

الفصل الثالث: النقود وأسعار الفائدة

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الفائدة

يمثل سعر الفائدة المتغير الاقتصادي الذي يربط المقرضين بالمقترضين في العلاقات المالية، فهو يمثل السعر الذي يدفعه المقرض لقاء استخدامه الأموال المقترضة خلال فترة زمنية يتفق عليها، ويتحدد سعر الفائدة بتفاعل عرض الأموال المدخرين مع الطلب عليها من قبل المستثمرين.

أولاً: تعريف سعر الفائدة:

يعرف آدم سميث سعر الفائدة بأنه: ثمن استخدام رأس المال الناتج عن تضحية اختيارية حقيقية. أما مارشال فيعتبر بأن سعر الفائدة: هو السعر المدفوع في السوق لاستعمال رأس المال، وعند تساوي الطلب الكلي لرأس المال مع العرض الكلي منه يتحقق سعر الفائدة التوازني. أما كاسل فقد اعتبر أن سعر الفائدة: يمثل الثمن الذي يحقق التعادل بين الاستثمار والادخار، حيث يمثل الاستثمار الطلب على النقود مقابل الانتظار، والادخار يمثل عرض النقود مقابل الانتظار. في حين أن كينز قد عرف سعر الفائدة على أنه: الثمن الذي يجب أن يدفع لحث حاملي الأموال التنازل عن أصولهم السائلة في صورة نقدية، أي أن سعر الفائدة يمثل ثمن إقراض النقود، فهو يعتبر بأن سعر الفائدة يمثل سعر التنازل عن السيولة (ثمن عدم الاكتناز).

ولكن ورغم الجدل التي يثار حول سعر الفائدة مع كل أزمة تصيب النظام الرأسمالي، إلا أن الواقع الاقتصادي يشير إلى أهمية سعر الفائدة من خلال:

- تشجيع الاستثمار والادخار حسب ما تتطلبه ظروف كل اقتصاد؛
- المحافظة على رؤوس الأموال المحلية وتشجيع دخول رؤوس الأموال الأجنبية؛
- الحفاظ على مستوى الاستقرار في معدلات التضخم وأسعار الصرف؛
- تعتبر من أهم أدوات السياسة النقدية التي يستعملها البنك المركزي للتحكم في حجم المعروض النقدي؛

- يؤثر سعر الفائدة على السياسة المالية المتبعة من قبل الدولة؛
- يعمل سعر الفائدة على التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد.

ثانياً: أنواع سعر الفائدة: هناك العديد من التصنيفات لسعر الفائدة وذلك حسب المعيار المتخذ في عملية التصنيف، ويمكن أن نستعرض هذه الأنواع على النحو التالي:

1. سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي: فسعر الفائدة النقدي أو الاسمي هو ذلك السعر الذي

يسود السوق النقدية في ظل ظروف اعتيادية يحدده البنك المركزي في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب

على السيولة النقدية، ويسمى أيضا في بعض الأحيان بمعدل الفائدة النقدي وهو السعر الذي يدفع على النقود المستثمرة بمقياس نقدي.

ومن الواضح بأن سعر الفائدة النقدي لا يقيس ما يكسبه المقرض بشكل حقيقي (سلع وخدمات)، وهذا ما يتم من الحصول عليه من خلال سعر الفائدة الحقيقي والذي يقيس كمية السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليه مستقبلا مقارنة بحكم السلع والخدمات التي تم التخلي عليها في الوقت الحالي. وسعر الفائدة الحقيقي يتم الحصول عليه من خلال تصحيح سعر الفائدة الاسمي وفقا لمعدل التضخم،

$$\text{سعر الفائدة الحقيقي} = \text{سعر الفائدة الاسمي} - \text{معدل التضخم}$$

وعليه

بالتالي فإن سعر الفائدة الحقيقي يعبر عن القوة الشرائية للفائدة الاسمية.

2. أسعار الفائدة الإدارية وغير الإدارية:

3. أسعار الفائدة الدائنة والمدينة:

4. أسعار الفائدة البسيطة والمركبة:

5. أسعار الفائدة المحلية والدولية:

6. سعر الفائدة ومعدل الخصم:

7. سعر الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

ثالثا: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة: هناك جملة من العوامل التي تؤثر في تحركات أسعار الفائدة، حيث

يتذبذب سعر الفائدة بحسب درجة وقوة هذه العوامل، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى عوامل نقدية ومالية؛

عوامل حقيقية؛ عوامل أخرى نستعرضها على النحو التالي:

1. العوامل النقدية والمالية: وتشمل المتغيرات التالية:

أ/ حجم المعروض النقدي:

ب/ مستوى التضخم:

ج/ مستوى أسعار الفائدة الدولية:

د/ أثر عجز الموازنة العامة:

و/ معدل الصرف:

هـ/ اتجاه السياسة النقدية:

ي/ درجة تطور السوق النقدي والمالي:

2. العوامل الحقيقية: وتشمل المتغيرات التالية:

أ/ مستوى النشاط الاقتصادي:

ب/ النمو الاقتصادي:

ج/ الدورات الاقتصادية:

3. عوامل أخرى: فبالإضافة إلى العوامل النقدية والمالية والعوامل الحقيقية، هناك عوامل أخرى يمكن

أن تؤثر في سعر الفائدة منها:

- تميل أسعار الفائدة إلى الانخفاض مع التطور الحضاري والتقدم التكنولوجي للمجتمعات؛
- تلعب التوقعات دورا مهما في تحركات أسعار الفائدة مثلا: توقعات المستثمرين بشأن معدلات التضخم المستقبلية؛
- درجة انفتاح القطاع المالي ودرجة الضوابط المفروضة على رأس المال.

المحور الثاني: النظريات المفسرة لسعر الفائدة

أولا: النظرية الكلاسيكية لسعر الفائدة: تعرف أيضا بنظرية الادخار والاستثمار وسعر الفائدة، ذلك أن هذه النظرية حاولت تفسير سعر الفائدة من خلال العلاقة بين كل من الادخار والاستثمار، وأن سعر الفائدة يتحدد بعوامل حقيقية لا عوامل نقدية، فالادخار الحقيقي يشير إلى تلك السلع والخدمات التي امتنع الأفراد عن استهلاكها في الوقت الحاضر وسوف تستخدم لأغراض إنتاجية، أما الاستثمار الحقيقي فيشير إلى الطلب على السلع الرأسمالية، ومن رواد هذه النظرية نجد **دافيد ريكاردو** كما تطويرها وتنقيحها من قبل اقتصاديين آخرين أمثال: **ولاس، بيجو، توسيغ** إلخ.

يرى أصحاب هذه النظرية بأن سعر الفائدة هو العلو أو الزيادة التي يجب أن تدفع للأفراد وذلك بهدف تشجيعهم على اتخاذ قرار تأجيل الاستهلاك المحتمل من طرفهم في الوقت الحاضر إلى المستقبل بما يوفر المدخرات للمشروعات التي تبحث عن رأس المال، وفي نفس الوقت فإن سعر الفائدة إنما هو عبارة عن الثمن الذي يجب ان يدفع لاستخدام رأس المال بالمعنى الحقيقي.

بصفة عامة فإن سعر الفائدة عند الكلاسيك يتحدد عن طريق التفاعل بين الادخار والاستثمار، حيث يتحدد سعر الفائدة التوازني عند المستوى الذي يتساوى فيه الادخار مع الاستثمار وهذا يعني ان الادخار المتحقق سوف يذهب بفعل سعر الفائدة نحو الاستثمار.

يمكن توضيح كيف يتحدد سعر الفائدة التوازني في النظرية الكلاسيكية من خلال الشكل التالي:

ركزت النظرية الكلاسيكية في تحليلها لسعر الفائدة على العوامل الحقيقية (الادخار؛ الاستثمار) واعتبرت بأن الفائدة هي ظاهرة غير نقدية، وفي المقابل فقد تعرضت هذه إلى جملة من الانتقادات نوجزها على النحو التالي:

➤ افترضت هذه النظرية ثابت الدخل القومي، حيث استبعدت أثر تغيرات الدخل على الادخار بمعنى استقلال حجم الادخار عن حجم الاستثمار، إلا أنه في الواقع يتوقف منحى الادخار على منحى الاستثمار وهو ما يتم عن طريق الدخل القومي، ذلك أن الدخل دالة في الاستثمار كما ان الادخار دالة في الدخل؛

➤ اعتبرت هذه النظرية النقود على أنها مجرد وسيط للتداول، فهي لا تأخذ بعين الاعتبار وظيفة النقود كمخزن للقيمة، فهي تفترض أن جزء الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك لا بد أن يتم انفاقه على الاستثمار عن طريق الادخار وبالتالي فهي تستبعد أثر الاكتناز الذي يحول إلى استهلاك؛

➤ ركزت هذه النظرية بشكل خاص على الادخار والاستثمار وأهملت العوامل الأخرى التي يمكن ان تؤثر على سعر الفائدة وبالتحديد العوامل النقدية، ذلك أن قدرة الجهاز المصرفي مثلا على التوسع في منح الائتمان او تقليصه لا بد أن يكون لها أثر على سعر الفائدة؛

ثانيا: نظرية الأرصدة المعدة للإقراض: تعرف أيضا هذه النظرية بنظرية الكلاسيكية الحديثة لسعر الفائدة، ويعتبر الاقتصادي السويدي **كنت ويكسل** أول من صاغ معتمدا على التحليل النقدي التقليدي وقد حاول ادخال العوامل النقدية إلى جانب العوامل الحقيقية في تحديد سعر الفائدة، وثم تم تطوير وتنقيح هذه النظرية من قبل مجموعة من الاقتصاديين السويديين من بينهم: **بيرتل؛ ليندل؛ روبرتسن**، وتتميز هذه النظرية بإعطاء دور حيوي للنقود في الاقتصاد، فهي تجمع النواحي غير النقدية وغير النقدية في تحديد سعر الفائدة، فهي تأخذ بعين الاعتبار الائتمان المصرفي والذي يمثل جزء من حجم النقود المعروضة وله تأثير على سعر الفائدة، كما تهتم بالاكتناز وتعتبره عامل مؤثر ويمثل جزء من الطلب على الأرصدة النقدية المعدة للإقراض. وحسب هذه النظرية يتحدد سعر الفائدة التوازني من خلال التفاعل بين عرض الأرصدة المعدة للإقراض والطلب عليها، يمكن توضيح سعر الفائدة التوازني وفقا لنظرية الأرصدة النقدية المعدة للإقراض من الشكل التالي.

1. جانب العرض: وتشمل:

- المنحنى (M) يمثل عرض النقود الائتماني المصرفي (علاقة طردية مع سعر الفائدة)؛
- المنحنى (S) يمثل الكميات المختلفة من الادخار (علاقة طردية مع سعر الفائدة)؛
- المنحنى (M+S) يمثل مقدار العرض الكلي للأرصدة المعدة للإقراض والمتوفرة عند مستويات مختلفة من أسعار الفائدة، وتم الحصول عليه من خلال الجمع كل من منحنى (M) ومنحنى (S)، ومنحنى (M+S) وهو في علاقة طردية مع سعر الفائدة.

2. جانب الطلب: يشمل:

- منحنى (I) يمثل الطلب على الاستثمار (علاقة عكسية مع سعر الفائدة)؛
- منحنى (H) يمثل مستوى الاكتناز (علاقة عكسية مع سعر الفائدة)؛
- المنحنى (I+H) يمثل مقدار الطلب الكلي على الأرصدة المعدة للإقراض والمتوفرة عند مستويات مختلفة من أسعار الفائدة، وتم الحصول عليه من خلال الجمع كل من منحنى (I) ومنحنى (H)، ومنحنى (I+H) وهو في علاقة طردية مع سعر الفائدة.

في المقابل فقد تعرضت لجملة من الانتقادات التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- أهملت هذه النظرية تأثيرات الدخل على منحنى (M+S)؛
- نظرا لاختلاف طبيعة كل من الادخار والاستثمار (عوامل حقيقية) والائتمان المصرفي والاكتناز (عوامل نقدية) فمن غير الممكن الجمع بينها لتحديد سعر الفائدة؛
- بالغت هذه النظرية في تحديد أثر سعر الفائدة على الادخار، فعادة ما يدخر الأفراد ليس من أجل سعر الفائدة المرتفع وإنما بهدف الاحتياط، وبذلك يصبح سعر الفائدة غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة.

ثالثا: نظرية تفضيل السيولة: ظهرت نظرية تفضيل السيولة على يد الاقتصادي الشهير كينز في ظل

الانتقادات الكثيرة التي وجهت للنظرية الكلاسيكية التي كانت تؤمن بحيادية النقود وأن سعر الفائدة ظاهرة

حقيقية، وهذا ما رفضه كينز في نظريته حيث ينظر لسعر الفائدة على أنه ظاهرة نقدية بحتة تتحدد في السوق النقدية على أساس تفاعل العوامل النقدية ممثلة في عرض النقود والطلب عليها، كما أوضح من خلال نظريته هذه أن كمية النقود تؤثر على الدخل طالما أن الاقتصاد لم يصل إلى مستوى التشغيل الكامل، وقد ركز كينز اهتمامه في تفسير سعر الفائدة من خلال الطلب على النقود بدافع المضاربة.

يقصد بتفضيل السيولة الدوافع التي تحمل الأفراد أو المشروعات على الاحتفاظ بالثروة في شكل نقود سائلة بدلا من أي شكل غير نقدي مثل: اذونات الخزينة؛ الكمبيالات؛ الأرض؛ الذهب..... إلخ، بالتالي فإن سعر الفائدة هو ثمن التوازن بين الرغبة في حيازة الثروة في شكل نقدي والتضحية بالسيولة.

1. الطلب على النقود عند كينز: لقد فرق كينز بين ثلاث دوافع هي التي تؤدي على التفضيل النقدي

نستعرضها على النحو التالي:

- الطلب على النقود بدافع المعاملات:
- الطلب على النقود بدافع الاحتياط:
- الطلب على النقود بدافع المضاربة:

2. عرض النقود عند كينز: يتحدد عرض النقود وفقا للنموذج الكينزي في أي لحظة بواسطة السلطات

النقدية مستقلا بذلك عن اعتبارات سعر الفائدة، وهو بذلك عديم المرونة اتجاه سعر الفائدة.

حيث أن:

- **L₁:** الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط والذي يتحدد بدلالة الدخل وهو غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة؛
- **L₂:** الطلب على النقود بدافع المضاربة والذي يعتبر مرن لتغيرات سعر الفائدة كما أنها تتحدد بمستوى الدخل.

من بين أهم الانتقادات التي تعرضت لها النظرية الكينزية نذكر ما يلي:

- أهمل التحليل الكينزي تأثير العوامل الحقيقية في تحديد سعر الفائدة حيث أنه اعتبر أن سعر الفائدة ظاهرة نقدية بحتة؛
- إن التحليل الكينزي يعتبر أن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط والمتمثل في الطلب على النقود بغرض المضاربة، في حين أن هناك عوامل أخرى لا تقل أهمية في تحديد سعر الفائدة مثل: الدخل؛ حجم المخاطر، توقعات الأعوان الاقتصاديين؛
- لم يتناول كينز سعر الفائدة في الأجل الطويل، وبالتالي أهمل عنصر الزمن في تحليله لسعر الفائدة بالرغم من أهميته خاصة في سوق الائتمان؛
- اعتبر كينز أن حجم الادخار ليس له أي تأثير على سعر الفائدة، وهذا الافتراض خاطئ ذلك لن سعر الفائدة يرتبط بحجم الأموال المعروضة أو المتوفرة على مستوى البنوك (حجم المدخرات) بالتالي فإن حجم الادخار يلعب دورا مهما في تحديد سعر الفائدة؛
- اعتبر كينز أن سعر الفائدة مستقل عن الطلب على الأرصدة للاستثمار، وهذا أمر غير واقعي حيث لا يمكن تحديد سعر الفائدة بمعزل عن حجم الاستثمار، كما أنه لا يمكن الوصول إلى سعر الفائدة توازني بدون أن يكون هناك توازن في المتغيرات الحقيقية مثل: الادخار والاستثمار؛