

آلية تحديد سعر الفائدة وإستقرار معدل الصرف فى مصر

**عطا الله أبو سيف أبادير

*رضا فوزى صالح

ملخص

تم إيضاح فى هذه الدراسة ، الدور الهام لسعر الفائدة داخل الإقتصاد الوطنى. وكذلك إيضاح آلية تحديد سعر الفائدة ، ودورها الهام فى التأثير على معدل الصرف، حيث تم إيضاح أن تحديد سعر الفائدة طبقاً للظروف الإقتصادية. يكون له أثر هام فى تحقيق إستقرار معدل الصرف، حيث تم شرح أهمية سعر الفائدة وكيفية تحديدها وأهم المؤثرات الإقتصادية المؤثرة فيها.

وقد تم إستنتاج أن سعر الفائدة كانت تتحدد داخل الإقتصاد المصرى، طبقاً للظروف الإقتصادية للدولة. وقد تم الإعتماد على النماذج القياسية للتأكد من ذلك، وتم التأكد أيضا من الدور الهام لسعر الفائدة فى التأثير على معدل الصرف، الأمر الذى يتفق مع فرضية الدراسة فى أن تحديد سعر الفائدة طبقاً للظروف الإقتصادية يكون له أثر هام فى تحقيق إستقرار معدل الصرف .

ولكن فى المرحلة التالية لثورة ٢٥ يناير، تم إستنتاج عدم تحقق الفرضية ، وذلك يعود للظروف السياسية السيئة التى مرت بها البلاد.

(**) د. عطا الله أبو سيف أبادير - أستاذ الإقتصاد ، جامعة حلوان ، رئيس قسم الإقتصاد السابق.

(*) رضا فوزى صالح - حاصل على دبلوم إقتصاد عالمى ، جامعة عين شمس

Summary

We are explain in this study, confirmation the vital role of interest rate, which make it in national economy, and study the mechanism of interest rate determination, and it's important role on exchange rate. Where it confirm that, determine interest rate according to economic circumstances, has a great effect on achieve exchange rate stability. Where, we explain the important of interest rate, and how it determine, and important determination affect on it.

Also we confirm that, interest rate was determined in Egyptian Economy according to economic circumstances of country. Where we depend on regression models to prove it, and when study the role of interest rate on determining exchange rate, the model indicate that, the important role of interest rate which effect on exchange rate. It is certain with the hypothesis which assume, the mechanism of interest rate determination affect on achieving the stability of exchange rate.

But after 25 January revolution, we find that the hypothesis did not achieve, because of the so bad political circumstances.

المقدمة :

تلعب أسعار الفائدة دوراً حيوياً في النشاط الاقتصادي، خاصة بعد تزايد حركة تدفق رؤوس الأموال بين دول العالم وتعاضم نشاط الشركات متعددة الجنسيات، بجانب زيادة دور سوق الأوراق المالية في تمويل الأنشطة الاقتصادية. وتزداد أهمية أسعار الفائدة في الدول النامية خاصة بعد أن أدركت هذه الدول أهمية جذب رؤوس الأموال إليها، وذلك للقيام بدور رئيسي في تمويل خطط التنمية بها من خلال الإستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

لذا فإن هذه الدراسة ركزت على دور سعر الفائدة وآليات تحديدها ، وذلك لما لهذا السعر من دور وتأثير على العديد من المتغيرات الاقتصادية ، مثل الإدخار والإستثمار وكذلك انعكاساته على أنشطة أسواق المال وغيرها من الأنشطة الاقتصادية الأخرى ، مما يؤثر بدوره على النشاط الاقتصادي بوجه عام، وعلى استقرار هذا النشاط بوجه خاص. ومن ناحية أخرى تلعب أسعار الفائدة وآليات تحديدها دوراً هاماً في استقرار معدل الصرف ، والذي بدوره يلعب دوراً مهماً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، حيث أن حدوث تقلبات وعدم استقرار معدل الصرف قد يكون دليلاً على وجود مشكلات اقتصادية داخلية للدولة ، وعلى العكس حالة حدوث استقرار معدل الصرف إنما يكون دليلاً على وجود سياسات داخلية منضبطة ومستقرة ، الأمر الذي يحفز على مزيد من إكتساب رؤوس الأموال الأجنبية ، ومزيد من فرص الإستثمار والنمو الاقتصادي مما يؤدي إلى تحفيز أكثر لاستقرار معدل الصرف.

ومن هنا جاءت فكرة البحث في محاولة معرفة الأثر الذي تلعبه آليات تحديد سعر الفائدة في تحقيق استقرار معدل الصرف الأجنبي:

١ - إشكالية وأهمية البحث :

وتتمثل المشكلة الأساسية فى مصر البحث فى محاولة معرفة أثر سعر الفائدة وآليات تحديده على مدى استقرار معدل الصرف فى مصر ، حيث تعاني مصر من مشاكل فى أسواق الصرف لديها، والذي يكون ناتج من وجود مشاكل كثيرة مثل اختلال العلاقة بين الصادرات والواردات ، كذلك إعتماؤها على مصادر تنصف بعدم الاستقرار مثل السياحة وتصدير المواد الخام . وتهتم هذه الدراسة بدور سعر الفائدة كأحد المحددات التى تؤثر على معدلات الصرف.

٢ - فرضية وهدف البحث :

تقوم الدراسة على فرضية أساسية مؤداها .

" من المتوقع أن تؤثر آلية تحديد سعر الفائدة على إستقرار معدل الصرف "

ويتمثل الهدف من الدراسة تحليل آليات تحديد سعر الفائدة ، وأثر ذلك على معدل الصرف كما جاءت به النظرية الإقتصادية ، وتحليل حالة الإقتصاد المصرى فى هذا الشأن. فى محاوله لإختبار الفرضية السابقة من خلال معرفة كيفية تحديد سعر الفائدة فى مصر ، ودور ذلك فى تحقيق إستقرار معدل الصرف وذلك خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠١٧) .

٣ - منهجية البحث :

تقوم الدراسة على منهجين هما المنهج الإستقرائى والمنهج الإستنباطى ، حيث تعتمد الدراسة على المنهج الإستقرائى لتوصيف العلاقات الاقتصادية المتشابكة ، وكذلك تعتمد الدراسة على المنهج الإستنباطى وذلك بغرض إيضاح درجات التأثير على مدى استقرار معدل الصرف ، وذلك من خلال الإعتماذ على النماذج القياسية مثل نماذج الإنحدار المتعدد والإنحدار البسيط.

٤ - جزء البحث :

تنقسم هذه الدراسة إلى ثلاث أجزاء ، وذلك بعد عرض المقدمة ، حيث يتكون الجزء الأول وهو الإطار النظري من عرض موجز للنظريات الإقتصادية المحددة لسعر الفائدة. والجزء الثاني يتكون من المحددات الإقتصادية ، التي تؤثر في تحديد سعر الفائدة. ثم في الجزء الثالث يتم تحديد الكيفية التي يتحدد بها سعر الفائدة، وذلك عن طريق إستخدام نماذج الإنحدار المختلفة.

أولاً : الإطار النظري

مقدمة :

تلعب أسعار الفائدة دوراً هاماً في توجيه النشاط الإقتصادي للدولة، حيث يمكن من خلال هذه الأداة التأثير على الإستثمار ، الإيدار ، والنمو الإقتصادي ، وإستقرار أسواق الصرف ، وغيرها من المؤشرات الإقتصادية الهامة . وعلى ذلك سوف يتم في هذا الجزء ، إيضاح النظريات التي يتم من خلالها تحديد أسعار الفائدة .

(١ - ١) مفهوم وأهمية سعر الفائدة :

تعرف الفائدة على أنها مبلغ من النقود يدفعه المقترض ، نظير استخدامه للنقود لفترة زمنية محددة. حيث يمثل سعر الفائدة العائد الذي يحصل عليه صاحب رأس المال.

وترجع أهمية سعر الفائدة إلى أنها يمكن من خلالها العمل على تخصيص الموارد المالية للمجتمع، وتوزيعها بين الاستخدامات المختلفة . كما يقوم سعر الفائدة بعملية إعادة توزيع أو تخصيص الموارد المالية ، بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي^(١) . كما أن سعر الفائدة تعد أداة رئيسية ، من أدوات السياسة النقدية ، التي يمكن من خلالها تحفيز الادخار، والتأثير على الأنشطة الإستثمارية ، وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، مما يعمل على زيادة معدلات النمو الإقتصادي .

(١) عطا الله أبادير (٢٠١١) ، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية" ، جهاز نشر وتوزيع الكتاب الجامعي، جامعة حلوان ، ص : ١٩٣ .

١ - ٢) سعر الفائدة فى الفكر الإقتصادى :

سيتم إستعراض نظريات تحديد سعر الفائدة بشكل موجز كما يلى :-

١ - ٢ - ١) النظرية الكلاسيكية :

وفقاً لهذه النظرية يتحدد سعر الفائدة بالتعادل بين الادخار والاستثمار، وعليه فان سعر الفائدة هو المتغير الذى يحقق التوازن بين الاستثمار والادخار. ويكون الادخار مرتبط بعلاقة طردية مع سعر الفائدة^(١)، ويتمثل جانب العرض هنا فى عرض المدخرات. بينما يتمثل جانب الطلب فى طلب الاستثمار، حيث يتجه رجال الاعمال الى الاستثمار كلما كانت هناك معدلات عائد متوقعة مرتفعة ويكون سعر الفائدة هنا بمثابة تكلفة مقابل الحصول على الاموال للاستثمار. ويتحدد سعر الفائدة التوازنى عند تقاطع دالة الادخار مع دالة الإستثمار.

١ - ٢ - ٢) النظرية الكينزية :

إتجه كينز إلى النظر إلى سعر الفائدة على أساس أنها ظاهرة نقدية بحتة، بمعنى أن سعر الفائدة يتحدد بعرض وطلب النقود، وسعر الفائدة عند كينز يتحدد عن طريق الطلب على النقود الذى أسماه كينز التفضيل النقدى مع عرض النقود. وقد قسم كينز دوافع الإحتفاظ بالسيولة إلى ثلاث دوافع وهما^(٢). دافع المعاملات ، ودافع الإحتياط ويمثل هذان الدافعان معاً دافع إستخدام النقود كوسيط للتبادل، والدافع الثالث هو دافع المضاربة.

أ - دافع المعاملات Transactions Motive

(١) سهير معتوق (١٩٨٩)، "النظريات والسياسات النقدية" ، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ص: ٥٠.

(٢) سامى خليل (٢٠٠٢) ، "اقتصاديات النقود والبنوك" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ص : ٤٩٠.

تطلب النقود في هذه الحالة لمواجهة المتطلبات اليومية والإعتيادية وتتغير الكمية المطلوبة من النقود طردياً مع مستوى الدخل^(١). وفي بداية الخمسينيات قام كلاً من وليم بومول William Baumol عام ١٩٥٢، وجيمس توبين James Tobin عام ١٩٥٦ ، بإدخال أثر سعر الفائدة على طلب النقود للمعاملات^(٢). حيث أكد كلاً من الباحثين على أن الطلب على النقود للمعاملات يعتمد أيضاً على سعر الفائدة . حيث يتم استخدام النقود الغير منفقة في شراء الأوراق المالية وإعادة بيعها عند إحتياج النقود ، وفي هذه الحالة فإن طلب النقود للمعاملات يعتمد على سعر الفائدة^(٣) الذي يرتبط عكسياً مع الطلب على النقود .

ب- دافع الإحتياط :

هنا تطلب النقود لمواجهة الأحداث الطارئة ، وقد وضع كينز طلب النقود للمعاملات والإحتياط معاً كدالة في الدخل.

ج- دافع المضاربات :

وتتمثل الإضافة الكينزية في هذه النقطة في قيام الأفراد بالإحتفاظ بالنقود في صورة عاطلة، وذلك إنتظاراً لتحقيق ربح أعلى في المستقبل، وهذا ما يطلق عليه كينز دافع المضاربة، ويعتبر طلب النقود للمضاربة هو نقطة الوصل بين طلب النقود وسعر الفائدة ، والتي يتحدد على أثرها سعر الفائدة في سوق النقود^(٤)، الأمر الذي يجعلنا ننظر إلى نظرية كينز في سعر الفائدة، على أساس أنها ظاهرة نقدية

(١) مايكل أيدجمان (١٩٩٩) ، "الإقتصاد الكلى - النظرية والسياسة" ، ترجمة إبراهيم منصور

ومراجعة عبدالفتاح عبدالرحمن ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، ص ٢٣٤.

(٢) عطا الله أبادير (٢٠١١) ، مرجع سبق ذكره ، ص : ١٧١ .

(٣) مايكل أيدجمان ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٣٦ .

(٤) L.E.Johanson, et al (2001), "Keynes Theory of Money and His Attack on the Classical Model", **International Advances in Economic Research** Vol.7, No. 4, November, P: 414

بحة ، وافترض كينز أن المضارب يفاضل بين نوعين من الأصول هما النقود والسندات، وقد أوضح كينز أن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات في بورصة الأوراق المالية.

وقد أضاف James Tobin عام ١٩٥٨ أن الأفراد لا يهتمون بالعائد الأعلى فقط ، إنما أيضاً الإهتمام بدرجة المخاطر من كل أصل. حيث أكد على أن الأفراد في إمكانهم تخفيض هذه المخاطر عن طريق تنويع الأصول لتجنب المخاطر المرتفعة على السندات^(١).

د - تحديد سعر الفائدة :

يقوم التحليل الكينزي في تحديد سعر الفائدة على أساس أن المعروض من كمية النقود إنما يتحدد بواسطة السلطات النقدية وأن المعروض من النقود غير مرن لسعر الفائدة ، ويتحدد سعر الفائدة عند المستوى الذي يتعادل فيه إجمالي المعروض من النقود مع إجمالي الطلب على النقود.

(١-٢-٣) المدرسة النقدية Monetarism

تعتبر المدرسة النقدية الحديثة امتداد وتطوير لنظرية كمية النقود، ولكنهم أي النقديون يختلفون عن الكلاسيك من خلال نظرهم إلى النقود، من حيث أنها سلعة ثمينة كما أنها وسيلة أخرى لحيازة الثروة وليست مجرد وسيط للتبادل. وعلى هذا الأساس قام فريدمان بدراسة العوامل التي تؤثر في الطلب على النقود، حيث أوضح عدة عوامل تؤثر في الطلب على النقود وهي ، سعر الفائدة، المعدل المتوقع للتضخم، مستوى الدخل، ثمن الأصول القريبة من النقود مثل الأوراق المالية، العوامل التنظيمية، الثروة (ثروة بشرية أو مادية)^(٢) .

(١) Frederic Mishkin (2007), "Money, Banking, and Financial Markets", Addison Wesley, 8th ed, pp. 504- 505

(٢) جيمس جوارتيني و ريجارد أستروب (١٩٩٩) "الاقتصاد الكلى - الإختيار العام والخاص" ترجمة عبدالفتاح عبدالرحمن ، وعبدالعظيم محمد ، دار المريخ ، الرياض، ص ص : ٤١٨ : ٤١٩ .

ولتوضيح كيفية إنتقال النقود وآثارها على الاقتصاد وذلك ما يعرف بمكانيكية الانتقال، حيث يمكننا افتراض أن البنك المركزي قام بزيادة عرض النقود. فإن زيادة عرض النقود يكون لها آثار قوية على زيادة الإنتاج فى الأجل القصير، أما فى الأجل الطويل فإن زيادة النقود تتجه إلى إحداث إرتفاع فى مستوى الأسعار. ومع إفتراض حدوث التضخم فإن أسعار الفائدة لابد وأن ترتفع وذلك لتعويض الإنخفاض فى القوى الشرائية للنقود.

(١-٢-٤) التوقعات الرشيدة Rational Expectations

فى فترة الخمسينيات والستينيات كان يبنى الاقتصاديون توقعاتهم بناء على ما حدث فى الماضى القريب، حيث كانوا يتخذون الماضى أساس لبناء توقعاتهم المستقبلية، حيث كان يطلق على هذا الشكل من التوقعات بالتوقعات المرتبطة بالماضى Adaptive Expectations^(١) ونظراً للتبسيط الشديد لهذا الشكل من التوقعات، فى أن الماضى صورة مشابهة للحاضر، لهذا فقد قام الاقتصاديين بتطوير هذه النظرية، حيث يرى هؤلاء الاقتصاديين أن التوقعات يجب أن تتصف بالرشادة، من حيث أن الاقتصاديين يلزم أن يتعلمون من أحداث الماضى، بالإضافة إلى استخدام جميع المعلومات المتوفرة لديهم، ولذلك لإستنتاج صورة أدق للمستقبل، وهذا ما يطلق عليه بنظرية التوقعات الرشيدة ، وتقوم هذه النظرية على فرض أساسى وهو مرونة الأسعار والأجور. ففى حالة إفتراض قيام السلطات النقدية بعمل سياسة نقدية توسعية فإن ذلك يدفع الأفراد إلى توقع حدوث إرتفاع مستوى الأسعار مما يكون له الأثر على دفع أسعار الفائدة للإرتفاع.

(١-٢-٥) الكينزيون الجدد New Keynesian

يفترض الكينزيون الجدد أن الجمود النسبى للأسعار والأجور يؤدي إلى أن الأسواق لا تتواءم بدرجة سريعة للوصول إلى حالة إستقرار الأسواق.

حيث تم تفسير الجمود النسبى للأسعار والأجور، على أساس وجود حالة منافسة غير تامة وكذلك وجود العقود الضمنية أو الأجور التعاقدية، بين العمال وأصحاب الأعمال حيث يقدم أصحاب الأعمال وعد ضمنى للعمال بالإبقاء على

(1) Frederic Mishkin (2007), op.cit., P. 157.

أجورهم الحقيقية دون تغيير، حتى وإذا كانت هناك محاولات لتغيير الأجور تجد الشركات نفسها مرتبطة بعقود توريد لعملائها، عند مستوى من الأسعار تم الإتفاق عليه مسبقاً مما يضيف مصدر آخر للجمود النسبي^(١).

حيث في حالة إفتراض حدوث زيادة في المعروض النقدي فإن ذلك يؤدي إلى إنخفاض سعر الفائدة، مما يؤدي إلى زيادة النشاط الاقتصادي نتيجة إرتفاع الطلب الكلى، ولكن بسبب وجود الجمود النسبي للأسعار فإن الارتفاع في الأسعار يكون بنسبة أقل مما يجب لو كان هناك مرونة في الأسعار، مما يعود بإنخفاض النشاط الاقتصادي . وتكون نسبة الزيادة الملاحظة في النشاط الاقتصادي أكبر من نسبة الإنخفاض في النشاط الاقتصادي، مما يدل على أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى زيادة مستوى النشاط الاقتصادي^(٢).

ثانياً : محددات سعر الفائدة :

سيتم تناول أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في تحديد سعر الفائدة بإيجاز :

(٢-١) معدل التضخم :

يعرف التضخم علي إنه ارتفاع مستمر ومتواصل في المستوي العام للأسعار. وبعد تأثير معدل التضخم علي مستوي أسعار الفائدة تأثير معنوي، حيث قد أثبتت

(١) أحمد رمزي (٢٠١٠) ، "معدلات الدولار وفاعلية السياسة النقدية في مصر، رسالة ماجستير ، غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، قسم الاقتصاد والتجارة الخارجية ، جامعة حلوان ، ص : ١٠٥ .

(٢) رشا سعيد (٢٠١١) ، "السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي : دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لمصر" ، رسالة دكتوراه ، غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، قسم الاقتصاد والتجارة الخارجية، جامعة حلوان، ص : ١١٣

العديد من الدراسات الاقتصادية هذا الاثر⁽¹⁾ . ويكون التضخم هنا ذو أثر مكلف اقتصادياً.

وطبقاً لمفهوم اثر فيشر فإنه عند توقع حدوث موجات تضخمية، فإن ذلك يدفع سعر الفائدة للارتفاع.

(٢-٢) كمية النقود :

عند دراسة أثر زيادة المعروض النقدي علي سعر الفائدة، فإن هذا الأثر سوف ينتقل من خلال ثلاث قنوات وهي أثر السيولة، اثر الدخل، أثر توقعات معدل التضخم^(٢)، كما يلي:-

- **أثر السيولة** : نجد أنه عند زيادة المعروض النقدي، فإن ذلك يؤدي إلي زيادة السيولة في المجتمع مما يدفع سعر الفائدة إلي الانخفاض وهذا ما يعرف بزيادة أثر السيولة.

- **أثر الدخل** : عند دراسة أثر الدخل نجد انه عند زيادة المعروض النقدي فإن هذا يؤدي أولاً إلي إنخفاض سعر الفائدة ، مما يكون له أثر إيجابي علي الاستثمار، مما يؤثر علي زيادة الدخل وهذا يؤدي إلي زيادة الطلب علي النقود مما يدفع سعر الفائدة إلي الارتفاع.

- **أثر توقع معدل التضخم** : فعند دراسة أثر زيادة المعروض النقدي فإن ذلك يعكس توقعات بحدوث ارتفاع في مستوي الأسعار. الأمر الذي يدفع المقرضين إلي طلب سعر فائدة أعلى، وتكون النتيجة النهائية طبقاً لاثر توقع معدل التضخم هو زيادة سعر الفائدة.

(1) Dilek taker. et al (2012), “long – run relation between interest rates and inflation: Evidence from turkey”, **journal of applied finance & Banking**, vol.2, no. 6, p. 42

(2) Lioyd Thomas (1997),”**Money, Banking, and financial market**” ,McGraw–Hill Companies, international edition, P. 106

فعلى الرغم من أن زيادة المعروض النقدي يدفع سعر الفائدة للانخفاض، إلا أن اثر الدخل واثر معدل التضخم يدفعان سعر الفائدة للارتفاع.

(٣-٢) أسعار الفائدة العالمية :

وفي ظل العولمة والتكامل الاقتصادي، أصبح تحديد معدلات الفائدة على الأصول المالية، يتأثر بدرجة معنوية من خلال التطورات الحادثة في الأسواق الأجنبية^(١) حيث أصبح تحديد سعر الفائدة في ظل هذه الظروف يتحدد من خلال حجم الاستثمارات العالمية وحجم المدخرات العالمية ، وقد أوضحت الدراسات الحديثة أن أسعار الفائدة في الدول المتقدمة اقتصادياً يؤثر في أسعار الفائدة للدول الأقل تقدماً^(٢) .

ويتبين ذلك من خلال اثر ارتفاع الفائدة في دولة مثل أمريكا ، الأمر الذى يدفع الدولار الأمريكي إلي الارتفاع. ما يدفع السلطات النقدية في دولة ناشئة مثل مصر إلي رفع سعر الفائدة من أجل الدفاع عن قيمة الجنية المصري في سوق الصرف^(٣) .

(٤-٢) معدل الصرف :

ترتبط أسعار الفائدة ومعدلات الصرف بعلاقة تبادلية، حيث أنه عند زيادة التدفقات الداخلة إلي الدولة من العملات الأجنبية فإن ذلك يؤدي إلي إنخفاض قيمة هذه العملات أو العمل على مزيد من الاستقرار لتلك العملات مما يعطي الفرصة للسلطات النقدية في الحفاظ على استقرار سعر الفائدة طويل الأجل، إلا أنها قد تقوم برفع سعر الفائدة قصير الاجل من أجل إجراء عملية تعقيم للعملات الاجنبية المتدفقة

(1) Ramon Moreno (2008), "Transmission Mechanisms for Monetary policy in emerging market economies", **BIS paper, No. 35, Bank for International settlements**, p.66

(2) **Ibid**, P. 66

(٣) مرمر ويصا (٢٠٠٣)، مرجع سبق ذكره، ص: ٩٦.

إلى الاقتصاد المحلي.

أما في حالة توقع إرتفاع قيمة العملة الأجنبية فإن ذلك قد يؤدي إلى وجود هجمات مضاربة، الأمر الذي يدفع السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة من أجل الدفاع عن قيمة العملية المحلية ، ويتم ذلك من خلال رفع سعر الفائدة التي تعمل علي جعل المضارب علي العملة في موقف ضعيف⁽¹⁾.

(٢-٥) العجز المالي Fiscal Deficit

أثبتت الكثير من الدراسات الاقتصادية وجود علاقة ارتباط معنوي بين عجز الموازنة وارتفاع سعر الفائدة. حيث أن توقعات ارتفاع اسعار الفائدة في المستقبل مرتبط بتوقع إرتفاع مستوي الدين في المستقبل⁽²⁾.

إلا انه يوجد بعض الاعتراضات علي هذا، حيث أن تزايد عولمة أسواق المال مما يسهل علي جذب رؤوس الأموال الاجنبية مما يزيد من المعروض من الأرصدة النقدية داخل الدولة مما يضعف اثر زيادة الطلب الحكومي على الارصدة النقدية وبالتالي انخفاض في درجة التأثير علي أسعار الفائدة⁽³⁾.
آلية تحديد سعر الفائدة وإستقرار معدل الصرف في مصر

ثالثاً : تقييم آلية تحديد سعر الفائدة

سيتم هنا تقييم تحديد سعر الفائدة خلال الفترة من (١٩٩١ - ٢٠١٠) ممثلة

- (1) Benedikt Goderis and vasso Ioannidou (2006), "Do High interes Rate Defend Currencies During Speculative Attaks? New evidence", **CSAE working paper series/ 2006 – 11**, December 6, p.1.
- (2) Benjamin friedman (2005), "DEFECITS AND DEBT IN THE SHORT AND LONG RUN", **NBER WORKING PAPER SERIES**, NO. 11630, September, pp: 15 - 16.
- (3) LIoyd Thomas (1997), **op. cit**, pp: 108 – 109.

فى سعر الخصم وذلك لأن سعر الخصم مؤثر هام فى تحديد سعر الفائدة^(١) ، وذلك لمعرفة هل أن تحديد سعر الفائدة كان يتم طبقاً للمحددات الإقتصادية ، مثل التضخم، العجز ، النمو ، ، أم أن سعر الفائدة كان يتم تحديده بطريقة إدارية ، دون وضع الظروف الإقتصادية فى الإعتبار ، ثم محاولة إستنتاج أثر تحديد سعر الفائدة على تحديد قيمة العملة الأجنبية . وقد تم الإستعانة بالأساليب القياسية متمثلة فى نماذج الإنحدار، حيث سيتم جمع تلك المتغيرات الإقتصادية معاً، لتوضيح أثرها مجتمعة على تحديد سعر الفائدة . وذلك عن طريق أسلوب الإنحدار المتعدد .

وقد شهد معدل الصرف الأجنبى إستقراراً من عام ١٩٩١ حتى ١٩٩٨ ، حيث أن سعر الفائدة قد لعب دوراً كبيراً فى ذلك. إلا أن الفترة من عام ١٩٩٨ إلى عام ٢٠٠١ ، قد صاحبها وجود ضغوط على سوق الصرف الأجنبى ، وقد أدى ذلك إلى التأثير على الإحتياطي الأجنبى، من خلال السحب من تلك الإحتياطي للحفاظ على قيمة العملة^(٢) .

إلا أن الفترة من عام ٢٠٠١ إلى بداية عام ٢٠٠٣ ، قد شهدت إرتفاع قيمة الدولار. وقد كان ذلك نتيجة لظروف إقتصادية وسياسية كثيرة خارجية وداخلية .

(١-٣) توصيف النموذج :

يهدف النموذج إلى دراسة أثر المتغيرات الإقتصادية فى تحديد معدل الفائدة. وذلك لمحاولة معرفة الكيفية التى كان يتم بها تحديد سعر الفائدة وأهمية ذلك فى التأثير على معدل الصرف. وذلك فى مرحلة ما قبل الثورة (١٩٩١ - ٢٠١٠) ، وسيتم صياغة النموذج بالشكل التالى :

(١) راجع كل من :

- رشا سعيد (٢٠١١) ، " مرجع سبق ذكره " ، ص ص : ٢٣٧ - ٢٤٤ .

- سهير معتوق (١٩٨٩) ، " مرجع سبق ذكره " ، ص ص : ٢١٠ - ٢٠١١ .

(٢) عبدالرؤف الحنفى (٢٠٠٩) ، " أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصرى على تجارة مصر

الخارجية " ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ص ص : ٣٠ - ٣١ .

$$I = B_1 + B_2 F_t + B_3 D_t + B_4 G_t + B_5 M_t + B_6 E_t + e_i$$

حيث يمثل I معدل الخصم ، F_t معدل التضخم ، D_2 عجز الموازنة ، G_t معدل النمو، M_t معدل نمو عرض النقود ، E_t معدل الصرف ، e_i حد الخطأ العشوائى.

وسيتم تقدير نموذج الإنحدار المتعدد بالإعتماد على بيانات سنوية من (١٩٩١ : ٢٠١٠) طبقاً لبيانات البنك المركزى. وكما هو متعارف عليه فى الأدب الإقتصادى، من حيث تأثير المحددات الإقتصادية على تحديد سعر الفائدة ، نجد أن معدل التضخم يرتبط بعلاقة طردية مع سعر الفائدة، وأيضاً يرتبط معدل الفائدة مع عرض النقود بعلاقة طردية ، وذلك عن طريق أثر الدخل وأثر التضخم ، أما بالنسبة لمعدل النمو فإنه يرتبط مع سعر الفائدة بعلاقة عكسية ، حيث أنه مع زيادة النمو يزيد مستوى الدخل مما يؤدي إلى زيادة الأرصدة القابلة للإقراض .

(٢-٣) تقدير النموذج *

حيث ستم تقدير أثر المتغيرات الإقتصادية على سعر الخصم من خلال نموذج الإنحدار التدريجى.

(٣-٣) نموذج الإنحدار التدريجى Stepwise Regression:

Stepwise Regression: DISCOUNT RATE versus DEFICIT; DEFICIT/GDP; ...

Alpha-to-Enter: 0.15 Alpha-to-Remove: 0.15

Response is DISCOUNT RATE on 6 predictors, with N = 20

Step	1	2	3	4
Constant	2.1150	-0.4831	3.5502	1.7780

(*) تم الإعتماد على البرنامج Minitab

EXCHANGE DOLLAR/EGY	42.1	41.8	37.5	38.2
T-Value	5.21	8.70	11.12	12.05
P-Value	0.000	0.000	0.000	0.000
INFLTION RATE		0.290	0.282	0.244
T-Value		5.82	8.40	6.47
P-Value		0.000	0.000	0.000
GROWTH RATE			-0.64	-0.51
T-Value			-4.62	-3.48
P-Value			0.000	0.003
MONEY SUPPLY RATE				0.101
T-Value				1.84
P-Value				0.086
S	2.08	1.24	0.834	0.778
R-Sq	60.14	86.68	94.30	95.35
R-Sq (adj)	57.93	85.12	93.23	94.10

ومن خلال نتائج النموذج يمكن القول بأن المتغيرات (معدل الصرف، معدل التضخم، معدل النمو) هي التي تعطي أفضل تفسير من بين المتغيرات التي تفسر تحديد سعر الفائدة.

حيث وجد أن هذه المتغيرات تعطي نتائج ذات معنوية إحصائية من خلال قراءة قيم T، والقيم الإحتمالية لـ P-Value المناظرة لها، وكذلك قيمة R-Sq، مما يستدل منه على أن قيمة سعر الفائدة كانت تحدد بناء على الظروف الاقتصادية الموجودة في تلك الفترة، ولم تكن تحدد بأسلوب إداري بحت، بعيداً عن الظروف الاقتصادية للدولة.

(٤-٣) تقييم أثر سعر الخصم على تحديد معدل الصرف :

حيث سيتم دراسة أثر سعر الفائدة على تحديد معدل الصرف، وذلك بعد أن

تم التأكد من أن سعر الفائدة يتحدد طبقاً للعوامل الإقتصادية للدولة.

The regression equation is

$$\log \text{ exchange rate} = 1.58 - 0.890 \log \text{ discount rate}$$

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	1.5825	0.1118	14.15	0.000
log discount rate	-0.8897	0.1046	-8.50	0.000

S = 0.0658037 R-Sq = 66.2% R-Sq(adj) = 65.2%

Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	0.31315	0.31315	72.32	0.000
Residual Error	37	0.16021	0.00433		
Total	38	0.47336			

عند قراءة المعادلة نجد أن سعر الخصم (سعر الفائدة) كان له تأثير معنوي في تحديد معدل الصرف . حيث يلاحظ المعنوية الإحصائية لمعامل الإنحدار وكذلك قيمة $P_{\text{-value}}$ المناظرة لها. ووجد أيضاً ارتفاع قيمة $R_{\text{-sq}}$ ، حيث أن ذلك من شأنه إيضاح أن سعر الفائدة كان يؤثر على معدل الصرف بنسبة 65% . كما يستدل من قيمة F وقيمة $P_{\text{-value}}$ المناظرة لها وجود معنوية معادلة الإنحدار، ويستدل من ذلك أن قيمة سعر الفائدة التي كانت تحدد طبقاً للظروف الإقتصادية، أعطت تأثيراً معنوياً في تحديد معدل الصرف. وهذا يتفق مع فرضية الدراسة .

(٣-٥) مرحلة ما بعد ثورة يناير ٢٠١١ حتى نهاية ٢٠١٧ :

حيث سيتم تقدير الكيفية التي يتحدد بها سعر الفائدة ومعدل الصرف كما

يلي :-
آلية تحديد سعر الفائدة وإستقرار معدل الصرف في مصر

(٣-٥-١) تقييم آلية تحديد سعر الفائدة :

(٣-٥-٢) توصيف النموذج :

يهدف النموذج إلى دراسة أثر بعض المتغيرات في معدل الفائدة، وهي معدل التضخم F، ومعدل النمو الاقتصادي G، ومعدل عرض النقود M2، ومعدل الصرف E، ونسبة العجز الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي D، وذلك في مصر خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٧) لبيانات ربع سنوية ، طبقاً لإحصائيات البنك المركزي.

(٣-٥-٣) تقدير النموذج :

وتكون معادلة الإنحدار كما يلي:-

$$\ln It = - 8.58 + 0.007 \ln Ft + 0.022 \ln Gt - 0.045 \ln Et + Vt$$

Dependent Variable: DDLN_I

Method: Least Squares

Date: 11/07/18 Time: 18:54

Sample (adjusted): 3/01/2011 12/01/2017

Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.58E-05	0.013236	-0.006482	0.9949
DDLN_F	0.007513	0.013379	0.561526	0.5796
DDLN_G	0.022704	0.016330	1.390345	0.1772
DDLN_E	-0.045505	0.012382	-3.675056	0.0012
R-squared	0.479210	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.414111	S.D. dependent var		0.091496
S.E. of regression	0.070034	Akaike info criterion		-2.348103
Sum squared resid	0.117715	Schwarz criterion		-2.157788
Log likelihood	36.87345	Hannan-Quinn criter.		-2.289922
F-statistic	7.361271	Durbin-Watson stat		2.102486
Prob(F-statistic)	0.001155			

لاختبار المعنوية الاحصائية للمتغيرات المستقلة مجتمعة ، فقد وجد أن قيمة F

Statistic – ذو قيمة مرتفعة ، مما يستدل منه على معنوية معادلة الإنحدار ، كما يؤكد على ذلك القيمة الإحصائية المناظرة لها. وتشير قيمة معامل التحديد المعدلة إلى القوة التفسيرية للنموذج تعادل ٤١%.

أما فيما يتعلق بالمعنوية الإحصائية للمتغيرات المستقلة ، فقد وجد أن معدل الصرف فقط هو الذي يتمتع بمعنوية إحصائية مرتفعة.

(٣-٥-٤) تقدير أثر معدل الخصم على معدل الصرف:

تمثل النموذج لتقدير أثر معدل الخصم على معدل الصرف:

$$\ln. E_t = \alpha_1 + B_1 \ln. I_t + V_t$$

وبتقدير النموذج نجد أن المعادلة تمثل النموذج بعد التقدير.

$$\ln. E_t = 0.000266 - 8.508339 \ln. I_t + V_t$$

Dependent Variable: DDLN_E
Method: Least Squares
Date: 11/09/18 Time: 16:45
Sample (adjusted): 3/01/2011 12/01/2017
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000266	0.176299	-0.001510	0.9988
DDLN_I	-8.508339	1.962204	-4.336114	0.0002
R-squared	0.419667	Mean dependent var		-0.000266
Adjusted R-squared	0.397347	S.D. dependent var		1.201696
S.E. of regression	0.932885	Akaike info criterion		2.767681
Sum squared resid	22.62716	Schwarz criterion		2.862838
Log likelihood	-36.74753	Hannan-Quinn criter.		2.796771
F-statistic	18.80188	Durbin-Watson stat		2.217643
Prob(F-statistic)	0.000194			

تشير قيمة معامل التحديد R^2 إلى القوة التفسيرية للنموذج والتي تعادل ٠.٤٢. مما يعنى أن المتغيرات المستقلة بالنموذج تفسر ما يعادل ٤٢% من التباينات فى المتغير التابع، أما فيما يتعلق بالمعنوية الإحصائية للمتغير المستقل ، فقد وجد أنه معنوى إحصائياً ويؤكد على ذلك القيمة الإحتمالية له .

الخلاصة والنتائج

تم إستعراض فى هذه الدراسة النظريات المختلفة لتحديد سعر الفائدة ، وأيضاً تم توضيح مختلف المحددات الإقتصادية التى تؤثر فيها. ثم بعد ذلك تم إختبار فرضية الدراسة، والتي تقترض أن تحديد سعر الفائدة الذى يتم طبقاً للظروف الإقتصادية ، يكون له أثر أكبر على معدل الصرف.

حيث تم إستنتاج ذلك من خلال نماذج الإنحدار المختلفة ، التى أكدت على أن آلية تحديد سعر الفائدة ، كانت تتم وفقاً لمعطيات المتغيرات الإقتصادية ، المختلفة خلال فترة الدراسة، وفى مقابل هذا كان يوجد إستقرار فى معدل الصرف، أغلب فترات الدراسة. وعند دراسة أثر سعر الفائدة فى تحديد معدل الصرف فقد أكد النموذج القياسى أن سعر الفائدة كان له أثر هام على تحديد معدل الصرف. حيث أن سعر الفائدة الذى يتم تحديده طبقاً للظروف الإقتصادية ، إنما يعكس أغلب المتغيرات الإقتصادية فى الإقتصاد ، ومن ثم إنتقال أثر هذه المتغيرات ، عبر قناة سعر الفائدة إلى معدل الصرف. وهذا يتفق مع صحة الفرضية .

بينما نجد فى مرحلة ما بعد ثورة يناير (٢٠١١). إنخفاض تأثير المتغيرات الإقتصادية فى تحديد سعر الفائدة، وذلك نظراً للإضطرابات السياسية والإقتصادية الخاصة بتلك الفترة ، عما كانت عليه قبل الثورة، الأمر الذى لا يتفق مع فرضية الدراسة، وحيث نجد بعد الثورة أن سعر الفائدة كان يستخدم كأداة إقتصادية، للدفاع عن العملة المحلية للحيلولة من حدوث تدهور حاد فى قيمتها.

قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية :

- أحمد رمزى (٢٠١٠) ، "معدلات الدولة وفاعلية السياسية النقدية فى مصر" ، رسالة ماجستير، غير منشورة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، قسم الاقتصاد والتجارة الخارجية ، جامعة حلوان.
- جيمس جوارتيني ، وريجارد استروب (١٩٩٩) ، "الاقتصاد الكلى - الإختيار العام والخاص" ، ترجمة عبدالفتاح عبدالرحمن وعبدالعظيم محمد ، دار المريخ للنشر، الرياض.
- رشا سعيد (٢٠١١) ، "السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار الاقتصادى : دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لمصر" ، رسالة دكتوراه ، غير منشورة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، قسم الاقتصاد والتجارة الخارجية ، جامعة حلوان.
- سامى خليل (٢٠٠٢) ، "اقتصاديات النقود والبنوك" ، دار النهضة العربية ، القاهرة .
- سهير معتوق (١٩٨٩) ، "النظريات والسياسات النقدية" ، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة.
- عبدالرؤوف الحنفى (٢٠٠٩) ، "أثر تحرير سعر صرف الجنيه المصرى على تجارة مصر الخارجية" ، دار النهضة العربية ، القاهرة.
- عطا الله أبادير (٢٠١١) ، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية" ، جهاز نشر وتوزيع الكتاب الجامعى - جامعة حلوان ، القاهرة.
- مايكل أيدجمان (١٩٩٩) ، "الاقتصاد الكلى - النظرية والسياسة" ، ترجمة إبراهيم منصور ومراجعة عبدالفتاح عبدالرحمن ، دار المريخ للنشر ، الرياض.
- مرمر ويصا (٢٠٠٣) ، "العلاقة التبادلية بين سعرى الصرف والفائدة فى ظل المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على الاقتصاد المصرى" ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.

ثانياً : المراجع الأجنبيةة

- Benedikt Goderis and vasso Ioannidis (2006), "Do high interest rate Defend currencies During Speculative Attacks? New evidence", **CSAE working paper series/2006.11**, December.
- Benjamin Friedman (2005), "DEFECITS AND DEBT IN THE SHORT AND LONG RUN", **NBER Working PAPER SERIES**, No. 11630, September.
- Dilek taker, et al (2012), "Long-run relation between interest rates and Inflation: Evidence From turkey", **Journal of Applied finance of Banking**, Vol.2, No.6.
- Fredieric Mishkin (2007), "**Money, Banking, and Financial Markets**", 8th ed, Addison Wesley.
- L.E. Johanson, et al (2001), "Keynes theory of Money and His Attack on the classical Model", **International Advances in Economic Research**, Vol. 7, No. 4, November.
- Lioyed Thomas (1997), "**Money, Banking, and Financial Markets**", MCGraw-Hill Companis, International edition.
- Ramon Moreno (2008), "Transmission Mechanisms for Monetary Policy in emerging market economics", **BIS Paper, No. 35, Bank for International Settlements**.