين.

Amato, D.Jeffery, **The Role Of The Natural Rate Of Interest In** (3)
Monetary Policy, BIS working papers, No 171, monetary and
economic department, 2005

تناولت هذه الدراسة دور سعر الفائدة في إدارة السياسة النقدية لدى المصارف المركزية في ظل النظريات النقدية ودورة الأعمال وتقلبات التضخم، كما تطرقت الدراسة إلى دور سعر الفائدة في تقديم مؤشرات عن زيادة الطلب النقدي وإمكانية رسم السياسة النقدية، وكانت من أبرز النتائج التأكيد على دور سياسة سعر الفائدة واعتبار أن معدل التضخم قد يمثل مؤشراً مهماً حول فجوة سعر الفائدة.

Friedman, B.Milton, **The Role Of Interest Rate In Federal (4 Reserve Policymaking**, NBER working paper series, Cambridge,2000.

تناولت الدّراسة دور سعر الفائدة لدى البنك الفيدرالي الأمريكي في إدارة سياسته النقدية، وكيفية استهداف التضخم وأثر سياسة سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية، ومدى تأثير الثورة التكنولوجية في النظام المصرفي واستجابته لسياسة سعر الفائدة.

يلاحظ أن الدّراسات سابقة الذكر قد ركزت على أسعار الفائدة في السياسة النقدية بإطارها العام، ولم يتمّ التعرض إلى أثر تغيرات أسعار الفائدة في هيكله الودائع والائتمان، وفي تنافسية المصارف، وهذا ما شكل مبرراً لدراسة الواقع الاقتصادي السوري وتحليله في هذا البحث.

منهج البحث

تمّ إتباع المنهج الوصفي التحليلي واستخدام التحليل الرياضي القياسي لدراسة أثر تحريك معدلات الفائدة التي حصلت في السّنوات القليلة السّابقة في هيكلية الودائع والقروض وباقي المتغيرات.

حدود البحث

تناول الجانب النظريّ للبحث دراسة نظريّات سعر الفائدة والعوامل المحددة له، وسلوك سعر الفائدة في سوق السّنندات والهيكل الزمني لأسعار الفائدة، وكذلك سياسة سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية ودورها في تحقيق التوازن في الاقتصاد، في حين اقتصرّت الدّراسة التّطبيقية في سورية على التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة المصرفية وأثرها في الودائع والقروض وشهادات الاستثمار وعوائد المصارف، وذلك للأسباب الآتية:

1) غياب سوق السّنندات العامة في سورية على الرّغم من إصدار التشريعات المتعلقة

بها.

(2) غياب معظم أدوات السّياسة التّقدّية كعمليات السّوق المفتوحة، وسياسة سعر الخصم، ونافذة الخصم.

(3) صعوبة الحصول على البيانات المطلوبة من حيث التفاصيل الضرورية للدراسة والتحليل، فضلاً عن التأخير الزمني في توقيت نشر البيانات.

ولذلك تم تقسيم الدراسة التطبيقية إلى فترات عدّة حسب البيانات المتوافرة، وحسب التفاصيل الضرورية لتحليل المتغيرات واختبارها بهدف التحقق من فرضيتي البحث، حيث امتدت فترة الدراسة منذ عام 1995 وحتى أيار عام 2011 وفق البيانات المنشورة في النشرات الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للفترة المذكورة، في حين ارتكزت الدراسة القياسية إلى البيانات منذ عام 2008 وحتى أيار عام 2011 وفق المشاهدات الشهرية من حيث تفصيل هذه البيانات الذي يمكن من خلاله اختبار أثر تطور سعر الفائدة في المتغيرات المدروسة حسب آجالها، وذلك لعدم توافر بيانات تفصيلية اللازمة للدراسة القياسية في السنوات السابقة لعام 2008.

تسهم السياسة النقدية في تحقيق الأهداف الأساسية للسياسة الاقتصادية التي من أهمها رفع معدل النمو، والحفاظ على استقرار الأسعار. وتعتمد السياسة النقدية في سبيل تحقيق هذه الأهداف على استهداف متغيرات اقتصادية عدة، وقد أصبح من أهمها سعر الفائدة الذي يعدّ هدفاً وسيطاً للسياسة النقدية، ويحتل مكاناً مهماً لدى الاقتصاديين، لما يمنح السلطة النقدية من قوة تحكم في العرض النقدي، وفي حجم الائتمان، وفي تحديد الاستهلاك والاستثمار على مستوى الأفراد والمنشآت الاقتصادية، وعلى مستوى الاقتصاد الوطني ككل. كما يحتل سعر الفائدة دوراً مهماً في الاقتصاد وبصورة خاصة في النظرية النقدية وقد يكون من المفاجئ أنه لم يتوصل الاقتصاديون إلى صيغة تحدد طبيعة سعر الفائدة ومحدداته، وبقيت طبيعة ظاهرة سعر الفائدة موضوعاً للمناظرات الاقتصادية، فمنهم من عدّها ظاهرة حقيقية، في حين عدّها آخرون ظاهرة نقدية.

وفي ظل توجه الاقتصاد السوري نحو التحرر المالي والمصرفي، تحتاج السلطة النقدية لأدوات فعالة تمكنها من التحكم في المتغيرات الاقتصادية، والنقدية منها على وجه التحديد، فانتهجت في سبيل ذلك تحريك أسعار الفائدة المصرفية، حيث حرر سعر الفائدة المدينة المدفوعة على القروض مع تحديد سقف لهذه الفائدة، في حين تم إجراء تعديلات عدة على سعر الفائدة الدائنة المدفوعة على الإيداعات إلى أن تم تحريرها بصورة جزئية عن طريق منح المصارف هامش حرية في تحديد سعر الفائدة المطبق لديها.

يتطلب استخدام سعر الفائدة كسياسة تحدد الأهداف السابقة معرفة محدّداته وآثاره على المتغيرات الاقتصادية، وفي هذا الإطار تم إعداد هذا البحث الذي يتكون من أربعة فصول، تتناول الفصل الأول سعر الفائدة حسب أهم النظريات المحددة له، انطلاقاً من النظرية الكلاسيكية التي تفترض أن المحدد الرئيس لسعر الفائدة هو عرض الادخار والطلب على النقد للاستثمار، في حين تفترض النظرية الكنزوية أن سعر الفائدة يتحدد حسب رغبة الأفراد بالاحتفاظ بالأرصدة النقدية لديهم وهذا ما سمي بتفضيل السيولة. أما نظرية استثمار فائض الأموال فتفترض أن سعر الفائدة يتحدد بالطلب على الأموال المعدة للاستثمار وعرضها، في حين أن أحدث النظريات وهي نظرية التوقعات الرشيدة تبين أن توقعات الأفراد حول التغيرات المستقبلية

التي تحدث في الأسواق المالية هي التي تحدد أسعار الفائدة بالاعتماد على المعلومات الدقيقة وعلى كفاءة تلك الأسواق.

تم التركيز على الجوانب الفنية المرتبطة بأسعار الفائدة حيث جرى البحث في الفصل الثاني في أنواع سعر الفائدة والعوامل المحددة له على مستوى الاقتصاد الجزئي وعلى المستوى الكلي، ولا سيما في إطار نموذجي التوازن العام الساكن (IS-LM)، والتوازن العام الديناميكي العشوائي (DSGE) الذي يعدّ من أهمّ الأدوات التي تستخدمها العديد من المصارف المركزية في الوقت الراهن في سعيها لرسم سياساتها النقدية.

أما الفصل الثالث فقد اشتمل على دراسة الهيكل الزمني لأسعار الفائدة ونظرياته، وسلوك سعر الفائدة في سوق السندات ومحددات التوازن في هذه السوق، كما تم عرض أساليب قياس سعر الفائدة وآلية التسعير، وإدارة المخاطر المرتبطة به.

وفي الفصل الرابع جرى البحث في واقع سياسة سعر الفائدة في سورية خلال الفترة (1995-2011)، حيث تمّ تحليل نتائج تحديد سعر الفائدة على تطور الودائع والائتمان، وأثر تحريك أسعار الفائدة في العقد الأخير على الودائع والائتمان وعوائد المصارف، وذلك باستخدام أسلوب التحليل الرياضي القياسي وبناء نماذج قياسية لاختبار العلاقة بين سعر الفائدة كمتغير مستقل ونمو الإيداعات والتسليفات كمتغير تابع لسعر الفائدة.

وفي ختام هذا البحث اجتهد الباحث في التوصل إلى نتائج وملاحظات يمكن من خلالها طرح بعض الأفكار والتوصيات حول سياسة سعر الفائدة التي يعتقد أن تسهم في تقديم إعادة صياغة سياسة أسعار الفائدة في سورية.

أسأل الله تعالى التوفيق وتسديد الخطأ، وأسأله الخير لهذا الوطن الغالي.

الباحث

الفصل الأول

نظرية سعر الفائدة

تمهيد

ارتبط مفهوم سعر الفائدة بوجود النظام النقدي على اعتبار أن سعر الفائدة هو ثمن التخلي عن النقود في الوقت الحالي مقابل استعادة المبلغ مضافاً إليه الفائدة في المستقبل، إلا أن ظهور الفائدة قد بدأ مع النظام الاقتصادي البدائي أي نظام المقايضة، حيث كان يتم تقاضي الفائدة مقابل التخلي عن السلع التي تتم مبادلتها أو إقراضها، فكانت تأخذ الفائدة صورة كمية إضافية من السلع المقترضة تُمنح للطرف الذي تخلى عن السلعة لفترة زمنية معينة، وهذا ما اعتمدت عليه النظريات الاقتصادية غير النقدية¹ في تفسير سعر الفائدة²، في حين ارتكزت نظريات أخرى على مفهوم النقد في تحليل سعر الفائدة، ومن أهم النظريات التي درست سعر الفائدة ومحدداته وأثره في تحقيق التوازن الاقتصادي النظرية الكلاسيكية التي افترضت أن المحدد الرئيس لسعر الفائدة هو الطلب على الادخار وعرضه، في حين عدت النظرية النمساوية أن المحدد الأساسي لسعر الفائدة هو التفضيل الزمني للأفراد للسلع والنقود. وطورت نظرية فائض الأموال سعر الفائدة على اعتبار أن الطلب على الموارد للاستثمار وعرضها هو المحدد الرئيس لسعر الفائدة، كما عدّ الكنزيون أن الطلب على الأرصدة النقدية وعرضها المحدد لأسعار الفائدة وهو ما يعرف بتفضيل السيولة، ومن أبرز النظريات المعاصرة لسعر الفائدة نظرية التوقعات الرشيدة التي تفترض أن سعر الفائدة يتحدد حسب توقعات الأفراد والمستثمرين.

¹ كما لدى Schumpeter (1956) وBohm-Bawerk (1957).

² Oster, Gavin Lee, **The Determinants Of Short-Term Interest Rates**, master of commerce, university of south africa, november 2003,p7.

المبحث الأول: التطور التاريخي لنظرية سعر الفائدة

يمكن القول إن أول ظهور لسعر الفائدة في إطار نظري واضح كان عند الاقتصاديين الكلاسيكيين، ومن ثم تناولت المدرسة النمساوية سعر الفائدة في منهج يقارب المنهج الكلاسيكي من حيث التحليل، إلا أنها أدخلت مفهوم التفضيل الزمني كعنصر أساسي في دراسة محددات سعر الفائدة.

أولاً- النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة:

The Classical Theory Of Interest Rates

تعدّ النظرية الكلاسيكية إحدى أقدم النظريات التي اهتمت بمحددات سعر الفائدة الأساسي، وقد طوّرت هذه النظرية خلال القرن التاسع عشر وبدايات القرن العشرين من قبل عدد من الاقتصاديين البريطانيين، ومؤخراً استفاض بها الأمريكي إيرفينغ فيشر **Irving Fisher** كثيراً.

تبرهن النظرية الكلاسيكية أن سعر الفائدة يتحدد بعاملين: **الأول** عرض الادخار (المدخرات) الناشئ بصورة أساسية عن القطاع العائلي. **والثاني** الطلب على رأس المال المستثمر والمتولد بوجه رئيس من قبل قطاع الأعمال. ويتوضح ذلك فيما يلي:

1. عرض الادخار:

يتكون عرض الادخار من مدخرات القطاع العائلي وادخار قطاع الأعمال والحكومة.

1-1- مدخرات القطاع العائلي:

تتولد معظم المدخرات من قبل الأفراد والعائلات، فالادخار بالنسبة للقطاع العائلي هو الامتناع عن الإنفاق الاستهلاكي. وبناءً عليه فإنّ الادخار الحالي يساوي الفرق بين الدخل الحالي والإنفاق الاستهلاكي الحالي. ولاتخاذ القرار حول حجم الادخار وتوقيته يأخذ القطاع العائلي أربعة عوامل بعين الاعتبار¹:

- أ- حجم الدخل الحالي والدخل المتوقع: يزداد الادخار بصورة عامة بزيادة الدخل كما يزداد لدى ذوي الدخل المرتفع الذين يميلون أكثر إلى الادخار، ويكون الاستهلاك عندهم أقل من الأفراد ذوي الدخل المنخفض. ويرى فيشر² أن الدخل هو العامل الرئيس الأهم في الحياة الاقتصادية، فأصل القيمة لأي وسيلة أو سلعة ينطوي على ما تمثله من الدخل، وبالتالي فإن سعر الفائدة يقاس بحصته من الدخل للحصول على سعر الفائدة الحقيقي.
- ب- صافي الثروة التي يمتلكها الأفراد: فالزيادة في الثروة لديهم تتجه إلى زيادة إنفاقهم الاستهلاكي بوجه عام، لأن حاجاتهم لمدخرات إضافية للوصول إلى حجم الادخار المستهدف تكون قد انخفضت³، وهذا يعبر عنه بـ "أثر الثروة" Wealth Effect.
- ت- الهدف المرجو من الادخار.
- ث- نسبة الدخل التي يمكن التخلي عنها كعنصر ادخار (الميل للادخار).

قد يؤثر الدخل والثروة في قرارات الادخار إلا أن أسعار الفائدة تأخذ دوراً مهماً في ذلك، حيث تؤثر في خيارات الأفراد بين الاستهلاك الحالي، والادخار من أجل الاستهلاك المستقبلي. وتفترض النظرية الكلاسيكية أن للأفراد وقت تفضيل محدد للاستهلاك الحالي أكثر من المستقبلي، فمن المفترض أن الفرد الرشيد سيفضل دوماً الإشباع الحالي لحاجاته من السلع

¹ Rose. Marquis, **Money And Capital Markets**, McGraw Hill, 10th Edition, 2008, p120.

² Fisher, Irving, **The Theory Of Interest**, part i, chapter 2 library of economics and liberty, I.II.4.

³ كان أثر الثروة قوياً تحديداً خلال سوق الأسهم والازدهار السكني في أميركا في أواخر التسعينيات عندما كان معدل الادخار الفردي سالباً ويستهلك القطاع العائلي أكثر من دخلهم.

والخدمات على إشباعها في المستقبل، لهذا السبب فإن الطريقة الوحيدة لتشجيع الأفراد على تخفيض استهلاكهم الحالي وجعلهم يدخرون أكثر هي تقديم سعر فائدة أعلى على المدخرات الحالية، فإذا ادخر هؤلاء كمية أكبر في الوقت الحالي عند معدل العائد المرتفع سيزداد استهلاكهم في المستقبل.

كما ترى النظرية الكلاسيكية إن الفائدة المدفوعة هي مكافأة مقابل الانتظار (تأجيل الاستهلاك الحالي لصالح تعظيم الاستهلاك المستقبلي)، فأسعار الفائدة الأعلى تزيد من جاذبية الادخار فيما يتعلق بالإفناق الاستهلاكي، مشجعةً بذلك أفراداً أكثر على استبدال جزء من الاستهلاك الحالي بالادخار الحالي (ما يعني استهلاك مستقبلي). هذه العملية المسماة بأثر الإبدال أو الإحلال **Substitution Effect** تقضي إلى علاقة ايجابية بين أسعار الفائدة وحجم الادخار، أي إن أسعار الفائدة الأعلى تولّد حجماً أعظم من الادخار الحالي¹.

1-2- ادخار قطاع الأعمال:

تشكل الأرباح المحققة لدى شركات الأعمال في كل عام مفتاحاً لقياس حجم الادخار الحالي لهذه الشركات التي تغذي الإفناق الاستثماري الذي تقوم به. وهكذا يعدّ مستوى الأرباح الذي تحققه شركات الأعمال العنصر الحاسم في تحديد ادخارها، فإذا توقعت هذه الشركات زيادة الأرباح، فستكون قادرة على تمويل استثماراتها من الأرباح المحتجزة لديها أكثر من قدرتها على التمويل من الأسواق المالية، والنتيجة هي انخفاض الطلب على الائتمان والميل نحو تخفيض أسعار الفائدة هذا من جهة، ومن جهة ثانية عندما تنخفض الأرباح مع حفاظ الشركات على خططها الاستثمارية، سوف تضطر إلى تمويل استثماراتها من الأسواق المالية، عندها سيرتفع الطلب على الائتمان وقد ترتفع أسعار الفائدة أيضاً.

¹ Rose. op. cit, p121.

على الرّغم من أن الأرباح هي المحدد الأساسي في الادخار لدى قطاع الأعمال، فإن أسعار الفائدة تؤثر في قرارات الاستثمار من خلال تحديد نسب تكاليف التشغيل الحالية والإنفاق الاستثماري في الأجل الطويل الذي يجب أن يمول داخلياً من الأرباح المحتجزة، وأيضاً تحديد نسبة التمويل الخارجية الآتية من الأسواق المالية. إن أسعار الفائدة المرتفعة تدفع الشركات لاستخدام الموارد المالية الذاتية في تمويل مشروعاتها، وبالعكس فإن أسعار الفائدة المنخفضة تشجع على التوجه نحو استخدام التمويل الخارجي كالاقتراض من المصارف أو من خلال الأسواق المالية.

1-3- الادخار الحكومي:

من المعروف أنّ الحكومات تقوم بالادخار أيضاً، لكن بوجه أقل تكراراً من القطاع العائلي وقطاع الأعمال، فمعظم الادخار الحكومي (فائض الميزانية) يظهر بشكل ادخار غير متعمّد، وينشأ عندما يكون الإنفاق الحكومي أقل من المتوقع. ويعدّ تدفق الدخل في الاقتصاد، والتجاوز في برامج الإنفاق الحكومي من العوامل المحددة لادخار الحكومة والمؤثرة فيه، وعلى الرّغم من ذلك يمكن أن يكون تأثير أسعار الفائدة من خلال معدلاتها المرتفعة بحيث تزيد من الفائدة المدفوعة على دين الحكومة، هذا الارتفاع في الإنفاق يزيد من عجز الحكومة (أي يؤدي إلى تخفيض فائض الميزانية) وبالتالي انخفاض الادخار الحكومي.

2. الطلب على الادخار (الاستثمار):

يعدّ الإنفاق الاستثماري المحدد الثاني لسعر الفائدة، وينشأ معظمه بوساطة قطاع الأعمال، وباعتباره -أي قطاع الأعمال- يقود قطاع الاستثمار في الاقتصاد تحديداً، فإنه يتطلب كميات ضخمة من الموارد المالية سنوياً لشراء المعدات والآلات والمباني، فالجزء الأكبر من

إنفاق الشركات لهذه الأهداف يشكل ما يسمى بـ "استثمار الإحلال والتجديد"، أي الإنفاق لاستبدال المعدات والوسائل التي تهتك أو تتقادم تكنولوجياً. أما "صافي الاستثمار" الذي يتمثل بإنشاء مشاريع جديدة أو إحداث خطوط إنتاج جديدة يحتاج إلى إنفاق أقل من أموال شركات الأعمال إلا أنه أكثر فاعلية (دينامية)، ويتضمن هذا الإنفاق الحصول على معدات ووسائل إنتاج جديدة من أجل زيادة الإنتاج، وبالتالي يكون "الاستثمار الإجمالي" هو حاصل جمع الاستثمار الإجمالي مع الاستثمار الصافي. عادةً ما يكون هناك إمكانية أكبر للتنبؤ بالاستثمار الإجمالي الذي ينمو بمعدل أكبر من الاستثمار الصافي، لأن مثل هذا الإنفاق يمول بوجه خاص من الموارد الذاتية للمنشأة، وغالباً ما يتبع نموذجاً أو نمطاً روتينياً يركز إلى بيانات الاهتلاك. من جهة ثانية يعتمد الإنفاق على المعدات والوسائل الإنتاجية الجديدة (الاستثمار الصافي) وعلى اطلاع أصحاب الأعمال للمبيعات المستقبلية والتغيرات التكنولوجية والطاقة الصناعية وتكلفة زيادة الموارد المالية، هذه العوامل تكون عرضةً للتغير بصورة مستمرة، وبالتالي يعدُّ الاستثمار الصافي مرتفع الحساسية تجاهها، كما ويرتبط الاستثمار الصافي إلى حدٍ كبير بتقلبات إنتاج الدول من السلع والخدمات ومعدلات الأسعار والتوظيف.

3. الطلب على الاستثمار وسعر الفائدة:

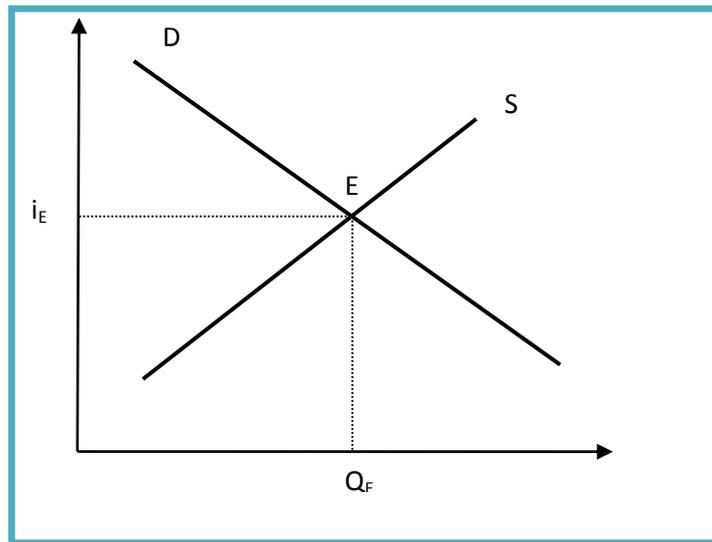
ينظر الكلاسيكيون إلى العلاقة بين رأس المال المستثمر وبين سعر الفائدة كعلاقة عكسية، حيث تكون معظم المشاريع الاستثمارية قابلة للتنفيذ عند أسعار الفائدة المنخفضة التي تطلب عندها الشركات موارد مالية أكثر لتمويل مجموعة أكبر من المشاريع الاستثمارية. ومن ناحية ثانية، إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تخفيض طلب الشركات على الموارد المالية من الأسواق المالية وتقليل عدد المشاريع الاستثمارية. ومن وجهة نظر **John Bates** فإن

الاستثمار سيزداد بزيادة الادخار وانخفاض سعر الفائدة وبالتالي سيزداد رأس المال، وكل ذلك سيحسن من الأداء الاقتصادي¹.

4. سعر الفائدة التوازني:

يعتقد الاقتصاديون الكلاسيكيون أن أسعار الفائدة في الأسواق تتحدد بتفاعل عرض الادخار والطلب على الاستثمار. ويكون سعر الفائدة التوازني عند النقطة التي تتساوى فيها كمية الادخار المعروضة في السوق مع كمية الموارد المالية المطلوبة بهدف الاستثمار². وانتقد **David Hume** (1776-1711) ادعاءات النظرية الماركنتيلية في أن زيادة خلق النقود ستخفض سعر الفائدة وتحفز الازدهار. حيث قدم وجهة نظره الكلاسيكية في أن سعر الفائدة الحقيقي يتحدد بعرض الادخار ورأس المال وليس بعرض النقود. وباعتباره من مناصري نظرية كمية النقود فقد رأى أن التوسع في كمية النقود (زيادة عرض النقود) غير الحقيقي سيؤدي إلى زيادة الأسعار³.

الشكل (1-1) سعر الفائدة التوازني في النظرية الكلاسيكية



¹ Skousen , Mark, **The Big Three In Economics**, M.E sharpe new work, 2007, P120.

² Rose. op. cit, p124.

³ Skousen, op. cit, P44.

يبين الشكل (1-1) أن حجم الادخار في الاقتصاد يزداد مع ارتفاع سعر الفائدة، في حين ينخفض الطلب على الأموال لأجل الاستثمار. يحدث التوازن عند النقطة (E) حيث تكون كمية عرض الأموال تساوي الكمية المطلوبة وعندها يكون سعر الفائدة التوازني (i_E).

تتغير قوى العرض والطلب بسرعة كبيرة ولذلك قلما يمتلك سعر الفائدة الفرصة ليستقر عند مستوى توازن محدد، ومن المحتمل أن يرتفع سعر الفائدة أو ينخفض عن مستوى التوازن الحقيقي في أي فترة زمنية معطاة، لكنه يتحرك باتجاه التوازن. فإذا كان معدل الفائدة السوقي أعلى من معدل التوازن -بصورة مؤقتة- فإن حجم الادخار سيتجاوز الطلب على رأس المال المستثمر، ويخلق بذلك زيادة في كمية الادخار المعروضة، عندها يقدم المدخرون أموالهم بسعر فائدة أخفض إلى أن يدنو معدل الفائدة السوقي من معدل التوازن. وعلى نحو مشابه، إذا انخفض سعر الفائدة السوقي -بصورة مؤقتة- عن معدل التوازن، فإن الطلب على الأموال سيتجاوز كمية الادخار المتاحة، عندها سيزيد طلب شركات الأعمال من معدل الفائدة حتى يدنو من المستوى الذي تتساوى عنده كمية الادخار مع كمية الأموال المطلوبة لأغراض الاستثمار¹.

¹ Rose, op. cit, p121.

ثانياً- النظرية النمساوية في سعر الفائدة:

The Austrian Theory of the Interest Rate

ترتكز نظرية سعر الفائدة في المدرسة الاقتصادية النمساوية على كتاب (*History and Critique of Interest Theories*) الذي نشر عام 1884 للاقتصادي Eugen Bohm von Bawerk، حيث قدم تطلعاً حول مفهوم التفضيل الزمني، ووفق هذه النظرية فإن سعر الفائدة هو تعبير عن تخلي الأفراد عن القيمة الأعلى للسلع والخدمات المتاحة حالياً، مقابل السلع والخدمات المتاحة في فترة مستقبلية ذات القيمة الأدنى. ومن الجدير بالذكر أن مفهوم التفضيل الزمني وفق المدرسة النمساوية ليس مفهوماً نفسياً *psychological* أو وظائفياً *physiological*، لكنه ببساطة ناتج عن الهيكل المنطقي للإجراءات الحالية للفرد. حيث أن كل حدث أو إجراء يحتاج إلى زمن حتى يحقق غايته، وهذا الزمن يتصف بالندرة بالنسبة للفرد، ولذا فإن السلع المتاحة اليوم تُقِيم بأعلى من قيمتها في المستقبل. وبالتالي فإن سعر الفائدة هو عبارة عن معدل التفضيل الزمني في المستقبل للأموال الحالية¹.

تقترب هذه النظرية من النظرية الكلاسيكية إلى حدٍ بعيد فيما يخص محددات سعر الفائدة، حيث تم إدخال مفهوم التفضيل الزمني كمحدد جوهري لسعر الفائدة، وبمعنى آخر تنتج أسعار الفائدة عن مبادلات الاستهلاك المستقبلي مقابل الحالي للسلع وهو ما يعكس درجة التفضيل الزمني للاستهلاك².

يعكس سعر الفائدة السوقي الحر معدل التفضيل الزمني الكلي للأفراد، أو ما يسمى معدل التفضيل الزمني الاجتماعي وهو السعر الذي يتوازن عنده عرض السلع الحالية (أو

¹ Belke, Ansgar and Thorsten Polleit, *Monetary Economics In Globalized Financial Markets*, Springer, 2009, p154.

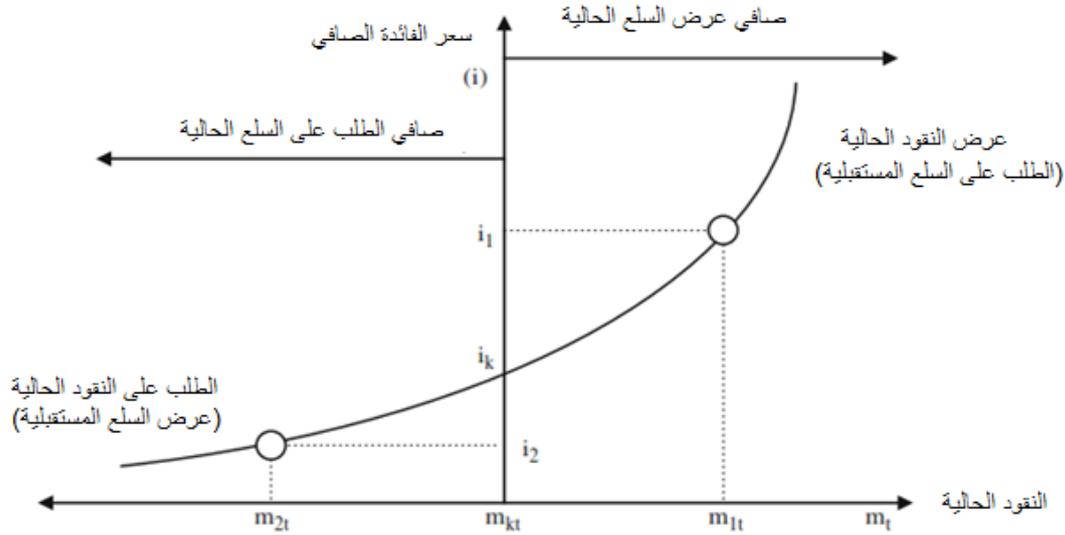
² Ahiakpor, James C.W, *Classical Macroeconomics*, Routledge, 2003, p96.

الادخار) مع الطلب على السلع الحالية (أو الاستثمار)، وبمعنى آخر إذا انخفض معدل التفضيل الزمني للأفراد، هذا يعني انخفاض تفضيلهم للسلع الحالية وبالتالي انخفاض الاستهلاك الحالي والتوجه نحو الادخار والاستثمار. إذاً يمثل الأفراد ذوي التفضيل الزمني المنخفض قناة إقراض للأفراد ذوو معدل التفضيل الزمني المرتفع¹.

يوضح الشكل (1-2) الذي يبين جدول التفضيل الزمني للأفراد كيف يرتبط الطلب على السلع الحالية بسعر الفائدة، يُظهر الجزء الأيمن من الشكل العلاقة بين عرض السلع الحالية وسعر الفائدة، ووفق قانون تناقص المنفعة الحدية فإن التفضيل الزمني للأفراد سيمتد إلى ما لانهاية بعد كمية محددة من العرض على السلع الحالية، والسبب في ذلك أن الفرد يجب عليه أن يستهلك في الوقت الحالي ولا يستطيع أن يدخر كامل دخله الحالي، وهذا ما يجعل ادخاره محدوداً بصرف النظر عن سعر الفائدة، وبالتالي فإن عرض النقود سيصبح عمودياً في لحظة ما. وفي الجزء الأيسر للشكل يبين منحنى التفضيل الزمني إنه عند مستوى محدد لسعر الفائدة - والذي يختلف من فرد لآخر - لا يمكن للفرد أن يزيد من ادخاره، وبالتالي إذا تقاطع منحنى عرض النقود الحالي للفرد مع المنحنى العمودي ستخفيض المنفعة الحدية للنقود الحالية بسرعة بالمقارنة مع النقود المستقبلية حتى يصبح ممثلاً للطلب الصافي على السلع الحالية عند مستوى منخفض لسعر الفائدة، أي إن معدل تفضيله الزمني أصبح منخفضاً جداً، وينحدر منحناه الزمني إلى الصفر وذلك إلى اليسار من نقطة تلاقي المحور العمودي مع المحور الأفقي. ومن جهة أخرى فإن فرداً آخر قد يكون لديه تفضيلاً زمنياً مرتفعاً، وهذا يعني إنه عند مستوى منخفض لسعر الفائدة يصبح طلبه صافياً للسلع الحالية (أي يصبح عرضه صافياً للسلع المستقبلية)، أي إن الفرد سينفق كامل دخله عند هذا المستوى ولن يدخر أي جزء منه.

¹ Belke, op. cit, p155.

الشكل (2-1) جدول التفضيل الزمني للأفراد حسب المدرسة النمساوية



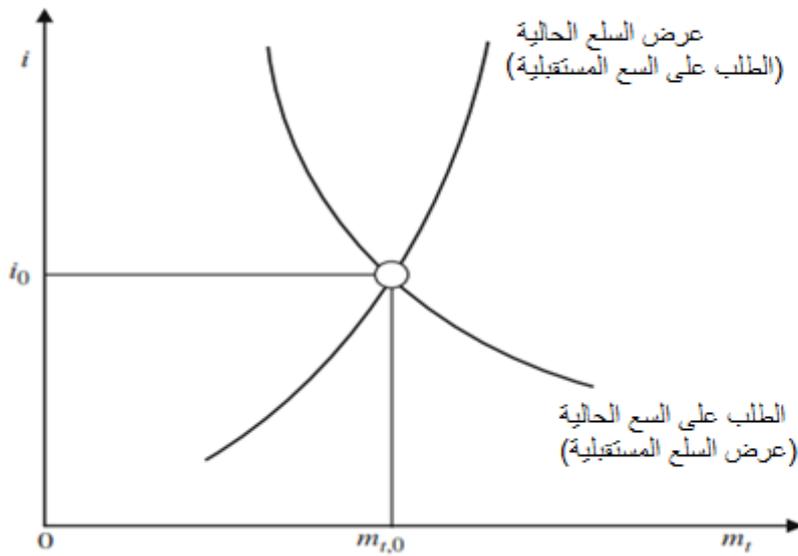
المصدر: Monetary Economics In Globalized Financial Markets, p158

كما يُظهر الشكل (2-1) منحنى مستمراً لنشاط الفرد في سوق التفضيل الزمني، ويظهر في الجزء الأيمن للشكل عرض الفرد للسلع الحالية، حيث يصبح عرضه صافياً عند مستوى مرتفع لسعر الفائدة (تحت نقطة تقاطع المنحنى مع المحور العمودي). في حين يظهر الجزء الأيسر من الشكل الطلب الصافي للفرد على السلع الحالية والذي يرتفع مع انخفاض سعر الفائدة.

إن المقترض للسلع الحالية سيستمر في الاقتراض حتى تنخفض المنفعة الحدية للنقود في الوقت الحالي وتتجاوز المنفعة الحدية لامتلاك كمية أكبر من السلع الحالية في المستقبل، وكنتيجة فإن الطلب على السلع الحالية سيصبح سالباً بالنسبة لسعر الفائدة. ووفق قانون تناقص المنفعة الحدية فإنه لدى الأفراد الجدول الزمني للسوق نفسه، ويبين هذا الجدول ميل الأفراد الكبير للادخار عند مستويات الفائدة المرتفعة، وبالعكس عند مستويات الفائدة المنخفضة، سيكون هناك انخفاضاً في الادخار حتى يشكل الأفراد طلباً صافياً على السلع الحالية. وبطريقة مماثلة فإن أسعار الفائدة المنخفضة تترافق مع ارتفاع الطلب على السلع الحالية.

يُظهر جدول التفضيل الزمني الإجمالي كما في الشكل (1-3)، حيث يتحدد سعر الفائدة التوازني (i_0) بتقاطع منحنى الطلب على السلع الحالية ومنحنى عرضها، وعند هذا التوازن تمثل (om_{i_0}) كمية السلع الحالية التي سيتم ادخارها واستثمارها. وعند سعر فائدة أعلى من سعر التوازن فإن عرض السلع الحالية سيتجاوز عرض السلع المستقبلية وفائض الادخار سيدخل في منافسة مستوى آخر من العرض أيضاً حتى ينخفض سعر السلع الحالية إلى التوازن. وإذا كان مستوى سعر الفائدة أقل من السعر التوازني فإن الطلب على السلع الحالية من قبل الذين يعرضون السلع المستقبلية سيتجاوز عرض الادخار، وهذا الوضع التنافسي للطلب سيدفع سعر الفائدة إلى الأعلى باتجاه التوازن.

الشكل (1-3) توازن السوق في سوق التفضيل الزمني



المصدر: Monetary Economics In Globalized Financial Markets, p158

وبالتالي فإن توازن سعر الفائدة السوقي والذي يمثل نقطة تقاطع منحنى عرض السلع الحالية والطلب عليها يتحدد وفق التفضيل الزمني للأفراد. وهكذا فإن جوهر النظرية لدى المدرسة النمساوية هو أن سعر الفائدة يتحدد فقط بالتفضيل الزمني للأفراد دون التأثير بأي عامل

آخر. ويعكس سعر الفائدة التوازني التوجه نحو تعظيم منفعة كل من المقترضين والمقرضين، حيث أن المقرضين وهم ذوو التفضيل الزمني المنخفض سيستمرون في الإقراض حيث تنخفض المنفعة الحدية من إقراض آخر وحدة نقدية لتصبح أقل من المنفعة الحدية من الاستخدام الحالي لتلك الوحدة النقدية. ومن جهة أخرى فإن المقترضين وهم ذوو معدل التفضيل الزمني المرتفع سيستمرون في الاقتراض حتى تنخفض المنفعة الحدية من آخر وحدة مقترضة من النقود في الوقت الحالي إلى أقل من المنفعة الحدية من امتلاك المزيد من النقد في المستقبل.

وقد طورت المدرسة النمساوية نظريةً لهيكل الإنتاج¹، وحسب هذه النظرية فإن التغيرات في سعر الفائدة تؤدي إلى تغيرات في إنتاج السلع واستهلاكها، حيث يزيد الإنتاج مع انخفاض سعر الفائدة، ويزداد الاستهلاك عند ارتفاع سعر الفائدة. كما ادعى أصحاب هذه النظرية أن انخفاض سعر الفائدة يشير إلى استعداد أكبر للأفراد نحو الادخار، الأمر الذي يتيح للعملية الإنتاجية أن تستثمر لفترة أطول في حين أن ارتفاع سعر الفائدة يعكس التطلع إلى الاستهلاك، ويشجع استخدام عمليات إنتاجية قصيرة².

¹ لا يزال العديد من اقتصاديي المدرسة النمساوية يوظفون نظرية رأس المال النمساوية كهيكل تحليلي لتفسير دورة الأعمال والوصول إلى أساليب علاجية ملائمة من قبل المصرف المركزي في خلق الائتمان، وينسب هذا الهيكل إلى Hayek وعلى الرغم من ذلك لم يستطع التحقق من الخطأ في تفسير مفهوم السلع الرأسمالية في النظرية الكلاسيكية لسعر الفائدة.

² Ahlakpor, op. cit, p96

المبحث الثاني: سعر الفائدة في النظرية المعاصرة

تطور مفهوم سعر الفائدة في إطار نظريات عدّة، منها نظرية استثمار فائض الأموال، ونظرية تفضيل السيولة، ونظرية التوقعات الرشيدة، وقد يميل البعض إلى تصنيف نظرية استثمار فائض الأموال ضمن الإطار الكلاسيكي لما تحمل من أفكار تتقاطع معه، إلا أن تفسير هذه النظرية لتأثير سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية كالأسعار جعلها محلّ اهتمام الاقتصاديين المعاصرين.

أولاً- نظرية استثمار فائض الأموال:

The Loanable Funds Theory Of Interest

قام الاقتصادي السويدي **Knut Wicksell** في سعيه لتوضيح أثر سعر الفائدة على أسعار السلع بالتمييز بين سعر الفائدة المتعادل وسعر الفائدة السوقي حيث يتحقق الأول عندما يكون الاقتصاد بحالة توازن، وهذا يعني أن الاقتصاد بحالة التشغيل الكامل، وتكون الأسعار ثابتة، وفي هذه الحالة يكون سعر الفائدة المحايد (الحقيقي) في حالة التوازن¹. كما تقاطعت أفكار **ويكسل** مع فرضية النظرية الكلاسيكية حول أن التغيرات في كمية النقود هي التي تؤثر في مستوى السعر وأن التغيرات فيها تتحرك معاً عملياً، في حين أنه انتقد النظرية الكلاسيكية، بعدم قدرتها على تفسير ارتفاع سعر الفائدة الاسمي عند ارتفاع الأسعار وانخفاضه بانخفاضها².

تفترض هذه النظرية أن أسعار الفائدة تتحدد بتفاعل عاملين: الطلب، وعرض الائتمان

(فائض الأموال)³.

¹ Belke, op. cit, p172.

² Ahiakpor, op. cit, p116.

³ Rose, op. cit, p132-136. بتصريف

1. الطلب على فائض الأموال¹:

يتألف الطلب على فائض الأموال من الائتمان لصالح كل من المشروعات والمستهلكين والحكومات المحلية، والإقراض في الأسواق المحلية لصالح الأجانب أيضاً.

1-1- الطلب على فائض الأموال من قبل المستهلك (القطاع العائلي):

يطلب المستهلكون المحليون فائض الأموال من أجل شراء مجموعة واسعة من السلع والخدمات بالدين (على الحساب). وتشير الأبحاث الحديثة إلى أن القطاع العائلي لا يستجيب لمعدل الفائدة عندما يتقدم المستهلكون المحليون للاقتراض، لكنهم يركزون بدلاً من ذلك، وقبل كل شيء على "محددات القرض" Nonprice Terms Of a Loan ، كالدفع المقدم، أو الاستحقاق أو حجم الأقساط. وهذا يفضي إلى أن طلب المستهلك على الأموال المقترضة (الاقتراض) غير مرن نسبياً مع سعر الفائدة. وبطبيعة الحال، يقود ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض في كمية طلب المستهلك على فائض الأموال. في حين يشجع انخفاض سعر الفائدة بعض المستهلكين الإضافيين على الاقتراض.

1-2- الطلب على فائض الأموال من قبل المشروعات المحلية:

يكون الطلب على الائتمان من قبل المشروعات المحلية أكثر استجابةً للتغيرات في أسعار الفائدة من القطاع العائلي، لأن هذه الأموال تُطلب لأغراض الاستثمار كمشتريات المواد والعدد والتجهيزات. تقتضي أسعار الفائدة المرتفعة استبعاد بعض المشاريع الاستثمارية من اهتمام الشركات، عندما يكون العائد المتوقع من هذه المشاريع أقل من تكلفة اقتراض الأموال وبالتالي تعدّ غير مربحة، هذا من جهة، ومن جهة ثانية، تصبح العديد من هذه المشاريع مربحة

¹ للمزيد أنظر:

- Rose, op. cit, p132-136
- Madura, Jeff, **Financial Markets And Institutions**,9ed, south-westren,2010,p29-35.

عند أسعار فائدة أقل، وكننتيجة لذلك تزداد كمية الطلب على فائض الأموال من قبل قطاع الأعمال كلما انخفضت أسعار الفائدة.

1-3- الطلب على فائض الأموال من قبل الحكومة:

يُعدّ الطلب على فائض الأموال من قبل الحكومة عاملاً متتامياً في الأسواق المالية، لكنه لا يعتمد على مستوى أسعار الفائدة بصورة كبيرة، وخاصةً في الحكومات الفدرالية، حيث تُتخذ القرارات الخاصة بالإنفاق والاقتراض استناداً إلى حاجات المجتمع وتحقيق رفاهيته، وليس بالاستناد إلى أسعار الفائدة. علاوةً على ذلك، تمتلك الحكومة السلطة على فرض الضرائب وخلق الأموال لتدفع دينها ضمن سقف معين، الأمر الذي يجعل الطلب على الأموال من قبلها قليل المرونة.

1-4- الطلب على فائض الأموال من قبل الأجانب:

يمكن للشركات والبنوك الأجنبية (من خارج البلاد) أن تدخل إلى السوق المالي بهدف الاقتراض، ويعدّ هذا الطلب حساساً إلى الهامش بين معدلات الإقراض المحلية وأسعار الفائدة في الأسواق الأجنبية، فإذا انخفض سعر الفائدة محلياً بالنسبة إلى أسعار الفائدة الأجنبية، سوف يميل المقترض الأجنبي للاقتراض من السوق المحلية. وفي الوقت نفسه تزيد المؤسسات المحلية من إقراضها الأموال للأجانب وتخفض من الإقراض للمقترضين المحليين، ومن هنا نجد أن العلاقة عكسية بين الاقتراض الأجنبي وأسعار الفائدة المحلية بالنسبة لأسعار الفائدة الأجنبية.

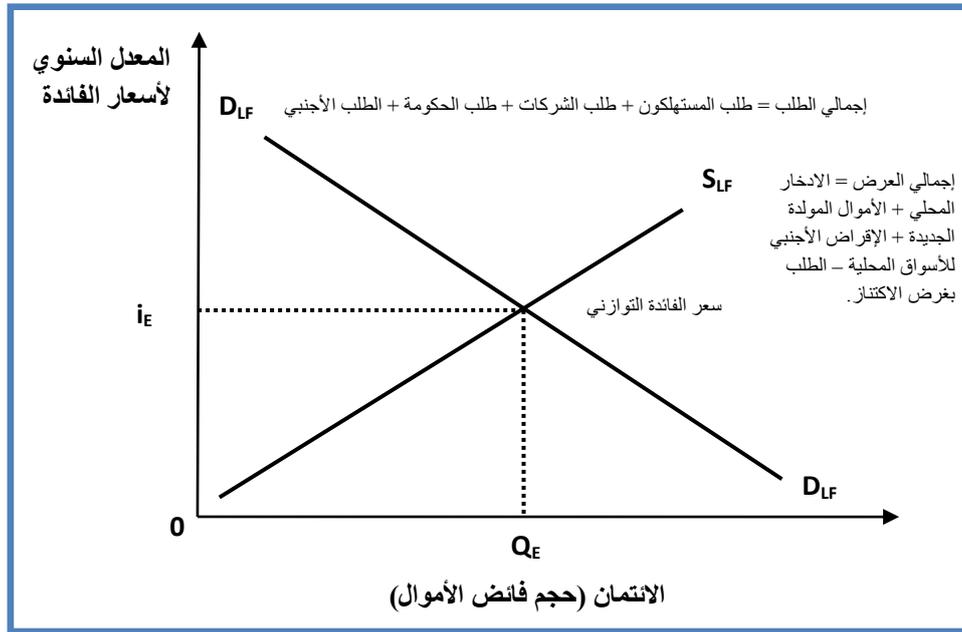
1-5- الطلب الكلي على فائض الأموال:

هو حاصل جمع كل من الطلب المحلي للقطاع العائلي، وشركات الأعمال، والحكومة والطلب الأجنبي للائتمان. ويمكن تمثيله بالمنحنى الذي ينحدر إلى الأسفل وإلى اليمين من حيث

علاقته بسعر الفائدة كما في الشكل (1-4). ونقود أسعار الفائدة المرتفعة شركات الأعمال والمستهلكين والحكومة إلى تخفيض خططهم الاقتراضية، بينما تولد أسعار الفائدة المنخفضة طلباً أكبر على الائتمان، وعلى الرغم من ذلك فإن الطلب على فائض الأموال لا يحدد وحده سعر الفائدة، بل يجب أخذ عرض الأموال بعين الاعتبار.

الشكل (1-4) الطلب والعرض الكلي

فائض الأموال وسعر الفائدة التوازني في نظرية استثمار فائض الأموال



2. عرض فائض الأموال:

يتدفق عرض الأموال الفائضة من الادخار المحلي والتخلي عن الأرصدة التقديية السائلة وخلق النقود من قبل النظام المصرفي، والاقتراض في السوق المحلية من المؤسسات والأفراد الأجانب.

أ- الادخار المحلي:

يعدّ الادخار المحلي المصدر الرئيس لفائض لأموال القابلة للإقراض، حيث أن معظم الادخار موجود من قبل القطاع العائلي - وهو الفرق بين الدخل الحالي والإنفاق الحالي - كما إن

شركات الأعمال تدخر أيضاً عن طريق احتجاز جزء من الإيرادات ومخصصات الاهتلاك، في حين يحدث الادخار الحكومي والذي يعدّ نادراً نسبياً عندما يتجاوز الدخل الجاري الإنفاق الجاري.

ب- التخلي عن الرصيد النقدي (التخلي عن السيولة):

يتغير الطلب على النقود بتغير أسعار الفائدة وبتغير مستويات الدخل، كما تتحكم الحكومة بعرض النقود، فالطلب على النقود وعرضها غير متساويين، حيث يشكل الفرق بينهما الاكتناز. ويحدث الاكتناز عندما يتجاوز الطلب الكلي على الأرصدة النقدية العرض، ويسمى اكتنازاً إيجابياً، حيث يخفض من حجم الأموال القابلة للإقراض في الأسواق المالية. من جهة ثانية، عندما يقل طلب العامة على النقود عن العرض النقدي المتاح يحدث الاكتناز السلبي، وهنا يتخلى بعض الأفراد والشركات عن النقود الفائضة لديهم مشكلين زيادة في عرض الأموال المتاحة للإقراض في النظام المالي¹.

ت- خلق الائتمان عن طريق النظام المصرفي المحلي:

تملك المصارف التجارية ومؤسسات الادخار القدرة على خلق الائتمان عن طريق إقراض احتياطياتها الفائضة واستثمارها، ويقدم الائتمان الذي يخلقه النظام المصرفي المحلي مصدراً إضافياً للأموال القابلة للإقراض والتي يجب أن تضاف إلى كمية الادخار والأرصدة النقدية غير المكتنزة حتى تنتج العرض الكلي للأموال في الاقتصاد.

¹ Rose, op. cit, p134.

ث - الإقراض الأجنبي للأسواق المالية المحلية:

يزود الإقراض الأجنبي المقترضين المحليين بكمية كبيرة من الائتمان، وهذا التدفق للأموال القابلة للإقراض حساس إلى حدّ واضح للاختلاف بين أسعار الفائدة المحلية والخارجية، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة المحلية بالنسبة لأسعار الفائدة الخارجية سيتجه عرض فائض الأموال في الأسواق المحلية نحو الارتفاع. هنا يجد المقرضون الأجانب إقراض الأموال للأسواق المحلية أكثر جاذبية، وفي الوقت نفسه سيتجه المقترضون المحليون نحو الأسواق الأجنبية للحصول على الأموال طالما أن أسعار الفائدة المحلية أعلى من الأجنبية. والنتيجة هي أن صافي عرض فائض الأموال الأجنبية يرتبط إيجابياً مع أسعار الفائدة المحلية.

ج - العرض الإجمالي لفائض الأموال:

يتضمن العرض الإجمالي لفائض الأموال مجموع الادخار المحلي والإقراض الأجنبي والأموال غير المكتنزة والائتمان الذي يولده النظام المصرفي المحلي. ويمكن تمثيله بالشكل (1-5). حيث يرتفع منحى العرض مع ارتفاع أسعار الفائدة، ويدل على أن العرض الأعظمي للأموال القابلة للإقراض سوف يتدفق إلى الأسواق المالية والتّقدية عندما يزداد عائد الإقراض.

3. سعر الفائدة التوازني¹:

يحدد عاملاً العرض والطلب لفائض الأموال سعر الفائدة بالإضافة إلى حجم الإقراض والاقتراض. حيث يتجه سعر الفائدة نحو نقطة التوازن عندما يتساوى إجمالي العرض مع إجمالي الطلب على فائض الأموال، يتجاوز سعر الفائدة نقطة التوازن -بصورة مؤقتة- عندما يزداد

¹ للمزيد أنظر:

- Rose, op. cit, p132-136.
- Belke, op. cit, p172.

العرض الكلي لفائض الأموال على الطلب الإجمالي، وبالتالي سيتجه سعر الفائدة نحو الانخفاض. ويحدث العكس تماماً عندما يتجاوز الطلب الكلي العرض الكلي لفائض الأموال.

إن التوازن الممثل في الشكل (1-5) يعدّ توازناً جزئياً (مرحلياً) لأن أسعار الفائدة تتأثر بظروف الاقتصاد المحلي والعالمي. وحتى يكون الاقتصاد متوازناً يجب أن يكون الادخار المخطط مساوياً للاستثمار المخطط في النظام الاقتصادي كله. فعلى سبيل المثال، إذا وضعت خطة كي يتجاوز الاستثمار المخطط الادخار المخطط عند نقطة التوازن لسعر الفائدة الموضحة بالشكل (1-5) سوف يدفع الطلب على الاستثمار سعر الفائدة للأعلى في الأجل القصير، وبالتالي يحدث الإنفاق الاستثماري الإضافي وكذلك سيرتفع الدخل مولداً حجم ادخار أعظمي، مما يؤدي إلى تراجع سعر الفائدة في نهاية الأمر.

تبقى أسعار الفائدة ثابتة فقط عندما يكون كل من الاقتصاد [الذي يتضمن سوق السلع والخدمات وسوق العمل] وسوق النقد وسوق فائض الأموال وسوق العملة الأجنبية جميعها في التوازن في وقت واحد، وكنتيجة لذلك فإن سعر الفائدة التوازني الثابت تماماً خلال فترة طويلة الأجل يتميز في الحالات التالية:

أ- الادخار المخطط = الاستثمار المخطط (متضمناً استثمارات الأفراد والشركات والحكومة) عبر كامل النظام الاقتصادي (التوازن في الاقتصاد متضمناً سوق السلع والخدمات وسوق العمل).

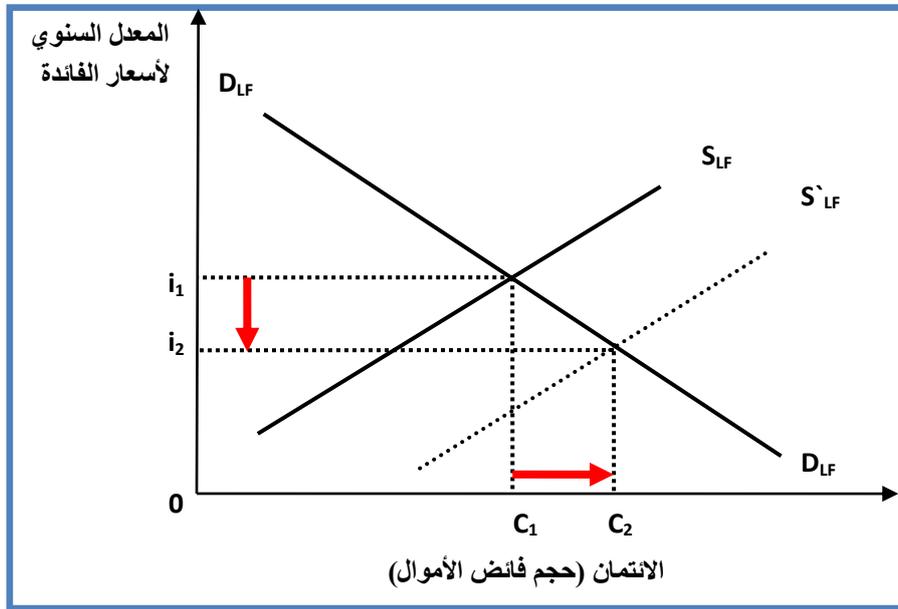
ب- عرض النقود = الطلب على النقود (التوازن في سوق النقد).

ت- الكمية المعروضة من فائض النقود = الكمية المطلوبة منها (التوازن في سوق استثمار الأموال الفائضة).

ث- الفرق بين الطلب الأجنبي على فائض الأموال وحجم الأموال المعروض من قبل الأجانب في الاقتصاد المحلي = الفرق بين الصادرات والواردات الجارية في الاقتصاد المحلي (التوازن في ميزان المدفوعات وسوق العملة الأجنبية).

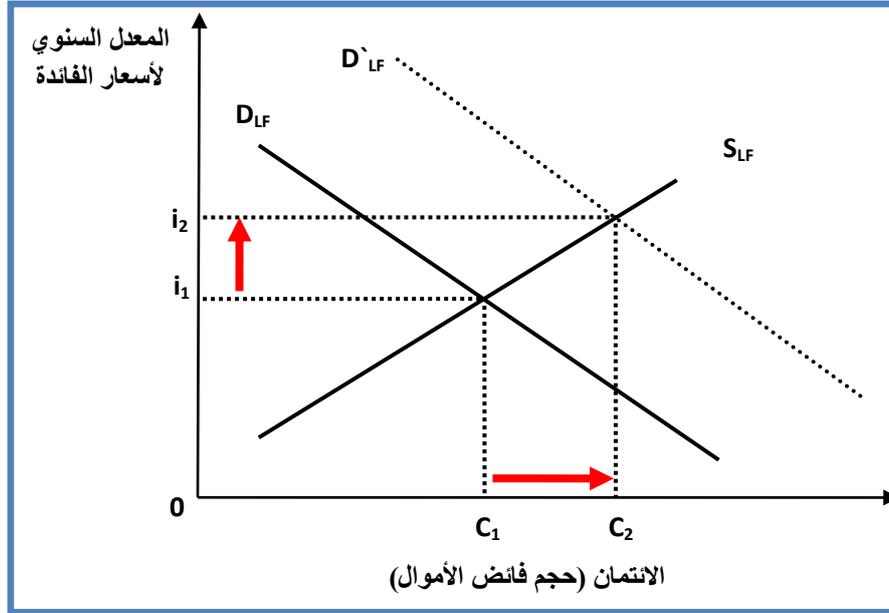
يفيد الإطار المبسط للعرض والطلب في تحليل مجمل تحركات أسعار الفائدة، على سبيل المثال إذا تزايد إجمالي عرض فائض الأموال وبقي الطلب دون تغيير أو ارتفع ببطء شديد فإن حجم الائتمان في الأسواق المالية والتقديية لا بد أن يزيد، وستتخف أسعار الفائدة، وهذا واضح في الشكل (5-1) الذي يظهر منحنى العرض ينزلق نحو اليمين عندما (S_{LF}) يزداد إلى (S'_{LF}) مولداً بذلك انخفاضاً في معدل التوازن لسعر الفائدة من (i_1) إلى (i_2) ، وتزداد كمية فائض الأموال المتداولة في النظام المالي من (C_1) إلى (C_2) .

الشكل (5-1) أثر زيادة عرض فائض الأموال مع ثبات الطلب



وفي حال ازدياد الطلب مع بقاء العرض ثابتاً، سيزداد حجم الائتمان، ولكن القروض ستقدم بأسعار فائدة مرتفعة ويوضح ذلك الشكل (6-1) حيث يرتفع الطلب من (D_{LF}) إلى (D'_{LF}) جاعلاً سعر الفائدة يرتفع من (i_1) إلى (i_2) .

الشكل (6-1) أثر زيادة الطلب على فائض الأموال مع ثبات العرض



تجاوز ويكسل فكرة حيادية النقود وحالة التوازن بين العرض الكلي والطلب الكلي (قانون ساي) في النظرية الكلاسيكية، وأن هذا التوازن لا يوجد في الحياة العملية وإنما الحالة السائدة هي حالات عدم التوازن، وقد فسر ويكسل حالات الاختلال طبقاً لنظرية أسعار الفائدة، حيث ميّز بين نوعين من أسعار الفائدة¹ هما النقدي والحقيقي على النحو الآتي:

¹ الجنابي، هيل عجمي جميل، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 207.

أ- سعر الفائدة النقدي:

هو سعر الفائدة الذي يسود في البنوك التجارية، ويمثل ثمن رأس المال. ويتحدد سعر الفائدة النقدي بتفاعل قوى الطلب على الأموال وعرضها، فعندما يزيد عرض الأموال ينخفض سعر الفائدة، وعند زيادة الطلب على الأموال يميل سعر الفائدة للارتفاع.

ب- سعر الفائدة الحقيقي:

ويمثل العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار رأس المال الحقيقي الجديد، وهو يمثل الربح الذي يسعى رجال الأعمال الحصول عليه من استثماراتهم النقدية، ويعبر عن الكفاية الحدية لرأس المال، وبالتالي يتحدد الطلب على الأموال لأغراض استثمارية بسعر الفائدة الحقيقي.

يرى ويكسل أن التوازن يحدث عندما يتساوى سعر الفائدة النقدي مع سعر الفائدة الحقيقي وعندها يتساوى الادخار مع الاستثمار في سوق رأس المال والطلب الكلي مع العرض الكلي في سوق السلع، وبالتالي فإن استقرار الأسعار لا يحدث إلا إذا كان سعرا الفائدة النقدي والحقيقي متساويين.

4. دور سعر الفائدة في التأثير على الأسعار:

إن التقلبات بين سعر الفائدة الحقيقي والنقدي هي السبب في إحداث التقلبات في المستوى العام للأسعار، فإذا كان سعر الفائدة النقدي أقل من الحقيقي، فإن ذلك يعكس ارتفاع الأسعار، في حين أن ارتفاع سعر الفائدة النقدي عن سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار وارتفاع قيمة النقود، وهنا يؤكد ويكسل على دور سعر الفائدة النقدي وعلاقته بسعر الفائدة الحقيقي في التأثير على المستوى العام للأسعار وليس على أثر كمية

النقود كما فعل أسلافه الكلاسيكيون، ولذلك يرى ويكسل إن للبنوك التجارية دوراً في تحقيق الاستقرار في الأسعار من خلال إتباع سياسة فائدة مستقرة بهدف التساوي بينها وبين سعر الفائدة الحقيقي¹. ومن وجهة نظر ويكسل فإن سعر الفائدة هو ظاهرة حقيقية، ففي حين أن سعر الفائدة في الأسواق المالية يتحدد بالعرض على النقود والطلب عليها فإن سعر الفائدة المحايد (الحقيقي) يتحدد بعوامل حقيقية ولا تؤثر النقود في هذا السعر².

¹ الجنابي، المرجع السابق، ص210.

² Belke, op. cit, p172.

ثانياً- نظرية تفضيل السيولة (أو الأرصدة النقدية):

The Liquidity Preference Theory of Interest Rates

طوّر الاقتصادي البريطاني جون ماينرد كينز John Maynard Keynes خلال عام 1930 نظرية سعر الفائدة، التي فسرت التغيرات في أسعار الفائدة في الأجل القصير. وتؤكد نظرية تفضيل السيولة إن سعر الفائدة هو عبارة عن الدفع لقاء استخدام مورد نادر أي النقود أو السيولة النقدية¹. حيث يفضل الأفراد والمشروعات الاحتفاظ بالنقود بهدف إنجاز المعاملات اليومية، وكذلك من أجل الحيلة ضد الاحتياجات النقدية المستقبلية، على الرغم من أن الدخل النقدي أو معدل العائد على النقود عادة ما يكون منخفضاً أو معدوماً. ووفقاً لكينز فإن سعر الفائدة يتحدد بتفاعل عاملين: الطلب على النقود (تفضيل السيولة) وعرض النقود وهذا يعني من وجهة نظر كينز إن سعر الفائدة هو ظاهرة نقدية بحتة².

1. الطلب على السيولة:

بحسب نظرية تفضيل السيولة، يوجد شكلان لأموال المستثمرين هما السندات، والنقود أو الأرصدة النقدية التي تتضمن أيضاً الودائع المصرفية. حيث تشكل النقود سيولة تامة أي قوة شرائية فورية (القدرة على الإنفاق)، في حين تعطي السندات فائدة، لكنها-أي السندات- لا يمكن أن تشكل قوة شرائية إلا إذا تم تحويلها إلى نقود. ويرغب المستثمرون عادة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أو المحدد كالسندات الحكومية، كما يرغبون بالاحتفاظ بالنقود أي السيولة النقدية كملجأ آمن من انخفاض أسعار هذه الأصول. لذلك تستخدم أسعار الفائدة كي تحفز المحتفظين بالنقود على التخلي عنها والاحتفاظ بأصول أخرى تحمل خطورة أكبر ولكنها مدرة

¹ Rose, op. cit, p126.² Belke, op. cit, p185.

للدخل. إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فإن القيمة السوقية للسندات ذات معدل الفائدة الثابت سوف تنخفض، وبالتالي سيعاني المستثمرون من خسائر في رأس المال عند تحويل هذه السندات إلى نقود (تسييل السندات). من جهة أخرى، ينتج عن انخفاض أسعار الفائدة ارتفاع أسعار السندات، وبالتالي يلاقي حامل السندات ربحاً رأسمالياً عند بيع السندات مقابل السيولة¹.

1-1- دوافع الاحتفاظ بالنقود:

اعتبر الاقتصاديون الكلاسيك أن الأفراد يحتفظون بالنقود كونها وسيطاً للتبادل وللقيام بمعاملاتهم اليومية، وبالأسلوب نفسه اتبع كينز الكلاسيكيين، وأكد أن هذا الجزء من الطلب على النقود محدد في الدرجة الأولى بمستوى معاملات الأفراد، لاعتقاده بأن هذه المعاملات متناسبة (متوازنة) مع الدخل كما هو الأمر عند الكلاسيكيين. إلا أن كينز ذهب إلى أبعد من التحليل الكلاسيكي في تفسيره لاحتفاظ الأفراد بالنقود²، فبالإضافة إلى احتفاظ الأفراد بالنقود من أجل إجراء معاملاتهم اليومية، يحتفظ الأفراد بالنقود لمواجهة احتياجاتهم غير المتوقعة (الرصيد النقدي الاحتياطي). يمكن للأفراد أو المؤسسات الاحتفاظ بالنقود أو شراء السندات وليس من المحتمل بحسب كينز أن يتم الاحتفاظ بالأنوعين معاً، وبافتراضه هذا -النقود أو السندات- فإن عرض السندات يساوي الطلب على النقود، أو الطلب على السندات يساوي عرض النقود، أي إن السندات يتم مبادلتها بالنقود والعكس صحيح³.

¹ Rose, op. cit, p126.

² Mishkin, Frederic S, **The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets**, 7th ed, The Addison-Wesley series in economics, 2004, p522.

³ Belke, op. cit, p185.

يستند الطلب على النقود طبقاً لنظرية تفضيل السيولة إلى ثلاثة دوافع مختلفة:

أ- **دافع المبادلات Transactions Motive**: المتمثل بالطلب على النقود للقيام

بعمليات شراء السلع والخدمات، حيث تحتفظ المشروعات وكذلك القطاع العائلي بجزء من النقود بصورة سيولة في الصندوق أو حسابات تحت الطلب لمواجهة المصروفات اليومية، وذلك لأن التدفقات النقدية الخارجة (الإنفاق) غير محددة بالكمية والزمان، وبسبب كلفة التحويل بين النقود والأصول الأخرى.

ب- **دافع الحيطة Precautionary Motive**: (أو دافع الاحتراز والحذر)

للاحتفاظ بالنقود من أجل مواجهة المصروفات المستقبلية غير المتوقعة، فقد يواجه القطاع العائلي احتياجاته الكبيرة بالسيولة إذا قام الأفراد بالاحتفاظ بجزء من ثروتهم بشكل ادخار أو بالحصيلة النقدية غير الموظفة. ولهذا السبب فإن الطلب على النقود بهدف الحيطة يتعاظم في الاقتصادات شديدة التقلب.

ت- **دافع المضاربة Speculative Motive**: ويتمثل بالطلب على النقود من أجل

شراء السندات التي تحمل أسعار فائدة محددة. وبما أن الطلب على النقود بداعي المعاملات والحيطة غير حساس لأسعار الفائدة كما هو معتقد، فإن الطلب على النقود يمكن أن يؤثر في الأجل القصير في أسعار الفائدة كنتيجة للدافع الثالث للاحتفاظ بالنقود¹، والذي يستجيب -أي دفع المضاربة- بصورة متواصلة للتغيرات التدريجية في سعر الفائدة، أي إن هناك منحنى مستمراً يربط التغيرات في الطلب على النقود لإشباع دافع المضاربة والتغيرات في سعر الفائدة المحددة بالتغيرات في أسعار السندات والديون ذات الاستحقاقات المختلفة².

اعتقد كينز أن كمية النقود الاحتياطية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها محددة في

الدرجة الأولى بحجم المعاملات التي يتوقعونها في المستقبل، ولأن هذه المعاملات متناسبة مع

¹ Rose, op. cit, p128.

² كينز، جون ماينرد، النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود، ت: إلهام عيدروس، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث، 2010، ص241.

الدخل، افترض أن الطلب على النقود بغرض الحيلة متناسب مع الدخل أيضاً. كما ذهب إلى اعتبار النقود مخزناً للثروة، وسمى هذا العامل بدافع المضاربة. وباعتبار الثروة ترتبط مع الدخل ارتباطاً وثيقاً، بحسب اعتقاد كينز، سيكون دافع المضاربة كعنصر من عناصر الطلب على النقود مرتبطاً بالدخل أيضاً. لهذا اهتم كينز بالعوامل التي تؤثر في القرارات التي تحدد كمية النقود كمخزن للثروة وخاصةً أسعار الفائدة¹.

عند وضع الدوافع الثلاثة في معادلة الطلب على النقود، كان كينز دقيقاً في التمييز بين الكميات الاسمية والكميات الحقيقية للنقود، حيث أن النقود تُقيم بقدرتها الشرائية، فإذا تضاعف مستوى الأسعار في الاقتصاد، على سبيل المثال، فإن كمية النقود الاسمية ذاتها يمكن أن تشتري فقط نصف السلع التي كانت قادرة على شرائها قبل مضاعفة الأسعار. واستنتج كينز أن الأفراد يريدون الاحتفاظ بكمية محددة من الأرصدة النقدية بالمعنى الحقيقي - أي الكمية التي عبر عنها بالدوافع الثلاثة السابقة والتي ترتبط بالدخل الحقيقي (Y) وبأسعار الفائدة (i)، ووضع معادلة الطلب على الأرصدة النقدية المعروفة بمعادلة تفضيل السيولة، والتي توضح أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية Md/P تابع لكل من أسعار الفائدة والدخل:

$$\frac{Md}{P} = f(i, Y)$$

حيث أن i : سعر الفائدة؛ Y : الدخل؛ Md : الطلب على النقود؛ P : الأسعار.

كما أشار كينز إلى أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يرتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الفائدة وطردية مع الدخل الحقيقي، وبالتالي خُصص إلى أن هذا الطلب لا يرتبط بالدخل فقط، بل بأسعار الفائدة أيضاً، وهذا هو الفرق الرئيس الذي تميز (أو جاء) به كينز عن وجهة

¹ بتصرف. Mishkin, op. cit, p 521-522.

نظر فيشر فيما يتعلق بالطلب على النقود، والتي لم تشر إلى أي أثر لأسعار الفائدة على الطلب على النقود¹.

وفيما بعد قام **James Tobin** في إطار تطوير النظرية الكينزية بالتمييز بين مصدرين لتفضيل السيولة²، الأول: هو عدم مرونة توقعات أسعار الفائدة المستقبلية، والثاني: الغموض حول هذه الأسعار. وبين أن الفرد يواجه خيار الاحتفاظ برصيده النقدي إما بصورة نقد سائل أي دون أي عائد، أو بالاستثمار في شراء سندات تدر عائداً سنوياً، وبالتالي على الفرد أن يقرر ما هو الجزء الذي سيخصه من رصيده ليحتفظ به كقند سائل وما الجزء الذي سيشتري به السندات، ومن المفترض أن قراره هذا سيكون ثابتاً على مدار العام. يتوقع المستثمر الحصول على عائد (r_e) في نهاية الفترة عند استثماره بشراء السندات، ومن المفترض أن يكون هذا التوقع مؤكداً في الوقت الحالي - لحظة اتخاذ قرار الاستثمار - ومستقلاً عن معدل العائد الحالي (r)، ولذا سيتوقع المستثمر أن كل مبلغ يتم استثماره بالسندات سينتج ربحاً أو خسارة في رأس المال المستثمر (g) إضافةً إلى معدل الفائدة، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة الآتية:

$$g = \frac{r}{r_e} - 1$$

وبالتالي إن كان العائد الحالي ($g+r$) أكبر من الصفر فإن المستثمر سيخصص كامل رصيده النقدي لشراء السندات، وفي الحالة المعاكسة إذا كان ($g+r$) أصغر من الصفر سيبقي المستثمر رصيده كقند سائل، وقد عبّر **Tobin** عن هذه الحالة بالصيغة الآتية:

$$r_c = \frac{r_e}{1+r_e}$$

¹ Mishkin, op. cit, p 523.

² Tobin, James, **liquidity preference as behavior towards risk**, cowls foundation, yale university, 1956.

وهنا يستثمر الفرد كامل رصيده النقدي في شراء السندات طالما إن (r) أكبر من (r_c) .

يرتبط تحليل دوافع تفضيل السيولة بما يسمى السرعة الداخلية للنقود -income- velocity of money، حيث إن هذه السرعة لا تقيس سوى الجزء الذي يختار الأفراد الاحتفاظ به من دخلهم في صورة نقد سائل، وبالتالي قد يكون ارتفاعها علامةً على انخفاض تفضيل السيولة، لكن الأمر يبدو مختلفاً، فاختيار الفرد بين السيولة أو عدمها يتم على أساس مخزونه من المدخرات المتراكمة وليس على أساس دخله¹. وباشتقاق معادلة تفضيل السيولة بالنسبة لسرعة دوران النقود، يلاحظ أن النظرية الكينزية تبين أن سرعة تداول النقود (V) ليست ثابتة، بل متذبذبة وفقاً للتغيرات في أسعار الفائدة. ويمكن إعادة صياغة معادلة التفضيل كالآتي:

$$\frac{P}{Md} = \frac{1}{f(i, Y)}$$

وبضرب طرفي المعادلة بـ Y مع ملاحظة أنه يمكن استبدال Md بـ M لأنهما

متساويان في السوق النقدية المتوازنة، تنتج المعادلة الآتية التي تحدد سرعة دوران النقود V :

$$V = \frac{PY}{Md} = \frac{Y}{f(i, Y)}$$

وبما أن العلاقة عكسية بين الطلب على النقود وأسعار الفائدة، فإن سرعة دوران

النقود V ستزداد عندما ترتفع أسعار الفائدة بسبب انخفاض قيمة $f(i, Y)$ ، بمعنى آخر، إن

ارتفاع أسعار الفائدة يشجع الأفراد على الاحتفاظ بكميات أقل من الأرصدة النقدية الحقيقية عند

¹ كينز، مرجع سابق، ص 239.

مستوى دخل محدد، وبالتالي ستزداد سرعة النقود، هذا يقتضي، وفق نظرية تفضيل السيولة، أن سرعة تداول النقود ستكون متذبذبة طالما أن أسعار الفائدة متذبذبة (متغيرة باستمرار).

تتغير أسعار الفائدة وتكون متكررة بشكل دوري، حيث ترتفع في فترة النمو الاقتصادي وتنخفض في فترة الركود. وتشير نظرية تفضيل السيولة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من سرعة النقود، فالتغيرات الدورية في أسعار الفائدة يجب أن تحدث تغيرات دورية في سرعة النقود.

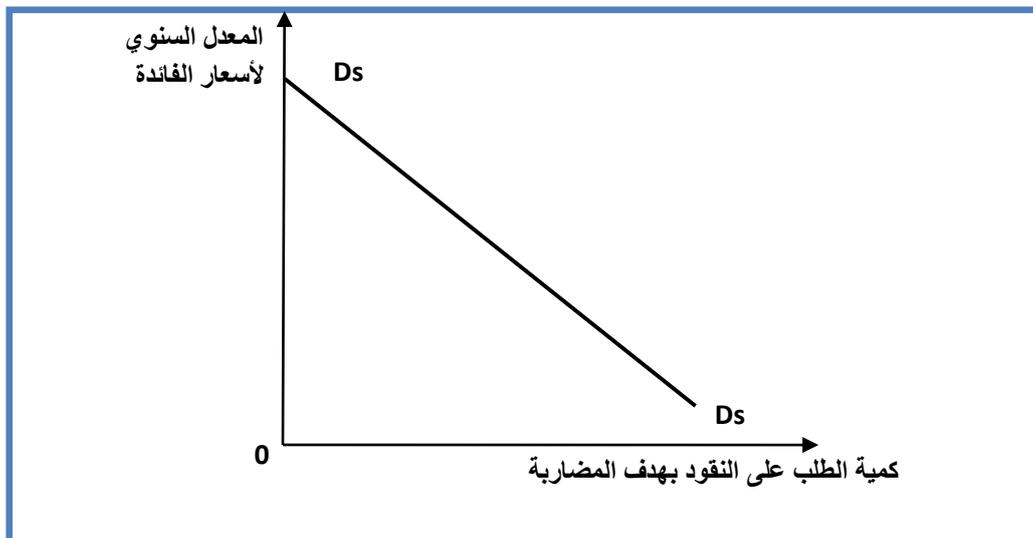
إن توقع ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل سيجعل الأفراد يتوقعون انخفاض أسعار السندات (العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وسعر السند) والذي سيرافق مع خسائر رأسمالية، وبالتالي سينخفض العائد المتوقع من السندات وتصبح النقود أكثر جاذبية بالمقارنة مع السندات، ونتيجة لذلك سيزداد الطلب على النقود وهذا يعني أن قيمة $f(i, Y)$ سوف تزداد مما يعني انخفاض سرعة النقود. حيث أن سرعة النقود ستتغير طالما أن التوقعات حول أسعار الفائدة المستقبلية تتغير، ويؤدي عدم ثبات هذه التوقعات إلى عدم ثبات سرعة دوران النقود، وهذا أحد أهم الأسباب الذي جعل كينز يرفض وجهة النظر التي تقول بالتعامل مع سرعة النقود على أنها ثابتة¹.

بفرض أن مستثمراً اشترى مؤخراً سندا لشركة ما بقيمة \$1000، وتتعهد الشركة المصدرة لهذا السند بدفع قيمة على السند تبلغ \$100 سنوياً ممثلةً بعائد الفائدة، وبفرض أن السند هو ورقة مالية دائمة (سند ذو دخل مدى الحياة)، فهذا يعني أن المستثمر سيتلقى \$100 في السنة مادام محتفظاً بالسند. يكون معدل العائد السنوي على هذا السند في هذه الحالة 10%، وبفرض أن أسعار الفائدة على السندات المشابهة ارتفعت الآن إلى 12%، فسيؤدي هذا إلى انخفاض

¹ Mishkin, op. cit, p524.

سعر السند في السوق، لأن العائد السنوي عليه أقل من 12%، وبالتالي سينخفض سعر السند ذي العائد 10% إلى \$833، لأنه عند هذه القيمة للسند سيعطي دخلاً سنوياً بقيمة \$100 إذا كان المعدل السنوي للعائد 12%. وبالتالي إذا كانت الفائدة السنوية قد انخفضت إلى 9% مثلاً، فإن قيمة السند سوف ترتفع إلى \$1111. كنتيجة لذلك عندما يكون هناك تقلبات كبيرة في الأسعار المستقبلية للسندات، مثلاً في حال انخفاض أسعار السندات سينتج عن ذلك مخاطر رأسمالية، مما يدفع الكثير من المستثمرين إلى الطلب على النقود أو الأصول الشبيهة بالنقود كالودائع المصرفية بدلاً من السندات وخسارة عائد الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة بسبب الاحتفاظ بالنقود غير الموظفة. لهذا فإن أسعار الفائدة المرتفعة تشجع المستثمرين على تخفيض طلب النقود بهدف المضاربة عند خسائر رأس المال، بينما تشجع أسعار الفائدة المنخفضة المستثمرين باحتفاظهم بالنقود بخفض مخاطر خسائر رأس المال. يتضح من هذا إن العلاقة عكسية بين دافع المضاربة وأسعار الفائدة، وطردية بين سرعة النقود وأسعار الفائدة. ويمكن تمثيل الطلب على النقود بهدف المضاربة بالمنحنى الذي يميل نحو الأسفل وإلى اليمين في الشكل (7-1) الذي يعكس العلاقة العكسية بين المضاربة ومستوى أسعار الفائدة.

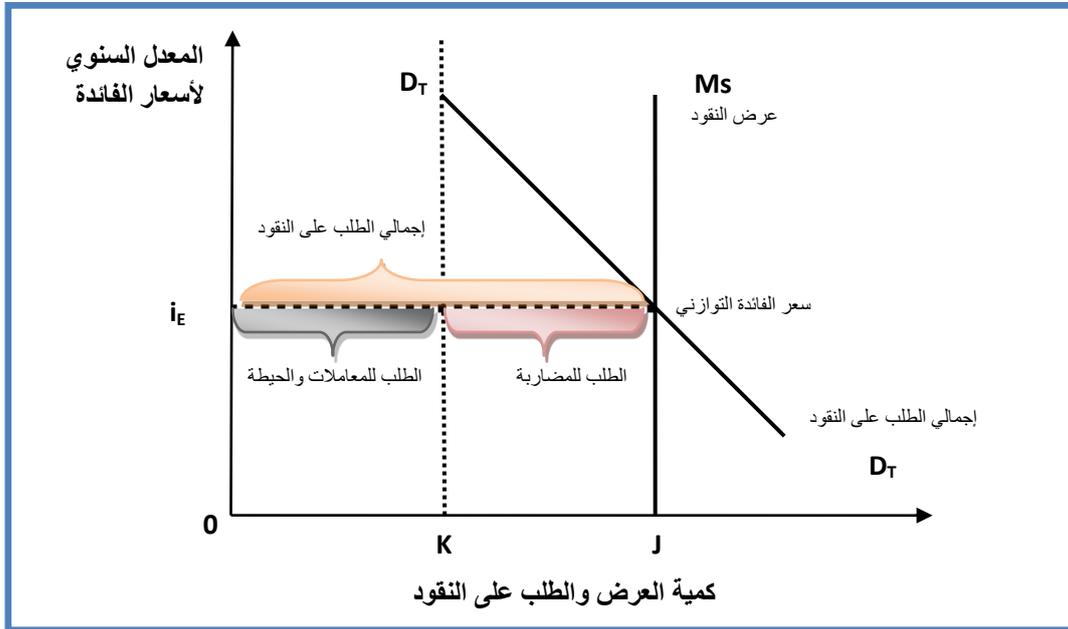
الشكل (7-1) منحنى الطلب على النقود بهدف المضاربة



1-2- الطلب الكلي على السيولة:

هو مجموع الطلب على النقود بهدف المعاملات والحبيطة والمضاربة، فالمحدد الأساسي للطلب على النقود للقيام بالمعاملات اليومية هو الدخل، والمحدد الأساسي للحبيطة هو التقلبات في الدخل وليست أسعار الفائدة، أي أنه محدد عند مستوى معين من الدخل القومي¹. يمكن تمثيل هذا الطلب بالكمية (OK) الموجودة على طول المحور الأفقي في الشكل (1-8)، عندها تكون أي كمية من الطلب على السيولة تتجاوز (OK) هي الطلب من أجل المضاربة، ويتمثل الطلب الكلي على النقود بالمنحنى (D_T) ، لهذا السبب إذا حُدد سعر الفائدة في هذه اللحظة عند النقطة (i_E) ستكون كمية الطلب على النقود من أجل المضاربة ممثلةً بـ (KJ) وسيكون الطلب الإجمالي على النقود ممثلاً بـ (OJ) .

الشكل (1-8) إجمالي الطلب على النقود وسعر الفائدة التوازني في نظرية تفضيل السيولة

¹ Rose, op. cit, p129.

2. عرض النقود (السيولة):

يعدّ عرض النقود عنصراً أساسياً في تحديد أسعار الفائدة طبقاً لنظرية تفضيل السيولة، وعادةً يكون عرض النقود تحت السيطرة في الاقتصادات الحديثة أو على الأقل مضبوطاً بإحكام من قبل السلطة النقدية، لأن قرارات الحكومة المتعلقة بعرض النقود المتوقع موجهة بالرفاهية العامة وليس بمستوى أسعار الفائدة¹. لذلك يُفترض أن عرض السيولة النقدية غير مرّن فيما يخص سعر الفائدة، كمنحنى عرض النقود الممثل بالخط العمودي (Ms) في الشكل (1-8).

3. سعر الفائدة التوازني في نظرية تفضيل السيولة:

يُحدّد التفاعل بين الطلب والعرض الكلي للسيولة توازن سعر الفائدة في الأجل القصير، وكما هو مبين في الشكل (1-8) فإن معدل التوازن يتحدد عند سعر الفائدة (i_E) حيث إجمالي كمية الطلب النقدي من قبل العامة (D_T) تساوي كمية العرض من النقود (Ms). في حال تجاوز عرض النقود كمية الطلب -أي فوق نقطة معدل التوازن- ستحاول بعض الشركات والقطاع العائلي التخلص من السيولة غير الضرورية التي تحتفظ بها عن طريق شراء السندات، لذلك سترتفع أسعار السندات مخفضةً أسعار الفائدة باتجاه نقطة التوازن (i_E). من ناحية أخرى تزداد كمية الطلب على النقود عن العرض النقدي تحت نقطة التوازن، وبالتالي سيبيع بعض صانعي القرار في الاقتصاد سنداتهم لزيادة الكتلة النقدية، مخفضين بذلك أسعار السندات، مما يجعل سعر الفائدة يرتفع نحو نقطة التوازن².

¹ Rose, op. cit, p130.

² للمزيد أنظر:

- Rose, op. cit, p130
- Belke, op. cit, p186-187.

يفترض كينز أن الأفراد يعتقدون أن أسعار الفائدة تنجذب إلى قيمة مستقرة إلى حدٍ ما، فإذا كانت أسعار الفائدة أقل من القيمة الطبيعية، سيتوقع الأفراد ارتفاع أسعار الفائدة على السّندات مستقبلاً، وبالتالي توقع تحمل خسائر رأسمالية على هذه السّندات. كنتيجة لذلك من المحتمل أن يحتفظ الأفراد بثروتهم على شكل نقود أكثر من السّندات، مما سيؤدي إلى ارتفاع الطلب على النقود. وبصورة عامة، عندما تكون أسعار الفائدة أعلى من المعدل الطبيعي سوف يتوقع الناس هبوط أسعار الفائدة وارتفاع أسعار السّندات، وتحقيق أرباح رأسمالية. وسيتوقع الناس على الأرجح أن تكون عائدات السّندات عند مستوى أسعار الفائدة المرتفعة إيجابية أكثر من العائد المتوقع من الاحتفاظ بالنقود. ومن المحتمل أن يحتفظوا بالسّندات أكثر من احتفاظهم بالنقود، وبالتالي سينخفض الطلب على النقود¹.

من خلال التحليل الكينزي يمكن الاستنتاج أنه بارتفاع أسعار الفائدة ينخفض الطلب على النقود وبالتالي يرتبط الطلب على النقود بعلاقة عكسية مع مستوى أسعار الفائدة، في حين أن العرض النقدي يُحدّد من قبل السلطة التّقديّة.

¹ Mishkin, op. cit, p 523.

ثالثاً- نظرية التوقعات الرشيدة¹:

The Rational Expectations Theory Of Interest

ظهرت في السنوات الأخيرة، وبُنيت هذه النظرية على مجموعة متنامية من الأبحاث التي أكدت أن الأسواق المالية والتقدية هي مؤسسات قادرة على تنظيم معلومات جديدة تؤثر في أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية، على سبيل المثال، عندما يكون هناك معلومات جديدة حول الاستثمار أو الادخار أو عرض النقود، يبدأ المستثمرون في الحال بترجمة هذه المعلومات الجديدة إلى قرارات حول اقتراض الأموال أو إقراضها.

ترتكز هذه النظرية على ثلاث فرضيات، الأولى إن الأسواق المالية عالية الكفاءة وتقدم معلومات وافرة وواضحة، والثانية إن الأسعار تُضبط بصورة آنية ولذلك فإن كل سوق ستكون بحالة التوازن في أي فترة زمنية، والفرضية الثالثة هي أن التوقعات توضع بصورة عقلانية. أي تفترض نظرية التوقعات أن الشركات والأفراد هم عملاء عقلانيون يحاولون وضع الاستخدام الأمثل للموارد ضمن ترتيباتهم بغية تعظيم فوائدهم. علاوةً على ذلك، إن العميل الرشيد سوف يتجه للقيام بتنبؤات موضوعية حول أسعار الأصول وأسعار الفائدة والمتغيرات الأخرى². فإذا كانت الأسواق المالية والتقدية عالية الكفاءة ستبقى أسعار الفائدة قريبة من مستويات التوازن، وأي انحراف عن سعر الفائدة التوازني الناتج عن قوى العرض والطلب سوف يُزال حالاً.

قد لا ينجح في الأجل الطويل توقع متداولي الأوراق المالية الذين يرغبون في الحصول على الأرباح غير العادية (الكسب غير المتوقع)، فيما إذا كانت أسعار الفائدة مرتفعة جداً

¹ Rose, op. cit, p137-140. بتصرف

² Holland, A.steven, **Rational expectation and the effects of monetary policy: a guide for the uninitiated**, federal reserve of st.louis, may 1985, p6-8.

(عندها من المحتمل أن تنخفض) أو منخفضة جداً (عندها من المحتمل أن ترتفع). لأنه من المحتمل أن يكون تأرجح أسعار الفائدة حول التوازن سريعاً وعشوائياً. بالإضافة إلى ذلك فإن المعرفة بأسعار الفائدة القديمة (السابقة مثل تلك الأسعار السائدة أمس أو الشهر الماضي) قد يصعب التنبؤ بحدوثها في المستقبل.

في الواقع، إن نظرية التوقعات الرشيدة توحى أنه من المحتمل في ظل معلومات جديدة، أن يكون التنبؤ الأمثل لأسعار الفائدة في الفترة القادمة مساوياً لأسعار الفائدة للفترة الحالية، وذلك لعدم وجود سبب محدد لتكون أسعار الفائدة المستقبلية أعلى أو أقل من الأسعار الحالية كي تسبب المعلومة الجديدة تغيرات في توقعات الأسواق المشاركة.

إن الأخبار القديمة لن تؤثر في أسعار الفائدة اليوم، لأن هذه الأسعار ضبطت مسبقاً بناء على تلك الأنباء، فأسعار الفائدة سوف تتغير فقط إذا ظهرت معلومات جديدة تماماً وغير متوقعة. على سبيل المثال إذا أعلن المصرف المركزي أن عليه أن يقترض 10 بليون دولار إضافي في الشهر المقبل، فإنه من المحتمل أن تستجيب (تتأثر) أسعار الفائدة لهذه المعلومة عندما تظهر لأول مرة. في الواقع، ربما تكون أسعار الفائدة قد ازدادت في ذلك الوقت لأن العديد من المستثمرين سوف يدرسون حاجة الحكومة الإضافية للائتمان كإضافة إلى الطلبات الائتمانية الأخرى في الاقتصاد مع ثبات عرض فائض الأموال، وبالتالي سوف يتوقعون ارتفاع أسعار الفائدة. وإذا أعادت الحكومة إعلانها السابق فإن أسعار الفائدة لن تتغير في المرة الثانية لأنها ستكون معلومة قديمة قد أثرت مسبقاً على أسعار الفائدة الحالية.

بفرض أن الحكومة صرّحت وبشكل مفاجئ ومخالف للتوقعات، بأن الإيرادات الضريبية جمعت الآن بكميات أكبر مما كان متوقعاً، ولهذا لا حاجة لاقتراض جديد. من المحتمل أن

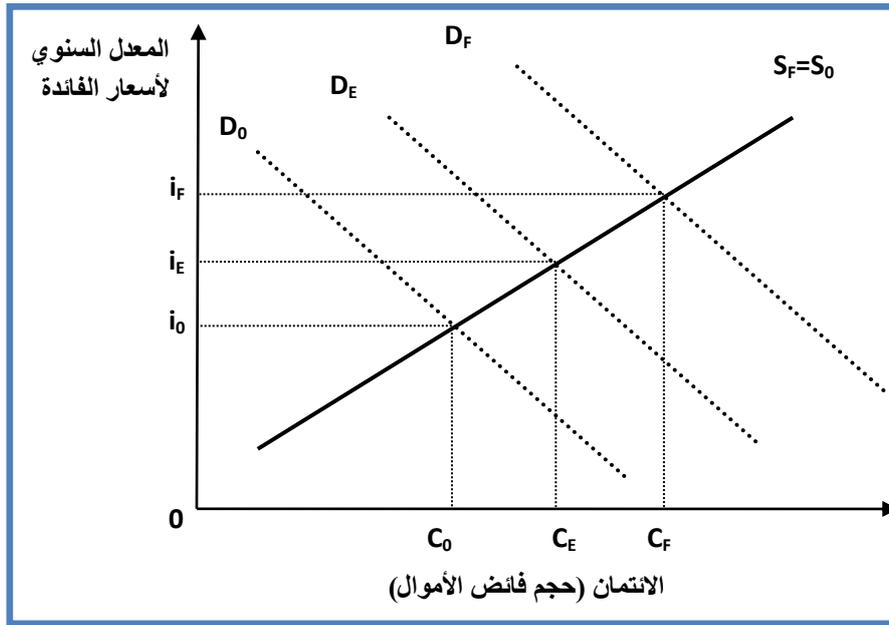
تنخفض أسعار الفائدة على الفور، كما قد تضطر الأسواق المشاركة إلى تعديل خططها الاقتراضية والإقراضية كي تتعامل مع الوضع الجديد.

معرفة اتجاه حركة أسعار الفائدة:

إن المسار الذي ستتسلكه أسعار الفائدة يعتمد على التوقعات التي ستبدأ بها الأسواق المشاركة، وبالتالي إذا كانت الأسواق المشاركة تتوقع زيادة الطلب على الائتمان دون تغيير في العرض، فإن الإعلان غير المتوقع عن تخفيض الطلب على الائتمان سيقنضي انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل. وبصورة مشابهة إذا كانت توقعات السوق حول طلب أقل على الائتمان في المستقبل مع بقاء العرض ثابتاً، سيقنضي هذا ارتفاع أسعار الفائدة عندما تتواجه مع إعلان غير متوقع بزيادة الطلب على الائتمان.

يمكن من خلال ما سبق تعديل نظرية استثمار فائض الأموال في سعر الفائدة، وذلك بأن منحنيات الطلب والعرض لا تعكس الطلب والعرض الفعليين فقط، إنما أيضاً الطلب والعرض المتوقعين على فائض الأموال. وبفرض أن (S_0) و (D_0) يمثلان الطلب والعرض الفعليين لفائض الأموال في الفترة الحالية، الموضحين في الشكل (1-9)، بينما (D_F) يمثل الطلب الفعلي لفائض الأموال والذي سيسود في الفترة المقبلة، ومن المفترض أن يكون العرض على فائض الأموال هو نفسه في كلا الفترتين $(S_0=S_F)$. وبفرض أن الحكومة وخلال هذه الفترة أصدرت إعلاناً جديداً غير متوقع عن زيادة احتياجها لاقتراض الأموال في الفترة المستقبلية بسبب عجز كبير وغير عادي في الميزانية، تكون النتيجة منحنى طلب جديد متوقع لفائض الأموال (D_E) مخطط له ليسود في الفترة المستقبلية (F) لكن كما يراه الآن المقترضون والمقرضون في الفترة الحالية (0).

الشكل (9-1) الطلب المتوقع وعرض فائض الأموال وفق نظرية التوقعات العقلانية



في هذه الحالة لن يكون معدل التوازن لسعر الفائدة في الفترة الحالية (i_0) وإنما (i_E) حيث يتقاطع منحنى الطلب المتوقع (D_E) مع منحنى العرض (S_0) وبالتالي كمية التوازن لفائض الأموال المتداولة في الفترة الحالية هي (C_E) وليست (C_0). وهذا وفقاً لنظرية التوقعات الرشيدة - لأنّ المقترضين والمقرضين سيتصرفون كعملاء عقلانيين مستخدمين كل ما لديهم من المعلومات (من ضمنها الأحداث المتوقعة مثل إعلانات الحكومة بأنها سوف تحتاج لاقتراض المزيد من النقود في الفترة المستقبلية) من أجل تسعير الأصول اليوم. وعند الفترة المستقبلية، سيرتفع معدل الفائدة التوازني إلى المعدل (i_F) وستصبح كمية الأموال المتداولة (C_F)، وسينتقل معدل التوازن نحو الأعلى لأن الطلب على فائض الأموال في الفترة (F) سيكون أكثر من الطلب المستقبلي المتوقع من قبل الأسواق المشاركة في الفترة (0). من جهة أخرى وبفرض أنّ الطلب الفعلي على فائض الأموال في الفترة (F) انتقل نحو الأعلى إلى ما بعد (D_0) لكن بكمية أقل مما كان يتوقعه المستثمرون في السوق في الفترة (0)، عندها سوف يهبط منحنى الطلب

(D_F) إلى نقطة ما تقع بين (D_0) و (D_E) وسيكون سعر الفائدة التوازني أقل من (i_E) في نقطة ما تقع بين (i_0) و (i_E).

تشير نظرية التوقعات الرشيدة إلى أن التنبؤ بأسعار الفائدة يتطلب المعرفة بالتوقعات الحالية للعامة، فإذا كانت المعلومات الجديدة كافية لتغيير هذه التوقعات، فإنه يجب أن تتغير أسعار الفائدة وأسعار الأصول أيضاً. هذه الرؤية من نظرية التوقعات الرشيدة ستخلق مشكلات جوهرية لصانعي السياسة في الحكومة. أي إن صانعي السياسة لا يستطيعون تحريك سعر الفائدة بأي اتجاه محدد دون معرفة ما يتوقع العامة حدوثه مسبقاً، وفي الواقع لا يمكنهم تغيير أسعار الفائدة والأصول على الإطلاق إلا إذا استطاع موظفو الحكومة إقناع العامة بحدوث توقعات جديدة.

تثبت العديد من الدراسات اليوم أن بعض عناصر نظرية التوقعات الرشيدة تظهر في تحركات الأسواق الفعلية، على سبيل المثال أعدت دراسة من قبل **Frederic S. Mishkin** وآخرون وجدت أن تحركات أسعار الفائدة السابقة لا تتعلق بصورة أساسية بأسعار العوائد الحالية على السندات أو الأسهم - إحدى تنبؤات النظرية - في حين وجدت دراسات أخرى أن المعلومات القديمة عن أحوال الاقتصاد وتحركات عرض النقود ظهرت أيضاً لتبرهن عن علاقة بسيطة بمستويات أسعار الفائدة الحالية أو لرصد التغيرات في أسعار الفائدة الحالية. مع ذلك، يتضح أن النمو غير المتوقع لعرض النقود والدخل ومستوى الأسعار مرتبط مع بعض عوائد الأسهم والسندات، خصوصاً في أسعار الفائدة في الفترة قصيرة الأجل. علاوة على ذلك فإن تسويات أسعار الفائدة وأسعار الأصول بالنسبة للمعلومات الجديدة تبدو سريعة للغاية، وهذا ما يجعل

اتخاذ القرارات من قبل صناع السياسة النقدية والمالية المتعلقة بالتوازن الاقتصادي محلّ جدل كبير¹.

رغم ما سبق، تبقى رؤية التوقعات الرشيدة في مرحلة النمو، مع العلم أن هناك مشكلة رئيسية تتجلى بعدم إمكانية معرفة كيف يصنع العامة توقعاتهم، ما البيانات التي تستخدم؟ ما الأوزان المطبقة لدى بيانات الأفراد؟ وما مدى سرعة تعلم الناس من أخطائهم؟، فضلاً عن ذلك تبدو خصائص الأسواق العالمية الحقيقية متضاربة مع افتراضات نظرية التوقعات. مثلاً لا يمكن إهمال تكلفة جمع المعلومات ذات الصلة بأسعار الأصول وتحليلها كما تفترض النظرية. والنماذج التي تستخدم في سوق قد لا تصلح في سوق أخرى نتيجة اختلاف القوانين بين الأسواق.

¹ للمزيد أنظر:

Woodford, Michael, **Macroeconomic Analysis Without The Rational Expectations Hypothesis**, national bureau of economic research , working paper, august 2013.

الفصل الثاني

أنواع سعر الفائدة والعوامل المحددة له

تمهيد

تتعدد أسعار الفائدة في الاقتصاد وتختلف حسب الآجال، وهنا لا بدّ من دراسة أنواع سعر الفائدة ومكوناته، وكيفية احتسابه، وتحليل الجوانب الفنية له، وأثر التغيرات التي تحصل على سعر الفائدة في باقي المتغيرات الاقتصادية، سواء على المستوى الاقتصادي الجزئي أم الكلي. حيث تناول إطار التحليل على المستوى الاقتصادي الجزئي أنواع سعر الفائدة: الدائنة والمدينة، والبسيطة والمركبة، وسعر الفائدة الأساسي، وسعر الفائدة في سوق ما بين المصارف باعتبارها القناة الأولى التي تستجيب للتغيرات في سعر الفائدة الأساسي، وفي التحليل الاقتصادي الكلي تم دراسة مكونات سعر الفائدة في السوق المالية، إضافةً إلى التوازن في التحليل الكينزي أي نموذج التوازن العام الساكن، ونموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي على اعتبار أن سعر الفائدة من أهم محددات التوازن الاقتصادي.

المبحث الأول: سعر الفائدة في التحليل الاقتصادي الجزئي

إن اختلاف أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد يتطلب تحليل مكونات سعر الفائدة وأنواعه، والفصل بين سعر الفائدة المحدد على الخدمات المصرفية، وبين سعر الفائدة في إطار السياسة النقدية.

أولاً - سعر الفائدة الدائنة والمدينة:

يتجلى الدور الاقتصادي الرئيس للمصارف العاملة في اقتصادات الدول بتأمين الأموال من الجهات الاقتصادية التي يتوافر لديها فائض أموال، إلى الجهات الاقتصادية التي تعاني من نقص في الموارد المالية، من أجل القيام باستثمارات جديدة. وتتوضح آلية عمل هذه المصارف بقبول تلك الأموال على شكل ودائع من جهات الفائض، ومنحها لجهات العجز على شكل قروض. وعلى الرغم من تنوع أشكال الودائع وتعددتها، إلا أن المصارف تتعهد عند قبولها الودائع بالحفاظ عليها وتقديمها للمودعين عند الطلب، بالإضافة إلى تعهدتها أيضاً بتسديد مقدار مالي معين يختلف بحسب نوع الودائع وأجالها، يتم التعبير عن هذا المقدار بسعر فائدة سنوي على المبلغ المالي والذي يسمى **بسعر الفائدة الدائنة**. وكذلك الأمر بالنسبة لمنح القروض، حيث يشترط المصرف على المقترض نسبة من الائتمان الممنوح يدفعه المقترض للمصرف ويعبر عنه **بسعر الفائدة المدينة**.

وهكذا فإن **سعر الفائدة الدائنة**: هو سعر الفائدة الذي يدفعه المصرف للمودعين (المدخرين) لقاء إيداعهم الأموال لديه. و**سعر الفائدة المدينة**: هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه المصرف لقاء منحه القروض للمستثمرين.

ثانياً - سعر الفائدة البسيطة والمركبة:

تُعدّ فكرة أن للنقود قيمة زمنية مفهوماً أساسياً في تحليل الأدوات المالية، وتكتسب النقود هذه القيمة الزمنية من خلال الفرصة البديلة لاستثمارها مقابل الحصول على الفائدة. وبيّنت أسس الحسابات المالية أن الحصول على مقدار مالي اليوم، يختلف عن الحصول على المقدار نفسه بعد فترة زمنية معينة. لذا لا يواجه المستثمر خيار الحصول على هذا المقدار نفسه بين اليوم أو فترة زمنية قادمة فحسب، إنما يختار بين هذا المقدار اليوم وبين المقدار نفسه مضافاً إليه الفائدة في الفترة الزمنية القادمة¹.

1. سعر الفائدة البسيطة:

ينشأ سعر الفائدة البسيطة عن القروض التي تحمل فائدة واحدة عند الاستحقاق، وعادةً ما تكون على الأدوات المالية قصيرة الأجل، وتعطى القيمة النهائية للاستثمار بالقروض البسيطة لمدة سنة واحدة بالمعادلة التالية:

$$Fv = Pv(1 + i)$$

حيث إن؛ Fv : القيمة المستقبلية؛ Pv : القيمة الحالية؛ i : سعر الفائدة.

وفي حال الاستثمار لمدة أقل من سنة (n يوم) يمكن حساب سعر الفائدة البسيطة وفق

$$Fv = Pv \left(1 + i \frac{n}{365} \right) \quad \text{المعادلة التالية:}$$

2. سعر الفائدة المركبة:

تحتسب الفائدة المركبة عن كل وحدة زمنية على أصل المبلغ المستثمر مضافاً إليها الفوائد المحتسبة عن الوحدات الزمنية السابقة، ويعني ذلك أن أعباء الفائدة بالنسبة للمقترض

¹ Choudhry, Moorad, *The Bond and Money Markets*, Butterworth-Heinemann, 2001,p17.

تزداد بشكل أُسي مع الزمن، وأن رأس المال الأساسي سيزداد في بداية كل فترة زمنية عن الفترة الزمنية السابقة¹، وبالتالي يمكن حساب الفائدة المركبة على الأصول متوسطة وطويلة الأجل (أكثر من سنة) بالصيغة الآتية:

$$Fv = Pv(1 + i)^n$$

باعتبار n عدد السنوات حتى الاستحقاق، وتحسب الفائدة المركبة بشكل نصف أو ربع سنوي عادةً، و يُعبّر عنها بالصيغة الآتية²:

$$Fv = Pv\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn}$$

حيث إن؛ m : عدد مرات احتساب سعر الفائدة؛ n : عدد السنوات حتى الاستحقاق. كلما ازداد تكرار احتساب سعر الفائدة في السنة (m) ارتفع عامل (أثر) سعر الفائدة، ولذا يمكن إعادة صياغة معادلة الفائدة المركبة بالشكل الآتي:

$$Fv = Pv \left[\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{m/i} \right]^{in} = Pv \left[\left(1 + \frac{1}{m/i}\right)^{m/i} \right]^{in}$$

$$Fv = Pv \left[\left(1 + \frac{1}{n}\right)^n \right]^{in}$$

على اعتبار أن $m/i = n$ وأن (m) مستمرة لفترات زمنية وبالتالي n إلى ما لا نهاية، يمكن التعبير عن المقدار الموضوع بين قوسين متوسطين بالصيغة الآتية:

$$e = \lim_{n \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{1}{n}\right)^n$$

¹ الحجار، بسام، الاقتصاد النقدي المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، 2006، ص117.

² Choudhry, Ibid,p18.

$$Fv = Pve^{in}$$

فتصبح المعادلة:

ثالثاً - سعر الفائدة الأساسي¹ (Base Interest Rate (Discount Rate)

يعدّ سعر الفائدة الأساسي (سعر الخصم) من أقدم الأدوات النقدية المستخدمة للتحكم بحجم الائتمان، حيث استخدم أولاً من قبل بنك انكلترا كأداة للإدارة النقدية. ويعرّف سعر الخصم² بأنه: سعر الفائدة الذي تقتض به المصارف التجارية ومؤسسات الإيداع الموارد من المصرف المركزي من أجل تسوية التغيرات المؤقتة التي تطرأ على هيكل أصولها وخصومها. كما يعرّف بأنه: السعر الذي يقدم المصرف المركزي عنده القروض للمصارف التجارية لقاء إعادة خصم الأوراق المالية المصدقة من الدرجة الأولى (الممتازة) المتداولة بين المصارف³.

1. دور سعر الفائدة الأساسي:

يمكن للمصرف المركزي باستخدام سعر الخصم التأثير بالاقتصاد من خلال عرض الائتمان، ووفقاً لنظرية سعر الخصم، فإن رفع سعر الخصم أو خفضه يقود إلى خفض عرض الائتمان أو زيادته في الاقتصاد. وذلك لأن التغيرات في سعر الخصم تؤدي إلى تغيرات في أسعار الفائدة الأخرى. فمثلاً في فترة التضخم، يرفع المركزي سعر الخصم من أجل كبح ارتفاع مستوى الأسعار. ويرفع سعر الخصم سترتفع أسعار الفائدة الأخرى، وبالتالي ترفع المصارف التجارية بدورها معدلات الإقراض، والنتيجة زيادة تكلفة الائتمان⁴. وهذا لا يشجع عملية الاقتراض، وإنما يقيّد النشاطات الاستثمارية في الاقتصاد، أي انخفاض عرض الائتمان والنقود،

¹ كما يسمى بـ (Bank Rate) أيضاً وعلى الرغم من أثره على المستوى الكلي إلا أن إدراجه في هذا البحث تم بهدف تحليل أثره في قرارات المؤسسات المالية بما يخص أسعار الفائدة الخاصة بكل منها.

² Gordon H. and Sellon, Jr, **The Role Of The Discount Rate In Monetary Policy: a theoretical analysis**, economic review, june 1980, p3.

³ Meulendyke, Ann-Marie, **US. Monetary Policy And Financial Market**, federal reserve bank of new York, 1998, p17

⁴ Somashekar, Ne. Thi, **Banking**, new age, 2009, p34.

وبالتالي انخفاض مستوى الأسعار. وعلى العكس من ذلك في حالة الانكماش حيث يخفض البنك المركزي من سعر الخصم، والنتيجة النهائية زيادة الائتمان والنشاط الاستثماري وإيقاف انخفاض المستوى العام للأسعار¹.

يقوم سعر الفائدة الأساسي بدورين متميزين في السياسة النقدية، الأول؛ قياس تكلفة الاقتراض للمصارف، حيث يؤثر سعر الفائدة الأساسي بصورة مباشرة في أسعار الفائدة السوقية، وفي عرض النقود. وأمّا الدور الثاني؛ يحمل الإعلان عن تغيير سعر الخصم آثاراً تعمل على تبدل التوقعات في السوق المالية فيما يتعلق باتجاه السياسة النقدية. وبصورة عامة، تعتمد وظيفة سعر الخصم على اختيار الإجراء العملي وعلى دور عمليات السوق المفتوحة. حيث يوجد نوعان من الإجراءات يستخدمها المصرف المركزي هما: استهداف سعر الفائدة، واستهداف الاحتياطي النقدي.

تقوم السلطات النقدية بتزويد هيئة عمليات السوق المفتوحة بالمجال المرغوب للنمو النقدي، وكذلك التعليمات فيما يتعلق بتحديد سعر الخصم للتحكم بالنمو النقدي، وطالما أن النمو النقدي ضمن المجال المرغوب يتم استخدام التغييرات في الاحتياطي غير المقرض لموازنة التقلبات في الطلب على النقود أو عرضها التي قد تسبب تغيير سعر الخصم عن المستوى المحدد. أما إذا اختلف النمو النقدي عن المستوى المرغوب، فإن الاحتياطي غير المقرض يستخدم في تحريك سعر الخصم ضمن مجال محدد من أجل تحقيق المستوى المطلوب للنمو النقدي².

¹ Meulendyke, op. cit, p17

² Gordon, Ibid, p7.

إن التغيرات في سعر الخصم أو حتى في الإجراءات التي تحدد عملية الخصم، تؤثر في تكاليف حصول مؤسسات الإيداع على الموارد التي تدعم الإيداع ونمو الائتمان، لذا فإن استجابة هذه المؤسسات لسعر الخصم قد تؤثر في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، على الرغم من أن لمعدل الموارد المالية الاحتياطي التأثير الأكبر. وفي جميع الأحوال فإن إعلان السياسة النقدية المتضمن تغيير سعر الخصم يؤثر في سلوك المصارف أكثر مما يؤثر تغيير سعر الخصم نفسه.

وفي سياق دراسة تأثير سعر الخصم في عرض الائتمان ومستوى نشاط الدورة الاقتصادية ومستوى الأسعار، يتم التمييز بين طريقتين وضعت إحداهما من قبل **R.G.howtrey** والتي تشير إلى أن تغيير سعر الخصم يؤدي إلى تغييرات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي بدورها تؤدي إلى تغييرات في تكلفة الاقتراض على رجال الأعمال والصناعيين. أما الطريقة الثانية التي جاء بها **Keynes** فهي أن التغيرات في سعر الخصم تصبح مؤثرة وفعالة عبر تغير سعر الفائدة طويل الأجل التي تنعكس من خلال التغيرات في قيمة (حجم) رأس المال للأوراق طويلة الأجل. وعلى اعتبار أن الاختلاف بين الطريقتين ليس كبيراً، فإن كليهما يكمل الآخر¹.

2. شروط نجاح سعر الخصم:

يتطلب تحقيق فعالية سعر الخصم كأداة للإدارة النقدية الشروط الآتية:

أ- تحقيق التقارب بين سعر الخصم وأسعار الفائدة الأخرى: يعدّ هذا الشرط مهماً ويجب أن تكون العلاقة بين سعر الخصم وأسعار الفائدة الأخرى قوية ومباشرة، كما يجب أن تؤدي

¹ Somashekar , op. cit, p34.

التغيرات في سعر الخصم إلى تغييرات مشابهة وملائمة في أسعار الفائدة الأخرى في الاقتصاد، وإلا فإن فعالية سعر الخصم تكون محدودة، وهذا يتطلب وجود هيكل أسعار فائدة متكامل.

- ب- وجود نظام اقتصادي مرِن: يستدعي نجاح سياسة سعر الخصم أن يكون النظام الاقتصادي الكلي مرناً تماماً بحيث تكون استجابة المتغيرات الاقتصادية منسجمة مع التغيرات الحاصلة في سعر الخصم، فالتغيرات في هذا الأخير يجب أن تحدث التغيرات المرغوبة في الأسعار والتكاليف والأجور والنواتج والأرباح وغيرها.
- ت- وجود سوق للموارد القابلة للإقراض قصيرة الأجل: إن تحقق هذا الشرط يساعد في التعامل مع الموارد الأجنبية -كما المحلية- التي تتدفق إلى الاقتصاد من خلال التغيرات في أسعار الفائدة التي تتبع للتغيرات في سعر الخصم.

3. بعض المآخذ على سعر الخصم:

أ- يكون سعر الخصم غير فعّال بوجه كافٍ في مواجهة حالات الازدهار والكساد. فخلال أوقات الازدهار تكون النشاطات الاستثمارية غير مرنة حتى لو ارتفع سعر الخصم إلى أي مدى كان. فالنشاطات الاستثمارية لن تتوقف خلال الازدهار الاقتصادي، لأنه في هذه التغيرات تكون حدود فعالية رأس المال مرتفعة جداً، وسيبقى قطاع الأعمال متفائلاً في استثماراته. أما خلال الكساد فلن يكون سعر الخصم فعالاً تجاه الوضع النفسي العام المتشائم لقطاع الأعمال.

ب- إن نمو مؤسسات الوساطة المالية (غير المصرفية) يشكل تهديداً لفعالية سياسة سعر الخصم، ذلك لأن التغيرات في سعر الخصم تؤثر في أسعار الفائدة لدى البنوك التجارية ولن تكون مؤسسات الوساطة المالية ضمن هذا التأثير بصورة مباشرة.

ت- يقلل انخفاض استخدام السندات التجارية في المبادلات كأداة ائتمانية من أهمية سعر الخصم.

ث- يلجأ قطاع الأعمال إلى طرق التمويل الذاتي، مما يخفض التوجه نحو البنوك التجارية لاقتراض الأموال اللازمة للاستثمارات التي تتأثر بسياسة سعر الخصم.

ج- قد لا يستجيب الهيكل الاقتصادي للتغيرات في سعر الخصم خاصةً في حالات ما بعد الحروب، حيث يتصف الاقتصاد بالجمود أو بعدم المرونة.

ح- إن ابتكار أدوات تحكّم بالائتمان بديلة عن سعر الخصم ساهمت في انخفاض استخدام الأخير لهذا الغرض.

خ- انخفاض مستوى اعتماد البنوك التجارية على المصرف المركزي في الحصول على القروض أدى إلى انخفاض تبادل السندات وعملية إعادة خصمها لدى المصرف المركزي. إضافةً لذلك، ارتفاع مستوى السيولة في أصول المصارف ساهم في انخفاض مستوى اعتماد هذه المصارف على المركزي.

على الرغم مما سبق من قصور في سياسة سعر الخصم، فإنه من الخطأ تقليل أهمية سعر الخصم كأداة في الإدارة النقدية. فعلى الرغم من أنه قد لا يوّتي النتائج المطلوبة باستخدامه لوحده، إلا أنه يؤدي إلى نتائج إيجابية وفعّالة في حال استخدامه مع أدوات أخرى في التحكم بالائتمان. كما لا يمكن استبعاد سياسة سعر الخصم من قبل المصرف المركزي وتحديداً لما له من أهمية في التحكم بالتضخم.

رابعاً- سعر الفائدة بين المصارف Interbank Rate

تعدّ السّوق بين المصارف إحدى أشكال سوق النقد الكلية، وتسمح هذه السّوق للبنوك ذات "العجز المؤقت" في الموارد المالية عند تاريخ استحقاق معين بالاقتراض من المصارف التي لديها فائض في تلك الموارد. وتكون معظم الودائع أو القروض في هذه السّوق قصيرة الأجل، تبدأ من الاقتراض الليلة واحدة وحتى فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر عموماً. تسعّر المصارف سعر العرض (سعر البيع Offer Rate) وسعر الشراء (سعر المناقصة Bid Rate) الخاصين بكل أجل وبحسب كل عملة متداولة¹.

سعر البيع: هو السعر الذي يكون المصرف عنده مستعداً لإقراض المصارف الأخرى².

سعر المناقصة أو الشراء: هو السعر الذي يكون المصرف جاهزاً لدفعه لقاء قبول الودائع أو الاقتراض من قبل المصارف الأخرى.

يكون الاختلاف بين سعر العرض وسعر المناقصة بسيطاً جداً في سوق الإقراض (وكذلك في معظم سوق العملات الرئيسية)، حيث تتطلع المصارف إلى إيداع مواردها المالية عند أعلى أسعار المناقصة، في حين تبحث المصارف ذات العجز في السيولة عن أخفض سعر عرض يمكنها الاقتراض عنده³.

ومن أهم الأسعار المستخدمة لقاء القروض بين المصارف هو سعر LIBOR (LIBOR: London Interbank Offer Rate)، ويعدّ هذا السعر مؤشراً مرجعياً مهماً

¹ Frost, Stephen M, **The Bank Analysis**, hand book, john wiley and sons ltd, 2004,p15.

² أما في الولايات المتحدة الأمريكية فيعرف سعر العرض بأنه السعر الذي ترغب عنده المصارف الأمريكية بإقراض الموارد للمصارف الأخرى وذلك بالدولار (العملة الأمريكية) ويدعى بمعدل الاحتياطي الفيدرالي The Federal Reserve Rate.

³ تضبط الأسعار المقدمة من البنوك وفقاً لكل تغيير أساسي في ميزانية المصرف العمومية ومطالبه، أي وفقاً للتغيرات في المركز المالي للمصرف.

للمصارف، ويعبر عن التكلفة الحديثة لتوظيف الموارد المالية. ولذا تُربط العديد من أسعار الفائدة المصرفية بهذا المؤشر وتحديداً أسعار الفائدة على الودائع لثلاثة أشهر. حيث تعدّ لندن أحد أكبر المراكز المصرفية الدولية في العالم، وتتخذ الأسعار التي تُحدد بين المصارف اللندنية كمؤشر مرجعي للأسواق المصرفية الأخرى، ويُحدّد هذا السعر بحسب كل عملة متداولة في تلك السّوق، ويتم حسابه بمتوسط أسعار نشاطات أكبر المصارف في سوق لندن المصرفي، وتاريخياً؛ تتخذ الأسواق المصرفية الأخرى هذا السعر عند الساعة 11:00 صباح يوم الطلب¹.

1. آلية عمل السّوق بين المصارف

تُجبر المصارف التجارية على الاحتفاظ بكمية محددة من ودائعها لدى المصرف المركزي (الاحتياطي القانوني)، إلا أن هذا الاحتياطي المطلوب لا يتم على أساس يومي بالضرورة، بل يجب أن ينفذ خلال شهر واحد أو كل 15 يوماً والذي يدعى فترة الاحتفاظ للاحتياطي. إن تنفيذ هذا الإجراء يقود المصارف إلى مواجهة مشكلة القرار الزمني، حيث على المصارف أن تقرر الطريق الأمثل للاحتفاظ بالاحتياطي اليومي. وباعتبار المصارف لديها كمية محددة من السيولة، يمكن لها أن تقرض الكمية التي لا ترغب بالاحتفاظ بها كاحتياطي للمصارف الأخرى من خلال السّوق بين المصارف. وفي حال رغبت المصرف بالاحتفاظ بسيولة أكثر مما لديه يتوجه إلى الاقتراض من تلك السّوق. ويدعى السعر الذي يدفع في تلك السّوق بسعر الفائدة في السّوق بين المصارف **Interbank Rate**. إضافةً لذلك، يمكن الحصول على السيولة من (أو إيداعها لدى) المصرف المركزي، وهنا يسمى سعر الإقراض من المصرف المركزي **سعر الإقراض الحدي**، وسعر العملية الخاصة بالإيداع لديه **سعر الإيداع**².

¹ Frost, op. cit, p15.

² Moschitz, Julius, The Determinants Of The Overnight Interest Rate In The Euro Area, working paper, September, 2004, p11.

2. أهمية السوق بين المصارف:

تحتل السوق النقدية بين المصارف المرحلة الأولى من عملية انتقال الأثر النقدي لعمليات المصرف المركزي، والتي يستطيع من خلالها أن يؤثر في الأهداف النهائية لسياسته عبر التغييرات في أدواته النقدية¹. ويمكن للمصرف المركزي من خلال سياسة سعر الفائدة أن يحدد السعر التوازني لسعر الفائدة بين المصارف. حيث يخفض المركزي أسعار الفائدة بعد حدوث صدمة السيولة² محدثاً بذلك أثرين توزيعيين مختلفين يعود الأول بالفائدة على المصارف التي تأثرت سلباً بالصدمة أي انخفاض سيولتها، والثاني يزيد من التكلفة على المصارف التي تستفيد من الصدمة وهي المصارف التي لديها فائض سيولة وتقوم بإقراض هذه الموارد للمصارف التي تحتاج السيولة، وبالتالي على المصرف المركزي رفع أسعار الفائدة فوق معدل العائد على الأصول طويلة الأجل خلال الفترات التي تخلو من الصدمات، من أجل الحفاظ على أسعار فائدة منخفضة بعد حدوث الصدمات، ومن أجل ضمان تحفيز المصارف للاحتفاظ بالسيولة أيضاً³. كما يجب أن يتم رفع أسعار الفائدة بأسلوب متنسق مع الحالات التي يجب أن يتم فيها خفض هذه الأسعار بصورة منتظمة مع احتمال حدوث الصدمات. وأظهرت دراسات عدة⁴ أن وجود صدمة السيولة تخلق ارتياباً في إدارة السيولة للبنوك التجارية ويمكن أن تفسر

¹ Gaspar, Vitor; Gabriel Pérez Quirós and Hugo Rodríguez Mendizábal, **Interest Rate Determination in the Interbank Market**, working paper, November 16, 2004.

² صدمة السيولة هي الانخفاض المفاجئ غير المتوقع في حجم السيولة لدى المصارف.

³ Freixas, Xavier, Antoine Martin and David Skeie, **Bank Liquidity Interbank Markets And Monetary Policy**, working paper, October 25, 2008.

⁴ من هذه الدراسات:

Angeloni and Prati (1996), Bartolini, Bertola and Prati (2001, 2002), Henckel, Ize and Kovanen (1999), Pérez-Quirós and Rodríguez-Mendizábal (2003), and Woodford (2001).

بأنها معلومات ناقصة، فالبنوك التجارية تقوم بمبادلاتها في السوق ما بين المصارف قبل أن يكون بمقدورها تحديد ميزانية آخر اليوم على وجه مؤكد¹.

3. سلوك سعر الفائدة بين المصارف:

يعدّ سلوك سعر الفائدة بين المصارف مهماً لأسباب عدة: أولاً؛ في معظم النماذج النقدية يفترض أن للمصارف المركزية قدرة تحكم كبيرة في أسعار الفائدة، فآلية نقل أثر السياسة النقدية تبدأ عند أسعار الفائدة قصيرة الأجل، حيث يؤدي التغير في هذه الأسعار إلى تغيرات في أسعار الفائدة طويلة الأجل، وهذه الأخيرة تؤثر في قرارات استثمار الشركات وادخار الأفراد، ويؤثر الاستثمار والادخار في الناتج والأسعار، أي الهدف النهائي للمصرف المركزي. لكن عملياً يظهر أن تحكم المصرف المركزي بأسعار الفائدة قصيرة الأجل ليس تاماً. فأسعار الفائدة تتحدد في السوق متأثرة بعوامل العرض والطلب. وعلى الرغم من أن المصرف المركزي لديه قوة تحكم كبيرة على جانب العرض، إلا أنه غير قادر على التحكم به بوجه تام. وأما السبب الثاني؛ فهو أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل متغير تفسيري هام لأسعار الفائدة طويلة الأجل، ووفقاً للمنهج التوقعي (The expectation hypothesis) فإن فترة الدخل هي متوسط العائد المستقبلي المتوقع لفترة واحدة، الذي يمكن تحديده من أجل علاوة المخاطرة. لهذا فإن دراسة سلوك النهاية الحدية² لمنحنى الدخل (العائد) - المقصود هنا سعر الفائدة - يساعد في تفسير أسعار الفائدة الأخرى، وبالتالي هيكل أسعار الفائدة³ بصورة أفضل. أخيراً، من المهم جداً بالنسبة للمصارف

¹ ويفسر (Forfine,2000) الخلل في المعلومات أن الباقي في الحسابات الناتج عن عيوب التشغيل أو الأخطاء المحاسبية أو المدفوعات من المتوقع أن يأتي من تأخر وصول برقية المركزي قبل إغلاق الحسابات، بمعنى آخر تفتقد مؤسسات الائتمان للمعلومات الصحيحة ونظام المراقبة.

² أي التغير الأخير في أسعار الفائدة وبالتالي تغير العائد الموافق لهذا التغير في سعر الفائدة.

³ هيكل أسعار الفائدة هو العلاقة بين معدل العائد (Yield) على الأوراق المالية وتاريخ استحقاقها، وهذا ما سيتم توضيحه في الفصل الثالث من هذا البحث.

المركزية دراسة محددات سعر الفائدة بين المصارف، كون المصارف المركزية تستهدف من خلال إجراءاتها أسعار الفائدة قصيرة الأجل. حيث يعتمد سلوك سعر الفائدة بين المصارف على عرض الاحتياطي، وبأهمية مماثلة أيضاً، على الهيكلية المؤسساتية لسوق الاحتياطي¹ وما تتضمنه من قوانين ناظمة لآلية عمل هذه السوق.

وفيما يتعلق بالتوازن في سوق الاحتياطي² (أي النقطة التي يتساوى عندها عرض الاحتياطيات مع الطلب عليها وتمثل هذه النقطة سعر الفائدة التوازني)، عندما يُتوقع انخفاض معدل سعر فائدة السياسة النقدية في المستقبل القريب، فإن الطلب على الاحتياطي من قبل البنوك ينخفض حالياً، في هذه الحالة لن يكون المصرف المركزي قادراً على عرض الكمية المرغوبة من الاحتياطي، ويتحدد إجمالي الاحتياطي من قبل جانب الطلب-أي من قبل البنوك التجارية. كما يؤثر التغيير في عرض الاحتياطي بعلاقة سلبية في أسعار الفائدة وتدعى هذه العلاقة بأثر السيولة.

توجد آليتان مختلفتان في سوق الاحتياطي، الأولى؛ مع وجود طلب يومي على الاحتياطي من أجل تنفيذ مستلزمات الاحتياطي، فإن كان هذا الطلب يتميز بأسعار فائدة مرنة، تستجيب أسعار الفائدة بين المصارف للتغيرات في السيولة. الثانية؛ مع وجود أسعار فائدة على الاحتياطي طويلة الأجل نسبياً -أجلها أطول من السابقة - تتصف بالمرونة، على المصارف أن تحتفظ بنسبة محددة من ودائع الطلب كاحتياطي، ومن المفترض أن ودائع الطلب هذه تعتمد على أسعار الفائدة كتكلفة الفرصة البديلة، لهذا إذا تغيرت أسعار الفائدة فإن الطلب على الودائع

¹ Moschitz, op. cit, p7-8.

² سوق الاحتياطي هي سوق نقدية يتم فيها تداول قروض الاحتياطي غير المكفولة لليلة واحدة. يوجد نوعان من العملاء في هذه السوق، المصرف المركزي من جهة والمصارف التجارية من الجهة الثانية.

يتغير، كما ينبغي تغيير مستلزمات الاحتياطي أيضاً. وإذا ما حدثت هذه الاستجابة بوجه متزامن مع تلك التغيرات فإنها تعتمد على الخصائص المؤسسية لأداء سوق الاحتياطي.

إن التغير في أسعار الفائدة الحالية يؤثر في احتياجات الاحتياطي والطلب عليه في الشهر التالي- في حال كان الطلب على الاحتياطي يحسب بناءً على حجم الإيداع للشهر السابق كما هو متبع في منطقة اليورو- ولذلك لا يمكن تحديد العلاقة بين الطلب على الودائع وأسعار الفائدة على أساس متزامن. الأمر الذي يتطلب دراسة أثر السيولة واستجابة أسعار الفائدة بين المصارف للتغيرات في عرض الاحتياطي على أساس يومي¹.

تستجيب أسعار الفائدة بين المصارف لسياسة معدلات الفائدة والتغيرات الدائمة في عرض الاحتياطي للأموال، إلا أن هذه الاستجابة لا تكون بصورة آنية للتغيرات في العرض، فالتغيرات المؤقتة في العرض لا تؤثر في معدلات الفائدة بين المصارف². كما يمكن التنبؤ بأسلوب تحركات سعر الفائدة بين المصارف، حيث يكون المتوسط مرتفعاً في آخر يوم من الشهر، كما إنه يكون أعلى في نهاية نصف السنة أو نهاية السنة، وتنعكس التغيرات في نهاية آخر شهر للفصل أو السنة في أول يوم من الشهر التالي للفترة السابقة.

4. خصائص السوق ما بين المصارف:

هناك علاقة بين أسعار الفائدة بين المصارف وأسعار الفائدة في السوق التقليدية، ففي حال كانت المصارف في عجز بسيط في السيولة، لن تتمكن من الاقتراض في كلا السوقين، أي سوق المصارف والسوق التقليدية، مما يدفع أسعار الفائدة إلى الارتفاع. وإذا كان المصرف المركزي مستعداً لتزويد سوق الخصم بالموارد المالية، فإن المؤسسات التجارية ستخفض من

¹ Moschitz, op. cit, p10.

² Moschitz, Ibid, p33.

عرضها للموارد المالية للبنوك الأخرى، وستقوم بالإيداع في الأسواق الموازية أو البديلة مما يسبب انخفاض أسعار الفائدة هناك. بصورة عامة، تكون معدلات الفائدة بين المصارف أكثر ارتفاعاً، وبالتحديد أكثر تقلباً من أسعار الفائدة في السوق التقليدية، وتدفع البنوك الصغيرة أكثر نسبياً مقابل الحصول على الأموال مقارنةً بالبنوك الكبيرة والرئيسية. كما إن القروض في سوق المصارف غير مضمونة، وبالتالي لا يوجد كفلاء لها. ويكون نطاق المشاركين في هذه السوق أوسع من المشاركين في السوق التقليدية.

إن الأدوات بين المصارف وعلى خلاف الأدوات المالية في أسواق النقد غير قابلة للتداول، فالمصرف المقرض يمكنه ببساطة استرجاع ودائعه من المصرف الذي اقترض منه هذه الودائع، وبالتالي لا يوجد هنا سوق أولية وأخرى ثانوية لتداول هذه الودائع.

تعدّ سوق المصارف مصدراً مهماً للموارد المالية للعديد من عمليات المصارف الأجنبية في الأسواق الناشئة، حيث تعاني هذه المصارف من عوامل التقييد الفرعية والتي تسبب العجز المتكرر في الودائع بالعملة المحلية، في حين تنعم المصارف المحلية بها، مما يكسب المصارف المحلية ميزة إيجابية ويضعف من موقف المصارف الأجنبية بالنسبة لتكلفة التمويل. وعادة ما تكون معدلات السوق المصرفية في الأسواق النامية متقلبة كنتيجة لعجزها في السيولة¹.

¹ Frost, op. cit, p74.

المبحث الثاني: سعر الفائدة في التحليل الاقتصادي الكلي

يؤثر سعر الفائدة في المتغيرات الاقتصادية، وعلى وجه الخصوص تلك التي ترتبط بأهداف السياسة النقدية، وبالتالي فإن التغيرات التي تطرأ على سعر الفائدة تؤثر في الحالات التوازنية للاقتصاد، وهذا يتطلب دراسة مكونات سعر الفائدة وعلاقته بالسوق النقدية وسوق السلع.

أولاً- سعر الفائدة الاسمي والحقيقي:

يُميز الاقتصاديون عند دراسة أثر سعر الفائدة في الاقتصاد بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي، ويعدّ هذا التمييز جوهرياً عند تغير المستوى العام للأسعار، على الرغم من استخدامه على المستوى الجزئي.

سعر الفائدة الاسمي: هو سعر الفائدة المعلن، أي سعر الفائدة الذي يدفعه المستثمرون عند اقتراض الأموال، أو الذي يدفعه البنك على الإيداعات¹.

سعر الفائدة الحقيقي: هو سعر الفائدة المصحح بعد أثر التضخم، أي سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم. وبالتالي فإن سعر الفائدة الحقيقي هو الذي يقيس التكلفة الحقيقية للإقراض ولهذا فهو يحدد القوة الشرائية وكمية الاستثمار².

$$r = i - \pi^e$$

حيث إن؛ r : سعر الفائدة الحقيقي؛ i : سعر الفائدة الاسمي؛ π^e : معدل التضخم المتوقع.

¹ عندما يُستخدم مصطلح "سعر الفائدة" فالمقصود هو سعر الفائدة الاسمي.

² Mankwi, Gregory N, **Macroeconomics**, 7Ed, Worth Publishers, 2009, p63.

كما يُعرّف **سعر الفائدة الحقيقي** بأنه معدل العائد على الورقة المالية الخالية من المخاطر (أذون الخزانة عادةً) إذا لم يتوقع حدوث تضخم، ولا يكون معدل الفائدة الحقيقي ساكناً فيتغير مع مرور الوقت اعتماداً على الظروف الاقتصادية، ولا سيما على:

- معدل العائد الذي تتوقع المنشآت والمقرضون الآخرون كسبه على الأصول المنتجة.
- التفضيل الزمني للأفراد في الاستهلاك الحالي مقابل الاستهلاك المستقبلي.

ويختلف معدل الفائدة الحقيقي هذا عن **معدل الفائدة الحقيقي الحالي** والذي يساوي معدل الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم الحالي أو السابق مباشرة، بينما **معدل الفائدة الحقيقي** هو معدل الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم المستقبلي المتوقع.

يؤثر التضخم إلى حدّ كبير في أسعار الفائدة لأنه يخفض من القوة الشرائية للعملة، ويقلل من قيمة معدل العائد على الاستثمارات، ولذلك يقدر المستثمرون علاوة التضخم بأن تساوي متوسط معدل التضخم المتوقع طوال فترة استحقاق الورقة المالية. حيث يرتبط توقع معدل التضخم المستقبلي بصورة تقريبية بمعدلات التضخم التي تحققت في الفترات السابقة، والذي يزداد بزيادتها، وبالتالي يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة¹.

¹ بريجهام، أوجين، وميشيل ابرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، ت: سرور علي إبراهيم سرور الرياض، دار المريخ، 2009، ص 86-87: بتصرف.

1. أثر فيشر **The Fisher effect**:

عرّف **Fisher** سعر الفائدة الحقيقي¹ بطريقة دقيقة من خلال معادلته التي تقرر أن

سعر الفائدة النقدي يعادل سعر الفائدة الحقيقي مضافاً إليه المعدل المتوقع للتضخم²:

$$i = r + \pi^e$$

تدعى هذه المعادلة بأثر فيشر والتي تظهر أن سعر الفائدة الاسمي يتأثر بسببين³:

أ- تغيرات سعر الفائدة الحقيقي.

ب- تغيرات معدل التضخم المتوقع.

كما تبين هذه المعادلة أن سعر الفائدة الاسمي يرتبط بعلاقة موجبة مع معدل التضخم

المتوقع، فكلما ارتفع معدل التضخم المتوقع ارتفع سعر الفائدة الاسمي⁴، وبإعادة صياغة

المعادلة السابقة تنتج معادلة سعر الفائدة الحقيقي:

$$r = i - \pi^e$$

يتغير سعر الفائدة الحقيقي من أجل تحقيق التوازن في سوق السلع وسوق النقد لضبط

توازن الادخار والاستثمار. أما التغير في معدل التضخم حسب النظرية الكمية للنقد فيتحدد

بتغير معدل نمو النقود، وبالتالي فإن معادلة فيشر تظهر أن كلاً من معدل التضخم وسعر

الفائدة الحقيقي يحددان سعر الفائدة الاسمي.

¹ أبو الفتوح الناقا، أحمد، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1995، ص168.

$(1 + i) = (1 + r) + (1 + \pi^e) \Rightarrow 1 + i = 1 + r + \pi^e + r\pi^e \Rightarrow i = r + \pi^e + r\pi^e$ ²

وحيث أنه بالنسبة للقيم الصغيرة لـ (r, π^e) تصبح قيمة $(r\pi^e)$ صغيرة جداً ومن ثم يمكن إهمالها، لا يمكن إهمال هذا المقدار بالنسبة لقيم التضخم المتوقع المرتفعة نسبياً ويجب إضافته إلى معادلة سعر الفائدة.

³ Rose, op. cit, p130.

⁴ Cecchetti, Stephen G, **Money Banking And Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin, 2005, p82.

تبين النظرية الكمية للنقود ومعادلة فيشر كيف يؤثر نمو النقود في سعر الفائدة الاسمي، ووفقاً لذلك فإن زيادة معدل النقود بنسبة (1%) يسبب زيادة في معدل التضخم بنسبة (1%)، وطبقاً لمعادلة فيشر فإن هذه الزيادة في معدل التضخم تسبب بدورها زيادة بالنسبة نفسها في سعر الفائدة الاسمي، وهذا ما يدعى بأثر فيشر.

2. سعر الفائدة الحقيقي الفعلي والمتوقع:

تجدر الإشارة إلى ضرورة التمييز بين مفهومين لسعر الفائدة الحقيقي هما:

- **سعر الفائدة الحقيقي المقدر *ex ante real interest rate***: وهو السعر الفائدة الحقيقي الذي يتوقعه المقرض والمقترض عند إجراء العقد.
- **سعر الفائدة الحقيقي الفعلي *ex post real interest rate***: وهو السعر المدرك الذي يتحقق فعلاً.

وعلى الرغم من أن المقرض والمقترض لا يمكنهما التنبؤ بمعدل التضخم المستقبلي على وجه مؤكد، إلا أنهما يقدران ما سيكون عليه معدل التضخم. ويُرمز لمعدل التضخم الفعلي بـ(π)، ولمعدل التضخم المتوقع بـ(π^e)، وبالتالي يختلف سعر الفائدة الحقيقي المقدر عن الفعلي باختلاف معدل التضخم المتوقع والفعلي¹. ونتيجةً لكون سعر الفائدة هو ثمن رأس المال المؤجل فإن تحديده يتم بناءً على التضخم المتوقع ولهذا الأمر تكتب معادلة فيشر بالصيغة سابقة الذكر.

¹ Mankwi , op. cit, p96.

ثانياً- مكونات سعر الفائدة في السوق المالية:

يتكون سعر الفائدة الاسمي أو المسعر من معدل الفائدة الحقيقي الخالي من المخاطر مضافاً إليه العلاوة التي تعكس التضخم، ودرجة مخاطرة الورقة المالية، وإمكانية تسويق أو تسهيل الورقة المالية ويمكن التعبير عن هذه العلاقة بما يلي¹:

$$i = r + \pi^e + drp + lp + mrp$$

حيث إن؛ i : معدل الفائدة الاسمي أو المسعر.

r : معدل الفائدة الحقيقي الخالي من المخاطر. "أو هو سعر الفائدة البحت والذي

يعني سعر الفائدة التوازني على ورقة مالية ليس لها مخاطر مرتبطة بالاستثمار

المالي فيها (أذون الخزانة)².

π^e : علاوة التضخم وتساوي متوسط التضخم المتوقع طوال حياة الورقة المالية.

drp : علاوة مخاطر العجز عن السداد (0 = risk premium لأذون الخزانة)، وتشير

هذه العلاوة إلى مقدار الفائدة الإضافية التي يجب أن يكسبها الأفراد حتى يُقبلوا

على حيازة السندات ذات المخاطر³. وتصبح هذه العلاوة مرتفعة في البلدان التي

تعاني من مشكلات في مديونية الحكومة، بالتالي تكون مضطرة لتسعير الأذون

بمعدلات تشجيعية.

lp : علاوة السيولة، أو إمكانية التسويق وتكون منخفضة لأذون الخزانة والشركات

الكبيرة القوية.

¹ بريجهام، مرجع سابق، ص 84-85: بتصرف.

² أبو الفتوح الناقية، مرجع سابق، ص 171.

³ أبو الفتوح الناقية، المرجع السابق، ص 173.

mrp : علاوة مخاطرة الاستحقاق، حيث تكون السندات طويلة الأجل بما في ذلك سندات الخزنة معرضة لمخاطر معنوية لانخفاض الأسعار ويحصل المقرضون على علاوة مخاطرة الاستحقاق لتعكس هذه المخاطرة.

وبما أن أدون الخزنة تتميز بقابليتها الكبيرة للتسييل وخلوها من معظم المخاطر، يمكن صياغة المعادلة السابقة بالصورة التالية للحصول على معادلة سعر الفائدة لهذه الأصول:

$$i = r + \pi^e$$

ثالثاً- سعر الفائدة على السندات:

يؤثر سعر الفائدة في قرار الفرد بتوزيع دخله بين الإنفاق الاستهلاكي الحالي أو الادخار، كما يؤثر في قراره الخاص بمكونات محفظة أصوله المالية، و يؤثر في قرارات المستثمرين أيضاً، الأمر الذي يستدعي التمييز بين سعر الفائدة والعائد حتى تاريخ الاستحقاق **Yield To Maturity**، الذي يختلف بحسب أنواع أدوات الائتمان والادخار التي تحدد استحقاق سعر الفائدة¹.

1. أنواع السندات:

تتضمن أدوات الدين العام (أو كما تسمى أيضاً أدوات الائتمان أو الأصول ذات الدخل الثابت) القروض التي تمنحها البنوك والسندات التي تصدرها الشركات والحكومة، وتتنوع أدوات الدين هذه حسب حاجات المقرضين والمقترضين، ولكنها على اختلافها تحمل تعهداً من المقرض بدفع فائدة معينة بالإضافة إلى رأس المال الأساس إلى المقرض². وتحدد السندات

¹ أبو الفتوح الناقة، المرجع السابق، ص142.

² Hubbard, R.Glenn-O'Brien, Anthony Patrick, **Money, Banking, And The Financial System**, Pearson, 1stEd, 2012, p59.

كميات ثابتة من النقود تدفع لحامل السند في أوقات محددة أيضاً، ويتوقف هذا على خصائص السند حيث يتم التمييز بين أربعة أنواع أساسية للسندات:

أ- **سندات لا تحمل كوبوناً¹ Zero Coupon Bonds**: تستوجب هذه السندات دفع قيمة واحدة في المستقبل هي القيمة الاسمية للسند، ولا تحمل هذه السندات قسائم تستوجب الدفع، إلا أن المستثمر يشتري السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية وتتعهد الجهة المصدرة بسداد القيمة الاسمية للسند، وبالتالي فإن الفرق بين القيمة الاسمية التي سيحصل عليها المستثمر عند تاريخ استحقاق السند وبين سعر الشراء يمثل سعر الفائدة على هذا السند، ويحسب سعر السند بالعلاقة الآتية:

$$p = \frac{c}{(1 + i)^n}$$

حيث إن؛ **p**: سعر السند الحالي؛ **c**: السعر الاسمي للسند؛ **i**: سعر الفائدة؛ **n**:

عدد السنوات التي يستحق فيها السند. وتبين هذه المعادلة العلاقة العكسية بين سعر السند وسعر الفائدة.

ب- **السندات ذات أقساط المدفوعات الثابتة Fixed Payment Bonds**: تتعهد الجهة المصدرة لهذه السندات بدفع أقساط محددة القيمة والزمن للمقرضين، تكون هذه الأقساط متساوية الكمية والفترة الزمنية، ويتضمن كل قسط جزءاً من رأس المال والفائدة المستحقة، وفي هذه الحالة لا يدفع رأس المال دفعة واحدة²، الأمر الذي يعطي هذه السندات أو القروض ميزة إيجابية، حيث يخفف العبء على المقرض، ويحمي المقرض من حالة

¹ Cecchetti, op. cit, p120.

² Cecchetti, Ibid, p121.

العجز التي قد يقع فيها المقترض¹. وتشبه هذه السندات القروض العقارية وقروض السيارات. ويمكن حساب قيمة السند حتى تاريخ الاستحقاق من المعادلة الآتية:

$$v = \frac{f}{(1+i)^1} + \frac{f}{(1+i)^2} + \dots + \frac{f}{(1+i)^n}$$

حيث إن؛ v : قيمة الدفعات الثابتة حتى تاريخ الاستحقاق؛ f : قيمة الدفعة الثابتة؛
 i : سعر الفائدة؛ n : عدد السنوات التي يستحق فيها السند.

ت- **السندات ذات الكوبون (القسائم) Coupon Bonds**: يتعهد مصدر هذا النوع من السندات بدفع فائدة بدفعات ذات فترات زمنية محددة للمقرض، بالإضافة إلى دفع رأس المال عند استحقاق السند. ويمكن حساب قيمة السند حتى تاريخ الاستحقاق من المعادلة الآتية:

$$p_{CB} = \left[\frac{c}{(1+i)^1} + \frac{c}{(1+i)^2} + \dots + \frac{c}{(1+i)^n} \right] + \frac{fv}{(1+i)^n}$$

حيث إن؛ p_{CB} : قيمة السند حتى تاريخ الاستحقاق؛ c : قيمة الدفعة أو الكوبون؛
 fv : القيمة الاسمية للسند؛ i : سعر الفائدة؛ n : عدد السنوات التي يستحق فيها السند.

يتضمن الجانب الأيمن للمعادلة جزأين، الأيسر عبارة عن مجموع الدفعات الثابتة والتي تشمل الفائدة المستحقة فقط، وذلك على خلاف السندات ذات الأقساط الثابتة التي تضم الفائدة وجزءاً من رأس المال، والجزء الثاني عبارة عن رأس المال الذي يدفع عند استحقاق السند، ويشبه هذا الجزء النوع الأول من السندات التي لا تحمل كوبوناً.

ث- **السندات الدائمة Perpetuities**: ويتعهد مصدر هذا السند بدفع الفائدة وفق فترات زمنية محددة لكن دون دفع رأس المال أي القيمة الاسمية للسند. وهي تشبه إلى حد ما

¹ Hubbard, op. cit, p59.

² Cecchetti, op. cit, p121.

سندات الكوبون إلا أن المصدر يدفع الأقساط إلى الأبد، وبالتالي فإن سعر السند هو القيمة الحالية لجميع دفعات الفائدة المستقبلية غير منتهية الأجل¹. وقد أصدرت الخزانة البريطانية هذه السندات أثناء الحروب النابليونية ولا تزال متداولة حتى الآن، ولكن لا يعرف وجود مثل هذا الأصل المالي في سوق مالي آخر². ويمكن اشتقاق معادلة سعر السند الدائم والذي يعطي دفعات سنوية دائمة عند سعر الفائدة كالتالي:

$$p = \frac{c}{(1+i)^1} + \frac{c}{(1+i)^2} + \frac{c}{(1+i)^3} + \dots + \frac{c}{(1+i)^\infty} \quad (1)$$

وبضرب طرفي المعادلة بـ $\frac{1}{(1+i)}$ ينتج:

$$\frac{1}{(1+i)} \cdot p = \frac{c}{(1+i)^2} + \frac{c}{(1+i)^3} + \dots + \frac{c}{(1+i)^\infty} \quad (2)$$

ويطرح المعادلة الثانية من الأولى ينتج³:

$$p = \frac{c}{i} \quad (3)$$

حيث إن؛ p : سعر السند الدائم؛ c : قيمة الدفعة السنوية؛ i : سعر الفائدة.

2. عائد السند Bond Yields:

يتوقف العائد على السندات على وجهة نظر كل من مصدر السند (المقرض) الذي يلتزم بدفع أقساط السند حتى تاريخ استحقاقه، ووجهة نظر المستثمر (المقرض) الذي يشتري السند وينتقى الأقساط⁴:

¹ Cecchetti, op. cit, p122.

² أبو الفتوح الناقية، مرجع سابق، ص 144.

³ توضيح: $p - \frac{1}{(1+i)}p = \frac{c}{(1+i)} \Rightarrow \left(1 - \frac{1}{(1+i)}\right)p = \frac{c}{(1+i)} \Rightarrow \left(\frac{i}{(1+i)}\right)p = \frac{c}{(1+i)} \Rightarrow p = \frac{\frac{c}{(1+i)}}{\frac{i}{(1+i)}} = \frac{c}{i}$

⁴ Madura, op. cit, p150-151.

❖ من وجهة نظر مصدر السند: حيث يقيس تكلفة التمويل عن طريق إصدار السندات حسب مفهوم **العائد عند الاستحقاق** المُعبّر عن العائد السنوي الذي يدفعه المُصدر خلال عمر السند.

❖ من وجهة نظر المستثمر: يحصل المستثمر الذي يشتري السند على العائد عند الاستحقاق منذ تاريخ إصداره ويحتفظ به حتى تاريخ استحقاقه، إلا أن العديد من المستثمرين لا يحتفظون بالسندات حتى تاريخ استحقاقها، لأنهم يهتمون بالعائد الذي يخص فترة الاحتفاظ، ففي حال كانت هذه الفترة قصيرة يكون العائد عند الاستحقاق عبارة عن مجموع دفعات الكوبون المستحقة خلال فترة الاحتفاظ بالإضافة إلى الفرق بين سعر شراء السند وسعر بيعه. أما إذا كانت فترة الاحتفاظ طويلة نسبياً، فيتمثل العائد عند الاستحقاق بمعدل الحسم السنوي الذي يساوي مجموع الدفعات المتلقاة بالنسبة للاستثمار الأولي. وعلى اعتبار أن فترة الاحتفاظ لا تكون محددة عند عدم رغبة المستثمر بالاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، فإن سعر بيع السند الذي سيحصل عليه المستثمر غير محدد، وهكذا فإن الاستثمار بالسندات معرض لخطر أن يكون العائد خلال فترة الاحتفاظ أقل من المتوقع.

رابعاً - سعر الفائدة والاستثمار

يعدّ الاستثمار عنصراً من عناصر تحقيق التوازن في السوق الحقيقية وتتخذ دالة الإنفاق

الاستثماري الشكل الآتي:

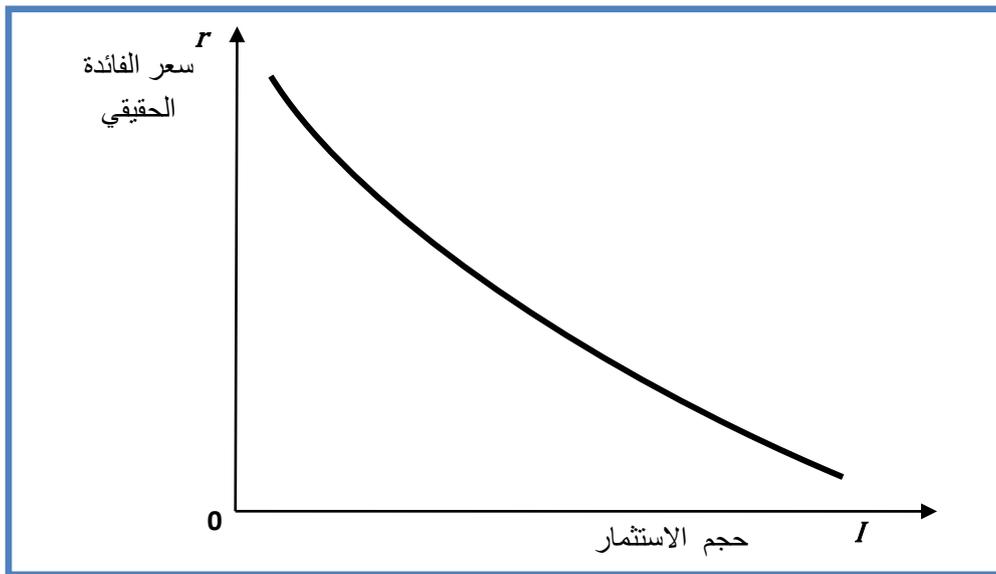
$$I = \bar{I} - bi \quad : b > 0$$

حيث إن \bar{I} : الإنفاق الاستثماري المستقل (غير المرتبط بالدخل أو سعر الفائدة)؛ b : معامل يقيس أثر سعر الفائدة على الاستثمار؛ i : سعر الفائدة.

تبين المعادلة وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والطلب على الاستثمار، أي إن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاستثمار، وعلى العكس فإن انخفاض سعر الفائدة من شأنه أن يزيد الطلب على الاستثمار، بينما يظهر المعامل (b) حساسية الطلب على الاستثمار تجاه التغيرات في سعر الفائدة¹.

يبين الشكل (1-2) أن العلاقة بين سعر الفائدة والطلب على الاستثمار هي علاقة عكسية، وعندما يتخذ المنحنى شكل الانحدار فهو يعكس بذلك فرضية تأثير انخفاض سعر الفائدة في زيادة العائد من الاستثمار، وعندما يكون منحنى الاستثمار أفقياً تكون استجابة الطلب على الاستثمار قوية تجاه سعر الفائدة، أما في حال كان عمودياً فيدل على ضعف العلاقة بين الاستثمار والفائدة، وبالتالي فإن التغيرات في الطلب على الاستثمار تستدعي انتقال منحنى الاستثمار إلى اليمين أو اليسار.

الشكل (1-2) منحنى علاقة الاستثمار وسعر الفائدة



¹ الحجار، مرجع سابق، ص 120.

خامساً- سعر الفائدة التوازني في إطار نموذج التوازن العام الساكن IS-LM

لتحديد العلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة درس **John Hicks** نموذج IS-LM في إطار النظرية الكينزية الذي يبين كيفية تحديد الناتج الكلي، حيث تلعب فيه السياسة النقدية دوراً مهماً. ويبين النموذج كيفية تأثير هذه السياسة في النشاط الاقتصادي أيضاً، وتفاعلها مع السياسة المالية (التغيرات في الإنفاق الحكومي والضرائب) للوصول إلى مستوى محدد من الناتج الكلي، وكيف يتأثر مستوى سعر الفائدة بالإنفاق الاستثماري والتغيرات في السياسة النقدية والمالية. كما يبين نموذج IS-LM التوازن الذي يتحدد بالناتج الكلي والطلب الكلي، ويوضح أثر سعر الفائدة في الإنفاق الاستثماري المخطط والطلب الكلي، وأثر سعر الفائدة في المستوى التوازني للناتج الكلي¹.

1. التوازن في سوق السلع (الادخار، الاستثمار) - منحنى IS:

1-1- سعر الفائدة وعلاقته بالإنفاق الاستثماري المخطط:

يُقدِّم المستثمرون على الاستثمار طالما أنهم يتوقعون عائداً على استثمارهم أعلى من تكلفة رأس المال، وبالتالي ينخفض الاستثمار المخطط عند ارتفاع سعر الفائدة بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال. يؤثر سعر الفائدة في الإنفاق الاستثماري المخطط للمنشآت حتى ولو كان لدى هذه الشركات فائض في ميزانياتها، فعندما يرتفع سعر الفائدة تتوجه هذه الشركات للاستثمار في شراء الأوراق المالية كالسندات بدلاً من الاستثمار في رأس المال الإنتاجي (رأس المال العامل)، وعلى العكس سيزداد الإنفاق الاستثماري المخطط عند انخفاض سعر الفائدة وتكلفة الفرصة

¹ Mishkin, op. cit, p 551

البديلة للاستثمار، حيث سيعود الإنفاق الاستثماري بعوائد مرتفعة للشركات¹، كما يوضح المنحنى (a) في الشكل (2-2).

1-2- سعر الفائدة وعلاقته بصافي الصادرات:

عند ارتفاع سعر الفائدة المحلي تصبح الإيداعات بالعملة المحلية أكثر جاذبية من الودائع بالعملات الأجنبية، الأمر الذي يتسبب بارتفاع حجم الودائع بالعملة المحلية بالنسبة للودائع بالعملات الأجنبية الأخرى، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف. إن ارتفاع قيمة العملة المحلية الناتج عن ارتفاع سعر الفائدة يجعل السلع المحلية أغلى من السلع الأجنبية، وهذا يؤدي إلى انخفاض صافي الصادرات، والنتيجة هي علاقة عكسية بين سعر الفائدة وصافي الصادرات، وهذا ما يوضحه المنحنى (b) في الشكل (2-2).

2. اشتقاق منحنى IS:

يمكن اختبار علاقة سعر الفائدة بالنتائج الإجمالية (مع بقاء الإنفاق الحكومي والإنفاق الاستهلاكي المستقل ثابتين) من خلال علاقة أسعار الفائدة بكل من الإنفاق الاستثماري المخطط وصافي الصادرات. يوضح مخطط التقاطع الكينزي المستويات الثلاثة لكل من الإنفاق الاستثماري المخطط (I_1, I_2, I_3) وصافي الصادرات (NX_1, NX_2, NX_3) من خلال معادلات الطلب الكلي الثلاثة والموضحة بالمخطط (C) في الشكل (2-2).

إذاً يُظهر منحنى IS والذي يمثل نقاط تقاطع سعر الفائدة مع مستويات توازن الناتج الكلي، أن الناتج الكلي يساوي الطلب الكلي، ويشير الانحدار السلبي للمنحنى أنه كلما ارتفع مستوى أسعار الفائدة انخفض الإنفاق الاستثماري المخطط وصافي الصادرات، وبالتالي ينخفض

¹ Mishkin, Ibid, p 552.

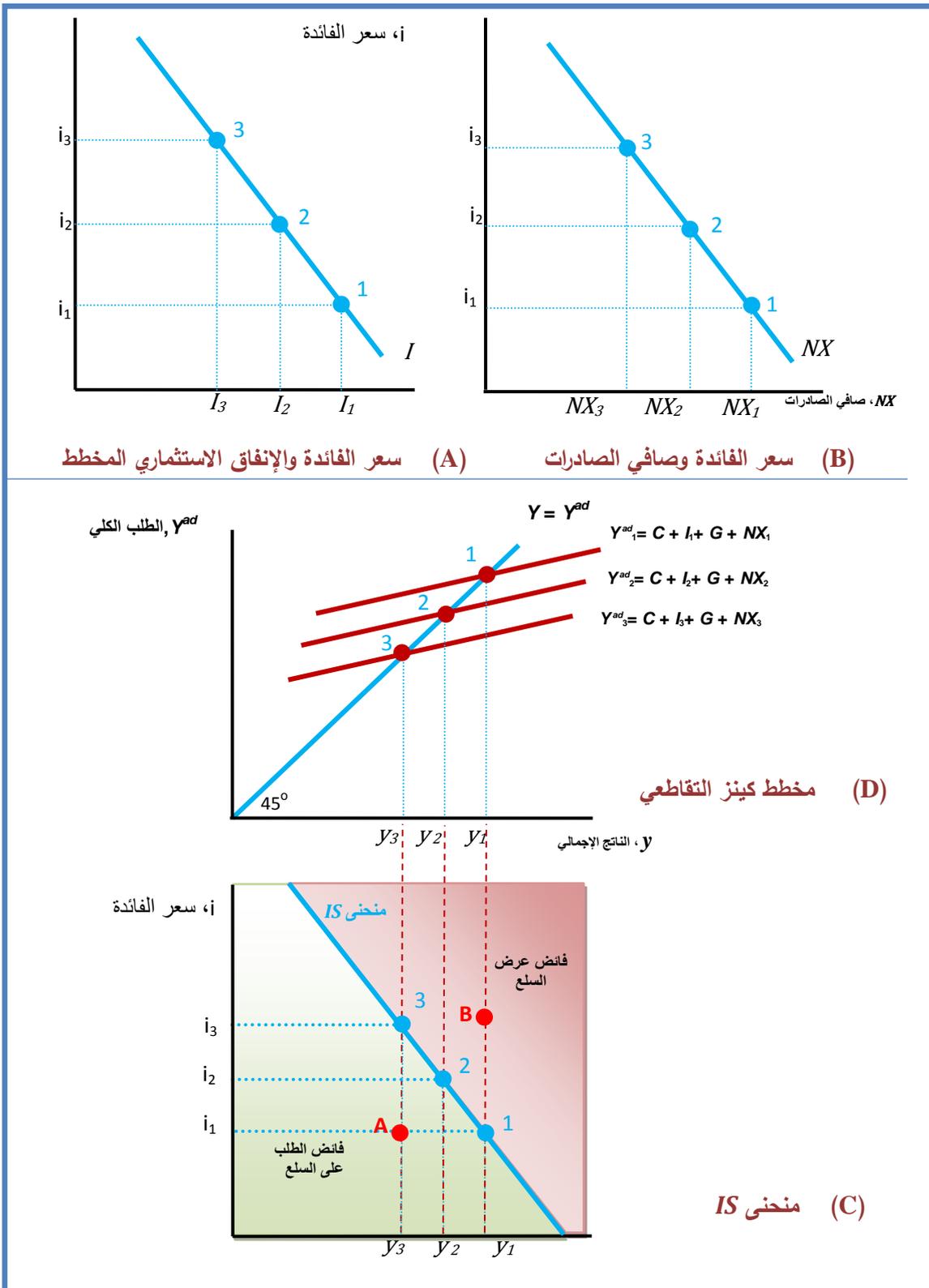
مستوى الناتج التوازني. ويبين المنحنى IS حجم الناتج المطلوب حتى يحدث التوازن عند كل مستوى في سعر الفائدة.

3. التوازن في سوق النقد - منحنى LM:

ينشأ هذا المنحنى عن التوازن في سوق النقد حيث تتساوى كمية النقود المطلوبة مع كمية العرض النقدي ويتمثل الطلب على النقود عند كينز بتفضيل السيولة.

تشير نظرية كينز في تفضيل السيولة إلى أن الطلب على النقود - بالتحديد الطلب الحقيقي على النقود M^d/p - يعتمد على الدخل (y) والذي يمثل الناتج الإجمالي، وعلى سعر الفائدة (i)، حيث يرتبط الطلب الحقيقي على النقود بعلاقة إيجابية بالدخل لسببين، الأول: إن زيادة الدخل تزيد من مستوى المعاملات في الاقتصاد والتي تزيد بدورها الطلب على النقود وتعدّ الحامل الذي تقوم عليه هذه المعاملات. السبب الثاني: إن زيادة الدخل تزيد من الطلب على النقود لأنها تزيد حجم الثروة للأفراد الذين يرغبون بشراء المزيد من الأصول المالية والتي هي نقود بالأصل، وبالتالي فإن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود هي الفائدة المضحى بها بعدم الاحتفاظ بالأصول المالية الأخرى كالسندات. هذا يعني أن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود تزداد مع ارتفاع سعر الفائدة فينخفض الطلب على النقود. وطبقاً لنظرية تفضيل السيولة فإن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة إيجابية مع الناتج الإجمالي وبالعلاقة سلبية مع سعر الفائدة.

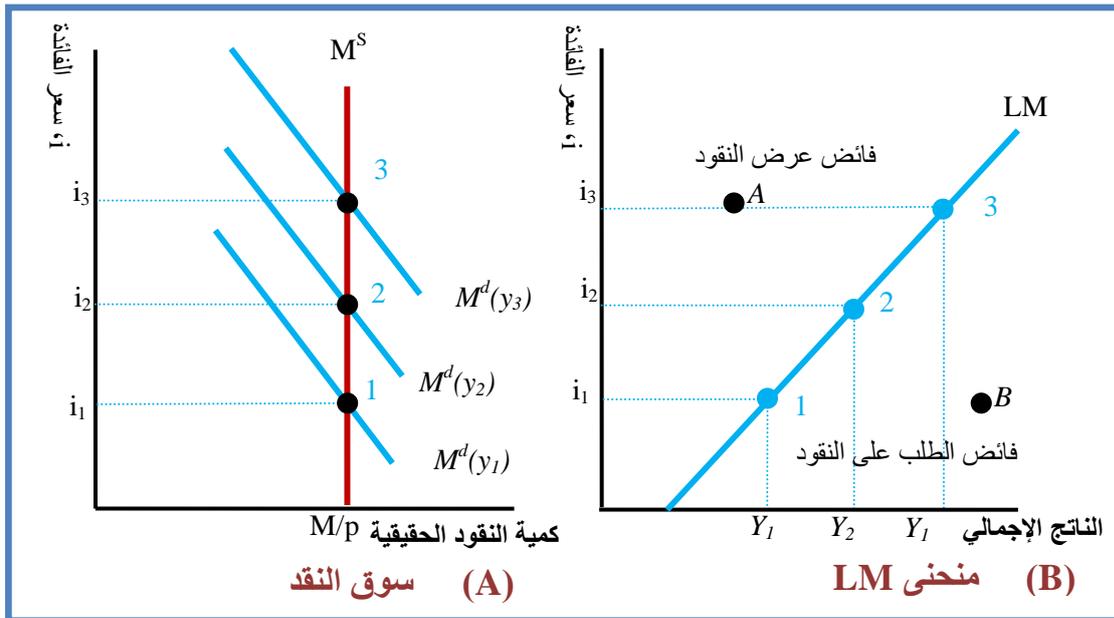
الشكل (2-2) اشتقاق منحنى التوازن في سوق السلع IS



• اشتقاق منحنى LM:

يتحدد سعر الفائدة وفقاً للتحليل الكينزي بتوازن السوق النقدية حيث يتساوى الطلب على النقود مع عرضها، يمثل الشكل (2-3) التغيرات التي تطرأ على مستوى التوازن في سوق النقد عند كل مستوى من مستويات الناتج الكلي مع بقاء منحنى عرض النقود ثابتاً لكونه خاضع لسياسة البنك المركزي. ويكون لكل مستوى من الناتج الكلي منحنى طلب النقود الخاص به، لأنه عند تغير مستوى الناتج يتغير مستوى المعاملات في الاقتصاد والتي بدورها تحدث تغيرات في منحنى طلب النقود.

الشكل (2-3) اشتقاق منحنى التوازن في سوق النقد LM



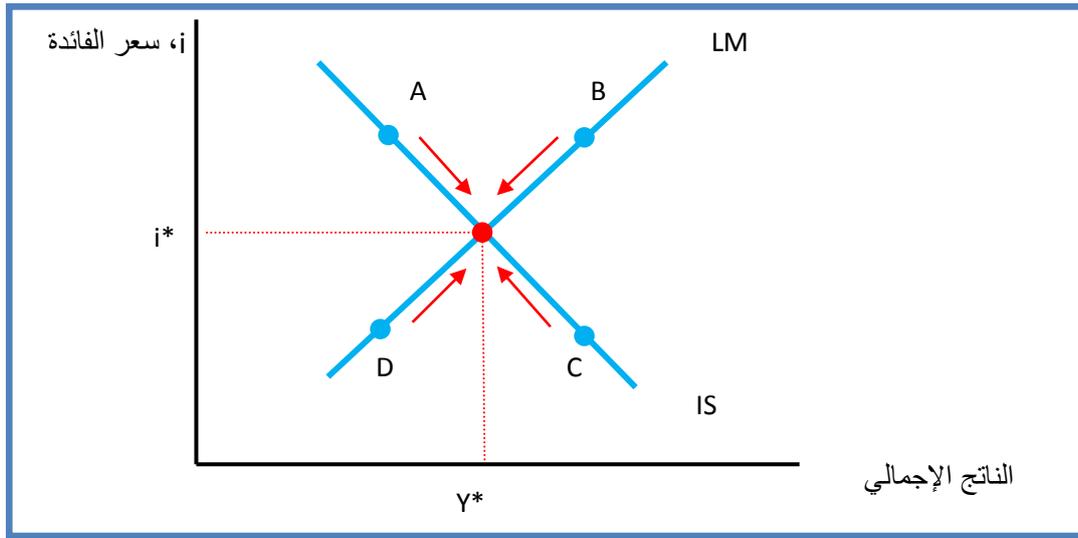
يوضح المخطط (B) نقاط أسعار الفائدة التوازنية والتي تقابل مستويات مختلفة للناتج الإجمالي، ويسمى المنحنى الذي يصل هذه النقاط بمنحنى LM، ويبين تركيب أسعار الفائدة مع الناتج الكلي في حالة توازن السوق النقدي، ويدل ميله الموجب على أن ارتفاع الدخل يزيد من

الطلب على النقود ويرفع أسعار الفائدة التوازنية. عندما يتجه الاقتصاد إلى نقاط التوازن الممثلة بالمنحنى IS فإنه يتجه أيضاً إلى نقاط التوازن على منحنى LM.

4. سعر الفائدة التوازني

بعد دراسة كل من منحنى IS ومنحنى LM على حده، قام هيكس بدمج المنحنيين معاً لتحديد سعر الفائدة التوازني وحجم الناتج الكلي التوازني، يحدث هذا التوازن فقط عند تقاطع منحنى IS مع منحنى LM عند النقطة (E) في الشكل (2-4) والتي تمثل التوازن في كلا السوقين النقدي والسلعي، أي إن عرض النقد يساوي الطلب عليه، والناتج الكلي يساوي الطلب الكلي. عند أي نقطة أخرى، ستقوم قوى السوق بتحريكها نحو نقطة التوازن العام (E). مثلاً النقطة (A) تمثل توازناً في سوق السلع على منحنى IS، إلا أنها لا تقع على منحنى LM، أي أن سوق السلع متوازن لكن سوق النقد لا يقع في حالة التوازن، وهنا يكون سعر الفائدة أعلى من معدل التوازن في سوق النقد، والطلب على النقود أقل من عرضها، فالأفراد لديهم كمية نقود أكثر مما يرغبون، وبالتالي سيتخلصون من الزيادة بشراء السندات، والنتيجة هي ارتفاع أسعار السندات وانخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يسبب بدوره ارتفاعاً في كل من الإنفاق الاستثماري المخطط وصافي الصادرات، ومن ثمَّ يرتفع الناتج الكلي، وبالتالي يكون الانتقال على منحنى IS إلى اليمين حتى يصل سعر الفائدة إلى (i^*) ، ويصل الناتج الكلي إلى (y^*) ، أي الوصول إلى نقطة التوازن العام (E).

الشكل (4-2) التوازن في سوق السلع والنقد



وعلى النحو نفسه، إذا كانت الحالة الاقتصادية ممثلة بنقطة على منحنى LM ولتكن (B)، لكنها لا تنتمي إلى منحنى IS، وبالرغم من أن هذه النقطة تمثل حالة توازن في السوق النقدي حيث العرض النقدي يساوي الطلب عليه، إلا أن الناتج الكلي يكون أعلى من مستوى التوازن، ويتجاوز الطلب الكلي. تصبح الشركات هنا غير قادرة على بيع منتجاتها ويتراكم المخزون السلعي لديها، مما يدفع الشركات إلى تخفيض الإنتاج، إن الانخفاض في الإنتاج يعني أن الطلب على النقود سينخفض، مخفضاً بذلك أسعار الفائدة. ويكون الانتقال على منحنى LM حتى الوصول إلى نقطة التوازن العام (E). وبالتالي يحدد منحنى IS-LM التوازن الذي يحدث في كلا السوقين السلعي والنقدي. والوصول إلى سعر الفائدة التوازني وحجم الناتج الكلي التوازني في الاقتصاد.

سادساً- سعر الفائدة التوازني في إطار نموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي Dynamic Stochastic General Equilibrium Model

يدرس نموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي تطور الاقتصاد عبر الزمن بصورة حركية (ديناميكية) كما يشير اسم النموذج، كما إنه عشوائي أي يأخذ بالحسبان أن الاقتصاد يتأثر بتقلبات أو صدمات عشوائية كالتغير التكنولوجي والتقلبات التي تطرأ على أسعار السلع (النفط مثلاً)، أو حتى الأخطاء التي تصيب السياسة النقدية والمالية¹، وبهذا يختلف مع النماذج الساكنة في نظرية والرس **Walres** للتوازن العام، ويتوافق مع نماذج التوازن العام التطبيقية والحسابية. إن النموذج الأساسي مدعم بهيكل عشوائي مرتبط بأنواع مختلفة للصدمات، كصدمة العرض (عرض العمالة والإنتاج)، صدمة الطلب (التفضيل، الاستثمار الخاص، الإنفاق الحكومي)، صدمة ارتفاع التكلفة (ارتفاع الأسعار والأجور، علاوة المخاطرة) والصدمات النقدية (سعر الفائدة أو المتغيرات المستهدفة الأخرى). وبصورة عامة، صممت بنية النموذج ليرصد الحركة الممكنة (المتوقعة) لدورة أعمال الاقتصاد، كما يرصد بعض أهم عناصر آلية انتقال السياسة النقدية².

يُعدّ نموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي أداةً قوية تقدم بنية متماسكة لمناقشة سياسة المصارف المركزية وتحليلها، فمن حيث المبدأ، يمكن أن يساعد في التعرف على مصادر التقلبات، والإجابة عن التساؤلات حول التغيرات الهيكلية، وتوقع أثر تغيير السياسة والتنبؤ به،

¹ أصبح ملحوظاً في العقدين الأخيرين أن هناك تقدماً في استخدام التنبؤ في نموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي، وأصبحت المصارف المركزية تهتم بصورة متزايدة بفوائد هذا النموذج فيما يتعلق بتحليل سياساتها، وقد طورت اليوم العديد من المصارف المركزية -سواء في الاقتصاديات المتقدمة أم الناشئة- نماذج خاصة بها، لكن على الرغم من هذا التقدم السريع وتعاضم المنفعة من هذه النماذج يبقى استخدامها خارج صلب عملية اتخاذ القرار للسياسة الرسمية في معظم المصارف. وفي حقيقة الأمر، ما زال من المنتظر معرفة فيما إذا كان سيتم تبني النموذج في جوهر بنية عملية التنبؤ وتحليل السياسة، أو سيبقى موظفاً كأداة مساعدة خارج صلب الهيكلية المتبعة.

² Tovar, Camilo E, **DSGE Models and Central Banks**, Bank for International Settlements, Discussion Papers, October, 2008,p7.

وتنفيذ الإسقاطات التجريبية، كما يتيح إنشاء ربط بين الخصائص الهيكلية للاقتصاد وبعض متغيراته، الأمر الذي لا يمكن أن يتم دائماً مع نماذج التحليل الاقتصادي الكلي واسعة النطاق.

يوضح نموذج **DSGE** الجوانب الاقتصادية الآتية:

أ- التفضيل: تحديد أهداف العملاء في الاقتصاد، كافتراض أن الأفراد يسعون لتعظيم منافعهم من خلال الاستهلاك وعرضهم لقوة العمل، أو تعظيم الشركات لأرباحها.

ب- التكنولوجيا: تحديد الطاقة الإنتاجية للعملاء، فمن المفترض أن تمتلك الشركات دالة الإنتاج لتحديد كمية السلع المنتجة بالاعتماد على حجم العمالة الموظفة لديها وكفاءتها. كما قد يتضمن العامل التقني، كالتكاليف، ومستوى التوظيف، أو حتى مستوى الأسعار.

ت- الهيكل المؤسسي: تحديد البنية المؤسسية الخاضعة لتفاعلات القطاعات الاقتصادية، وتحديد قواعد السياستين النقدية والمالية.

تعتمد معظم نماذج التوازن العام الديناميكي العشوائي على هيكل أساسي¹ يدمج عناصر من النموذج النيوكينزي ومنهج دورة الأعمال الحقيقية، إن المعيار للنموذج (سواء في الاقتصاد المفتوح أم المغلق) أساسه جزئي تحديداً²، مع جمود (استقرار) قد يكون ظاهرياً أو حقيقياً³.

¹ تستخدم المصارف المركزية العلاقات الارتباطية الحركية بين الأسعار والكميات لمختلف قطاعات الاقتصاد، التي عادة ما تتضمن الكثير من المتغيرات، وباعتبار نموذج **DSGE** صعب الحل والتحليل تقنياً، تتجه هذه المصارف إلى اختصار تلك المتغيرات، وهذا ما يلاحظ في العديد من الدراسات التي تقوم بها.

² حيث إن مكونات النموذج من المعادلات مبنية على أساس الاقتصاد الجزئي.

³ Tovar, Ibid, p6.

1. الإطار العام للنموذج¹:

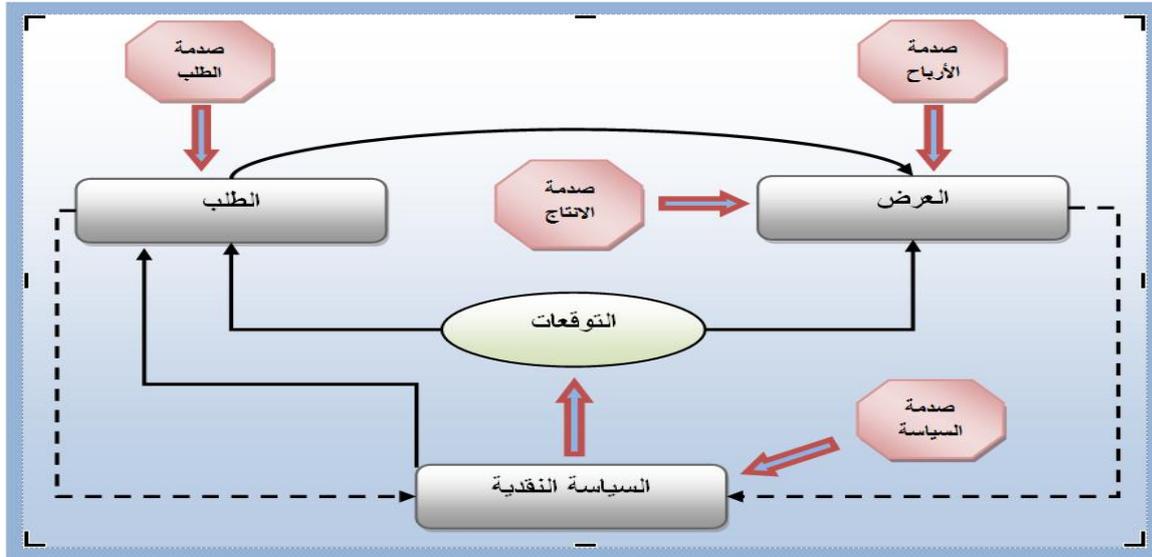
يمثل النموذج ثلاثة أصناف من الوحدات الاقتصادية هي: القطاع العائلي، القطاع الإنتاجي للسلع النهائية والوسيط، والسلطة النقدية. يستهلك القطاع العائلي السلع النهائية، وبالمقابل يعمل هذا القطاع لدى قطاع الإنتاج. كما تحتكر كل شركة إنتاج سلعة وسيطة محددة، ولهذا فهي قادرة على تحديد السعر. وتحصل شركات إنتاج السلع النهائية على السلع الوسيطة من الشركات المحتكرة، وتقوم بإنتاج السلع النهائية وبيعها للمستهلكين (القطاع العائلي) في سوق تنافسية، في حين تحدد السلطة النقدية سعر الفائدة الاسمي. يواجه كل من الأفراد والشركات عدداً كبيراً من التقلبات الظاهرية (كالأجور والأسعار الثابتة كلياً أو جزئياً) وقصوراً في مقدرتهم على إعادة تحديد الأجور والأسعار². يصف نموذج **DSGE** المشكلة التي تواجه كلاً من الوحدات الاقتصادية السابقة، ويُظهر الشروط (الحالات) التوافقية المثلى للتوازن، كما يفسر الصدمات التي تؤثر في هذه الشروط. فالشروط المثلى تنشأ ضمن علاقات ديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المعرفة في محاور النموذج الثلاثة (الطلب - العرض - السلطة النقدية)، وبإضافة شروط السوق الصحيحة يمكن لهذه العلاقات أن توصف سلوك التوازن العام في الاقتصاد بصورة تامة نتيجة التفاعل بين المحاور الأساسية الثلاثة. ويعبر المخطط التالي عن بنية هذا النموذج وفق محاوره الثلاثة.

¹ للمزيد أنظر:

- Sbordone, Argia M, et al, **Policy Analysis Using DSGE Models: An Introduction**, FRBNY Economic Policy Review, October, 2010.
- Riscado, Sara, **On the Estimation of Dynamic Stochastic General Equilibrium Models: an Empirical Likelihood Approach**, European University Institute, December 2, 2010.
- Wickens, Michael, **Macroeconomic Theory A Dynamic General Equilibrium Approach**, Princeton University Press, 2008.
- Bilbiie, Florin O, **Dynamic Stochastic General Equilibrium and Business Cycles**, University of Oxford, November 2006

² Tovar, op. cit, p6.

الشكل (5-2) مخطط التفاعل بين المحاور الاقتصادية الأساسية



يبين المخطط أن محور الطلب يحدد النشاط الحقيقي (y) كدالة لسعر الفائدة الحقيقي المتوقع [سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه التضخم المتوقع] والنشاط الحقيقي المستقبلي المتوقع (y^e)، وبالتالي فإن هذا المحور يرصد الفكرة الأساسية بأنه عندما يكون سعر الفائدة الحقيقي مرتفعاً بصورة مؤقتة فإن الأفراد والشركات سيتوجهون إلى الادخار أكثر من الاستثمار، وفي الوقت نفسه سيكون الأفراد مستعدين لزيادة إنفاقهم عندما تكون التوقعات المستقبلية واعدة، بصرف النظر عن سعر الفائدة آنذاك. يظهر الخط الذي يصل بين محور الطلب ومحور العرض أن مستوى النشاط (y) المنبثق من محور الطلب هو عنصر رئيس في تحديد التضخم (π) والتضخم المتوقع (π^e)، ففي فترات الازدهار عندما يكون مستوى النشاط مرتفعاً يجب أن تزيد الشركات الأجور لتحث الموظفين لديها على العمل لساعات أطول، ويزيد ارتفاع الأجور من التكلفة الحدية وبالتالي زيادة الأسعار، الأمر الذي يولد التضخم، علاوة على ذلك كلما كان من المتوقع ارتفاع التضخم في المستقبل ازداد ارتفاع الأسعار الحالية ما يدفع إلى ارتفاع التضخم الحالي.

إن تحديد الناتج والتضخم عبر محوري الطلب والعرض يقود إلى محور السياسة النقدية الذي يُعبّر عنه بالخط المتقطع في الشكل السابق، توضح المعادلة $[i = f^i(\pi - \pi^*, Y, \dots)]$ كيف يحدد المصرف المركزي سعر الفائدة الاسمي، وعادة يكون ذلك كدالة للتضخم والنشاط الحقيقي، ويعكس توجه المصرف المركزي إلى رفع سعر الفائدة قصيرة الأجل عندما يزداد النشاط الاقتصادي ويرتفع التضخم، في حين يخفض المركزي أسعار الفائدة في حالة الركود الاقتصادي.

تؤثر السياسة النقدية من خلال تحديد أسعار الفائدة الاسمية في النشاط الحقيقي ومن خلاله على التضخم، ويمثّل هذا الأثر بالخط الذي يصل بين محور السياسة النقدية بالطلب ومن ثم العرض، وبالتالي تغلق السياسة النقدية الدائرة بين المحاور الثلاثة مقدّمة نموذجاً مكتملاً عن العلاقة بين المتغيرات الداخلية الثلاثة (الناتج، التضخم، سعر الفائدة الاسمي). كما يسلط المخطط الضوء على دور التوقعات والاتصال الديناميكي بين المحاور الثلاثة (يمثّل تأثير التوقعات في الاقتصاد بالأسهم التي تخرج من محور السياسة النقدية باتجاه الطلب ثم العرض)، وهذا يؤكد أن سلوك السياسة النقدية له تأثيراً كبيراً على تكوين التوقعات. حيث تعدّ التوقعات القناة الرئيسة في نموذج التوازن العام الديناميكي العشوائي التي من خلالها تؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد، وهذا يكسب النموذج ميزة بجعله يتوافق مع اهتمام الأسواق المالية واهتمام الأفراد بتصريحات المصارف المركزية حول سياساتها المحتملة بصورة عامة.

إن المكوّن الأخير في هذا النموذج هو طبيعته العشوائية، حيث تؤثر الأحداث الخارجية العشوائية في حالات التوازن لكل محور في كل فترة زمنية، ما يدخل حالة الارتباك إلى تطور الاقتصاد ويولّد تقلبات اقتصادية، ودون هذه الصدمات سيكون بالإمكان التنبؤ بتطور

الاقتصاد بصورة تامة، فهذه الصدمات تؤثر في شروط التوازن وتؤدي إلى اختلال التوازن العام، على سبيل المثال تؤثر صدمة الأرباح والإنتاج في تحديد الأسعار وقرارات الإنتاج للشركات (محور العرض)، في حين ترصد صدمة الطلب التغيرات في استعداد القطاع العائلي لشراء منتجات تلك الشركات.

2. النموذج الاقتصادي:

يبني النموذج على ثلاثة محاور كما سبق الذكر، تتناول هذه المحاور الجوانب الأساسية للاقتصاد، وهي كالآتي:

2-1- محور الطلب الكلي (القطاع العائلي):

إن جوهر جانب الطلب لنماذج (DSGE) عملياً هو العلاقة السلبية بين سعر الفائدة الحقيقي والإنفاق المرغوب. يمكن الاقتصار في تمثيل الإنفاق بالاستهلاك فقط، ولهذا فالعلاقة السلبية بين سعر الفائدة والطلب تنشأ من قرارات الاستهلاك للأفراد. يُمثّل القطاع العائلي بتعداد السكان محل الدراسة وذلك لتمثيل الاستهلاك (C_t)، وتعتمد منفعة الاستهلاك على الاستهلاك الحالي والماضي، وكنتيجةً لعملية الاستهلاك لن يكون الأفراد راضين في حال كان استهلاكهم الحالي منخفض المستوى، أو إذا انخفض عن مستواه في الماضي القريب. ولتحمل عبء الاستهلاك يعمل الأفراد لساعات عمل محددة ($H_t(n)$) في الشركات الاحتكارية¹ (n-firms) مقابل الحصول على أجر ساعي ($W_t(n)$)، عندها يمكن للأفراد شراء السلع النهائية بالسعر (P_t)، أو يمكنهم الادخار بشراء سندات الخزينة (B_t) لزيادة أموالهم والحصول على عائد-غير صافٍ- (R_t) بين فترتين من الزمن t إلى $t + 1$.

¹ يشير الرمز (n) إلى الشركات العاملة في الاقتصاد.

يمكن كتابة العلاقة المحددة لميزانية الأفراد بالصيغة الآتية:

$$P_t C_t + \frac{B_t}{R_t} \leq B_{t-1} + \int_0^1 w_t(n) H_t(n) dn \quad (1)$$

وبافتراض وعي الأفراد للصدمات التي يمكن أن تحدث، وقدرتهم على صياغة التوقعات المستقبلية حول أي من المتغيرات، كتوقع حجم الاستهلاك، ساعات العمل، أو الادخار الممكن،

يمكن صياغة المعادلة الآتية التي تدعى معادلة إيبلر **Euler**:

$$\frac{1}{C_t} = E_t \left[\frac{\beta b_{t+1}}{b_t} \cdot \frac{1}{C_{t+1}} \cdot \frac{R_t}{P_{t+1}/P_t} \right] \quad (2)$$

ويشير الرمز $(E_t[X_{t+s}])$ إلى توقعات الأفراد للمتغيرات، ووفق هذه المعادلة ينخفض

الاستهلاك المرغوب عندما يزداد سعر الفائدة الحقيقي $(\frac{R_t}{P_{t+1}/P_t})$. وبأخذ اللوغاريتم الخطي

لمعادلة إيبلر وبعد الإصلاح تنتج الصيغة الآتية:

$$y_t = E_t y_{t+1} - (i_t - E_t \pi_{t+1}) - \delta_t \quad (3)$$

حيث إن؛ $\pi \equiv \log P_t / P_{t-1}$ معدل التضخم الربيعي، $(i_t \equiv \log R_t)$ سعر الفائدة

المركبة الاسمي، $(\delta_t \equiv E_t \log(\beta b_{t+1}/b_t))$ انعكاس صدمة الطلب، $(y_t \equiv \log Y_t)$

لوغاريتم الناتج الإجمالي.

إن الصيغة الأخيرة مشابهة لمعادلة IS في النموذج التقليدي الساكن على اعتبار أنها

توصّف العلاقة بين الدخل الكلي وسعر الفائدة، إلا أن العلاقة في هذا النموذج هي بين الدخل

الكلي في الزمن الحالي (y_t) وسعر الفائدة المتوقع $(i_t - E_t \pi_{t+1})$ من أجل تسوية معاملات

استهلاك السلع النهائية في السوق، فضلاً عن أنها تأخذ عامل تغير الزمن بالاعتبار حيث أنها

تتضمن متغيرات حالية ومستقبلية، كما توضح الصيغة بعد إصلاحها:

$$y_t = -E_t \sum_{s=0}^{\infty} (i_{t+s} - \pi_{t+s+1} - \delta_{t+s}) \quad (4)$$

2-2- محور العرض:

يصف محور العرض في نموذج (DSGE) كيف تضع الشركات الأسعار لتلبية الطلب، فعندما يكون مستوى العرض مرتفعاً تدفع الشركات أجوراً أعلى لعمالها، وكنتيجةً لذلك تزداد تكاليفها وكذلك الأسعار التي تحددها. وإجمالاً يولد هذا الأمر علاقة إيجابية بين التضخم والنشاط الاقتصادي الفعلي. ولذا يتضمن هيكل النموذج الشركات الاحتكارية (n-firms) التي تقوم بتحديد الأسعار، وكذلك شركات إنتاج السلع النهائية التي تقوم بتجميع مخرجات الشركات الاحتكارية وتقديم السلع الاستهلاكية النهائية¹، حيث توظف الشركات عمالاً (H_t) للعمل لديها من سوق تنافسية وإنتاج السلع الوسيطة (Y_t) باستخدام التكنولوجيا.

$$Y_t(n) = A_t H_t(n) \quad (5)$$

حيث (A_t) تمثل فعالية عملية الإنتاج على افتراض أنها تتعلق بعملية عشوائية خارجية، تسبب تقلباتها العشوائية عبر الزمن تغيرات إنتاجية غير متوقعة. ويعبر عن هذه الحالة بالصدمة الإنتاجية على اعتبارها شائعة الحدوث عند كل الشركات. كما إن سوق السلع الوسيطة تُعدّ سوقاً احتكارية تنافسية (احتكار القلة)، لذا تضع الشركات الاحتكارية الأسعار تبعاً للمتطلبات التي تلي الطلب على سلعها الناشئ من شركات السلع النهائية وتأخذ الصيغة الآتية:

$$Y_t(i) = Y_t \left(\frac{P_t(n)}{P_t} \right)^{-\theta_t} \quad (6)$$

حيث أن (P_t) سعر السلع الوسيطة، (θ_t) مرونة الطلب.

¹ ونظراً لأن عملية التسعير تكون بمعظمها في الشركات الوسيطة الاحتكارية، يتم التركيز عليها في النموذج مع إهمال شركات إنتاج السلع النهائية.

عندما يزداد سعر السلعة ينخفض الطلب عليها بالنسبة إلى الطلب الكلي بمقدار يعتمد على مرونة هذا الطلب. وعلى افتراض أن الشركات لا تغير الأسعار بصورة متكررة، فهي حقيقةً تبقّيها ثابتة ولفترات طويلة، حيث تقوم بتعديل أسعار سلعها في حال حدوث التقلبات $(1 - \alpha)$ ، ووفق معادلة الإنتاج (5) والقيود الإضافية التي يجب أن تقوم بتلبية الطلب على منتجات هذه الشركات عند أي نقطة زمنية تصبح الصيغة:

$$Y_{t+s}(n) = Y_{t+s} \left(\frac{P_{t+s}(n)}{P_{t+s}} \right)^{-\theta_{t+s}} \quad (7)$$

حيث أن $(s=0,1,\dots)$ ، وتحتسب الأرباح (إجمالي الإيراد حسب الأسعار الحالية $(P_t(n)Y_{t+s}(n))$ مطروحاً منها إجمالي التكاليف $(W_{t+s}(n)H_{t+s}(n))$) وفق المضاعف $(\beta^s \Lambda_{t+s} / \Lambda_t)$ الذي يدعى عامل الحسم العشوائي، حيث يعكس قيمة أرباح النقود المستقبلية وفقاً لقيمتها الحالية. ويمكن تحديد السعر الأمثل والتكلفة الحدية للحصول على إيراد الشركة من خلال المعادلة الآتية:

$$P_t \equiv \left[(1 - \alpha) P_t^* (1 - \theta_t) + \alpha P_{t-1}^{1 - \theta_t} \right]^{\frac{1}{1 - \theta_t}} \quad (8)$$

باعتبار أن: (P_t^*) السعر الأمثل الذي تحدده الشركة.

ينتج ذلك ما يقارب منحنى فيلبس النيوكينزي -علاقة بين التضخم الحالي والتضخم المستقبلي المتوقع والتكلفة الحدية الحقيقية- الذي يُعبّر عنه بالصيغة الآتية:

$$\pi_t = \xi s_t + \beta E_t \pi_{t+1} + u_t \quad (9)$$

حيث إن $(u_t = \xi \log u_t)$ هي انعكاس صدمة زيادة الربح، و $(s_t \equiv \log(S_t/P_t))$ لوغاريتم التكلفة الحدية الحقيقية، كما تمثل (ξ) حساسية التضخم وتعتمد على تكرار عملية ضبط الأسعار (α) بقدر ما تعتمد على المقاييس الهيكلية (البنوية) الأخرى، وذلك على اعتبار $(\xi \equiv \frac{(1-\alpha)(1-\alpha\beta)}{\alpha(1+\omega\theta)})$ حيث أن $(\omega \equiv \frac{v''H}{v'})$ مرونة عطالة الإنتاج (عدم الفائدة من التشغيل)، بينما (θ) القيمة المتوسطة لمرونة الطلب (θ_t) .

إن منحنى فيلبس يحدد العلاقة بين التضخم والنشاط الحقيقي التي تعرّف محور العرض لنموذج (DSGE). كما إن التكلفة الحدية تعتمد على مستوى النشاط الكلي بين العوامل الأخرى، حيث يقود النشاط الاقتصادي المرتفع إلى أجور وتكاليف مرتفعة، وكنتيجاً لهذا ترفع الشركات أسعارها، دافعةً التضخم الكلي إلى الارتفاع.

هنالك ميزة أخرى لمنحنى فيلبس، تتمثل في أنه يمكن التنبؤ من خلاله بالتضخم - كما معادلة إيلر في جانب الطلب - حيث يمكن تكرار المعادلة (9) للحصول على المعادلة الآتية:

$$\pi_t = \mathbf{E}_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s (\xi s_{t+s} + u_{t+s}) \quad (10)$$

تبين هذه الصيغة كم يعتمد التضخم الحالي حقيقةً على التضخم المتوقع المرتبط بمسار التكلفة الحدية، وبالتالي على النشاط الحقيقي، لكن هذا المسار يعتمد بدوره على توقعات أسعار الفائدة والتي تتعلق بالاتجاه المستقبلي للسياسة النقدية، كما تظهر المعادلة (4).

2-3- محور السياسة النقدية:

عندما يكون سعر الفائدة (الحالي والمتوقع) منخفضاً يتوجه طلب الأفراد نحو الاستهلاك (حسب المعادلة 4)، لكن إذا كان الطلب مرتفعاً تزداد التكلفة الحدية لإنتاج الشركات وكذلك الأسعار، وكننتيجة أخيرة يحدث التضخم، ويكون العكس صحيحاً عندما ترتفع أسعار الفائدة.

تُحدد السياسة النقدية أسعار الفائدة قصيرة الأجل وفق قرار تتخذه السلطة النقدية باستخدام مدخلات عدة¹، في هذا النموذج يمكن افتراض أن سعر الفائدة يحدد وفق الصيغة الآتية:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)[r_t^e + \pi_t^* + \phi_\pi(\pi_t^{4Q} - \pi_t^*) + \phi_y(y_t - y_t^e)] + \varepsilon_t^i \quad (11)$$

حيث أن (y_t^e, π_t^*, r_t^e) هي القواعد الأساسية لكل من سعر الفائدة الحقيقي، والتضخم، والنتاج على التوالي، وتمثل $(\pi_t^{4Q} \equiv \log P_t/P_{t-4})$ معدل التضخم خلال أربعة ربيعيات، وتعتبر (ε_t^i) عن صدمة السياسة النقدية. إن المتغير العشوائي الذي يساوي متوسطه الصفر يؤثر بصورة كبيرة في أي انحراف يصيب سعر الفائدة الاسمي من القيمة التي تشير إليها الصيغة. كما تبين هذه الصيغة إنه إذا ارتفع التضخم أو الناتج فوق مستواهما الأساسي، فإن سعر الفائدة الاسمي سيبقى مع مرور الزمن فوق مستواه الأساسي $(r_t^e + \pi_t^*)$ بمقدار يحدّد بالمقياسين (ϕ_π, ϕ_y) وبسرعة تحدّد وفق المعامل (ρ) ، إن سعر الفائدة الأساسي المرتفع -والمتوقع أن يستمر حتى بعد عودة الناتج والتضخم إلى وضعهما الطبيعي- يبدي قوة كابحة في الاقتصاد،

¹ منها: قاعدة بيانات، إسقاطات من عدة نماذج، والقرارات التي يتخذها صناع السياسة. على الرغم من الصعوبة الظاهرة لهذه العملية، فقد برهن تايلور (Taylor, 1993) على نحو معروف أنه يمكن مقارنة ذلك بافتراض أن السلطة النقدية ترفع سعر الفائدة الأساسي عندما يرتفع كل من التضخم والناتج أو أحدهما مع مراعاة بعض القواعد الأساسية، ومن المفترض أن هذا السلوك متبع في معظم نماذج التوازن الديناميكي العشوائي العام، على الرغم من وجود بعض الجدل حول تعريف القواعد الأساسية الملائمة.

فهو يعمل على تقييد كل من الطلب، والتكلفة الحدية، والتضخم. ومن وجهة النظر هذه يمكن اعتبار إن التضخم (π_t^*) والناتج (y_t^e) أهدافاً للسياسة النقدية إن كانت توسعيةً أو تقييديةً.

يلاحظ من المعادلة (11) أن المصرف المركزي يستهدف من خلال الإنتاج (y_t^e) مستوى فعالية الناتج. إن هذا المتغير غير الملحوظ يمكن اشتقاقه من الأساس الجزئي للنموذج، ويمثل مستوى الناتج الذي سيعم في الاقتصاد في حال تم إلغاء الانحراف أو التشوهات (كإجبار الشركات على اتخاذ سلوك المنافسة بدلاً من الاحتكار وأيضاً السماح لها بتغيير الأسعار بحرية). ينتج عن هذه الحالة مستوى نشاط مثالي من منظور أن قطاع الأفراد يكون ممثلاً في هذا النموذج. الأمر الذي يجعله هدفاً للسياسة النقدية، وعلى الرغم من ذلك عندما يكون الناتج في مستوى فعال لن يبقى التضخم ثابتاً كما يريده أصحاب القرار بل يتذبذب (بتقلب) بسبب وجود صدمة زيادة الربح. وهذا هو جوهر التسويات (أو التغيرات) في السياسة النقدية في الاقتصاد. كما يتطلب تحقيق مستوى فعال للناتج تحركات غير مرغوبة في التضخم، وعلى العكس فإن استقرار التضخم يتضمن انحرافات عن المستوى الفعال للناتج، وبالتالي لا يمكن توافق كلا الهدفين معاً، بل يتم التبدل بينهما.

تعدّ فعالية سعر الفائدة الحقيقي (r_t^e) أمراً يتعلّق بفعالية مستوى الناتج، حيث أنها تمثل معدل العائد الذي يتم رصده في فعالية الاقتصاد، يقتضي هذا الإجراء أنه عندما يكون سعر الفائدة الحقيقي عند مستواه الفعال -ومن المتوقع أن يبقى كذلك في المستقبل- فإن الناتج سيكون عند مستوى فعال أيضاً، الأمر الذي يقتضي إدراج سعر الفائدة الحقيقي في القاعدة الأساسية لسعر الفائدة. إن المكون الآخر للقاعدة الأساسية لسعر الفائدة هو استهداف التضخم (π_t^*)، ومن المفترض العمل على جعل تغييره بطيئاً مع مرور الزمن وضمن الحدود الطبيعية.

على الرغم من الفوائد الظاهرة من هذا النموذج يمكن القول: إن عدم جعله في قلب صناعة السياسة النقدية يعود لأسباب عدة، منها أنه يتطلب استخدام تكنولوجيا حديثة من حيث عملية النمذجة وأدوات تقنية وحسابية لحله، كما إن الطبيعة المعقدة له قد تحدّ من قبول صنّاع السياسة لاستخدامه، إضافةً إلى أن فهم آلية عمل هذه النماذج يحتاج محلّلين اقتصاديين ذوي خبرة في النمذجة والإحصاء والبرمجة. وقد تحتاج المصارف المركزية إلى توظيف موارد إضافية لتطوير هكذا نماذج، الأمر الذي قد يصعب تحقيقه كونه لا يعدّ من أولويات المصرف أو بسبب قلة الموارد لديه¹. وكأي أداة جديدة، يحتاج هذا النموذج لاختبار مقدرته في ملاءمة البيانات وإثبات منفعته كأداة للسياسة النقدية².

¹ Tovar, op. cit, p3.

² Tovar, Ibid, p7.

الفصل الثالث

سلوك سعر الفائدة

تمهيد

نظراً لأهمية سعر الفائدة في تحقيق التوازن الاقتصادي، وانعكاس التقلبات الحاصلة فيه على المتغيرات الاقتصادية، فإن دراسة سلوك سعر الفائدة يتيح إمكانية التحكم بالتغيرات التي ستطرأ على تلك المتغيرات، كما إن التقلبات في سعر الفائدة السوقي تؤثر في أرباح المصارف وهذا ما يعرف بمخاطر سعر الفائدة، وبالتأكيد يرتبط هذا الأمر فيما إذا كانت أسعار الفائدة لدى المصارف متغيرة أو ثابتة، وهذا بدوره يؤثر في قرار الأفراد وقطاع الأعمال حول الادخار والاستثمار، لذلك تهدف السلطة النقدية إلى تحقيق استقرار أسعار الفائدة لما له من أهمية في استقرار الأسواق المالية.

المبحث الأول: سعر الفائدة وحالة التوازن

يتغير سعر الفائدة مع مرور الزمن وفق تغير محدداته، وحيث إن سعر الفائدة التوازني يتمثل بالنقطة التي تتساوى عندها كمية الطلب على النقود وعرضها، فإن تغير الطلب أو العرض أو كليهما سيؤدي إلى اختلال حالة التوازن، وبالتالي سيتغير سعر الفائدة باتجاه سعر توازني جديد.

أولاً- سعر الفائدة في سوق السندات¹:

يرتبط سعر الفائدة بعلاقة عكسية مع أسعار السندات، وبالتالي فإن تفسير التغيرات في أسعار السندات يُمكن من تفسير التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة، ولذا يتم تحليل العرض والطلب في أسواق السندات وسوق النقد لاختبار تغير أسعار الفائدة. إضافةً إلى اشتقاق منحنى الطلب على الأصول كالنقود والسندات وعرضها يمكن دراسة محددات قوى الطلب على الأصول وعرضها وذلك وفق نظرية الطلب على الأصول التي مفادها تحديد حجم الأصول التي يجب شراؤها، كما تتم دراسة مفهوم توازن السوق إلى النقطة التي تتساوى فيها كمية العرض مع الطلب وهذا يفسر التغيرات في سعر الفائدة التوازني.

1. محددات الطلب على الأصول:

تعدُّ الأصول مخزناً للقيمة، وبالتالي فإن كلاً من العناصر الآتية: النقود، والسندات، والأسهم، والأرض، والمنازل، والمعدات الزراعية، والآلات الصناعية كلها أصول، ويمكن تصنيفها حسب أنواعها، فإما أن تكون نقدية، أو مالية، أو عينية (حقيقية) وتشكل بمجملها

¹ تتشابه الأصول المالية في ميلها نحو التغير معاً لذلك يتم الاكتفاء بدراسة أحد أنواعها.

محفظة الثروة. ولتحديد عملية شراء الأصل أو الاحتفاظ به، أو تفضيل شراء أصل على أصل آخر يجب أخذ علاقة العوامل الآتية بالطلب على الأصول بعين الاعتبار¹:

- أ- الثروة: وهي جميع الموارد التي يملكها الفرد متضمناً جميع الأصول، حيث ترتبط الثروة بعلاقة طردية مع الطلب على الأصول.
 - ب- العائد المتوقع: هو العائد المتوقع خلال الفترة القادمة على الأصل، ويرتبط بعلاقة طردية مع الطلب على الأصول.
 - ت- المخاطرة: وهي درجة الارتياح أو الشك المرتبطة بالعائد على الأصل، وطبيعة العلاقة هنا عكسية مع الطلب على الأصول.
 - ث- السيولة: ويقصد بها سهولة عملية تحويل الأصل إلى نقد وسرعتها، وترتبط السيولة بعلاقة طردية مع الطلب على الأصول.
 - ج- تكلفة الحصول على المعلومات: يدفع المستثمرون لقاء الحصول على تقييم للأصول المالية التي قد يرغبون بشرائها، وكلما انخفضت هذه التكاليف ينتقل منحى الطلب إلى اليمين، أي إن العلاقة عكسية بين تكلفة المعلومات والطلب على الأصول.
- تُحدّد علاقة الطلب على الأصول مع كل من هذه العناصر السابقة على افتراض ثبات العوامل الأخرى، وبالمقارنة مع الأصول البديلة (ارتفاع عائد الأصل أو انخفاض عائد الأصول البديلة).

¹ للمزيد أنظر:

- Mishkin, op. cit, p 85-87.
- Hubbard, op. cit, p 96-99.

2. العرض والطلب في سوق السندات:

يحدد تفاعل عرض السندات والطلب عليها السعر التوازني لأسعار السندات، وكذلك السعر التوازني لأسعار الفائدة، وذلك بحسب آجال استحقاق السندات، وفيما يلي عرض لآلية التفاعل بين العرض والطلب في سوق السندات.

2-1-1- منحنى العرض:

يمثل منحنى العرض العلاقة بين الكمية المعروضة من السندات والسعر مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، حيث يزداد العرض مع انخفاض سعر الفائدة، أي مع ارتفاع سعر السند، لأن انخفاض سعر الفائدة يمثل انخفاضاً في تكلفة الاقتراض التي تقوم بها الشركات بإصدار السندات لتمويل مشروعاتها، ويأخذ المنحنى شكلاً متصاعداً من اليسار إلى اليمين.

2-2- منحنى الطلب:

يبين منحنى الطلب العلاقة بين كمية السندات المطلوبة من قبل المستثمرين والسعر مع ثبات العوامل الأخرى، وكلما ارتفع سعر الفائدة على السندات ازداد الطلب عليها، وبالتالي ينحدر المنحنى من اليسار إلى اليمين.

2-3- توازن السوق:

يحدث توازن السوق في الاقتصاد بوجه عام عندما تتساوى الكمية التي يرغب الأفراد بشرائها (الطلب) مع الكمية التي يرغب الأفراد الآخرون في بيعها (العرض) عند سعر محدد، وهذا يتحقق أيضاً في سوق السندات عندما تتساوى كمية السندات المطلوبة مع الكمية المعروضة منها، وفي نطاق مستوى معين للدخل.

$$B^d = B^s$$

فمثلاً إذا بلغت القيمة الاسمية للسند 1000 وحدة نقدية وليكن هذا السند من سندات الخصم التي لا تحوي كوبوناً واستحقاقها سنة كاملة، يمكن حساب معدل العائد عند الاستحقاق والذي يساوي سعر الفائدة وفق المعادلة الآتية:

$$i = RET^e = \frac{F-P}{P} \dots\dots\dots(1)$$

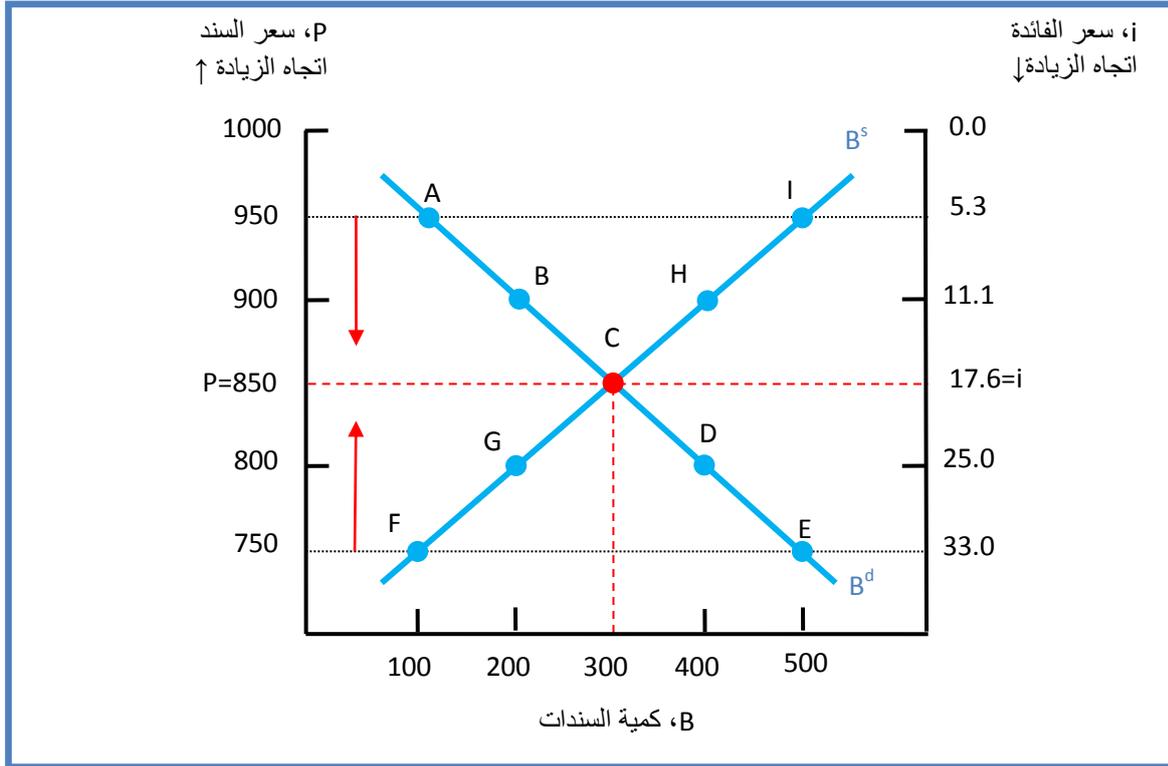
حيث إن؛ i : سعر الفائدة؛ RET^e : العائد المتوقع على السند؛ F : القيمة الاسمية للسند؛ P : القيمة السوقية للسند.

ومن خلال هذه المعادلة يمكن حساب قيمة العائد أو سعر الفائدة عند كل تغير في السعر السوقي للسند، وبالتالي ينتج الشكل (2-5). حيث يمثل المحوران العموديان سعر السند وسعر الفائدة وهما باتجاهين متعاكسين، يزداد سعر السند على المحور الأيسر كلما اتجهنا للأعلى، في حين يزداد سعر الفائدة كلما اتجهنا للأسفل على المحور الأيمن أي محور سعر الفائدة، وأما المحور الأفقي فيمثل كمية الطلب على السندات.

يحدث هذا التوازن كما هو واضح في الشكل (3-1) في نقطة تقاطع منحنى الطلب (B^d) مع منحنى العرض (B^s) عند السعر (850) مثلاً والذي يقابله سعر الفائدة (17.6%)، وتكون كمية السندات عندها (300)، ويدعى السعر (850) **بسعر التوازن**، كذلك يدعى سعر الفائدة (17.6%) **المقابل له بسعر الفائدة التوازني**، حيث تميل السوق إلى التوجه نحو سعر التوازن ومعدل الفائدة التوازني بصورة مستمرة. عندما يكون سعر السند مرتفعاً جداً، مثلاً (950) تكون كمية عرض السندات الممثلة بالنقطة (**I**) أكبر من كمية الطلب عند النقطة (**A**)، وتسمى هذه الحالة التي يتجاوز فيها العرض كمية الطلب بحالة **فائض العرض**، لأن الأفراد في هذه الحالة يرغبون ببيع سندات بكمية أكثر مما يرغب الآخرون بشرائها، ولهذا السبب سينخفض

سعر السند، وطالما بقيت كمية عرض السندات فوق السعر التوازني سيبقى هناك فائض في العرض، وسيستمر سعر السند بالانخفاض حتى الوصول إلى السعر التوازني، عندها ينعدم فائض العرض.

الشكل (1-3) العرض والطلب في سوق السندات



المصدر: Mishkin, Frederic S, The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets, p105

أما في حالة كون سعر السند أقل من السعر التوازني وليكن (750)، عندها تكون كمية الطلب عند النقطة (E) أكبر من كمية العرض عند النقطة (F)، وتدعى هذه الحالة فائض الطلب، وهنا يرغب الأفراد بشراء السندات بكمية أكبر من الكمية التي يرغب الآخرون ببيعها، وبالتالي سيرتفع سعر السند حتى يصل إلى نقطة التوازن وعندها ينتهي فائض الطلب. وبفرض أن سوق السندات سوق تنافسية، فإن فائض طلب وعرض السندات لا بد أن يخفض أو يرفع

سعر الفائدة حتى يتساوى العرض والطلب، وعندما يحدث هذا يتحقق التوازن ويكون سعر الفائدة توازياً¹.

ثانياً- تغيرات سعر الفائدة التوازني:

1. العوامل المؤثرة في التوازن:

بدايةً يجب التمييز بين التحرك أو الانتقال على منحنى الطلب (أو العرض)، وبين تحرك أو انتقال منحنى الطلب (أو العرض)، فتغيّر سعر السند أو سعر الفائدة يعني التحرك على منحنى الطلب (أو العرض) ويتمثل هذا بالانتقال بين النقاط C/B/A في الشكل (2-6). في حين أن تغير منحنى الطلب (أو العرض) -انتقاله إلى اليمين أو اليسار- عند سعر محدد للسند أو لسعر الفائدة ينجم عن تغير في عوامل أخرى²، وعند حصول هذا الانتقال لمنحنى الطلب (أو العرض) يظهر سعر توازني جديد³. ويمكن دراسة هذا التغير من خلال أثر عنصرين أساسيين: تغير التضخم المتوقع أو ما يسمى بأثر فيشر، وأثر السياسة التوسعية أو الانكماشية.

1-1- أثر تغير التضخم المتوقع-أثر فيشر⁴:

تقاس التكلفة الحقيقية للاقتراض بسعر الفائدة الحقيقي الذي يساوي -كما سبقت الإشارة- سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم المتوقع. فإذا ازداد التضخم المتوقع عند سعر فائدة محدد، فإن التكلفة الحقيقية للاقتراض ستتناقص، وبالتالي تزداد كمية عرض السندات،

¹ سيجل، باري، النقود والبنوك والاقتصاد: وجهة نظر النقديين، ت: طه عبد الله منصور، الرياض، دار المريخ، 1987، ص410.

² عوامل انتقال منحنى الطلب هي الثروة، والعائد المتوقع، والمخاطرة، ودرجة السيولة، وذلك وفقاً لنظرية الأصول على النحو التالي: بزيادة الثروة والسيولة ينتقل منحنى الطلب إلى اليمين في حين ينتقل إلى اليسار بزيادة عملي العائد المتوقع والمخاطرة. أما عوامل انتقال منحنى العرض فهي: توقعات ربحية فرص الاستثمار، والتضخم المتوقع، والإجراءات الحكومية أو الأنشطة الحكومية، حيث ينتقل منحنى العرض إلى اليمين بازدياد إحدى العوامل السابقة .

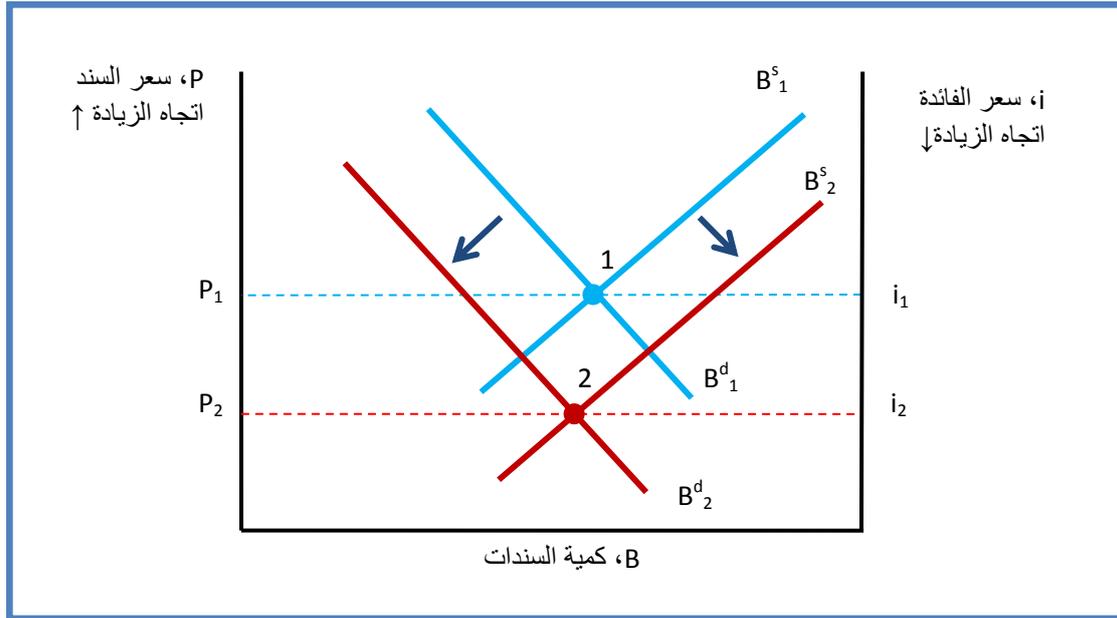
³ Howells. Peter and Keith Bain, **Financial Markets And Institutions**, fifth edition, pearson education, 2007, p96.

⁴ Mishkin, op. cit, p99-102.

وتؤدي هذه الزيادة في عرض السندات إلى انتقال منحنى العرض إلى اليمين كما هو موضح في الشكل (2-3). فإذا كان التضخم المتوقع مبدئياً 5% على سبيل المثال، عندها سيتقاطع منحنى العرض (B^s_1) ومنحنى الطلب (B^d_1) في النقطة (1) والتي تمثل نقطة التوازن ويقابلها السعر (P_1) وسعر الفائدة (i_1). وإذا ارتفع التضخم المتوقع إلى 10% فإن العائد الحقيقي المتوقع على السندات سينخفض عند أي سعر سند معطى وأي معدل فائدة. وكنتيجاً لذلك ينخفض الطلب على السندات وينتقل منحنى الطلب إلى اليسار (B^d_2)، في حين ينتقل منحنى العرض إلى اليمين وذلك بسبب انخفاض تكلفة الاقتراض بالنسبة لمصدري السندات (B^s_2). عندما ينتقل كل من منحنى العرض والطلب استجابة للتغير في التضخم المتوقع تنتقل نقطة التوازن من النقطة (1) إلى (2) التي تمثل تقاطع (B^s_2) و (B^d_2)، وهنا ينخفض سعر السند التوازني نتيجة علاقته العكسية مع سعر الفائدة الذي يرتفع من (i_1) إلى (i_2).

ويُلاحظ أن تغير كمية التوازن يعتمد على كمية التغير في كل من العرض والطلب اللذين يتغيران وفقاً لتغير التضخم المتوقع، ومن هذا تبرز النتيجة التالية: عندما يزداد التضخم المتوقع فإن سعر الفائدة يزداد - تسمى هذه العلاقة بـ (أثر فيشر) - وهذا ما يفسر توصية الاقتصاديين بالحفاظ على التضخم منخفضاً في حال الرغبة بتخفيض سعر الفائدة أو الحفاظ عليه منخفضاً.

الشكل (2-3) انتقال منحنى العرض والطلب على السندات وتغير سعر الفائدة التوازني (أثر فيشر)



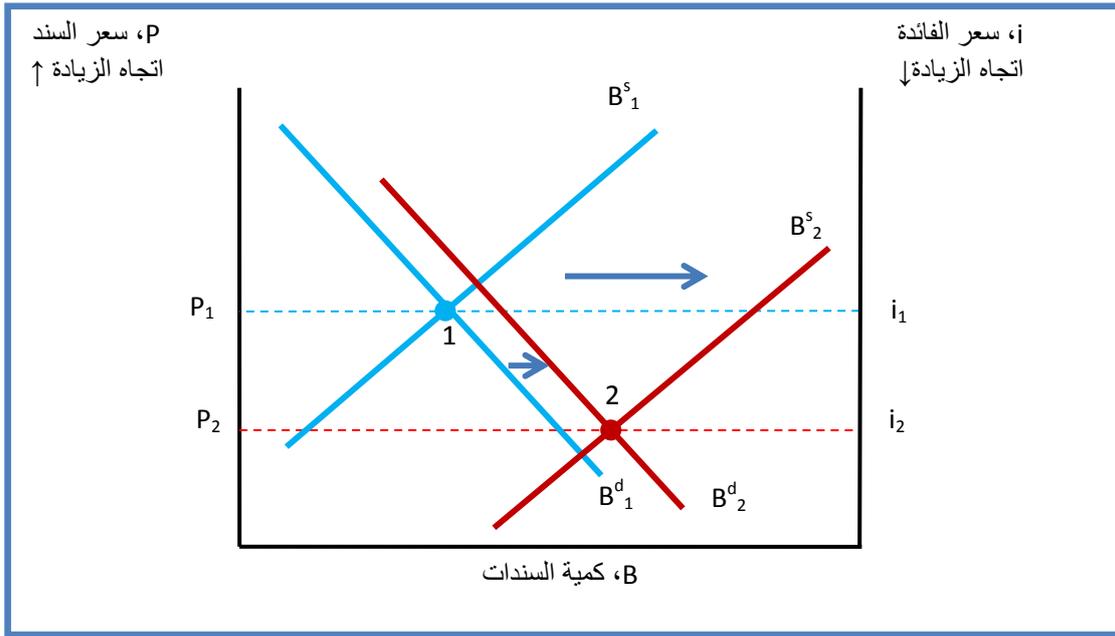
المصدر: Mishkin, Frederic S, The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets, p105

2-1- حالة السياسة التوسعية:

يزداد حجم السلع والخدمات في الاقتصاد عند حدوث الدورة الاقتصادية التوسعية، ويزداد الناتج القومي أيضاً، ونتيجة لذلك يرغب قطاع الأعمال بالمزيد من الاقتراض للحصول على تمويل للفرص الاستثمارية المربحة، ولذلك تزداد كمية السندات التي تريد الشركات أن تبيعها عند سعر محدد، وهذا يعني انتقال منحنى العرض (الشكل 3-3) إلى اليمين من (B^s_1) إلى (B^s_2) . كما تؤثر الدورة الاقتصادية التوسعية في الطلب أيضاً، حيث تزداد الثروة نتيجة التوسع وبالتالي فإن الطلب على السندات سوف يزداد وسينتقل منحنى الطلب من (B^d_1) إلى (B^d_2) نحو اليمين، وبالتالي تنتقل نقطة التوازن إلى التقاطع الجديد ويجب أن تكون نحو اليمين—وهذا يتعلق تحديداً فيما إذا كان انتقال منحنى العرض أكبر أو انتقال منحنى الطلب أكبر— وبالتالي فإن أسعار الفائدة ترتفع عند الدورة الاقتصادية التوسعية، وتنخفض أثناء الدورة الانكماشية. وحيث إنه ينتج عن هذه الدورة (التوسعية أو الانكماشية) تغيرات في الدخل والفرص الاستثمارية للأفراد والشركات (وأذواقهم وتفضيلاتهم)، فإن منحنيات العرض والطلب تتغير نتيجة تغير هذه العوامل،

وتدفع قوى السوق سعر الفائدة للانتقال إلى مركز توازني جديد، وعلى ذلك فإن تقلب سعر الفائدة المستمر في الواقع العملي لا بد أن يُفسَّر على أنه استجابةً للظروف التي تتقل منحنى عرض السندات ومنحنى طلبها¹.

الشكل (3-3) انتقال منحنى العرض والطلب على السندات وتغير سعر الفائدة التوازني (أثر السياسة التوسعية)



المصدر: Mishkin, Frederic S, The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets, p105

2. التوازن في إطار تفضيل السيولة:

طوّر جون ماينرد كينز نموذجاً يعرف بإطار تفضيل السيولة، والذي يحدد سعر الفائدة التوازني باستخدام عرض النقود والطلب عليها، في حين يحدد إطار الأموال القابلة للإقراض التوازن لسعر الفائدة باستخدام عرض السندات والطلب عليها. وعلى الرغم من أن الإطارين مختلفان، فإن تحليل تفضيل السيولة في سوق النقد يقترب إلى حد بعيد من إطار الأموال القابلة للإقراض في سوق السندات.

¹ سيجل، مرجع سابق، ص410.

يفترض التحليل الكينزي وجود صنفين للأصول التي يستخدمها الأفراد في احتفاظهم بالثروة، هما النقود والسندات. ولذا يجب أن يكون إجمالي الثروة في اقتصادٍ ما مساوياً لإجمالي السندات والنقود في هذا الاقتصاد، والتي تساوي عرض السندات مضافاً إليه عرض النقود، أي يجب أن تساوي كمية السندات والنقود التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها، وذلك لأنه لا يمكن للأفراد أن يشتروا سندات تتجاوز قيمتها حجم مواردهم المالية، والنتيجة¹ هي:

$$B^s + M^s = B^d + M^d \quad (1)$$

حيث إن؛ B^s : عرض السندات؛ M^s : عرض النقود؛ B^d : الطلب على السندات؛ M^d : الطلب على النقود.

وبإصلاح المعادلة وتجميع مفردات سوق النقد في طرف وسوق السندات في الطرف الآخر تصبح:

$$B^s - B^d = M^d - M^s \quad (2)$$

تُظهر هذه الصيغة إنه في حالة توازن السوق النقدي $M^d = M^s$ -الطرف اليميني مساوٍ للصفر- فإن سوق السندات هي أيضاً في حالة توازن $B^s = B^d$ ، ولهذا يكون تحديد سعر الفائدة التوازني بمساواة العرض والطلب إما في سوق النقد أو في سوق السندات، ووفق هذه الرؤية فإن إطار تفضيل السيولة، والذي يعتمد على تحليل سوق النقد، يكافئ إطار الموارد المالية المعتمد على تحليل سوق السندات، إلا أن الإطارين مختلفان عملياً كون إطار تفضيل السيولة يفترض وجود صنفين للأصول فقط (النقود والسندات) متجاهلاً أية آثار على سعر

¹ Mishkin, op. cit, p105.

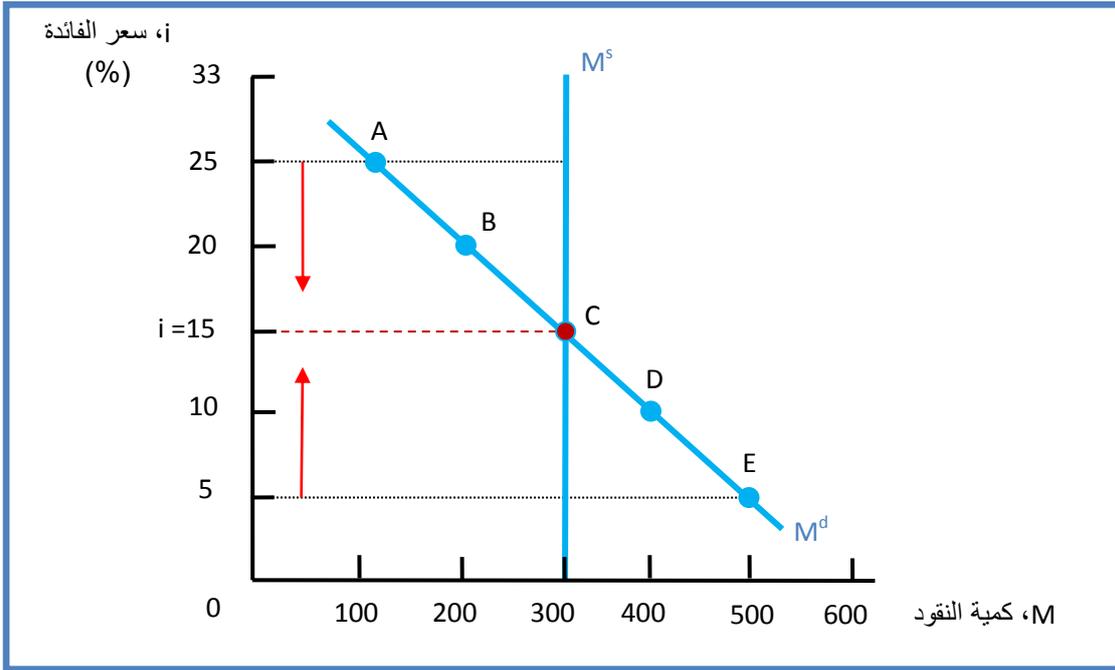
الفائدة قد تنشأ عن تغييرات في العائد المتوقع على الأصول الحقيقية كالعقارات، وفي معظم الأحوال فإن الإطارين يصلان إلى التنبؤ نفسه.

إن استخدام إطار الموارد القابلة للإقراض في تحليل الآثار الناتجة عن التغييرات في التضخم المتوقع أسهل من استخدام إطار تفضيل السيولة، في حين يقدم الثاني تحليلاً أبسط للآثار الناتجة عن التغييرات في الدخل ومستوى الأسعار وعرض النقود. افترض كينز أن النقود ليس لها أي عائد، ولذلك فإن السندات هي البديل الوحيد الذي يدرّ عائداً، وهذا العائد مساوياً¹ لسعر الفائدة (i)، وكلما ارتفع سعر الفائدة ينخفض العائد المتوقع على النقود بالمقارنة مع العائد المتوقع على السندات، وحسب نظرية الطلب على الأصول فإن الطلب على النقود سينخفض. ووفقاً لمفهوم تكلفة الفرصة البديلة "كمية العائد المتوقع المضحي به لقاء عدم الاحتفاظ بالأصل البديل" فإن سعر الفائدة يجب أن يرتبط بعلاقة عكسية مع النقود، وكلما ارتفع سعر الفائدة للسند ترتفع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود، وتصبح النقود غير مرغوبة وبالتالي ينخفض الطلب عليها.

يُظهر الشكل (3-4) كمية النقود المطلوبة عند أسعار الفائدة المقابلة لها، وذلك مع ثبات العوامل الأخرى. فمثلاً عند النقطة (A) يكون سعر الفائدة (i=25%) وتكون كمية النقود المطلوبة (\$100)، فإذا انخفض سعر الفائدة إلى (20%)، تنخفض تكلفة الفرصة البديلة وتزداد كمية النقود المطلوبة لتصل إلى (\$200)، وكلما انخفض سعر الفائدة ازدادت كمية النقود المطلوبة كما يبين المنحنى (M^d) الذي ينحدر نحو اليمين.

¹ لم يفترض كينز التساوي ولكنه برهن أنهما مرتبطان إلى حد بعيد.

الشكل (3-4) منحنى العرض والطلب على النقود وسعر الفائدة التوازني في سوق النقد



المصدر: Mishkin, Frederic S, The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets, p105

أما بالنسبة للعرض النقدي فمن المفترض وفق هذا التحليل أن المصرف المركزي يتحكم بكمية النقود المعروضة عند كمية ثابتة هي (\$300)، ولذلك فإن منحنى العرض (M^s) يظهر بشكل عمودي، ويتم التوازن في هذه السوق عند تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب، حيث تتساوى الكمية المعروضة مع الكمية المطلوبة في النقطة (C) أي $M^d = M^s$ ويكون سعر الفائدة التوازني ($i=15\%$).

عند النقطة (A) يكون معدل الفائدة أعلى من سعر الفائدة التوازني، وهذا يعني أن كمية النقود المطلوبة المقابلة لهذه النقطة (\$100) أقل من الكمية المعروضة، هذه الزيادة في العرض تعني أن الأفراد يحتفظون بنقود أكثر مما هم يرغبون، لذا يتخلص الأفراد من هذا الفائض بشراء السندات، مما يدفع بأسعار السندات إلى الارتفاع، ومن ثمَّ انخفاض سعر الفائدة نحو سعر الفائدة التوازني. وبطريقة مماثلة إذا كان سعر الفائدة (5%) تكون كمية النقود المطلوبة عند النقطة (E) تساوي (\$500) وهي أكبر من الكمية المعروضة، ويرغب الأفراد هنا بحيازة نقود

أكثر مما لديهم، ولذلك فإنهم يبيعون السندات مما سيخفض أسعار السندات، وسيرفع سعر الفائدة نحو سعر الفائدة التوازني.

3. تغيير سعر الفائدة التوازني في إطار تفضيل السيولة:

يتطلب تحليل التغيير في سعر الفائدة التوازني معرفة سبب التغيير في منحنى عرض النقود ومنحنى الطلب عليها.

3-1- التغيير في الطلب على النقود:

وفقاً للتحليل الكينزي يوجد عاملان يسببان تغيير منحنى الطلب على النقود هما الدخل ومستوى السعر:

أ- **أثر الدخل:** يوجد سببان من وجهة النظر الكينزية لتأثير الدخل في الطلب على النقود الأول: إنه في حالة توسع الاقتصاد يرتفع الدخل وتزداد الثروة وعندها يرغب الأفراد بحيازة نقود أكثر كحافظ للقيمة، والثاني: مع توسع الاقتصاد وزيادة الدخل سوف تزداد كمية المعاملات النقدية التي يقوم بها الأفراد، وهكذا فهم يرغبون بحيازة نقود أكثر للقيام بهذه المعاملات أيضاً، وبالتالي يسبب ارتفاع مستوى الدخل زيادة الطلب على النقود وينتقل منحنى الطلب إلى اليمين.

ب- **أثر مستوى السعر:** اعتقد كينز أن الأفراد يهتمون بالقيمة الحقيقية للنقود، أي بما يمكن لكمية من النقود أن تشتريه من سلع وخدمات، فمع ارتفاع مستوى السعر فإن الكمية النقدية نفسها لا يمكن أن تشتري كمية السلع والخدمات نفسها بعد تغيير الأسعار، وبالتالي مع ارتفاع الأسعار يرغب الأفراد في الاحتفاظ بكميات أكبر من النقود، وكننتيجة لذلك فإن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انتقال منحنى الطلب على النقود إلى اليمين.

3-2- التغيير في عرض النقود:

يتحكم المصرف المركزي بعرض النقود، وبالتالي فإن زيادة عرض النقود من قبله ستقل منحى العرض إلى اليمين والعكس بالعكس.

الخلاصة: يزداد الطلب على النقود بزيادة الدخل ويرتفع سعر الفائدة وكذلك الأمر بزيادة مستوى الأسعار، أما بزيادة عرض النقود فينخفض الطلب على النقود ومن ثم ينخفض سعر الفائدة.

4. التوازن في إطار المدرسة النقدية (أثر السيولة عند Friedman):

إن العلاقة بين سعر الفائدة وعرض النقود عكسية، وهذا ما أيده **Friedman** وأطلق عليه أثر السيولة، ولكنه عدّ هذا الأثر جزءاً من الآثار التي تنشأ عن زيادة العرض النقدي، حيث انتقد **Friedman** هذه العلاقة ورأى أن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى تغير عوامل أخرى ستؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة، وفي حال كانت هذه العوامل تؤثر بصورة أساسية فإن النتيجة هي ارتفاع سعر الفائدة مع زيادة العرض النقدي. وبحسب النموذج الكينزي سينخفض سعر الفائدة استجابةً للزيادة في العرض النقدي، في حين يرى **Friedman** أن سعر الفائدة قد يرتفع، ويؤكد على أن سعر الفائدة ينخفض في البداية، لكن مع الزيادة في عرض النقود يزداد الطلب الكلي وبالتالي يزداد الدخل ومستوى الأسعار أيضاً، ومن ثمّ ينخفض عرض النقود بقيمتها الحقيقية، ويدّعي **Friedman** أن هذه القوى سوف تعكس حركة أسعار الفائدة في أقل من سنة، ومن ثمّ تعيد هذه القوى سعر الفائدة إلى مستوياته الأصلية ومن المحتمل أن تصبح أعلى

من تلك المستويات نظراً لاتجاه الاقتصاد إلى الاستجابة بقوة كبيرة لهذه التغيرات، وفي حال توقع الأفراد حدوث ارتفاع في التضخم فإن سعر الفائدة سيرتفع إلى أعلى من مستواه التوازني¹.

اعتمد **Friedman** في انتقاده هذا على دراسة تغير العوامل الآتية:

أ- **أثر الدخل:** في حالة الأثر التوسعي في الاقتصاد والذي يخلقه زيادة العرض النقدي، فإن الدخل القومي سيزداد وكذلك الثروة، وبالتالي سيرتفع سعر الفائدة، وهذا ما أشار إليه إطار تفضيل السيولة وإطار الأموال القابلة للإقراض أيضاً.

ب- **أثر مستوى السعر:** إن زيادة العرض النقدي يسبب ارتفاع في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد، وأيضاً هذا ما أشار إليه الإطاران السابقان (تفضيل السيولة والموارد القابلة للإقراض)، وسيؤدي هذا الارتفاع في الأسعار إلى ارتفاع في سعر الفائدة.

ت- **أثر التضخم المتوقع:** إن معدل التضخم المرتفع الذي يتولد عن الزيادة في عرض النقود يؤثر في سعر الفائدة، وبالتحديد فإن زيادة العرض النقدي قد تدفع الأفراد لتوقع ارتفاع الأسعار في المستقبل، وهذا يرفع معدل التضخم المتوقع، ووفقاً لإطار الموارد القابلة للإقراض فإن الزيادة في معدل التضخم المتوقع ستزيد مستوى أسعار الفائدة، وكنتيجة لذلك فإن أثر التضخم المتوقع الناتج عن زيادة العرض النقدي يزيد أسعار الفائدة كاستجابة لزيادة هذا التضخم.

إن زيادة العرض النقدي لمرة واحدة تؤدي لزيادة مستوى الأسعار لأكثر من مرة (الزيادة الدورية في الأسعار)، وذلك يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة، فإذا زادت الأسعار لمرة واحدة في السنة الأولى كنتيجة لزيادة العرض النقدي، تزداد أسعار الفائدة في هذه السنة كنتيجة لأثر

¹ سيجل، مرجع سابق، ص335.

مستوى السعر، لكن زيادة السعر ستؤدي أيضاً لزيادة سعر الفائدة عن طريق أثر التضخم المتوقع. أما في السنة الثانية ومع توقع الزيادة في مستوى السعر، يعود أثر التضخم المتوقع إلى الصفر، وأية زيادة في سعر الفائدة هي ناتجة عن الزيادة السابقة في مستوى السعر التي تستمر إلى السنة الثانية في حين أن أثر التضخم المتوقع يختفي. وهذا هو الفرق بين أثر مستوى السعر وأثر التضخم المتوقع، حيث يستمر أثر التضخم المتوقع مع كل زيادة في مستوى السعر.

وفقاً للنظرية النقدية المعاصرة، فإن الزيادة في العرض النقدي ولمرة واحدة لن تولد زيادة مستمرة في مستوى السعر، إذ يحدث هذا الأمر فقط في حالة المعدلات المرتفعة للعرض النقدي، وبالتالي فإن المعدل المرتفع للنمو النقدي يؤدي إلى استمرار ارتفاع التضخم المتوقع، وبالتالي زيادة أسعار الفائدة بصورة مستمرة.

عند وضع العوامل السابقة مجتمعة لمعرفة أثر زيادة النمو النقدي على سعر الفائدة، يتضح أن أثر السيولة يسبب انخفاضاً في سعر الفائدة عند زيادة النمو النقدي فقط، وعلى العكس فإن أثر كل من الدخل ومستوى السعر والتضخم المتوقع يشير إلى أن أسعار الفائدة سترتفع مع ارتفاع النمو النقدي، ويعتمد ارتفاع سعر الفائدة أو انخفاضه على أي من هذه العوامل يكون أثره أكبر.

إن أثر السيولة عند ارتفاع معدل النمو النقدي يكون أنياً، لأن ارتفاع العرض النقدي يقود إلى انخفاض آني في معدل الفائدة التوازني، في حين يأخذ أثر كل من الدخل ومستوى السعر فترة من الزمن حتى يبدأ بالظهور، وذلك لأن زيادة العرض النقدي تستغرق وقتاً لزيادة الدخل ومستوى السعر اللذين يزيدان بدورهما من مستوى سعر الفائدة، كما تعتمد سرعة أثر

التضخم المتوقع على سرعة توقعات الأفراد لهذا التضخم الذي يرفع من مستوى سعر الفائدة عند ارتفاع معدل النمو النقدي أيضاً.

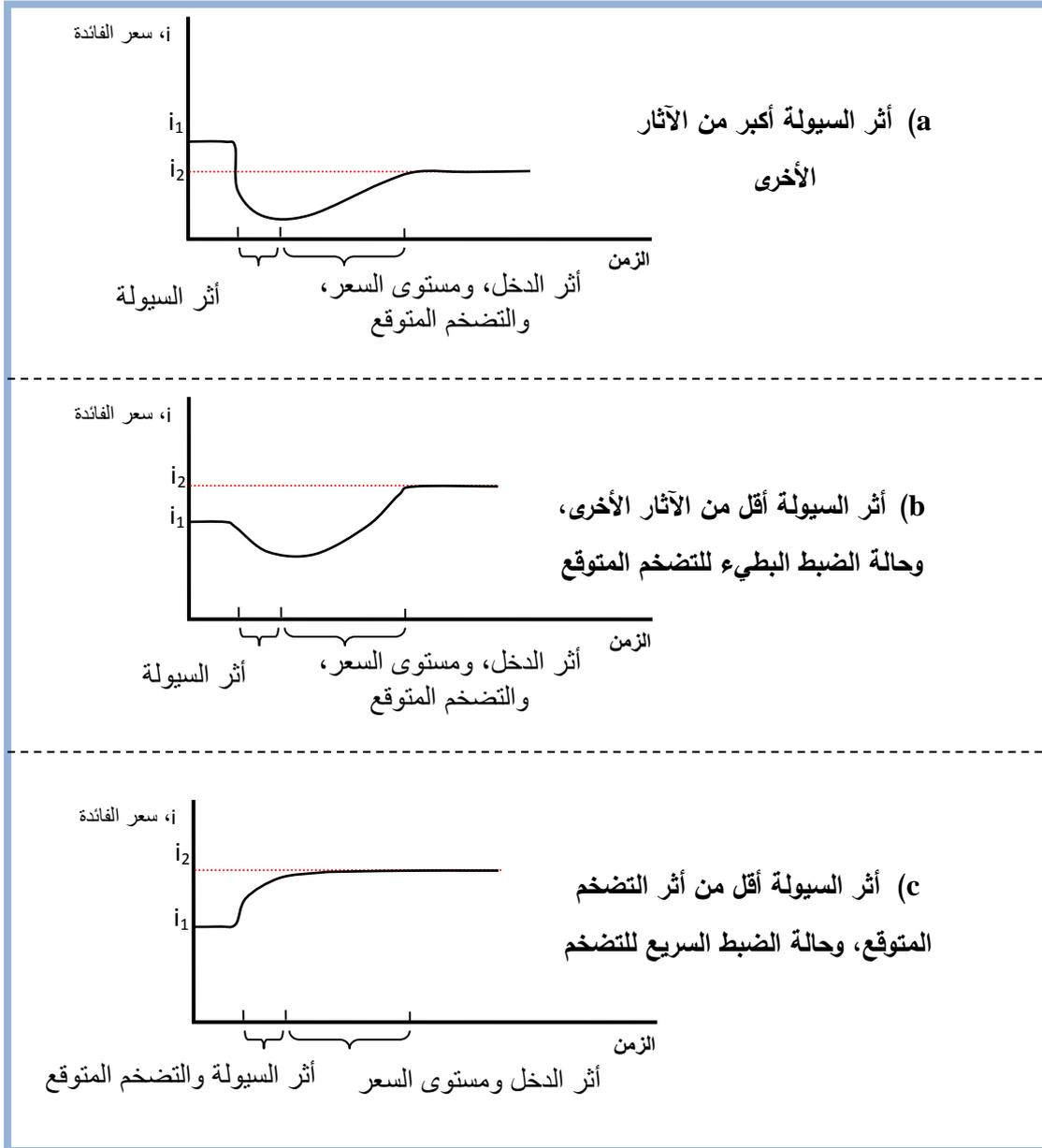
وبسبب اختلاف أثر السيولة عن أثر كل من الدخل والسعر والتضخم المتوقع، فإنه يتكون لدينا ثلاثة احتمالات (كما هو موضح في الشكل (3-5)) لاستجابة سعر الفائدة للزيادة في معدل النمو النقدي¹، هي:

الحالة الأولى: يسيطر أثر السيولة على أثر بقية العوامل الأخرى، ولذلك ينخفض سعر الفائدة من (i_1) إلى أدنى مستوى (i_2)، ويتم الانخفاض في سعر الفائدة الناتج عن أثر السيولة بسرعة (بصورة آنية)، لكن مع مرور الزمن تبدأ آثار العوامل المتبقية بعكس اتجاه سعر الفائدة المنخفض؛ نحو الارتفاع. ولأن أثر السيولة في هذه الحالة أكبر من أثر بقية العوامل يبقى سعر الفائدة منخفضاً عن مستواه الأولي قبل زيادة العرض النقدي.

الحالة الثانية: يكون فيها أثر السيولة أقل من أثر بقية العوامل، وبترافق مع بطء في أثر التضخم المتوقع، بسبب بطء التوقعات بارتفاع التضخم. مبدئياً، يقود أثر السيولة سعر الفائدة إلى الانخفاض، بعد ذلك يبدأ أثر كل من الدخل ومستوى السعر والتضخم المتوقع في رفع سعر الفائدة، ولأن أثر السيولة أقل من أثر بقية العوامل، فإنه في النهاية يرتفع سعر الفائدة إلى مستوى أعلى من مستواه الأولي أي إلى (i_2). لذلك، فإنه في الأجل القصير ينخفض سعر الفائدة نتيجة زيادة العرض النقدي لكنه يعود إلى الارتفاع ليصل إلى مستوى أعلى من مستواه الأولي.

¹ Mishkin, op. cit, p112-116.

الشكل (3-5) أثر السيولة والدخل والتضخم ومستوى الأسعار على سعر الفائدة عند Friedman



المصدر: Mishkin, Frederic S, The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets, p105

الحالة الثالثة: إذا كانت توقعات الأفراد سريعة في ارتفاع معدل التضخم، فإن هذا يجعل أثر التضخم المتوقع هو المسيطر على بقية العوامل عند زيادة العرض النقدي، وهنا يكون أثر التضخم المتوقع أنياً ويغلب أثر السيولة ويبدأ سعر الفائدة في هذه الحالة بالارتفاع، ومع مرور الزمن يأخذ أثر الدخل والسعر بالاستقرار والنتيجة النهائية هي ارتفاع سعر الفائدة عن مستواه الأولي دون أي انخفاض.

والخلاصة، فإن زيادة العرض النقدي قد لا تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، وعلى الأصح فإن النمو النقدي يجب أن يُخَفَّض من أجل تحقيق سعر فائدة منخفض، وبحسب *Friedman* فإن القضية الهامة لصانعي السياسة الاقتصادية هي أي من هذه السيناريوهات الثلاثة هو أقرب للواقع.

5. السيناريوهات المتاحة أمام الاقتصاديين حول سعر الفائدة وأثر النمو النقدي:

- أ- إذا كان الاقتصاديون يرغبون في خفض سعر الفائدة، هنا تُستخدم سياسة زيادة النمو النقدي إذا كان أثر السيولة هو الغالب على أثر كل من الدخل ومستوى السعر والتضخم المتوقع كما في الحالة الأولى.
- ب- إذا كانت العوامل الثلاثة هي المسيطرة على أثر السيولة وكان ضبط (قياس) التضخم المتوقع بطيئاً من قبل الأفراد، يكون الخيار الأفضل هو زيادة العرض النقدي أيضاً.
- ت- إذا كان ضبط التضخم المتوقع سريعاً من قبل الأفراد، والعوامل الثلاثة هي الغالبة على أثر السيولة، فإن خفض النمو النقدي هو الخيار الذي يتوجب على الاقتصاديين اتخاذه كما هي الحالة الثالثة.

وبالتالي فإن اختيار أحد السيناريوهات يتوقف على الفترة المنظورة لدى صانعي السياسة الاقتصادية فيما إذا كانت قصيرة الأجل أم طويلة الأجل.

المبحث الثاني: الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

يقيس الهيكل الزمني لأسعار الفائدة Term Structure of Interest Rates العلاقة بين عائد الأوراق المالية التي تختلف بتاريخ استحقاقها، وقد نالت محددات هذه العلاقة اهتمام العديد من الاقتصاديين، فتفسير الهيكل الزمني يتيح استخلاص المعلومات وإمكانية التنبؤ بأثر المتغيرات الأساسية في منحنى العائد.

أولاً- مفهوم الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

يُعرّف الهيكل الزمني لأسعار الفائدة: أنه العلاقة بين معدل العائد (Yield) على الأوراق المالية وتاريخ استحقاقها. ويدعى تمثيل العائد بيانياً على الأوراق المالية¹ التي تتشابه من حيث نوعية الضمان أو المخاطرة، أو السيولة، أو الضرائب...، بمنحنى العائد² (Yield Curve).

وفي ظل وجود أسعار فائدة عديدة في الاقتصاد، فهي تتغير بسبب تغير الزمن، ودرجة المخاطر، إضافةً إلى التكاليف المرتبطة بالعمليات على مختلف الأوراق المالية، وعلى اعتبار أنها تتحرك معاً فإن هيكل هذه الأسعار يتغير، ويأخذ هذا التغير في الهيكل أهمية بالغة في السياسة النقدية³. كما يميّز الاقتصاديون عند دراسة الهيكل الزمني لأسعار الفائدة بينه وبين مخاطر هذا الهيكل وتمثل هذه المخاطر العلاقة بين أنواع سعر الفائدة على السندات مع تساوي تاريخ الاستحقاق.

¹ يبين منحنى العائد العلاقة بين استحقاق الورقة المالية وعاندها في لحظة معينة من الزمن مع ثبات العوامل الأخرى.

² Rose, op. cit, p188.

³ Howells, op. cit, p220

وتعرّف علاقة المخاطرة: بأنها الفروق بين أسعار الفائدة على السندات التي تتطوي على

مخاطر، وأسعار الفائدة على سندات عديمة المخاطر¹.

ثانياً- العوامل المؤثرة في فروق أسعار الفائدة:

1. مخاطر السداد:

هي عدم قدرة مصدر السند على سداد المدفوعات المستحقة وقيمة السند الاسمية للمستثمر، وتُعدّ إحدى خصائص السند التي تؤثر في سعر الفائدة. فكلما ازداد احتمال عدم السداد عند مواجهة الشركة المصدرة لخسائر كبيرة، فإن مخاطر عدم السداد لسندات هذه الشركة ستزداد، وينخفض العائد المتوقع على هذه السندات، فيصبح هذا العائد مشكوكاً فيه وغير محدد المقدار بصورة جيدة. كما يؤخذ بعين الاعتبار في تحديد نسبة المخاطر على سندات الشركة حجمها ومعدل الربحية وأداؤها السابق، وكذلك تصنيفها الائتماني².

وفقاً لنظرية الطلب على الأصول، فإن انخفاض العائد المتوقع على سندات شركة ما بالمقارنة مع العائد المتوقع على السندات خالية المخاطر (سندات الخزنة)، يجعل سند هذه الشركة غير مرغوب به وسينخفض الطلب عليه، وبالتالي ينتقل منحنى الطلب على سندات هذه الشركة إلى اليسار من (D_1^c) إلى (D_2^c) كما يوضح الشكل (3-6)، وفي الوقت نفسه سيزداد العائد المتوقع على سندات الخزنة عديمة المخاطر بالمقارنة مع العائد المتوقع على سندات الشركة، وتصبح سندات الخزنة مرغوبة أكثر، ويزداد الطلب عليها، وبالتالي ينتقل منحنى الطلب إلى اليمين من (D_1^t) إلى (D_2^t) ، وينخفض السعر التوازني لسندات الشركة من (P_1^c) إلى (P_2^c) . وباعتبار أن سعر السندات يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة، فإنه يُلاحظ ارتفاع

¹ Mishkin, op. cit, p120.

² Howells, op. cit, p221

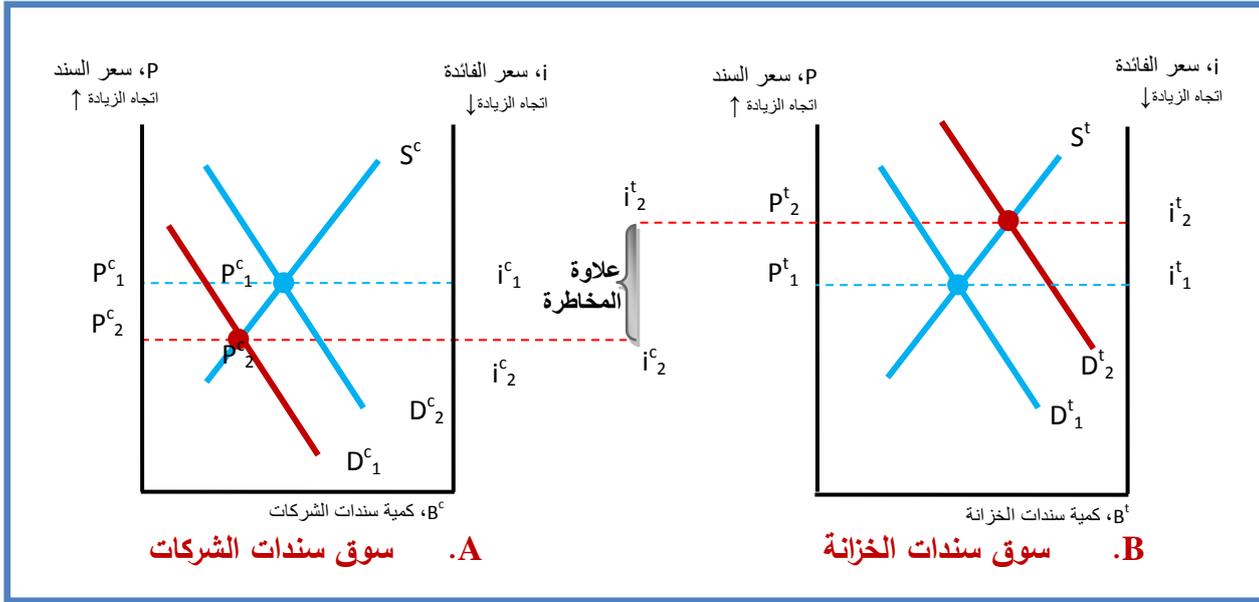
سعر الفائدة التوازني لسندات الشركة من النقطة (i_1^c) إلى (i_2^c) ، وفي الوقت نفسه يرتفع السعر التوازني لسندات الخزانة من (P_1^t) إلى (P_2^t) ، وينخفض سعر الفائدة التوازني من (i_1^t) إلى (i_2^t) . وبالنتيجة ازداد الفرق بين سعر الفائدة لسندات الشركة وسندات الخزانة عديمة المخاطر، أي إن علاوة المخاطر على سندات الشركة قد ارتفعت من الصفر إلى الفرق بين سعر الفائدة على سندات الخزانة وسعر الفائدة على سندات الشركة $[i_2^t - i_2^c]$. يتضح مما سبق أن السند ذي مخاطر عدم السداد يرتبط دائماً بعلاقة إيجابية مع علاوة المخاطرة، وتزداد هذه العلاوة بزيادة مخاطر عدم السداد.

2. السيولة:

ويتوقف ذلك على سرعة عملية التحويل وانخفاض تكلفتها، فكلما زادت إمكانية التسييل للسند، أصبح هذا السند مرغوباً أكثر. وعادةً ما تتفوق سندات الخزانة بهذه الصفة على سندات الشركات، نظراً لكثرة عمليات التبادل لسندات الخزانة، مما يجعل عملية تسييل أصول الشركات أكثر كلفةً. يُستخدم تحليل الطلب والعرض في تحليل أثر انخفاض السيولة لسندات الشركة في أسعار الفائدة لها بالمقارنة مع أسعار الفائدة على سندات الخزانة كما هو واضح في الشكل (3-6)، حيث يُلاحظ أن انخفاض السيولة لسندات الشركات مقارنة مع سندات الخزانة يزيد من الفرق بين أسعار الفائدة على كلا السندين. وعلى فرض -بدايةً- أن سندات الشركة وسندات الخزانة لهما درجة السيولة نفسها والصفات الأخرى للسند نفسها أيضاً، يكون هنا السعر التوازني هو $[P_1^t = P_1^c]$ وسعر الفائدة $[i_1^t = i_1^c]$ ، فإذا أصبحت سندات الشركة أقل سيولة من سندات الخزانة كونها أقل تبادلاً، عندها وكما تشير نظرية طلب الأصول، سينخفض الطلب عليها وينتقل منحنى الطلب من (D_1^c) إلى (D_2^c) ، وبذلك تصبح سندات الخزانة بالمقارنة مع سندات الشركة أكثر سيولةً نسبياً، ولذلك ينتقل منحنى الطلب الخاص بسندات الخزانة من (D_1^t) إلى

(D_2^t) ، وكنتيجة لذلك - كما هو واضح في الشكل (3-6) - ينخفض سعر السند ذي السيولة الأقل ويرتفع سعر الفائدة الخاص به، بالمقابل يرتفع سعر سندات الخزنة ذات السيولة الأعلى وينخفض سعر الفائدة الخاص بها.

الشكل (3-6) علاوة المخاطرة الناتجة عن التغيرات في سوق أدون الخزنة وسوق سندات الشركات



يُلاحظ ازدياد الفرق بين أسعار الفائدة لكلا نوعي السندات، وينعكس هذا الفرق بين أسعار الفائدة على سندات الشركات وسندات الخزنة -الذي هو علاوة نتيجة المخاطرة- على مخاطر عدم السداد لسندات الشركات من جهة، وعلى سيولة هذه السندات من جهةٍ أخرى أيضاً، ولذلك فإن علاوة المخاطرة هي علاوة المخاطرة والسيولة بوجهٍ أدق، لكن أتفق على تسميتها علاوة المخاطرة.

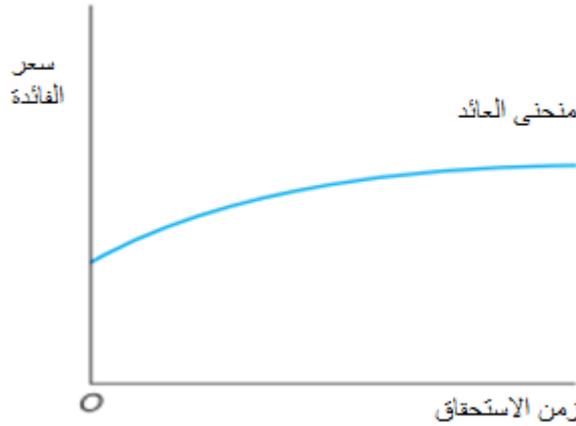
3. الضريبة:

يميل الأفراد إلى شراء السندات المعفاة من الضرائب¹ أكثر من سندات الخزنة أو السندات الأخرى التي تفرض ضريبة دخل على مشتري السند في حال تساوي العوامل الأخرى.

ثالثاً - منحنى العائد Yield Curve:

ويمثل مجموعة نقاط سعر الفائدة لنوع محدد من السندات تستحق في تواريخ مختلفة، وتتساوى في المخاطرة والسيولة وعامل الضريبة. يتخذ منحنى العائد أشكالاً مختلفة في أزمنة مختلفة²، ويوضح الشكل (7-3) المنحنى النموذجي لمنحنى العائد.

الشكل (7-3) الرسم النموذجي لمنحنى العائد



عندما يكون ميل منحنى العائد إلى الأعلى، فإن أسعار الفائدة طويلة الأجل تكون أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وهذا يعني أن المقترضين سيتوجب عليهم فائدة على القروض طويلة الأجل أعلى من تلك على قصيرة الأجل³. وعندما يستوي منحنى العائد أي يصبح أفقياً، فإن أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل تكون متساوية، أما عندما ينحدر منحنى

¹ كالسندات المحلية التي تصدرها كل ولاية من الولايات المتحدة الأمريكية.

² Howells, Ibid, p221.

³ Rose, op. cit, p189.

العائد نحو الأسفل تكون أسعار الفائدة طويلة الأجل أقل من تلك قصيرة الأجل. ولتفسير ذلك يوجد أربع نظريات أساسية لهيكل أسعار الفائدة تبين ثلاث حقائق عملية، هي:

- أ- تتحرك أسعار الفائدة على السندات مختلفة الاستحقاق معاً عبر الزمن.
- ب- عندما تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة يأخذ منحنى العائد بالتصاعد للأعلى في حين عندما تكون مرتفعة ينعكس منحنى العائد وينحدر للأسفل.
- ت- يتجه منحنى العائد عادةً اتجاه تصاعدياً للأعلى.

أما النظريات الأربعة التي تفسر الهيكل الزمني لأسعار الفائدة، وتبين العلاقة بين أسعار الفائدة على السندات ذات تواريخ الاستحقاق المختلفة والتي تتمثل في منحنى العائد فهي:

1. نظرية التوقعات:

وتؤكد أن المهم في توقعات المستثمر هو التغييرات التي تحدث في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وتبين النظرية المسألة الآتية:

إن أسعار الفائدة طويلة الأجل سوف تساوي متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل والتي يتوقع الأفراد حدوثها خلال عمر السند طويل الأجل¹. فمثلاً إذا توقع الأفراد أن متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل سيكون 10% خلال خمس سنوات قادمة، فإن نظرية التوقعات تنبئ أن أسعار الفائدة على سندات استحقاقها خمس سنوات سيكون 10% أيضاً. وإذا كان من المتوقع أن تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل باتجاه الارتفاع بعد فترة السنوات الخمسة، كأن يكون 11% خلال 20 سنة القادمة، عندها سعر الفائدة على سندات استحقاقها 20 سنة سوف يساوي 11%، وسيكون بالتالي أعلى من سعر الفائدة على سندات ذات استحقاق 5 سنوات. لذلك يتضح من

¹ Hubbard, op. cit, p137.

الشرح الذي تقدمه نظرية التوقعات عن سبب اختلاف أسعار الفائدة على السندات مختلفة الاستحقاق (الآجال) أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل من المتوقع أن تأخذ قيمةً مختلفة في المستقبل.

إن الافتراض الأساسي لهذه النظرية هو أن مشتري السندات لا يفضلون سندات باستحقاق معين على آخر، لذلك لن يحتفظوا بأي سند عائدته المتوقع أقل من سند آخر يختلف بتاريخ استحقاقه، وتفترض النظرية أن السندات ذات الخصائص المذكورة هي بدائل مثالية¹، الأمر الذي يعني عملياً أنه إذا كانت السندات مختلفة الاستحقاق (الآجال) بدائل مثالية فإن العائد المتوقع عليها يجب أن يكون متساوياً². ويُميز هنا بين إستراتيجيتين: الأولى، شراء سند مدة استحقاقه سنتان يُحتفظ به حتى نهاية الفترة. أما الإستراتيجية الثانية فهي شراء سند مدة استحقاقه سنة واحدة وعند نهاية الفترة يشتري المستثمر سنداً آخر مدة استحقاقه سنة واحدة أيضاً، حيث يتم الحصول على العائد نفسه في الحالتين وذلك كما يلي:

تُوضَّح الإستراتيجية الأولى وفق المعادلة الآتية بالنسبة لاستثمار سند استحقاقه سنتين:

$$(1 + i_{2t})(1 + i_{2t}) - 1 = 1 + 2i_{2t} + (i_{2t})^2 - 1 = 2i_{2t} + (i_{2t})^2$$

حيث إن؛ i_{2t} : سعر الفائدة الحالي على السند ذي استحقاق سنتين. وبملاحظة أن

$$(i_{2t})^2 \text{ صغيرة جداً يمكن إهمالها وبالتالي يكون العائد هو: } 2i_{2t}.$$

أما بالنسبة للإستراتيجية الثانية تكون المعادلة كالتالي:

$$\begin{aligned} (1 + i_t)(1 + i_{t+1}^e) - 1 &= 1 + i_t + i_{t+1}^e + i_t(i_{t+1}^e) - 1 \\ &= i_t + i_{t+1}^e + i_t(i_{t+1}^e) \end{aligned}$$

¹ Hubbard, Ibid,p137.

² Mishkin, op. cit, p 131-132.

حيث إن i_t : سعر الفائدة الحالي على سند استحقاقه سنة واحدة؛ وأن i_{t+1}^e : سعر الفائدة المتوقع في الفترة الثانية (القادمة).

ولأن $i_t(i_{t+1}^e)$ صغيرة جداً يمكن إهمالها وبالتالي يكون العائد هو: $i_t + i_{t+1}^e$.

وهكذا سيقوم المستثمر بالاحتفاظ بكلا السنتين إذا تساوى العائد المتوقع على كل منهما

أي عندما:

$$i_t + i_{t+1}^e = 2i_{2t}$$

وبحل المعادلة بالنسبة i_{2t} يكون:

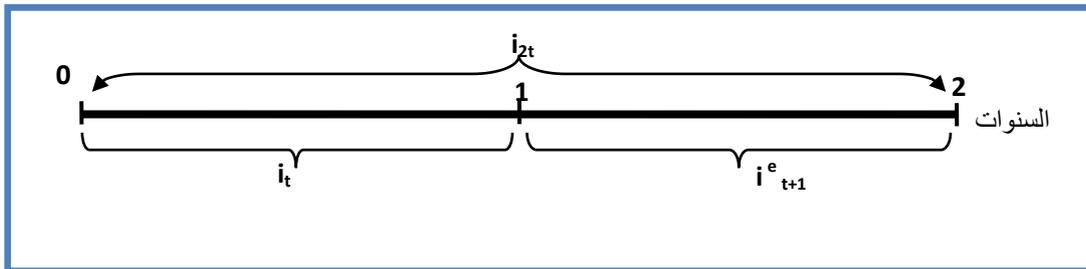
$$i_{2t} = \frac{i_t + i_{t+1}^e}{2}$$

ومن هذه المعادلة تكون النتيجة: إن معدل الفائدة على سند استحقاقه سنتان يجب أن

يساوي متوسط الفائدة على سنتين ذوي استحقاق لسنة واحدة. ويمكن توضيح ذلك بالشكل

الآتي:

الشكل (8-3) إستراتيجية الاستثمار بنوعين من السندات - نظرية التوقعات



وبالتالي فإن المعادلة العامة للحصول على الهيكل الزمني لأسعار الفائدة لسندات مختلفة

الاستحقاق هي:

$$i_{nt} = \frac{i_t^e + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n}$$

على اعتبار n تمثل فترة استحقاق السند¹.

تقدم نظرية التوقعات تفسيراً جيداً حول الهيكل الزمني لأسعار الفائدة حسب تغير الزمن، فعندما يتصاعد منحنى العائد للأعلى تشير النظرية إلى أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل من المتوقع أن ترتفع في المستقبل²، وفي هذه الحالة التي تكون فيها أسعار الفائدة طويلة الأجل الحالية أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل، من المتوقع أن يرتفع متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل أكثر من أسعار الفائدة قصيرة الأجل الحالية. أما عندما ينحدر منحنى العائد إلى الأسفل فمن المتوقع أن يكون متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضاً عن أسعار الفائدة قصيرة الأجل الحالية، وبحسب نظرية التوقعات، عندما يكون منحنى العائد عديم الانحدار أو التصاعد فقط -أي عندما يكون أفقياً- فإنه من المتوقع أن يبقى متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل دون تغير في المستقبل. إن نظرية التوقعات تقدم تفسيراً للحقيقة الأولى بأن أسعار الفائدة على سندات مختلفة تاريخ الاستحقاق تتحرك معاً خلال الزمن، حيث تتميز أسعار الفائدة قصيرة الأجل أنها إذا ارتفعت اليوم سوف تميل إلى الارتفاع في المستقبل، ولهذا فإن ارتفاعها اليوم سيزيد من توقع الأفراد لارتفاعها في المستقبل، ولأن أسعار الفائدة طويلة الأجل تساوي المتوسط المتوقع لأسعار الفائدة قصيرة الأجل فإن ارتفاع الأسعار قصيرة الأجل سيرفع أيضاً أسعار الفائدة طويلة الأجل مسبباً تحرك الاثنين معاً.

كما تفسر النظرية الحقيقة الثانية التي تقول إن منحنيات الدخل تنزع إلى التصاعد عندما تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة، وتنعكس هذه المنحنيات عندما تكون أسعار الفائدة

¹ المعادلات السابقة هي لحساب العائد على سندات الخصم فقط أما سندات الكوبون فتختلف معادلتها إلا أن النتيجة هي نفسها.

² Rose, op. cit, p189.

قصيرة الأجل مرتفعة. فعندما تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة، يتوقع الأفراد عموماً ارتفاعها إلى مستوى معتدل في المستقبل، ويكون المتوسط المتوقع في المستقبل أعلى بالنسبة لأسعار الفائدة الحالية قصيرة الأجل، ولهذا فإن أسعار الفائدة طويلة الأجل ستكون أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل الحالية، وبالتالي فإن منحنى العائد سيتجه صعوداً والعكس بالعكس. لكن هنالك قصور في هذه النظرية بأنها لا تقدم تفسيراً للحقيقة الثالثة التي تقول بأن منحنيات الدخل عادةً ما تكون متصاعدةً نحو الأعلى. لأن التصاعد النموذجي لمنحنيات الدخل يتضمن أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل عادةً ما يُتوقع أن ترتفع في المستقبل. لكن عملياً، ترتفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل وتنخفض على نحو متكرر، وإذا اعتمد تفسير نظرية التوقعات في هذا الأمر، فإن الشكل النموذجي لمنحنى العائد يجب أن يكون أفقياً بدلاً من أن يكون متصاعداً للأعلى، الأمر الذي يخالف الواقع¹.

2. نظرية السوق المجزأة:

تنقسم سوق السندات وفق هذه النظرية إلى أسواق عدة بحسب تاريخ استحقاق هذه السندات، وتكون هذه الأسواق منفصلة ومجزأة تماماً، عندها تتحدد أسعار الفائدة وفق الطلب على كل سند وعرضه بحسب تاريخ استحقاقه، دون أي تأثير من العائد المتوقع في السندات الأخرى مختلفة الأجل. يركز الافتراض الأساسي لهذه النظرية إلى أن السندات مختلفة الأجل لا تمثل بدائل على الإطلاق، وبالتالي فإن العائد المتوقع على سند ذي تاريخ استحقاق معين لا يؤثر أو يتأثر بالطلب على سند آخر له تاريخ استحقاق مختلف، وذلك على خلاف نظرية التوقعات تماماً التي تفترض أن السندات مختلفة الأجل هي بدائل مثالية. والبرهان في نظرية الأسواق المجزأة أن السندات مختلفة الأجل لا تمثل بدائل هو أن لدى المستثمرين تفضيلاً قوياً

¹ Mishkin, op. cit, p 131-132.

تجاه السندات ذات استحقاق معين، ولذلك سيهتم المستثمرون بالعائد المتوقع على السند الذي يفضلونه فقط بصرف النظر عن الاختلاف في سعر الفائدة بين السندات¹. ويعود الاختلاف في أشكال منحى العائد بحسب نظرية الأسواق المجزأة، إلى الاختلافات في العرض والطلب المرتبطين بالسندات مختلفة الأجل، فشكل منحى العائد يتحدد بعرض السندات والطلب عليها بحسب أجل كل سند². وهكذا تفسر هذه النظرية الحقيقة الثالثة التي تقول بأن منحى العائد النموذجي متصاعد نحو الأعلى، لأنه في المنحى المتصاعد يكون الطلب على السندات طويلة الأجل أقل نسبياً من الطلب على سندات قصيرة الأجل، وبالتالي تكون أسعار السندات طويلة الأجل منخفضة، وترتفع أسعار الفائدة عليها، ولذلك يتصف منحى العائد النموذجي بالتصاعد. وعلى الرغم من أن نظرية الأسواق المجزأة تفسر الحقيقة الثالثة، إلا أن لديها قصوراً رئيسياً في تفسير الحقيقة الأولى والثانية، فهي تفصل بين أسواق السندات بحسب تاريخ الاستحقاق، ولا يوجد سبب لارتفاع أسعار الفائدة على السند ذي تاريخ استحقاق معين ليؤثر في أسعار الفائدة لسندات ذات تاريخ استحقاق مختلف³. ولهذا السبب لا يمكن لنظرية الأسواق المجزأة أن تفسر ميل أسعار الفائدة للتحرك مع بعضها، وأيضاً لا توضح كيف تتغير قوى الطلب على سندات قصيرة الأجل وعرضها مقابل السندات طويلة الأجل بحسب مستوى أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وبالتالي فهي لا تفسر ميل منحى العائد إلى الصعود عندما تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة، وكيفية انعكاس المنحى عندما تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل مرتفعة.

¹ Howells, op. cit, p228.

² Fabozzi, frank j, **Finance: capital markets, financial management and investment management**, wily,2009.p177.

³ Mishkin, op. cit, p133.

3. نظرية علاوة السيولة:

وتُبين هذه النظرية أن أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل سوف تساوي متوسط أسعار الفائدة قصيرة الأجل المتوقع حدوثها خلال عمر السندات طويلة الأجل بالإضافة إلى حد السيولة الذي سيستجيب لحالة عرض ذلك السند والطلب عليه. إن الافتراض الأساسي لهذه النظرية أن السندات مختلفة الأجل هي بدائل، وهذا يعني أن العائد المتوقع على سند ما سيؤثر في عائد سند آخر مختلف الأجل، بمعنى آخر تُعدّ السندات مختلفة الأجل بدائل وفق هذه النظرية، إلا أنها ليست بدائل تامة - وهذا ما يتفق جزئياً مع نظرية التوقعات لهيكل أسعار الفائدة- فالمستثمرون يفضلون السندات قصيرة الأجل لأنها تحمل مخاطر أقل في أسعار الفائدة، ولهذا السبب يجب أن يعوّض للمستثمرين بعلاوة سيولة لحثّهم على الاحتفاظ بسندات طويلة الأجل. وكنتيجة لذلك تعدّل المعادلة التي وضعتها نظرية التوقعات والتي تحدد العلاقة بين أسعار الفائدة طويلة وقصيرة الأجل بإضافة علاوة السيولة إلى هذه المعادلة فنكون النتيجة:

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n} + l_{nt}$$

حيث إن l_{nt} هي علاوة السيولة لسند فترة استحقاقه n عند الزمن t وتكون موجبة

دائماً.

4. نظرية المكان المفضل:

تقترب هذه النظرية كثيراً في منهجها من نظرية علاوة السيولة، بل وتمائلها. حيث تقترض أن للمستثمرين تفضيلاً لسندات ذات أجل معين على سندات أخرى مختلفة الأجل. ولهذا السبب لن يقدم المستثمرون بالاستثمار في السندات التي لا يفضلون فترة استحقاقها إلا إذا حصلوا على عائد أعلى من العائد المتوقع لهذه السندات. إذ تؤدي الفروق غير البسيطة بين

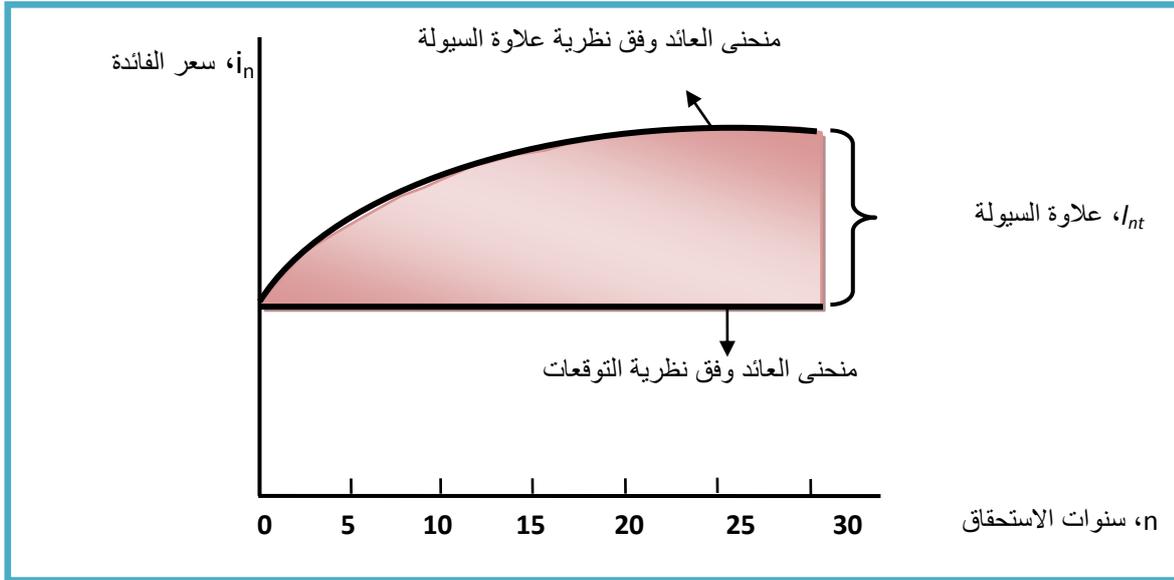
أسعار الفائدة إلى تحول جزء من الاستثمارات -وليس كلها- إلى تلك السندات، وهذا يعني أن السندات مختلفة الآجال تُعدّ بدائل للسندات الأخرى، إلا أنها بدائل غير تامة¹ كما في نظرية علاوة السيولة. وهذا الاستنتاج يؤدي إلى المعادلة الأخيرة نفسها التي قدمتها نظرية علاوة السيولة².

يوضح الشكل (3-9) العلاقة بين نظرية التوقعات من جهة، ونظريتي علاوة السيولة والمكان المفضل من جهة أخرى، وبما أن العلاوة تكون موجبة دائماً وتزداد بزيادة تاريخ الاستحقاق، يكون منحنى العائد المتضمن علاوة السيولة دائماً فوق منحنى العائد الذي تقدمه نظرية التوقعات، وعادةً ما يكون متصاعداً على نحو أكثر حدّة. وهكذا فإن نظريتي علاوة السيولة والمكان المفضل تفسران الحقائق الثلاثة، فهما تحققان الأولى بالقسم الأول من المعادلة، والحقيقة الثانية لأن العلاوة تفرز أسعار الفائدة طويلة الأجل فتصبح أعلى من أسعار الفائدة الحالية قصيرة الأجل، وبالتالي يتصاعد منحنى العائد، وأيضاً الحقيقة الثالثة لأن علاوة السيولة موجبة دائماً وتزداد بزيادة تاريخ استحقاق السند طويل الأجل، وهذا ما يجعل نظرية علاوة السيولة ونظرية المكان المفضل أكثر قبولاً من النظريّة الأولى والثانية.

¹ Howells. Peter and Keith Bain, **Financial Markets And Institutions**, fifth edition, pearson education, 2007, p229.

² Mishkin, op. cit, p134.

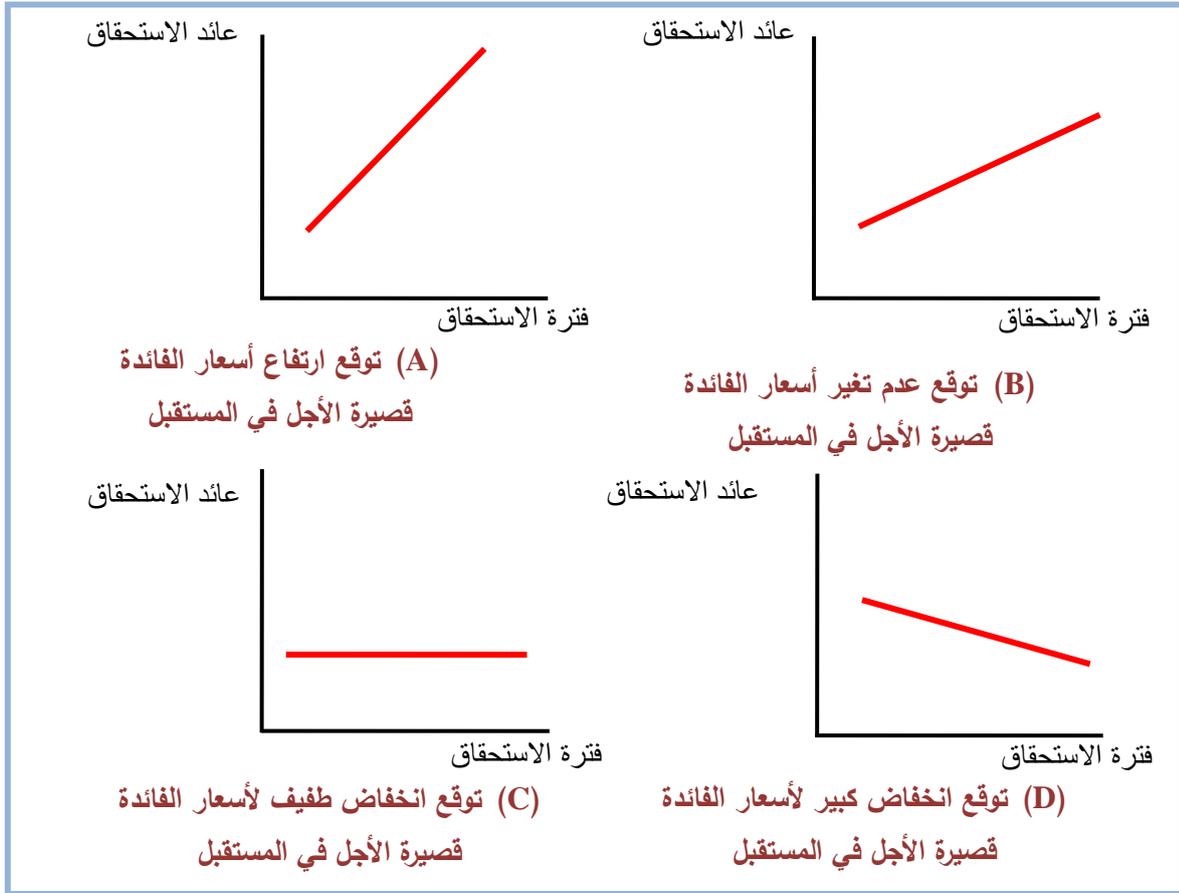
الشكل (9-3) العلاقة بين نظرية التوقعات ونظريتي علاوة السيولة والمكان المفضل



يُلاحظ مما سبق أن ما يميّز نظرية علاوة السيولة ونظرية المكان المفضل قدرتهما على التنبؤ حول أسعار الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية من خلال ميل منحنى العائد، حيث يشير الميل الحاد لمنحنى العائد كما هو موضح في المخطط (A) الشكل (3-10) إلى أنه من المتوقع أن ترتفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، ويشير الميل المعتدل لمنحنى العائد كما هو موضح في المخطط (B) إلى أنه من المتوقع ألا ترتفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل أو تنخفض بمقدار كبير في المستقبل، أمّا منحنى العائد الأفقي فيشير إلى أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل ستخفض إلى حدّ ما في المستقبل وهذا ما يوضحه المخطط (C)، وأخيراً يشير منحنى العائد المقلوب أو المنحدر نحو الأسفل والذي يوضحه المخطط (D) إلى توقع انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل بصورة كبيرة في المستقبل¹.

¹ Mishkin, Ibid, p135.

الشكل (10-3) أشكال منحنى العائد حسب التوقعات المستقبلية



المبحث الثالث: قياس سعر الفائدة وإدارة مخاطره

ينطوي على التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة مخاطر عدّة، ويعتمد ذلك على أنواع سعر الفائدة وطرق قياسه.

أولاً- قياس سعر الفائدة

كما هو معروف إن سعر الفائدة هو السعر المخصوم على المقرض (السعر الذي يتحمله المقرض) لقاء اقتراضه المال. ويعدّ هذا السعر مميّزاً (فريداً) لأنه عبارة عن معدل لمقدارين هما إجمالي الخصم المطلوب من قبل المقرض الذي يجب أن يُدفع للمقرض حتى يحصل على استخدام الائتمان في فترة زمنية مشروطة مقسوماً على إجمالي كمية الائتمان المتاحة (المقدمة) للمقرض، ويعبر عن سعر الفائدة بنسبة مئوية سنوياً.

معدل الفائدة السنوي على فائض الأموال = (الاقطاع الذي يحصل عليه المقرض لقاء

حصول المقرض على الائتمان/ كمية الأموال المتاحة للمقرض) * 100

تستخدم مفاهيم عديدة في حساب سعر الفائدة، منها ما يعتمد على احتساب عدد أيام السنة بـ 360 يوماً أو 365 يوماً، ومنها ما يستخدم الفائدة البسيطة أو المركبة. وفي جميع الأحوال تتغير أسعار الفائدة بنسب بسيطة خلال الفترات الزمنية القصيرة كاليوم أو الأسبوع، وقد يقتصر هذا التغير على أجزاء من المائة من سعر الفائدة، لذا يُستخدم مفهوم النقاط الأساسية (Basis Points) في قياس تغيرات أسعار الفائدة، حيث تساوي النقطة الأساسية 1/100 من

النسبة المئوية لسعر الفائدة، فمثلاً يُعبر عن سعر الفائدة 10.5% بالصيغة 10% و 50 نقطة أساسية أو 1050 نقطة أساسية¹.

1. القيمة الحالية:

ينطلق مفهوم القيمة الحالية من فكرة أن المبلغ المالي الذي يحصل عليه الفرد بعد مدة زمنية من الوقت الحالي سيكون أقل قيمة -أي أقل قدرة شرائية- من المبلغ نفسه الذي يحصل عليه الفرد الآن. ويستخدم هذا المفهوم في حساب سعر الفائدة على القروض البسيطة وفق المعادلة الآتية:

$$Pv = \frac{Fv}{(1 + i)^n}$$

حيث إن؛ Fv = القيمة المستقبلية؛ Pv = القيمة الحالية؛ n = مدة القرض بالسنوات؛ i = سعر الفائدة.

2. العائد عند الاستحقاق:

ويُعدّ أكثر مقاييس سعر الفائدة دقةً، وهذا ما يقصده الاقتصاديون عندما يتحدثون عن مصطلح سعر الفائدة "The Yield To Maturity"، وقد تم ذكره سابقاً بحسب أنواع الأصول المالية.

3. العائد الحالي أو العائد الجاري:

هو تقريب للعائد عند الاستحقاق على السندات ذات الكوبون، ويُعدّ أسهل حساباً منه ويعرّف بأنه المدفوعات السنوية مقسومةً على سعر السند.

$$i_c = \frac{c}{p}$$

¹ Rose, op. cit, p148-149.

على اعتبار أن i_c هو العائد الحالي؛ p : سعر السند؛ c : قيمة الكوبون.

هذه المعادلة مماثلة لمعادلة حساب العائد عند الاستحقاق على السندات الدائمة، وبالتالي عندما تكون مدة استحقاق السند طويلة يمكن استخدام مقياس العائد الحالي بدلاً من العائد عند الاستحقاق، ولكن يصبح هذا المقياس خاطئاً إذا كانت مدة استحقاق السندات قصيرة (5 سنوات مثلاً).

إن العائد عند الاستحقاق يساوي سعر الفائدة عندما يتساوى سعر السند مع متوسط سعره، وهنا أيضاً يساوي العائد الحالي معدل الفائدة، ويقترب العائد الحالي من العائد عند الاستحقاق كلما اقترب سعر السند من سعره المتوسط، وكلما كان السند طويل الأجل. وعلى العكس يبتعد العائد الحالي عن العائد عند الاستحقاق كلما ابتعد سعر السند عن متوسط سعره وكلما كان السند قصير الأجل. وبصرف النظر فيما إذا كان العائد الحالي مقارباً للعائد عند الاستحقاق فإن التغير في العائد الحالي يشير إلى تغير في الاتجاه نفسه للعائد عند الاستحقاق¹.

4. عائد الحسم:

تكون معظم الأصول المالية قصيرة الأجل، ولا يتلقى المستثمرون فيها أي دخل حتى بلوغ تاريخ الاستحقاق، ويكون العائد الذي يحصل عليه المستثمر عند الاستحقاق هو القيمة الاسمية للأصل المالي (Face Value or Par Value). تتميز هذه الأصول بأن المستثمر يشتري الأصل بأقل من قيمته الاسمية حتى يتسنى له تحقيق الربح، وعند استحقاق الأصل يحصل المستثمر على القيمة الاسمية، ويتمثل الربح هنا في الفرق بين القيمة الاسمية للأصل وقيمة شرائه لحظة الاستثمار.

¹ Mishkin, op. cit, p70.

يميز الاقتصاديون بين ثلاث صيغ لحساب العائد على أصول الخصم¹ هي:

أ- **معدل الاستثمار (Investment Rate):** يتوقف تحديد سعر شراء الأصل على مقدار العائد الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه، لذا يدعى هذا العائد بمعدل الاستثمار ويرمز له بـ (IR)، ويمكن حسابه بالصيغة الآتية:

$$IR = \frac{(fv - Pp)}{Pp} * \frac{365}{n}$$

حيث إن؛ fv = القيمة الاسمية للأصل المالي؛ Pp = سعر شراء الأصل المالي؛ n =

مدة استحقاق الأصل المالي.

يتطلب حساب هذا المعدل تحديد ثلاثة متغيرات هي: القيمة الاسمية وتاريخ استحقاق

الأصل المالي ويحدد مصدر الأصل، وسعر الشراء الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه لقاء الحصول على العائد عند تاريخ الاستحقاق.

ب- **معدل الخصم² (Discount Rate):** يستخدم معدل الخصم في حساب سعر الفائدة عند

تحديد كمية الاستثمار التي يرغب المستثمر بشرائها، وذلك بسبب صعوبة تحديد سعر

الشراء عند الرغبة في الاستثمار، وبالتالي عدم القدرة على تحديد سعر الفائدة، ويختلف

معدل الخصم [DR] عملياً عن معدل الاستثمار [IR] حيث يُعدُّ أسهل حسابياً، وتبين

الصيغة الآتية آلية حسابه:

$$DR = \frac{(fv - Pp)}{fv} \times \frac{360}{n}$$

¹ Rose, op. cit, p149-151.

² اعتمد متداولو سندات الخزينة الأمريكية آلية عائد الخصم لحساب سعر الفائدة قبل ظهور الآلات الحاسبة والحواسيب ومازالوا يستخدمون هذه الطريقة إلى اليوم.

وبمقارنة هذه الصيغة مع صيغة حساب معدل الاستثمار يُلاحظ وجود نقطتي اختلاف

أساسيتين:

الأولى: تستخدم القيمة الاسمية كأساس في حساب معدل الحسم بدلاً من سعر الشراء

المستخدم في حساب معدل الاستثمار، فعادةً ما تكون القيمة الاسمية التي يحددها المصدر عبارة عن رقم خالٍ من الكسور مما يبسط عملية الحساب.

الثانية: تحتسب أيام السنة بـ360 يوماً بدلاً من 365 يوماً.

للمقارنة بين الآليتين يمكن عرض المثال الآتي: إذا كانت القيمة الاسمية لأصل مالي

تساوي (\$100000) وكان سعر الشراء يساوي (\$99000)، وكانت مدة الاستحقاق (90) يوماً،

تكون النتيجة بعد تطبيق الصيغتين في حساب سعر الفائدة كالاتي: $DR=4.0\%$ ، $IR=4.1\%$.

يُلاحظ من المثال السابق أن $IR > DR$ وذلك بسبب احتساب عدد أيام السنة 360 يوماً

في صيغة حساب DR ، الأمر الذي يجعل قيمة البسط أقل مما هي في صيغة حساب IR ،

والسبب الآخر هو اعتماد القيمة الاسمية في مقام الكسر والتي تكون أكبر من سعر الشراء في

جميع الأحوال، في حين يبقى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الشراء نفسه في كلا الصيغتين،

لكن كلما ازداد الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية ازداد الفرق بين العائد عند الاستحقاق

وعائد الحسم¹، ويزداد هذا الاختلاف بزيادة فترة استحقاق السند. على الرغم من هذا الاختلاف

بين العائد عند الاستحقاق والعائد على الحسم، يشير التغير في أحدهما إلى التغير في الثاني

بنفس الاتجاه.

¹ Mishkin, op. cit, p72.

ت - **عائد فترة الاحتفاظ (Holding-Period Yield):** تتميز الأصول المالية التي تباع بالخصم **Sold at a Discount** بأن أسعارها تميل إلى الارتفاع عبر الزمن، وأن المستثمر سيحصل على القيمة الاسمية للأصل عند الاستحقاق، وعلى الرغم من أن هذا الارتفاع لا يحدث على نحو منتظم إلا أنه يتأثر باستمرار بالتغيرات التي تحدث يومياً في أسعار الفائدة في السوق. وقد يدفع هذا الأمر المستثمر إلى بيع أصوله المالية قبل تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يجب تحديد معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر لقاء فترة احتفاظه بالأصل المالي. يُشار إلى هذا العائد بعائد فترة الاحتفاظ ويحسب بالصيغة الآتية:

$$HPY = DR \pm \Delta DR$$

$$\Delta DR = \frac{n - np}{np} \times DR - DRp$$

حيث إن؛ **HPY**: عائد فترة الاحتفاظ؛ **DR**: معدل الخصم عند شراء الأصل؛ **ΔDR**: التغير في معدل الخصم خلال فترة الاحتفاظ؛ **n**: عدد أيام استحقاق الأصل؛ **np**: عدد أيام فترة الاحتفاظ بالأصل؛ **DRp**: معدل الخصم عند بيع الأصل أي نهاية فترة الاحتفاظ.

ثانياً - مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk

يتضمن عمل المصارف مخاطر عديدة، فالمصارف تجني أرباحها بحسب قدرتها على تحمل المخاطر وبحسب إدارتها لها، وجاء التركيز على إدارة المخاطر من الآلية الأساسية لعمل المصرف كوسيط، وهي قبول الودائع ومنح القروض. ترتبط هذه المخاطر بعملية إدارة ميزانية المصرف حيث يمكن تصنيفها إلى:

- أ- **مخاطر الائتمان:** وتنتج عن عجز المقترضين عن سداد القروض للمصرف أو فوائدها.
- ب- **مخاطر السيولة:** وهي احتمال عدم قدرة المصرف على مواجهة مطالبه الناتجة عن سحبيات الودائع غير المتوقعة.
- ت- **مخاطر السوق:** وهي احتمال الخسارة خلال فترة من الزمن متعلقة بتحركات غير محددة لعوامل مخاطرة السوق كأسعار الفائدة، والعملات، والأسهم، والسلع.
- يمكن لعوامل عدة أن تتسبب في مخاطرة السوق للأداة المالية، إلا أن العامل الأساسي هو مخاطرة سعر الفائدة، فصافي دخل الفائدة يساوي الفرق بين ما يحصل عليه المصرف من فوائد مستلمة لقاء تسليفاته وبين ما يدفعه من فائدة على الودائع.

1. أنواع مخاطر سعر الفائدة

- تعدّ تقلبات أسعار الفائدة المصدر الرئيس لمخاطرة سعر الفائدة، وأيضاً عدم التوافق الزمني للفوائد على الخصوم والأصول. يمكن تصنيف هذه المخاطر¹ في ثلاث مجموعات:
- أ- **مخاطرة مستوى منحنى العائد:** وتشير إلى تغير مماثل في المعدلات عند جميع الاستحقاقات، وهي حالة تحرك أسعار الفائدة على جميع الأدوات المالية صعوداً أو هبوطاً، متساويةً بعدد النقاط الأساسية نفسه.
- ب- **مخاطرة شكل منحنى العائد:** وتشير إلى التغيرات في المعدلات النسبية للأدوات المالية ذوات فترات استحقاق مختلفة، كتغير أسعار الفائدة قصيرة الأجل بعدة نقاط أساسية مختلفة عن تغيرات أسعار الفائدة طويلة الأجل.

¹ Matthews, Kent, And John Thompson, **The Economics Of Banking**, John Wiley & Sons Ltd,2005,p185.

ت- **مخاطرة أساسية:** وتشير إلى مخاطرة تغير المعدلات للأدوات المالية متماثلة الاستحقاق لكنها مرتكزة على مؤشر مختلف¹.

2. مصادر مخاطر سعر الفائدة:

وفقاً للجنة بازل الثانية² يمكن تصنيف مصادر مخاطرة سعر الفائدة إلى:

- أ- **مخاطر إعادة التسعير:** ينشأ الشكل الأساسي لمخاطرة سعر الفائدة من الاختلاف الزمني للاستحقاق بالنسبة لأسعار الفائدة الثابتة، وإعادة التسعير بالنسبة لأسعار الفائدة المتحركة لكل من أصول المصرف، وخصومه، وموقع ميزانيته العمومية. ففي حال كان الخطأ كبيراً في إعادة التسعير المتباين (غير المترابط بين الأصول والخصوم) يمكن أن يتعرض (ينكشف) دخل البنك وقيمه المالية إلى تقلبات غير متوقعة مع تغير أسعار الفائدة.
- ب- **مخاطر منحنى العائد:** يمكن لإعادة التسعير المتباين أن يكشف المصرف لتغيرات انحدار منحنى العائد وشكله، تنشأ مخاطر منحنى العائد عندما يكون للتغيرات غير المتوقعة في المنحنى تأثير عكسي على دخل المصرف وقيمه المالية.
- ت- **مخاطر أساسية:** وتنتج من الترابط المختل بين الفوائد المكتسبة والفوائد المدفوعة على الأدوات المالية المختلفة من جهة، وخصائص إعادة التسعير المماثلة من جهة أخرى. عندما تتغير أسعار الفائدة، يمكن لهذه الاختلافات أن تزيد من التغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية وتباين الإيرادات بين الأصول والخصوم وأدوات الميزانية العمومية ذوات الاستحقاق أو تكرار إعادة التسعير المتماثل (التعديل الدوري لأسعارها).

¹ كافتراض المصرف للأموال لمدة محددة من السوق بين المصارف تعتمد سعر الفائدة السائد في سوق المصارف اللندنية كمرجع أساس (LIBOR)، وإعادة استثمار هذه الأموال في سندات الخزنة الأمريكية (TBR) تستحق بالمدة نفسها، فإن ارتفع سعر الفائدة (LIBOR) إلى حد أعلى من سعر الفائدة (TBR) سيتعرض هذا المصرف للخسائر.

² Basel Committee on Banking Supervision, **Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk**, July, 2004.

ث- عقود الخيارات¹: مصدر إضافي متزايد الأهمية لمخاطرة أسعار الفائدة، وينشأ من الخيارات المتضمنة في العديد من أصول المصارف وخصومها، ومحافظ الميزانية العمومية الخارجية.

عندما يضع المصرف سعر فائدة ثابت لأدوات مالية فترة استحقاقها أطول من فترة استحقاق التمويل الذي يقوم به، فإنه في حقيقة الأمر يراهن على تحركات أسعار الفائدة، فالتغيرات غير المتوقعة في أسعار الفائدة تخلق مخاطرة أسعار الفائدة، لأن الارتفاع غير المتوقع لهذه الأسعار سيفضي إلى ازدياد عنصر المخاطرة، وبالتالي يزداد رأس المال الذي يجب أن يحتفظ به المصرف لمواجهة هذه المخاطر.

3. أساليب تقييم مخاطر أسعار الفائدة

تستخدم المصارف أساليباً عدة لتقييم مخاطرة أسعار الفائدة، منها:

أ- قياس الفجوة Gap Measurement:

تحاول المصارف تحديد مخاطرة سعر الفائدة من خلال الرقابة على الفرق بين درجة حساسية كل من الأصول والخصوم لديها للتغيرات في سعر الفائدة²:

الفجوة = الأصول الحساسة لتغير سعر الفائدة - الخصوم الحساسة لهذا التغير.

كما يمكن حساب نسبة الفجوة Gap Ratio وفق الصيغة الآتية:

¹ يمكن أن تكون عقود الخيارات أداة مالية مستقلة بذاتها، كخيارات (exchange-traded) وعقود خارج التسعير (OTC)، أو قد تكون مضمنة في الأدوات المالية المعيارية. وعلى الرغم من أن المصارف تستخدم عقود الخيارات المستقلة، إلا أن عقود الخيارات الضمنية أكثر أهمية في النشاطات غير التبادلية، وإن لم تُدر هذه العقود على نحوٍ كافٍ، فإن خصائص الدخل غير المتمائل للأدوات المالية في عقود الخيارات قد تولد مخاطرة جوهرية خصوصاً للبايعين، فعقود الخيارات المستقلة والضمنية تعطي مزايا إيجابية للمشتري وأخرى سلبية للبايع، فضلاً عن ذلك، فإن حسن إدارة هذه العقود يتطلب فعالية هامة تمكن من زيادة تأثيرها على الوضع المالي للمؤسسة.

² الشعار، محمد نضال، أسس العمل المصرفي، الجندي للطباعة والنشر، 2005، ص 224.

نسبة الفجوة = حجم الأصول الحساسة لتغير سعر الفائدة / الخصوم الحساسة لهذا التغير.

تكون هذه الفجوة سالبة عندما تكون الخصوم الحساسة لأسعار الفائدة أكبر من الأصول الحساسة لهذه الأسعار، في حين تكون موجبة عندما تكون الخصوم ذات الحساسية لأسعار الفائدة أقل من الأصول التي تتصف بذات الصفة.

تقدم الفجوة مقياساً لإجمالي عجز ميزانية المصرف، والنقطة الأساسية في تحليل الفجوة هي تقدير أثر تغير سعر الفائدة في صافي هامش الفائدة، حيث أن التغير في سعر الخصم لدى المصرف المركزي لا يؤدي إلى تغيرات آنية في أسعار الفائدة على الأصول والخصوم، فأسعار الفائدة على القروض ذات معدل الفائدة الثابت لا يمكن تعديلها إلا بعد مضي فترة الاستحقاق، في حين أن غالبية الودائع سيعاد تسعيرها بصورة فورية¹.

ب- قياس الحساسية الزمنية Duration Measurement:

يعدّ قياس الحساسية الزمنية من المناهج البديلة المستخدمة في تقييم مخاطرة سعر الفائدة التي يتعرض لها المصرف، ذلك أن بعض الأصول والخصوم تتمتع بحساسية أكثر من غيرها حتى في حالة تطابق فترات التعديل الدوري لمعدلات الفائدة مع فترات الاستحقاق². ويمكن التعبير عن الحساسية الزمنية بالصيغة الآتية:

$$D = \sum_{t=1}^n (t) \left[\frac{CF_t / (1 + r)^t}{\sum_{t=1}^n CF_t / (1 + r)^t} \right]$$

¹ Matthews, op. cit, p186.

² الشعار، مرجع سابق، ص226.

حيث إن؛ t : الفترة الزمنية للمدفوعات النقدية؛ n : عدد الفترات الزمنية حتى تاريخ الاستحقاق؛ CF_t : التدفق النقدي الإجمالي (المدفوعات النقدية+الأصل المالي الأساس)؛ r : العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

ويلاحظ من الصيغة السابقة أن مقياس الحساسية الزمنية يبين من خلال العلاقة الخطية بين التغير في العائد السوقي وسعر الأصل المالي خلال فترة الاستحقاق، أن قياس الحساسية الزمنية يمكن أن يستخدم كمقياس لحساسية سعر الفائدة، كما يمكن استخدامه كمقياس للمرونة السعرية للأصل فيما يتعلق بسعر الفائدة¹.

ت- تحليل الانحدار Regression analysis:

يقوم المنهجان السابقان في تقييم مخاطرة سعر الفائدة على تركيبة الميزانية العمومية لدى المصرف. وهناك منهج بديل يعتمد على تحديد أثر تغيرات أسعار الفائدة على الأداء التاريخي للمصرف، ويتم ذلك بتحديد ممثل (معامل) يعبر عن أداء المصرف، وآخر يعبر عن سلوك سعر الفائدة السوقي بحيث يتم اختيار النموذج الأقدر على توصيف العلاقة بين هذين الممثلين. إن التمثيل الأكثر شيوعاً لأداء المصرف يمكن أن يأخذ صيغة العائد على الأصول أو على حقوق الملكية، أو نسبة التغير المئوي في سعر سهم المصرف. أما سعر الفائدة فيمكن تمثيله بأحد الأسعار المحددة بفعل قوى السوق، كالعائد على أذون الخزينة².

¹ Williamson, Gareth Alan, **Interest Rate Risk Management: A Case Study Of GBS Mutual Bank**, master's thesis in commerce, January 2008, p95-96.

² الشعار، مرجع سابق، ص230.

4. أساليب الحد من مخاطر سعر الفائدة:

يواجه المصرف مخاطر سعر الفائدة بالقيام بعمليات تحوط متنوعة، ويكون الهدف من عملية التحوط الحد من التقلبات في أسعار الفائدة، وبالتالي تخفيض تقلبات قيمة المصرف. على اعتبار أن لدى المصارف أصولاً طويلة الأجل وخصوماً قصيرة الأجل، فإن ارتفاع سعر الفائدة سيخفض القيمة السوقية لأصولها أكثر من الانخفاض الذي يصيب الخصوم، وبالتالي فإن ارتفاع سعر الفائدة سيخفض من القيمة السوقية للمصرف. ومن أهم عمليات التحوط¹:

أ- مطابقة الحساسية أو ربط فترة الاستحقاق لكل من الأصول والخصوم، وهي عملية تحوط داخلية ولا تتطلب وجود الطرف الآخر، وكلما ازدادت حالة عدم مطابقة الحساسية بين الأصول والخصوم كلما كبرت فجوة الحساسية.

ب- إقامة الاتفاقيات المستقبلية لأسعار الفائدة، الاتفاقيات الآجلة وخيارات أسعار الفائدة.

ت- تبادلات أسعار الفائدة.

في الواقع، من الصعب على إدارات المصارف تحسين المصارف من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة على نحو كامل، لذا فهم يقومون بصياغة سيناريوهات عدة لأسعار الفائدة كي يتمكنوا من توزيع الخسائر المحتملة، ومن ثم يطورون إستراتيجية للتعامل مع الحالات المتطرفة المحتملة لتلك الخسائر.

¹ Matthews, op. cit, p187.

5. المشتقات المالية Financial Derivatives:

من أهم الأساليب المستخدمة في الإدارة المالية للحد من الانكشاف لمخاطرة سعر الفائدة هي اللجوء إلى اشتقاقات الأدوات المالية، وتعرّف المشتقات المالية¹ بأنها أدوات مالية تشتق أسعارها من الأدوات المالية الأساسية (الأصلية)، ويُربط سعر المشتق المالي بسعر الأصل المالي الأساسي. هذا الأمر يمكّن من إجراء التحوط باستخدام عقود الاشتقاقات، لذلك تعوّض الخسائر الناجمة عن الأصول الأساسية بالأرباح التي تتحقق من مشتقاتها.

يمكن تصنيف المشتقات المالية من حيث نوع المبادلة أو التداول إلى:

- أ- العقود الآجلة²: هي اتفاق على عملية الاقتراض أو الإقراض (بين البائع والمشتري) في تاريخ مستقبلي محدد، وفق سعر فائدة ثابت يحدّد لحظة إجراء الاتفاقية.
- ب- العقود المستقبلية³ على أسعار الفائدة: يتم الاتفاق في هذه العقود على تحديد السعر لحظة نهاية الصفقة، حيث يدفع المقرض عند تاريخ الاستحقاق سعر الفائدة الذي يُربط بتغيرات أسعار الفائدة بين المصارف السائدة خلال فترة العقد*.
- ت- عقود الخيارات⁴: هي اتفاق يمنح حامل السند أو المالك الحق دون الإلزام في بيع الأصل المالي أو بيعه في فترة زمنية محددة وبسعر محدد، ولها نوعان الأول عقود الشراء أو الطلب، والثاني عقود البيع أو التسليم.

¹ Matthews, op. cit, p190.

² Saunders, Anthony, And Marcia Millon Cornett, **Financial Institutions Management: A Risk Management Approach**, Sixth Edition, Mcgraw-Hill/Irwin,2008,P693

³ Saunders,Ibid, P695.

*وبالتالي فإن الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية هو السعر الذي يُتفق أن يكون ثابتاً في الأولى في حين أنه يتعلّق بالتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة طوال فترة العقد في الأخيرة.

⁴ Saunders,Ibid,P728.

ث- مبادلات أسعار الفائدة¹: هي مبادلة مدفوعات أسعار الفائدة الثابتة بأسعار الفائدة المتحركة بين طرفي العقد. ويمكن القول إنها عبارة عن تتالي للعقود الآجلة لأسعار الفائدة تنظم بين طرفين. حيث يقوم المشتري بموجب عقد المبادلة بدفع أسعار الفائدة الثابتة، في حين يقوم البائع بدفع أسعار الفائدة المتحركة.

¹ Saunders, Ibid, p770.

المبحث الرابع: سعر الفائدة والسياسة النقدية

تقوم السلطات النقدية بإدارة متغيرات نقدية عدة في سعيها لتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية المتمثلة بالاستقرار النقدي، وعلى وجه التحديد استقرار الأسعار. تعدّ هذه المتغيرات النقدية أهدافاً وسيطة يسمح ضبطها من قبل المصرف المركزي ببلوغ أهدافه النهائية، كما يعدّ استخدام هذه المتغيرات بشكل أو بآخر إعلاناً لإستراتيجية السياسة النقدية يؤثر في توقعات العملاء وتحركات السوق¹. تُستخدم الأهداف الوسيطة كدليل (مؤشر) للسياسة النقدية للوصول إلى الهدف النهائي للمصرف المركزي ويتمثل عادةً باستقرار الأسعار والتوظيف (العمالة) والنمو الاقتصادي، وهذه تعدّ أصعب في القياس من الأهداف الوسيطة.

أولاً- سعر الفائدة كهدف وسيط وتشغيلي للسياسة النقدية:

يضع المصرف المركزي أهدافاً وسيطة تكون صلة وصل بين أهدافه النهائية والتشغيلية، ولهذا فإن الأهداف الوسيطة مرتبطة ارتباطاً قوياً بالأهداف النهائية وتتأثر بصورة غير مباشرة بالأهداف التشغيلية، ويمكن التمييز بين وجهين في استخدام سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية هما:

الأول: استخدام سعر الفائدة كهدف وسيط للسياسة النقدية، ويتمثل بأسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل، حيث تحقق أسعار الفائدة أهدافاً عدة في حال استخدامها كهدف وسيط، فمثلاً تدفع المشكلات التي تحدث في ميزان المدفوعات السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة بهدف جذب الأرصدة النقدية الأجنبية ومنع خروج العملات المحلية إلى الأسواق الأجنبية، كما تؤثر أسعار الفائدة في قرارات قطاع الأعمال الاستثمارية وفي إنفاق المستهلكين، حيث تشجع أسعار

¹ ملاك، وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000، ص 195-202.

الفائدة المنخفضة هذا الإنفاق والعكس صحيح، وبالتالي فإن أسعار الفائدة تمنح المصرف المركزي القدرة على التأثير في الناتج القومي¹.

الثاني: استخدام سعر الفائدة كهدف تشغيلي (عامل) للسياسة النقدية، وهنا يعد استهداف التضخم وسعر الصرف من أهم الأهداف الوسيطة في حين يستخدم سعر الفائدة كهدف تشغيلي. ويتم في هذه الحالة استهداف أسعار الفائدة على الأرصدة المركزية وأسعار الفائدة على أدون الخزنة، كما يؤثر سعر الفائدة بصورة غير مباشرة في سعر الصرف عن طريق سعر الفائدة المعادل² Interest Rate Parity (سعر الفائدة الذي يقارن المستثمر عنده العائد على الاستثمار بين البلدان، ويتوقف على عاملين أساسيين هما: العائد على الاستثمار نفسه، والتغيرات في سعر الصرف)³.

خلال الأزمة المالية العالمية (2008-2010) أدخل الفيدرالي الأمريكي أداتين جديدتين إلى أدواته النقدية تتعلقان بالحسابات الاحتياطية للمصارف إضافة إلى أدواته التقليدية (عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم، الاحتياطي القانوني) هما⁴:

أ- **الفائدة على رصيد الاحتياطي:** يدفع من خلالها الفيدرالي فائدة على رصيد الاحتياطي للمصارف التجارية أو على فائض هذا الاحتياطي. يستطيع المركزي من خلال هذه الأداة التأثير بصورة كبيرة على أرصدة احتياطي المصارف حيث يزيد من حجم هذه

¹ سيجل، مرجع سابق، ص 308.

² ويحسب بالعلاقة: $\frac{1+r_h}{1+r_f} = \frac{F}{S}$ حيث أن $1+r_h$ سعر الفائدة في الوطن، $1+r_f$ سعر الفائدة في الخارج، F سعر الصرف الآجل، S سعر الصرف الحالي.

³ Weinberger, Jakob Hans Michael, *The Monetary Policy's Efficacy During A Recession*, Master Thesis, Copenhagen Business School, 2012, P20.

⁴ Hubbard, op. cit, p447-446.

الأرصدة عند رفع سعر الفائدة، وبالتالي يخفض من قدرة المصارف على الإقراض ويقلص عرض النقود، والنتيجة معاكسة عند خفضه لسعر الفائدة.

ب- **خدمة الودائع الآجلة:** يقدم الفيدرالي الودائع لأجل إلى المصارف التجارية خلال مزادات دورية وتتحدد أسعار الفائدة بالمزادات بحيث تكون أعلى بقليل من سعر الفائدة الذي يحدده الفيدرالي على الأرصدة الاحتياطية. إن هذه الأداة تمنح الفيدرالي مزيداً من القدرة على إدارة الأرصدة الاحتياطية للمصارف، وكلما اتجهت المصارف إلى شراء هذه الخدمة (أي الإيداع لدى الفيدرالي) كلما قلت قدرتها على خلق الائتمان وبالتالي انخفاض العرض النقدي.

ثانياً- تحديد مستوى سعر الفائدة:

يعدّ خيار التحكم بسعر الفائدة بمنتهى الدقة، فمن جهة هناك صعوبة فائقة في تحديد سعر الفائدة المناسب للاقتصاد، ومن جهة أخرى تعدّ أسعار الفائدة بمثابة أدوات للسياسة النقدية وتستخدم في هذا الخصوص لأغراض داخلية وخارجية في الآن عينه. كما إن تحديد سعر الفائدة غير منفصل عن تحديد نمو الكتلة النقدية، ومن جهة أخرى لا تستطيع السلطة النقدية أن تتجاهل مستوى أسعار الفائدة الذي يعدّ أهم المحددات لسلوك كل من الأفراد والمشروعات إضافة إلى المصارف. ولذا تأخذ السلطة النقدية في الاعتبار أثر سعر الفائدة في الاقتصاد على مستويين هما:

أ- **أثر تغيير سعر الفائدة على مستوى الأفراد:** حيث يلاحظ أن سلوك الأفراد فيما يتعلق بالادخار والاقتراض لم يكن في السابق يتأثر إلا على نحو ضعيف جداً بتغيرات أسعار الفائدة في الاقتصاديات المتقدمة، وحالياً يبدو ذلك غير صحيح

تماماً، فالمنافسة بين المؤسسات المصرفية وتطور النظم جعلت من المدخر أكثر حساسية مما كان عليه في السابق تجاه شروط التعويض الذي يتقاضاه عن مدخراته، كما إن حجم الادخار وشكله يرتبطان بشروط التعويض المعروضة على المدخر، وهذا يختلف بطبيعة الحال بحسب درجة تطور الاقتصاد وحساسية الجهاز المصرفي.

ب- أثر تغيير سعر الفائدة على مستوى الشركات: تقوم إدارة هذه المشاريع بالمقارنة بين الفائدة على الاستثمار وكلفة رأس المال (التمويل الذاتي، زيادة رأس المال المساهم، القروض مقابل السندات أو القروض المصرفية) وكلما كانت كلفة رأس المال مرتفعة كلما كان المشروع أقل قابليةً للاستثمار، لكن هناك عوامل أخرى تؤثر في القرارات الاستثمارية كالحاجة الضرورية للاستثمار في سبيل استمرارية المشروع، ومنها التحديث التقني المطلوب لمواجهة المنافسة وتلبية الطلب المتزايد، إضافة إلى رغبة المستثمرين في الاستدانة قصيرة الأجل نسبياً. كما يتعلق الأمر بحساسية المشروعات تجاه تغيرات سعر الفائدة تبعاً لهيكلية ديونها فالقروض قصيرة الأجل تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة بصورة أسرع من القروض طويلة الأجل التي لا تتغير معدلاتها إلا إذا كانت ترتبط بمعدلات غير ثابتة.

ثالثاً - قاعدة تايلور Taylor Rule:

يعدّ استخدام سعر الفائدة في رسم السياسة النقدية مهماً للغاية، ولذا تستخدم المصارف المركزية قاعدة تايلور لتحديد الأثر المنشود من سياسة سعر الفائدة، تحدد هذه القاعدة العلاقة بين سعر الفائدة وكل من التضخم والناتج، واستخدمت من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي في تحديد قيمة الهدف التشغيلي وسعر الفائدة قصير الأجل، وتصاغ بالصورة الآتية:

$$i^t - \pi_t = R + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \left(\frac{y_t - y^*}{y^*} \right)$$

حيث إن؛ i^t : سعر الفائدة قصير الأجل؛ π_t : التضخم الفعلي؛ R : متوسط سعر الفائدة قصير الأجل؛ α : الوزن الخاص بالتضخم؛ π_t : التضخم الفعلي؛ π^* : التضخم المستهدف؛ β : الوزن الخاص بالنتائج؛ y_t : الناتج الفعلي؛ y^* : الناتج المطلوب.

وسواء أكانت القاعدة تعتمد (تقترح) زيادةً في سعر الفائدة الحقيقي أم انخفاضاً، فإن هذا يعتمد على انحراف الناتج عن الناتج المطلوب، والانحراف في التضخم الفعلي عن التضخم المستهدف¹. إذا كان معدل التضخم الفعلي أعلى من المعدل المستهدف يجب أن يرفع المركزي سعر الفائدة والعكس بالعكس صحيح، وفيما يتعلق بالنتائج إذا كان الناتج الفعلي أقل من المطلوب يجب أن يخفض المركزي سعر الفائدة والعكس بالعكس صحيح أيضاً. ويتكيب المحددين الأساسيين (التضخم والناتج) فإنه يلاحظ أن سعر الفائدة الحقيقي يتحدد بالتغيرات في فجوة الناتج وفي التضخم، في حين أن الأوزان (β, α) تحدد الأهمية النسبية التي ينظر المركزي إلى تأثير سعر الفائدة فيها بصورة أهم.

يمكن للمصرف المركزي من خلال التلاعب بسعر الفائدة أن يدير المتغيرات الاقتصادية، فعند زيادة سعر الفائدة يمكن للمصرف أن يحفز النشاط الاقتصادي بسبب وجود العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والطلب على القروض. وبالتالي فإن التأثير الأساسي للسياسة النقدية هو النمو الاقتصادي وليس التضخم. لذلك سينخفض وزن التضخم كاستجابة لمعادلة تايلور بصورة نسبية وهنا يكون لدى المركزي استهداف التضخم ضمن مجال معين وليس عبر

¹ للمزيد أنظر:

Tymoigne, Eric, **Central Banking, Asset Prices And Financial Fragility**, Routledge international studies in money and banking, 2009, p106-107.

استهداف معدل محدد للتضخم. كما يفقد الوزن المرتفع للتضخم إلى اضطرابات اقتصادية عبر زيادة الناتج وسعر الفائدة الاسمي (كمتغيرين).

وبزيادة الوزن على الناتج وبالعامل للحفاظ على استقرار سعر الفائدة الحقيقي طالما بقي التضخم تحت سقف محدد يمكن للمركزي أن يؤثر في النشاط الاقتصادي الحالي، وبهذه الطريقة فإن المركزي يؤثر بصورة غير مباشرة في الناتج المطلوب من حيث أن الناتج المطلوب ليس مستقلاً عن النشاط الاقتصادي الحالي، وبالعامل على تخفيض سعر الفائدة - حتى مع استهداف التضخم - يسمح المركزي للتوسع الاقتصادي بالاستمرار وينتج عن هذا زيادة الناتج المحتمل وخفض الضغوط التضخمية بصورة غير مباشرة.

رابعاً - دور سعر الفائدة في السياسة النقدية:

ميّز Friedman في دراسة أعدّها عن دور سعر الفائدة في السياسة النقدية بين ثلاثة أدوار لأسعار الفائدة في صناعة السياسة النقدية هي¹:

أ - دورها كمتغير يتصل مباشرة بأهداف السياسة النقدية النهائية.

ب - كمتغير يستخدم كهدف وسيط.

ت - كمتغير يقدم معلومات عن المتغيرات الاقتصادية (أي كمؤشر).

يمكن للمتداولين في الأسواق المالية المتقدمة - كما في الولايات المتحدة الأمريكية - شراء الأوراق المالية وبيعها بكميات أكبر بكثير مما يقوم به المركزي عبر عملياته الاعتيادية، لكن عادة ما تكون قدرتهم ضعيفة في تحريك السوق، ويكون تأثير ذلك أقل بكثير في الناتج والعمالة

¹ Friedman, B.Milton, **The Role Of Interest Rate In Federal Reserve Policymaking**, NBER working paper series, Cambridge, 2000.

والتضخم. وعلى العكس فإن تحريك الأسواق إلى مجال فعال للتأثير في نشاط الاقتصاد غير المالي هو ما يسعى المركزي للقيام به على وجه التحديد. إن تفسير قدرة المركزي على التأثير في السوق عبر عملياته الصغيرة (البسيطة) هو إن عمليات المركزي تختلف بالأساس عن عمليات المشاركين في السوق (المتداولين). إذ أنه عندما يقوم المركزي بشراء الأوراق المالية فإنه يجري عمليات الدفع عبر زيادة الحساب الاحتياطي للمصرف البائع، وبالتالي زيادة الحجم الإجمالي للاحتياطي الخاص بكامل النظام المصرفي. وعندما يبيع المركزي الأوراق المالية فإنه يخفض حجم الاحتياطي للمصرف المشتري، وبالتالي يخفض إجمالي الاحتياطي للنظام المصرفي، في حين إنه لا يمكن لأي من المتعاملين في السوق تغيير الاحتياطي الإجمالي، فالمركزي هو الذي يحتكر السيطرة على عرض النقود (الاحتياطي).

يتطلع القطاع العائلي وقطاع الأعمال إلى أداء المصارف والمؤسسات المالية، حيث تبدأ السياسة النقدية من وجهة النظر التقليدية للنقود مع طلب هذين القطاعين على النقود عبر المصارف، فعندما يخفض المركزي عرض الاحتياطي ستخفض المصارف عرض النقود للقطاع العائلي والشركات، وفي ظل منافسة الأفراد والشركات للاحتفاظ بعرض النقود الحالي القليل، فإن جهودهم المبذولة لبيع الأوراق المالية مقابل الحصول على النقود لا تمكنهم من زيادة النقود، إلا أنهم بذلك يدفعون أسعار الأوراق المالية للانخفاض وهذا يعني ارتفاع سعر الفائدة.

ومن وجهة النظر الائتمانية عندما يقلص المركزي عرض الاحتياطي تعمد المصارف لتقليص إقراضها وهذا يؤدي إلى رفع أسعار الفائدة في سوق الإقراض. وفي ظل أي من وجهتي النظر السابقتين (التقليدية والائتمانية) فالمصرف المركزي من خلال دوره الاحتكاري في عرض النقود يؤثر في نظام تحديد السوق لسعر الفائدة (ولأسعار) على كافة الأصول المالية.

وبالمقابل بدلاً من التحكم بعرض النقود عبر الاحتياطات فإن المركزي يمكنه مباشرة تحديد سعر الفائدة على أي أداة ائتمانية ببساطة عبر بيع أو شراء الكميات التي يريدها من الأوراق المالية بما يتناسب مع توازن السوق بتحديد مستوى سعر الفائدة الذي يريده. وفي هذه الحالة فإن توازن السوق يبقى مُحدداً لأسعار الفائدة الأخرى ولأسعار الأصول المالية الأخرى، على الرغم من أن المركزي يثبت سعر فائدة واحد في الواقع.

وبحسب دراسة أعدت من قبل (William Poole) لن يكون هناك فرق فيما إذا قام المركزي بإدارة سياسته النقدية عبر عرض الاحتياطي أو تحديد سعر الفائدة طالما أن كلاهما يؤثران في الناتج والتضخم في النهاية، وبالتالي ستكون كلا الإستراتيجيتين متكافئتين في الأثر النهائي، وبيّنت هذه الدراسة إنه كلما زاد مستوى الغموض حول سلوك الأفراد والشركات في سوق السلع والخدمات كلما زادت الفائدة من استخدام سياسة التحكم بعرض الاحتياطي، وعلى العكس كلما زاد الغموض حول سلوك الأسواق المالية أي طلب الأفراد والشركات للاحتفاظ بالإيداعات مقابل الأصول المالية الأخرى ورجبتهم في الاقتراض واستعداد المصارف للإقراض، كلما برزت فائدة استخدام المركزي في تحديد سعر الفائدة.

الفصل الرابع

واقع سعر الفائدة في سورية

تمهيد

يتناول هذا الفصل واقع سياسة أسعار الفائدة وتطورها في الاقتصاد السوري، حيث تم تحليل هذا التطور خلال فترة التحديد الإداري لأسعار الفائدة -التي بقيت ثابتة لفترة طويلة دون تغيرات تذكر- وخلال فترة تحريكها بعد إعادة تفعيل دور مجلس النقد والتسليف في العقد الأخير. تم في إطار هذا التحليل بناء نموذج قياسي لدراسة تغيرات أسعار الفائدة وأثرها في نمو الإيداعات والقروض وعوائد المصارف ومبيعات شهادات الاستثمار، كذلك تحليل المتغيرات الأخرى المؤثرة في تطورهما، وعلى اعتبار فترة الدراسة اعتمدت على البيانات المنشورة حتى منتصف عام 2011، اقتصر البحث في واقع سياسة أسعار الفائدة خلال الأزمة السورية الحالية على قراءة تحليلية نقدية لهذا الواقع في ظل عدم توافر البيانات المطلوبة لهذا الغرض. وقد انتهى الفصل بمجموعة من النتائج والمقترحات التي تطمح إلى الإسهام في تصحيح السياسة النقدية في سورية.

المبحث الأول: تطور سياسة سعر الفائدة.

اتسمت أسعار الفائدة بالثبات لفترة طويلة نسبياً قبل أن يتم تفعيل سياسة أسعار الفائدة مع التوجه نحو تحرير القطاع المالي في سورية الذي تميز بدخول المصارف الخاصة إلى الاقتصاد السوري.

أولاً- التحديد الإداري لأسعار الفائدة في سورية:

1. واقع أسعار الفائدة:

لم يستخدم مصرف سورية المركزي خلال نحو ما يقارب ثلاثة عقود أسعار الفائدة كأداة نقدية في إطار تطبيقه للسياسة النقدية في الاقتصاد السوري، حيث بقيت أسعار الفائدة ثابتة في الفترة التي سبقت عام 2005، فكانت أسعار الفائدة محددة بقرارات إدارية وكان آخر تعديل لها¹ في أوائل عام 1981.

جدول 1 أسعار الفائدة الدائنة المطبقة لدى المصارف العامة منذ عام 1981 وحتى 2003

أسعار الفائدة الدائنة	نوع الودائع
-	الحسابات الجارية
7%	ودائع لأجل لا تتجاوز سنة واحدة
8%	ودائع لأجل أكثر من سنة
8%	حسابات وودائع التوفير
9%	شهادات الاستثمار
10%	ودائع الأطفال لدى مصرف التوفير

المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي عام 2000.

¹ بموجب قرار وزير الاقتصاد رقم 7/ تاريخ 1981/1/15، بقيت أسعار الفائدة ثابتة منذ ذلك التاريخ على الزعم من صدور القانون رقم 17/ تاريخ 1988/8/22 الذي سمح بتجاوز السقف المحدد في القانون المدني السوري للفوائد المدينة والبالغ 9% سنوياً، ومع ذلك لم تجر إلا تعديلات بسيطة في معدلات الفائدة منذ صدور هذا القانون.

إن تحديد أسعار الفائدة المبيّنة في الجدول رقم (1) أدى إلى توجه المودعين إلى تفضيل ودائع التوفير على باقي أنواع الودائع الأخرى، حيث يلاحظ من تطور الإيداعات خلال الفترة (1995-2004) تركّز حجم الودائع في ودائع التوفير بنسبة كبيرة مقارنة بودائع تحت الطلب وودائع لأجل، نظراً للميزات التي يمنحها حساب التوفير من سهولة في تحريك إيداعات المودعين واقتراب سعر الفائدة المحدد عليه من سعر الفائدة على ودائع لأجل، إضافةً إلى الإعفاءات الضريبية الممنوحة على فائدة هذا الحساب، وأسلوب احتساب الفائدة التي تتال أدنى رصيد كل ستة أشهر، فبلغت نسبة ودائع التوفير إلى إجمالي ودائع القطاع الخاص 68.1% عام 1995، ونسبة 78.6% عام 2004، في حين بلغت نسب ودائع تحت الطلب وودائع لأجل 28.6% و3.2% على الترتيب عام 1995، ونسبة 16.7% و4.6% عام 2004، أنظر الجدول رقم (2).

جدول 2 ودائع القطاع الخاص لدى المصارف العامة ونسبها خلال الفترة (1995-2004)
(المبالغ بملايين الليرات السورية)

المجموع	ودائع التوفير		ودائع لأجل		ودائع تحت الطلب		العام
	النسبة	الحجم	النسبة	الحجم	النسبة	الحجم	
84606.9	68.1	57658.5	3.2	2727.1	28.6	24221.3	1995
94584.6	69.6	65841	3.5	3306.4	26.8	25437.2	1996
104399.9	71.3	74471.5	3.8	3954.6	24.9	25973.8	1997
119047.2	73.1	87008.9	3.9	4587.7	23.1	27450.6	1998
172485	80.2	138256	3.0	5111	16.9	29118	1999
203496	81.2	165261	3.0	6028	15.8	32207	2000
262397	82.4	216291	2.7	7140	14.5	38966	2001
313885	83.4	261676	2.2	6907	14.4	45302	2002
358442	83.7	300065	2.1	7433	14.2	50944	2003
386612	78.6	303727	4.6	17677	16.7	65208	2004

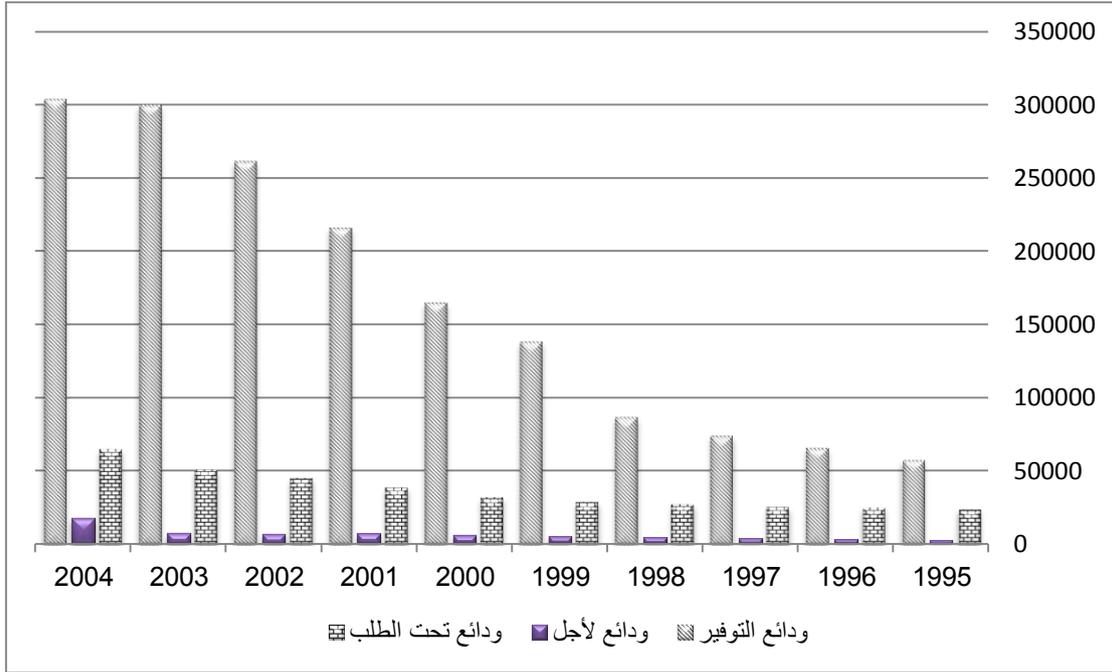
المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام 1995-2004.

ويوضح الشكل البياني رقم (4-1) تطور حجم ودائع القطاع الخاص لدى المصارف

العامة خلال الفترة (1995-2004) المترافقة مع تثبيت أسعار الفائدة الدائنة التي تدفعها

المصارف العامة على الودائع لديها، مع ملاحظة النمو المتزايد لحجم هذه الإيداعات مع الزمن، حيث إن أعلى نسبة لودائع الأجل كانت عام 2004 وبلغت ما يقارب 5% من إجمالي إيداعات القطاع الخاص.

الشكل (1-4) وودائع القطاع الخاص لدى المصارف العامة خلال الفترة (1995-2004)
(المبالغ بملايين الليرات السورية)



مصدر البيانات: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (1995-2004).

لقد كان الهدف من تحديد أسعار الفائدة تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة الناتجة عن التخطيط المركزي والابتعاد عن سياسة آلية السوق، مما جعل تأثير سياسة تبديل معدلات الفائدة على حجم الاستثمار أو على الاتجاهات التضخمية أو الانكماشية تتضاءل لدرجة كبيرة¹، حيث لم يُستخدم سعر الفائدة كسعر لرأس المال وإنما كأداة لتحقيق أهداف الدولة ومنها²:

¹ حساني، عبد الرزاق، النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي: واقع السياسة النقدية وأفاقها في سورية، أطروحة دكتوراه، 2002، ص 161.

² تشق هذه الأهداف من أهداف السياسة النقدية كما حددها نظام النقد الأساسي (المادة الأولى).

- أ- تنمية السوق النقدية والمالية وتنظيمها وفقاً لحاجات الاقتصاد القومي.
- ب- تثبيت النقد السوري وتأمين حرية تحويله إلى العملات الأخرى.
- ت- توسيع إمكانيات الاستخدام وزيادة الدخل القومي.

2. سياسة سعر الخصم:

تتيح هذه السياسة للمصرف المركزي التحكم بالعرض النقدي وحجم الائتمان، حيث يمكن باستخدام إعادة الخصم بواسطة زيادة تكاليفه أو تخفيضها بتعديل سعر الخصم أو عن طريق تحديد سقف لإعادة الخصوم¹. وبالتالي يمكنه التأثير بصورة مباشرة أو غير مباشرة بسعر الفائدة في الاقتصاد، فسعر الفائدة السوقي يتأثر بسعر الخصم الذي يقرضه المركزي من خلاله المصارف التجارية والوسطاء الماليون الآخرون، وهذه الحالة شائعة بين الاقتصادات ومنها كندا، وبريطانيا، وأميركا أيضاً².

ومن العوامل المهمة التي تبرز هنا أن حجم قروض الخصم يتوقف نسبياً على سلوك المصارف ورغبتها في الاقتراض من المصرف المركزي أو لا، وهذا السلوك يحكمه عاملان هامين الأول سعر الخصم والثاني معدل الفائدة السوقي³.

حدد مجلس النقد والتسليف سعر الخصم المطبق لدى المصرف المركزي في تعامله مع المصارف الأخرى في سورية منذ عام 1956 بحسب اختصاص كل مصرف، وقد تبدلت تلك الأسعار في عام 1962 حيث رُفعت للحد من زيادة حجم التسليف واستمر العمل بها حتى عام 2005 كما يبين الجدول رقم (3). وبما أن رفع سعر الخصم يجبر المصارف على تقليص تسليفها بسبب ارتفاع تكاليف الإقراض وبالتالي يحجم الزبائن المحتملين عن الاقتراض، ونظراً

¹ حساني، مرجع سابق، ص 69.

² Handa, op. cit, p348.

³ حساني، مرجع سابق، ص 69.

لأن الائتمان يُعدّ مصدراً لودائع جديدة وبالتالي مبالغ إضافية من النقود، وهكذا فإن تغيير سعر الخصم يؤثر في العرض النقدي ككل¹.

يعكس تحديد المركزي لسعر الخصم أو تغييره رغبته بالسماح للمصارف العاملة بالتوسع في الائتمان أو تقليصه، وهذا يؤثر في تغير القاعدة النقدية، ويستهدف تغيير سعر الفائدة للإقراض لليلة واحدة-سعر الفائدة بين المصارف- الذي يحدد حجم إقراض المصارف فيما بينها².

"وفي النتيجة فإن ذلك لا يعني أن السلطة النقدية ليست قادرة تماماً على التحكم بالنقد المركزي. فمن حيث المبدأ إذا كانت السلطة النقدية تسمح لقوى العرض والطلب بتحديد أسعار الصرف والفائدة فإنها تتمكن من التحكم بالعرض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة وإدارة هذه العمليات بكفاءة عالية. ومن خلال تحديد سعر للخصم وسقف لقروض الخصم"³.

جدول 3 أسعار الخصم لدى المصارف العامة

معدل الفائدة على القروض والسلف	سعر الخصم	
2%-5.75%	3.25%-5%	المصرف التجاري
2.75%-4.25%	2.75%-3.5%	المصرف الصناعي
1%-3%	2%-2.75%	المصرف الزراعي التعاوني
3.5%-6%	-	المصرف العقاري
2.50%-3.75%	3%-3.5%	مصرف التسليف الشعبي

المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي عام 2000.

¹ حساني، مرجع سابق، ص 85.

² Handa, op. cit, p348.

³ حساني، مرجع سابق، ص 70.

ثانياً- التوجه نحو تحرير أسعار الفائدة المصرفية:

نتيجة جمود معدلات الفائدة المعتمدة من قبل المصارف العامة لفترة طويلة، ونتيجة المتغيرات العديدة التي طرأت على الأوضاع الاقتصادية والمالية، خلال فترة غياب مجلس النقد والتسليف، كان من الضروري إدخال تعديلات على أسعار الفائدة المعمول بها، لاسيما وأن المعطيات والتطورات الاقتصادية تتطلب مرونة في أسعار الفائدة واستعمالها كأداة رئيسية من أدوات السياسة النقدية، سيما مع الترخيص للمصارف الخاصة¹، وذلك في إطار تبني سورية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي الهادف إلى تطوير قطاعات الاقتصاد الوطني ورفع كفاءتها.

وبعد إحياء مجلس النقد والتسليف بالقانون رقم 23 لعام 2002، بدأت السياسة النقدية في سورية تأخذ منحى مؤثراً في الاقتصاد، الأمر الذي أتاح للسلطة النقدية أن تتخذ خطاها نحو القيام بدورها المرتقب-بعد فترة التغييب بسبب وجود اللجنة الاقتصادية التي حلت محلها- كفاعل رئيس في الاقتصاد السوري من خلال قرارات مجلس النقد والتسليف المتعاقبة، وبشكل يتماشى مع تحرير القطاع المصرفي، لاسيما تلك التي تتعلق بأسعار الفائدة على اعتبارها أهم أدوات السياسة النقدية التي يمكن للمصرف المركزي التحكم من خلالها بالكتلة النقدية بما يتوافق مع حالة الاقتصاد (ركود-ازدهار)، تتمثل هذه الأداة بأسعار الفائدة على الودائع والتسليفات المصرفية بالليرة السورية، بالإضافة إلى نسب الاحتياطي الإلزامي، وذلك بسبب غياب سوق السندات في سورية²، وبعض الأدوات النقدية الأخرى (عمليات السوق المفتوحة- نافذة الخصم).

تُعدّ قرارات مجلس النقد والتسليف المتعلقة بأسعار الفائدة أحد المحددات الرئيسية

للسياسة النقدية، لما حملت هذه القرارات من أهداف عدة حسب ما حددها المجلس، ومنها:

¹ تنفيذاً لأحكام القانون رقم 28/ عام 2001.

² تم تفعيل سوق السندات الأولية في نهاية عام 2010 ثم توقفت في بداية عام 2011، في حين أنه لا يوجد سوق ثانوية في سورية.

- أ- دعم قيمة الليرة السورية والطلب عليها على صعيد الاقتصاد الكلي والعمل على تحقيق الاستقرار في سعر صرفها مقابل العملات الأجنبية.
- ب- تشجيع الادخار لتأمين السيولة.
- ت- إعادة هيكلة الودائع بالليرة السورية نحو الودائع طويلة الأجل، وذلك على صعيد القطاع المصرفي.
- ث- تحفيز الائتمان ودفع عملية الاستثمار.
- ج- مواكبة تطور القطاع المصرفي لا سيما بعد دخول المصارف الخاصة العمل في سورية، ما يفسح المجال للمنافسة بين المصارف.

وفي هذا السياق استهدفت السلطة النقدية تفعيل دور أسعار الفائدة المصرفية من خلال تغيير معدلات الفائدة عدة مرات، والإعلان عن الهدف من كل تغيير على هذه المعدلات صراحةً أو ضمناً، وفيما يلي عرض للقرارات التي صدرت حول أسعار الفائدة والأهداف المتوخاة منها، ويمكن تقسيم هذه القرارات إلى فئتين تبعاً لمراحل صدورهما، المرحلة الأولى قبل دخول المصارف الخاصة سوق العمل المصرفي في سورية، والمرحلة الثانية بعد دخول المصارف الخاصة العمل إلى جانب المصارف العامة في السوق المصرفي السوري.

1. المرحلة الأولى قبل دخول المصارف الخاصة العمل في الاقتصاد السوري:

وتتضمن قرارات مجلس النقد والتسليف الخاصة بتعديل أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في الفترة الزمنية التي سبقت دخول المصارف الخاصة العمل المصرفي في الاقتصاد السوري حيث كان هذا النشاط محصوراً بالمصارف العامة. وكما سبقت الإشارة بقيت أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وكذلك أسعار الخصم ثابتة لفترة طويلة حتى عام 2003.

1-1- أسعار الفائدة الدائنة:

تم تعديلها بموجب ثلاث قرارات خلال هذه المرحلة، وفيما يلي تطور أسعار الفائدة الدائنة وأثرها على هيكل الودائع:

أ- تطور أسعار الفائدة الدائنة:

بدايةً تم تخفيض أسعار الفائدة الدائنة التي تدفعها المصارف العامة على الحسابات الجارية والودائع تحت الطلب بمقدار نقطة مئوية (1%) عن مستوياتها التي كانت سائدة، وكذلك تخفيض معدلات الفائدة الدائنة على حسابات الودائع لأجل وودائع الادخار لدى المصارف العامة جميعها بمقدار 1% كما يبين الجدول رقم (4). بالإضافة إلى توحيد طرق احتساب الفوائد على أساس 365/365 يوماً، وتضاف الفوائد على الحساب كل ستة أشهر، فيما عدا الودائع لأجل حيث تحتسب فوائدها عند استحقاقها¹، وذلك بهدف تحريك الودائع والادخار باتجاه زيادة التوظيف المثمر وتمويل المشاريع الإنتاجية.

ويهدف تصحيح هيكل الفوائد ومنح المصارف العامة المرونة في تحديد أسعار الفائدة تمهيداً لدخول المصارف الخاصة سوق العمل المصرفي في سورية، تم العمل على تخفيض أسعار الفائدة الدائنة وتحديد الحدود الدنيا لها² مع منح إدارات المصارف هامشاً قدره (1%) في رفع أسعار الفائدة الدائنة كما يبين الجدول رقم (4).

واستكمالاً لتصحيح هيكل الفوائد وحفاظاً على التوازن بين مصالح صغار المدخرين وبين الأهداف الاستثمارية المتوخاة³، تم تعديل أسعار الفائدة الدائنة بتخفيضها بمقدار نصف نقطة

¹ قرار مجلس النقد والتسليف رقم (4) تاريخ 2003/05/28.

² قرار مجلس النقد والتسليف رقم (43) تاريخ 2004/01/05.

³ قرار مجلس النقد والتسليف رقم (119) تاريخ 2005/03/09.

مئوية على الحسابات الجارية، وتخفيضها على حساب التوفير للمبالغ التي تزيد عن مليون ليرة سورية نقطة مئوية، في حين تم رفع الفائدة على ودائع لأجل أكثر من سنة وشهادات الاستثمار وكذلك ودائع الأطفال لدى مصرف التوفير بمقدار نقطة مئوية واحدة.

جدول 4 معدلات الفائدة الدائنة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف

نوع الودائع	المعدل وفق قرار السيد وزير الاقتصاد رقم (7)	المعدل وفق القرار (4)	المعدل وفق القرار (43)	المعدل وفق القرار (119)
الحسابات الجارية	-	-	1-2%	0.5-1.5%*
ودائع لأجل لا تتجاوز سنة واحدة	7%	6%	5.5%	5.5%
ودائع لأجل أكثر من سنة	8%	7%	6%	7%
حسابات وودائع التوفير	8%	7%	5%	4-5%**
شهادات الاستثمار	9%	8%	6.5%	7.5%
ودائع الأطفال لدى مصرف التوفير***	10%	9%	6%	7%

المصدر: - قرار وزير الاقتصاد رقم 7/ تاريخ 1981/1/15.

- قرار مجلس النقد والتسليف رقم (4) تاريخ 2003/05/28.

- قرار مجلس النقد والتسليف رقم (43) تاريخ 2004/01/05.

- قرار مجلس النقد والتسليف رقم (119) تاريخ 2005/03/09.

ويوضح الشكل البياني رقم (4-2) تطور أسعار الفائدة حسب قرارات مجلس النقد

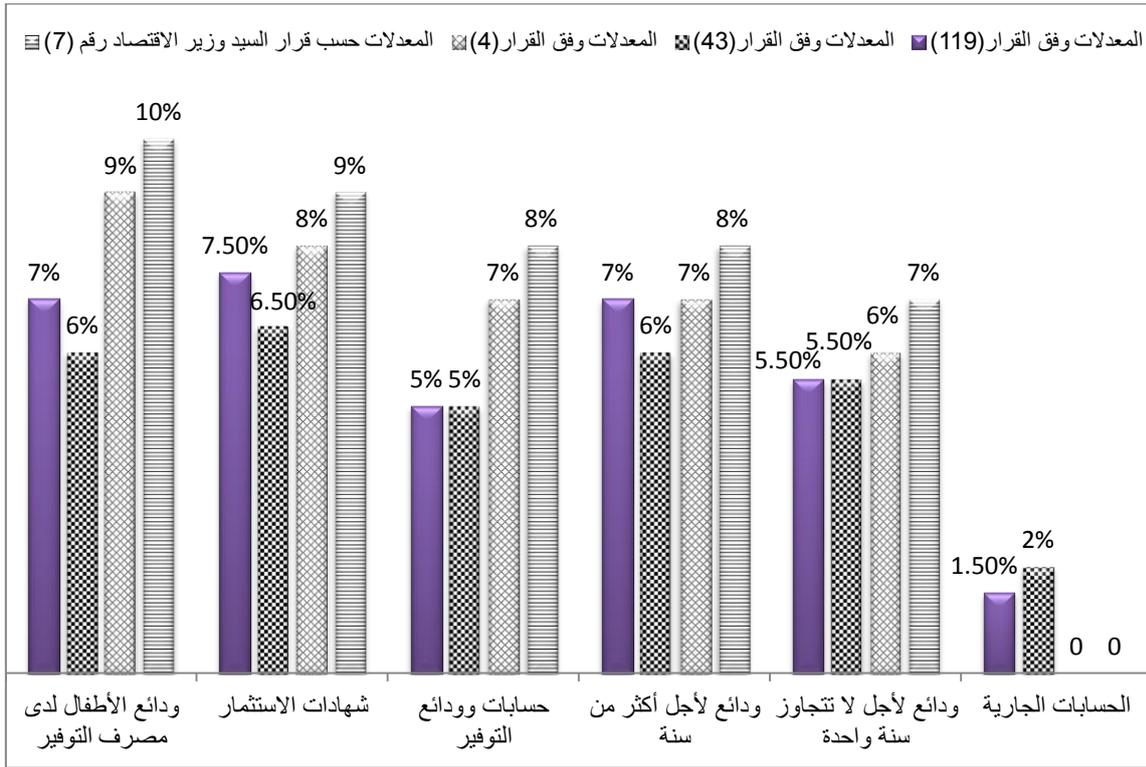
والتسليف سابقة الذكر.

*0.5% تخص حسابات القطاع العام.

**4% للرصيد الذي يزيد عن مليون ليرة سورية.

***الحد الأقصى: مائتا ألف ليرة سورية وفق القرار (43)، وثلاثمائة ألف ليرة سورية وفق القرار (119).

الشكل (2-4) تطور أسعار الفائدة الدائنة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف حتى عام 2005

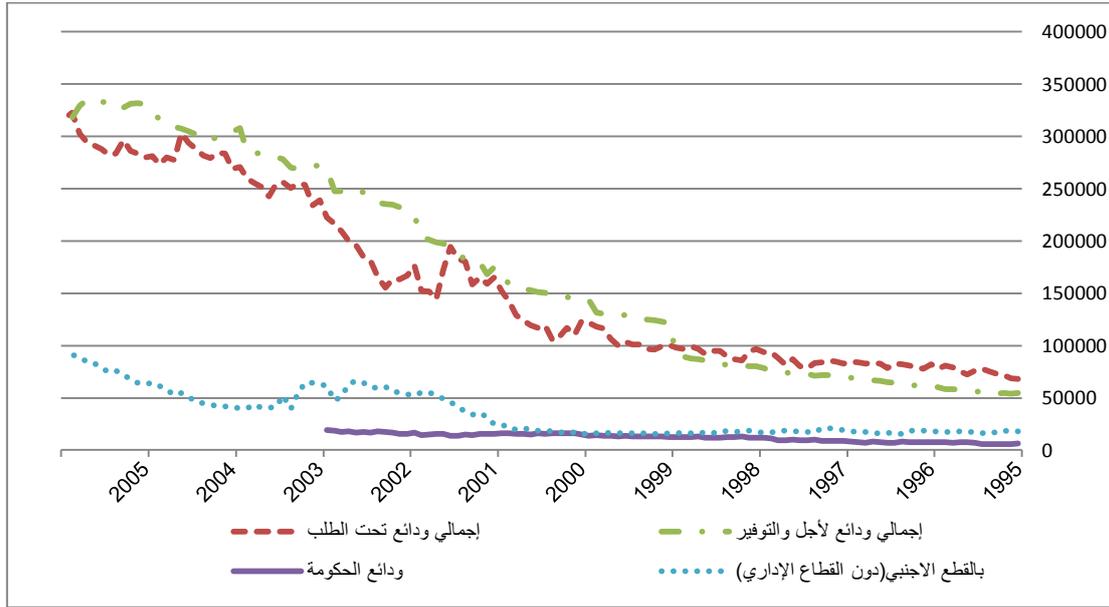


المصدر: قرارات مجلس النقد والتسليف المذكورة.

ب- أثر تطور أسعار الفائدة الدائنة على هيكل الودائع ونموها:

بالنسبة لنمو الودائع لدى المصارف العامة خلال الفترة الزمنية (1995-2005) حسب آجال هذه الودائع، يلاحظ التقارب بين حجم ودائع التوفير وودائع تحت الطلب، إلا أن حجم ودائع التوفير فاق حجم ودائع تحت الطلب منذ بداية عام 1999 كما يبين الرسم البياني رقم (3-4)، وبلغ متوسط نمو ودائع تحت الطلب وودائع بالقطع الأجنبي خلال الفترة المدروسة (16%) ومتوسط نمو ودائع لأجل والتوفير (15%)، ومتوسط نمو ودائع الحكومة (13%)، وتجدر الإشارة إلى أن حسابات الحكومة لا تعدّ ودائع منذ عام 2003 وفق القرار رقم (4) وهذا ما هو واضح بتوقف منحنى ودائع الحكومة في الشكل البياني المذكور.

الشكل (3-4) نمو الإيداعات لدى المصارف العامة خلال الفترة (1995-2005)
(بملايين الليرات السورية)



مصدر البيانات: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (1995-2005).

على اعتبار أن حساب تحت الطلب وحساب التوفير يصنفان من الحسابات الجارية، الأمر الذي يضعف من قدرة المصارف على استخدام هذه الإيداعات في عمليات التمويل والتسليف، استهدف مجلس النقد والتسليف¹ إعادة هيكلة الودائع باتجاه الودائع لأجل وذلك لرفع قدرة المصارف على تمويل الاستثمارات المحلية، ولدى مقارنة ودائع القطاع الخاص (ودائع تحت الطلب، ودائع لأجل، ودائع التوفير) يلاحظ تحرك هذه الودائع من حساب ودائع التوفير باتجاه ودائع لأجل عام 2005 بالمقارنة مع عامي 1995 و 2000، حيث كانت إيداعات القطاع الخاص تتركز في الحسابات الجارية بنسبة 81.2% لودائع التوفير، و 15.8% ودائع تحت الطلب من إجمالي إيداعات القطاع الخاص، بينما شكلت نسبة الودائع لأجل 3% من هذا الإجمالي في عام 2000، في حين أنه يلاحظ تغيير في نسبة ودائع لأجل عام 2005 التي

¹ قرار مجلس النقد والتسليف رقم (119) تاريخ 2005/03/09.

بلغت 11% من إجمالي إيداعات القطاع الخاص وانخفاض نسبة ودائع التوفير إلى 69.7%،
أنظر الجدول رقم (5).

جدول 5 توزيع إيداعات القطاع الخاص (المبالغ بملايين الليرات السورية)

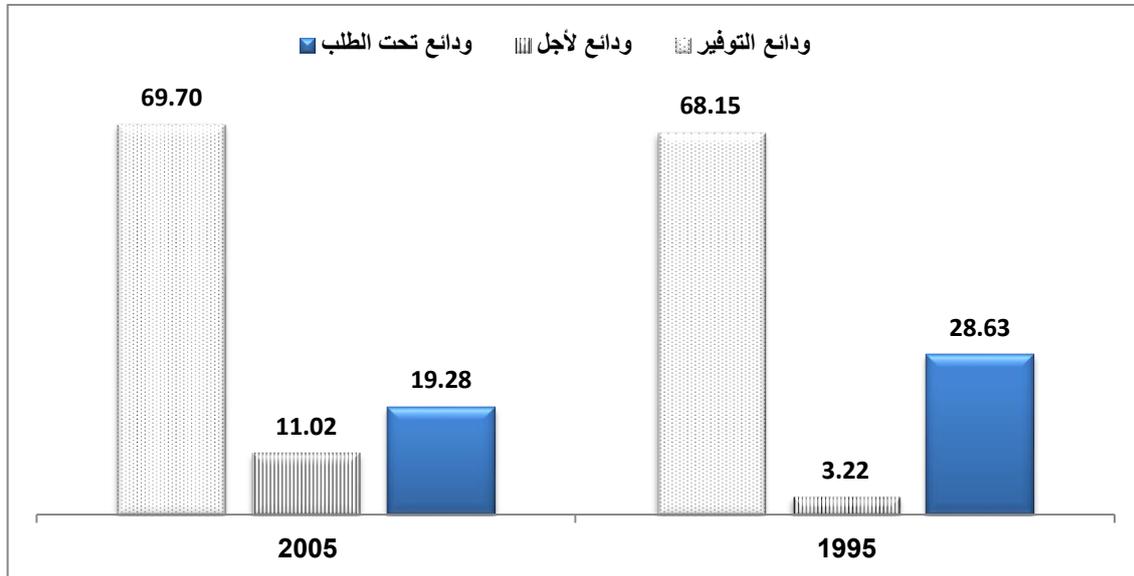
الإجمالي	ودائع التوفير	ودائع لأجل	ودائع تحت الطلب	العام
84606.9	57658.5	2727.1	24221.3	1995
100	68.15	3.22	28.63	النسبة
203496	165261	6028	32207	2000
100	81.21	2.96	15.83	النسبة
389550	271529	42929	75092	2005
100	69.70	11.02	19.28	النسبة

المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام 1995، 2000، 2005.

ويوضح الشكل رقم (4-4) توزيع إيداعات القطاع الخاص في عام 1995 وعام 2005

حسب الأهمية النسبية لأنواع هذه الإيداعات.

الشكل (4-4) نسب توزيع إيداعات القطاع الخاص في عامي 1995 و 2005
(مقارنة بداية الفترة مع نهايتها)



مصدر البيانات: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي لعامي (1995، 2005).

1-2- أسعار الفائدة المدينة:

تم تعديل أسعار الفائدة المدينة إلى جانب تعديل أسعار الفائدة الدائنة بهدف خفض تكلفة الائتمان وتحفيز عملية الاستثمار، ورفع كفاءة إدارة السيولة لدى المصارف العامة، مع مراعاة الأهداف التنموية لبعض المصارف.

أ- تطور أسعار الفائدة المدينة:

انطلاقاً من الأهمية التي يوليها مجلس النقد والتسليف لعملية التسليف المصرفي تم تخفيض معدلات الفائدة المدينة لدى جميع المصارف العامة بمقدار 1.5% فيما عدا المصرف الزراعي التعاوني حيث بقيت كما هي (4-7.5%) كما هو مبين في الجدول رقم (6). بالإضافة إلى توحيد العمولات على القروض التي تتقاضاها المصارف تحت تسمية واحدة هي عمولة "الارتباط" وبمعدل 1% من قيمة القرض، وتخفيض هذه العمولة إلى النصف (0.5%) في حال تم سحب القرض دفعة واحدة، وإلغاء عمولات التنفيذ والمتابعة وسائر العمولات الأخرى¹. ثم تبع ذلك تخفيض أسعار الفائدة المدينة²، وتحديد الحدود العليا لأسعار الفائدة المدينة، مع جواز تخفيضها من قبل مجالس إدارات المصارف بمقدار 1% عن الحدود المبينة في الجدول رقم (6).

جدول 6 أسعار الفائدة المدينة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف

نوع التسليف	المعدل وفق قرار السيد وزير الاقتصاد رقم (7)*	المعدل وفق القرار (4)	المعدل وفق القرار (43)	المعدل وفق القرار (119)
عمليات الحسم	9-7%	7.5-5.5%	7.5-6.5%	7.5-6.5%
قروض قصيرة الأجل	10-7%	8.5-5.5%	7.5-6%	7.5-6%
قروض متوسطة وطويلة الأجل	11-7.5%	9.5-5%	8.5-6.5%	8.5-6.5%

المصدر: قرارات مجلس النقد والتسليف المذكورة أعلاه.

¹ بموجب القرار رقم (4) تاريخ 2003/05/28 الصادر عن مجلس النقد والتسليف.

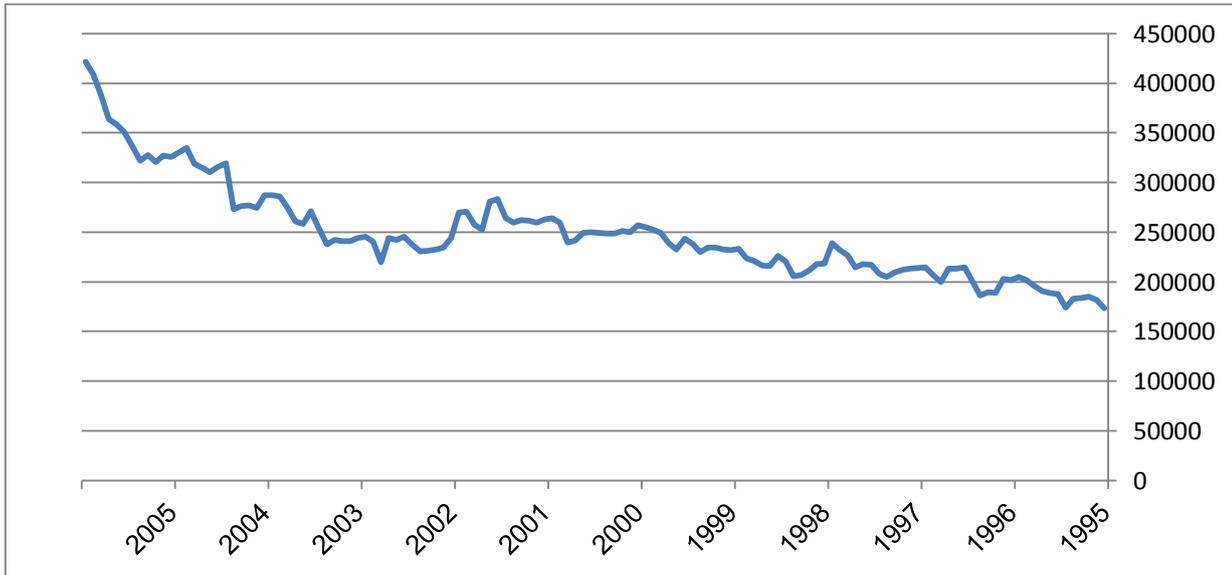
² قرار مجلس النقد والتسليف رقم (43) الصادر بتاريخ 2004/01/05.

* استمر العمل بهذه الأسعار منذ بداية الثمانينات وحتى صدور قرار مجلس النقد والتسليف رقم (4) تاريخ 2003/5/28.

ب- أثر تطور أسعار الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية:

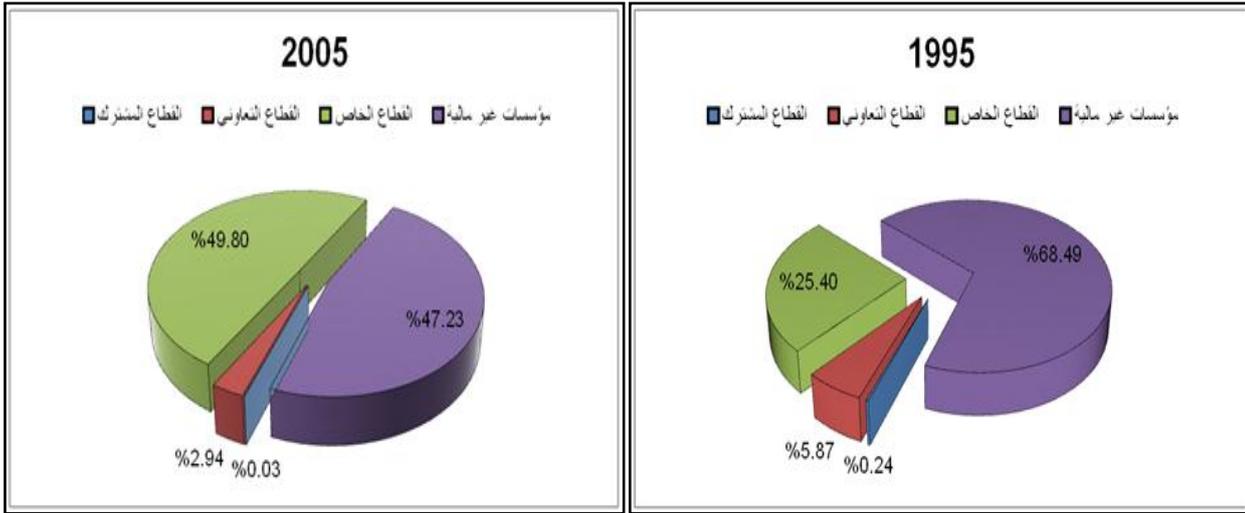
يلاحظ من الشكل البياني رقم (4-5) أثر تعديلات أسعار الفائدة المدينة على نمو التسهيلات الائتمانية المقدمة من المصارف العامة خلال الفترة (1995-2005)، حيث كان معدل النمو منخفضاً (0.54%) حتى عام 2004 ليرتفع معدل النمو هذا في السنتين الأخيرتين بمعدل أعلى من السنين السابقة حيث بلغ (16.9%). وبالنظر إلى تفاصيل التسهيلات المقدمة حسب القطاعات المقترضة، يظهر أن معظم هذه التسهيلات مقدمة إلى المؤسسات العامة غير المالية بنسبة 69% يليها القطاع الخاص بنسبة 25% وللقطاع التعاوني 6% وأما القطاع المشترك فقد قارب في اقتراضه المستوى الصفري وذلك في عام 1995، في حين أن هذه النسب في عام 2005 كانت على الترتيب 47%، 50%، 3%، 0.03%، وهذا يعني تزايد حجم الإقراض الممنوح للقطاع الخاص مع نهاية الفترة (1995-2005) مقابل انخفاض الإقراض إلى المؤسسات العامة غير المالية كما هو موضح في الشكل البياني رقم (4-6).

الشكل (4-5) تطور إجمالي التسهيلات الائتمانية خلال الفترة (1995-2005)
(المبالغ بملايين الليرات السورية)



المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (1995-2005).

الشكل (4-6) توزيع التسهيلات الائتمانية في عامي 1995 و 2005 (مقارنة بداية الفترة مع نهايتها)



مصدر البيانات النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي لعامي 1995 و 2005.

2. المرحلة الثانية بعد دخول المصارف الخاصة العمل في الاقتصاد السوري:

وتشمل تعديلات أسعار الفائدة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف خلال فترة دخول المصارف الخاصة العمل المصرفي إلى جانب المصارف العامة في الاقتصاد السوري. تزامنت هذه الفترة مع حدوث أزمة سعر الصرف عام 2005 الأمر الذي استدعى تحريك أسعار الفائدة من أجل دعم الطلب على الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية، وذلك بجعل سعر الفائدة على الودائع بالليرة السورية أعلى على اعتباره أحد أهم محددات الطلب عليها، إضافة إلى استمرار العمل بمنح المرونة للمصارف العامة لمنافسة المصارف الخاصة، وإعادة هيكلة الودائع باتجاه ودائع طويلة الأجل بهدف زيادة القدرة الائتمانية للقطاع المصرفي.

2-1- أسعار الفائدة الدائنة:

أ- تطور أسعار الفائدة الدائنة:

وفي ظل هذا التوجه أصدر مجلس النقد والتسليف عدة قرارات في هذه المرحلة¹، حدد فيها بدايةً أسعار الفائدة الدائنة على الحسابات كما هو مبين في الجدول رقم (7) مع منح مجالس إدارات المصارف هامش حرية في تخفيض أسعار الفائدة أو رفعها بمقدار (0.5%). واستكمل المجلس تصحيح هيكل هذه الفوائد وجعلها أكثر انسجاماً مع متطلبات الاقتصاد الوطني وتطور السوق النقدية، ويهدف إعطاء المصارف المحلية هامشاً أكبر من الحرية في تحديد أسعار الفائدة وإتاحة فرص المنافسة بينها، حدد أسعار الفائدة الدائنة التي تُدفع على الحسابات الجارية بـ 1% مع هامش $\pm 1\%$ سنوياً، كما حدد أسعار الفائدة الدائنة على الودائع لأجل بين 7-9% سنوياً حسب الآجال مع هامش حركة $\pm 2\%$ حول هذه المعدلات، شريطة ألا يقل الفارق بين أدنى معدل يدفعه المصرف على هذه الودائع وأعلى معدل عن 3%، بينما حدد أسعار الفائدة الدائنة على ودائع التوفير بـ 6% مع هامش حركة $\pm 2\%$ ، وأسعار الفائدة على شهادات الاستثمار بـ 7% سنوياً². وبالتالي كان الهدف من ذلك هيكله الودائع لأجل عبر منح المصارف المرونة في تحديد أسعار الفائدة على ودائعها، الأمر الذي يتيح للمودعين هامشاً أكبر للتفضيل بين آجال الودائع، ويعزز القدرة الائتمانية للمصارف وزيادة فرص تمويل الاستثمار المحلي وكذلك الأجنبي لما تحققة أسعار الفائدة من حافز لجذب للأموال الأجنبية.

¹ منها القرار الصادر عن مجلس النقد والتسليف رقم (160) تاريخ 2005/09/18، والقرار (172) تاريخ 2005/11/14، والقرار (174) تاريخ 2005/12/03.

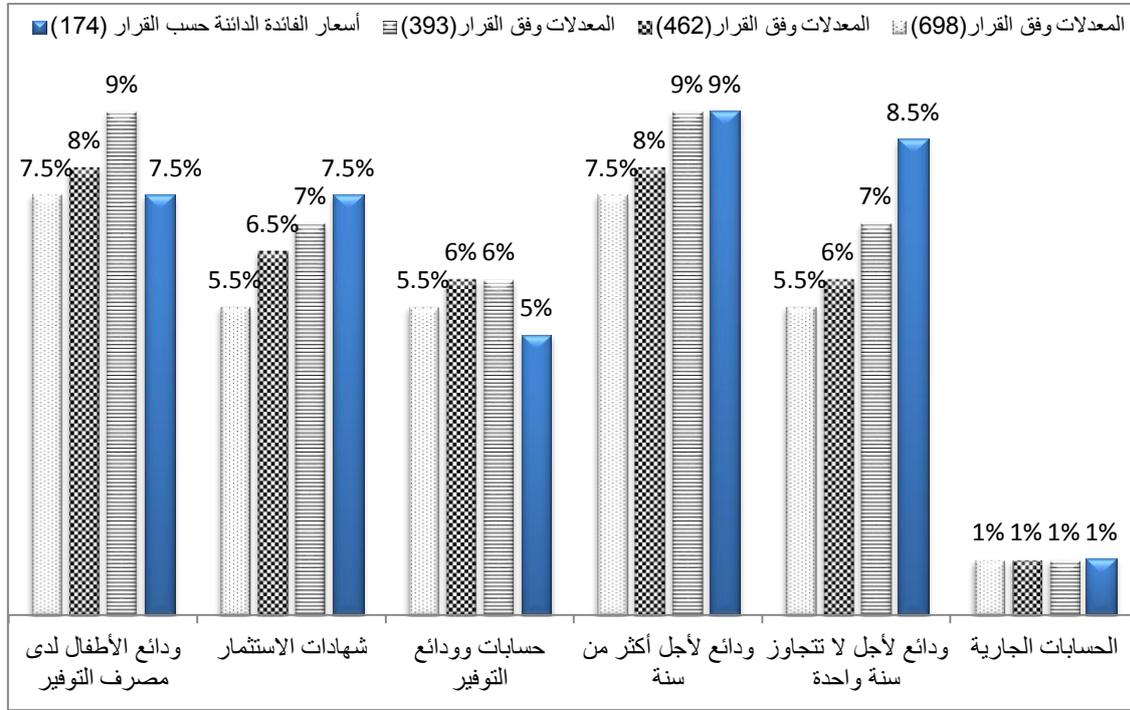
² القرار الصادر عن مجلس النقد والتسليف رقم (393) تاريخ 2008/05/05.

جدول 7 يبين تعديل أسعار الفائدة الدائنة في المصارف العامة والخاصة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف

نوع الودائع	القرار 174	القرار 393	القرار 462	القرار 698
الحسابات الجارية	1-0.5%	1%	1%	1%
ودائع لأجل لا تتجاوز سنة واحدة	7.5-8.5%	7%	6%	5.5%
ودائع لأجل أكثر من سنة	9%	9%	8%	7.5%
حسابات وودائع التوفير	3-5%	6%	6%	5.5%
شهادات الاستثمار	7.5%	7%	6.5%	5.5%
ودائع الأطفال لدى مصرف التوفير*	7.5%	9%	8%	7.5%

المصدر: قرارات مجلس النقد والتسليف رقم (174 تاريخ 2005/12/03) و(393 تاريخ 2008/05/05) و(462 تاريخ 2009/01/31) و(698 تاريخ 2010/08/24).

الشكل (7-4) تطور أسعار الفائدة الدائنة** وفق قرارات مجلس النقد والتسليف خلال الفترة 2011-2005



المصدر: قرارات مجلس النقد والتسليف المذكورة أرقامها في الشكل.

وقد تم استكمال هذه الخطوة الهامة بخفض أسعار الفائدة على الودائع لأجل بمقدار نصف نقطة مئوية لتصبح بين (5.5-7.5%) سنوياً مع الحفاظ على هامش حركة $\pm 2\%$ ، وتخفيض أسعار الفائدة الدائنة على وودائع التوفير بمقدار نصف نقطة لتصبح 5.5% سنوياً مع

* الحد الأقصى خمسمائة ألف ليرة سورية.

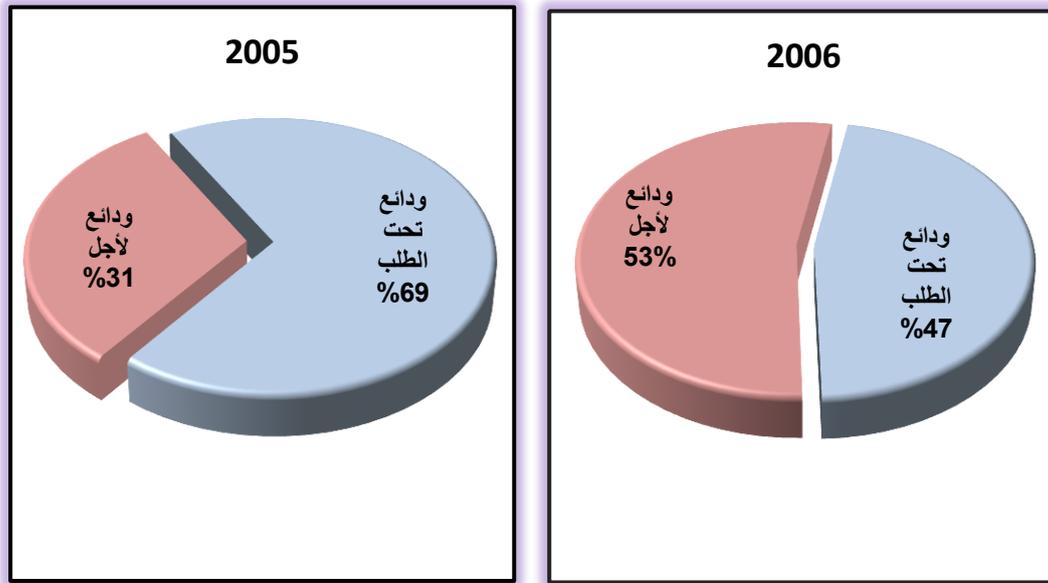
** هناك هامش حركة ($\pm 2\%$) لودائع لأجل وهامش ($\pm 1\%$) للحسابات الجارية وفق القرار (393) سابق الذكر.

إعطاء هامش حركة $\pm 2\%$ ، وكذلك خُفّضت أسعار الفائدة على شهادات الاستثمار إلى (5.5%) سنوياً¹.

ب- أثر تطور أسعار الفائدة الدائنة على هيكل الودائع ونموها:

يبين الشكل رقم (4-8) توزيع ودائع القطاع الخاص بين ودائع تحت الطلب وودائع لأجل في عام 2006، حيث ارتفعت نسبة ودائع لأجل لتصل إلى 53% من إجمالي ودائع تحت الطلب وودائع لأجل، في حين أنها في عام 2005 بلغت 31% مقابل 69% لودائع تحت الطلب.

الشكل (4-8) نسبة ودائع القطاع الخاص لدى المصارف المحلية عام 2005-2006

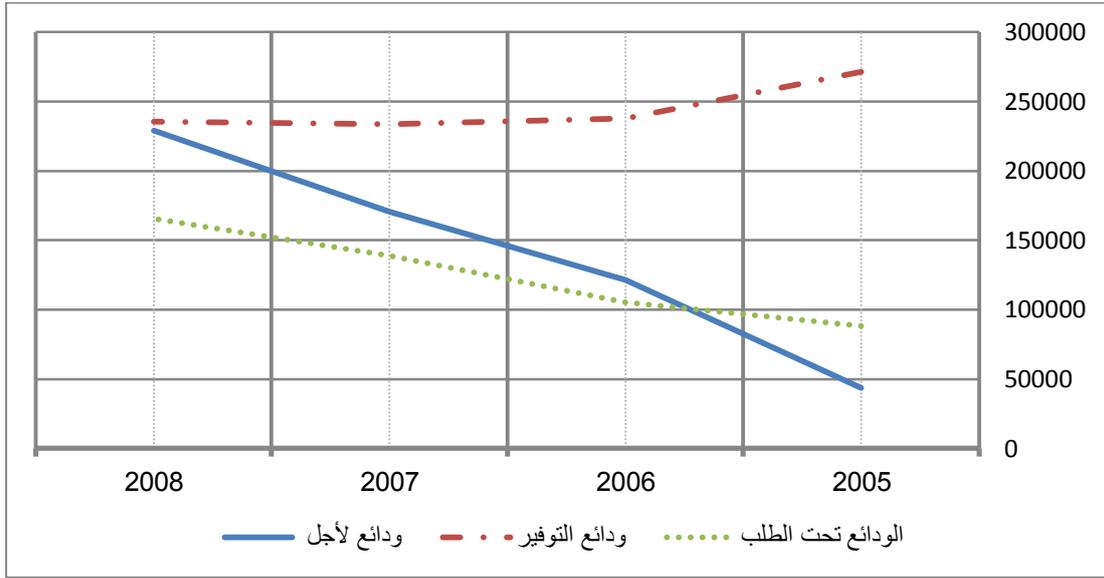


مصدر البيانات النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي لعامي 2005 و2006.

وعند مقارنة تطور ودائع القطاع الخاص لدى المصارف العاملة خلال الفترة (2005-2008)، يمكن ملاحظة نمو الودائع لأجل بمعدل أكبر من نمو ودائع تحت الطلب مقابل استقرار نسبي لتطور ودائع التوفير كما هو موضح في الشكل البياني رقم (4-9).

¹ القرار رقم (698) الصادر عن مجلس النقد والتسليف بتاريخ 2010/08/24.

الشكل (9-4) تطور ودائع القطاع الخاص لدى المصارف المحلية خلال الفترة (2005-2008) (المبالغ بملايين الليرات السورية)

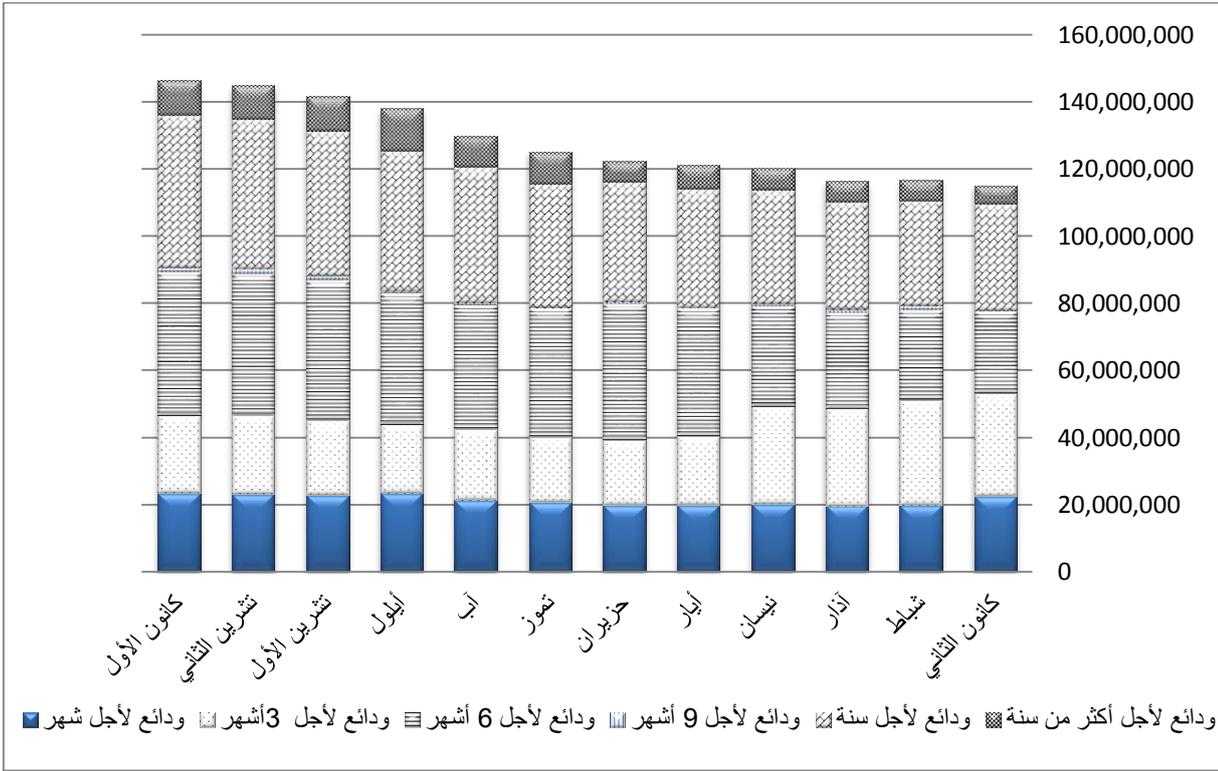


المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام 2005-2008.

إن امتلاك المصارف لهامش الحركة في تحديد أسعار الفائدة الدائنة على ودائعها يمنح المرونة للجهاز المصرفي، ويزيد من القدرة التنافسية بين المصارف العاملة في الاقتصاد الوطني، كما يعمل على فسح المجال للمودعين حسب التفضيل الزمني لإيداعاتهم. فعند النظر إلى تطور الودائع في عام 2008، يلاحظ زيادة نمو الودائع متوسطة وطويلة الأجل خلال النصف الثاني من العام¹، حيث انخفض حجم الودائع لأجل ثلاثة أشهر، بينما ازداد حجم كل من ودائع لستة أشهر وودائع لسنة وودائع لأكثر من سنة لدى المصارف العامة بصورة ملحوظة بالمقارنة مع النصف الأول من العام نفسه، في حين ازداد حجم الودائع لثلاثة أشهر وستة أشهر لدى المصارف الخاصة للفترة الزمنية نفسها، مع ملاحظة استقرار حجم ودائع لأجل شهر واحد لدى المصارف العامة والخاصة على حدٍ سواء. انظر الشكل رقم (4-10) والشكل رقم (4-11).

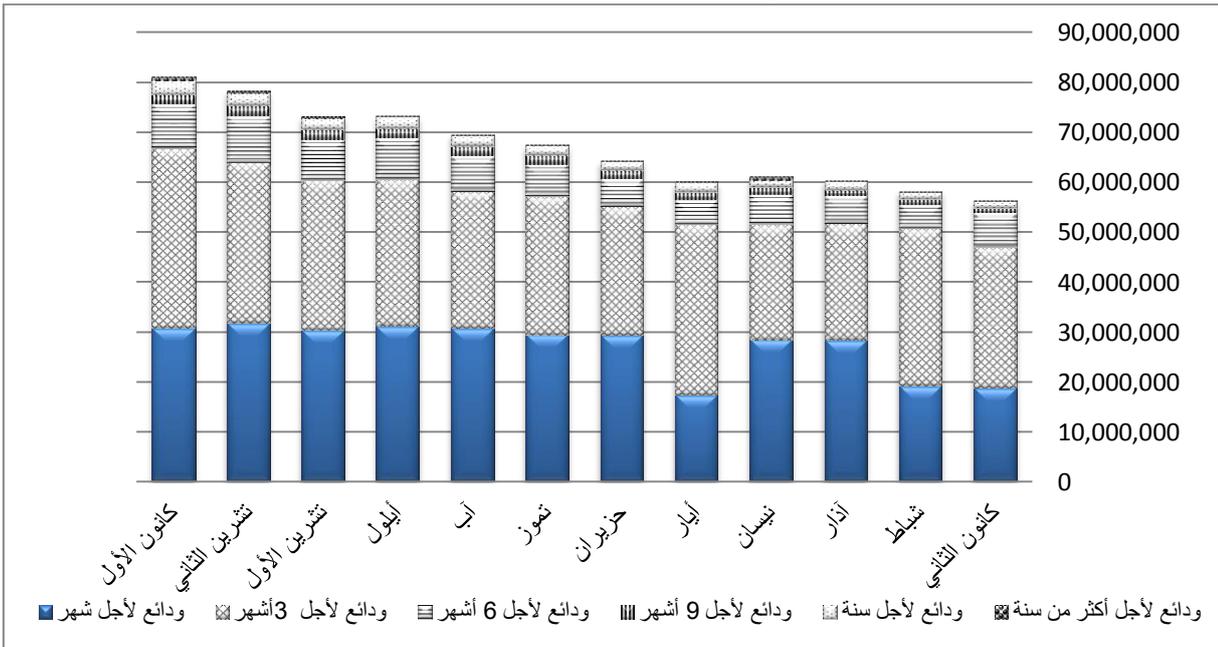
¹ أي بعد صدور القرار رقم (393) الذي منح إدارات المصارف هامش حركة (±2%) لودائع لأجل وهامش (±1%) للحسابات الجارية.

الشكل (4-10) تطور الإيداعات حسب الآجال لدى المصارف العامة في عام 2008
(المبالغ بملايين الليرات السورية)



مصدر البيانات مصرف سورية المركزي لعام 2008.

الشكل (4-11) تطور الإيداعات حسب الآجال لدى المصارف الخاصة في عام 2008
(المبالغ بملايين الليرات السورية)



مصدر البيانات مصرف سورية المركزي لعام 2008.

يلاحظ من خلال قراءة التطور الحاصل في الإيداعات لدى المصارف المحلية زيادة نمو إجمالي الودائع (الجدولين 8 و9)، كما يظهر التغير في هيكل الودائع لصالح ودائع لأجل وبالتحديد الودائع متوسطة وطويلة الأجل، وهذا ما يحقق أهداف السياسة النقدية في تلك الفترة، وبصورة خاصة زيادة القدرة الائتمانية للجهاز المصرفي ودفع عملية الاستثمار، ومن حيث أن إدارات المصارف تولي أهمية كبيرة في إدارة موجودات المصرف ومطالبه الأكثر حساسية لسعر الفائدة، ويتضمن ذلك محفظة كل من القروض والاستثمارات، على جانب الموجودات، ومحفظة كل من الودائع الحساسة لسعر الفائدة، والاقتراض في السوق النقدي، على جانب المطلوبات، حتى يمكن عزل أرباح المصرف عن الحركة المعاكسة لسعر الفائدة، فإن على إدارته أن تكون قادرة على تثبيت هامش الفائدة الصافي¹. وفي هذا السياق خفض مجلس النقد والتسليف² أسعار الفائدة الدائنة على ودائع لأجل نقطة واحدة لتصبح ضمن المجال (6-8%) سنوياً مع هامش حركة $\pm 2\%$ ، وذلك بهدف دعم قدرة المصارف على الإقراض الاستثماري التتموي وتمكين الاقتصاد الوطني من مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية. وعلى اعتبار أن الودائع لأجل هي مصدر التمويل الرئيس في المصارف، فإن تخفيض أسعار الفائدة الدائنة يسهم في تخفيض أسعار الفائدة المدينة، أي انخفاض تكلفة التمويل للمستثمرين، الأمر الذي يشجع بدوره عملية الاستثمار ويدعم الصناعة المحلية، وهذا يخفف من الاعتماد على المستوردات وبالتالي الحد من انتقال الآثار التضخمية الناتجة عن الأزمة المالية العالمية.

¹ الشماع، خليل، أساسيات العمليات المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، ص134.

² القرار الصادر عن مجلس النقد والتسليف رقم (462) تاريخ 2009/01/31.

جدول 8 توزيع ودائع الأجل لدى المصارف العامة عام 2008
(المبالغ بملايين الليرات السورية)

توزيع ودائع لأجل لدى المصارف العامة عام 2008						الشهر
أكثر من سنة	ودائع سنة	ودائع 9 أشهر	ودائع 6 أشهر	ودائع 3 أشهر	ودائع شهر	
5,538,181	31,558,930	201,864	24,537,601	30,702,295	22,641,426	كانون الثاني
6,198,328	31,417,589	1,116,885	27,023,377	31,047,293	20,065,347	شباط
6,110,633	32,245,510	611,898	28,806,181	28,925,436	19,772,136	آذار
6,438,613	33,732,621	664,777	29,991,548	29,013,980	20,362,173	نيسان
7,175,080	35,104,942	252,151	38,215,904	20,417,311	20,089,735	أيار
6,270,998	35,740,657	444,101	40,579,781	19,442,697	20,006,983	حزيران
9,626,886	36,605,940	216,716	38,438,040	19,502,192	20,840,884	تموز
9,147,718	40,267,118	485,686	37,326,926	20,832,005	21,594,135	أب
12,644,667	41,897,300	296,318	39,059,938	20,808,868	23,397,242	أيلول
10,091,609	43,129,929	1,246,222	41,833,108	22,433,278	22,882,611	تشرين الأول
10,122,917	44,593,931	1,279,078	42,298,014	23,447,687	23,270,116	تشرين الثاني
10,154,310	45,441,246	1,311,269	42,574,755	23,502,258	23,405,833	كانون الأول

مصدر البيانات مصرف سورية المركزي لعام 2008.

جدول 9 توزيع ودائع الأجل لدى المصارف الخاصة عام 2008
(المبالغ بملايين الليرات السورية)

توزيع ودائع لأجل لدى المصارف الخاصة عام 2008						الشهر
أكثر من سنة	ودائع سنة	ودائع 9 أشهر	ودائع 6 أشهر	ودائع 3 أشهر	ودائع شهر	
95,167	1,457,832	920,255	6,976,227	28,144,633	18,848,028	كانون الثاني
160,058	1,447,566	918,627	4,899,547	31,530,235	19,251,288	شباط
69,258	1,798,303	972,726	5,606,750	23,359,945	28,475,660	آذار
610,829	1,619,574	1,230,091	5,960,850	23,181,960	28,568,996	نيسان
35,810	1,885,850	1,508,127	4,903,048	34,261,566	17,406,363	أيار
44,062	1,693,797	1,729,859	5,521,989	25,830,888	29,398,446	حزيران
177,600	1,812,606	1,806,860	6,579,994	27,651,410	29,517,090	تموز
46,726	2,065,679	1,995,652	7,094,268	27,440,446	30,820,503	أب
61,045	2,404,640	1,846,668	8,195,629	29,486,736	31,211,865	أيلول
428,096	2,159,363	1,925,567	8,219,824	29,989,101	30,494,741	تشرين الأول
404,141	2,524,091	1,930,938	9,340,881	32,272,374	31,818,576	تشرين الثاني
638,293	2,934,606	1,676,975	8,946,533	36,041,051	30,902,823	كانون الأول

مصدر البيانات مصرف سورية المركزي لعام 2008.

2-2- أسعار الفائدة المدينة:

أ- تطور أسعار الفائدة المدينة:

عمل مجلس النقد والتسليف على تحديد معدلات الفائدة المدينة التي تتقاضاها المصارف

العامة على قروضها وسلفها كما هو مبين في الجدول رقم (10) مع منحها هامش حرية برفع

هذه المعدلات بمقدار لا يتجاوز 1%، أما في حال تجاوزت مدة القرض خمس سنوات فيمكن

لهذه المصارف رفع معدلات الفائدة على هذه القروض بمقدار لا يتجاوز 1.5%، كما اعتبر المجلس هذه المعدلات وهامش الحرية تأشيرية غير ملزمة تسترشد بها المصارف الخاصة عند تحديدها لمعدلات الفائدة المدينة المطبقة لديها¹.

جدول 10 يبين معدلات الفائدة المدينة للمصارف العامة** المحددة وفق القرار 174 لعام 2005

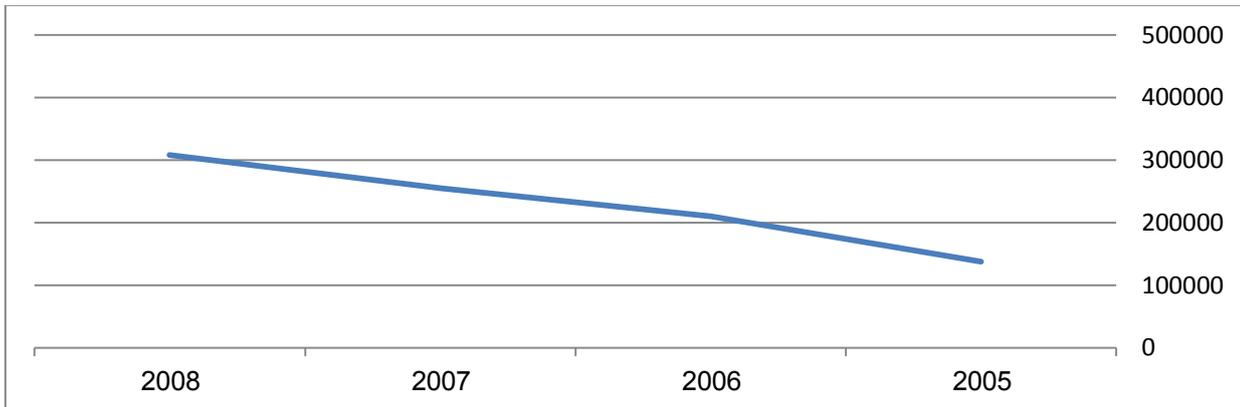
القرار 174	نوع التسليف
7-8%	عمليات الحسم
7-8.5%	قروض قصيرة ومتوسطة الأجل
7-9%	قروض طويلة الأجل
7-8%	القروض العقارية

المصدر: قرار مجلس النقد والتسليف رقم 174 تاريخ 2005/12/03.

ب- أثر تطور أسعار الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية:

على الرغم من هذه المرحلة لم تتضمن تعديلات كثيرة على أسعار الفائدة المدينة، إلا أنه يلاحظ نمو في حجم التسهيلات الائتمانية المقدمة إلى القطاع الخاص بمعدل (24%) خلال الفترة (2005-2008)، ويبين الشكل رقم (4-12) تطور التسليف الممنوح للقطاع الخاص.

الشكل (4-12) تطور التسليف الممنوح للقطاع الخاص خلال الفترة (2005-2008)
(المبالغ بملايين الليرات السورية)



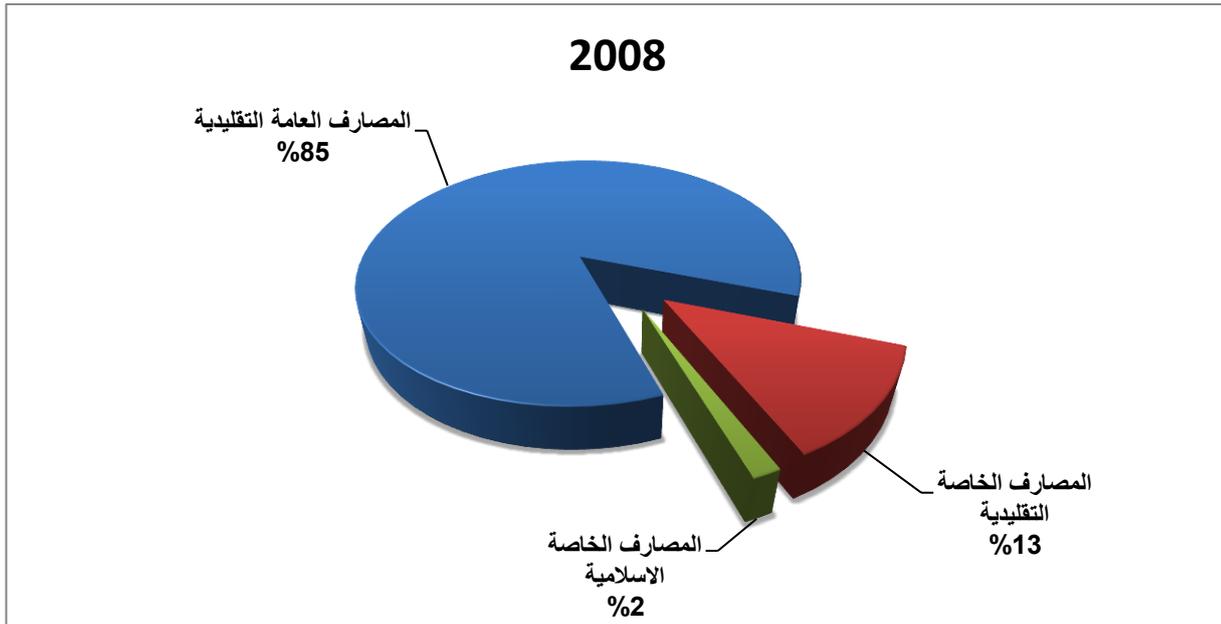
المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (2005-2008).

¹ القرار (174) تاريخ 2005/12/03 الصادر عن مجلس النقد والتسليف.

** عدا المصرف الزراعي التعاوني.

كما يلاحظ انخفاض نسبة التسليف الممنوح من قبل المصارف الخاصة التقليدية والإسلامية مقارنة بالمصارف العامة، حيث بلغت نسبه على الترتيب: 13%، 2%، 85% نهاية عام 2008 كما يبين الشكل رقم (4-13). وقد يكون سبب انخفاض حجم التسليف هو ارتفاع أسعار الفائدة، فالتأكيد على أسعار الفائدة المرتفعة يستند إلى افتراض ضمني مفاده أن الطلب على الائتمان غير مرن نسبياً بالنسبة لسعر الفائدة وذلك سواء بسبب أنظمة المصارف غير المرنة لجهة التوسع في منح الائتمان أو لجهة الطلب المرتفع على الائتمان المصرفي بسبب قصور التمويل في سورية. فعندما تحدد السوق أسعار الفائدة فإن مستوى هذه الأسعار سوف يرتفع عندما يقيد المصرف المركزي السياسة النقدية¹.

الشكل (4-13) نسب توزع التسليف حسب المصارف عام 2008



المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي لعام 2008.

¹ حساني، مرجع سابق، ص 197.

المبحث الثاني: أثر تحرير أسعار الفائدة على الودائع والائتمان وعوائد المصارف.

سيتم في هذا المبحث دراسة تطور أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في سورية وأثر هذا التطور على كل من الودائع والائتمان وعوائد المصارف وشهادات الاستثمار.

أولاً- المنهجية والبيانات:

ارتركزت الدراسة إلى بيانات الفترة الزمنية الممتدة من عام 2008 وحتى أيار عام 2011 وفق المشاهدات الشهرية، حيث أستخدم إضافةً للتحليل الوصفي تحليل الانحدار الخطي البسيط في دراسة هذه العلاقة، على اعتبار أن النموذج الدالي الصريح الذي يعبر عن العلاقة السببية بين المتغير التابع والمتغير المستقل هو النموذج الخطي (linear model) والصيغة الرياضية تدعى بالانحدار الخطي البسيط¹ (simple linear regression)، وتأخذ العلاقة الصيغة الآتية²:

$$y = a + \beta x + u_i$$

حيث إن:

y : المتغير التابع والذي يمثل حجم الإيداع (D)، أو حجم الإقراض (L)، أو عوائد المصارف (I).

x : المتغير المستقل ويمثل سعر الفائدة (r).

a : يمثل الحد الثابت.

¹ الفتلاوي، كامل علاوي كاظم، القياس الاقتصادي النظرية والتحليل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص37.

² النعيمي، قاسم، وملهم ديبو، الاقتصاد القياسي، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص132.

β : يمثل معامل دالة الانحدار¹.

u_i : يمثل الخطأ العشوائي (الحد العشوائي).

وبفرض أن:

- H_0 **فرضية العدم**: هي عدم وجود علاقة قوية بين المتغيرين المستقل والتابع.
- H_1 **الفرضية البديلة**: هي وجود علاقة قوية بين المتغيرين السابقين أي أن التغير في المتغير المستقل يؤدي إلى تغيرات في المتغير التابع.

سيتم مناقشة هذه الفرضية على العلاقة بين سعر الفائدة وأنواع الحسابات (الإيداعات والقروض) حسب آجالها، وشهادات الاستثمار الصادرة عن مصرف التسليف الشعبي، كما سيتم إجراء الاختبارات الإحصائية التالية للتحقق من الفرضيتين السابقتين من خلال استخدام برنامج E-views الإحصائي:

- اختبار (F-statistic): تشير قيمته الاحتمالية إلى معنوية العلاقة عند احتمال ثقة 95% أي مستوى الدلالة المحسوب لقيمة (F) ومستوى دلالة 5%، وبناءً عليه يمكن قبول إحدى فرضيتي اختبار العلاقة.
- معامل التحديد (R²): يبين مقدار ما يفسره المتغير المستقل من التغيرات في المتغير التابع، وتقع قيمه ضمن المجال [0,1]، وكلما اقتربت القيمة من (1) كان تفسير المتغير المستقل للمتغير التابع أكبر.
- معامل الارتباط: يشير إلى شدة العلاقة بين المتغيرين المدروسين، وتقع قيمه ضمن المجال [-1,+1]، كلما اقتربت القيمة المطلقة من الواحد كان الارتباط كبيراً، وتشير القيمة الموجبة إلى أن العلاقة طردية بين المتغيرين، في حين تشير القيمة السالبة إلى أن هذه العلاقة عكسية.

¹ ويمثل المشتق الأول للمتغير التابع بالنسبة للمتغير المستقل ويوضح مقدار التغير في المتغير التابع استجابةً لتغير المتغير المستقل بوحدة واحدة.

في البداية تم إجراء اختبار جذر الوحدة على السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة حسب اختباري (Augmented Dickey-fuller) و (Phillips-Perron) لمعرفة مدى استقرار العينة، وكانت النتائج كالتالي:

- جميع آجال متغير الودائع لدى القطاع المصرفي الخاص مستقرة عبر الزمن.
- جميع آجال متغير سعر الفائدة لدى القطاع المصرفي الخاص مستقرة عبر الزمن.
- جميع آجال متغير الودائع لدى القطاع المصرفي العام مستقرة عبر الزمن.
- جميع آجال متغير سعر الفائدة لدى القطاع المصرفي العام مستقرة عبر الزمن باستثناء أسعار الفائدة على ودائع الأطفال حيث تبين أن لهذه السلسلة جذر وحدة، وبناءً عليه تم إجراء الفرق الأول باختبار جذر الوحدة وتبين أنها مستقرة عند الفرق الأول.

ثانياً- بناء النموذج القياسي لسعر الفائدة الدائنة وبيان أثره على الودائع:

تم بناء النموذج القياسي للعلاقة بين سعر الفائدة كمتغير مفسر ونمو حجم الودائع كمتغير تابع بالصيغة الآتية:

$$D = a + \beta r + u_i$$

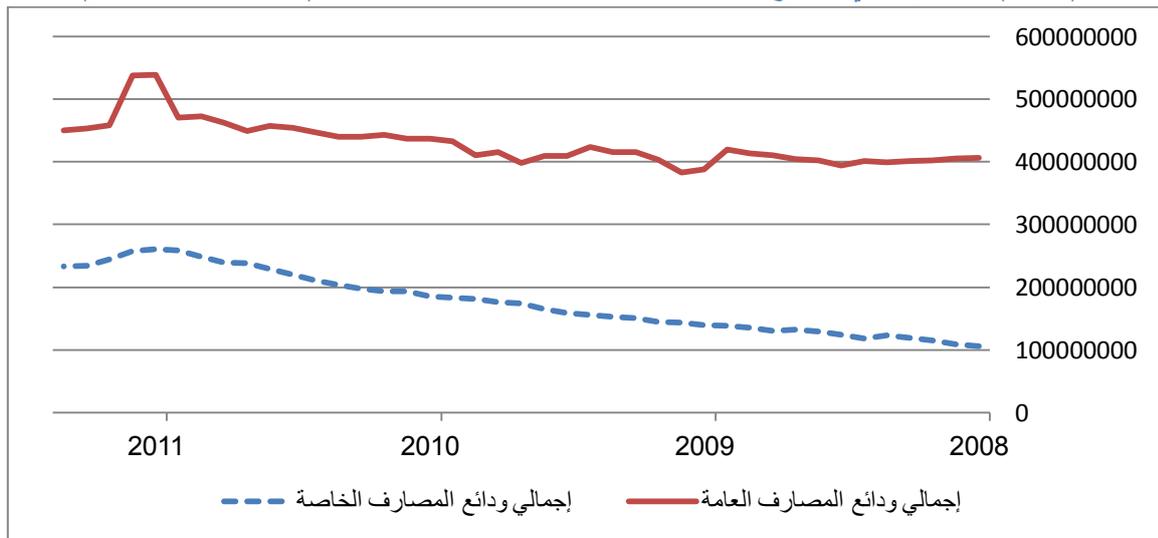
حيث أن D : يمثل متغير نمو الودائع حسب نوعها، و r : يمثل متغير سعر الفائدة

المقابلة لها، a : الحد الثابت، β : معامل الانحدار لمتغير سعر الفائدة، u_i : الحد العشوائي.

1. تطور إجمالي الودائع في القطاع المصرفي خلال الفترة (2008/01/01 - 2011/05/31):

أعطت قرارات مجلس النقد والتسليف الصادرة منذ عام 2004 بعض المرونة للقطاع المصرفي في تحديد أسعار الفائدة الدائنة، وعلى الرغم من تحديد المجلس لأسعار الفائدة الدائنة للمصارف العامة وإعطائها هامش مرونة في تحديد أسعار فائدها الدائنة، واعتبار أسعار الفائدة المحددة والواردة في قراراته أسعاراً تأشيرية تسترشد بها إدارات المصارف الخاصة كما سبقت الإشارة لهذه القرارات، فقد بقيت أسعار الفائدة لدى المصارف العاملة مستقرة ضمن حدود معينة. وبالمقابل كان هناك تطور ملحوظ في حجم الودائع لدى القطاع المصرفي بشقيه العام والخاص، فبلغ متوسط معدل نمو إجمالي الودائع 17.5% خلال الفترة المدروسة، وكان متوسط معدل نمو الودائع لدى القطاع العام 19.5%، ومتوسط معدل نموها لدى القطاع الخاص 23%، مع الإشارة إلى أن حجم الودائع كان أكبر لدى المصارف العامة من المصارف الخاصة، أنظر الشكل البياني رقم (4-14).

الشكل (4-14) تطور إجمالي الودائع لدى المصارف العامة والخاصة خلال الفترة (2008 - أيار 2011)



مصدر البيانات: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

ولدى مقارنة معدل نمو الودائع بين القطاع المصرفي العام والخاص، لوحظ أن ارتفاع معدل نمو الودائع لدى أحد القطاعين يرافقه انخفاض معدل النمو لدى القطاع الآخر، وفي كثير من الأحيان يصبح معدل النمو هذا سلبياً، الأمر الذي يمكن تفسيره بانتقال الإيداعات بين القطاعين خلال الوحدة الزمنية المدروسة، وهذا ما جعل متوسط معدل نمو إجمالي الودائع أقل من متوسطي معدل نمو كل من ودائع القطاع المصرفي الخاص والقطاع المصرفي العام.

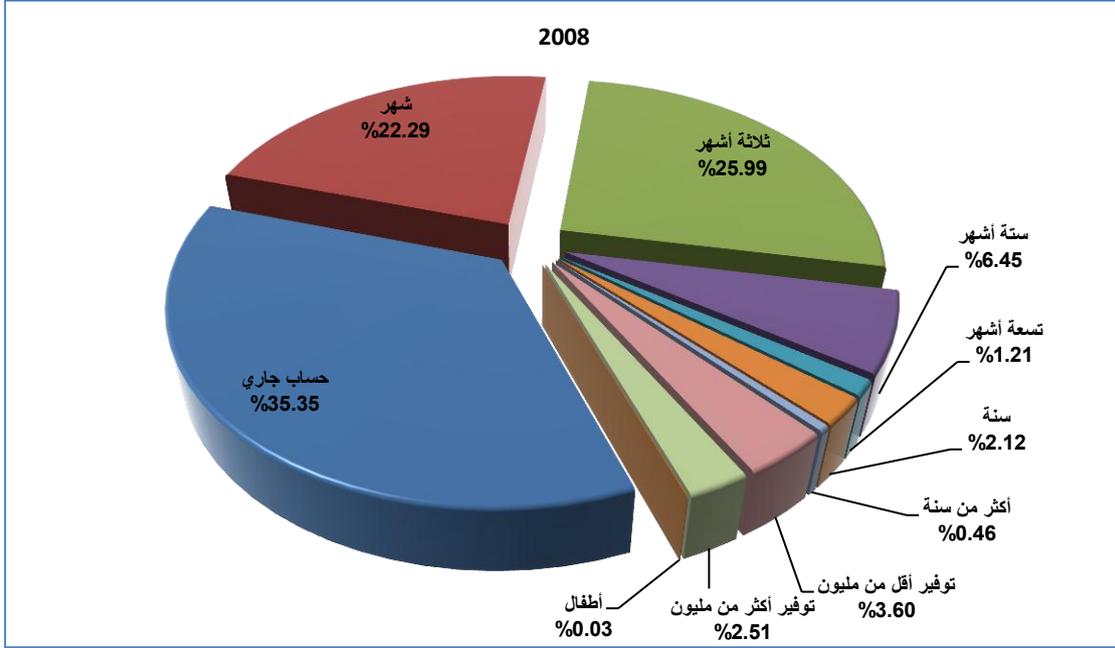
2. هيكل الودائع حسب الآجال في القطاع المصرفي:

2-1- لدى القطاع المصرفي الخاص:

تتركز معظم الإيداعات لدى القطاع المصرفي الخاص خلال الفترة الزمنية المدروسة (2008/1/1-2011/5/31) في الحساب الجاري بنسبة 35.35% ويليه ودائع لأجل ثلاثة أشهر بنسبة 26%، ثم لأجل شهر واحد 22.3%، فستة أشهر بنسبة 6.5% في بداية الفترة (عام 2008)، في حين يلاحظ تراجع حصة الحساب الجاري ليصل إلى 26% بالرغم من احتفاظه بالنسبة الأكبر من الإيداعات ويليه ودائع لأجل شهر واحد بنسبة 21%، ثم ودائع لأجل ثلاثة أشهر بنسبة 18.4% فودائع لأجل ستة أشهر بنسبة 14% وذلك في نهاية فترة الدراسة (أيار-2011). وعلى الرغم من التغير البسيط في ترتيب آجال الودائع لدى المصارف الخاصة، إلا أنه من الأهمية بمكان ملاحظة ارتفاع نسب الودائع متوسطة وطويلة الأجل مع انخفاض نسب كل من الحساب الجاري وودائع قصيرة الأجل وحساب التوفير لأكثر من مليون ليرة سورية على الرغم من حجمها القليل مقارنة بودائع قصيرة الأجل، حيث ارتفعت نسب كل من ودائع لأجل ستة وتسعة أشهر وودائع لأجل سنة وأكثر من سنة كما هو مبين في الشكلين البيانيين

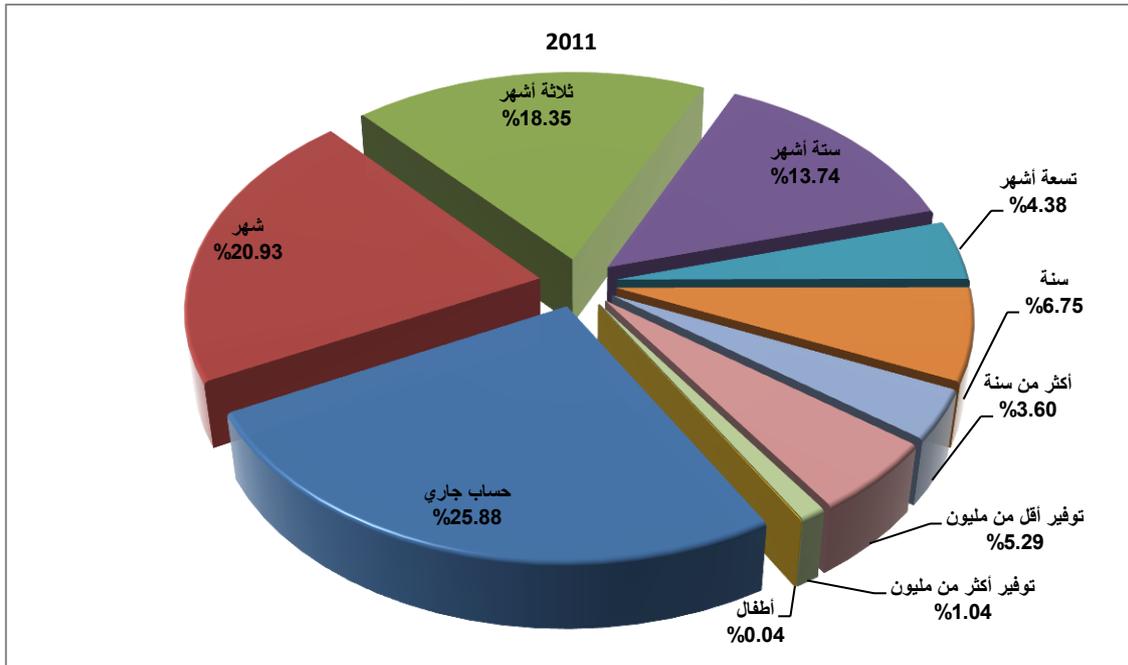
(15-4 و 16-4) وهذا ما يحقق سياسة سعر الفائدة في إعادة هيكليّة الودائع نحو تحويل الإيداعات باتجاه الآجال المتوسطة والطويلة.

الشكل (15-4) نسب توزيع الودائع حسب الآجال لدى القطاع المصرفي الخاص في عام 2008



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي لعام (2008).

الشكل (16-4) نسب توزيع الودائع حسب الآجال لدى القطاع المصرفي الخاص في عام 2011



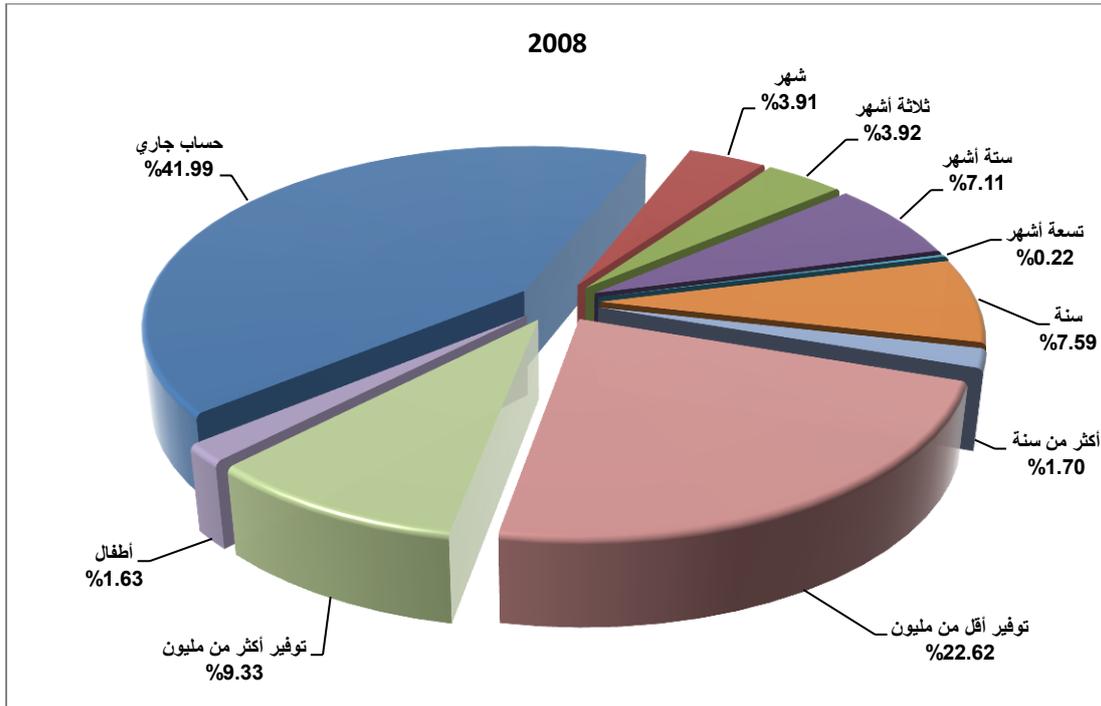
مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي لعام (2011).

2-2- لدى القطاع المصرفي العام:

لوحظ من خلال تحليل هيكل الودائع لدى القطاع المصرفي العام ارتفاع نسب ودائع لأجل تسعة أشهر وودائع لأجل سنة بصورة ملحوظة حيث بلغت نسبتها على الترتيب 0.2%، 7.6% في بداية الفترة المدروسة لتصل إلى 4.6% لودائع لأجل تسعة أشهر و15.4% لودائع لأجل سنة واحدة في نهاية أيار عام 2011، إلى جانب ارتفاع نسبة الحساب الجاري من 42% عام 2008 إلى 50% من إجمالي الإيداعات في أيار عام 2011، رافق ذلك انخفاض في نسب بقية الآجال ومن أهمها حساب التوفير حيث انخفض من 22.6% إلى 17.1% للأرصدة أقل من مليون ليرة سورية ومن 9.3% إلى 3.3% للأرصدة أكثر من مليون ليرة سورية في نهاية الفترة المدروسة كما هو مبين في الشكل البياني رقم (4-17) والشكل رقم (4-18).

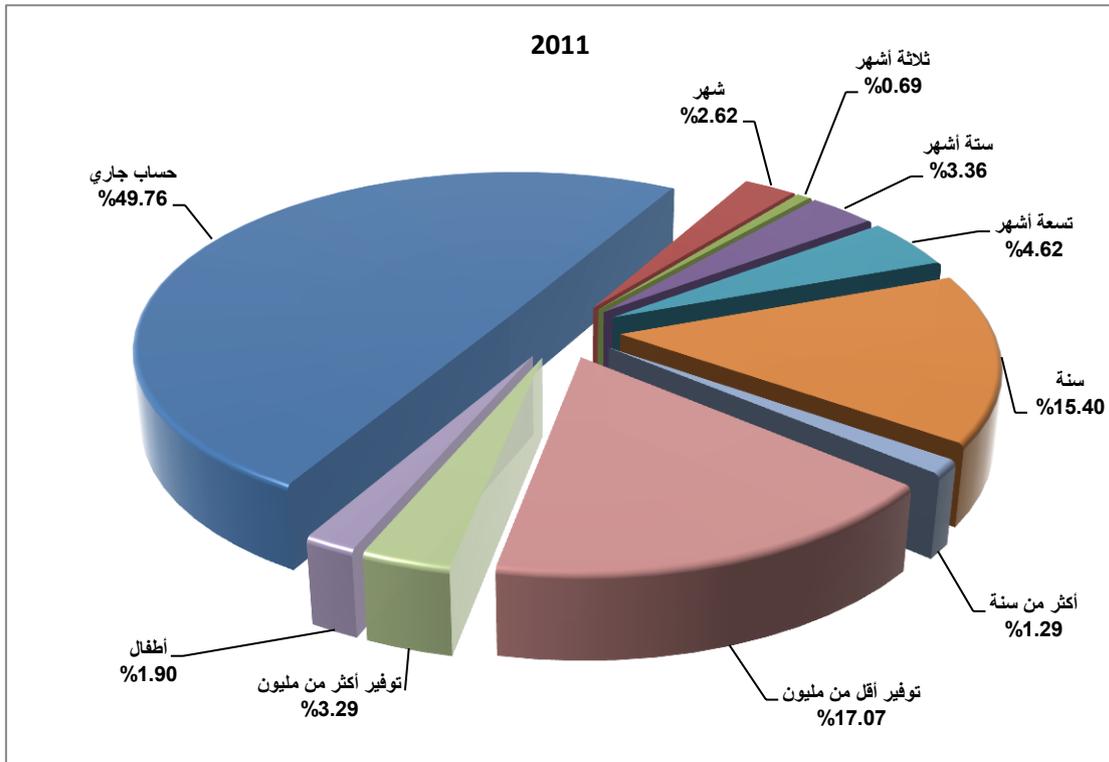
ويعود السبب الرئيس في انخفاض حساب التوفير إلى تجزئة سعر الفائدة عليه، حيث تم تحديد سعر فائدة على المبالغ التي لا تتجاوز مليون ليرة سورية يقترب من الودائع لأجل، في حين أن سعر الفائدة على حساب التوفير للمبالغ التي تتجاوز مليون ليرة سورية هو سعر الفائدة المطبق على الحساب الجاري، وبالتالي قد يجد بعض المودعين في أسعار الفائدة على ودائع لأجل حافزاً لتوجيه ادخارهم إليها، ويدلل على هذا ارتفاع نسب ودائع لأجل المذكورة سابقاً.

الشكل (17-4) توزيع الودائع حسب الآجال لدى القطاع المصرفي العام في عام 2008



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي لعام (2008).

الشكل (18-4) توزيع الودائع حسب الآجال لدى القطاع المصرفي العام في عام 2011



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي لعام (2011).

3. النماذج القياسية لسعر الفائدة الدائنة لدى القطاع المصرفي الخاص وأثره على

الإيداعات:

تم بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين تطور أسعار الفائدة ومعدل نمو الودائع لدى القطاع المصرفي الخاص حسب آجال هذه الودائع، وبيّنت الاختبارات الإحصائية ومنها اختبار (F) أن العلاقة غير معنوية عند مستوى دلالة 5% لمعظم الودائع كما هو مبين في الجدول رقم (11)، وهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خطي بين سعر الفائدة كمتغير مستقل ونمو الودائع كمتغير تابع لسعر الفائدة، أي أن التغيرات في سعر الفائدة لا تؤثر في تغيرات حجم الودائع المقابلة لها. وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) القائلة بعدم وجود علاقة قوية بين المتغيرين السابقين ورفض الفرضية البديلة (H_1)، إن هذه النتيجة منطقية فيما يتعلق بالحساب الجاري حسب النظرية الاقتصادية، فالحساب الجاري لا يرتبط بسعر الفائدة لا سيما أن هناك العديد من البلدان لا تضع فائدة على هذا النوع من الحسابات، فالمودع يستخدم هذا الحساب لتنفيذ معاملاته اليومية وتسديد الرواتب والأجور، وللاستفادة من التسهيلات المصرفية المتاحة كالتحويل وتحرير الشيكات بصرف النظر عن الفائدة التي يتقاضاها. كما أن غياب بعض أنواع الودائع قصيرة الأجل (أسبوع، أسبوعين) ساهم بارتفاع نسبة الإيداعات بالحساب الجاري مقارنةً بالأنواع الأخرى.

ويستثنى من ذلك ودائع لأجل ثلاثة أشهر وودائع التوفير للأرصدة أكثر من مليون ليرة سورية، حيث بيّن اختبار (F) أن العلاقة معنوية بين معدل نمو هذين الحسابين وسعر الفائدة المحددة على كل منهما، أي يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنصّ على وجود علاقة خطية بين معدل نمو هذين الحسابين وأسعار الفائدة، ويظهر معامل التحديد (R^2) أن تمثيل هذه العلاقة ضعيف نسبياً، حيث يشير إلى أن تغيير سعر الفائدة يؤثر في (10%) من

التغير في ودائع لأجل ثلاثة أشهر، و(27%) بالنسبة لحساب التوفير للأرصدة أكثر من مليون ليرة سورية، كما يشير معامل الارتباط أن العلاقتين السابقتين عكسيتين، أي أن ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي إلى انخفاض معدل نمو كل من ودائع لأجل ثلاثة أشهر وحساب التوفير للأرصدة أكثر من مليون ليرة بالنسب المذكورة، والعكس صحيح. والسبب في ذلك أن نمو أحد أنواع الإيداعات يتأثر بالتغيرات في سعر الفائدة على الأنواع الأخرى بدرجة أكبر من تأثره بتغير سعر الفائدة المحدد عليها، فأسعار الفائدة تتحرك معاً، وبالتالي يرافق ارتفاع أسعار الفائدة على ودائع ثلاثة أشهر ارتفاع سعر الفائدة على إيداعات الآجال الأطول والذي قد يكون أكثر جذباً، وهذا يؤدي إلى انتقال الودائع من حساب ثلاثة أشهر إلى تلك ذات الأجل الأطول، أي انخفاض نمو ودائع لأجل ثلاثة أشهر رغم ارتفاع سعر الفائدة عليها، وهذا ما تم التحقق منه قياسياً¹، ويمكن تسمية هذه العلاقة بالأثر غير المباشر لسعر الفائدة.

جدول 11 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين

الودائع لدى القطاع المصرفي الخاص وسعر الفائدة والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
-0.00511	0.497541	0.469138	0.012195	-0.089915	0.011189	الحساب الجاري
-0.696463	0.379292	0.791343	0.020400	-0.388075	0.040366	ودائع شهر
-0.3165	0.046589	4.231604	0.100200	-1.479306	0.029392	ودائع 3 أشهر
-0.02145	0.895501	0.017484	0.000460	-0.092836	0.048154	ودائع 6 أشهر
0.20093	0.213778	1.598768	0.040374	1.420060	0.087867	ودائع 9 أشهر
0.14783	0.362643	0.849019	0.021854	1.436277	0.077667	ودائع سنة
-0.04009	0.805971	0.061181	0.001607	-1.386631	0.535597	ودائع أكثر من سنة
0.164	0.310486	1.056623	0.027054	0.121646	0.030291	ودائع توفير أقل من مليون
-0.516	0.000646	1.056623	0.266718	-0.579303	-0.005512	ودائع توفير أكثر من مليون
0.026	0.872919	0.025932	0.000682	0.025321	0.033647	ودائع الأطفال

¹ تم دراسة العلاقة بين كل نوع من الودائع وأسعار الفائدة على الأنواع الأخرى ببناء النماذج الرياضية للانحدار البسيط وتبين وجود علاقات سببية ومفسرة، حيث أدت التغيرات في أسعار الفائدة على نوع من الودائع إلى تغيرات واضحة في نمو أنواع الودائع الأخرى ذات الآجال المختلفة.

4. النماذج القياسية لسعر الفائدة الدائنة لدى القطاع المصرفي العام وأثره على

الإيداعات:

أظهرت النتائج الإحصائية لاختبار (F) للنموذج القياسي في العلاقة الخطية بين متغير سعر الفائدة ومتغير نمو ودائع لدى المصارف العامة المبينة في الجدول رقم (12) أن علاقة كل من الحساب الجاري وودائع لأجل شهر واحد وثلاثة وستة أشهر، وكذلك ودائع لأجل أكثر من سنة وحساب التوفير للأرصدة أقل من مليون ليرة سورية وودائع الأطفال غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بعدم وجود علاقة سببية بين تطور أسعار الفائدة ومعدل نمو ودائع الحسابات السابقة، ورفض الفرضية البديلة (H_1)، وبعد هذا الأمر مقبولاً فيما يتعلق بالحساب الجاري كما هو مبين سابقاً في دراسة حالة المصارف الخاصة. كما بيّن النموذج القياسي للعلاقة بين متغير سعر الفائدة وكل من متغير نمو ودائع لأجل تسعة أشهر ولأجل سنة وحساب التوفير للأرصدة أكثر من مليون ليرة سورية وجود علاقة معنوية، حيث بيّن معامل التحديد (R^2) أن 15% من نمو ودائع لأجل تسعة أشهر و32% من نمو كل من ودائع لأجل سنة وحساب التوفير للأرصدة أكثر من مليون ليرة يعود سببه للتغيرات في سعر الفائدة المعمول به، ويظهر معامل الارتباط أن اتجاه هذه العلاقة عكسية فيما يخص ودائع لأجل تسعة أشهر ولأجل سنة، وأن اتجاه علاقة حساب التوفير للأرصدة أكثر من مليون ليرة سورية وأسعار الفائدة المحددة عليه طردي، أي أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض معدل نمو ودائع لأجل تسعة أشهر وودائع لأجل سنة، وإلى ارتفاع معدل نمو حساب التوفير، والعكس صحيح. ويعود السبب في ذلك إلى ما تم تسميته بالأثر غير المباشر لسعر الفائدة الموضح سابقاً.

جدول 12 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين
الودائع لدى القطاع المصرفي العام وسعر الفائدة والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.265982	0.097133	2.893054	0.070747	0.103527	0.006997	الحساب الجاري
-0.0713991	0.661525	0.194710	0.005098	-0.147760	0.012522	ودائع شهر
-0.090234	0.579765	0.311946	0.008142	-0.230014	-0.021399	ودائع 3 أشهر
-0.193040	0.232695	1.470865	0.037265	-0.399571	0.005415	ودائع 6 أشهر
-0.384835	0.014207	6.606101	0.148099	-18.50620	0.305644	ودائع 9 أشهر
-0.564231	0.000149	17.74766	0.318357	-2.245961	0.031890	ودائع سنة
0.039385	0.809331	0.059037	0.001551	0.113956	0.022189	ودائع أكثر من سنة
0.176864	0.274941	1.227065	0.031281	0.166608	-0.000539	ودائع توفير أقل من مليون
0.560868	0.000167	17.43997	0.314574	0.260075	-0.025301	ودائع توفير أكثر من مليون
0.010252	0.949935	0.003995	0.000105	0.237458	0.096736	ودائع الأطفال

ثالثاً- تطور أسعار الفائدة المدينة وأثره على الائتمان:

1. تطور إجمالي القروض لدى القطاع المصرفي

يلاحظ فيما يتعلق بالقروض والسلف التي تقدمها المصارف المحلية ازدياد حجم القروض الإجمالي الممنوح للعملاء منذ عام 2008 وحتى منتصف عام 2011 لدى كل من المصارف العامة والخاصة، وهذا الأمر ينطبق على كافة آجال القروض والسلف، إلا أن حجم التسليف لدى المصارف العامة فاق بكثير حجم تسليف المصارف الخاصة (أنظر الجدول رقم 13)، كما يلاحظ أن أكبر حجم تسليف خلال الفترة المشار إليها كان لدى المصارف العامة بالقروض طويلة الأجل عام 2011، وأدنى حجم تسليف كان لدى المصارف الخاصة بالقروض طويلة الأجل في عام 2008 من إجمالي القروض والتسليف، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (4-19).

جدول 13 القروض والسلف الممنوحة من قبل

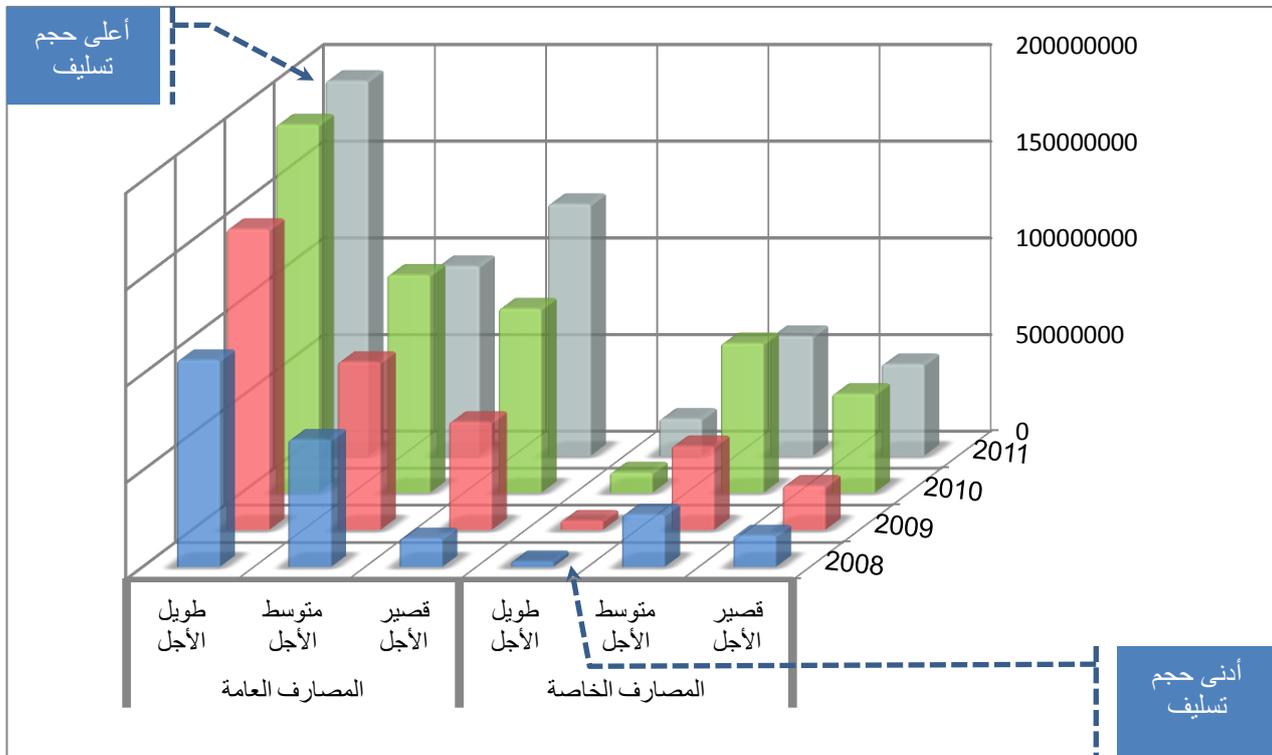
المصارف العامة والخاصة خلال الفترة (2008- أيار 2011) (المبالغ بملايين الليرات السورية)

القروض و السلف						العام
المصارف العامة			المصارف الخاصة			
طويل الأجل	متوسط الأجل	قصير الأجل	طويل الأجل	متوسط الأجل	قصير الأجل	
107,286,353.7	66,015,883.99	14,806,722.38	3,031,109	27,175,473	16,325,984	2008
155,800,050.4	87,126,900.44	55,999,043.71	4,816,522	43,448,842	22,832,490	2009
190,553,023.5	112,872,304.3	95,502,897.09	10,511,745	77,508,393	51,293,654	2010
193,953,673.2	98,246,593.45	130,259,662.7	19,109,781.97	62,082,121.82	47,475,670.45	2011

المصدر: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

الشكل (4-19) القروض والسلف حسب الآجال

لدى المصارف العامة والخاصة خلال الفترة (2008-أيار 2011)



مصدر البيانات: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

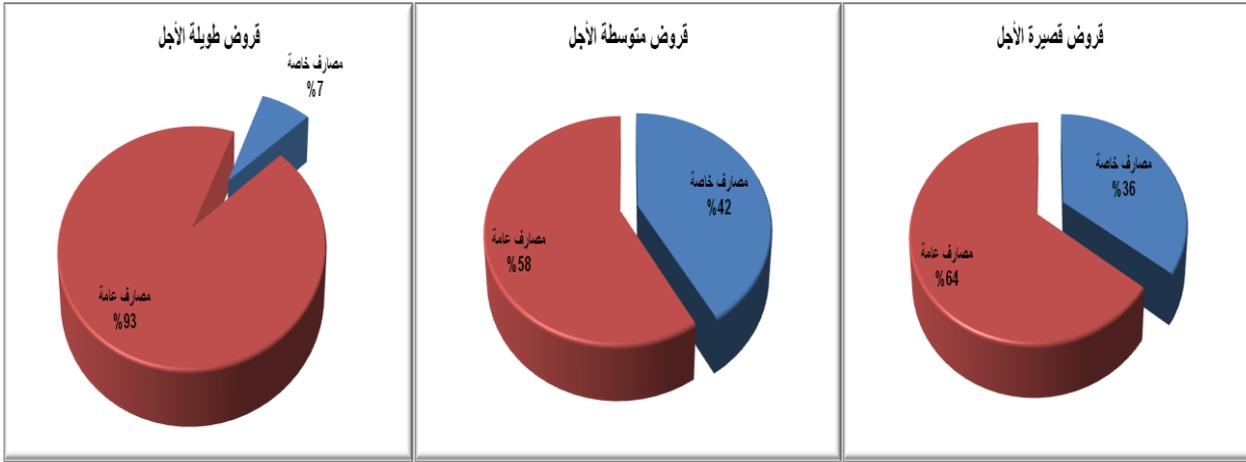
كما يبين الشكل رقم (4-19) ارتفاع حجم الإقراض لدى المصارف الخاصة بالقروض متوسطة الأجل في عامي 2010 و 2011 بصورة ملحوظة مقارنة بالأعوام السابقة، وبالمقابل ارتفع حجم الإقراض قصير الأجل لدى المصارف العامة بصورة كبيرة في الفترة نفسها (2010-2011) مقارنةً بالأعوام السابقة .

2. هيكل الائتمان في القطاع المصرفي

فيما يتعلق بتركيب هيكل القروض الممنوحة حسب القطاع المصرفي، تبين أن مساهمة المصارف العامة في منح القروض أكبر من المصارف الخاصة على مختلف آجال القروض، حيث بلغت نسبة القروض الممنوحة من قبل المصارف العامة في أيار 2011 للأجل القصير والمتوسط والطويل على الترتيب (64%)، (58%)، (93%) من إجمالي الإقراض، في حين بلغت مساهمة المصارف الخاصة للفترة نفسها (36%) للقروض قصيرة الأجل، و(42%) للقروض متوسطة الأجل، و(7%) للقروض طويلة الأجل (أنظر الشكل رقم 4-20)، وهنا يلاحظ ضعف إسهام المصارف الخاصة في التمويل طويل الأجل والذي يخصص في معظم الأحيان للاستثمار. فمن المفترض أن تقوم المصارف في البلدان النامية بتأمين السيولة اللازمة للاستثمار نظراً لغياب الأسواق المالية أو لعدم كفاءتها ونقصها للسيولة إن وجدت بالمقارنة مع الأسواق المالية في الدول المتقدمة¹، وقد يكون السبب في ضعف إسهام المصارف الخاصة في الائتمان طويل الأجل ارتفاع مخاطر عدم السداد، وعدم إقبال المقترضين على الإقراض منها نظراً للشروط التي تضعها هذه المصارف على الإقراض كاعتماد سعر الفائدة المتغيرة بالمقارنة مع سعر الفائدة الثابتة لدى المصارف العامة.

¹ Agénor, Pierre-Richard and Peter J. Montiel, **Development Macroeconomics**, 3ed, Princeton University Press, 2008, p155.

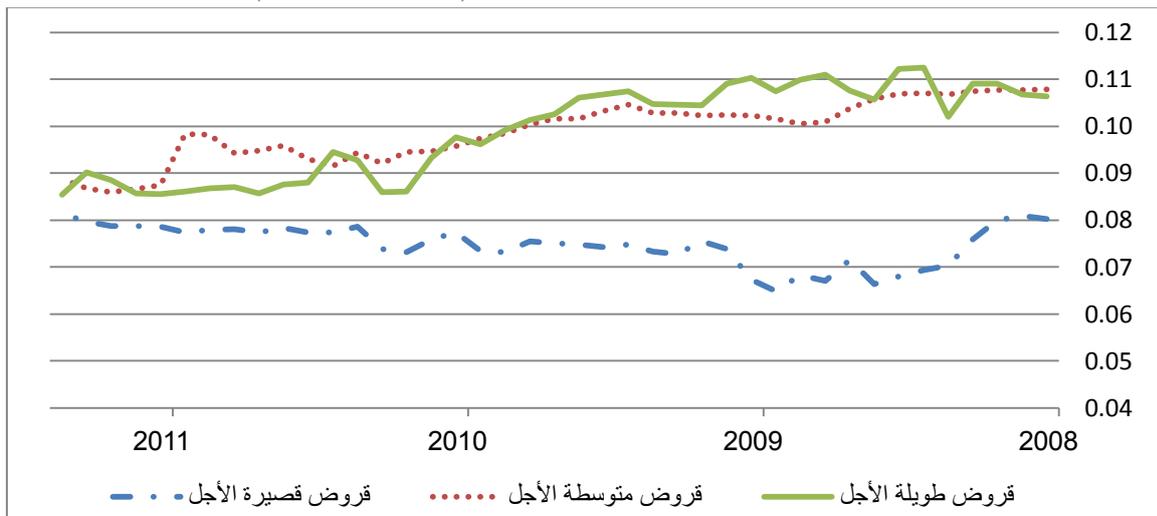
الشكل (4-20) نسب التسهيلات الائتمانية
لدى المصارف العامة والخاصة حسب الآجال منتصف عام 2011



مصدر البيانات: النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي لعام 2011.

أما فيما يتعلق بأسعار الفائدة المدينة يلاحظ انحدار منحني أسعار الفائدة المدينة لكل من القروض طويلة الأجل والقروض متوسطة الأجل المقدمة من قبل المصارف الخاصة خلال الفترة (2008-2011)، كما بلغت أسعار الفائدة المدينة على القروض قصيرة الأجل أخفض مستوى لها نهاية عام 2008، أنظر الشكل رقم (4-21).

الشكل (4-21) تطور سعر الفائدة المدينة
لدى المصارف الخاصة حسب الآجال خلال الفترة (2008-أيار 2011)

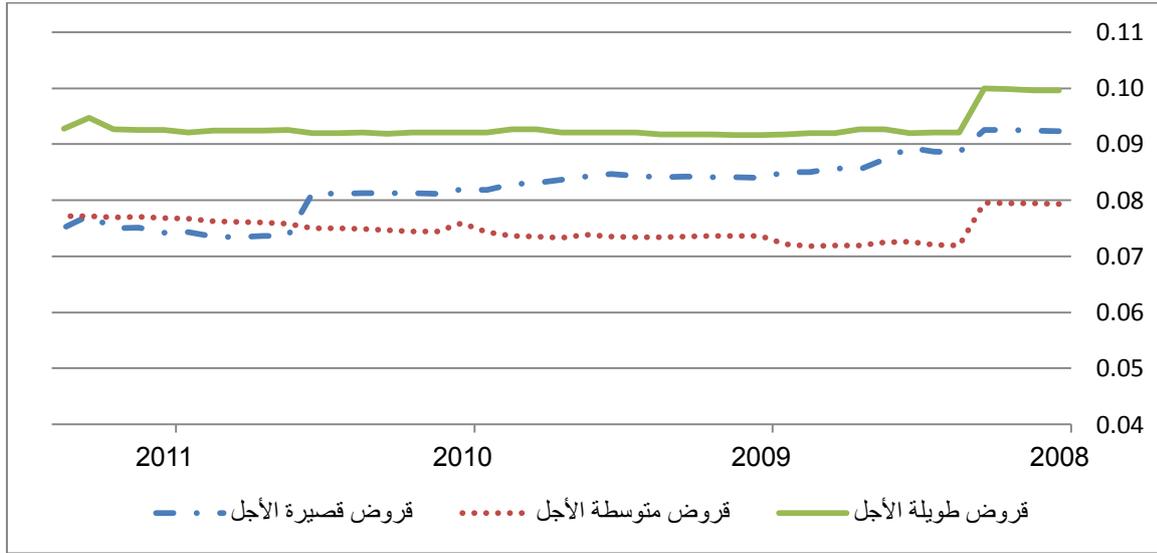


مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

عند دراسة تطور أسعار الفائدة خلال الفترة (2008/1/1-2011/5/30)، يلاحظ أن منحني سعر الفائدة المدينة يتناقص بمعدل متزايد على التسهيلات متوسطة وطويلة الأجل لدى المصارف الخاصة مع مرور الزمن، في حين يزداد سعر الفائدة المدينة على التسهيلات قصيرة الأجل بمعدل متناقص خلال الفترة نفسها (أنظر الشكل رقم 4-21)، إلا أن أدنى مستوى لسعر الفائدة على التسهيلات قصيرة الأجل تحقق في نهاية عام 2008 حيث بلغ 6.5%، وأعلى مستوى لها كان 8.1% وذلك في منتصف عام 2011.

وفيما يتعلق بأسعار الفائدة المدينة لدى المصارف العامة يلاحظ تناقص منحني سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية على التسهيلات قصيرة الأجل بمعدل شبه ثابت، بينما يتزايد منحني سعر الفائدة على التسهيلات متوسطة الأجل بمعدل ثابت، في حين يلاحظ استقرار منحني سعر الفائدة على التسهيلات طويلة الأجل، وذلك خلال الفترة المدروسة (2008/1/1-2011/5/30) كما يوضح الشكل رقم (4-22)، حيث بلغت أسعار الفائدة أعلى مستوياتها على التسهيلات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل على الترتيب (9.25%، 7.95%، 9.99%) وذلك في بداية عام 2008. أما أدنى مستويات سعر الفائدة المدينة على التسهيلات قصيرة الأجل فقد بلغت 7.34% نهاية عام 2010، وأدنى مستوى لسعر الفائدة على التسهيلات متوسطة الأجل فكانت 7.19% نهاية عام 2008، وكان أدنى مستوى لسعر الفائدة على التسهيلات طويلة الأجل في بداية عام 2009 حيث بلغت 9.16%.

الشكل (4-22) تطور سعر الفائدة المدينة لدى المصارف العامة حسب الآجال خلال الفترة (2008-2011)



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

وعند مقارنة سعر الفائدة المدينة بين المصارف العامة والخاصة، يلاحظ أن سعر الفائدة المدينة لدى المصارف الخاصة أكثر تذبذباً، مع العلم أنه تم تحرير الفائدة المدينة على نحو كامل مع تحديد سقفها وفق مجلس النقد والتسليف، وقد يعود ذلك إلى:

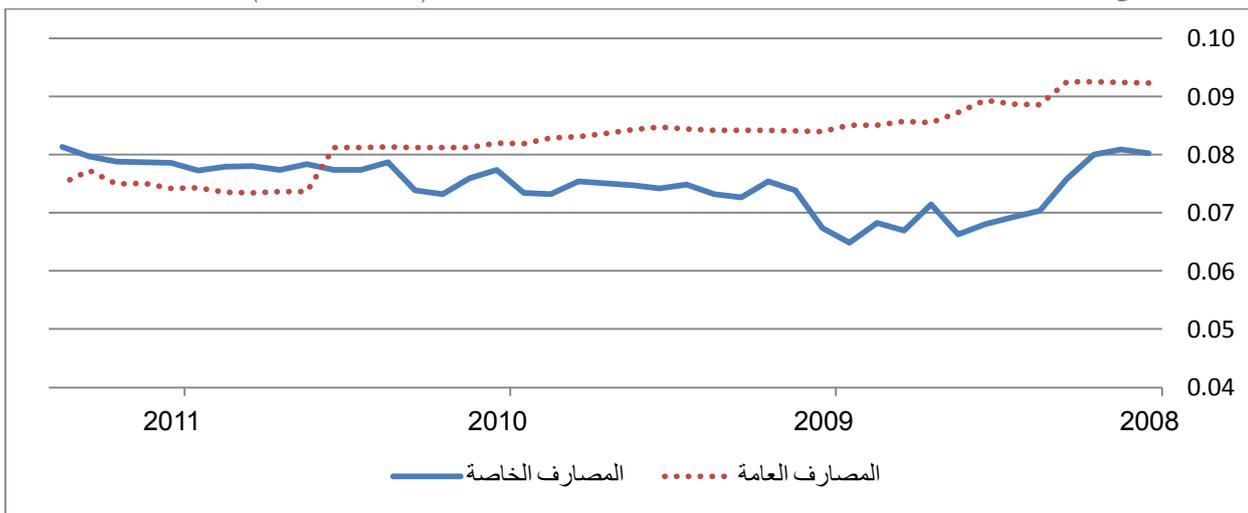
- تأثر القطاع المصرفي الخاص بالعرض والطلب.
 - سهولة اتخاذ الإجراءات والقرارات اللازمة لدى إدارات المصارف الخاصة.
- أما فيما يخص المصارف العامة فإن عملية اتخاذ القرار في تحديد سعر الفائدة تكاد تكون معدومة، وذلك للأسباب التالية:

- عدم قدرة الإدارات لاتخاذ القرار طالما هناك جهة عليا تتوب عنها في ذلك.
- العمل ضمن روتين محدد، وغياب روح المبادرة لدى المصارف العامة.
- لا يخضع العمل في المصارف العامة لقانون العرض والطلب، وإنما يخضع عملها للإدارات العليا بما يواكب سياسة الدولة الاقتصادية حسب زعمهم.

إن هذه الأسباب تُبعد المصارف العامة عن المنافسة التي تقوم بها المصارف الخاصة فيما بينها (أنظر الشكل رقم (4-21) والشكل رقم (4-22)).

وفي حالة مقارنة أسعار الفائدة ذات الأجل نفسه بين المصارف العامة والخاصة، يلاحظ أن أسعار الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل تكون أعلى لدى المصارف العامة منذ بداية الفترة المدروسة وحتى منتصف عام 2010 كما يبين الشكل رقم (4-23)، لتصبح بعدها أدنى من معدلات الفائدة للأجل نفسه لدى المصارف الخاصة بفارق يقارب 0.4% ويعود ذلك إلى الانخفاض في سعر الفائدة المدينة لدى المصارف العامة، وإلى الارتفاع البسيط لسعر الفائدة المدينة لدى المصارف الخاصة خلال الفترة المدروسة. فأسعار الفائدة على الموجودات والمطلوبات لا تتحرك بالسرعة نفسها استجابة للتغيرات في سعر الفائدة السوقي، حيث تكون تحركات سعر الفائدة على المطلوبات (وغالباً ما تكون قصيرة الأجل) أسرع من حركتها على الموجودات (وغالباً ما تكون طويلة الأجل)¹.

الشكل (4-23) تطور سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل لدى المصارف العامة والخاصة (2008-2011)

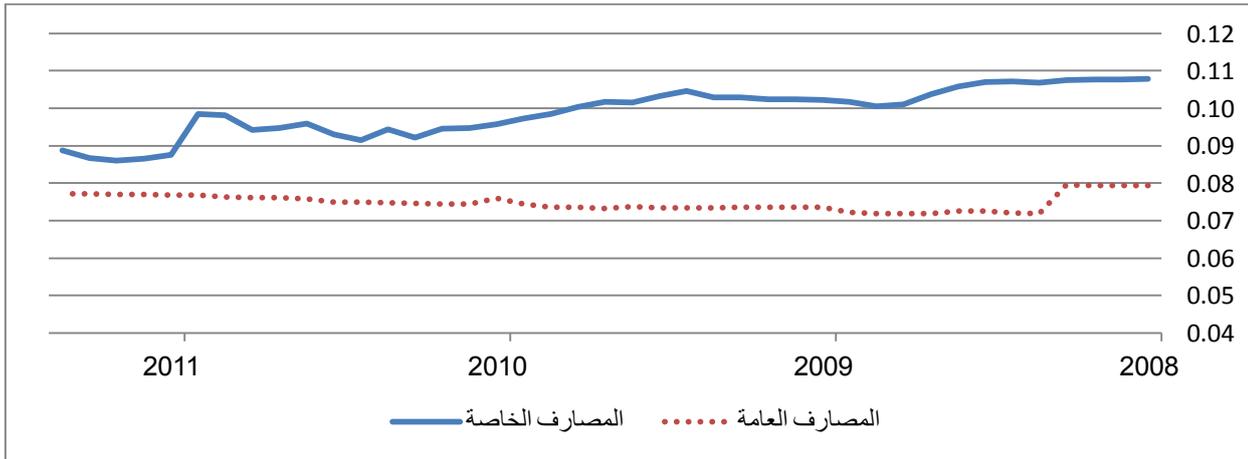


مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

¹ الشماخ، مرجع سابق، ص 191.

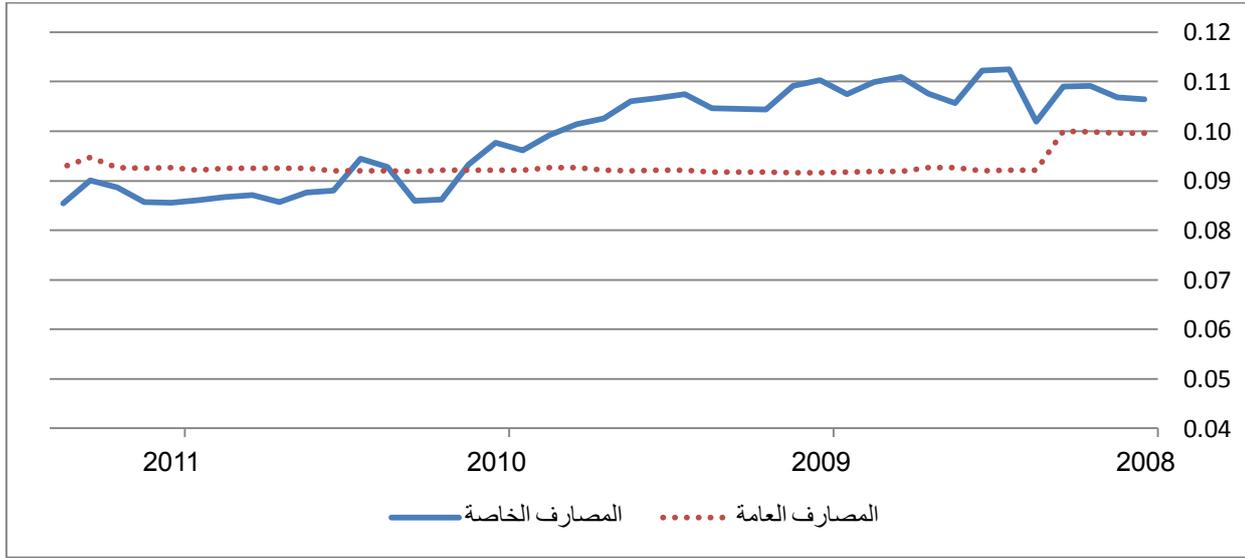
وبالنسبة لسعر الفائدة المدينة على التسهيلات ذات الأجل المتوسط فقد كان لدى المصارف العامة أقل منها لدى المصارف الخاصة بهامش تراوح بين 3.5% في بداية الفترة الزمنية (2008-2011)، وهامش 0.9% مع منتصف عام 2011 وهذا ما يوضحه الشكل رقم (4-24). في حين شهد سعر الفائدة المدينة على التسهيلات طويلة الأجل انخفاضاً لدى المصارف العامة عما هو لدى المصارف الخاصة منذ بداية الفترة المدروسة وحتى بداية عام 2010 كما هو موضح في الشكل رقم (4-25)، وسبب ذلك هو انخفاض تكلفة مصادر الأموال نتيجة التخفيضات التي طرأت أسعار الفائدة الدائنة، وربما الدخول في منافسة مع المصارف الخاصة. فبلغ هامش سعر الفائدة بين المصارف العامة والخاصة أعلى مستوى له 2% منتصف عام 2008، ثم أصبح أدنى لدى المصارف الخاصة مما هي لدى المصارف العامة منذ بداية عام 2010 وحتى منتصف عام 2011، حيث بلغ أعلى مستوى للهامش 0.7% نهاية الفترة المدروسة.

الشكل (4-24) تطور سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية متوسطة الأجل لدى المصارف العامة والخاصة (2008-2011)



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

الشكل (4-25) تطور سعر الفائدة المدينة على التسهيلات الائتمانية طويلة الأجل لدى المصارف العامة والخاصة (2008- أيار 2011)



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

3. النموذج القياسي لسعر الفائدة المدينة لدى القطاع المصرفي الخاص وأثره على الائتمان:

يمكن صياغة الشكل العام للنموذج القياسي لسعر الفائدة المدينة ونمو حجم القروض حسب علاقة الانحدار الخطي البسيط وباعتبار أن سعر الفائدة على القروض الممنوحة هو المتغير المستقل وأن نمو حجم القروض هو المتغير التابع على النحو الآتي:

$$L = a + \beta r + u_i$$

حيث أن L يمثل متغير نمو حجم القروض، و r يمثل متغير سعر الفائدة على القروض، a الحد الثابت، β معامل الانحدار لمتغير سعر الفائدة، u_i الحد العشوائي.

تبيّن عند إجراء تجارب عدة لبناء نماذج قياسية للعلاقة بين المتغيرين السابقين عدم وجود علاقة خطية لهذين المتغيرين، أي أن الاختبارات الإحصائية تبين عدم معنوية هذه العلاقات بين القروض الممنوحة من قبل المصارف الخاصة وسعر الفائدة المحدد عليها حسب

أجال هذه القروض (قروض قصيرة الأجل، متوسطة الأجل، طويلة الأجل)، وتظهر هذه النتائج في الجدول رقم (14)، فالتغيرات في سعر الفائدة كمتغير مستقل لا تؤدي إلى تغيرات في معدل نمو الائتمان، وهذا يبيّن أن معظم الائتمان الممنوح يستخدم لأغراض استهلاكية، كما يدل ذلك على ضعف المصارف الخاصة في تمويل الاستثمارات، فالمستثمر يقارن بين العائد المتوقع على الاستثمار وبين أسعار الفائدة التي سيقوم بدفعها لقاء تمويله، ويسعى للاقتراض بالتكلفة الأقل. إن الضعف في تمويل الاستثمارات يعود لأسباب عدة منها:

- عدم ملاءمة المناخ الاستثماري في سورية وغياب القنوات الاستثمارية، بسبب ضعف البنى التحتية، والتشريعات الناظمة.
- تسعى المصارف إلى تجنب الوقوع في مخاطر عدم السداد أو التقليل منها إلى حد كبير، وحيث أن التسهيلات طويلة الأجل قد تتطوي على هكذا مخاطر يبقى هناك احتمال لعدم السداد، ما يدفع المصارف إلى رفع سعر الفائدة المدينة وزيادة الشروط على سياسة الإقراض (كالرهن العقاري) بالنسبة للمقترضين الذين يصنفون بدرجة مخاطرة معينة، أو احتواء المشاريع الاستثمارية على مخاطر مرتفعة.
- يتوجه المقترضون إلى الاقتراض قصير ومتوسط الأجل لتغطية الاحتياجات الفردية وتمويل رأس المال العامل، وبصورة خاصة المنشآت الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة.
- انخفاض تكلفة التمويل قصير ومتوسط الأجل بالنسبة للمقترضين مقارنة بالتمويل طويل الأجل.

- إن دورة حياة القروض قصيرة ومتوسطة الأجل قصيرة، ما يتيح للمصارف إعادة إقراض الأموال المستردة وتوظيفها من جديد.
- تقوم المصارف الكبيرة بعمليات الإقراض طويل الأجل بصورة عامة، وهذا ما قد يفسر عدم قيام المصارف الخاصة في سورية بتمويل القروض طويلة الأجل التي تتسم بارتفاع درجة مخاطر عدم السداد مقارنةً بالقروض قصيرة ومتوسطة الأجل، وذلك بسبب احتمالات التعرض لمخاطرة السداد خلال مدتها بسبب زيادة مخاطر عدم التأكد في المستقبل الأطول¹.
- قد يكون لاختلاف أساليب حساب الفائدة لدى المصارف سبباً في إجماع المقترضين عن التقدم للاقتراض من المصارف الخاصة، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة المدينة للقروض متوسطة وطويلة الأجل لدى المصارف الخاصة عما هي لدى المصارف العامة وبصورة خاصة حتى عام 2010 له أثر واضح في ذلك.

جدول 14 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص وأسعار الفائدة والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
-0.109330	0.501865	0.459716	0.011953	-0.533987	0.065071	قروض قصيرة الأجل
-0.016422	0.919884	0.010252	0.000270	-0.037552	0.047439	قروض متوسطة الأجل
0.131964	0.673482	0.416959	0.017415	0.355423	0.073361	قروض طويلة الأجل

¹ الشماع، مرجع سابق، ص128.

4. النموذج القياسي لسعر الفائدة المدينة لدى القطاع المصرفي العام وأثره على الائتمان:

على خلاف ما تبين في حالة المصارف الخاصة، فإن الاختبارات الإحصائية المبينة في الجدول رقم (15)، تبين أن هناك علاقة خطية بين الائتمان متوسط وطويل الأجل وسعر الفائدة المحدد عليه، حيث يشير اختبار (F) عند مستوى دلالة 5% أن العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل نمو القروض متوسطة وطويلة الأجل معنوية، وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة (H_1)، أي أن التغيرات في أسعار الفائدة تؤدي إلى تغيرات في معدل نمو الإقراض، ويشير معامل التحديد (R^2) إلى أن شدة تمثيل هذه العلاقة كبيرة، حيث أن 69% من التغيرات في القروض متوسطة الأجل ناتجة عن التغير في سعر الفائدة، وبالنسبة للقروض طويلة الأجل فإن 92% من نمو هذه القروض يعود سببه إلى سعر الفائدة، كما أن معامل الارتباط يشير إلى أن اتجاه العلاقة طردي بالنسبة للقروض متوسطة الأجل، وعكسي فيما يخص القروض طويلة الأجل. في حين بيّنت نتائج اختبار (F) أن العلاقة بين القروض قصيرة الأجل وأسعار الفائدة المحددة عليها غير خطية عند مستوى الدلالة 5% وهذا يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، ويدل هذا على أن معظم القروض قصيرة الأجل تستخدم كقروض شخصية تدخل ضمن ترميم نقص دخل الفرد وتسديد احتياجاته، حيث يُقدم المقرض على الاقتراض بصرف النظر عن التكلفة التي سيدفعها لقاء الحصول على الأموال، نظراً لحاجته الماسة لهذه الأموال.

جدول 15 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي العام وأسعار الفائدة والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
-0.275195	0.085676	3.113651	0.075733	-4.525657	0.081484	قروض قصيرة الأجل
0.829	0.000000	83.49940	0.687241	5.005283	0.010303	قروض متوسطة الأجل
-0.956621	0.000000	409.7201	0.915126	-8.698582	0.025126	قروض طويلة الأجل

رابعاً- المتغيرات الأخرى المؤثرة في الإيداعات والائتمان:

بعد إجراء الاختبارات الإحصائية على العلاقة بين سعر الفائدة كمتغير مستقل، وبين كل من نمو الودائع من جهة، ونمو القروض من جهة أخرى، باعتبار كل من المتغيرين الأخيرين متغيراً تابعاً لسعر الفائدة وذلك حسب الآجال، تبين أن معظم العلاقات غير سببية باستخدام معادلة الانحدار الخطي البسيط، أي أن المتغير التابع (ممثلاً بمعدل نمو الإيداع ومعدل نمو الإقراض لدى القطاع المصرفي بشقيه العام والخاص) لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (ممثلاً بأسعار الفائدة على الإيداع والإقراض)، وهذا يدل على أن المتغير التابع قد يتأثر بعوامل تختلف عن سعر الفائدة، يستدعي وجود هذا الاحتمال اختبار علاقة المتغير التابع بالحد العشوائي الذي يمثل العوامل التي من الممكن أن تؤثر في المتغير التابع عدا سعر الفائدة. ولذا سيتم دراسة هذه العلاقة للتحقق من وجود علاقة سببية بين نمو الإيداعات والحد العشوائي من جهة، ونمو القروض والحد العشوائي من جهة ثانية. كما سيتم إدخال متغير الكتلة النقدية لاختبار مدى تأثيرها على الإيداعات والائتمان، ومن ثم سيتم صياغة نموذج قياسي للانحدار الخطي المتعدد لاختبار أثر كل من سعر الفائدة والكتلة النقدية معاً على كل من نمو الإيداعات والقروض.

1. أثر بواقى التقدير (الحدّ العشوائي)

تم حساب البواقى في معادلة الانحدار الخطي البسيط التي تمثل العلاقة بين سعر الفائدة كمتغير مستقل، وبين معدل نمو الإيداعات من جهة ومعدل نمو القروض من جهة ثانية كمتغير تابع للمتغير السابق، كما تم اختبار جذر الوحدة بالنسبة للبواقى حسب جميع الآجال وفق اختبار (ADF) و (PP)، وتبين أن جميعها مستقر عبر الزمن.

وعند إدخال متغير الحد العشوائي كمتغير مفسر للمتغير التابع في النموذج القياسي¹، تبين أن العلاقة معنوية بين الحد العشوائي وكل من نمو الإيداعات ونمو القروض، أي أن معدل نمو الإيداعات والقروض يتأثر بصورة واضحة بالحد العشوائي، ويستثنى من ذلك القروض طويلة الأجل الممنوحة من قبل القطاع العام فقط، حيث ظهرت العلاقة غير معنوية عند مستوى الدلالة 5%، وحيث أن العلاقة خطية بين نمو هذه القروض وسعر الفائدة المحددة عليها كما تبين سابقاً، وتبين الجداول (16،17،18،19) نتائج الاختبارات على النموذج القياسي بالنسبة لكل من إيداعات القطاع المصرفي بشقيه العام والخاص، وكذلك الأمر بالنسبة للقروض الممنوحة من قبل هذا القطاع مع متغير الحد العشوائي.

جدول 16 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين ودائع القطاع المصرفي الخاص والحد العشوائي والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.993884	0	3077.985	0.987805	1	0.011608	الحساب الجاري
0.989747	0	1824.746	0.979600	1	0.038751	ودائع شهر
0.948578	0	341.2418	0.899800	1	0.032583	ودائع 3 أشهر
0.999770	0	82588.07	0.999540	1	0.048203	ودائع 6 أشهر
0.979605	0	903.1954	0.959626	1	0.084322	ودائع 9 أشهر
0.989012	0	1700.786	0.978146	1	0.076044	ودائع سنة
0.999196	0	23602.29	0.998393	1	0.535751	ودائع أكثر من سنة
0.986381	0	1366.63	0.972947	1	0.032351	ودائع توفير أقل من مليون
0.856319	0	104.4726	0.733282	1	-0.00829	ودائع توفير أكثر من مليون
0.999659	0	55683.04	0.999318	1	0.033912	ودائع الأطفال

¹ قد تتأثر النماذج المدروسة بمتغيرات التحكم، إلا إن عدم إمكانية رصد هذه الأخيرة أدى إلى عدم إدخالها في النماذج القياسية السابقة، كمستوى الثقافة المصرفية لدى الأفراد، والتطور التكنولوجي للنظام المصرفي، والاضطرابات الاقتصادية في الدول المجاورة لسورية، ومستوى التعليم وما إلى هنالك.

جدول 17 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

العلاقة بين ودائع القطاع المصرفي العام والحد العشوائي والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.963978	0	499.1265	0.929253	1	0.006448	الحساب الجاري
0.997448	0	7416.138	0.994902	1	0.011719	ودائع شهر
0.995921	0	4629.01	0.991858	1	-0.022512	ودائع 3 أشهر
0.981191	0	981.7353	0.962735	1	0.005126	ودائع 6 أشهر
0.922985	0	218.5858	0.851901	1	0.429137	ودائع 9 أشهر
0.825617	0	81.36282	0.681643	1	0.039881	ودائع سنة
0.999224	0	24459.12	0.998449	1	0.022253	ودائع أكثر من سنة
0.984235	0	1176.792	0.968719	1	0.000311	ودائع توفير أقل من مليون
0.827905	0	82.7983	0.685426	1	-0.011794	ودائع توفير أكثر من مليون
0.999947	0	82.7983	0.685426	1	-0.011794	ودائع الأطفال

جدول 18 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

العلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص والحد العشوائي والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.994005	0	3141.066	0.988047	1	0.064574	قروض قصيرة الأجل
0.999865	0	140855.4	0.99973	1	0.047611	قروض متوسطة الأجل
0.991254	0	2144.082	0.982585	1	0.071634	قروض طويلة الأجل

جدول 19 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

العلاقة بين قروض القطاع المصرفي العام والحد العشوائي والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Correlation	Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.961388	0	463.7643	0.924267	1	0.104030	قروض قصيرة الأجل
0.559248	0.000176	17.29354	0.312759	1	0.007538	قروض متوسطة الأجل
0.291332	0.068166	3.524358	0.084874	1	0.039677	قروض طويلة الأجل

2. أثر الكتلة النقدية

بناءً على النتائج السابقة، تم إدخال متغير الكتلة النقدية (M2) بعد طرح الموجودات

الأجنبية كون الدراسة تخص الموجودات بالليرة السورية كمتغير مفسر للمتغير التابع ممثلاً

بالإيداعات والقروض لدى القطاع المصرفي، وتم بناء النموذج القياسي للمتغيرين السابقين،

ودلت النتائج أن العلاقة غير خطية بالنسبة لجميع ودائع المصارف العامة والخاصة باستثناء

ودائع لأجل شهر وودائع التوفير للمبالغ أكثر من مليون ليرة سورية لدى المصارف الخاصة كما

يبين الجدول رقم (20)، أي أن التغيرات في الكتلة النقدية لا تؤثر في معدل نمو الإيداعات لدى المصارف، وفيما يتعلق بالقروض فتبين أن العلاقة غير خطية بين الكتلة النقدية ومعظم أنواع القروض، حيث يستثنى منها القروض متوسطة وطويلة الأجل الممنوحة من قبل المصارف الخاصة فقط كما يوضح الجدول رقم (22)، حيث يشير معامل التحديد (R^2) إلى أن شدة تمثيل هذه العلاقة ضعيفة، حيث أن 17% من التغيرات في القروض متوسطة الأجل لدى المصارف الخاصة ناتجة عن التغير في الكتلة النقدية، وبالنسبة للقروض طويلة الأجل فإن 11% من نمو هذه القروض يعود سببه إلى الكتلة النقدية، كما أن معامل الانحدار (β) يشير إلى أن اتجاه العلاقة طردي بالنسبة للقروض متوسطة وطويلة الأجل، أي أن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى زيادة الإقراض متوسط وطويل الأجل، وفيما يأتي عرض لنتائج الاختبارات القياسية التي تمت دراستها.

جدول 20 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي الخاص والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

الحساب	α	β	R-squared	F-statistic	Prob(F-statistic)
الحساب الجاري	0.011021	0.037949	0.000173	0.00656	0.935873
ودائع شهر	-0.02881	4.368637	0.202381	9.641817	0.003586
ودائع 3 أشهر	0.056048	-1.51733	0.019615	0.760282	0.388716
ودائع 6 أشهر	0.053566	-0.3468	0.002224	0.084713	0.772591
ودائع 9 أشهر	0.074363	0.643979	0.002801	0.106738	0.745681
ودائع سنة	0.090036	-0.90473	0.009579	0.367509	0.547970
ودائع أكثر من سنة	0.361472	11.26961	0.017291	0.668626	0.418629
ودائع توفير أقل من مليون	0.032113	0.015403	0.000015	0.000570	0.981074
ودائع توفير أكثر من مليون	0.042522	-3.28578	0.177576	8.204864	0.006768
ودائع الأطفال	0.037610	-0.23913	0.001462	0.055645	0.814784

جدول 21 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي العام والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.921558	0.009826	0.000259	-0.04972	0.007216	الحساب الجاري
0.754139	0.099515	0.002612	-0.37810	0.017566	ودائع شهر
0.837374	0.042711	0.001123	0.28693	-0.026950	ودائع 3 أشهر
0.128667	2.412407	0.059695	1.23267	-0.01394	ودائع 6 أشهر
0.515603	0.430694	0.011207	8.47580	0.298063	ودائع 9 أشهر
0.863145	0.030117	0.000792	0.23656	0.036222	ودائع سنة
00.97033	0.001402	0.000037	-0.04548	0.022956	ودائع أكثر من سنة
0.765781	0.090025	0.002363	-0.12327	0.002217	ودائع توفير أقل من مليون
0.457643	0.563081	0.014602	-1.10081	0.005229	ودائع توفير أكثر من مليون
0.440431	0.607841	0.015744	-4.20461	0.161017	ودائع الأطفال

جدول 22 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين قروض القطاع المصرفي الخاص والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.174694	1.913091	0.047931	1.924109	0.034819	قروض قصيرة الأجل
0.007994	7.838644	0.171005	1.13459	0.030065	قروض متوسطة الأجل
0.035301	4.76451	0.111413	1.67774	0.045688	قروض طويلة الأجل

جدول 23 معاملات الانحدار للنماذج القياسية

للعلاقة بين إيداعات القطاع المصرفي العام والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β	α	الحساب
0.956514	0.003013	0.000079	0.141271	0.101846	قروض قصيرة الأجل
0.937927	0.006145	0.000162	-0.06649	0.008566	قروض متوسطة الأجل
0.937927	0.330336	0.008618	0.598653	0.030419	قروض طويلة الأجل

3. النموذج القياسي المتعدد للإيداعات والقروض:

وفي سبيل البحث عن العوامل المؤثرة في حجم الإيداعات والائتمان، تم بناء النموذج القياسي للانحدار الخطي المتعدد، وذلك بإدخال كل من متغير سعر الفائدة (r) ومتغير الكتلة النقدية (M_2) كمتغيرين مستقلين إلى النموذج القياسي الذي يمثل العلاقة الخطية بين هذين المتغيرين من جهة والمتغير التابع (الإيداعات، القروض) من جهة ثانية، ويمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد بالمعادلة الآتية:

$$y = a + \beta_1 r + \beta_2 M_2 + u_i$$

حيث إن:

y : المتغير التابع الذي يمثل نمو حجم الإيداع (D)، أو نمو حجم الإقراض (L).

r : المتغير المستقل الأول ويمثل سعر الفائدة.

M_2 : المتغير المستقل الثاني ويمثل الكتلة النقدية.

a : يمثل الحد الثابت.

β_1 : معامل الانحدار لمتغير سعر الفائدة.

β_2 : معامل الانحدار لمتغير الكتلة النقدية.

u_i : يمثل الخطأ العشوائي (الحد العشوائي).

وتبيّن الجداول (24، 25، 26، 27) النتائج التي تم الحصول عليها عند إجراء

الاختبارات الإحصائية على نموذج الانحدار المتعدد.

جدول 24 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين

إيداعات القطاع المصرفي الخاص وسعر الفائدة والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β_2	β_1	α	الحساب
0.785745	0.242701	0.012949	0.079969	-0.09279	0.009939	الحساب الجاري
0.013514	4.845937	0.207571	4.255679	-0.19827	-0.02624	ودائع شهر
0.112709	2.316957	0.111301	-1.14869	-1.42397	0.047275	ودائع 3 أشهر
0.947355	0.054161	0.002919	-0.36653	-0.11469	0.053811	ودائع 6 أشهر
0.414389	0.902261	0.046503	0.959887	1.488773	0.073194	ودائع 9 أشهر
0.573120	0.565119	0.029642	-0.817550	1.379198	0.090245	ودائع سنة
0.691631	0.372401	0.019733	11.56650	-1.713090	0.356690	ودائع أكثر من سنة
0.600775	0.516617	0.027167	0.042304	0.121969	0.029631	ودائع توفير أقل من مليون
0.000103	11.89026	0.391252	-2.778730	-0.52362	0.037193	ودائع توفير أكثر من مليون
0.96596	0.034665	0.001870	0.037083	-0.21845	0.019848	ودائع الأطفال

جدول 25 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين

إيداعات القطاع المصرفي العام وسعر الفائدة والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β_2	β_1	α	الحساب
0.253024	1.426603	0.071593	-0.09005	0.10408	0.008392	الحساب الجاري
0.843586	0.170877	0.009152	-0.47752	-0.16966	0.020025	ودائع شهر
0.854053	0.158436	0.008491	0.162291	-0.22194	-0.02395	ودائع 3 أشهر
0.170292	1.857706	0.091253	1.174725	-0.36848	-0.01277	ودائع 6 أشهر
0.037406	3.595823	0.162738	9.694485	-18.7337	0.154205	ودائع 9 أشهر
0.000675	8.951269	0.326079	-0.7543	-2.31825	0.043297	ودائع سنة
0.970237	0.03024	0.001632	-0.06746	0.115867	0.023231	ودائع أكثر من سنة
0.553322	0.601383	0.031484	-0.03681	0.163928	4.40E-05	ودائع توفير أقل من مليون
0.000805	8.691206	0.319633	-0.65054	0.257123	-0.01509	ودائع توفير أكثر من مليون
0.745588	0.295924	0.015744	-4.20552	-0.00748	0.161008	ودائع الأطفال

جدول 26 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين

قروض القطاع المصرفي الخاص وسعر الفائدة والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

Prob(F-statistic)	F-statistic	R-squared	β_2	β_1	α	الحساب
0.383371	0.98403	0.050504	1.795725	-0.257816	0.037044	قروض قصيرة الأجل
0.031102	3.817339	0.171048	1.13416	-0.014994	0.030003	قروض متوسطة الأجل
0.107711	2.368059	0.113478	1.61521	0.126893	0.047272	قروض طويلة الأجل

جدول 27 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين

قروض القطاع المصرفي العام وسعر الفائدة والكتلة النقدية والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

الحساب	α	β_1	β_2	R-squared	F-statistic	Prob(F-statistic)
قروض قصيرة الأجل	0.077482	-4.532665	0.256537	0.075994	1.521515	0.231731
قروض متوسطة الأجل	0.005702	5.034146	0.298543	0.690478	41.26962	0
قروض طويلة الأجل	0.023837	-8.688647	0.084429	0.915296	199.907	0

تشير النتائج السابقة إلى الآتي:

أ- العلاقة بين الإيداعات وكل من سعر الفائدة والكتلة النقدية: حيث يتأثر (20%)

من نمو إيداعات لأجل شهر بالتغيرات الحاصلة بسعر الفائدة بعلاقة عكسية، وبالتغيرات في الكتلة النقدية بعلاقة طردية، ويتأثر (39%) من نمو ودائع التوفير للمبالغ أكثر من مليون ليرة سورية بالتغيرات الحاصلة في سعر الفائدة والكتلة النقدية بعلاقة عكسية، وهذا فيما يتعلق بالمصارف الخاصة. أما بالنسبة للمصارف العامة فإن (16%) من نمو ودائع تسعة أشهر يعود سببه إلى سعر الفائدة بعلاقة عكسية، وإلى الكتلة النقدية بعلاقة طردية، كما يتأثر (33%) من نمو ودائع لأجل سنة بالتغيرات في سعر الفائدة والكتلة النقدية بعلاقة عكسية، في حين أن (32%) من نمو ودائع التوفير للمبالغ أكثر من مليون ليرة سورية يعود سببه للتغيرات الحاصلة في سعر الفائدة بعلاقة طردية، وللتغيرات في الكتلة النقدية بعلاقة عكسية.

ب- العلاقة بين القروض وكل من سعر الفائدة والكتلة النقدية: يعود سبب تغير نمو

القروض متوسطة الأجل لدى المصارف الخاصة بنسبة (17%) إلى التغيرات الحاصلة في سعر الفائدة بعلاقة عكسية، وإلى التغيرات في الكتلة النقدية بعلاقة

طردية. وبالنسبة للمصارف العامة فإن (69%) من نمو القروض متوسطة الأجل سببه التغيرات في سعر الفائدة والكتلة النقدية بعلاقة طردية، في حين يتأثر (92%) من نمو القروض طويلة الأجل بالتغيرات الحاصلة في سعر الفائدة بعلاقة عكسية، وبالتغيرات في الكتلة النقدية بعلاقة طردية.

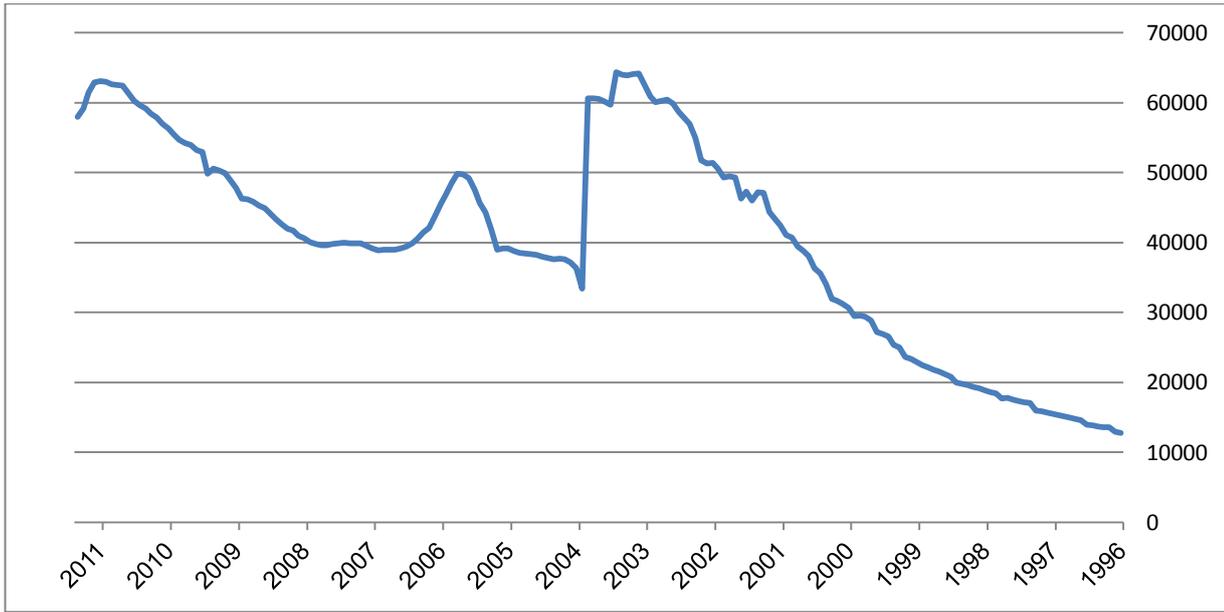
ت- بمقارنة هذه النتائج مع النتائج التي تم الحصول من النموذج القياسي البسيط يلاحظ أن الأثر الأكبر يعود للتغيرات في سعر الفائدة.

خامساً- تطور أسعار الفائدة وأثره على شهادات الاستثمار:

1. تطور مبيعات شهادات الاستثمار

تصدر شهادات الاستثمار من قبل مصرف التسليف الشعبي في سورية، ويحدد مجلس النقد والتسليف أسعار الفائدة على شهادات الاستثمار للفئتين (أ، ب)، حيث يمكن استرداد قيمة الشهادة في أي وقت، تعدّ شهادات الفئة (أ) ذات قيمة متزايدة وتضاف الفائدة على قيمة الشهادة من هذه الفئة كل ثلاثة أشهر بدءاً من الشهر الذي يلي تاريخ الإيداع. وأما بالنسبة للشهادات من الفئة (ب) ذات العائد الجاري تحتسب فائدتها كل ستة أشهر وتدفع نقداً لمالكها. ويبين الشكل البياني رقم (4-26) صافي المبيعات خلال الفترة الزمنية (1996- أيار 2011)، ويلاحظ نمو صافي المبيعات من بداية الفترة وحتى نهاية عام 2003، حيث انخفض صافي المبيعات بصورة ملحوظة نتيجة انخفاض سعر الفائدة على شهادات الاستثمار بمقدار نقطة مئوية ونصف النقطة وفق قرار مجلس النقد والتسليف رقم (43) تاريخ 2004/1/5 ليصبح 6.5%.

الشكل (4-26) معدل نمو صافي مبيعات شهادات الاستثمار للفترة (1996- أيار 2011)

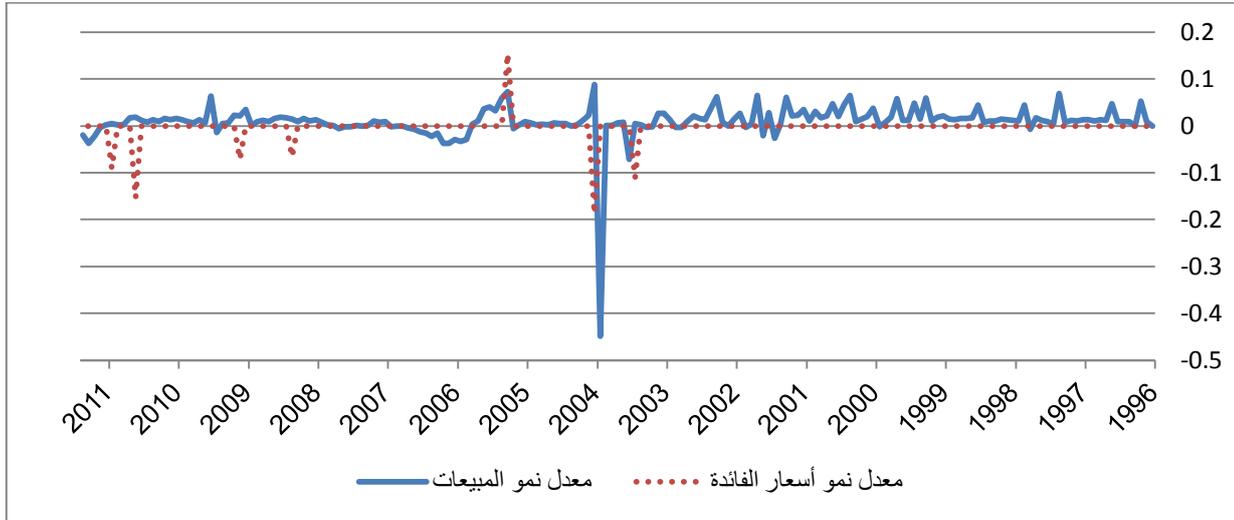


مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (1996-2011).

2. تطور سعر الفائدة على شهادات الاستثمار وأثره على صافي المبيعات:

اتسمت التغيرات في سعر الفائدة على شهادات الاستثمار بالاستقرار النسبي خلال الفترة المدروسة، ويظهر الشكل البياني رقم (4-27) التغيرات التي طرأت على سعر الفائدة على شهادات الاستثمار والتغيرات في نمو صافي المبيعات، وعلى الرغم من الاستقرار النسبي لسعر الفائدة فإن نمو صافي المبيعات لا يبدو مستقرًا خلال الفترة المدروسة (1996- أيار 2011)، حيث يلاحظ أن التغيرات الحادة (النقاط المتطرفة في المنحنى) لنمو صافي المبيعات تترافق مع التغيرات في سعر الفائدة على شهادات الاستثمار.

الشكل (4-27) تطور معدل أسعار الفائدة
على شهادات الاستثمار ونمو صافي المبيعات خلال الفترة (1996-أيار 2011)



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2011-1996).

وببناء نموذج قياسي للعلاقة بين معدل نمو صافي المبيعات كمتغير تابع وسعر الفائدة

المحدد عليها كمتغير مستقل يمكن أن يكون له الشكل الرياضي القياسي الآتي:

$$C = a + \beta r + u_i$$

حيث أن C يمثل معدل نمو صافي مبيعات شهادات الاستثمار، و r يمثل سعر الفائدة

المحددة على شهادات الاستثمار، a الحد الثابت، β معامل الانحدار لمتغير سعر الفائدة، u_i

الحد العشوائي.

ويوضح الجدول رقم (28) نتائج الاختبارات الإحصائية على هذه العلاقة، حيث يبين

اختبار (F) أن العلاقة غير معنوية عند مستوى الدلالة 5% بين أسعار الفائدة ومعدل نمو

صافي مبيعات شهادات الاستثمار، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم (H_0) بأن التغيرات في

أسعار الفائدة لا تؤدي إلى تغيرات في معدل صافي المبيعات.

جدول 28 معاملات الانحدار للنماذج القياسية للعلاقة بين

معدل نمو صافي مبيعات شهادات الاستثمار وأسعار الفائدة والاختبارات الإحصائية الخاصة بها

الحساب	α	β	R-squared	F-statistic	Prob(F-statistic)
معدل صافي المبيعات	-0.026104	0.446671	0.017523	3.263846	0.072466

سادساً- تطور سعر الفائدة وأثره على العائد لدى المصارف:

يعدّ هامش سعر الفائدة مؤشراً مهماً على نمو الاقتصاد وتطوره، كما يعدّ مؤشراً رئيسياً على كفاءة القطاع المصرفي، ويعكس مدى تطور القطاع المالي¹، ويعرّف هامش سعر الفائدة بأنه الفرق بين سعر الفائدة على الإقراض وسعر الفائدة على الإيداع². وبالتالي فإن هامش سعر الفائدة يأخذ مكاناً لدى اهتمامات إدارات المصارف كونه مؤشراً على ربحية المصرف وعلى مركزه المالي وبالتالي يعكس قدرة المصرف على منح الائتمان. كما يعدّ صناع السياسة النقدية عاملاً يبدل على اتجاهات سعر الفائدة السائد على الإيداع والإقراض، ويمكن الاعتماد عليه في تحديد الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، وتصحيح هيكل هذه الأسعار في القطاع المصرفي للاقتصاد.

1. هامش سعر الفائدة لدى المصارف الخاصة:

يتصف هامش سعر الفائدة لدى القطاع المصرفي الخاص بالاتساع كما في معظم الدول النامية، ويبين الشكل البياني رقم (4-28) مدى اتساع هامش سعر الفائدة³ في بداية الفترة المدروسة حيث بلغ (6.2%)، إلا أنه بدأ بالانخفاض ليصل إلى أدنى مستوى له (4.02%) في

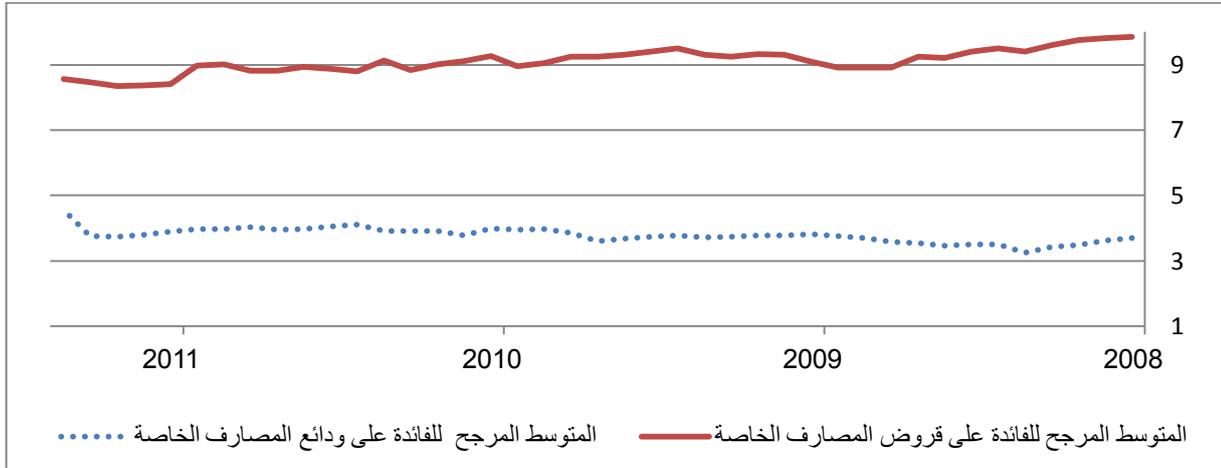
¹ Folawewo, O. Abiodun and David Tennant, **Determinants Of Interest Rate Spreads In Sub-Saharan African Countries: a dynamic panel analysis**, the 13th Annual African Econometrics Society Conference, Pretoria, Republic of South Africa, 9 – 11 July, 2008.

² Were, Maureen and Joseph Wambua, **Assessing The Determinants Of Interest Rate Spread Of commercial banks in kenya: an empirical investigation**, Central Bank of Kenya, April 2013

³ تم حساب هامش سعر الفائدة بالفرق بين المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الإقراض والمتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الإيداع متضمنة التكاليف التشغيلية والإدارية، والديون المتعسرة والمشكوك في تحصيلها، لتعذر الحصول على البيانات اللازمة لحساب هامش سعر الفائدة الصافي.

أيار 2011. ويعود سبب ارتفاع هامش سعر الفائدة إلى ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض بالدرجة الأولى، ثم إلى انخفاض سعر الفائدة على الإيداع بالدرجة الثانية. أما سبب انخفاض الهامش في نهاية الفترة المدروسة فيعود إلى انخفاض سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية مع ارتفاع بسيط في سعر الفائدة على الإيداع كما هو موضح في الشكل المذكور.

الشكل (4-28) المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع والقروض لدى المصارف الخاصة خلال الفترة (2008-أيار 2011)

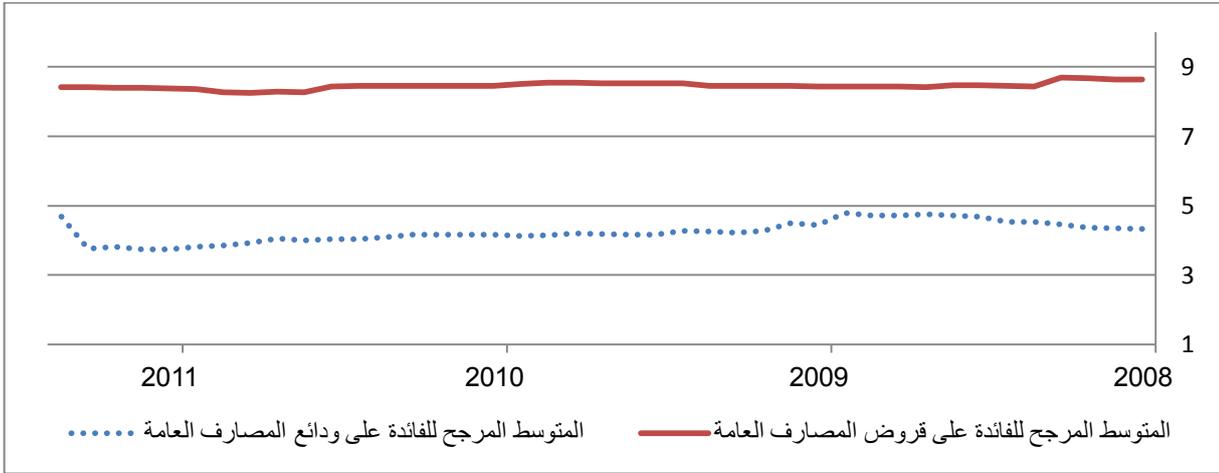


مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

2. هامش سعر الفائدة لدى المصارف العامة:

كما المصارف الخاصة، يتصف هامش سعر الفائدة لدى المصارف العامة بالاتساع أيضاً، بالرغم من ذلك فإنه لدى المصارف العامة أقل من المصارف الخاصة، حيث بلغ أعلى مستوى له (4.65%) في بداية عام 2011، وأما أدنى مستوياته (3.64%) فكانت في نهاية عام 2008 نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة الدائنة، ويلاحظ من الشكل البياني رقم (4-29) الاستقرار النسبي للمتوسط المرجح لكل من أسعار الفائدة الدائنة والمدينة.

الشكل (4-29) المتوسط المرجح لأسعار الفائدة
على الودائع والقروض لدى المصارف العامة خلال الفترة (2008-أيار 2011)

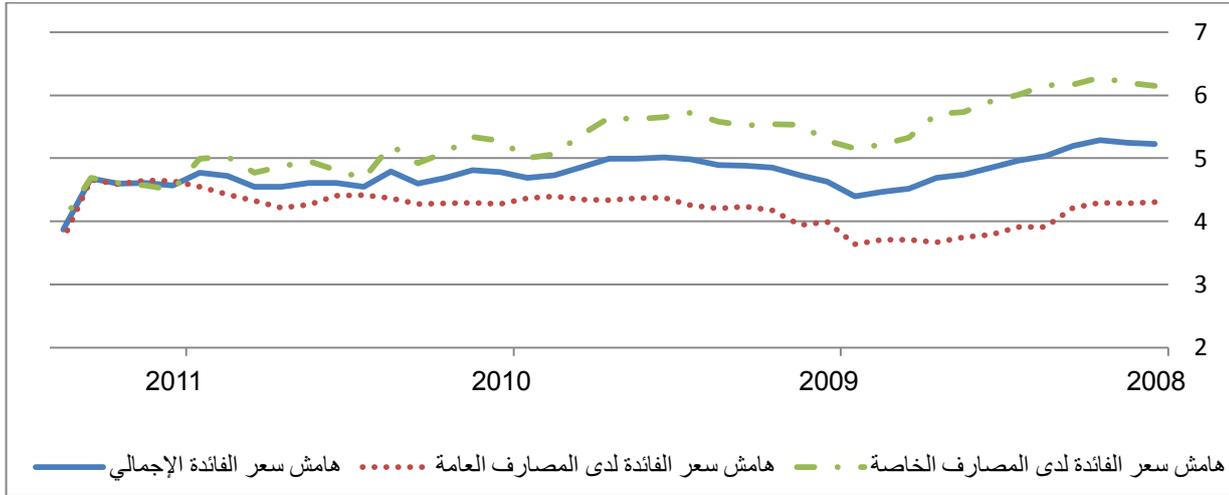


مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

3. هامش سعر الفائدة الإجمالي:

إن ارتفاع هامش سعر الفائدة لدى المصارف الخاصة والعامة أدى إلى ارتفاع هامش سعر الفائدة الإجمالي، خاصةً في بداية الفترة المدروسة، فارتفع سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية لدى كلا القطاعين من أهم أسباب ارتفاع هامش سعر الفائدة، وبالرغم من تخفيض قرارات مجلس النقد والتسليف الأخيرة لسعر الفائدة الدائنة والذي من شأنه أن يخفض سعر الفائدة المدينة وتخفيض تكلفة التمويل كنتيجة متوخاة، فإن استجابة الأخيرة لم تكن آنيةً بسبب وجود فائض سيولة لدى القطاع المصرفي وعدم وجود قنوات استثمارية لتوظيف هذه الأموال، أي ضعف حساسية سعر الفائدة المدينة تجاه التغيرات في سعر الفائدة الدائنة، مما ساهم في قدرة المصارف بالحفاظ على سعر الفائدة المدينة مرتفعاً واستخدام الحد الأدنى لسعر الفائدة الدائنة معظمةً أرباحها بذلك، في الوقت الذي دعم وجود فائض السيولة قدراتها التنافسية.

الشكل (4-30) هامش سعر الفائدة لدى
المصارف الخاصة والعامة والهامش الإجمالي خلال الفترة (2008-أيار 2011)



مصدر البيانات: مصرف سورية المركزي للأعوام (2008-2011).

ينطوي أثر ارتفاع هامش سعر الفائدة على جانبين هامين، الأول تثبيط الاستثمار الناتج عن ارتفاع أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض الطلب على الائتمان. وأما الجانب الثاني فهو تراجع الادخار الناتج عن انخفاض أسعار الفائدة على الإيداع، الأمر الذي يضعف القدرة على تمويل الاستثمار على المدى طويل الأجل.

وتجدر الإشارة إلى أن هامش سعر الفائدة لدى المصارف العامة كان أقل منه لدى المصارف الخاصة، كما يلاحظ من الشكل البياني رقم (4-30) أن تغيّر هامش سعر الفائدة لدى المصارف العامة كان أكثر استقراراً من المصارف الخاصة، ويعود هذا إلى الاستقرار النسبي في أسعار الفائدة على الإقراض والإيداع على حدٍ سواء لدى المصارف العامة.

سابعاً- قراءة في الأزمة السورية (2011-2013):

تمرّ سورية في الوقت الراهن وخلال السنتين الأخيرتين بجملة من المتغيرات السياسية والأمنية والاقتصادية، التي لا بدّ أن تنعكس على حالة الاقتصاد لأي بلد. ومن أبرز النتائج التقلبات الحادة في سعر صرف الليرة السورية باتجاه عام نحو الهبوط. ويُعتقد أن ذلك يرجع بصورة رئيسة إلى تنامي الطلب على العملات الأجنبية بهدف التحوط، والحفاظ على قيمة المدخرات، خوفاً من استمرار انخفاض قيمة العملة المحلية، ويعدّ هذا الأمر من أهم الأسباب التي تؤدي إلى اضطراب المستوى العام للأسعار، إلا أن الأثر الأكبر لذلك يكون في بداية الأزمات عادةً. إذن ما الذي أدى إلى تعميق أزمة سعر الصرف في الاقتصاد السوري؟ وما تداعيات ذلك؟.

للإجابة عن هذا التساؤل لا بدّ من تحليل واقع الاقتصاد السوري في الفترة الأخيرة، ورصد التغيرات الحاصلة التي قد تكون هيأت البيئة لتصاعد آثار الأزمة الراهنة. وفي ظل عدم توافر أي بيانات خلال السنتين الأخيرتين اكتفى الباحث برصد تطور سعر الصرف وآثاره.

1. تحليل الواقع الراهن:

عند قراءة أهمّ المتغيرات الاقتصادية السورية يُلاحظ ما يلي:

- أ- ارتفاع عجز الموازنة العامة في السنوات الأخيرة لتلبية الإنفاق الحكومي¹، وبصورة خاصة في ظل التراجع الحاد للإيرادات العامة بسبب الأزمة الحالية².
- ب- ارتفاع عجز ميزان المدفوعات نتيجة ارتفاع المستوردات بالمقارنة مع الصادرات قدرته بعض المصادر³ بحدود (6.5) مليار دولار أمريكي في عام 2013، والسبب في ذلك انخفاض النشاط الاقتصادي بصورة رئيسة، وارتفاع حجم مستوردات المشتقات النفطية.
- ت- الارتفاع العام في مستوى الأسعار⁴.
- ث- ارتفاع حجم الاكتناز-خصوصاً الذهب والعملات الأجنبية- مقابل انخفاض الاستثمار الحقيقي سيما في ظل تقلب أسعار الصرف وهبوط القيمة الحقيقية لسعر الفائدة.
- ج- انخفاض الدخل الحقيقي للأفراد وارتفاع نسب البطالة.

وعلى اعتبار أن تحقيق استقرار الأسعار يمثل الهدف النهائي للسلطة النقدية، فمن

المفترض أن أدوات السياسة النقدية تعمل على تحقيق هذا الهدف، إلا أن الاعتماد على سياسة

¹ أقر مجلس الشعب بحسب وكالة الأنباء السورية سانا في جلسته الأربعاء 2012/12/19 مشروع القانون المتضمن الموازنة العامة للدولة للسنة المالية لعام 2013 بإجمالي 1383 مليار ليرة بزيادة قدرها 4 بالمئة عن موازنة 2012، كما بين الوزير الجليلاتي أن الموازنة العامة للدولة بدأت تتحول من وفورات إلى عجز بدءاً من عام 2003 وليس من الآن وذلك بسبب الاعتماد على الموارد النفطية بشكل أساسي وارتفاع نسب استيراد المشتقات النفطية من الخارج. ونقلت وكالة الأنباء السورية الرسمية (سانا) عن وزير المالية قوله أمام مجلس الشعب إن "العجز المقدر في مشروع الموازنة العامة للدولة لعام 2013 بلغ نحو 745 مليار ليرة سورية مقارنة مع العجز المتوقع لعام 2012 بزيادة 216 مليار ليرة سورية عن موازنة العام الماضي"، لافتاً إلى أنه "من المتوقع تدني الإيرادات الجارية والاستثمارية بشكل كبير في عام 2013 نظراً للظروف الراهنة التي تمر بها سورية".

² أشار وزير المالية في جلسة مناقشة مشروع موازنة 2013 أمام مجلس الشعب إلى "أن تراجع الإيرادات ناجم عن توقف عدد من المعامل العامة والخاصة بما انعكس سلباً على الأرباح والضرائب معتبراً أن التهرب الضريبي سببه الضعف الإداري وعدم قناعة المواطنين بأوجه صرف الضريبة".

³ وبحسب نشرة الربع الأول لعام 2013 في العدد الثاني والسبعين لأداء أسواق الأوراق المالية العربية التي يصدرها صندوق النقد العربي فإنه " تشير التوقعات الأولية إلى أن الميزان التجاري سيسجل عجزاً عن العام الحالي 2013 بنحو 6.5 مليار دولار مقابل عجز قدر بنحو 5.1 مليار دولار عن العام الماضي، حيث يُتوقع أن تسجل الصادرات الكلية انخفاضاً لتبلغ نحو 2.7 مليار دولار، فيما يُتوقع أن تبلغ الواردات نحو 9.2 مليار دولار".

⁴ بلغ معدل التضخم السنوي في كانون الأول 2012 55.23% مرتفعاً بمقدار 44.23% بالمقارنة مع كانون الأول 2011 إذ بلغ معدل التضخم السنوي فيه 11.01%، وهذا بحسب تقرير التضخم كانون الأول 2012 الصادر عن مصرف سورية المركزي بتاريخ 2013/08/12.

سعر الصرف كأداة نقدية وحيدة في سبيل تحقيق الهدف النهائي، وتحميل هذه الأداة كامل العبء أدى إلى الارتفاع المستمر في الأسعار نتيجة تقلبات سعر الصرف وانتشار المضاربة على نطاق واسع، فضلاً عن استغلال الظروف الراهنة لتحقيق أرباح استثنائية وبصورة خاصة مع ارتفاع نسب البطالة.

2. في أسباب الأزمة:

يعدّ ارتفاع الأسعار المشكلة الأهم التي يتسم بها الواقع الاقتصادي الراهن، ويمكن تحديد أسباب هذا الارتفاع كالآتي:

أ- انخفاض الإنتاج المحلي نتيجة خروج العديد من المنشآت الصناعية عن العمل¹ وبوجه خاص المنشآت الصغيرة والمتوسطة، وانخفاض الإنتاج الزراعي، ويعود هذا إضافةً للأحداث الأمنية إلى ما يلي:

(1) ارتفاع تكلفة المواد الأولية والوسيلة المحلية والمستوردة مع ارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية.

(2) ارتفاع تكاليف الإنتاج التشغيلية (أجور، وقود، أسمدة..).

(3) عدم قدرة أصحاب هذه المؤسسات على التمويل مع توقف عملية الإقراض.

(4) التوقف الجزئي لشبكة النقل الداخلية في بعض المناطق الساخنة وارتفاع تكاليف النقل نتيجة لذلك.

¹ أكد وزير الصناعة كمال الدين طعمة بحسب وكالة الأنباء السورية سانا بتاريخ (3، تشرين الأول، 2013) أن عدد منشآت القطاع الخاص المتضررة نتيجة الأعمال الإرهابية والتي تم إحصاؤها حتى الآن بلغ 720 منشأة بينها 331 في قطاع النسيج و83 في الصناعات الغذائية و158 في الصناعات الهندسية و140 في الصناعات الكيماوية و8 منشآت في الصناعات الدوائية. وبين وزير الصناعة خلال جلسة مجلس الشعب بالتاريخ المذكور أن إجمالي قيمة الخسائر بلغت حتى الآن نحو 100 مليار ليرة في القطاع العام الصناعي و230 مليار ليرة في القطاع الخاص لافتاً إلى "تضرر معظم منشآت القطاع الصناعي في مدينة حلب وتوقفها بشكل كلي عن العمل".

5) ظهور مشكلة الأسواق المجزأة نتيجة الانقطاع المتكرر لشبكة النقل بين

المحافظات من جهة، وبين مناطق المحافظة الواحدة من جهة أخرى، الأمر

الذي خلق فروقاً في الأسعار.

وبالتالي أدى خروج المنشآت الإنتاجية إلى انخفاض حجم عرض السلع بالنسبة لحجم

الطلب عليها، وإلى خروج العديد من العمال من سوق العمل وارتفاع نسب البطالة.

ب- ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية مقابل الليرة السورية الذي أدى إلى ارتفاع تكاليف

المستوردات، وبرز أثر التضخم المستورد بصورة كبيرة على السلع المستوردة الموضوعة في

الاستهلاك المحلي الأمر الذي انعكس على ارتفاع المستوى العام للأسعار.

ت- انخفاض الاستثمار الحقيقي الذي أدى إلى الاعتماد على المستوردات بصورة أساسية لتلبية

احتياجات السوق من السلع والمواد الأولية اللازمة للإنتاج المحلي، والاستفادة من تسهيلات

التجارة الخارجية في السنوات الأخيرة، مما أدى إلى خروج المنتج المحلي من السوق السورية

نتيجة ضعف المنافسة مع السلع المستوردة، وعدم دعم الإنتاج المحلي وحمايته.

يلاحظ مما سبق أن هناك أسباباً عديدة أدت إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، ومن

الخطأ الاعتماد على فكرة أن السبب في ذلك هو ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية مقابل

الليرة السورية فقط على الرغم من أهميته.

3. خطوات في حل الأزمة:

تتسم الأزمة بسمتين أساسيتين هما: اختلال التوازن في سوق النقد وسوق السلع، وظهور الفجوة التضخمية، الأمر الذي يستدعي اتخاذ إجراءات أساسية وجوهرية في سبيل معالجة هاتين القضيتين، ويمكن صياغة هذه الإجراءات ضمن محورين رئيسيين يتناولان القطاعين النقدي والحقيقي:

المحور الأول: العمل على توازن القطاع النقدي واستقراره، ويتطلب هذا الأمر استخدام السلطة النقدية لأدواتها النقدية لنقل العبء من سياسة سعر الصرف التي تتسم بارتفاع الحساسية تجاه التغيرات السياسية والأمنية وتفعيل سياسة سعر الفائدة بوصفها أداة رئيسة للسياسة النقدية، إلى جانب سياسة الاحتياطي القانوني، كما يتطلب الأمر تفعيل الأدوات النقدية الأخرى كنافذة الخصم وعمليات السوق المفتوحة، وعلى اعتبار أن لسعر الفائدة دوراً جوهرياً في تحقيق التوازن في سوق النقد وسوق السلع، ينبغي على السلطة النقدية اعتماد آلية واضحة ومحددة في تحريك أسعار الفائدة للوصول إلى هذا التوازن بحيث تحقق الآتي:

- أ- جذب الإيداعات (بالليرة السورية والعملات الأجنبية) لتوفير السيولة اللازمة لعملية خلق الائتمان، والحدّ من عمليات المضاربة بالليرة السورية.
- ب- دعم سياسة الإقراض وتوفير فرص التمويل اللازم لعملية الاستثمار الحقيقي، ودعم الإنتاج المحلي الزراعي والصناعي لتخفيض المستوردات، وبالتالي تخفيض عجز ميزان المدفوعات.
- ت- تعزيز قدرة المصرف المركزي في التحكم بالكتلة النقدية في الاقتصاد والحدّ من الضغوط التضخمية.

وفي إطار المحور الأول لا بدّ من رفع سعر الفائدة على شهادات الاستثمار، إذ تبين من خلال دراسة العلاقة بين أسعار الفائدة على شهادات الاستثمار ونمو صافي المبيعات-خلال الدراسة التطبيقية الواردة في هذا البحث- تأثر نمو مبيعات شهادات الاستثمار بالتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة، كما تشير هذه الحالة إلى تفضيل المدخرين الاستثمار في شهادات الاستثمار وحساسيتهم تجاه أسعار الفائدة المحددة عليها، كما يمكن قياس هذا الأمر في تفعيل سوق السندات، الأمر الذي يحقق غايتين أساسيتين هما تمويل عجز الموازنة بجذب الادخار عن طريق الاستثمار في السندات، وتعزيز قدرة السلطة النقدية على التحكم في العرض النقدي من خلال التدخل في سوق السندات بيعاً أو شراءً.

المحور الثاني: يتناول العمل على توازن القطاع الحقيقي واستقراره، وهذا يتطلب بالدرجة الأولى دعم الاستثمار الحقيقي لزيادة الناتج المحلي ولا سيما الزراعي والصناعي، والعمل على ردم الفجوة الحاصلة بين العرض والطلب، ولذلك يجب زيادة الإنفاق الاستثماري وتمويل المنتجين الزراعيين والصناعيين وفق آلية واضحة ودقيقة لعملية الإقراض تضمن توظيف الأموال المقرضة في مشاريع إنتاجية، وعدم تحول هذه الأموال إلى سوق المضاربة. حيث يمكن تقديم تسهيلات ائتمانية وخفض أسعار الفائدة المدينة عن طريق دعم الحكومة لسياسة الإقراض، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج الحقيقي وانخفاض تكاليفه، إذ تبين من الدراسة التحليلية لسياسة سعر الفائدة -في هذا البحث- ارتفاع نسبة الإقراض قصير ومتوسط الأجل الذي يخصص بمعظمه لأغراض تمويل المشاريع الصغيرة وسد فجوة الدخل للأفراد، وبالتالي فقد ساهم توقف عملية الإقراض في الركود الاقتصادي وإغلاق الكثير من المنشآت الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة، وإلى تسريح العمال وتحول هؤلاء إلى العمل في سوق المضاربة بالعملات لتعويض النقص الحاصل في دخلهم.

النتائج والمقترحات

خاتمة: النتائج والمقترحات

أولاً- النتائج:

(1) حاز سعر الفائدة على قدرٍ كبيرٍ من الاهتمام في النظريات الاقتصادية، وكان محلاً للجدل في ماهيته الاقتصادية من حيث اعتباره ظاهرةً حقيقيةً تتحدد بعوامل حقيقية، أو ظاهرةً نقديةً تتحدد بالطلب على النقود وعرضها على اختلاف دوافع هذا الطلب أو عرضه. وعلى الرغم من اختلاف النظريات في تناول هذا الموضوع إلا أنه كان الإجماع على دور سعر الفائدة في تحقيق التوازن سواء على المستوى الاقتصادي الجزئي أم الكلي، وما له من دور فعّال على مستوى توازن السوق السلعي والنقدي، والتوازن العام.

(2) يمثل سعر الفائدة أداةً هامةً لدى المصارف المركزية للتحكم بالعرض النقدي، واستخدامه في إدارة السيولة عن طريق سعر الخصم وسعر الفائدة في السوق بين المصارف في مواجهة الصدمات من حيث أن السوق النقدية بين المصارف تمثل المرحلة الأولى من عملية انتقال الأثر النقدي لعمليات المصرف المركزي، والتي يستطيع من خلالها أن يؤثر في الأهداف النهائية لسياسته عبر التغييرات في أدواته النقدية، وتوجيه الأموال نحو الادخار والاستثمار والتنمية، واستهداف التضخم.

(3) يأخذ معدل العائد (منحنى الدخل) أهميةً بالغةً لدى كل من المستثمرين والمصارف، وهذا يرتبط بالهيكل الزمني لأسعار الفائدة، فتغيرات أسعار الفائدة وتقلباتها تؤثر بصورة مباشرة في معدل العائد، وبالتالي يتطلب تعظيم العائد تخفيض مخاطر أسعار الفائدة المرتبطة بالأصول المالية، فعلى المستثمرين تحقيق التوازن بين تعظيم العائد على هذه الأصول المترافق مع ارتفاع

مخاطرها، كما يستدعي ذلك الموازنة بين أصول المصارف وخصومها، وحساسية كلاهما للتغيرات في سعر الفائدة.

(4) يستخدم سعر الفائدة في إدارة السياسة النقدية والتحكم في المتغيرات الاقتصادية، وعلى وجه خاص استهداف التضخم من خلال اعتماد سعر الفائدة كهدف وسيط أو تشغيلي للسياسة النقدية، حيث يتم تحديد سعر الفائدة التوازني (في سوق السلع وسوق النقد) لاستهداف معدل النمو لكل من العرض النقدي والناج المحلي والتضخم، وعلى الرغم من اختلاف نماذج التوازن (النموذج الكنزي IS-LM، والنموذج الديناميكي العشوائي، وقاعدة تايلور) في دراستها للمتغيرات الاقتصادية، فإن جميعها تولي سعر الفائدة الدور الأهم في تحقيق التوازن الاقتصادي.

(5) فيما يتعلق بالودائع تم التوصل إلى النتائج الآتية:

أ- بلغ حجم إجمالي الودائع لدى المصارف العامة في نهاية الفترة المدروسة (363,523,823.7) مليون ليرة سورية كما بلغ حجمها لدى المصارف الخاصة (233,554,034.2) مليون ليرة سورية، في حين كان متوسط معدل نمو الودائع لدى المصارف العامة (19.5%) أقل من متوسط معدل نموها لدى المصارف الخاصة 23%، وعلى الرغم من ضعف المصارف الخاصة في استحوادها على المدخرات مقارنةً بالمصارف العامة، إلا أنها تعمل على منافسة الأخيرة بجذب المدخرات مع مرور الزمن، حيث لوحظ التقارب في أسعار الفائدة الدائنة لدى كلا القطاعين.

ب- ارتفعت نسب الودائع متوسطة وطويلة الأجل مع انخفاض في نسب الودائع قصيرة الأجل وحساب التوفير والحساب الجاري لدى القطاع المصرفي بشقيه العام والخاص، نتيجة التغيرات التي حصلت على أسعار الفائدة الدائنة وفق قرارات مجلس النقد والتسليف ومنح إدارات المصارف هامشاً للحرية في تحديد سعر الفائدة الدائنة لديها تراوح بين $\pm 1\%$ إلى $\pm 2\%$ ، وهذا يعني تحقيق هدف تلك القرارات في تغيير هيكل الودائع باتجاه الودائع متوسطة وطويلة الأجل، الأمر الذي يحقق ميزتين هامتين؛ الأولى تتيح للمصارف

العامة إمكانية إدارة موجوداتها ومطالبها، والعمل على موازنتها وفقاً لحساسيتها لتحركات سعر الفائدة على اعتبار أن المطالب أكثر حساسية لسعر الفائدة من الموجودات لأن الأولى تتسم بقصر الأجل نسبياً. والميزة الثانية رفع قدرة المصارف على منح الائتمان وبصورة خاصة طويل الأجل ما يسهم في زيادة القدرة على تمويل الاستثمار.

ت- ساهم غياب بعض أنواع الودائع قصيرة الأجل (أسبوع، أسبوعين) بارتفاع نسبة الإيداعات بالحساب الجاري مقارنةً بالأنواع الأخرى، من حيث أن عملية الإيداع ترتبط -في اقتصادنا- بحاجة المدخرين لأموالهم المودعة في تنفيذ معاملاتهم اليومية أو الأسبوعية (قصيرة الأجل) كتسديد الرواتب والأجور والمستحقات التي تتصف بالتواتر الزمني المرتفع نسبياً.

ث- انخفضت حصة حساب التوفير من الإيداعات بعد أن شكل لفترة طويلة من الزمن النسبة الأكبر منها، نتيجة تجزئة سعر الفائدة عليه، بتحديد سقف مليون ليرة سورية للحساب يحمل سعر فائدة يقترب من الفائدة على ودائع لأجل، وجعل سعر الفائدة على المبالغ التي تزيد عن مليون ليرة مماثلةً لفائدة الحساب الجاري.

ج- أظهرت النماذج القياسية للعلاقة بين نمو الإيداعات وسعر الفائدة المحدد عليها ضعف حساسية نمو الإيداعات تجاه التغيرات في سعر الفائدة، وفي بعض الأحيان كانت هذه العلاقة عكسية، الأمر الذي يخالف النظرية الاقتصادية من حيث أن هذه العلاقة يجب أن تكون طردية، في حين أن الواقع يشير إلى تأثر نمو أحد آجال الإيداعات بسعر الفائدة المحدد على الآجال الأخرى بشدة، أي أن تغيير سعر الفائدة المحدد على أحد آجال الإيداعات قد لا يؤثر في نمو هذا الأجل بقدر ما يؤثر في نمو إيداعات أجل آخر، فمثلاً ازداد نمو الإيداعات لثلاثة أشهر عند انخفاض سعر الفائدة عليها وذلك بسبب انخفاض سعر الفائدة المحدد على ودائع لأجل سنة -حيث أن أسعار الفائدة تتحرك معاً- وتحول المدخرات من أجل سنة إلى أجل ثلاثة أشهر، وهذا يعني تأثير سعر الفائدة على نمو الإيداعات بصورة غير مباشرة.

ح- إن إتباع سياسة أسعار الفائدة المحددة، والمحرة بصورة جزئية فيما يخص الفائدة الدائنة، يبقى استجابة نمو الإيداعات للتغيرات في أسعار الفائدة ضمن إطار محدد وضيق، كما

يحدّ من المنافسة بين المصارف ويعيق عملية إدارة السيولة لديها. إضافةً إلى ذلك فإن حساسية المودعين تجاه أسعار الفائدة بدت ضعيفةً، حيث يدخل ضمن العوامل المحددة لاختيار المدخر لأجل الإيداع عوامل أخرى تختلف عن سعر الفائدة وترتبط بثقافة المودع الاقتصادية والائتمانية، فالتفضيل الزمني له يعتمد على حاجته للعائد الذي سيتلقاه، وعلى حاجته المتوقعة للأموال المودعة في زمن تنفيذ معاملاته اليومية، حيث يعدّ هذين العاملين من أهم محددات اختيار أجل الإيداع لدى الأفراد، فمعظم المودعين يحصلون على أموالهم نتيجة صفقات محدودة كعمليات بيع العقار أو استلام حوالات مالية من الخارج، وهذا ما بيّنه تركّز الإيداعات لدى المصارف الخاصة بالودائع لأجل شهر وثلاثة أشهر. في حين أن التجار أو المستثمرين يقدمون على إيداع أموالهم في الحسابات الجارية، ويحصلون على الأموال عن طريق الحساب الجاري المدين، نظراً لارتفاع تواتر تحريك أموالهم من خلال إجراء معاملاتهم اليومية. كما أن انخفاض فرص الاستثمار والقنوات الاستثمارية أدى إلى عدم حساسية عمليات الإيداع والإقراض للتغيرات في أسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وبالتالي غياب إمكانية تفضيل المودع لتكلفة الفرصة البديلة.

(6) فيما يتعلق بالقروض تم التوصل إلى النتائج الآتية:

أ- ازداد حجم القروض الإجمالي الممنوح للعملاء من قبل كل من المصارف العامة والخاصة، وهذا الأمر ينطبق على كافة آجال القروض والسلف، إلا أن حجم التسليف لدى المصارف العامة فاق بكثير حجم تسليف المصارف الخاصة. كما ارتفع حجم الإقراض لدى المصارف الخاصة بالقروض متوسطة الأجل في عامي 2010 و2011 بصورة ملحوظة مقارنة بالأعوام السابقة نتيجة تمويل شراء السلع المعمرة - السيارات بوجهٍ خاص - وانخفاض سعر الفائدة المحدد عليها، وبالمقابل ارتفع حجم الإقراض قصير الأجل لدى المصارف العامة بصورة كبيرة في الفترة نفسها مقارنةً بالأعوام السابقة. ولوحظ ضعف إسهام المصارف الخاصة في التمويل طويل الأجل والذي يخصص في معظمه للاستثمار، وقد يكون السبب في هذا الضعف ارتفاع مخاطر عدم السداد في القروض طويلة الأجل بالمقارنة مع حجم المركز المالي للمصرف، وطول دورة حياة هذه

القروض بالمقارنة مع القروض قصيرة ومتوسطة الأجل، إضافةً إلى الإحجام النسبي للمقترضين عن الاقتراض بسبب ارتفاع سعر الفائدة لدى المصارف الخاصة مقارنة مع المصارف العامة، وهذا يعود لارتفاع سعر الفائدة المدبنة والاختلاف في أساليب حساب تكلفة التمويل لدى المصارف الخاصة، كما إن سعر الفائدة هذا غير ثابت بالنسبة للقروض نفسه حيث يمكن للمصارف تغيير سعر الفائدة خلال فترة استحقاق القرض وهذا الأسلوب غير متبع لدى المصارف العامة.

ب- شهد سعر الفائدة المدبنة انخفاضاً على التسهيلات متوسطة وطويلة الأجل لدى المصارف الخاصة مع مرور الزمن، في حين ازداد على التسهيلات قصيرة الأجل. وعلى نحو مخالف انخفض سعر الفائدة المدبنة لدى المصارف العامة على التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وازداد على التسهيلات متوسطة الأجل.

ت- لوحظ أن سعر الفائدة المدبنة لدى المصارف الخاصة أكثر تذبذباً منه لدى المصارف العامة وقد يعود ذلك إلى تأثير القطاع المصرفي الخاص بالعرض والطلب على الأموال المعدة للإقراض، وإلى المرونة في اتخاذ الإجراءات والقرارات اللازمة لتحديد سعر الفائدة المدبنة، بينما تتصف عملية اتخاذ القرار في تحديد سعر الفائدة لدى المصارف العامة بعدم المرونة، ولا يخضع العمل فيها لقانون العرض والطلب، وإنما يخضع عملها للإدارات العليا بما يواكب سياسة الدولة الاقتصادية، لا سيما أن قرارات مجلس النقد والتسليف هي التي تحدد سعر الفائدة الدائنة، وتحدد سقفاً لسعر الفائدة المدبنة فيما يخص المصارف العامة.

ث- كان سعر الفائدة المدبنة لدى المصارف العامة منخفضاً عما هو لدى المصارف الخاصة ويعزى ذلك لانخفاض تكلفة مصادر الأموال نتيجة التخفيضات التي طرأت أسعار الفائدة الدائنة، وربما الدخول في منافسة مع المصارف الخاصة، كما إن ودائع القطاع العام تودع في معظمها بودائع تحت الطلب لدى المصارف العامة.

ج- أظهرت النماذج القياسية للعلاقة بين نمو القروض وسعر الفائدة المحدد عليها انعدام حساسية نمو القروض تجاه التغيرات في سعر الفائدة لدى المصارف الخاصة، لأن المقترضين يقدمون على الاقتراض قصير ومتوسط الأجل لتغطية الاحتياجات الفردية التي تدخل ضمن ترميم نقص دخل الفرد وتسديد احتياجاته، وتمويل رأس المال العامل

بصرف النظر عن سعر الفائدة، وبصورة خاصة المنشآت الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة، وهذا ينطبق أيضاً على القروض قصيرة الأجل الممنوحة من قبل المصارف العامة، في حين أن التغيرات في أسعار الفائدة أدت إلى تغيرات في معدل نمو الإقراض متوسط وطويل الأجل لدى المصارف العامة، حيث أدى انخفاض سعر الفائدة المدينة إلى انخفاض نمو القروض متوسطة الأجل بنسبة 69% وزيادة في نمو القروض طويلة الأجل بنسبة 92%، هذا يعني تحول المقترضين من الاقتراض متوسط الأجل إلى طويل الأجل.

(7) أثرت التغيرات في الكتلة النقدية في نمو القروض متوسطة وطويلة الأجل المقدمة من المصارف الخاصة فقط وبنسب ضعيفة جداً، في حين أنها لم تؤثر في نمو الإيداعات بصورة عامة لدى القطاع المصرفي الخاص والعام، فالأثر الأكبر كان نتيجة التغيرات في سعر الفائدة وليس الكتلة النقدية على الرغم من الزيادة التي طرأت عليها نتيجة دخول الأموال إثر الحرب الأمريكية على العراق عام 2003، والأزمة السورية اللبنانية عام 2005.

(8) لوحظ ازدياد نمو صافي مبيعات شهادات الاستثمار خلال الفترة (1996-2011)، إلا أنه انخفض بصورة ملحوظة بداية عام 2004 نتيجة انخفاض سعر الفائدة على شهادات الاستثمار بمقدار (1.5%) ليصبح 6.5%. وعلى الرغم من أن التغيرات في سعر الفائدة على شهادات الاستثمار اتسمت بالاستقرار النسبي خلال الفترة المدروسة إلا أن نمو صافي المبيعات لم يكن مستقرًا، وترافقت التغيرات الحادة لنمو صافي المبيعات مع التغيرات في سعر الفائدة على شهادات الاستثمار.

(9) فيما يتعلق بعائد المصارف كانت النتائج الآتية:

أ- اتسم هامش سعر الفائدة لدى القطاع المصرفي الخاص والعام بالاتساع كما في معظم الدول النامية، إلا أنه بدأ بالانخفاض لدى المصارف الخاصة ليصل إلى أدنى مستوى له

- (4.02%) في أيار 2011. ويعود سبب ارتفاع هامش سعر الفائدة إلى ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض بالدرجة الأولى، ثم إلى انخفاض سعر الفائدة على الإيداع بالدرجة الثانية. أما سبب انخفاض الهامش في نهاية الفترة المدروسة فيعود إلى انخفاض سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية مع ارتفاع بسيط في سعر الفائدة على الإيداع.
- ب- على الرغم من ارتفاع هامش سعر الفائدة لدى المصارف العامة إلا أنه كان أقل من المصارف الخاصة، حيث بلغ أعلى مستوى له (4.65%) في بداية عام 2011، وأما أدنى مستوياته (3.64%) فكانت في نهاية عام 2008 نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة الدائنة.
- ت- من أهم أسباب ارتفاع هامش سعر الفائدة ارتفاع سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية لدى كلا القطاعين، وعلى الرغم من تخفيض قرارات مجلس النقد والتسليف الأخيرة لسعر الفائدة الدائنة والذي من شأنه أن يخفض سعر الفائدة المدينة وتخفيض تكلفة التمويل كنتيجة متوخاة، فإن استجابة الأخيرة لم تكن آنيةً بسبب وجود فائض سيولة لدى القطاع المصرفي وعدم وجود قنوات استثمارية لتوظيف هذه السيولة، أي ضعف حساسية سعر الفائدة المدينة تجاه التغيرات في سعر الفائدة الدائنة، مما ساهم في قدرة المصارف في الحفاظ على سعر الفائدة المدينة مرتفعاً واستخدام الحد الأدنى لسعر الفائدة الدائنة لتزويد من أرباحها، في الوقت الذي دعم وجود فائض السيولة القدرة التنافسية لهذه المصارف.
- ث- ينطوي أثر ارتفاع هامش سعر الفائدة على جانبيين هامين، الأول تثبيط الاستثمار الناتج عن ارتفاع أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض الطلب على الائتمان. وأما الجانب الثاني فهو تراجع الادخار الناتج عن انخفاض أسعار الفائدة على الإيداع، الأمر الذي يضعف القدرة على تمويل الاستثمار على المدى طويل الأجل.

ثانياً - المقترحات:

تستهدف المقترحات الإسهام في تطوير سياسة سعر الفائدة كأداة مستخدمة لدى المصرف المركزي في تحقيقه أهداف السياسة النقدية، وإدارة العرض النقدي، وفي رفع كفاءة النظام المصرفي في تعبئة المدخرات لتحقيق النمو الاقتصادي، ومن أبرز المقترحات التي قد تسهم في ذلك ما يلي:

1) الاعتماد على سياسة سعر الفائدة على المستوى النقدي ككل، وليس على أسعار الفائدة المصرفية فقط كما هو الواقع، وهذا يتطلب ما يلي:

أ- تفعيل سوق السندات (أذن الحكومة على نحو خاص) لما له من دور هام في تعبئة المدخرات المكتنزة لدى العامة وتوظيف السيولة الفائضة لدى النظام المصرفي، الأمر الذي يخفف من تمويل عجز الموازنة العامة من خلال الاقتراض المباشر من مصرف سورية المركزي.

ب- استخدام سعر الخصم في إدارة السياسة النقدية التوسعية أو الانكماشية بتغيير معدلاته والسقوف الائتمانية في نافذة الخصم، إضافة إلى تفعيل أثره في السوق بين المصارف على اعتبار أن المصرف المركزي الملجأ الأخير للاقتراض، وذلك إلى جانب قيام المركزي بعمليات السوق المفتوحة.

2) توسيع هامش الحرية لإدارات المصارف العامة في تحديد أسعار الفائدة الدائنة لديها بما يمنحها مستوى مرونة أعلى يتيح خلق بيئة تنافسية في القطاع المصرفي، وينقل آلية تحديد هذه الأسعار من الآلية الإدارية إلى آلية قوى السوق ممثلة بعرض الأموال المعدة للإقراض والطلب عليها.

(3) ابتكار منتجات مصرفية جديدة تتناسب مع التفضيل الزمني للعملاء كالإيداعات لأجل أسبوع أو أسبوعين لتحفيز الأفراد على الادخار وتعبئة الأموال المكتتزة، وتعزيز ثقافتهم المصرفية، الأمر الذي يرفع من مستوى حساسية ادخارهم واقتراضهم تجاه التغيرات في سعر الفائدة ويمنح المرونة لسياسة سعر الفائدة في إدارة العرض النقدي، كما يعزز قدرة المصارف على إدارة موجوداتها ومطالباتها وتوظيف فائض السيولة لديها.

(4) على صعيد استخدام سعر الفائدة الدائنة في تحديد الهيكل الزمني للودائع، ونتيجة ضعف حساسية نمو الودائع لتغيرات أسعار الفائدة المحددة على كل أجل، يمكن استهداف نمو إيداعات أحد الآجال من خلال تغيير سعر الفائدة على أجل مختلف، وذلك بوضع آلية تحدد الأثر غير المباشر لسعر الفائدة على تركيبة آجال الودائع.

(5) ضرورة توفر المرونة في تحديد سعر الفائدة على شهادات الاستثمار - بصورة خاصة في ظل غياب سوق السندات - والعمل على تعدد منتجات هذه الشهادات بهدف جذب فئات جديدة من المستثمرين.

(6) خلق قنوات استثمارية وتعزيز المناخ الاستثماري لتوظيف فائض السيولة لدى المصارف، وتوجيه الأموال المقترضة من قبل الأفراد والمنشآت نحو الاستثمار الصافي وتمويل المشاريع الصغيرة والمتناهية الصغر، الأمر الذي يزيد من معدل نمو الناتج المحلي وبالتالي زيادة دخل الفرد، وهذا من شأنه أن يخفف من اقتراض الأفراد المخصص للأغراض الاستهلاكية وترميم النقص في دخلهم.

(7) العمل على تقليص هامش سعر الفائدة لدى المصارف عن طريق تخفيض أسعار الفائدة المدينة، إن هذا الإجراء يخفف من العائد لدى المصارف في الفترة قصيرة الأجل على

اعتبار أن هامش سعر الفائدة الصافي يعكس ربحية المصارف، إلا أنه يدفع المصارف لزيادة الائتمان وتوظيف فائض السيولة لديها، وبالتالي زيادة العائد الناتج من التوظيف الجديد في الأجل الطويل، كما يعزز المنافسة بين المصارف في تقديم التسليف على اعتباره المصدر الأساسي لإيراداتها.

(8) في ظل الظروف الراهنة التي يمر بها الاقتصاد السوري (2011-2013) وما يشهده من ارتفاع كبير في التضخم وانخفاض قيمة الليرة السورية، فإنه من الأهمية بمكان استخدام سعر الفائدة في الحد من هذا التضخم وحماية الودائع بالليرة السورية وبصورة خاصة الودائع ذات الوزن الكبير، وذلك بتعديل سعر الفائدة الدائنة بمعدل التضخم الفعلي لحماية المودعين من انخفاض قيمة إيداعاتهم وتشجيعهم على الاحتفاظ بودائعهم لدى المصارف العاملة بالليرة السورية.

(9) وضع آلية محددة لدعم عملية الإقراض من خلال خفض أسعار الفائدة المدينة بدعم تقدمه الحكومة للمؤسسات المقرضة إما عن طريق وزارة المالية أو مصرف سورية المركزي، وضبط هذه العملية لضمان توظيف الإقراض في مشاريع إنتاجية حقيقية تسهم في تلبية الطلب المحلي على السلع والخدمات وردم الفجوة الحاصلة بين العرض والطلب الأمر الذي يعالج الفجوة التضخمية.

المراجع

الكتب والدراسات العربية:

1. أبو الفتوح الناقة، أحمد، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1995.
2. بريجهام، أوجين، وميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، ت: سرور علي إبراهيم سرور الرياض، دار المريخ، 2009.
3. الجنابي، هيل عجمي جميل، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
4. الحجار، بسام، الاقتصاد النقدي المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، 2006.
5. حساني، عبد الرزاق، النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية، أطروحة دكتوراه، 2002.
6. سيجل، باري، النقود والبنوك والاقتصاد: وجهة نظر النقديين، ت: طه عبد الله منصور، الرياض، دار المريخ، 1987.
7. الشعار، محمد نضال، أسس العمل المصرفي، الجندي للطباعة والنشر، 2005.
8. الشماع، خليل، أساسيات العمليات المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية.
9. الفتلاوي، كامل علاوي كاظم، القياس الاقتصادي النظرية والتحليل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
10. كينز، جون ماينرد، النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود، ت: إلهام عيداروس، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث، 2010.
11. النعيمي، قاسم، وملهم ديبو، الاقتصاد القياسي، منشورات جامعة دمشق، 2009.
12. ملاك، وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000.

References in English:

1. Agénor, Pierre-Richard and Peter J. Montiel, Development Macroeconomics, 3ed, Princeton University Press, 2008.
2. Ahiakpor, James C.W, Classical Macroeconomics, Routledge, 2003.
3. Angeloni, I. And A. Prati, The identification of liquidity effects in the EMS, Open Economies Review, vol. 7,1996.
4. Bartolini, L., g. Bertola and A. Prati, Day-To-Day Monetary Policy And The Volatility Of The Federal Funds Rate, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 34, 2002.
5. Basel Committee on Banking Supervision, Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk, July, 2004.
6. Belke, ansgar and Thorsten polleit, Monetary Economics In Globalized Financial Markets, Springer, 2009.
7. Bilbie, Florin O, Dynamic Stochastic General Equilibrium and Business Cycles, University of Oxford, November 2006.
8. Cecchetti, Stephen G, Money Banking And Financial Markets, McGraw-Hill Irwin, 2005.
9. Choudhry, Moorad, The Bond and Money Markets, Butterworth-Heinemann, 2001.
10. Fabozzi, frank j, Finance: capital markets, financial management and investment management, wily, 2009.
11. Fisher, Irving, The Theory of Interest, Library of Economics and Liberty.
12. Folawewo, O. Abiodun and David Tennant, Determinants Of Interest Rate Spreads In Sub-Saharan African Countries: a dynamic panel analysis, the 13th Annual African Econometrics Society Conference, Pretoria, Republic of South Africa, 9 – 11 July, 2008.
13. Freixas, Xavier, Antoine Martin and David Skeie, Bank Liquidity Interbank Markets And Monetary Policy, working paper, October 25, 2008.
14. Friedman, B.Milton, The Role Of Interest Rate In Federal Reserve Policymaking, NBER working paper series, Cambridge, 2000.
15. Frost, Stephen m, The Bank Analysis hand book, john wiley and sons ltd 2004.
16. Gaspar, Vítor; Gabriel Pérez Quirós and Hugo Rodríguez Mendizábal, Interest Rate Determination in the Interbank Market, working paper, November 16, 2004.
17. Gordon H. and Sellon, Jr, the role of the discount rate in monetary policy: a

- theoretical analysis, economic review, june 1980.
18. Handa, Jagdish, Monetary Economics, 2ed, 2009.
 19. Henckel, Timo, Alain Ize, and Arto Kovanen. Central Banking Without Central Bank Money, International Monetary Fund Working Paper, July 1999.
 20. Holland, A. Steven, Rational expectation and the effects of monetary policy: a guide for the uninitiated, federal reserve of st. louis, may 1985.
 21. Howells. Peter and Keith Bain, Financial Markets And Institutions, fifth edition, pearson education, 2007.
 22. Hubbard, R. Glenn and Tony O'Brien and Anthony Patrick, Money Banking and the Financial System, 1st Ed, Pearson Education, 2012.
 23. Madura, Jeff, Financial Markets And Institutions, 9th Ed, south-western, 2010.
 24. Mankwi, Gregory N, Macroeconomics, 7Ed, Worth Publishers, 2009.
 25. Matthews, Kent ,And John Thompson, The Economics Of Banking, John Wiley & Sons Ltd, 2005.
 26. Meulendyke, Ann-Marie, US. Monetary Policy And Financial Market, federal reserve bank of new York, 1998.
 27. Mishkin, Frederic S. The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets, 7th ed. The Addison-Wesley series in economics, 2004.
 28. Moschitz, Julius, The Determinants Of The Overnight Interest Rate In The Euro Area, working paper, September, 2004.
 29. Oster, Gavin Lee, The Determinants Of Short-Term Interest Rates, master of commerce, university of south africa, november 2003.
 30. Pérez Quirós, Gabriel & Rodríguez Mendizábal, Hugo, the Daily Market For Funds In Europe: Has something changed with the EMU?, Working Paper, European Central Bank, 2001.
 31. Riscado, Sara, On the Estimation of Dynamic Stochastic General Equilibrium Models: an Empirical Likelihood Approach, European University Institute, December 2, 2010.
 32. Rose. Marquis, Money And Capital Markets, McGraw Hill, 10th Edition, 2008.
 33. Saunders, Anthony, And Marcia Millon Cornett, Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, Sixth Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2008.
 34. Sbordone, Argia M, et al, Policy Analysis Using DSGE Models: An Introduction, FRBNY Economic Policy Review, October ,2010.
 35. Skousen , mark, The Big Three In Economics, M.E sharpe new work, 2007.

36. Somashekar, Ne. Thi, Banking, new age, 2009.
37. Tobin, James, liquidity preference as behavior towards risk, cowles foundation, Yale university, 1956.
38. Tovar, Camilo E, DSGE Models and Central Banks, Bank for International Settlements, Discussion Papers, October, 2008.
39. Tymoigne, Eric, Central Banking Asset Prices And Financial Fragility, Routledge international studies in money and banking, 2009.
40. Weinberger, Jakob Hans Michael, The Monetary Policy's Efficacy During A Recession, Master Thesis, Copenhagen Business School, 2012.
41. Were, Maureen and Joseph Wambua, Assessing The Determinants Of Interest Rate Spread Of commercial banks in Kenya: an empirical investigation, Central Bank of Kenya, April 2013.
42. Wickens, Michael, Macroeconomic Theory A Dynamic General Equilibrium Approach, Princeton University Press, 2008.
43. Williamson, Gareth Alan, Interest Rate Risk Management: A Case Study Of GBS Mutual Bank, master's thesis in commerce, January 2008.
44. Woodford, Michael, Macroeconomic Analysis Without The Rational Expectations Hypothesis, National Bureau Of Economic Research , Working Paper, August 2013.

المنشورات الدورية والقرارات:

1. مصرف سورية المركزي، المنشورات الربعية الصادرة للأعوام 1995 وحتى أيار 2011.
2. مصرف سورية المركزي، تقرير التضخم: كانون الأول 2012، الصادر في 2013/08/12.
3. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد الثاني والسبعون، نشرة الربيع الأول لعام 2013.
4. قرارات مجلس النقد والتسليف ذوات الأرقام: 4-43-119-160-172-174-393-698.

مواقع الانترنت:

<http://www.sana.sy/>

وكالة الأنباء الرسمية السورية (سانا):