

دراسة تطبيقية لمحددات معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني للفترة 1990 – 2002

أحمد فراس العوران*
أسامة فايز الفرحان**

ملخص: اكتسب معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني أهمية متزايدة منذ تعويمه قبل 12 عاماً. وتهدف هذه الدراسة، الأولى في مجالها، إلى حصر أهم المحددات الكلية لمعدلات الفائدة المصرفية الدائنة والمدينة مستمدة إطارها النظري من المدرسة الكنزية. ويُستخدم التحليل الإحصائي الوصفي في عرض البيانات، والتحليل القياسي (المربعات الصغرى الاعتيادية) لدراسة السلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة. وتوصلت الدراسة إلى أن معدل الفائدة يتأثر سلباً بالتغيرات في عرض النقد. أما بالنسبة لمعدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر، فقد جاء هذا عديم المرونة. ومالياً، تبين أن الإنفاق الحكومي لا يؤثر في معدلات الفائدة على الودائع، في حين يؤثر بقدر محدود جداً في معدلات الفائدة على التسهيلات، وأن معدل الفائدة المحلي يتأثر بمعدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية. ولزيادة مرونة معدل الفائدة المحلي ورفع كفاءته بوصفه أداة تسعير في سوق النقود، تقدم الدراسة توصيات، منها: أولاً – أن يسهم البنك المركزي ووزارة المالية في زيادة سيولة سوق الأوراق المالية وتنويع آجال الأوراق المتداولة لتوجيه قدر أكبر من المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية بدلاً من الودائع. ثانياً – زيادة سعي البنك المركزي إلى رفع درجة التنافس بين المؤسسات المصرفية للحد من التركيز من أجل زيادة كفاءة السوق المصرفية وتخفيض تكاليف خدماتها لتخفيض معدلات الفائدة.

المصطلحات الأساسية: معدلات الفائدة، تحديد معدل الفائدة، الاقتصاد الأردني، سوق النقد الأردنية.

* قسم الاقتصاد، كلية العلوم الاجتماعية والإنسانية، الجامعة الأردنية.
**هيئة الأوراق المالية، الأردن.

I. مقدمة:

غني عن القول إن معدل الفائدة أحد المتغيرات الاقتصادية الكلية ذات الأهمية البالغة في الاقتصادات الرأسمالية. ويُعد معدل الفائدة، إلى جانب المناخ الاستثماري المناسب، محدداً رئيساً لقرار الاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي؛ لكون جدوى المشاريع الاستثمارية تتغير بتغير معدل الفائدة. فضلاً عن ذلك، يؤثر معدل الفائدة بشكل مباشر وغير مباشر على مستوى النشاطات الاقتصادية الأخرى، مثل الادخار المحلي الخاص والاستقرار النقدي، بل التنمية الاقتصادية بشكل عام.

وعلى الصعيد الوطني، شهدت السنوات الأخيرة تطورات على ساحة الاقتصاد الأردني بشكل عام؛ فعلى مستوى القطاع المصرفي وأسواق المال كان قرار تعويم معدل الفائدة في شهر شباط عام 1990 من أهم القرارات وأكثرها جرأة وحساسية. بالإضافة إلى ذلك يعد البدء في إصدار شهادات الإيداع في شهر أيلول من عام 1993 من قبل البنك المركزي الأردني نهجاً جديداً يخطه البنك من أجل تفعيل عمليات السوق المفتوحة وإدارة السياسة النقدية بأسلوب غير مباشر.

والجدير بالذكر أن معدل الفائدة كان يتحدد قبل قرار التعويم المذكور بموجب قرار مستقل من البنك المركزي الأردني، حيث كان على جميع البنوك المرخصة إلزامية التقيد بهذا القرار. ولذلك اعتبر معدل الفائدة قبل تعويمه في الأردن إحدى أهم أدوات السياسة النقدية، لما له من تأثير ملموس على العديد من المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية. أما بعد التعويم فقد أصبح معدل الفائدة هدفاً وسيطاً تحاول السياسة النقدية تحقيقه بالطرق غير المباشرة، لعله بعد ذلك يؤثر فيما سبق ذكره من المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية على المدى الطويل.

وانطلاقاً من أهمية الدور الذي يؤديه معدل الفائدة في النظام الاقتصادي الرأسمالي، تأتي هذه الدراسة لتبحث في العوامل التي تؤثر على معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني بوصفه واحداً من اقتصادات الدول النامية التي خطت خطوات جادة نحو تحرير قطاعاتها المالية. وتنبع أهمية هذه الدراسة من غياب الدراسات التطبيقية حول تحديد معدلات الفائدة المصرفية منذ أن عومت في الاقتصاد الأردني عام 1993. ومن هذا المنطلق يأتي هذا البحث لملء الفراغ عن طريق القيام بدراسة تطبيقية تستقصي أثر المتغيرات الاقتصادية على معدل الفائدة ليتسنى لصانع القرار الاقتصادي في الأردن تفسير تحركات معدل الفائدة منذ أن حررت وعينت أهم محدداته، الأمر الذي يساعد على بناء السياسة الاقتصادية بقدر أكبر من الفعالية واليقين.

وبناء على ما سبق، فإن الهدف العام لهذه الدراسة يتمثل في محاولة حصر أهم المحددات الكلية لمعدلات الفائدة المصرفية في الاقتصاد الأردني وقياس حجم واتجاه تأثير تلك المحددات عليها. وتحقق الدراسة هدفها العام من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية: أولاً - دراسة مدى قدرة السياسة النقدية في الأردن على التأثير في معدل الفائدة، بخاصة من خلال معدل الفائدة على شهادات الإيداع الربع السنوية، ثانياً - محاولة الكشف عن وجود أثر السيولة (Liquidity Effect) في الاقتصاد الأردني. ثالثاً - محاولة الكشف عن مدى تأثير التوسع المالي في الأردن على مستويات معدل الفائدة. رابعاً - دراسة تباين تأثير معدل الفائدة بالعوامل المحلية والخارجية بوصف ذلك مؤشراً على درجة انفتاح الاقتصاد الأردني.

وتعتمد منهجية الدراسة لتحقيق الأهداف المذكورة على أسلوب التحليل الوصفي في عرض البيانات وأساليب الاقتصاد القياسي المتمثلة في طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لدراسة السلاسل الزمنية وقياس العلاقة بين المتغيرات ذات العلاقة معتمدة على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي الأردني وصندوق النقد الدولي. وتنطلق الدراسة من افتراض وجود علاقة عكسية بين كل من عرض النقد وسعر الصرف ومعدل الفائدة المحلي، ووجود علاقة طردية بين كل من الإنفاق الحكومي ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع الصادرة عن البنك المركزي ومعدل الفائدة على الدولار الأمريكي من جهة، ومعدل الفائدة المحلي من الجهة الأخرى.

II. الدراسات السابقة:

حاولت العديد من الدراسات البحث في معدل الفائدة والعوامل المؤثرة في سلوكه. والملاحظ أن تلك الدراسات لم تقتصر على الدول النامية فحسب، بل ركزت أيضاً على اقتصادات أكثر الدول تقدماً وانفتاحاً، ومنها الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية. وفي ما يلي سنتعرض لنماذج من تلك الدراسات:

أولاً: بقصد البحث في محدّدات معدل الفائدة في الدول النامية درست محدّدات معدل الفائدة في كل من كولومبيا وسنغافورا نموذجين لدولتين ناميتين متباينتين في درجة انفتاح اقتصاداتهما وأسواقهما المالية. لقد ركزت الدراسة على التفريق بين العوامل المؤثرة في معدل الفائدة من حيث كونها محلية كالسياسة النقدية ومستويات التضخم والإنتاج المحلي، وأخرى خارجية كمعدل الفائدة الدولي والتغيرات المتوقعة في سعر الصرف.

وخلصت الدراسة إلى أن معدل الفائدة يتأثر في اقتصادات البلدان بطرق متباينة تبعاً لدرجة الانفتاح الاقتصادي ومدى تأثر الاقتصاد المحلي بأسواق المال الدولية وتقلبات أسعار الصرف. ففي حالة الاقتصاد في سنغافورا، كانت العوامل الخارجية المتمثلة بسعر الصرف ومعدل الفائدة الدولي أكثر تأثيراً على معدل الفائدة المحلي من العوامل الداخلية. أما في حالة الاقتصاد في كولومبيا، فتأثرت معدلات الفائدة فيها بالعوامل المحلية والخارجية بصورة متشابهة إلى حد كبير (Edwards & Khan, 1985).

ثانياً: سعت دراسة أخرى إلى قياس معامل الارتباط بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم المتوقع لخمس دول صناعية هي: الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وفرنسا وألمانيا الغربية (سابقاً) واليابان. وقد توصلت الدراسة إلى أن معدلات الفائدة الحقيقية ليست ثابتة في المدى الطويل، وأن التغير في معدلات التضخم المتوقعة ومعدلات الفائدة الحقيقية تحتاج إلى ستة أشهر (بحسب عينة الدراسة) كي تترجم بشكل كامل في معدلات الفائدة الاسمية (Saracoglu, 1984).

ثالثاً: قام إيفانز بتحليل عجز الموازنة تاريخياً في الولايات المتحدة الأمريكية خلال أربع فترات زمنية اعتبرها قياسية في تاريخ عجز الموازنة، وهذه الفترات هي: فترة الحرب الأهلية (1861-1865)، وفترة المشاركة الأمريكية في الحرب العالمية الأولى (1917-1918)، وفترة الحرب العالمية الثانية (1941-1945)، وفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية حتى عام 1984. وقد توقع الباحث، بناء على نموذج (IS-LM)، تناسباً طردياً بين معدل الفائدة الاسمي وكل من عجز الموازنة والإنفاق الحكومي. غير أن الدراسة توصلت إلى أن العلاقة بين عجز الموازنة ومعدل الفائدة في الولايات المتحدة خلال فترات الدراسة لم تكن، ولو لمرة واحدة، علاقة طردية كما توقع، بل كانت هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية في جميع الفترات. ومن ثم، فقد انتهى إيفانز إلى أن الاهتمام بدرجة تأثير عجز الموازنة الطردي على معدل الفائدة والتراكم الرأسمالي غير مسوغ لعدم توافر الدليل العملي الكافي لتأثيره على تلك المتغيرات. وعلى الرغم من تلك النتائج، فقد ظلت قضية تأثير عجز الموازنة والسياسة المالية على معدل الفائدة قضية جدلية مثيرة للاهتمام، خاصة فيما يتعلق بحالة الاقتصاد في الولايات المتحدة الأمريكية (Evans, 1985).

رابعاً: بعد ذلك ظهرت العديد من الدراسات التي منها ما توصل إلى نتائج مشابهة لما توصل إليه إيفانز، ومنها ما جاء بنتائج مغايرة لذلك. ومن أشهر

الدراسات التي جاءت مشيرة إلى وجود علاقة طردية بين السياسة المالية التوسعية ومعدل الفائدة، كانت دراسة فيتو تانزي. قام تانزي بدراسة سلوك معدل الفائدة في ضوء تأثيره بعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية الداخلية، متضمنة متغيرات مالية مثل عجز الموازنة بالنسبة إلى الناتج القومي الإجمالي، ونسبة الدين العام إلى الناتج القومي الإجمالي. فضلاً عن ذلك، أدخل تانزي إلى نموذج متغيرات أخرى مثل: الفجوة (The Gap)، وذلك لتمثيل النشاط الاقتصادي كله، وهي الفرق النسبي المئوي بين الناتج القومي الإجمالي المتحقق في فترة ما والناتج القومي الإجمالي المخطط له لتلك الفترة، ومعدل التضخم المتوقع، فضلاً عن استخدام متغير وهمي يمثل التغيرات الهيكلية التي حصلت خلال الفترة 1981-1984، وأهمها التغيرات التي طرأت على قانون الضريبة في حقبة الرئيس الأمريكي رونالد ريغان (Tanzi, 1985).

ونظراً لطبيعة الدراسة وأهميتها، لعله من المفيد التعرض لنتائجها بشيء من التفصيل، حيث بينت الدراسة ما يأتي: 1 - أن العجز المالي له تأثير موجب، وهو ذو دلالة إحصائية على معدلات الفائدة الحقيقية. وهذه نتيجة مغايرة لما توصل إليه إيفانز في الدراسة السابقة (بيان السبب). 2 - أن قسماً كبيراً من الارتفاع في معدل الفائدة خلال الفترة 1981-1984 كان نتيجة للتغيرات التي أحدثتها إدارة ريغان الجديدة في الهيكل الاقتصادي والتشريعي في الولايات المتحدة الأمريكية، التي من أهمها: تحرير سوق المال والتغيرات في السياسة النقدية لكبح التضخم والتغيرات في التشريعات الضريبية والاندماجات (Mergers) التي وقعت في قطاع الأعمال. 3 - محدودية تأثير عجز الموازنة على معدل الفائدة نتيجة للتطورات التي حصلت في أسواق المال الدولية. لقد أصبح من الممكن تمويل عجز الموازنة جزئياً من خلال التدفقات الرأسمالية المستجيبة للارتفاع في معدل الفائدة، الأمر الذي قلل الضغط على الادخار والاستثمار والسوق المالي المحلي، ومن ثم أضعف من تأثير عجز الموازنة على معدل الفائدة مقارنة بالحال التي سادت قبل تلك التطورات. 4 - لقد أثبتت الدلالة الإحصائية المرتفعة لمعدل التضخم المتوقع في جميع التقديرات دعماً كبيراً لفرض فيشر التقليدي (Fischer's Traditional Hypothesis) القائل بوجود علاقة إيجابية مباشرة بين معدل الفائدة الاسمي ومعدل التضخم. فقد جاء معامل التضخم المتوقع في معظم الحالات قريباً من كونه أحادياً. أما الحالات التي ظهر فيها معامل معدل التضخم المتوقع أكبر من واحد صحيح فقد عزيت إلى فرض فيشر المعدل الذي يأخذ بعين الاعتبار التعديلات الضريبية.

خامساً: أما على صعيد تأثير السياسة النقدية غير المباشرة على معدل الفائدة، فقد درس مدى قدرة السلطة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية على التأثير في معدل الفائدة في السوق الممثلة بمعدل الفائدة على أدونات الخزينة. واستخدمت الدراسة تأثير التصريح عن تغير في معدل إعادة الخصم على معدل فائدة وسيط (Federal Fund Rate) يستهدفه البنك الاحتياطي الاتحادي.

وقد بنيت الدراسة على ثلاثة أنواع من التصريح من حيث المضمون المعلوماتي القائم وراء كل منها على النحو التالي: 1 - التصريح عن تغيير معدل إعادة الخصم القائم على مسوغ أن تحافظ السلطة النقدية على معدل إعادة خصم منسجم مع معدلات الفائدة في السوق في حال انحرافه عنها. 2 - التصريح عن تغيير معدل إعادة الخصم القائم على نية السلطة النقدية في التأثير على معدل نمو عرض النقد والائتمان أو من منطلق اهتمامها بالنشاط الاقتصادي العام، كمستوى التضخم أو أي من المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى ذات العلاقة. 3 - التصريح الذي يجمع دوافع النوعين الأول والثاني معاً (Cook & Hahn, 1988).

وقد خلصت الدراسة إلى أن السلطة النقدية الأمريكية (The Fed) قامت خلال فترة الدراسة باستخدام أساليب التصريح الثلاثة. وقد وجد أن النوعين الثاني والثالث كانا يسببان تغيرات في معدل الفائدة الوسيط السابق الذكر، ومعدل الفائدة على أدونات الخزينة بأنواعها. وكان اتجاه التأثير ذلك في اتجاه التغيير المصرح به عن معدل إعادة الخصم. أما التصريح الأول فلم يكن ذا تأثير يذكر سواء على معدل الفائدة الوسيط (Federal Fund Rate) أو معدل الفائدة على أدونات الخزينة.

سادساً: وفي دراسة نظرية تبين بالانسجام مع نموذج IS-LM، أنه إذا أرادت السلطة النقدية تحقيق معدل فائدة معين فإنه يجب أن تقبل عندها بعرض النقد الذي يحقق التوازن النقدي عند ذلك المعدل المستهدف للفائدة، وإذا استهدفت السلطة النقدية عرض نقد معين فإن عليها أنذاك قبول معدل الفائدة المتحقق عند عرض النقد المستهدف (Coats, 1982). وقد خلصت الدراسة أيضاً إلى أن المدى الذي يتأثر به معدل الفائدة بعرض النقد يعتمد على طبيعة الظروف الاقتصادية. فالتأثير الآني للتغير في عرض النقد على معدل الفائدة يبدو محدوداً جداً في الاقتصادات المنعزلة وذات الأسواق المالية الصغيرة.

سابعاً: جاءت دراسة أخرى لتفصل في الخطوات التي يجب اتباعها في أثناء عملية التحرر المالي، حيث ميزت الدراسة بين ثلاثة أنواع رئيسة من القيود التي

لابد من كسرها: قيود مفروضة على حركة رأس المال، وقيود على معدلات الفائدة على أدوات الخزينة وأدوات الاقتراض الحكومية وكذلك معدلات الفائدة على شهادات الإيداع، وأخيراً القيود المفروضة على معدلات الفائدة على الودائع والائتمان المصرفي (Honohan, 2000).

وقد خلصت الدراسة إلى أن معدلات الفائدة في عينة الدول التي تناولتها، تتأثر بصورة إيجابية وذات دلالة إحصائية بمعدلات الفائدة الدولية. وتبين أيضاً أن التغيرات في معدلات الفائدة في عينة الدول المدروسة كانت تتنبأ بتغيرات لاحقة في معدلات الصرف لعملاتها. بالإضافة إلى ذلك، تشير الدراسة إلى أن درجة تنذبذبات (Volatility) معدلات الفائدة ترتفع في الاقتصادات التي تعتمد سياسة السوق الحرة.

وبإلقاء نظرة إجمالية على ما توصلت إليه الدراسات السابقة، وغيرها مما لا يتسع المجال لذكرها هنا، نستنتج إجماعاً على أن معدلات الفائدة الاسمية تتأثر بصورة عكسية بالتغيرات في عرض النقد، بصرف النظر عن درجة انفتاح النظام الاقتصادي. بينما لم تجمع الأدبيات التي تعتمد القياس الكمي على طبيعة العلاقة بين الإنفاق العام ومعدلات الفائدة سواء من حيث اتجاه العلاقة أو دلالتها الإحصائية. ولعل سبب ذلك يعود إلى الخصوصية التي تغلف واقع الإنفاق العام من حيث مصادر تمويل ذلك الإنفاق؛ فمن المعروف أن الإنفاق العام يؤثر على الأسعار (بما في ذلك سعر رأس المال أو الفائدة) من خلال قناة تأثيره على الطلب الكلي. وبناء على ذلك يجب على الدارس أن يأخذ بعين الاعتبار مصادر تمويل الإنفاق العام وتأثير هذا التمويل على الطلب الكلي، خاصة إذا كان توجه السياسة المالية نحو تغطية الإنفاق من المصادر المحلية كالضرائب، أو كان تمويلها تضخيمياً. ومن جانب آخر نلاحظ أن معدلات الفائدة الدولية وسعر الصرف على الأغلب من المحددات المهمة لمعدل الفائدة المحلي، خاصة لدى الاقتصادات المنفتحة نسبياً، لما لها من انعكاسات مهمة على التدفقات النقدية في النظام الاقتصادي وميزان المدفوعات من جانب، وقيمة العملة المحلية من جانب آخر. وفي ضوء ما سبق تأتي هذه الدراسة لبيان حجم اتجاه تأثير عدد من أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدلات الفائدة المحلية في الاقتصاد الأردني.

III. تطور معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية في الأردن:

لقد تبني الأردن، شأنه في ذلك شأن العديد من الدول، سياسة تعويم معدلات الفائدة عام 1988. وبناء عليه، لعل من المفيد للقارئ ولموضوع البحث إلقاء بعض

الضوء على معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية ومستوياتها خلال الفترة التي سبقت التعويم.

جدول (1)

الأوساط المرجحة لمعدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات قبل التعويم

السنة	معدل الفائدة على التسهيلات (%)			معدل الفائدة على التسهيلات (%)	
	تحت الطلب	التوفير	لأجل	الجاري مدين	القروض والسلف
1976	2.00	5.00	5.50	8.25	9.00
1977	2.00	5.00	5.50	8.50	9.00
1978	2.00	5.00	5.50	8.50	9.00
1979	2.00	5.00	6.00	9.00	8.50
1980	2.00	5.00	6.00	9.00	8.50
1981	2.00	5.00	6.00	9.00	8.50
1982	4.00	5.00	6.00	9.00	8.50
1983	4.00	6.25	8.00	8.75	8.38
1984	4.00	6.75	8.50	8.75	8.38
1985	4.00	6.75	8.50	N.A	8.38
1986	3.00	5.75	7.50	N.A	7.63
1987	3.00	5.75	7.50	N.A	7.63
1988	N.A	N.A	N.A	N.A	9.00
1989	N.A	N.A	N.A	N.A	10.00
1990	1.69	5.18	8.23	11.79	10.51

المصدر: بيانات إحصائية سنوية (1964-2003) صادرة عن البنك المركزي الأردني.

1-3- معدلات الفائدة على الودائع المصرفية قبل التعويم:

لقد راح معدل الفائدة على الودائع الآجلة بالدينار في الفترة ما قبل عام 1976 بين 3% و 6% سنوياً (محمد الجعفري، وجمال الحمصي، 1993). وقد قرر البنك المركزي عام 1976 تحديد الحد الأدنى لمعدلات الفائدة على النحو التالي: حسابات التوفير 5%، والحسابات الخاضعة لإشعار 5,25%، والحسابات الآجلة 5,5% سنوياً. وفي عام 1979 رفع الحد الأدنى لمعدل الفائدة على الودائع الآجلة إلى 6%

سنوياً، ثم إلى 6,5% عام 1980. وخلال فترة الثمانينيات، راوحت معدلات الفائدة على الودائع بأنواعها بين 5,5% و6,5% سنوياً، واستمرت على هذه المستويات إلى أن عومت من قبل البنك المركزي عام 1988 (انظر جدول 1).

2-3- معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية قبل التعويم:

راوح معدل الفائدة على التسهيلات المصرفية في الفترة ما قبل عام 1976 بين 5% و9% سنوياً، حيث كانت العمولات التي تتقاضاها البنوك التجارية على منح التسهيلات معومة تماماً. وإذا ما تم تقدير العمولة السائدة آنذاك بنسبة 1% تقريباً فإننا نتوصل إلى أن متوسط معدل الفائدة على التسهيلات كان في حدود 6% سنوياً.

أما بعد تلك الفترة، فقد بدأ البنك المركزي الأردني بوضع حدود دنيا لمعدلات الفائدة، حيث تحدد الحد الأدنى لمعدل الفائدة على التسهيلات بنسبة 7,5% سنوياً بالإضافة إلى عمولة نسبته 1%. وبقي هذا المعدل سائداً طوال ثلاث سنوات إلى أن قرر البنك المركزي الأردني عام 1979 رفع الحد الأدنى لمعدل الفائدة على التسهيلات إلى 8% سنوياً، غير أن البنك المركزي عدل سياسته تلك بعد عام 1983، حيث أصبح يحدد سقوفاً علياً بدلاً من الحدود الدنيا لمعدل الفائدة. ويبدو أن الهدف من ذلك كان العمل على تقييد قدرة البنوك التجارية ومؤسسات الإقراض المتخصصة على توسيع هامش الفائدة على حساب المقترضين سعياً لتشجيع الاستثمار. وقد حدد البنك المركزي آنذاك معدلات الفائدة على التسهيلات بسقف متوسطه 8,5% متضمناً عمولة ثابتة نسبته 1%، الأمر الذي دفع البنوك التجارية آنذاك إلى خفض معدلات الفائدة على الودائع للحفاظ على هامش كاف ولتحقيق الأرباح التشغيلية المرجوة (انظر جدول 1).

IV. سياسة تعويم معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات:

لقد تبنت العديد من دول العالم سياسة تعويم معدلات الفائدة وتحرير أنظمتها المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي. ولا شك أن مثل هذا التوجه جاء نتيجة زيادة المنافسة الدولية وتفاقم الحاجة إلى أنظمة مالية تتمتع بالمرونة والكفاءة. من ناحية أخرى، يندرج الحديث حول تعويم معدلات الفائدة تحت باب السياسات الاقتصادية، وبخاصة تلك المنادية بتفعيل آلية عمل السوق. فمن وجهة النظر الكلية يعني تعويم معدل الفائدة، تركه ليتحدد في سوقي النقد ورأس المال دون تدخل مباشر من قبل السلطة النقدية، أي الاعتماد على قوى العرض والطلب في تحديد مستوى معدل الفائدة.

ومن الجدير بالذكر أن عدم تدخل السلطة النقدية بصورة مباشرة لا يعني ترك معدل الفائدة لقوى السوق بشكل مطلق. فمن المعروف أن البنك المركزي يتدخل بصورة غير مباشرة من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية المعروفة (كالتحكم بنسبة الاحتياطي الإجمالي، وسعر إعادة الخصم، وعمليات السوق المفتوحة) في توجيه معدل الفائدة ليبقى ضمن المستوى الذي يضمن سلامة الجهاز المالي والمصرفي، ويشجع على الاستثمار، ويحافظ على سعر صرف العملة المحلية. هذا، وقد يلجأ البنك المركزي، بحكم السلطة النقدية السيادية، إلى الإقناع الأدبي في حال رأى ذلك ضرورياً.

أما من وجهة نظر المؤسسة المصرفية، فيرى (Madura, 1992) أن حساب معدلات الفائدة على الودائع يتأثر بالعناصر التالية:

1 - معدل الفائدة الخالي من المخاطرة: وهو عادة ممثل بمعدل الفائدة على أدوات الخزينة. 2 - علاوة التضخم: وهي علاوة لتعويض المودع عن معدل التضخم. 3 - علاوة مخاطر الإفلاس: وهي علاوة لتعويض المودع عن تحمله لمخاطر إفلاس المؤسسة المصرفية. 4 - علاوة السيولة: وهي علاوة لتعويض المودع عن تخليه عن السيولة النقدية الحالية. 5 - علاوة مخاطر الاستحقاق: وهي الزيادة المدفوعة على معدل الفائدة الخالي من المخاطرة بخاصة على أدوات الدين ذات الأجل الطويل. وتعمل هذه العلاوة على تعويض المودعين عن احتمال الخسارة الرأسمالية التي تنتج من ارتفاع معدلات الفائدة على الأوراق المالية مستقبلاً، ومن ثم انخفاض أسعارها.

وأما حساب معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية فيقول مفلح عقل إنها تتكون من معدل الفائدة الذي تدفعه المؤسسة المصرفية على الودائع ومجموعة من التكاليف الإضافية (مفلح عقل، 1990). ويمكن تلخيص التكاليف الإضافية؛ إذ قلما تتجاوز ما يلي: 1 - كلفة الاحتياطي النقدي: وهي كلفة الفرصة البديلة للمبالغ المودعة لدى البنك المركزي كاحتياطي نقدي إجباري. 2 - مصاريف التشغيل: وهي مجموعة المصاريف التشغيلية التي يتحملها البنك التجاري من جراء تقديمه للخدمات المصرفية، كالمدفوعات لعوامل الإنتاج المستخدمة. 3 - كلفة الديون المشكوك فيها: وهي التكاليف التي يتحملها البنك التجاري بسبب عمليات الإقراض المشكوك في تسديدها. 4 - الهامش الربحي المطلوب.

وعملياً تحدد معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية من قبل لجان مختصة في مؤسسات الجهاز المصرفي تأخذ بعين الاعتبار، بشكل أو بآخر، ما ذهب إليه كل من مادورا ومفلح عقل.

٧. تطور معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية بعد التعويم:
من المعلوم بداية أن الودائع بشكل عام تتوزع بين الودائع تحت الطلب، وودائع التوفير، والودائع لأجل، وأن التسهيلات المصرفية تتوزع بين تسهيلات الجاري مدين، والقروض والسلف، والكمبيالات والأسناد المخصومة. أما من حيث تطور معدلات الفائدة على كل من الودائع والتسهيلات المصرفية في الأردن بعد تعويمها، فسيعرض له بالتفصيل منذ عام 1990 إلى نهاية عام 2002. في مايلي (انظر جدول 2).

جدول (2)

الأوساط المرجحة لمعدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات بعد التعويم

السنة	معدل الفائدة على الودائع (%)			معدل الفائدة على التسهيلات (%)		
	تحت الطلب	التوفير	لأجل	الجاري مدين	القروض والسلف	الكمبيالات والأسناد المخصومة
1990	4.25	6.25	8.38	11.50	12.00	12.00
1991	3.00	5.38	7.63	11.50	12.00	12.13
1992	3.00	5.00	7.19	11.88	12.00	12.13
1993	2.50	5.50	6.57	11.00	12.00	12.13
1994	2.50	5.25	6.88	11.50	12.00	12.00
1995	2.50	5.75	7.13	11.50	12.13	12.00
1996	3.00	5.75	8.00	12.50	12.75	13.38
1997	1.27	4.79	8.91	13.12	12.55	13.44
1998	1.35	4.56	8.33	12.49	12.89	13.97
1999	1.46	4.19	7.89	12.66	12.67	13.37
2000	1.20	3.76	6.55	11.60	11.38	12.81
2001	1.06	2.91	5.19	10.42	10.45	11.88
2002	0.91	1.84	3.97	9.35	9.85	10.95

المصدر: أعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الشهرية الصادرة عن البنك المركز الأردني.

1-5- تطور معدلات الفائدة على الودائع المصرفية بعد التعويم:

لقد ارتفعت معدلات الفائدة على الودائع بصورة عامة بعد تعويمها في شهر أيلول من عام 1988 ولكنها مع ذلك بقيت ضمن الحدود المقبولة، وهي تلك الحدود التي تحافظ على التوازن الجزئي لمؤسسات الجهاز المصرفي من حيث تمكينها من تغطية تكاليف التشغيل وتحقيق هامش الربح الاقتصادي المتوقع، كما تسهم في المحافظة على الاستقرار الكلي، بحيث تبقى تكلفة رأس المال المتمثلة بمعدل الفائدة على التسهيلات ضمن الحدود المقبولة من وجهة نظر المستثمر. وتشير الإحصاءات إلى أن الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب لم ينخفض عن 1,2% باستثناء عام 2002، بينما لم يرتفع هذا الوسط على الودائع لأجل عن 9% خلال الإحدى عشرة سنة الماضية (انظر جدول 2). ولمزيد من الإيضاح سيفصل الحديث عن تطور معدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب وودائع التوفير والودائع لأجل في ما يلي:

أ - الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب:

من المعلوم أن الحسابات الجارية لا تتقاضى فوائد من حيث المبدأ، ومع هذا هناك حالات استثنائية تتقاضى فيها هذه الحسابات فوائد بوصفها نوعاً من التعامل المميز مع العملاء الكبار. من ناحية أخرى، يتبين من جدول 2 أن الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الودائع تحت الطلب قد سجل نسبة راوحت بين (0,9% - 1,5%) خلال الفترة ما بعد 1997. غير أن معدلات الفائدة على الودائع الجارية وتحت الطلب كانت مرتفعة نسبياً خلال الفترة ما قبل عام 1997. ويرجع ذلك الارتفاع بشكل رئيس إلى معاناة بعض المؤسسات المصرفية، كبنك البتراء والمصرف الأردني السوري وبنك الأعمال، نقصاً حاداً في السيولة والودائع خلال الفترة من 1995-1997 نتيجة للأزمة المالية التي كانت تتعرض لها هذه المؤسسات، مما دفع بها إلى رفع معدلات الفائدة على الودائع بجميع فئاتها في محاولة منها لاستقطاب أكبر كمية منها.

ب - الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على وداائع التوفير:

لقد راوحت معدلات الفائدة على وداائع التوفير بصورة عامة بين 2% و 6% خلال فترة الدراسة. ففي نهاية عام 1990 كان معدل الفائدة 6,25% لينتهي إلى 1,84% في نهاية عام 2002. وتجدر الإشارة إلى أن الاتجاه العام لمعدلات الفائدة على وداائع التوفير مشابه إلى حد كبير لاتجاه معدلات الفائدة على الودائع تحت الطلب، ولكنه أقل حدة (انظر جدول 2). ويكمن هذا التشابه في حرص السلطة النقدية ومؤسسات الجهاز المصرفي على المحافظة على هامش الفائدة ضمن الحدود المقبولة التي تحقق العوائد المطلوبة للبنوك من ناحية، ومن ناحية أخرى لا

تشكل عائناً أمام الاستثمار. كذلك فقد ساد الاستقرار في معدل الفائدة على ودائع التوفير خلال الفترة من 1990-1996، ثم حدث انخفاض في الاتجاه العام مع بداية عام 1997، مما عكس توجهات البنك المركزي الأردني نحو تخفيض معدلات الفائدة بوجه عام، ليسود بعد ذلك الاستقرار مرة أخرى.

ج - الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل:

يُعد الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل المعدل الأكثر تمثيلاً لمعدل الفائدة على الودائع بشكل عام؛ وذلك لأن حجم هذه الودائع شكل أكثر من ثلثي حجم الودائع الكلي خلال فترة الدراسة (انظر جدول 3). ففي عام 1993 بلغت نسبة الودائع لأجل من إجمالي الودائع 66%، حيث ارتفعت هذه النسبة عام 1996 إلى 71%، ثم انخفضت إلى 67% عام 1999، ثم إلى 60% عام 2000. ولذلك فقد اعتمد الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل ممثلاً لمعدلات الفائدة على الودائع في الجزء القياسي التطبيقي من هذه الدراسة.

جدول (3)

نسبة الودائع لأجل إلى مجموع الودائع

السنة	الودائع لأجل	مجموع الودائع	نسبة الودائع لأجل إلى مجموع الودائع
1990	274.60	464.90	59%
1991	836.70	1254.60	67%
1992	1028.80	1610.70	64%
1993	993.50	1515.90	66%
1994	1127.40	1632.30	69%
1995	1212.20	1712.80	71%
1996	1250.20	1772.10	71%
1997	1222.70	1825.10	67%
1998	1244.60	1762.70	71%
1999	1263.90	1883.50	67%
2000	1314.50	2052.40	64%
2001	1353.90	2056.40	66%
2002	1346.90	2258.80	60%

المصدر: بيانات إحصائية سنوية (1964-2003) صادرة عن البنك المركزي الأردني.

وبصورة عامة، يتشابه الاتجاه العام لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل مع بقية أنواع الودائع خلال الفترة بين عامي 1990 و1995، بينما يتخذ اتجاهًا متصاعدًا في الفترة ما بين عام 1996 وعام 1997، ثم ينخفض الاتجاه العام في الفترة ما بعد ذلك (انظر جدول 2).

2-5- معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية بعد التعويم*

اتخذت معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية خلال فترة الدراسة اتجاهًا متشابهًا وقيماً متقاربة نسبياً، حيث إن المستوى العام لمعدلات الفائدة على التسهيلات كان قبل إجراء التعويم أقل بما يراوح بين 1% و3% مما أصبح عليه بعد التعويم عام 1990. وفيما يلي عرض مفصل لمعدلات الفائدة على أهم أنواع التسهيلات المصرفية:

أ - الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين:

في جانب التسهيلات المصرفية يُعد الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين الأكثر تمثيلاً لمعدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية بشكل عام. ويعود ذلك إلى أن الغاية من منح تسهيلات الجاري مدين هي على الأغلب تمويل رأس المال العامل في قطاع الأعمال والتوفيق بين التدفقات النقدية الخارجة والداخلية. ومن ناحية أخرى، فإن سقف حساب الجاري مدين عادة أكبر بكثير من متوسط حجم القرض الواحد أو السلفة. ومن ثم، فإن معدل الفائدة على حسابات الجاري مدين هو الأكثر تأثيراً على قرارات الاستثمار لدى قطاع الأعمال، ولعله نتيجة لذلك هو الأكثر تأثيراً على الدورة الاقتصادية والنمو الاقتصادي.

أما من الناحية الكمية فإن حجم تسهيلات الجاري مدين يشكل نحو ثلث إجمالي حجم التسهيلات المصرفية خلال فترة الدراسة، حيث كانت نسبته 35,8% من إجمالي التسهيلات في عام 1993، و31,2% في كل من عامي 1996 و1999. وانطلاقاً من أهمية معدل الفائدة على حسابات الجاري مدين اختير الوسط المرجح

* لا تتضمن قيم العمولة التي تتقاضاها البنوك التجارية على منح التسهيلات المصرفية، علماً بأن نسبة العمولة ثابتة، ولا تؤثر على الاتجاه العام لمعدلات الفائدة.

لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين ممثلاً لمعدل الفائدة على التسهيلات المصرفية في الجزء القياسي التطبيقي من هذه الدراسة.

ب - الوسط المرجح لمعدل الفائدة على القروض والسلف:

لقد كان معدل الفائدة على القروض والسلف أقل تذبذباً من المعدلات الأخرى على التسهيلات خلال فترة الدراسة؛ إذ بلغت أعلى نسبة له 12,89% في نهاية عام 1998، في حين كانت أدنى نسبة لهذا المعدل 9,85% في نهاية عام 2002 (انظر جدول 2).

ج - الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الكمبيالات والأسناد المخصومة:

يعد الوسط المرجح لمعدل الفائدة على الكمبيالات والأسناد المخصومة بمنزلة معدل الفائدة على التسهيلات الطويلة الأجل. وانطلاقاً من أن حسابات الجاري مدين والقروض والسلف هي تسهيلات مصرفية أقل أجلاً من الكمبيالات والأسناد المخصومة، فإنه يمكننا أن نتوقع بالنظر إلى هيكل معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية أن يتخذ منحني العائد المتوقع في الاقتصاد الأردني، بشكل عام، شكله الاعتيادي، موجب الميل، في أغلب الأوقات خلال فترة الدراسة؛ إذ سادت آنذاك علاقة طردية بين معدلات الفائدة وآجال استحقاق التسهيلات، تستثنى من ذلك الفترة بين الربع الثاني من عام 1994 والربع الأول من عام 1996.

VI. التحليل الإحصائي لمحددات معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني:

1-6- النماذج والمتغيرات:

من أجل تقدير حجم واتجاه تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في الاقتصاد الأردني تنطلق الدراسة من النموذجين الاقتصاديين التاليين:

$$I_d = f(M, G, Y, CD, R, EX, I_{d-1}) \quad \dots(1)$$

$$I_c = g(M, G, Y, CD, R, EX, I_c^{-1}) \quad \dots(2)$$

حيث إن:

I_d : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل في الزمن t .

I_c : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين في الزمن t .

M : عرض النقد الاسمي ($M1$) في الزمن t .

G : إجمالي حجم الإنفاق الحكومي الاسمي في الزمن t.
 Y : الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في الزمن t.
 CD : معدل الفائدة الاسمي على شهادات الإيداع التي تستحق خلال ثلاثة أشهر في الزمن t.

R : معدل الفائدة الدولي (US Federal Funds Rate) في الزمن t.
 EX : سعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني (دينار/مارك) في الزمن t.
 I_{d-1} : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على الودائع لأجل متخلفاً بفترة زمنية واحدة.
 I_{c-1} : الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين متخلفاً بفترة زمنية واحدة.

تجدر الإشارة إلى أن المتغيرات المستقلة المبينة في النموذجين السابقين اختيرت وفقاً للنظرية الاقتصادية والأدبيات المنشورة حول موضوع الدراسة، ووفقاً لما نعتقد أنه يأتي منسجماً مع واقع الاقتصاد الأردني على النحو التالي:

أ - اختيار عرض النقد الاسمي (M) انطلاقاً من مفهوم سوق النقد في النظرية الكنزية. ويتوقع وجود علاقة عكسية بين عرض النقد الاسمي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، وهو ما يعبر عنه كذلك بافتراض وجود أثر السيولة أو: $(dI_d/dM < 0)$ و $(dI_c/dM < 0)$.

ب - اختيار إجمالي الإنفاق الحكومي (G) بناء على نموذج (IS-LM). ويتوقع وجود علاقة طردية بين الإنفاق الحكومي الاسمي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، أو $(dI_d/dG > 0)$ و $(dI_c/dG > 0)$.

ج - اختيار معدل الفائدة الاسمي على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر (CD) انطلاقاً من توجهات السلطة النقدية الأردنية في استخدام شهادات الإيداع للسياسة النقدية غير المباشرة. وبافتراض أن ارتفاع معدلات الفائدة على شهادات الإيداع يؤدي إلى زيادة الرصيد القائم منها وانخفاض الاحتياطي الفائض للبنوك التجارية، فإننا نتوقع وجود علاقة طردية بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل. بينما نتوقع علاقة سلبية بينها وبين الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري مدين؛ لأن الفائدة على شهادات الإيداع تعد عائداً للبنك التجاري. وكلما ارتفعت تلك الفائدة كان

البنك أقدر على تخفيض الفائدة التي يتقاضاها على التسهيلات، تشجيعاً للمستثمر وتشجيعاً للاحتياطي الفائض لديه. وبصورة أخرى $(dI_d/dCD > 0)$ و $(dI_c/CD > 0)$.

د - اختيار معدل الفائدة الدولي (R) أسوة بالأدبيات الاقتصادية التي تفترض ضرورة الإبقاء على هامش بين معدلات الفائدة على العملة المحلية والعملات الأجنبية لمنع رأس المال المحلي من الهروب إلى حيث معدلات الفائدة العليا في الخارج، وتشجيعاً للمستثمر المحلي والأجنبي على الاستثمار بالعملة المحلية. ومن ثم يتوقع وجود علاقة طردية بين معدل الفائدة الدولي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، أو: $(dI_d/dR > 0)$ و $(dI_c/dR > 0)$.

هـ - اختيار سعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني (EX) اعتماداً على مبدأ تعادل الفائدة (The Interest Parity Concept) وذلك لثبات سعر الدينار أمام الدولار الأمريكي ولكبر حجم التجارة البينية بين الأردن وألمانيا⁽¹⁾. وبناء على ذلك يتوقع أن تسود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وسعر الصرف الحالي. ويتوقع وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف الحالي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على كل من الودائع لأجل وتسهيلات الجاري مدين، أو: $(dI_d/dEX < 0)$ و $(dI_c/dEX < 0)$.

ويلاحظ من تركيبة الدوال السابقة استثناء متغير لا يختلف على تأثيره كل منهما على معدل الفائدة ألا وهو معدل التضخم. وقد جاء استثناء هذا المتغير نتيجة لاعتبارات قد لا يختلف عليها أيضاً. فمعدل التضخم كان مستقراً ومنخفضاً جداً طوال فترة الدراسة. فإذا عُرِفَ إجرائياً بالتغير النسبي في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة $(1997=100)$ ، نجد أن معدل التضخم كان أقل من (1%) طوال فترة الدراسة. وعملياً، نجد أن التضخم غير مستثنى تماماً، وذلك نتيجة لاستخدام

(1) الجدير بالذكر أن سعر صرف المارك مقابل الدينار قد اختير بدلاً من الدولار الأمريكي لما يأتي: أولاً - لثبات سعر الدينار أمام الدولار، ومن ثم عدم صلاحيته للاستخدام. ثانياً - لكبر حجم التجارة البينية بين الأردن والجمهورية الألمانية؛ حيث بلغ معدل الانكشاف الاقتصادي الأردني خلال فترة الدراسة، مقاساً بقسمة مجموع الصادرات والمستوردات المحلية على الناتج المحلي الإجمالي بأسعار المنتجين، أعلى قيمة مع الاقتصاد الألماني، حيث كان 5,36%، تلاه الاقتصاد الياباني بمعدل 3,19%، فالمملكة المتحدة بمعدل 3,12%، فإيطاليا بمعدل 2,78%، ثم فرنسا بمعدل 2,76%. كذلك فإن خطوط الانحدار التي تتضمن سعر الصرف بوصفه متغيراً مستقلاً، يقتصر طول السلاسل الزمنية فيها على المشاهدات لغاية عام 2001 بسبب التوقف عن استخدام المارك واستبداله باليورو.

القيم الاسمية لجميع المتغيرات حيث يكون أثر التضخم متضمناً بشكل غير صريح في قيم تلك المتغيرات.

2-6- قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الفائدة على الودائع لأجل:

تتبع الدراسة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) في تقدير نماذجها القياسية، تحقيقاً لأهدافها. وتستخدم الدراسة بيانات السلاسل الزمنية الربع السنوية لكل من المتغيرات المستقلة والتابعة خلال الفترة ما بين عامي (1990 و 2002). وقد جرى أخذ اللوغاريتمات الطبيعية لجميع المتغيرات في خطوط الانحدار المقدرة لتعبر المعلمات الناتجة عن التقدير عن المرونات بدلاً من التغيرات المطلقة. ومن ناحية أخرى، جرى تطبيق اختبار ديكي - فولر لتكامل السلاسل الزمنية لجميع السلاسل المستخدمة في التقديرات، وكذلك لجميع حدود الاضطراب الناتجة عن التقديرات. وتبين أن كل السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى (Integrated of Degree 1) وأن حدود الاضطراب جميعها مستقرة (Stationary). وهذا يعني أنه بإمكان اعتبار السلاسل الزمنية جميعها متكاملة تكاملاً مشتركاً $^{*}(\text{Co-integrated})$ ، وأنه يمكننا الاعتماد على نتائج خطوط الانحدار العشرة الواردة في الجدولين (4) و(5).

يتبين من الجدول (4) أن معدلات الفائدة على الودائع لأجل في الأردن تتأثر بصورة عكسية مع عرض النقد (M1) في حالة التقديرات التالية: الأول والثاني والرابع والخامس. هذا، ويتمتع معامل مرونة معدل الفائدة على الودائع لأجل بالنسبة للتغيرات في عرض النقد بالدلالة الإحصائية على مستوى ثقة (1%). والجدير بالذكر أن هذه النتائج تنسجم مع الإطار النظري المتمثل في سوق النقد لدى كينز، حيث يرتبط معدل الفائدة بعلاقة عكسية مع عرض النقد بافتراض ثبات مستوى الطلب على النقود وغياب مصيدة السيولة. أما من الناحية الكمية، فإن ارتفاع عرض النقود بنسبة (1%) يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة على الودائع لأجل بنسبة تراوح بين (0,38% - 1,43%).

* انظر: Gujarati, D. N., (1995). *Basic econometrics*, New York: McGraw-Hill Book, Company (Third Edition), pp. 727.

جدول (4)
أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على الوسط المرجح لمعدل الفائدة
على الودائع لأجل (1990-2002)

EQ	Regressors ⁽³⁾									Statistics ⁽²⁾			
	C	M	G	Y	CD _i	R	EX	I _{d-1}	I _{c-1}	r ²	F	Dw	h
1	1.66 ^a	-0.45 ^a	-0.03	-	0.05 ^a	-	-	0.33 ^a	-	0.99	551.5	2.14	-0.45
2	1.54 ^a	-0.38 ^a	-	-0.05	0.06 ^a	-	-	0.34 ^a	-	0.99	553.4	2.19	-0.60
3	1.30 ^a	-	-	-	-	0.07	-0.20	-	-	0.93	124.5	1.82	-
4	6.07 ^a	-1.43 ^a	-0.02	-	-	0.15 ^a	-0.24 ^b	-	-	0.93	57.5	2.11	-
5	5.98 ^a	-1.40 ^a	-	-0.02	-	0.16 ^a	-0.22 ^b	-	-	0.93	57.1	2.10	-

ويمكننا اعتبار قيمة هذه المرونة مرتفعة نسبياً إذا ما قيست بمرونات المحددات الأخرى الواردة في الجدول، التي سنتطرق لها بالتفصيل لاحقاً. ويكمن تفسير هذه الاستجابة في حقيقة أن نحو 40% من مجموع عرض النقد (M1) في الأردن خلال فترة الدراسة مودع لدى البنوك التجارية في حسابات تحت الطلب. وهذا يؤدي إلى ارتفاع حجم الاحتياطي الفائض لدى البنوك وارتفاع تكاليف الودائع، مما يدفع البنوك التجارية نحو تخفيض معدلات الفائدة عليها.

أما الإنفاق الحكومي فإنه لم يكن ذا دلالة إحصائية في التأثير على معدل الفائدة على الودائع، كما أن إشارة معاملته كانت سالبة متفقة بذلك مع ما توصل إليه (Evans, 1985). وبناء على ما سبق، جاءت العلاقة بين الإنفاق الحكومي ومعدلات الفائدة على الودائع في الاقتصاد الأردني مخالفة للنظرية الاقتصادية المتمثلة في نموذج (IS-IM)، حيث يتوقع ارتباط معدل الفائدة بعلاقة موجبة مع الإنفاق الحكومي. ويمكن تفسير ذلك في الاستقرار الذي ساد الإنفاق العام وسياسة ضبط النفقات التي انتهجتها الحكومات الأردنية المتعاقبة خلال فترة الدراسة في محاولة لتقليص حجم الموازنة العامة. وإضافة إلى ذلك فإن ما يزيد على 50% من إجمالي الإنفاق العام خلال فترة الدراسة كان على شكل دخول للمستهلك متمثلة في الرواتب والأجور والمدفوعات التقاعدية والضمان الاجتماعي وإغاثة النازحين

(2) لقد عولجت جميع التقديرات من مشكلة الارتباط الذاتي.

(3) تصنيف مستويات الدلالة الإحصائية لمعاملات خطوط الانحدار:

a: ذات دلالة إحصائية على مستوى ثقة (1%).

b: ذات دلالة إحصائية على مستوى ثقة (5%).

c: ذات دلالة إحصائية على مستوى ثقة (10%).

وغيرها. وإذا علمنا أن الميل الحدي للادخار في الأردن يقل عن 30% (إبراهيم أبو سمرة، 1984)، يتضح أن ما يدخر فعلياً من الدخل القابل للاستهلاك الذي مصدره من الإنفاق العام وهو جزء يسير منه، لا يتجاوز 15%. ولذلك فإنه يصبح من المسوغ عدم تأثر معدلات الفائدة على الودائع لأجل بالإنفاق العام خلال عقد التسعينيات.

أما الناتج المحلي الإجمالي فقد كان نمط تأثيره على معدلات الفائدة على الودائع لأجل مشابهاً إلى حد كبير لتأثير الإنفاق الحكومي. فهو لم يكن ذا دلالة إحصائية على أي من مستويات الثقة المقبولة حيث كان معاملته صغيراً نسبياً وسالب الإشارة. ويكمن تفسير ذلك في انخفاض الميل الحدي للادخار في الأردن، والارتفاع النسبي في الطلب على السلع المستوردة. وفي ضوء ذلك يبدو أن الزيادات في الدخل لا تتوجه إلى الادخار والاستثمار، ومن ثم لا تترك أثراً ملموساً على معدلات الفائدة على الودائع.

وفيما يتعلق بأثر معدلات الفائدة على شهادات الإيداع الربع السنوية على معدلات الفائدة على الودائع لأجل، فقد كان معامل مرونتها ذا دلالة إحصائية على مستوى ثقة (1%). كذلك فقد كانت إشارة معامل المرونة موافقة لفرض الدراسة ومعربة عن وجود علاقة موجبة بين معدلات الفائدة على شهادات الإيداع الربع السنوية ومعدلات الفائدة على الودائع لأجل. أما من حيث قيمتها فقد كانت منخفضة نسبياً، مشيرة إلى أنه إذا ارتفعت معدلات الفائدة على شهادات الإيداع بنسبة (1%) فإن معدل الفائدة على الودائع لأجل يرتفع بما يراوح بين (0,05% - 0,06%). ويكمن تفسير هذه العلاقة بأن الارتفاع في معدلات الفائدة على شهادات الإيداع يمثل فرصة استثمارية أمام البنوك التجارية، بخاصة أن معدلات الفائدة على شهادات الإيداع الربع السنوي كانت تعلو نظيرتها على الودائع لأجل في معظم الفترة من الربع الرابع من عام 1994 إلى منتصف عام 1999. ولقد كانت بذلك تغطي جزءاً لا يمكن تجاهله من تكاليف الودائع لدى البنوك التجارية، الأمر الذي من شأنه أن يشجع تلك البنوك على استقطاب المزيد من الودائع من خلال رفع معدلات الفائدة عليها. ومع وجود احتياطي فائض كبير في الجهاز المصرفي وغياب ما يلزم البنوك على دفع فوائد أكبر على الودائع ورفع تكلفتها عليها فلم تكن تلك الزيادات ملموسة.

من جانب آخر فإن ضعف هذه العلاقة يتوافق مع ما ورد في دراسة سابقة حول أثر شهادات الإيداع على الرصيد القائم منها والاحتياطي الفائض للبنوك، حيث استنتجت تلك الدراسة أن الرصيد القائم من شهادات الإيداع بالدينار في الزمن (t) غير مرّن بالنسبة للوسط المرجح لمعدلات الفائدة عليها، وأن حدوث زيادة في الرصيد القائم منها تصحبه زيادة في الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية (وليد يغمور، 2000).

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية الخارجية فقد قدرت مرونة معدلات الفائدة على الودائع لأجل للمتغيرات في كل من المتغيرات التالية: معدل الفائدة على الدولار (Federal Funds Rate) وسعر صرف المارك الألماني مقابل الدينار الأردني. وقد كان معامل مرونة معدلات الفائدة على الودائع بالنسبة للمتغيرات في معدل الفائدة الدولي ذا دلالة إحصائية على مستوى ثقة (1%)، وتبين من إشارة المعامل وجود علاقة طردية بين معدل الفائدة على الدولار ونظيره على الودائع بالدينار. وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية المتمثلة بمبدأ تكافؤ الفائدة، التي تتوقع وجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين. أما من الناحية الكمية، فإن التقديرين الرابع والخامس في جدول (4) يوضحان أن ارتفاع معدل الفائدة على الدولار بنسبة (1%) يؤدي إلى ارتفاع نظيره على الودائع لأجل بالدينار بنسبة (0,15% - 0,16%). ويمكن تفسير هذه العلاقة في حرص السلطة النقدية وعناصر الجهاز المصرفي على المحافظة على هامش ما بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية تجنباً لهروب رأس المال والتحول إلى الاستثمار في غير الدينار وحفاظاً على سعر صرف العملة المحلية من الانخفاض. كذلك فإن الإبقاء على هامش الفائدة يشجع رأس المال الأجنبي على الاستثمار بالدينار الأردني، الأمر الذي يعد واحداً من بين أهم أهداف الأردن الاقتصادية المتوسطة المدى والبعيدة المدى.

أما معامل مرونة معدلات الفائدة على الودائع بالنسبة للمتغيرات في سعر صرف العملة الأجنبية (المارك الألماني) مقابل الدينار الأردني، فقد كان سالباً وذا دلالة إحصائية على مستوى ثقة (5%). وقد جاء هذا متوافقاً مع النظرية الاقتصادية المتمثلة في مبدأ تكافؤ الفائدة. ويبين جدول (4) أن ارتفاع سعر صرف المارك بنسبة (1%) يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة على الودائع بنسبة تراوح بين (0,22% - 0,24%).

ويتمثل تفسير هذه العلاقة العكسية في أن ارتفاع سعر الصرف - وهو ما ساد خلال النصف الأول من فترة الدراسة - يؤدي إلى ارتفاع فاتورة المستوردات من ألمانيا التي هي أكبر شريك تجاري للأردن بعد الولايات المتحدة، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض الكمية المطلوبة من المستوردات من ذلك البلد والبحث عن سلع بديلة أقل تكلفة، الأمر الذي يحتاج إلى فترة زمنية كي يتحقق. ومن ثم فإنه في المدى القصير ينخفض حجم الطلب على التسهيلات المباشرة لشراء السلع المعمرة المستوردة من ألمانيا، وبخاصة السيارات، وكذلك حجم الطلب على التسهيلات غير المباشرة المستخدمة في استيراد تلك السلع. ومن ثم تنخفض الكمية المطلوبة من المارك مقابل الدينار، وتبقى أحجام من الدينار داخل الجهاز المصرفي، فيزداد حجم الاحتياطي الفائض، مما يدفع البنوك التجارية إلى تخفيض معدلات الفائدة على الودائع من أجل تجنب رفع تكاليف تلك الودائع عليها.

جدول (5)

أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على الوسط المرجح لمعدل الفائدة على التسهيلات الجاري مدين (1990-2002)

EQ	Regressors									Statistics			
	C	M	G	Y	CD _i	R	EX	I _{d-1}	I _{c-1}	r ²	F	Dw	h
1	0.93 ^a	-0.22 ^a	0.03 ^b	-	0.03 ^a	-	-	-	0.31 ^a	0.96	216.3	2.41	-1.27
2	1.02 ^a	-0.26 ^a	-	0.04	0.03 ^b	-	-	-	0.29 ^a	0.96	198.3	2.37	-1.15
3	1.08 ^a	-	-	-	-	0.06 ^c	-0.01	-	-	0.82	67.4	1.98	-
4	2.09 ^a	-0.27 ^a	0.01	-	-	0.07 ^b	-0.08	-	-	0.85	47.1	2.16	-
5	1.97 ^a	-0.41 ^a	-	0.12 ^a	-	0.10 ^a	-0.01	-	-	0.90	48.5	2.02	-

3-6- قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الفائدة

على تسهيلات الجاري مدين:

بالنظر إلى جدول (5) نلاحظ أنه قد قدرت خمسة خطوط انحدار على غرار تلك التي قدرت في جدول (4)، غير أن المتغير التابع المستخدم سابقاً استبدل به الوسط المرجح لمعدلات الفائدة على تسهيلات الجاري المدين.

ويتبين من تقديرات جدول (5) أن معامل مرونة معدل الفائدة على التسهيلات للمتغيرات في عرض النقد (M1) كان سالباً وذا دلالة إحصائية على مستوى ثقة (1%). وهو بذلك متوافق مع آلية التسعير في سوق النقود لدى كينز. والجدير بالذكر أن قيمته تقل عما كانت عليه في حالة معدل الفائدة على الودائع لأجل. فإذا

افتترضنا زيادة في عرض النقد (M1) بنسبة (1%) فإن معدل الفائدة على تسهيلات الجاري مدين ينخفض بنسبة تراوح بين (0,22% - 0,41%). ويمكن تفسير ذلك في أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى ارتفاع في الاحتياطي الفائض لدى الجهاز المصرفي مما يدفعه إلى تخفيض ما يتقاضاه من فوائد على التسهيلات تشجيعاً للاستثمار. أما تفسير ضعف استجابة معدل الفائدة على التسهيلات للزيادة في عرض النقد من معدل الفائدة على الودائع فيمكن في أن كليهما يحدد من قبل البنك التجاري، حيث يشكل الأول دخلاً للبنك والثاني تكلفة عليه. ومن ثم فإن البنك أكثر ميولاً نحو تخفيض الفائدة على الودائع منه على التسهيلات.

أما معدل الفائدة على التسهيلات الجاري مدين للتغيرات في الإنفاق الحكومي فقد كان في التقدير الأول من جدول (5) موجباً وذا دلالة إحصائية على مستوى الثقة (5%)، متوافقاً بذلك مع نموذج IS-LM الكينزي. غير أن قيمة هذا المعامل كانت صغيرة نسبياً؛ إذ تعبر بذلك عن الاستقرار والتحفّظ الذي ساد السياسة المالية للحكومات المتعاقبة خلال فترة الدراسة. ووفقاً للتقدير الأول في جدول (5) نجد أنه إذا زاد الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) فإن معدل الفائدة على التسهيلات الجاري مدين يرتفع بنسبة (0,03%). وتفسير اتجاه هذه الزيادة يكمن فيما سبق ذكره من أن ما يزيد على 50% من الإنفاق العام تتخذ شكل دخول للمستهلكين. وفي ظل سيادة ميل حدي مرتفع للاستهلاك في الأردن، فإن زيادة الإنفاق الحكومي تؤدي إلى زيادة في الدخل، ومن ثم زيادة في حجم الاستهلاك والطلب الكلي. وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة ربحية فرص الاستثمار في إنتاج السلع الاستهلاكية واستيرادها، مما يرفع الطلب على القروض المصرفية، ويرفع سعرها المتمثل في معدل الفائدة على التسهيلات. وأما وفقاً للتقدير الرابع في جدول (5) فلم يكن معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للتغيرات في الإنفاق الحكومي ذا دلالة إحصائية ولو أنه جاء متفقاً مع النظرية في إشارته. ولعل السبب في ذلك قياسي ولا يعبر عن واقع اقتصادي؛ إذ كان معامل الإنفاق العام ذا دلالة إحصائية في التقدير الأول. وعلى أية حال فإنه يمكننا القول: إن الإنفاق الحكومي إذا كان له تأثير على معدلات الفائدة على التسهيلات خلال فترة هذه الدراسة، فإن تأثيره ذاك كان محدوداً جداً، ويمكن تجاهله من الناحية الكمية.

وفيما يتعلق بمعامل مرونة معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للنواتج المحلي الإجمالي في التقدير الثاني من جدول (5) فلم يكن ذا دلالة إحصائية على

أي من مستويات الثقة المقبولة، لكنه كان في التقدير الخامس الأخير ذا دلالة إحصائية على مستوى مرتفع من الثقة (1%)، وكانت إشارته موجبة، متوافقاً بذلك مع نموذج (IS-LM) الكينزي. أما من الناحية الكمية فإن التقدير الخامس في جدول (5) يشير إلى أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة (1%) يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة على التسهيلات بنسبة (0,12%). ويمكن تفسير ذلك في أن الزيادة في الدخل تؤدي إلى ارتفاع في الطلب المحلي على النقود مما يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة على التسهيلات ولكن بشكل طفيف.

من ناحية أخرى، فقد جاء معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع مخالفاً للتوقعات. تجدر الإشارة إلى أن البنك المركزي الأردني كان يدفع معدلات فائدة مرتفعة نسبياً على شهادات الإيداع خلال الجزء الأغلب من فترة الدراسة، الأمر الذي من شأنه أن يوفر فرصة أمام البنوك التجارية لتوظيف الاحتياطي الفائض لديها وتخفيض كلفة الودائع. وهو ما كان من المتوقع أن يشجع تلك البنوك على تخفيض ما تتقاضاه من فوائد على التسهيلات التي تمنحها. أما في الواقع، فبالنظر إلى التقديرين الأول والثاني في جدول (5) فإننا نرى أن معامل مرونة معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع كان موجب الإشارة وذا دلالة إحصائية على مستوى ثقة (1%)، لكنه مع ذلك كان ضعيفاً جداً. ففي التقديرين نجد أن ارتفاع معدل الفائدة على شهادات الإيداع بنسبة (1%) يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة على التسهيلات بنسبة (0,03%).

وبناء على ذلك، يمكن أن نخلص إلى القول: إن شهادات الإيداع لم تكن بالأداة الفعالة للسياسة النقدية في التأثير على معدلات الفائدة المصرفية، ولم تكن في الواقع سوى مصدر تكلفة على البنك المركزي. ويأتي هذا التحليل متوافقاً لما جاء في دراسة سابقة عبرت عن وجود ضعف كبير في العلاقات السببية بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع والرصيد القائم منها والاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية ومن ثم ضعف فاعلية شهادات الإيداع بوصفها أداة من أدوات السياسة النقدية خلال عقد التسعينيات (وليد يغمور، 2000). وهذا يجعلنا نتساءل: أكان السبب الكامن وراء استمرار معدلات الفائدة في مستويات مرتفعة طوال عشر

السنوات الماضية هو التحول إلى استخدام عمليات السوق المفتوحة وعدم جدوى تلك العمليات أم أن هنالك عوامل أخرى منعت معدلات الفائدة من الانخفاض رغم جهود البنك المركزي في ذلك الاتجاه؟ ولعلنا نتوصل إلى محاولة للإجابة عن هذين التساؤلين لاحقاً في هذه الدراسة.

وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الاقتصادية الخارجية على معدلات الفائدة على التسهيلات، فقد كان معامل مرونة معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة الدولي ذا دلالة إحصائية على مستويات ثقة راوحت بين (1% - 10%). كما كانت إشارته موجبة، متفقاً بذلك مع مبدأ تكافؤ الفائدة. أما من الناحية الكمية، فنرى أن معامل المرونة كان منخفضاً نسبياً؛ إذ يشير إلى أن معدل الفائدة على التسهيلات ينخفض بنسبة تراوح بين (0,06% - 0,10%). وتفسير تلك العلاقة الطردية يتمثل في حرص القطاع المصرفي والبنك المركزي على المحافظة على الهامش بين معدلات الفائدة المحلية والخارجية في مستويات مناسبة، بحيث لا يؤدي انخفاض معدل الفائدة الدولي إلى انخفاض تكلفة الاستثمار في الخارج عما هي عليه في الداخل، بحيث تتسبب في خروج رأس المال المحلي من داخل النظام الاقتصادي وما قد يخلفه ذلك من آثار خطيرة على النظام المصرفي والاستقرار النقدي. أما ضعف هذه العلاقة الطردية فيعود أيضاً إلى أن الفائدة على التسهيلات تعد أهم مصادر الدخل للبنوك التجارية.

أما معامل مرونة معدل الفائدة على التسهيلات بالنسبة للتغيرات في سعر صرف المارك الألماني فلم يكن ذا دلالة إحصائية في أي من التقديرات الثالث والرابع والخامس في جدول (5). ويكمن تفسير ذلك في أن الطلب على العملات الأجنبية لتمويل المستوردات في الأردن لا يلبي من خلال التسهيلات المباشرة كالجاري مدين بل من خلال اتفاقات قروض غير مباشرة خاصة بتمويل المستوردات، أو من خلال سقوف اعتمادات مستندية تمنحها البنوك التجارية تسهيلات غير مباشرة لعملائها. وأخيراً فإننا نلاحظ من خلال التقديرين الأول والثاني في الجدولين (4) و (5) أن معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات تتأثر بالمستويات السابقة لها بشكل كبير.

VII. النتائج والتوصيات:

يمكن القول: إن نتائج هذه الدراسة جاءت على النحو التالي:

1 - على الرغم من استجابة معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني للتغيرات في عدد من المتغيرات الكلية المحلية ومعدل الفائدة على الدولار، فإنها اتصفت خلال فترة الدراسة بالجمود الكبير وضعف المرونة. ويعزى ذلك، بصورة رئيسية، إلى ما يأتي: أولاً - هيكل السوق المصرفي الأردني الذي يعاني ضعف الكفاءة والتركز الكبير (أحمد ديات، 1997). ثانياً - كبر حجم الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية. ثالثاً - ضحالة سوق الأوراق المالية القصير الأجل والمتوسطة الأجل في الاقتصاد الأردني. ولوحظ أيضاً أن معدلات الفائدة على التسهيلات كانت، بصفة عامة، أقل مرونة من معدلات الفائدة على الودائع، ولا سيما بالنسبة للمتغيرات التي تدفعها نحو الانخفاض. ويعود سبب ذلك إلى أن الفوائد على التسهيلات المصرفية تعد أهم مصادر الدخل لدى مؤسسات الجهاز المصرفي، مما يجعل البنوك التجارية متحفظة جداً في تخفيضها.

2 - ارتبطت معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني بعلاقة سلبية قوية نسبياً مع التغيرات في عرض النقد الاسمي، مما يشير إلى غياب مشكلة مصيدة السيولة في سوق النقد الأردني. ولو كانت هذه المصيدة حاضرة، لما وجدنا هذا التأثير لعرض النقود على معدلات الفائدة. ومن الجدير بالذكر أن معدلات الفائدة على التسهيلات أظهرت استجابة أضعف للتغيرات في عرض النقد من نظيرتها على الودائع. ويعود ذلك إلى ما سبق ذكره من أن الفائدة على التسهيلات هي أهم مصادر دخل البنوك التجارية.

3 - لم تتأثر معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني بأي من الإنفاق الحكومي أو الناتج المحلي الإجمالي. والسبب في ذلك يعود إلى الميل الحدي المرتفع للاستهلاك والميل الحدي المنخفض للادخار في الأردن؛ حيث يؤدي ذلك إلى ضعف توجه الزيادات في الدخل القابل للاستهلاك نحو الادخار والاستثمار. ومن ثم فإن هذه التغيرات لا تترك أثراً ذا بال على معدلات الفائدة، سواء تلك التي تعد عائداً على الادخار أو تلك التي تعد تكلفة للاستثمار ورأس المال.

4 - لم تكن شهادات الإيداع لثلاثة أشهر قناة فعالة في التأثير على معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني. وتدعم هذه النتيجة

استنتاجات دراسة سابقة بأن شهادات الإيداع بالدينار أداة غير فعالة في سحب الاحتياطي الفائض للبنوك التجارية، وأن الرصيد القائم منها ذو استجابة ضعيفة للتغير في الوسط المرجح لمعدلات الفائدة عليها (وليد يغمور، 2000). ولعل الأسباب الرئيسية الكامنة وراء ضعف تأثير شهادات الإيداع على معدلات الفائدة هي ضعف الكفاءة ودرجة المنافسة في الجهاز المصرفي، وحادثة تجربة عمليات السوق المفتوحة حيث ابتدئ العمل بها بشكل رئيس منذ عام 1993، واعتياد البنوك التجارية على التدخل المباشر من قبل البنك المركزي، ووجود الاحتياطي الفائض الكبير وارتفاع تكاليف الودائع.

5 - إن معدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات في الاقتصاد الأردني تأثرت بمعدل الفائدة الدولي بصورة إيجابية ومتوافقة مع مبدأ تعادل الفائدة. وفي هذه النتيجة إشارة واضحة إلى مدى الانفتاح الذي يشهده الاقتصاد الأردني. ولعل من أهم الأسباب التي أدت إلى جمود معدلات الفائدة المحلية خلال فترة الدراسة، هو استقرار معدل الفائدة على الدولار فترة طويلة في مستويات مرتفعة نسبياً، ولم تشكل أي حافز أو ضغط على معدلات الفائدة المحلية نحو الانخفاض. وربما يدل على ذلك الانخفاضات التي شهدتها معدلات الفائدة المحلية خلال السنوات الثلاث الماضية، التي تزامنت مع التخفيضات الملموسة التي جرت على معدل الفائدة على الدولار الأمريكي (Federal Funds Rate).

6 - لم تتأثر معدلات الفائدة المحلية بالتغيرات في سعر الصرف في أي من التقديرات المستخدمة. ومع هذا فإنه لا يمكن القول إن سعر الصرف ليس عاملاً مهماً في تحديد معدلات الفائدة. فمن المهم هنا فهم كل من سياسة سعر الصرف في الأردن والتعريف الإجرائي لسعر الصرف المستخدم في التقديرات. فمن ناحية، نعرف أن الدينار الأردني مرتبط بالدولار الأمريكي، عملة المعاملات الدولية الأولى، ونعرف أن الولايات المتحدة هي الشريك التجاري الأكبر للأردن. ومن ناحية أخرى، فإن تمويل المستوردات في الأردن لا يجري من خلال التسهيلات المباشرة. وهكذا فإنه بالإمكان أن نتوقع سقوط حلقة الوصل في العلاقة السببية بين سعر صرف عملة ألمانيا - ثاني أكبر شريك تجاري للأردن، ومعدلات الفائدة على الدينار الأردني. ولهذا نعتقد أن موضوع العلاقة بين سعر الصرف ومعدلات الفائدة المحلية يستحق قسطاً أكبر من البحث.

أما من حيث التوصيات، فإنه يمكن في ضوء نتائج هذه الدراسة أن نوصي بما يلي:

1 - في ضوء عدم فاعلية عمليات السوق المفتوحة المتمثلة في إصدار وإطفاء شهادات الإيداع بوصف ذلك أداة التأثير على الاحتياطي الفائض لدى البنوك التجارية ومعدلات الفائدة على الودائع والتسهيلات المصرفية، يقترح على البنك المركزي ما يلي: أولاً - عدم الاعتماد على التوسع في الوقت الحاضر في إصدار شهادات الإيداع والاعتماد على الأدوات الأخرى في التأثير على عرض النقد كالاحتياطي الإلزامي وإعادة الخصم ونافذة الإيداع وغيرها. ثانياً - تشجيع البنك المركزي على المحافظة على معدلات الفائدة على شهادات الإيداع في مستويات منخفضة وتقليص التكاليف التي يتكبدها من جراء إصدارها وإطفائها.

2 - يقترح على الحكومة ما يأتي: أولاً - إصدار تنوع أكبر من الأوراق المالية ذات الأجل القصير والمتوسط لملاءمة غايات الادخار والاستثمار والتفضيلات الزمنية لدى الجمهور. ثانياً - الإسهام في بناء الوعي العام وتشجيع الاستثمار في تلك الأوراق المالية بالوسائل الكمية، كدفع عائد أكبر عليها، والوسائل النوعية، كتنويع استحققاتها وضمان سيولة مرتفعة لها.

3 - تستطيع الحكومة في الوقت الحالي دون أن تقلق من أن يلحق الضرر بهيكل معدلات الفائدة المحلية، كارتفاعها في حال السياسة المالية التوسعية أو انخفاضها في حال السياسة المالية المتشددة - العمل على توفير التسهيلات الضريبية والقانونية الكفيلة بزيادة الطلب على الاستثمار المحلي المباشر في سبيل تشغيل المدخرات المحلية المعطلة على صورة احتياطات فائضة. والجدير بالذكر أن مثل هذا الإجراء سيؤدي إلى دفع عملية النمو الاقتصادي ومنح حرية أكبر لمعدل الفائدة في الاستجابة للمتغيرات الاقتصادية، مما يزيد من كفاءته بوصفه أداة لتوزيع الائتمان بين أكثر الفرص الاستثمارية جدوى.

4 - يتوقع من البنك المركزي السعي الجاد نحو إعادة هيكلة القطاع المصرفي واتخاذ الإجراءات التي تؤدي إلى دمج أقل الوحدات حجماً وأقلها كفاءة. ولعل من السبل إلى ذلك، فرض زيادة أخرى في متطلب رأس مال البنوك التجارية المرخصة، والإحجام عن مساعدة الوحدات ذات الكفاءة المالية المنخفضة، واستخدام السلطة الرقابية المباشرة في منع حدوث أية ممارسات احتكارية أو اتفاقات جانبية، رسمية أو غير رسمية، فيما يتعلق بتحديد معدلات الفائدة والعمولات.

5 - يقترح على البنك المركزي التوسع في نشاطاته الهادفة إلى زيادة كفاءة مؤسسات الجهاز المصرفي، كحث البنوك التجارية على استثمار الاحتياطيات الفائضة لديها في محفظة من الأوراق المالية القصيرة الأجل الصادرة عن الحكومة والبنك المركزي والمؤسسات الخاصة. إن اتخاذ مثل هذه الإجراءات سيؤدي بالضرورة إلى تطوير سوق الأصول المالية وتعميقها وارتفاع إيرادات البنوك التجارية، مما يمنحها مرونة أكبر في إجراء تخفيض معدلات الفائدة على التسهيلات المصرفية.

المصادر

- إبراهيم أبو سمرة (1984). دالة الاستهلاك في الأردن: الاستهلاك الخاص. رسالة ماجستير غير منشورة، عمان، الجامعة الأردنية.
- البنك المركزي الأردني (1990-2003). النشرة الإحصائية الشهرية. أعدالد مختلفة، عمان، الأردن.
- أحمد عوض ديات (1997). المنافسة في القطاع المصرفي الأردني. رسالة ماجستير غير منشورة، إربد: جامعة اليرموك.
- مفلح عقل (1990). إدارة أسعار الفائدة في ظل التعويم. مجلة البنوك في الأردن، العدد السادس.
- محمد لطفي الجعفري، وجمال حسن الحمصي (1993). هامش الفائدة في السوق المصرفي الأردني. عمان: البنك المركزي الأردني.
- وليد يغمور (2000). فاعلية عمليات السوق المفتوحة في التأثير على الاحتياطي الفائض للبنوك في الأردن. رسالة ماجستير غير منشورة، عمان: الجامعة الأردنية.
- Coats, W. (1982). Interest rate consequences of targeting money. *IMF Staff Papers*, 29: 31-47.
- Cook, T. Hahn, T. (1988). The information content of discount rate announcements and their effect on market interest rates. *Journal of Money, Credit and Bankling*, 20: 167-180.
- Edwards, S., & Khan, M. (1985). Interest rate determination in developing countries: A conceptual framework. *IMF Staff Papers*, 32: 377-403.
- Evans, P. (1985). Do large deficits produce high interest rates? *American Economic Review*, 75: 68-87.
- Honohan, P. (2000). How interest rates changed under financial liberalization: A cross-country review. *The World Bank Group*. www.wbln0018.worldbank.
- Madura J. (1992). *Financial markets and institutions*. Second Edition, Florida: Florida Atlantic University.
- Saracoglu, R. (1984). Expectations of inflation and interest rate determination. *IMF Staff Papers*. 31: 141-178.
- Tanzi, V. (1985). Fiscal deficits and interest rates in the United States: An Empirical Analysis: 1960-1984. *IMF Staff Papers*. 32: 551-576.

قدم في: أغسطس 2004

أجيز في: أبريل 2005

Economy

Determinants of Interest Rates in the Jordanian Economy: An Analytical Study for the Period 1990 - 2002

*Ahmed Al-Awran**

*Usmah Al-Farhan***

Interest rates on credit facilities and bank deposits in Jordan have gained increased attention since their liberalization in the early 1990s. This paper tends to study the would-be macroeconomic determinants of interest rates in Jordan, and analyze their effects on those rates in both magnitude and direction. To do so, the study uses time series econometric analysis via Ordinary Least Squares Method (OLS) to measure and analyze the impact of several variables on the domestic rates of interest. Results show, among other things, that banking rates respond adversely to changes in the money supply, and poorly to changes in the rate of interest on Central Banks three months certificates. Fiscally, it was noticed that government expenditure has no significant impact on deposit rates while it has some small impact on credit rates. The results further demonstrate that domestic interest rates are affected by foreign interest and exchange rates. Consequently, it has been recommended that the Jordanian Central Bank and the Ministry of Finance should cooperate to solidify Jordan's capital market by issuing a broader range of securities with several maturities, enhance the market's liquidity to fit the time and liquidity preferences of savers, and increase competitiveness and cost-efficiency in the banking sector with a view to lowering interest rates.

Keywords: Interest rate, Determining interest rate, Jordanian economy
Jordanian money market.

* Dept. of Economics, Jordan University, Jordan.

** The authority of Financial boards.