

## فاعلية سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2019)

أنور النقيب\*

### ملخص

تهدف الدراسة إلى اختبار مدى قدرة وفاعلية سياسة معدل الفائدة واستخدامه كقناة انتقال Transmission Mechanism للسياسة النقدية على نقل التغييرات من الاقتصاد النقدي إلى الاقتصاد الحقيقي، وتم تقدير نماذج انحدار متعدد بطريقتي المربعات الصغرى لمعرفة أثر معدل الفائدة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية كالإنفاق الاستثماري الحقيقي والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي والطلب على النقود الحقيقي في الاقتصاد المصري، خلال الفترة (1980-2019). وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن معدل الفائدة، كآلية انتقال، ذات فاعلية ضعيفة في الاقتصاد المصري، فتأثير معدل الفائدة على الطلب الحقيقي على النقود غير معنوي احصائياً، والإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي غير مرن بالنسبة لمعدل الفائدة، كما أن تأثير معدل الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ضعيف جداً، أي أن معدل الفائدة يُعد آلية انتقال معطلة في الاقتصاد المصري، ومن ثم فإن استخدام سياسة معدل الفائدة للتأثير على المستهدفات الوسيطة للسياسة النقدية (خاصة الإجماليات النقدية M1، M2، M3) سيكون ضعيف، مما يؤدي إلى ضعف فاعلية السياسة النقدية بشكل عام في الاقتصاد الحقيقي. ومن ثم توجد أهمية كبيرة لتفعيل آلية معدل الفائدة في الاقتصاد.

## The Effectiveness of the Interest Rate Policy in the Egyptian Economy (1980-2019)

Anwar El Nakeeb

### Abstract

The study aims to test the extent of the ability and effectiveness of interest rate policy and its use as a transmission mechanism for monetary policy to transfer changes from the monetary economy to the real economy. Multiple regression models were estimated using the least squares method to know the effect of the interest rate on some macroeconomic variables such as real investment spending, real GDP, and the real demand for money in the Egyptian economy during the period (1980-2019). The results of the study concluded that the interest rate as a transmission mechanism is of weak effectiveness in the Egyptian economy, so the effect of the interest rate on the real demand for money is statistically insignificant, and the real private investment spending is not flexible to the interest rate, and the effect of the interest rate on the real GDP is very weak. Thus, the interest rate is a disrupted transmission mechanism in the Egyptian economy, and therefore the use of interest rate policy to influence the monetary policy intermediate targets (especially the monetary aggregates M1, M2, and M3) will be weak, which leads generally to the weak effectiveness of monetary policy in the real economy. Hence, there is great importance for activating the interest rate mechanism in the economy.

\* استاذ الاقتصاد المساعد، كلية العلوم الإدارية، أكاديمية السادات، جمهورية مصر العربية، البريد الإلكتروني: anwar0015@gmail.com

## المقدمة

يُقصد بالعملية التي تؤثر من خلالها قرارات السياسة النقدية على الاقتصاد آلية انتقال السياسة النقدية (ECB, 2020) The Transmission Mechanism of Monetary Policy. ويُستخدم هذا المصطلح للدلالة على الآلية، أو الكيفية، التي تمكّن التغيرات التي تقررها السياسة النقدية في عرض النقد الإسمي أو في معدل الفائدة الإسمي قصير الأمد من التأثير على المتغيرات الحقيقية؛ كالإنتاج والتشغيل. وتعمل آلية انتقال من خلال قنوات متنوعة لتؤثر على متغيرات مختلفة في أسواق متعددة بسرعات وتأثيرات مختلفة. ومن هنا يعتبر معدل الفائدة من أهم آليات انتقال السياسة النقدية (Murić, Mehmed, 2010: 5-6). حيث يوفّر معدل الفائدة - كآلية انتقال - حلقة الوصل بين الاقتصاد النقدي والاقتصاد الحقيقي؛ أي بين سوق النقود والائتمان من ناحية، وبين سوق السلع والدخل من ناحية أخرى (ECB, 2000: 43).

ضمن هذا السياق، يقوم البنك المركزي بإدارة سياسة معدل الفائدة بطريقة غير مباشرة، وذلك من خلال معدل فائدة السياسة The policy interest rate أو معدل الخصم، وهو معدل الفائدة الذي تحدده السلطة النقدية من أجل التأثير على تطور المتغيرات النقدية الرئيسية في الاقتصاد، وصولاً الي الاقتصاد الحقيقي. ومن ثمّ يحدّد معدل فائدة السياسة مستويات بقية معدلات الفائدة في الاقتصاد، حيث إنه المعدل الذي تحصل به البنوك الخاصة على الأموال من البنك المركزي (1) (Stefan Behrendt, 2013: 1). وبناءً على معدل السياسة يحدّد النظام المالي (المصرفي) معدلات الفائدة على الإيداع أو الإقراض. كما يحدّد القطاع العائلي Households نسبة النقود التي سيحتفظ بها في شكل نقدية سائلة، ونسبة ما سيتم وضعه في البنوك كودائع. أيضاً تحدّد المؤسسات الاستثمارية مدى ملائمة معدلات الفائدة للاستثمارات المستهدفة، وإمكانية تحقيقها لعوائد تغطي تكاليف الفائدة، وبناءً عليه يتم اتخاذ قرار الاقتراض من عدمه.

وتشير حالة الاقتصاد المصري إلى أن معدل الفائدة لم يكن ذا أهمية في إدارة السياسة النقدية في مصر؛ إلا بعد تحريره عام 1991، عندما تم تطبيق برنامج الإصلاح والتكليف الهيكلي (ERSAP). فمنذ تأسيس البنك المركزي المصري في ستينيات القرن الماضي، لم يتم استخدام معدل الفائدة في السياسة النقدية إلا في العام 1975، بعد صدور قانون البنك المركزي رقم (120) لسنة 1975، والذي أجاز للبنك المركزي تحديد أسعار الخصم وأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، من دون التقيّد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر؛ خاصة القانون المدني، الذي كان يحظر التعامل بأسعار فائدة تزيد عن 7% قبل صدور هذا القانون. وقد أدى تحديد معدل الفائدة بواسطة البنك المركزي، وإلزام البنوك بها، إلى ضعف أهمية معدل الفائدة في إدارة السياسة النقدية.

وفي إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1991، تم تحرير معدل الفائدة الدائنة والمدينة، وأصبح من حق كل بنك من البنوك العاملة في مصر أن يحدّد معدلات الفائدة الخاصة به بشكل مستقل، وفي منافسة تامة مع باقي البنوك، على أن يدير البنك المركزي معدل الفائدة في

## أنور النقيب

السوق من خلال آلية غير مباشرة؛ وهي أداة معدل الخصم. كما تمّ التحول من الأدوات المباشرة لإدارة السياسة النقدية إلى الأدوات غير المباشرة. ومنذ العام 1991 اختار البنك المركزي المصري الهدف التشغيلي للسياسة النقدية في مصر ليكون فوائض احتياطات البنوك المقررة قانوناً Bank Excess Reserves والمحتفظ بها لدى البنك المركزي. إلا أنه اختار هدف تشغيلي آخر في عام 2005، ألا وهو معدل الفائدة، فنمّ التحول من الهدف التشغيلي الكمي (فائض الاحتياطات) إلى الهدف التشغيلي السعري (سعر العائد في سوق الإنترنتك لليلة واحدة) والبدء بنظام الكوريدور (Corridor). كما تم تفعيل استخدام الأدوات التشغيلية لامتناس أو ضخ السيولة في السوق (CBE, 2020).

وتتمثل مشكلة الدراسة في أن سياسة معدل الفائدة هي من أكثر السياسات التي يعتمد عليها البنك المركزي المصري في إدارته للسياسة النقدية منذ العام 2005، حيث يقوم البنك المركزي بتغييرها باستمرار استجابة للمتغيرات الاقتصادية النقدية والحقيقية، بهدف التأثير في تلك المتغيرات. وتبعاً لذلك، تجتمع لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي Monetary Policy Committee (MPC) كل شهر (CBE.2020)، ويكون من أهم قراراتها، التي ينتظرها الفاعلين في السوق، ما يتعلق بمعدل الخصم/ السياسة The policy interest rate، وبالتبعية معدلات الإيداع والإقراض. وفي ضوء أهمية سياسة معدل الفائدة، يثار تساؤل محوري هو: هل سياسة معدل الفائدة وإستخدامه كقناة انتقال للسياسة النقدية، قادرة على نقل التغييرات من الاقتصاد النقدي إلى الاقتصاد الحقيقي بفاعلية؟ ومن ثم، يمكن القول: إن الدراسة الحالية تجمع بين المتغيرات الحقيقية كالاستثمار والنتاج، ومتغيرات السياسة النقدية كالطلب على النقود ومعدل الفائدة. ومن خلال السؤال الرئيس، تتولد عدة أسئلة فرعية أخرى، هي: هل لمعدل الفائدة تأثير على قرارات القطاع العائلي لتحديد طلبه على النقود في شكل نقدية أو ما يتم ادخاره، وهل لمعدل الفائدة تأثير على قرارات الاستثمار من خلال الاقتراض من البنوك؟ وهل لمعدل الفائدة تأثير على الناتج المحلي الإجمالي؟

وتوجد أهمية لدراسة وتحديد فاعلية أحد أهم قنوات الانتقال للسياسة النقدية في مصر؛ ألا وهي معدل الفائدة، ومدى تأثير تلك القناة على القرارات النقدية القطاع العائلي وقطاع الاعمال، وانتقال التأثير إلى الاقتصاد الحقيقي ممثلاً في الناتج المحلي الاجمالي. وذلك في ضوء ما توصلت إليه معظم الدراسات من أن القناة الرئيسية لنقل التغييرات في السياسة النقدية في البلدان الصناعية هي أسعار الفائدة، والتي يتم تمريرها إلى الأسر والشركات من خلال قطاع مالي تنافسي. في حين أن الدراسات حول الاقتصادات الأقل نمواً أوضحت دوراً محدوداً لقناة أسعار الفائدة، ويرجع ذلك أساساً إلى ضعف النظام المصرفي، والذي سيكون مسؤولاً، من حيث المبدأ على الأقل، عن تمرير الفائدة the interest pass-through. (Al-Mashat, R.and Billmeier, A., 2008: 4). ومن ثم؛ إذا كانت تلك السياسة معطّلة أو ذات فاعلية ضعيفة، فإن قدرة البنك المركزي على التأثير في الاقتصاد الحقيقي ستكون ضعيفة، ومن هنا توجد ضرورة لتفعيلها، أو استخدام آليات انتقال أخرى، لضمان فعالية السياسة النقدية في الاقتصاد الحقيقي.

وتبعًا لذلك؛ تقوم الدراسة على فرضية مؤداها "أن سياسة معدل الفائدة كآلية انتقال، ذات تأثير فعال على الطلب على النقود الحقيقي والاستثمار الخاص الحقيقي والنتاج المحلي الإجمالي الحقيقي". وتستهدف الدراسة اختبار مدى صحة الفرضية. وتعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي، وأيضًا على المنهج الوصفي من خلال جمع البيانات الإحصائية وعرضها، وعلى أسلوب قياس وهو نماذج انحدار متعدد بطريقة المربعات الصغرى. باستخدام بيانات للفترة (1980-2019)، لكي يكون هناك تنوع في أنظمة معدل الفائدة، وخاصة في ما يتعلق بتقييد معدل الفائدة خلال الثمانينات، ثم فترة تحرير معدل الفائدة منذ بداية تسعينات القرن الماضي كما أن الفترة منذ عام 1980 توفر سلسلة زمنية أطول، مما يسمح بالحصول على نتائج موثوق بها.

وتتقسم الدراسة إلى خمسة أجزاء رئيسية بالإضافة إلى المقدمة، فالجزء الأول يشرح معدل الفائدة كآلية انتقال للسياسة النقدية، ويغطي الجزء الثاني الدراسات السابقة التي قامت بدراسة العلاقة التطبيقية بين معدل الفائدة والمتغيرات الاقتصادية. وفي الجزء الثالث سيتم شرح وتحليل تطور سياسة وقيمة معدل الفائدة في مصر خلال فترة الدراسة، أما الجزء الرابع والخامس فسيتم تخصيصهم لتوصيف نموذج ومنهجية الدراسة، ونتائج تقدير النموذج في الاقتصاد المصري المستخدم وتفسير النتائج.

## 1. معدل الفائدة كآلية انتقال للسياسة النقدية

### Interest rate as a Transmission Mechanism

هناك العديد من آليات الانتقال للسياسة النقدية (Mishkin, F.S., 1995: 1-10)، وهي:

(1) قناة معدل الفائدة (المباشرة): وتؤكد هذه الزاوية الكينزية بشأن السياسة النقدية قدرة البنك المركزي في إحداث التأثير على التكلفة الحقيقية للاقتراض، وذلك عن طريق تغيير أسعار الفائدة الإسمية للسياسة. سيتم نقل التغييرات في هذه الأخيرة، من خلال النظام المصرفي، إلى معدلات الإقراض طويلة الأجل، وبالتالي، ستعدل الطلب النسبي على الائتمان مقابل الودائع من قبل القطاع الخاص.

(2) قناة معدل الصرف: حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة المحلية إلى جذب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل وترتفع قيمة العملة المحلية بالقيمة الإسمية و/ أو الحقيقية. وبطبيعة الحال يؤثر الارتفاع الإسمي على تكلفة السلع المستوردة في سلة المستهلك، مما قد يؤدي إلى خفض التضخم الكلي. من ناحية أخرى، فإن التقدير الحقيقي المحتمل يقلل من القدرة التنافسية ويمكن أن يؤدي إلى انخفاض في صافي الصادرات.

(3) قناة أسعار الأصول: وترتبط هذه القناة بوجهة النظر النقدية التي تؤكد أهمية أسعار الأصول للسلوك الاستثماري للشركات؛ نظرًا لأن قرارات الاستثمار تتخذ في ضوء القيمة النسبية لرأس مال الشركة مقارنة بقيمة الاستبدال. ومن ثم؛ فإن انخفاض أسعار الأصول - بعد تشديد/ تقييد نقدي واستبدال المستثمرين من الأسهم إلى السندات - من شأنه أن يقلل من نفقات الاستثمار.

(4) قناة الإقراض المصرفي: وتركز هذه القناة على التغييرات في البيئة المالية لفئة معينة من الشركات قادرة على الاستفادة من الأسواق المالية بشكل مباشر، أو الاعتماد فقط على الاقتراض المصرفي لتمويل الاستثمار. حيث ستؤثر السياسة النقدية الانكماشية بشكل خاص على هذه الفئة من المقترضين لأنها تتأثر بشكل مباشر بانخفاض احتياطات البنوك وبالتالي انخفاض الأموال القابلة للإقراض.

(5) قناة الميزانية العمومية: وتقتض هذه القناة أن معدلات الفائدة المرتفعة لها تأثير سلبي في نهاية المطاف على الاقتصاد من خلال تدهور الميزانيات العمومية للشركات مع انخفاض التدفق النقدي المتاح وأصبحت الأرباح المحتجزة المتاحة لتمويل الاستثمار نادرة. علاوة على ذلك، فإن الشركة قادرة على اقتراض أموال أقل لأغراض الاستثمار بسبب انخفاض صافي القيمة التي يمكن استخدامها كضمان.

(6) قناة التوقعات: وتعتمد فاعلية هذه القناة على مصداقية البنك المركزي، وتعمل من خلال توجيه توقعات المشاركين في السوق حول الظروف الاقتصادية المستقبلية. وهذه الآلية مناسبة بشكل خاص في الاقتصادات المتقدمة (Peter N. Ireland , 2005; 3-4)

ويحتل معدل الفائدة مكانة متميزة في إدارة السياسة النقدية كآلية انتقال، حيث يعتبر هدفاً تشغيلياً Operating Target وسيطاً لضمان تحقيق أدوات البنك المركزي للأهداف الوسيطة Intermediate Targets مثل الإجماليات النقدية (M1, M2, M3)، ومعدل التضخم وسعر الصرف (Pollard, Patricia, 2004)، حيث تكون الأهداف التشغيلية أكثر إستجابةً للأدوات من الأغراض الوسيطة. وتتمثل الأهداف التشغيلية في المتغيرات النقدية التي يمكن للسياسة النقدية الوصول إليها من خلال استخدام أدوات في حوزتها، وهذه الأهداف التشغيلية - أو العملية - تسمى بالأهداف الأولية، وهي عبارة عن متغيرات تستخدم للتأثير على الاحتياطات، وتتضمن القاعدة النقدية ومجموع احتياطي البنوك واحتياطي الودائع. أما المجموعة الثانية، فتسمى بأحوال سوق النقد، وتتضمن معدل الفائدة على السندات الحكومية، ومعدل الفائدة على الأرصدة المقرضة لمدة قصيرة بين البنوك.

وبتحقيق الأهداف الوسيطة يتم ضمان تحقيق الغايات النهائية للسياسة النقدية؛ خاصة استقرار الأسعار وتحقيق النمو الاقتصادي وتخفيض البطالة، حيث ترتبط الأهداف الوسيطة ارتباطاً وثيقاً بالغايات النهائية للسياسة النقدية (صندوق النقد العربي، 1996: 38). وتمارس السياسة النقدية دورها في الحياة الاقتصادية من خلال تأثيرها على الطلب الكلي في الاقتصاد.

عند استخدام البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية، فإن عملية التأكد من فاعلية وتأثير تلك الأدوات تأتي من متابعة مؤشرات الأداء أو الأهداف التشغيلية. وتلك المؤشرات هي التي تحدد التأثير الأولي للآداة، ثم متابعة تأثير تلك المتغيرات (الأغراض التشغيلية) في متغيرات أخرى وهي الأغراض الوسيطة. وتعد الأهداف الوسيطة آخر مؤشرات الجانب النقدي وذات الصلة بالجانب الحقيقي في عملية انتقال أثر السياسة النقدية، ومدى تأثر تلك الأغراض الوسيطة في الغايات النهائية. وبإستثناء استقرار أسواق المال (وهو هدف ثانوي في العادة)؛ فإن أهداف السياسة النقدية تتعلق بالجوانب غير

المالية للنشاط الاقتصادي (الجانبي الحقيقي) Non-Financial. في حين أن عمليات السياسة النقدية تتم في الأسواق المالية Financial Market (Freidman, B. 2000: 3). وتنقل التغيرات في القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي من خلال آلية الانتقال Transmission Mechanism، وهي الميكانيكية التي تنقل النض من القطاع النقدي إلى القطاع الحقيقي، وهناك أربع قنوات رئيسية تؤثر بها السياسة النقدية على الإقتصاد الحقيقي، وهي من خلال التأثير على معدل الفائدة. من خلال التأثير على أسعار الأصول الأخرى. من خلال التأثير على سعر الصرف. من خلال التأثير على حجم التمويل المتاح.

ويستخدم معدل الفائدة الحقيقي، كألية انتقال للسياسة النقدية، للتأثير على الطلب الكلي من الإنفاق الحساس لمعدل الفائدة (Interest sensitive spending). حيث إن تغير معدل الفائدة الحقيقي يدفع جميع مكونات الطلب الكلي المحلي الحقيقي إلى التغير بعكس الاتجاه. وينطلق هذا التحليل من النظر إلى معدل الفائدة الحقيقي كمقياس للتكلفة والعائد، وخاصة تكلفة التضحية في الاستهلاك في الوقت الحاضر مقابل الاستهلاك في المستقبل أو تكلفة تفضيل الاستهلاك المستقبلي على الاستهلاك الحاضر، بالإضافة إلى تكلفة وعائد الاستثمار الداخلي. وعلى هذا الأساس، وبافتراض استقرار المستوى العام للأسعار، فإن تغير معدل الفائدة الاسمي يقود إلى تغير في الإنفاق الاستهلاكي الخاص والإنفاق الاستثماري الحقيقيين بعكس الاتجاه (جورج، حاتم، 2015). فعندما يقوم البنك المركزي بخفض معدلات الفائدة فإن هيكل معدلات الفائدة Term Structure of Interest Rates، أي معدلات الفائدة على الاستحقاقات المختلفة قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل يتغير، إذ غالباً ما يمثل معدل الفائدة لدى البنك المركزي الأساس الذي تبنى عليه معدلات الفائدة للاستحقاقات المختلفة، وعندما ينخفض معدل الفائدة الأساس تنخفض بالتالي كل المعدلات التي تليه، والعكس صحيح. بهذا الشكل تنخفض تكلفة الاقتراض لقطاع الأعمال الخاص وللقطاع العائلي، ومن ثم يتوقع زيادة مستويات الاستثمار والاستهلاك، والطلب الكلي بشكل عام (السقا، محمد ابراهيم، 2015).

كما أن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع عائد الادخار، مما يحفز الأفراد إلى تقليص ميولهم الاستهلاكية، كما يدفع المستثمرين إلى التخلي عن الاستثمار في المشاريع ذات العائد الأقل، وحصر مشاريعهم الاستثمارية بتلك التي لا يتوقع لعائدها أن يقل عن معدل الفائدة. إضافة إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض لتمويل الإنفاق الإستهلاكي الخاص والإنفاق الاستثماري (جورج، حاتم، 2015). ومن ثم؛ يؤدي ذلك إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي. والعكس في حالة انخفاض معدل الفائدة.

وبناءً على ما سبق، يساهم معدل الفائدة في تحديد مستوى الناتج المحلي من خلال دوره كأحد المحددات المهمة لمكونات الطلب الكلي المحلي، وذلك من خلال التأثير على الطلب على النقود للاستهلاك أو شكل نقدية حاضرة cash او عند الطلب على النقود للاستثمار. كما أن متابعة تأثيرات السياسة النقدية على صعيد الواقع الفعلي يتطلب التمييز بين معدل الفائدة الاسمي ومعدل الفائدة الحقيقي. وعلى خلاف معدل الفائدة الاسمي، فإن معدل الفائدة الحقيقي يقيس التكلفة الحقيقية للمقترض والعائد الحقيقي للمستثمر بعد استبعاد أثر التغير المعدلي على قيمة التدفقات النقدية.

## 2. الدراسات التطبيقية

حاولت عديد من الدراسات السابقة اختبار أثر معدل الفائدة على الإنفاق الاستثماري، والنتائج المحلي الإجمالي، والعرض من النقود. فمن الدراسات التي تناولت أثر معدل الفائدة والاستثمار، دراسة (Wuhan, et al., 2015) والتي حاولت اختبار تأثير معدل الفائدة على الاستثمار في مقاطعة جوانزو Jiangsu الصينية، لا سيما وأن مقاطعة جوانزو تستحوذ على النصيب الأكبر من الاستثمارات في الصين، وقد استخدمت الدراسة بيانات سلاسل زمنية للفترة (2003-2012)، وباستخدام منهجية التكامل المشترك أسلوب جوهانسن، وأنموذج تصحيح الخطأ VECM توصلت إلى أن العلاقة بين معدل الفائدة والاستثمار موجبة في الأجل القصير، إذ إن ارتفاع معدل الفائدة بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار في ولاية جوانزو بنسبة 0.016%، بينما في الأجل الطويل تكون العلاقة سالبة، كما أن انخفاض معدل الفائدة بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع الاستثمار بنسبة 0.0014%. ويلاحظ أنه بالرغم من أن معدل الفائدة له تأثير على الاستثمار، فهو تأثير ضعيف نسبياً. وهناك أيضاً عديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على الاستثمار؛ مثل حجم السوق، ومستوى التنمية الاقتصادية، وسياسات الاستثمار البيئية والتفضيلية، وقد يختلف كذلك تأثير معدل الفائدة باختلاف الصناعة.

أما دراسة (Mushtaq and Siddiqui, 2016)، والتي حاولت قياس أثر معدل الفائدة على الأداء الاقتصادي باستخدام بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الادخار والاستثمار، باستخدام بيانات سنوية للفترة (2005-2013)، لنحو 34 دولة منها 17 دولة إسلامية ونحو 17 دولة غير إسلامية، فقد توصلت نتائجها إلى أن العلاقة سالبة بين معدل الفائدة والاستثمار في كل من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، كما أوصت الدراسة بأنه يجب على الحكومات وصانعي السياسات في البلدان الإسلامية ألا يقلدوا السياسات الاقتصادية للدول غير الإسلامية؛ لأن العوامل الدينية تلعب دوراً مهماً في العلاقة بين معدلات الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وأنه لا بد من بذل الجهود لخفض معدلات الفائدة والتضخم من أجل زيادة الاستثمار في البلدان الإسلامية، وتحسن النمو الاقتصادي.

من جهة أخرى، تناول مارك تيلور في الدراسة التي أعدها عام 1999 (Taylor, 1999) تحليل عديد من الدراسات التجريبية الخاصة بالعلاقة بين معدل الفائدة الحقيقية والاستثمار، حيث انتهى إلى أنه بينما تميل النظرية الاقتصادية إلى افتراض ارتباط قوي وسالب بين معدل الفائدة الحقيقي ونشاط الاقتصاد الكلي الحقيقي، ففي الواقع تشير الأدلة التجريبية إلى أن الارتباط بين أسعار الفائدة الحقيقية ومجموع الاقتصاد الكلي مثل الاستهلاك والاستثمار ضعيف إلى حد ما. وبناء على ذلك، أوصى تيلور في نهاية دراسته إلى ضرورة أن يكون هناك المزيد من الأبحاث في هذا المجال. وقد أكدت الفكرة نفسها من خلال الدراسة التي أعدها كل من هامبر ولاكافا (Hambur & La Cava, 2018) وتناولهما للدراسات السابقة في هذا الخصوص إلى أنه على الرغم من أهمية النظرية الاقتصادية التي تؤكد على العلاقة العكسية بين معدل الفائدة والاستثمار فإنه من الصعب إنشاء دليل تجريبي مؤكد

لهذه العلاقة، حيث تشير المسوحات الخاصة بعدد من الأعمال إلى أن قرارات الاستثمار لا تتأثر بالتغيرات في تكلفة الاقتراض. ومع ذلك تناولت الدراسة المشار إليها القوائم المالية لعينة من 100 شركة غير مالية باستراليا مدرجة بسوق المال الأسترالية خلال الفترة من 2004 حتى 2015 (سمحت الدراسة بدخول وخروج عدة شركات من العينة حيث لم تشترط استمرارية الشركات على مدار فترة الدراسة)، وقد انتهت إلى وجود علاقة عكسية ذات أثر معنوي بين تكلفة الاقتراض واستثمار الشركات، إلا أنه تم التأكيد على أن تلك النتيجة لا يمكن تعميمها كدليل على مستوى البيانات الكلية، وأن هذه العلاقة العكسية نتجت على الأرجح بسبب وجود مرونة في معايير الاقتراض.

وفي السياق الذي يشير إلى صعوبة تأكيد العلاقة العكسية المشار إليها بين معدل الفائدة والاستثمار على مستوى الدراسات التجريبية في هذا المجال، توصلت إحدى الدراسات المعدة على مستوى الشركات في إستونيا (Tuusis, et al., 2010) من خلال توزيع أحد الاستبيانات على عدد 200 شركة كبرى غير مالية (استجاب عدد 44 شركة فقط للاستبيان) لتحديد محددات الاستثمار، حيث تبين أن المحددات الرئيسة للاستثمار تتعلق بالمخاطر وعدم اليقين يليها مباشرة المحددات المتعلقة بالسيولة والثقة [في ما يتعلق بالمرونة المالية والاستدامة على المدى الطويل والاستقلالية المالية والتحكم في التصويت] في حين تبين أن المحددات الخاصة بمعدل الفائدة وتكلفة رأس المال لها تأثير نسبي ضئيل على قرار الاستثمار وكذلك على قرارات الإدارة بالشركات.

وعلى مستوى النظرة الكلية الاقتصادية قد تتفق بعض الدراسات مع النظرية الاقتصادية في ما يخص العلاقة العكسية بين معدل الفائدة والاستثمار، حيث تبين ذلك في دراسة بدر وملوي (Bader & Malawi, 2010) على الاقتصاد الأردني، فقد استهدفت الدراسة استقصاء أثر معدل الفائدة الحقيقي على حجم الاستثمار في الأردن خلال الفترة من 1990 حتى 2005 من خلال تحليل التكامل المشترك بثلاثة متغيرات هي حجم الاستثمار، ومعدل الفائدة الحقيقي، وحجم الدخل. وقد جاءت نتائج الدراسة منسجمة مع النظرية الاقتصادية ومع بعض نتائج الدراسات السابقة، بأن معدل الفائدة الحقيقي يؤثر بشكل سلبي على حجم الاستثمار، فإن زيادة معدل الفائدة بمعدل 1% يقلل حجم الاستثمار بمعدل 44%، بينما كان تأثير مستوى الدخل على الاستثمار إيجابياً.

أما في ما يخص الدراسات التي تناولت أثر معدل الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي، فقد أعد كل من لي وورنر اختباراً تجريبياً للعلاقة بين معدل الفائدة ومعدل النمو الاسمي في كل من الولايات المتحدة وألمانيا واليابان والمملكة المتحدة (Lee & Werner, 2018) حيث قاما باستخدام بيانات النمو الاقتصادي على المستوى الربع سنوي وكذلك معدل الفائدة ثلاثة أشهر و 10 سنوات للعوائد الحكومية على مدار 52 عاماً بدءاً من الربع الأول للعام 1957 وحتى الربع الرابع لعام 2008 (بدءاً من الربع الرابع من عام 1961 في ما يخص ألمانيا، وبدءاً من الربع الرابع من عام 1966 في ما يخص عائد العشر سنوات في اليابان)، وتم التوصل إلى أن هناك ارتباطاً موجباً بين النمو الاقتصادي الاسمي ومعدل الفائدة على المدين القصير والطويل، وكذلك عدم صحة فرضية أن مستويات معدل الفائدة تؤدي إلى النمو الاقتصادي (وذلك على مستوى 6 من الـ 8 حالات المختبرة بالأربع دول المشار إليها)، بينما تأكدت في جميع الحالات تلك الفرضية الخاصة بأن النمو الاقتصادي



يحدد مستويات معدل الفائدة، كما تبين عدم صحة فرضية أن معدل الفائدة مرتبط عكسياً بالنمو الاقتصادي بينما العكس حيث إن معدل الفائدة مرتبط طردياً بالنمو الاقتصادي.

وفي السياق ذاته توصلت دراسة لعدد 19 دولة إسلامية خلال الفترة من 1996 حتى 2009 إلى عدم وجود علاقة سببية بين النمو الاقتصادي ومعدل الفائدة. وأن أسعار الفائدة الحقيقية لا تؤثر في الواقع على نمو الناتج المحلي الإجمالي في البلدان المختارة (Najarzadeh, et al., 2012). بينما على الصعيد الآخر، تعددت الدراسات التي تشير إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة والنمو الاقتصادي. فعلى سبيل المثال في دراسة لدولة نيجيريا خلال الفترة من 1985 لعام 2014 تبين أن هناك تأثيراً عكسياً لمعدل الفائدة على النمو الاقتصادي (Etale & Ayunku, 2016)، وكذلك في دولة سوازيلاند خلال الفترة من 1980 حتى 2016 حيث أكدت العلاقة العكسية بين معدل الفائدة والنمو الاقتصادي (FK, 2018). وأثبتت دراسة (Hameed and Amen, 2011)، بعنوان "أثر السياسة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي" - وهي دراسة تطبيقية على الاقتصاد الباكستاني خلال الفترة (1980-2009) - أن معدل الفائدة له علاقة سالبة طفيفة بالناتج المحلي الإجمالي، ولكن نمو المعروض النقدي يؤثر بشكل كبير وإيجابي على الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد الباكستاني، وتؤكد الدراسة أن هناك عوامل مجهولة مختلفة تؤثر أيضاً على الناتج المحلي الإجمالي. كما استهدفت دراسة (Davcev and Hourvoulidiades, 2015) قياس أثر معدل الفائدة والتضخم على الناتج المحلي الإجمالي في بلغاريا ورومانيا ودولة مقدونيا يوغوسلافية السابقة، وباستخدام بيانات عن الفترة (2000-2014)، وتوصلت الدراسة إلى أن كلاً من معدلي التضخم والفائدة لهما أثر سلبي على الناتج المحلي الإجمالي في بلغاريا ورومانيا، إلا أن هذا الأثر كان صغيراً في بلغاريا، بينما كان كبيراً في رومانيا، وفي مقدونيا كان أثر التضخم على الناتج المحلي الإجمالي ضعيفاً جداً، بينما كان أثر الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي سالباً.

وحاولت دراسة (محمد، هبة السيد، 2017)، اختبار العلاقة بين معدل الفائدة والنمو الاقتصادي كدراسة دولية مقارنة مع التركيز على الاقتصاد المصري، إذ قامت الدراسة بالاعتماد على بيانات الفترة (1981-2012) لمجموعة دول تم تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات الأولى تشمل نحو 19 دولة ذات الدخل المرتفع، والمجموعة الثانية اشتملت على نحو 19 لدول ذات الدخل المتوسط والمنخفض، بالإضافة إلى عينة خاصة بالاقتصاد المصري. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن العلاقة سالبة بين معدل الفائدة الحقيقي والنمو الاقتصادي في مصر، إذ إن معامل تصحيح الخطأ لمعدل الفائدة الحقيقي سالب؛ مما يدل على أن الانحرافات في الأجل القصير تصحح بنسبة 0.069 سنوياً. واستهدفت دراسة (فضيلة بوخاري وأمال عمالي، 2018) تحليل العلاقة بين معدل الفائدة والنمو الاقتصادي في الاقتصاد الجزائري باستخدام بيانات سنوية للفترة (2010-2016)، وتوصلت الدراسة إلى أن معدل الفائدة أقل فعالية في التأثير على النمو الاقتصادي بالنسبة لحالة الجزائر، إذ إن الجزائر ما زالت تركز على سياسة مدعومة بقطاع المحروقات والذي يعتبر المحفز الرئيس للنمو الاقتصادي لديها.

بالنسبة للدراسات التي تناولت أثر معدل الفائدة والطلب على النقود، فقد أجرت بعض الدراسات الحديثة تحليلاً تجريبياً للمحددات الرئيسية للطلب على النقود. فعلى سبيل المثال وتطبيقاً على الصين، استهدفت الدراسة المعدة بواسطة Xiangsheng Dou (2018) تحديد عوامل الطلب على النقود في الصين من خلال تحليل البيانات السنوية من عام 1996 إلى عام 2016. وتشير النتائج التجريبية إلى أن عوامل الطلب على النقود تتمثل في الدخل الحقيقي، ومعدل الفائدة ومعدل التضخم المتوقع. إلا أنه من الصعب اعتبار كل من الابتكار المالي والديون الحكومية وحركة رأس المال كعوامل في نموذج الطلب على النقود في الصين.

واتساقاً مع النظرية الاقتصادية بأن معدل الفائدة يعد من المحددات الرئيسية للطلب على النقود، يشير Githinji إلى أثر تقلبات معدل الفائدة على الطلب على النقود في كينيا، وذلك في دراسته التي أعدها في هذا الشأن (Githinji, 2015) حيث يؤكد أن الدراسات السابقة أظهرت أن تقلبات أسعار الفائدة لديها القدرة على التأثير على الأداء الاقتصادي وقرارات السياسة النقدية للدولة من خلال التأثير على الطلب على النقود. فالعامل الذي يزيد من الطلب على النقود قد يؤثر سلباً على الأداء الاقتصادي من خلال زيادة الدخل الإسمي وسرعة تداول النقود. وقد أجرى Githinji دراسته بهدف تقييم العلاقة القائمة بين الطلب على النقود وتقلب أسعار الفائدة في كينيا. واستندت الدراسة إلى تحليل الاتجاهات لمتغيرات الفائدة، وهي الطلب على النقد وتقلب أسعار الفائدة والنتائج المحلي الإجمالي والتضخم وسعر الصرف ومعدل النمو السكاني والابتكار المالي. وتم استخدام البيانات عن الفترة من 1980 حتى 2014، كما تم استخدام العرض من النقود بمفهومه الواسع كمتغير تابع يعبر عن الطلب على النقود. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين تقلبات الفائدة والطلب على النقود في كينيا، بينما العلاقة بين معدل الفائدة والطلب على النقود غير مهمة؛ أي أن معدل الفائدة ليس له تأثير مهم على دالة الطلب على النقود. وقد انتهت الدراسة إلى أن تقلب أسعار الفائدة المرتفع يمكن أن يتسبب في انخفاض سرعة النقود مما يؤثر بدوره على الطلب على النقود. لذلك فإن هناك حاجة للسيطرة على تقلبات أسعار الفائدة لتحقيق الطلب المرغوب على النقود.

وفي السياق ذاته قامت Ibarra, Raul بدراسة الطلب الحقيقي على النقود الضيقة في المكسيك للفترة 1980-2005، وتم تطبيق ثلاثة متغيرات مقياس مختلفة هي: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونفقات الاستهلاك الخاص الحقيقي، ومؤشر الإنتاج الصناعي. علاوة على ذلك، تم استخدام معدلي فائدة مختلفين: معدل أدون الخزنة لشهر واحد، ومعدل الإيداع لمدة 60 يوماً. وتم تكميش الأرصدة النقدية ونفقات الاستهلاك بواسطة الرقم القياسي للأسعار الاستهلاك. وتشير نتائج اختبارات التكامل المشترك إلى وجود علاقة طويلة الأمد بين الأرصدة النقدية الحقيقية ونفقات الاستهلاك وأسعار الفائدة (Ibarra, Raul, 2014: 73-77).

أما دراسة Abdulkher, Ahmad فقد سعت إلى التحقق من خاصية التكامل المشترك للطلب على النقود في المملكة العربية السعودية باستخدام البيانات السنوية للفترة 1987-2009 وتطبيق تقنية نموذج تصحيح الخطأ المتجه (VECM). وتشير النتائج بوضوح إلى وجود علاقة تكامل مشترك طويلة المدى بين الطلب على النقود (M2) ومتغيراته التفسيرية، وهي: الناتج المحلي الإجمالي

الحقيقي، ومعدل الفائدة، وسعر الصرف الحقيقي، ومعدل التضخم. وقد توصلت الدراسة إلى أن الطلب على النقود يؤثر على التضخم ومعدل الفائدة في العام التالي، لكن التأثير على معدل الفائدة يتم ترحيله إلى السنة الثالثة، ويترتب على ذلك تأثير مضاد في السنة الرابعة من الفائدة إلى الطلب على النقود (Abdulker, Ahmad, 2013, 37).

وفي دراسة (عيد الزيود وخالد السواعي، 2010)، التي تستهدف البحث في العوامل المؤثرة على دالة الطلب على النقود في الاقتصاد الأردني باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة (1992-2005)، توصلت نتائج الدراسة إلى أن العلاقة في الأجل القصير سالبة بين معدل الفائدة والطلب على النقود سواء بالمفهوم الواسع أو الضيق، وإن كانت معامل المرونة في الأجل القصير بين الطلب على النقود ومعدل الفائدة غير مرن.

أما دراسة (محمد موساوي وسمية زيرار، 2014)، لتحديد أهم العوامل التي تؤثر في الطلب على النقود في الجزائر، فاستخدمت بيانات سلاسل زمنية للفترة (1970-2011)، وتوصلت إلى وجود علاقة سالبة بين معدل الفائدة والطلب على النقود سواء بالمفهوم الواسع أو المفهوم الضيق. كما حاولت دراسة (Patalinghug, 2017)، قياس أثر معدل الفائدة على النقود في الفلبين باستخدام بيانات ربع سنوية تغطي الفترة من (الربع الأول من العام 1994-الربع الثالث من العام 1995)، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن أثر معدلات فائدة أدون الخزنة لمدة 91 يوماً ولمدة 364 يوماً سالبة على الطلب على النقود، إلا أن الأولى غير مهمة، بينما الأخيرة أكثر أهمية.

وفي ما يتعلق بحالة الاقتصاد المصري، فقد قام (Hassan, M., 2003) بدراسة مدي فاعلية السياسة النقدية في مصر. وتوصلت إلى أن سعر الفائدة الإسمي ليس له تأثير كبير على الائتمان المحلي الحقيقي للقطاع الخاص. علاوة على ذلك، فإن الأهمية النسبية لأسعار الفائدة في تفسير التحركات في الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي ضئيلة مقارنة بالائتمان المحلي الحقيقي وسعر الصرف الحقيقي. كما توصلت دراسة (Al-Mashat, R. and Billmeier, A., 2008: 4) إلى أن قناة معدل الفائدة معطلة وغير فاعلة.

وفي ضوء ما سبق؛ تتضح أهمية معدل الفائدة كآلية انتقال، كما أن فاعلية سياسة معدل الفائدة لم تحسم وفقاً لنتائج الدراسات السابقة، لذا فإن فاعلية سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري جديرة بالاختبار والدراسة، وخاصة في ظل وجود فجوة زمنية (آخر دراسة، Al-Mashat, R. and Billmeier, A., 2008: 4)، وفجوة فنية، حيث ركزت الدراسة على فاعلية كل آليات الانتقال ولم تركز فقط على معدل الفائدة.

### **3. تطور استخدام سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري**

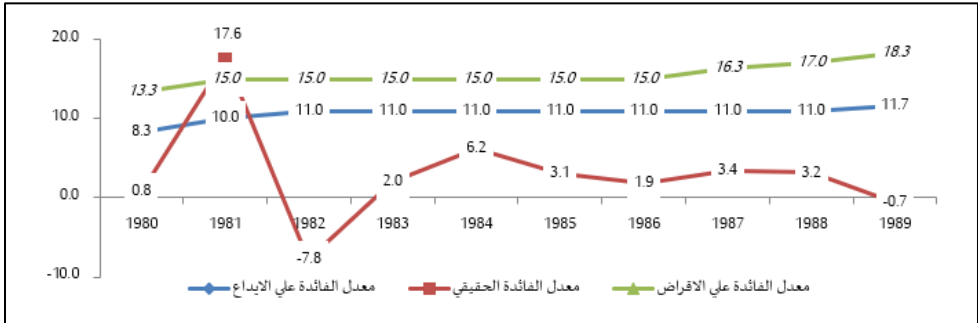
استخدم البنك المركزي المصري مجموعة من الأدوات النقدية للتحكم في الائتمان على المستوى الكلي، وتوجيهه إلى القطاعات المختلفة، باستخدام أدوات الرقابة المباشرة على الائتمان Direct Monetary Control خلال إتباع نظام الاقتصاد الموجه، لتحقيق أهداف السياسة النقدية

## فاعلية سياسة معدل الفائدة المصري خلال الفترة (1980-1989)

والائتمانية، وذلك منذ تأسيسه في عام 1961، وقد بدأ الانتقال إلى أدوات التحكم غير المباشرة Indirect Monetary Control منذ بداية التسعينيات، مع التحول إلى اقتصاديات السوق الحر. وقد استند التطبيق العملي للسياسة النقدية في مصر قبل برنامج الإصلاح الإقتصادي في بداية التسعينات إلى استخدام السياسة النقدية المباشرة واستهداف النقود Monetary Targeting، دون وضوح كامل بين الهدف الوسيط M2 والهدف النهائي وهو تحقيق استقرار الأسعار (أبو العيون، محمود، 2003: 2). واستخدم البنك المركزي أدوات مباشرة في تحقيق هدف السياسة النقدية مثل التحديد الكمي الحكمي والإداري لأسعار الفائدة ووضع سقف ائتمانية، كما استخدم أيضاً بعض الأدوات غير المباشرة مثل نسبة الاحتياطي ومعدل الخصم.

على أن البنك المركزي المصري لم يستخدم معدل الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية والائتمانية إلا بعد صدور القانون 120 لسنة 1975، حيث كان القيد الوارد في القانون المدني، الذي يحظر التعامل بأسعار فائدة تزيد عن 7 %، يقف حائلاً دون استخدام تلك الأداة. وقد أجاز القانون 120 لسنة 1975 لمجلس إدارة البنك المركزي تحديد أسعار الخصم وأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، دون التقيّد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر، ولم تتجاوز أسعار الفائدة المدينة 4%، والدائنة 6 % حتى صدور هذا القانون. وتشير بيانات معدل الفائدة إلى أن معدلات الفائدة على الإيداع ثابتة تقريباً عند 11% خلال الفترة 1982 إلى 1988، وارتفعت إلى 11.7% حتى عام 1989. في المقابل؛ فإن معدل الفائدة على الإقراض كان 15% خلال الفترة 82 إلى 1986، وارتفع بعد ذلك ليصل إلى 18.3% عام 1989. أما معدل الفائدة الحقيقي فتشير البيانات إلى أنه متغير بشكل كبير حيث ارتفع إلى 17.6% عام 81، ثم انخفض إلى -7.8% في العام التالي، وارتفع بعد ذلك، ولكنه ظلّ موجباً حتى عام 1988، وتحول في العام التالي إلى سالب.

شكل رقم (1): تطور معدل الفائدة (الإيداع-الإقراض - الحقيقي) (1980-1989)



المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، يوليو 2020.

في عام 1991 توصلت مصر إلى اتفاقيتين مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وقد شكلت هاتان الاتفاقيتان معاً ما أصبح يعرف ببرنامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي (ERSAP)، وترتكز الاتفاق مع الصندوق والبنك حول حزمة من الإجراءات لتحقيق الاستقرار الاقتصادي (أو التثبيت) والتكليف الهيكلي. وهدفت السياسة النقدية ضمن برنامج الاستقرار إلى خفض الطلب الكلي، وذلك بغرض التأثير على وضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات ومستوى التضخم والطلب على النقد الأجنبي، وكانت السياسة النقدية المناسبة لتحقيق هذه الأهداف هي السياسة النقدية التقييدية (حشاد ، نبيل، 1997: 10-11). وقد كان الهدف النهائي للسياسة النقدية هو العمل على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، بالإضافة إلى المحافظة على سعر الصرف الاسمي للجنيه مقابل الدولار (16: 2001: El-Refaie, Faika). أما الهدف الوسيط، فقد تم الاستقرار في بداية الإصلاح على أن يكون الهدف الوسيط هو صافي الأصول المحلية في الجهاز المصرفي، حيث أنه مع استقرار المضاعف النقدي ستقوم البنوك بتقييد معدلات نمو ودائعها عند مستوي يتناسب مع حجم احتياطياتها، ثم عدل الهدف الوسيط بعد ذلك ليكون قيمة السيولة المحلية M2 ومعدلات نموها باعتبارها ذات التأثير الأعظم على الهدف النهائي للسياسة النقدية وهو العمل على تحقيق الاستقرار العام للأسعار. بالإضافة إلى استخدام سعر الصرف كنقطة ارتكاز للسياسة النقدية (Howard, Handy, 2001; 1). وقد اختار البنك المركزي المصري الهدف التشغيلي للسياسة النقدية في مصر ليكون فوائض احتياطيات البنوك المقررة قانوناً Bank Excess Reserves والمحتفظ بها لدى البنك المركزي، وقد استخدمت أذون الخزانة لامتناس هذه الفوائض (Howard, Handy, 2001; 13).

وفي ضوء البرنامج الشامل للإصلاح الاقتصادي، تم تحرير أسعار الفائدة في 1990، حيث أصبح من حق كل بنك من البنوك العاملة في مصر أن يحدد أسعاره التي يستقل بها وفي منافسة تامة مع باقي البنوك. وقد صاحب تحرير معدل الفائدة اللجوء إلى السوق لتمويل عجز الموازنة العامة، وذلك من خلال إصدار أذون الخزانة القصيرة الأجل في مزادات أسبوعية بأسعار فائدة تنافسية. هذا وقد تم الاستناد إلى أسعار الفائدة على ذلك كأساس لتحديد معدل الخصم لدى البنك المركزي وذلك بإضافة نقطتين مؤبنتين إلى متوسط معدل الفائدة على أذون الخزانة لمدة 91 يوماً، وهو المعدل الذي تسترشد به سائر وحدات الجهاز المصرفي عند تحديدها لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة. وتم ربط معدل الخصم الذي يحدده البنك المركزي باتجاهات أسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة لمدة 91 يوماً، وتم تخفيض معدل الخصم من 14% عام 1994 إلى 13% عام 1996 ثم إلى 11% عام 2001 (أبو العيون، محمود، 2003: 15).

وبعد صدور القانون رقم 88 لسنة 2003 ، الذي يعهد للبنك المركزي المصري بوضع وتنفيذ السياسة النقدية ، وبأن يكون استقرار الأسعار هو الهدف الرئيس لهذه السياسة الذي يتقدم على غيره من الأهداف. وبناءً عليه يلتزم البنك المركزي المصري - في المدى المتوسط - بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تساهم في بناء الثقة والمحافظة على معدلات مرتفعة للاستثمار والنمو الاقتصادي. وعليه قام البنك المركزي المصري باتخاذ العديد من الخطوات المؤسسية والتنفيذية للمساعدة في صياغة وتنفيذ وتقييم السياسة النقدية للإعداد للتطبيق الإسمي لسياسة استهداف التضخم Inflation

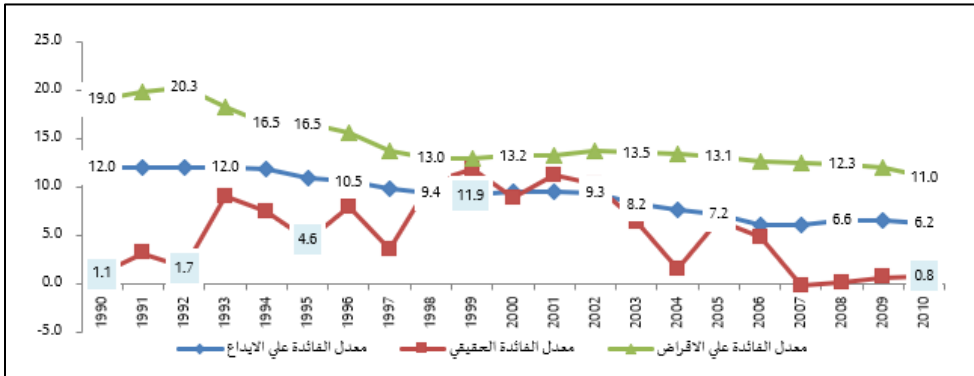
## فاعلية سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2019)

Targeting في الأجل المتوسط، وقد حدد القانون أن الهدف الرئيس للسياسة النقدية هو "تحقيق استقرار الأسعار"، وهذا الهدف يتقدم على غيره من الأهداف. ومن ثم كان الهدف النهائي للسياسة النقدية هو العمل على المحافظة على استقرار الأسعار. وتم استهداف التضخم Inflation Targeting كهدف وسيط- بدلا من إستهداف سعر الصرف كمحور إرتكاز للسياسة النقدية. وهناك إلتزام قوي من البنك المركزي بالتحول الكامل إلى استهداف التضخم عندما تتحقق المتطلبات الأساسية لذلك. وكان الهدف التشغيلي هو توجيه وإدارة معدل العائد لليلة واحدة بين البنوك.

وتم استحداث أداتين جديدتين لمعدل الفائدة (كنقطة ارتكاز السياسة النقدية) وهما: نظام الإقراض لليلة واحدة، وبمعدل فائدة يمثل سقفا لأسعار الفائدة السوقية لليلة واحدة. ونظام الإيداع لليلة واحدة، وبمعدل فائدة يمثل الحد الأدنى لأسعار الفائدة السوقية لليلة واحدة. ويمثل هذا الأسلوب المسمى باسم Corridor system أسلوبا لإدارة إتجاهات معدل الفائدة في الأجل القصير. كما تم تفعيل معدل الإقراض والخصم وربطه بتوجهات أسعار الفائدة بما يعبر للمشاركين في سوق النقد عن توجهات السياسة النقدية. ويُراعى دورية تعديل معدل الخصم وعدم سكونه.

وقد ارتفع معدل الفائدة على الإقراض إلى مستويات قياسية عام 1992، حيث وصل إلى 20.3% مقابل 12% للإيداع، وانخفض معدل الإقراض إلى أن وصل إلى 11% عام 2010 مقابل 6.2% للإيداع عام 2010، وكان هناك اتجاه نزولي لمعدل الفائدة على الإيداع أو الإقراض. لكن كانت هناك تقلبات كبيرة في معدل الفائدة الحقيقي خلال نفس الفترة .

شكل رقم (2): تطور معدل الفائدة (الإيداع-الإقراض - الحقيقي) (1990-2010)

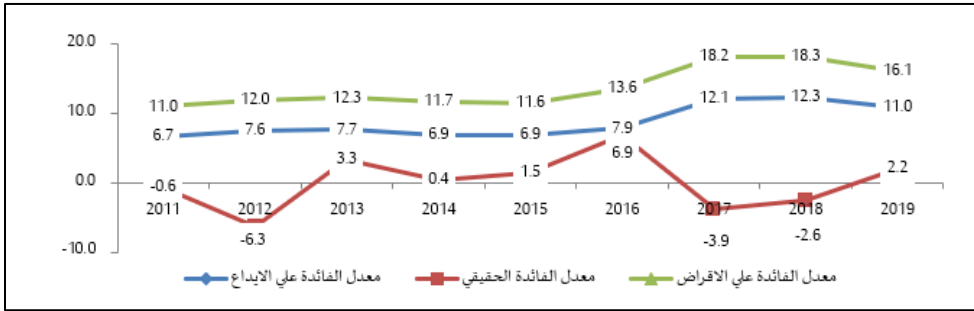


المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، يوليو 2020.

## أنور النقيب

وبعد ثورة 2011، ظلت الأهداف النهائية والوسيطية والتشغيلية للسياسة النقدية في مصر كما هي، كما تشير البيانات إلى أن معدل الفائدة على الإقراض ثابت تقريباً عند (11-12%) حتى عام 2015، وارتفع بعد ذلك إلى أن وصل إلى مستويات قياسية عام 2018، حيث بلغ 18.3%. كما ظل معدل الفائدة على الإيداع ثابت عند مستوي 6.7-7.9% حتى عام 2011، وارتفع بعد ذلك إلى أن وصل إلى 12.3% عام 2018. ولكن كان معدل الفائدة الحقيقي متقلب خلال تلك الفترة.

شكل رقم (3): تطور معدل الفائدة (الإيداع-الإقراض - الحقيقي) (2011-2019)



المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، يوليو 2020

ومما سبق يتضح ان معدل الفائدة يعتبر نقطة ارتكاز رئيسية للبنك المركزي في إدارته للسياسة النقدية. وبالتالي في حالة ان هذه الآلية فعالة، فسيكون لها تأثير معنوي على المتغيرات النقدية والاقتصادية ذات العلاقة بها.

## 4. توصيف النموذج

اعتمدت الدراسات السابقة على أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فعالية معدل الفائدة في الاقتصاد المصري من خلال دراسة أثر معدل الفائدة الحقيقي (معدل الفائدة الحقيقي هو معدل فائدة الإقراض المعدل للتضخم كما تم قياسه بواسطة معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي) على الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والطلب على النقود الحقيقي، ومن هذه الدراسات السابقة، دراسة (Hameed and Amen (2011)، محمد موساوي وسمية زيار (2014)، هبة السيد محمد (2017)، (Hambur and La Cava (2018)، Mujahid (2019) وتقتصر الدراسة الحالية استخدام نموذج مكون من نحو ثلاثة معادلات، وإستناداً إلى المنطق الاقتصادي والنظرية الاقتصادية، والمعايير الاحصائية ( $F^*$ ,  $R^2t^*$ )، ومعايير الاقتصاد القياسي (D.W) تم اختيار الصيغة اللوغارتمية لمعادلات نموذج الدراسة هي:

$$\log(INV) = a_0 + a_1 \log(i) + a_2(Y) + a_3 \log(CR) + a_4 \log(P) \quad \dots (1)$$

$$\log(M2) = m_0 + m_1 \log(i) + m_2 \log(Y) + m_3 \log(P) \quad \dots (2)$$

$$\log(y) = y_0 + y_1 i + y_2 \log(CR) + y_3 \log(G) + y_4 \log(INV) + y_5 \log(L) + y_6 \log(M2) \quad \dots (3)$$

حيث تشير  $\log$  إلى أن لوغاريتم  $INV$  تشير إلى الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي،  $i$  معدل الفائدة على الاقراض الحقيقي أي تكلفة الحصول على التمويل،  $Y$  تشير إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي،  $P$  إلى الرقم القياسي لأسعار المستهلكين كمؤشر لقياس التضخم،  $CR$  الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص أي مدى إتاحة التمويل،  $g$  تشير إلى الإنفاق الحكومي الحقيقي بشقيه الاستثماري والاستهلاكي، وتشير  $L$  للعرض من العمل،  $M2$  تشير إلى الطلب على النقود الحقيقي، وتوضح كل من  $(y_0, m_0, a_0)$  لثوابت المعادلات، بينما تشير كل من  $(a_1, a_2, a_3, a_4)$  إلى معاملات مرونة معادلة الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي، بينما توضح  $(y_6, y_5, y_4, y_3, y_2, y_1)$  معاملات مرونة معادلة الإنتاج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتشير إلى  $(m_3, m_2)$  معاملات مرونة معادلة العرض من النقود الحقيقي.

تقتض المعادلة (1) أن محددات معادلة الإنفاق الاستثماري تتمثل في معدل الفائدة الحقيقي، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، ومعدل التضخم، ويتوقع أن تكون العلاقة بين معدل الفائدة والإنفاق الاستثماري الحقيقي سالبة، إذ إن معدل الفائدة الحقيقي يمثل تكلفة الاقتراض للمستثمر، كما يتوقع أن تكون العلاقة موجبة بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والإنفاق الاستثماري الحقيقي الخاص، فحالة الازدهار الاقتصادي تخلق فرص التوظيف، فضلاً عن الشعور بالتفاؤل الذي يدفع بدوره المشروعات إلى الاستثمار، بينما تؤدي حالة الركود والبطالة إلى تخفيض الاستثمار. كما يتوقع أن تكون العلاقة موجبة بين الائتمان المحلي الحقيقي للقطاع الخاص والإنفاق الاستثماري، إذ إن زيادة العرض من الأموال المتاحة للاقراض يؤدي إلى تخفيض معدل الفائدة ومن ثم تحفيز الإنفاق الاستثماري الخاص، كما يتوقع أن تكون العلاقة سالبة بين التضخم والإنفاق الاستثماري الخاص، فتدهور القوة الشرائية للنقود يؤدي إلى احتمالات إضعاف الإدخار في المجتمع وتدهور معدلات التراكم الرأسمالي.

أما المعادلة (2)؛ فتوضح معادلة الطلب على النقود مقاساً بالعرض من النقود بالمفهوم الواسع، وهي دالة في معدل الفائدة الحقيقي، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل التضخم، ويتوقع أن العلاقة سالبة بين معدل الفائدة الحقيقي والطلب على النقود الحقيقي، لافتراض كينز أن الأصول ذات العائد ثابت، بينما يتوقع أن تكون العلاقة موجبة بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والطلب على النقود الحقيقي، فالأفراد يزيدون من ارصدهم النقدية عند زيادة دخولهم الحقيقية، كما يتوقع أن تكون العلاقة سالبة بين معدل الفائدة الحقيقي والطلب على النقود الحقيقي، إذ يري فريدمان أن ارتفاع المستوي العام للأسعار يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود في صورتها السائلة (عز الدين فضل وعصام الدين عبد الوهاب، 2013: 5).



وبالنسبة للمعادلة (3)؛ فإنها تفترض أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي دالة في كل من معدل الفائدة الحقيقي، والائتمان المحلي الحقيقي الممنوح للقطاع الخاص، والإنفاق الحكومي الحقيقي بشقيه الاستثماري والاستهلاكي، والعرض من النقود وهو متغير حقيقي، والعرض من النقود الحقيقي بمفهومه الواسع، ويتوقع أن يكون أثر الإنفاق الحكومي الحقيقي والإنفاق الاستثماري الخاص والائتمان الممنوح للقطاع الخاص والعرض من العمل والعرض من النقود موجب على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إذ إن الإنفاق الحكومي الحقيقي والإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي أحد مكونات الطلب الكلي. أما ارتفاع العرض من الائتمان للقطاع الخاص والعرض من النقود؛ فيؤدي إلى تخفيض معدل الفائدة ومن ثم تحفيز الاستثمار فالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، كما أن ارتفاع العرض من العمل يؤدي إلى انخفاض الأجر الحقيقي ومن ثم انخفاض التكاليف الاستثمارية فارتفاع الاستثمار والناتج. كما يتوقع أن تكون العلاقة سالبة بين معدل الفائدة الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إذ أن ارتفاع معدل الفائدة يؤثر سلباً على الإنفاق الاستثماري والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

وفي ما يتعلق بمصادر بيانات الدراسة، فقد تم جمعها من مصادر دولية "البنك الدولي"، ومصادر محلية "وزارة التخطيط، والبنك المركزي"، سلسلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، وبيانات معدل الفائدة الحقيقي، والعرض الحقيقي للنقود بمفهومها الواسع، والائتمان الحقيقي الممنوح للقطاع الخاص، والعرض من العمل مأخوذة من قاعدة بيانات البنك الدولي. أما بيانات الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي؛ فمأخوذة من وزارة التخطيط، كما أن بيانات الإنفاق الحكومي الحقيقي مأخوذة من التقرير السنوي للبنك المركزي أعداد متفرقة.

## 5. منهجية ونتائج الدراسة

طبقاً للمنهجية المستخدمة في الدراسة تتكون الاساليب المستخدمة في الدراسة في اختبارات جذر الوحدة لتحديد مدى استقرار السلاسل الزمنية، ونموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى.

### 1.5 اختبارات جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية

يهدف اختبار جذر الوحدة Unit Root Test إلى فحص خواص السلاسل الزمنية لكل من الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص (CR)، الإنفاق الحكومي الحقيقي بشقيه الاستثماري والاستهلاكي (G)، معدل الفائدة الحقيقي (i)، الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي (INV)، العرض من العمل (L)، العرض من النقود الحقيقي (M2)، الرقم القياسي لأسعار المستهلكين كمؤشر لقياس التضخم (P)، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Y)، للتعرف على مدى سكونها، وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة، ورغم تعدد اختبارات جذر الوحدة، إلا أن الدراسة الحالية سوف تستخدم اختبارين

## فاعلية سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2019)

هما: اختبار ديكي-فوللر (Dickey and Fuller)، واختبار فيليب- بيرن (Philip- perron)، ويوضح الجدول (1) نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (1) نتائج اختبار ديكي فوللر (ADF-test) لجذر الوحدة للمستويات والفروق الأولى : ADF-test

السلسلة الزمنية	المستوي				الفرق الاول			
	بمقطع		بمقطع واتجاه عام		بمقطع		بمقطع واتجاه عام	
	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
log(CR)	-2.20	0.21	-1.66	0.75	-6.85	0.00	-6.73	0.00
log(G)	0.09	0.96	-1.44	0.83	-5.41	0.00	-5.89	0.00
i	-5.01	0.00	-5.25	0.00	-8.97	0.00	-8.93	0.00
log(INV)	-1.35	0.60	-2.62	0.28	-6.17	0.00	-6.05	0.00
log(L)	-0.17	0.93	-1.66	0.75	-5.85	0.00	-5.79	0.00
log(M2)	-0.86	0.79	-2.00	0.58	-5.38	0.00	-5.29	0.00
log(P)	-1.08	0.71	-2.39	0.38	-2.80	0.07	-2.84	0.19
log(Y)	1.66	1.00	-2.47	0.34	-7.11	0.00	-7.89	0.00

يوضح الجدول (1) نتائج اختبار ديكي- فوللر للسلاسل الزمنية محل الدراسة، ويتبين من نتائج التقدير عدم استقرار كافة السلاسل الزمنية عند اختبار الاستقرارية بافتراض وجود مستوى سواء بمقطع أو مقطع واتجاه عام، ما عدا سلسلة معدل الفائدة الحقيقي مستقرة عند المستوى بافتراض وجود مقطع فقط وذلك عند مستوى معنوية 1%، كما يتبين استقرار كافة السلاسل الزمنية عند اخذ الفروق الأولى سواء بوجود مقطع أو مقطع واتجاه عام، عند مستوى معنوية 1%.

ويرى (Hallam and zanoli 1993) أن اختبار فيليب بيرن (PP- test) له قدرة اختبار أفضل وهو أدق من اختبار (ADF test) لاسيما عندما يكون حجم العينة صغيراً. وفي حالة تضارب وعدم اتفاق نتائج الاختبارين فإن الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار (pp test). ويقدم الجدول (2) نتائج اختبار فيليب بيرن (PP-test) لجذر الوحدة على متغيرات الدراسة. (Obben, 1998: 114)

جدول رقم (2): نتائج اختبار فيليب بيرون (PP-test) لجذر الوحدة للمستويات والفروق الأولى للمتغيرات: PP\_test

السلسلة الزمنية	السلسلة الزمنية		السلسلة الزمنية		السلسلة الزمنية		السلسلة الزمنية	
	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
log(CR)	-2.20	0.21	-1.66	0.75	-6.85	0.00	-6.73	0.00
log(CR)	log(CR)	log(CR)	log(CR)	log(CR)	log(CR)	log(CR)	log(CR)	log(CR)
log(G)	log(G)	log(G)	log(G)	log(G)	log(G)	log(G)	log(G)	log(G)
i	i	i	i	i	i	i	i	i
log(INV)	log(INV)	log(INV)	log(INV)	log(INV)	log(INV)	log(INV)	log(INV)	log(INV)
log(L)	log(L)	log(L)	log(L)	log(L)	log(L)	log(L)	log(L)	log(L)
log(M2)	log(M2)	log(M2)	log(M2)	log(M2)	log(M2)	log(M2)	log(M2)	log(M2)
log(P)	log(P)	log(P)	log(P)	log(P)	log(P)	log(P)	log(P)	log(P)

يتضح من جدول (2) اتفاق نتائج اختبار فيليب بيرون مع اختبار ديكي فولر في عدم استقرار كافة السلاسل الزمنية عند اختبار الاستقرارية بافتراض وجود مستوى سواء بمقطع أو مقطع واتجاه عام، ما عدا سلسلة معدل الفائدة الحقيقي مستقرة عند المستوى بافتراض وجود مقطع فقط وذلك عند مستوى معنوية 1%، كما يتبين استقرار كافة السلاسل الزمنية عند أخذ الفروق الأولى سواء بوجود مقطع أو مقطع واتجاه عام، عند مستوى معنوية 1%.

## 2.5 نتائج اختبار الانحدار المتعدد

### 1.2.5 أثر معدل الفائدة على الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي

تم الاعتماد على معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير معادلة الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي، لمعرفة أثر معدل الفائدة على الإنفاق الاستثماري الحقيقي في الاقتصاد المصري، وباستخدام حزمة EViews10، ويمكن توضيح النتائج من خلال الجدول (3)

جدول رقم (3): أثر معدل الفائدة على الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي

$$\text{Model1: LOG(INV)} = -2.8 - 0.02 * I + 0.68 * \text{LOG}(Y(-1)) + 0.45 * \text{LOG}(CR) - 0.19 * \text{LOG}(P(-1))$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	المعايير الاحصائية لجودة النموذج	
C	-2.80	2.49	-1.12	0.27	R-squared	0.81
I	-0.021	0.01	-2.65	0.01	Adjusted R-squared	0.79
LOG(Y(-1))	0.675	0.22	3.09	0.00	F-statistic	36.19
LOG(CR)	0.449	0.13	3.58	0.00	Prob(F-statistic)	0.00
LOG(P(-1))	-0.193	0.08	-2.39	0.02	Durbin-Watson stat	1.67

معايير الاقتصاد القياسي

نتائج اختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للنواقي.			
Jarque Bera	0.29	Prob.	0.86
نتائج اختبار Breusch- Godfrey (LM-test) للارتباط الذاتي للنموذج محل الدراسة			
F-statistic	0.69	Prob. F(1,32)	0.41
Obs*R-squared	0.80	Prob. Chi-Square(1)	0.37
نتائج اختبار ARCH لعدم تباين ثبات الأخطاء			
F-statistic	0.32	Prob. F(1,35)	0.58
Obs*R-squared	0.33	Prob. Chi-Square(1)	0.57

يتضح من جدول (3) معنوية F المحسوبة، إذ تقدر قيمة F بنحو 36.19 ومعنوية احصائياً بمستوى معنوية 1% أي النموذج جيد التفسير، كما أن قيمة معامل التحديد تقدر بنحو  $0.79R^2=$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 79% من التغيرات في الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي. كما يتبين من جدول (3) أن العلاقة سالبة بين معدل الفائدة والإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي، إذ إن ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي بنسبة 1% يترتب عليه انخفاض الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي بنسبة 0.02% عند مستوى معنوية 1%، وهذا يعني أن درجة حساسية الإنفاق الاستثماري الخاص الحقيقي في الاقتصاد المصري بالنسبة لمعدل الفائدة منخفضة للغاية.

وتجدر الإشارة إلى إمكانية استخدام معايير الاقتصاد القياسي للتأكد من خلو النموذج من مشاكل القياس، إذ يتضح من نتائج جدول (3) أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للبوياقي تقدر بنحو 0.86 وهي أكبر من مستويات المعنوية 5% أي أن بواقي تقدير الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي، كما أن القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch- Godfrey (LM-test) تقدر بنحو 0.37 وهي أكبر من مستوى معنوية 5% لذا يمكن القول عدم وجود ارتباط ذاتي في بواقي معادلة الانحدار، وتوضح القيمة الاحتمالية لاختبار ARCH التي تقدر بنحو 0.57 وهي أكبر من مستوى معنوية 5% أنه لا يوجد ارتباط ذاتي Autocorrelation في بواقي معادلة الانحدار، وبالتالي النموذج يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين، أي أن النموذج مقبول من حيث مشكلة عدم ثبات التباين.

## 2.2.5. أثر معدل الفائدة الحقيقي على معادلة الطلب على النقود

تم الاعتماد على معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير معادلة الطلب من النقود الحقيقي، لمعرفة أثر معدل الفائدة على السياسة النقدية في الاقتصاد المصري، وباستخدام حزمة EViews10، ويمكن توضيح النتائج من خلال الجدول (4)

جدول رقم (4): أثر معدل الفائدة على الطلب النقود الحقيقي

Model3: LOG(M2) = -2.63 + 1.18*LOG(Y(-1)) - 0.001*D(I(-1)) - 0.02*D(P(-3))				المعيار الاحصائية لجودة النموذج	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-2.63	0.75	-3.49	0.00	R-squared 0.97
LOG(Y(-1))	1.179	0.06	20.83	0.00	Adjusted R-squared 0.97
D(I(-1))	-0.001	0.00	-0.17	0.87	F-statistic 336.42
D(P(-3))	-0.023	0.01	-3.83	0.00	Prob(F-statistic) 0.00
معايير الاقتصاد القياسي					Durbin-Watson stat 1.50
نتائج اختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للبوياقي.					
Jarque Bera	1.39			Prob.	0.5
نتائج اختبار (Breusch- Godfrey)(LM-test) للارتباط الذاتي للنموذج محل الدراسة					
F-statistic	2.16			Prob. F(1,30)	0.15
Obs*R-squared	2.35			Prob. Chi-Square(1)	0.13
نتائج اختبار ARCH لعدم ثبات ثبات الأخطاء					
F-statistic	0.52			Prob. F(1,32)	0.48
Obs*R-squared	0.54			Prob. Chi-Square(1)	0.46

يتضح من جدول (4) معنوية F المحسوبة، إذ تقدر قيمة F بنحو 336.42 معنوية احصائياً بمستوى معنوية 1% أي النموذج جيد التفسير، كما أن قيمة معامل التحديد تقدر بنحو  $R^2=0.97$  وهذا يعني أن المتغيرات التفسيرية تفسر ما نسبته 97% من التغيرات في الطلب على النقود الحقيقي. كما يتبين من جدول (4) أن معلمة معدل الفائدة الحقيقي بالنسبة للطلب على النقود الحقيقي، غير معنوي احصائياً أي أن أثر معدل الفائدة على الطلب على النقود في الاقتصاد المصري غير مهم، ومن ثم استخدام سياسة معدل الفائدة للتأثير على مستهدفات السياسة النقدية وخاصة الاجماليات النقدية M1, M2, M3 سيكون ضعيف الفعالية مما يؤدي الي فعالية السياسة النقدية بشكل عام في الاقتصاد. وقد يرجع ضعف تأثير معدل لفائدة علي الطلب علي النقود الي ضعف ضعف انتشار النظام المصرفي في أرجاء مصر، بالإضافة إلى ضعف ثقافة الادخار في البنوك المصرية.

وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة موجبة بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والطلب على النقود الحقيقي، كما أن العلاقة سالبة بين معدل التضخم والطلب على النقود الحقيقي، وأنه يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية. وتشير نتائج اختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للبواقي، ونتائج اختبار Breusch- Godfrey (LM-test) للارتباط الذاتي للنموذج محل الدراسة ونتائج اختبار ARCH (جدول 4) لعدم تباين ثبات الأخطاء، تؤكد أن بواقي تقدير الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي، وعدم وجود ارتباط ذاتي Autocorrelation في بواقي معادلة الانحدار، كما أن النموذج يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين، أي أن النموذج مقبول من حيث مشكلة عدم ثبات التباين.

### 2.2.5 أثر معدل الفائدة الحقيقي على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

تم الاعتماد على معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغري (OLS) لتقدير معادلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، لمعرفة أثر معدل الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الاقتصاد المصري، وباستخدام حزمة EViews10، ويمكن توضيح النتائج من خلال الجدول (5).

## فاعلية سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2019)

جدول رقم (5): أثر معدل الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

$$\text{Model2: DLOG}(Y) = -0.33 - 0.004 * \text{D}(I(-2)) + 0.16 * \text{DLOG}(CR) + 0.11 * \text{DLOG}(G) + 0.06 * \text{DLOG}(INV) + 0.10 * \text{DLOG}(L(-5)) + 0.03 * \text{LOG}(M2)$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	المعايير الاحصائية لجودة النموذج
C	-0.33	0.18	-1.83	0.08	R-squared
D(I(-2))	-0.004	0.00	-2.35	0.03	Adjusted R-squared
DLOG(CR)	0.163	0.05	3.19	0.00	F-statistic
DLOG(G)	0.112	0.06	1.79	0.09	Prob(F-statistic)
DLOG(INV)	0.062	0.03	2.49	0.02	Durbin-Watson stat
DLOG(L(-5))	0.09	0.18	0.54	0.60	
LOG(M2)	0.027	0.01	1.97	0.06	
معايير الاقتصاد القياسي					
نتائج اختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للبيانات.					
Jarque Bera	0.07	Prob.		0.97	
نتائج اختبار Breusch- Godfrey(LM-test) للارتباط الذاتي للنموذج محل الدراسة					
F-statistic	0.15	Prob. F(1,25)		0.70	
Obs*R-squared	0.20	Prob. Chi-Square(1)		0.66	
نتائج اختبار ARCH لعدم تباين ثبات الأخطاء					
F-statistic	0.11	Prob. F(1,30)		0.74	
Obs*R-squared	0.12	Prob. Chi-Square(1)		0.73	

يتضح من جدول (5) معنوية F المحسوبة، إذ تقدر قيمة F بنحو 7.12 ومعنوية احصائياً بمستوى معنوية 1% أي النموذج جيد التفسير، كما أن قيمة معامل التحديد تقدر بنحو  $R^2 = 0.62$ ، وهذا يعني أن المتغيرات التفسيرية تفسر ما نسبته 62% من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، فهناك عديد من المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ولم يتضمنها نموذج الدراسة منها، الإنفاق الاستهلاكي العائلي وصافي التعامل مع العالم الخارجي. كما يتبين من جدول (4) أن العلاقة سالبة بين معدل الفائدة والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، إذ إن ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي بنسبة 1% يترتب عليه انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 0.004% وهو غير مرن عند مستوى معنوية 1%، وهو ما يعني أن أثر معدل الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ضعيف. ويرجع ذلك إلى ضعف تأثيرها على الاستثمار، حيث يرتبط الاستثمار ارتباطاً مباشراً بالنمو الاقتصادي.

وتجدر الإشارة إلى إمكانية استخدام معايير الاقتصاد القياسي للتأكد من خلو النموذج من مشاكل القياس، إذ يتضح من نتائج جدول (5) أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للبيانات تقدر بنحو 0.86 وهي أكبر من مستويات المعنوية 5%؛ أي أن بواقي تقدير الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي، كما أن القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch- Godfrey(LM-test) تقدر بنحو 0.37، وهي أكبر من مستوى معنوية 5% لذا يمكن القول بعدم وجود ارتباط ذاتي في بواقي معادلة الانحدار، وتوضح القيمة الاحتمالية لاختبار ARCH التي تقدر بنحو 0.57، وهي أكبر من مستوى معنوية 5% أنه لا يوجد ارتباط ذاتي Autocorrelation في بواقي معادلة الانحدار،

## أنور النقيب

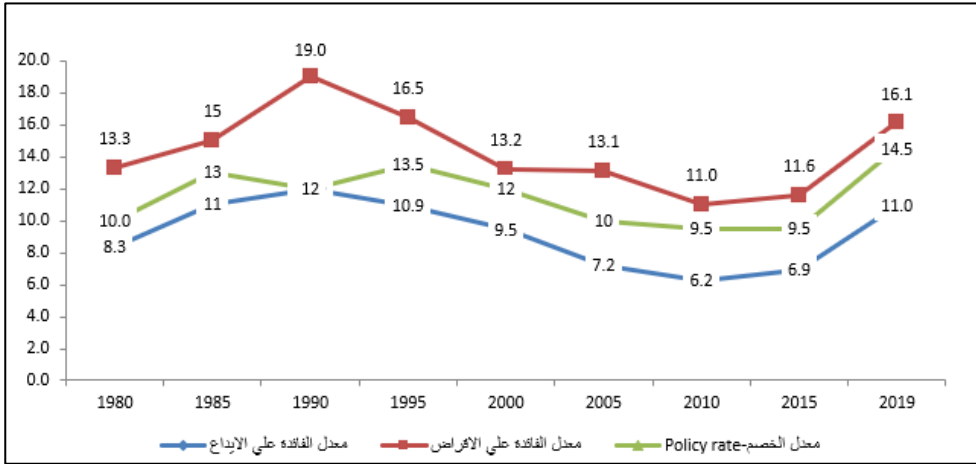
وبالتالي يخلو النموذج من مشكلة عدم ثبات التباين، أي أن النموذج مقبول من حيث مشكلة عدم ثبات التباين.

من جهة أخرى؛ يبين الجدول (5) نتائج اختبار Jarque Bera للتوزيع الطبيعي للبقايا، ونتائج اختبار Breusch- Godfrey (LM-test) للارتباط الذاتي للنموذج محل الدراسة، ونتائج اختبار ARCH لعدم ثبات ثبات الأخطاء، تؤكد على أن بواقي تقدير الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي، وعدم وجود ارتباط ذاتي Autocorrelation في بواقي معادلة الانحدار، كما أن النموذج يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين؛ أي أن النموذج مقبول من حيث مشكلة عدم ثبات التباين.

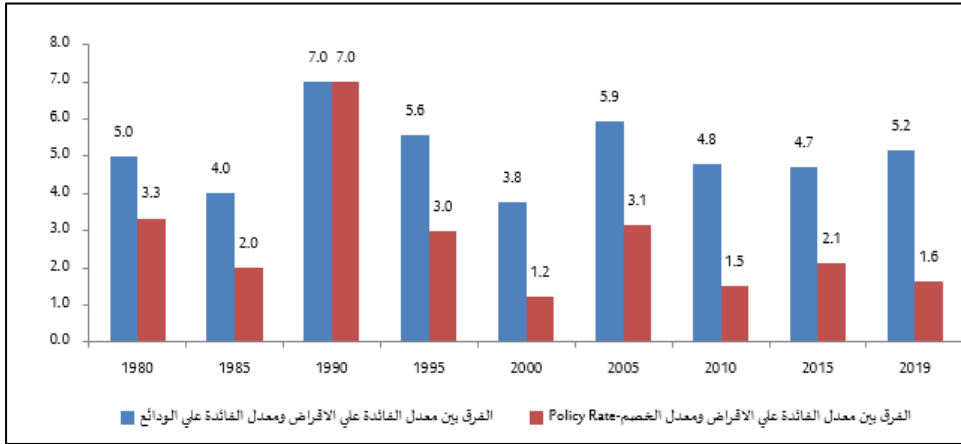
ويرجع ضعف فاعلية معدل الفائدة كآلية انتقال إلى أن البنك المركزي يدير معدل الفائدة بشكل غير مباشر، وذلك من خلال أسعار الخصم Policy Rate المقررة من البنك المركزي، وفي ضوء كون معدلات الخصم استرشادية للبنوك، وأنه لا يوجد إلزام للبنوك بضرورة الالتزام بتلك المعدلات؛ سواء للإيداع أو الإقراض، بالإضافة إلى حرية البنوك في تحديد أسعار الفائدة على الودائع والإقراض؛ نلاحظ أن النظام المصرفي المصري لا يقوم بتمرير سياسة سعر الفائدة إلى الاقتصاد الحقيقي، حيث إنه يحصل على معدل فائدة على إقراضه أعلى من معدل الخصم واعلي من معدل العائد علي الإيداع. كما أن فرق معدل الفائدة بين فائدة الإيداع وفائدة الإقراض يعد مرتفعاً جداً، حيث تحصل البنوك على هامش Margin بين الإقراض والإيداع مغالى فيه، ففي ما كانت البنوك المصرية تحصل على 7.8% كهامش بين الإيداع والإقراض عام 1991، وبلغ هذا الهامش نحو 5.2% عام 2019. ومن الناحية الأخرى نجد انه في معظم الدول يبلغ هذا الهامش من 10-20% من قيمة معدل الإيداع، اما في مصر فيصل الهامش الي 40-50%، وهو هامش مرتفع. وإذا قارنا هذا الهامش فقط مع معدلات معدلات الفائدة في الدول الأخرى - والتي تتراوح ما بين 1-3% - سنجد أنه كبير جداً. فكيف الحال إذا تمت مقارنة تكلفة الإقراض في مصر - والتي بلغت 16% عام 2019 - مع أسعار الفائدة العالمية؟. في هذه الحالة سوف نجد أن معدل الفائدة علي الإيداع منخفض بالمقارنة بالفائدة علي الإقراض، ومن ثم غير جاذب للقطاع العائلي للإيداع. كما ان معدل فائدة الإقراض المرتفعة بسبب هامش البنوك غير محفزة للقطاع الخاص الاستثماري للاقتراض؛ خاصة أنه يمثل عنصراً من عناصر التكلفة. ومن ثم فإن آلية انتقال معدل الفائدة معطلة في مصر، وذات تأثير ضعيف على الاقتصاد الحقيقي (النتاج).

## فاعلية سياسة معدل الفائدة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2019)

شكل رقم (5): معدل الفائدة على الإيداع وعلى الإقراض ومعدل الخصم Policy Rate



شكل رقم (6): الفرق بين معدل الفائدة على الإقراض ومعدل الإيداع، والفرق بين معدل الإقراض ومعدل الخصم- Policy Rate



Source: World Bank, data set, Egypt, 2020

وقد يرجع ضعف مرونة الاستثمار لمعدل الفائدة إلى ضعف بيئة الاستثمار في مصر، حيث يواجه الاستثمار العديد من الصعوبات الإدارية والمؤسسية والاجرائية طبقاً لتقرير في تقرير ممارسة أنشطة الأعمال "Doing Business" الذي يصدره البنك الدولي، فما زالت مصر تحتل مرتبة متأخرة بين دول العالم في ما يتعلق بمناخ الاستثمار، حيث تحتل مصر المرتبة 114 من بين 190



دولة (World bank, 2020)، أي أن هناك 113 دولة تمثل وجهة مُفضلة للمستثمر عن مصر، لأن مناخ الاستثمار بتلك الدول أفضل من مصر.

## الخلاصة وتوصية السياسة Conclusion and Policy Recommendation

تهدف الدراسة إلى اختبار مدى قدرة وفاعلية سياسة معدل الفائدة واستخدامه كقناة انتقال Transmission Mechanism للسياسة النقدية على نقل التغييرات من الاقتصاد النقدي إلى الاقتصاد الحقيقي، حيث تتمثل مشكلة الدراسة في أن سياسة معدل الفائدة هي من أكثر السياسات التي يعتمد عليه البنك المركزي المصري في إدارته للسياسة النقدية منذ العام 2005، وفي ضوء أهمية سياسة معدل الفائدة، يثار تساؤل محوري وهو: هل سياسة معدل الفائدة واستخدامه كقناة انتقال للسياسة النقدية، قادرة على نقل التغييرات من الاقتصاد النقدي إلى الاقتصاد الحقيقي بفاعلية؟ ومن هنا تتضح أهمية دراسة وتحديد فاعلية أحد أهم قنوات الانتقال للسياسة النقدية في مصر؛ ألا وهي: معدل الفائدة، ومدى تأثير تلك القناة على القرارات النقدية القطاع العائلي وقطاع الأعمال، وانتقال التأثير إلى الاقتصاد الحقيقي ممثلاً في الناتج المحلي الإجمالي.

ومن ثم تقوم الدراسة على فرضية مؤداها "أن سياسة معدل الفائدة كآلية انتقال، ذات تأثير فعال على الطلب على النقود الحقيقي والاستثمار الخاص الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي". وتستهدف الدراسة اختبار مدى صحة الفرضية. وللإجابة على السؤال الرئيس للدراسة واختبار الفرضية، تم اختبار جذر الوحدة Unit Root Test لفحص خواص السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للتعرف على مدى سكونها، وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة، ورغم تعدد اختبارات جذر الوحدة، واستخدمت الدراسة اختبار ديكي-فولر (Dickey and Fuller)، واختبار فيليب-بيرن (Philip-perron). وأشارت نتائج التقدير إلى عدم استقرار كافة السلاسل الزمنية عند اختبار الاستقرارية بافتراض وجود مستوي سواء بمقطع أو مقطع واتجاه عام، ما عدا سلسلة معدل الفائدة الحقيقي مستقرة عند المستوى بافتراض وجود مقطع فقط وذلك عند مستوى معنوية 1%، كما يتبين استقرار كافة السلاسل الزمنية عند اخذ الفروق الأول سواء بوجود مقطع أو مقطع واتجاه عام، عند مستوى معنوية 1%. كما تم استخدام نموذج قياسي بالاعتماد على معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى.

وتوصلت الدراسة إلى أن معدل الفائدة كآلية انتقال ذات فاعلية ضعيفة في الاقتصاد المصري، أي أن قدرته على نقل التغييرات في السوق النقدي إلى السوق الحقيقي ضعيفة، حيث أن تأثير معدل الفائدة على الطلب الحقيقي، غير معنوي احصائياً، وقد يرجع ضعف تأثير معدل الفائدة على الطلب على النقود إلى ضعف انتشار النظام المصرفي في أرجاء مصر، بالإضافة إلى ضعف ثقافة الادخار في البنوك في مصر. كما توصلت الدراسة إلى أن علاقة الإنفاق الاستثماري الخاص

الحقيقي غير مرنة؛ أي أنها لا تتأثر به. كما أن تأثير معدل الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ضعيف جداً، ويرجع ضعف مرونة الاستثمار لمعدل الفائدة إلى ضعف بيئة الاستثمار في مصر، وتركز الائتمان والتسهيلات البنكية في مصر إلى الحكومة بعيداً عن القطاع الخاص. ومن ثم، فإن نتائج الدراسة تشير إلى معدل الفائدة كآلية انتقال معطلة في الاقتصاد المصري، وبالتالي فإن استخدام سياسة معدل الفائدة للتأثير على مستهدفات السياسة النقدية (وخاصة الاجماليات النقدية  $M1, M2, M3$ ) سيكون ضعيف الفاعلية، مما يؤدي إلى ضعف فاعلية السياسة النقدية بشكل عام في الاقتصاد الحقيقي.

ويرجع ضعف فاعلية معدل الفائدة إلى الكبح المالي خلال الثمانينات، نتيجة حرية تحديد معدلات الفائدة، كما أن البنوك في وضع يمكنها من الحصول على معدل فائدة على القروض أعلى من معدل الخصم  $Policy Rate$  ، بالإضافة إلى أن فارق هامش معدّل الفائدة مرتفع جداً بين فائدة الإيداع وفائدة الإقراض، حيث تحصل البنوك على هامش مغالى فيه. وتخلص الدراسة إلى أن البنوك في مصر في وضع احتكار في ضوء قوتها على تجميع المدخرات، وفي الوقت نفسه ضعف الوسطاء الماليين الآخرين كسوق الأوراق المالية. وتوصي الدراسة بضرورة تشجيع المنافسة بين البنوك لتخفيض الهامش الذي تحصل عليه البنوك، حيث تشير أوضاع معظم دول العالم إلى أن هامش البنوك لا يتعدى 20%. وسيؤدي تخفيض هذا الهامش إلى رفع معدّل العائد على الادخار من ناحية، كما سيؤدي إلى تخفيض معدّل الإقراض من الناحية الأخرى. كما توجد أهمية لتحسين بيئة الاستثمار في مصر.

## المراجع العربية

أبو العيون، محمود، (2003)، تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، سلسلة أوراق العمل، ورقة عمل رقم (78)، فبراير.

حشاد، نبيل (1997) الإصلاح النقدي والمصرفي في الدول العربية، مؤتمر تقييم سياسات التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي في الأقطار العربية، المؤتمر العلمي الرابع، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، ديسمبر.

صندوق النقد العربي (1996)، السياسات النقدية في الدول العربية، في ، الصادق، علي توفيق وآخرين (محرر) معهد السياسات الاقتصادية.

عز الدين فضل وعصام عبد الوهاب (2013)، تقدير وتحليل دالة الطلب على النقود في السودان 1980-2013، جامعة النيلين.

عيد الزيود وخالد السواعي (2010)، "الطلب على النقود باستخدام نموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، مجلة دراسات"، العلوم الإدارية، المجلد 37، العدد 2.

فضيلة بوخاري وأمال عمالي (2018)، "أثر معدل الفائدة على النمو الاقتصادي حالة الجزائر 2010-2016"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

محمد موساوي وسمية زيرار (2014)، "تقدير دالة الطلب على النقود وتحليها: حالة الجزائر (1970-2011)"، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 1، العدد 1.

هبة السيد محمد سيد (2017)، تحليل علاقة معدل الفائدة بالنمو الاقتصادي دراسة دولية مقارنة بالتركيز على الاقتصاد المصري، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة الزقازيق.

وزارة المالية (2018)، "البيان التحليلي عن مشروع الموازنة العامة للدولة".

## المراجع الانجليزية

Abdulkher, Ahmad , 2013, An Analytical Study of the Demand for Money in Saudi Arabia, International Journal of Economics and Finance; Vol. 5, No. 4.

Al-Mashat. R. and Billmeier, A., 2008, The Monetary Transmission Mechanism in Egypt, Economic research Forum, Working Paper 411 June 2008

Bader, M. & Malawi, A. I., 2010. "The Impact of Interest Rate on Investment in Jordan:A Cointegration Analysis". JKAU: Econ. & Adm, 24(1), pp. 199-209.

- Behrendt, S., 2013, Monetary Transmission via the Central Bank Balance Sheet, Working Papers on Global Financial Markets, No. 49
- Benford, J, Berry, et al , 2009, Quantitative easing. Bank of england quarterly bulletin, Vol. 49, No. 2, pages 90–100
- Davcev, L., and Hourvouladias, N., (21 March 2015) “Impact of interest rate and inflation on GDP in Bugaria, Romania and Fyrom”, Working Paper, JEL Classification: E31, E43, O40.
- Dou, X., 2018. “The determinants of money demand in China”. Cogent Economics & Finance.
- El-Refaie, Faika (2001), Coordination of monetary and Fiscal Policy in Egypt: past, Present, and the Outlook, The Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper No. 54, April.
- Etale, L. M. & Ayunku, P. E., 2016. “The Relationship between Interest Rate and Economic Growth in Nigeria: An Error Correction Model (ECM) Approach”. International Journal of Economics and Financial Research, 2(6), pp. 127-131.
- European Central bank - ECB, 2000, Monetary policy transmission in the euro area, ECB Monthly Bulletin, July
- European Central bank- ECB, 2020, Transmission mechanism of monetary policy
- FK, S., 2018. “Effect of Interest Rate on Economic Growth: Swaziland As a Case Study”. Business & Financial Affairs, 7(3).
- Friedman, B. M. (2000), Monetary Policy, NBER Working paper No. 8057, Cambridge.
- Githinji, A.N., (November, 2015), " The effect of interest rate volatility on money demand in Kenya" , A Research Project Submitted to the School of Economics of the partial fulfillment for the award of The Degree of Master of Arts In Economics of The University Nairobi.
- Hambur J., and La Cava G., (2018), "Do Interest Rates Affect Business Investment? Evidence from Australian Company-level Data", Economic Research Department Reserve Bank of Australia.
- Hameed, I., and Amen, U., (Dec 2011), "Impact of monetary policy on gross domestic product (GDP)", Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Working Paper No. 35562.
- Handy, Howard, (2001). Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead, The Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper No. 51, January.
- Hassan, M., 2003, Can Monetary Policy Play an Effective Role in Egypt?, Egyptian Center for Economic Studies –ECES, Working Paper No. 84
- Ibarra Raul , 2014.The Demand for Money in Mexico, American Journal of Economics, 4(2A)
- Lee, K.-S. & Werner, R. A., 2018. “Reconsidering Monetary Policy: An Empirical Examination of the, Relationship Between Interest Rates and Nominal GDP Growth in the U.S.,U.K., Germany and Japan”. Ecological Economics, Volume 146, pp. 26-34.
- McKinnon, R.I.R., (Dec., 1974), "Money and Capital in Economic Development", The American Political Science Review, Vol., 68, No., 4, pp. 1822-1824.
- Mishkin, F.S., 1995, “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 9(4), pp. 3–10.
- Mujahid, N., et al., (June 2019),"The nexus between investment and interest rate: New dimensions for Pakistan", Journal of Social Sciences and Humanities.

Murić, Mehmed , 2010, The Transmission Mechanism of Monetary Policy and Channels of Monetary Transmission in Serbia, Global Network for Socio-economic Research and Development, January 2010

Mushtaq, S., and Siddiqui, D.A., (2016), "Effect of interest rate on economic performance: evidence from Islamic and non-Islamic economies", Mushtaq and Siddiqui Financial Innovation, 2:9, Springer, JEL classification: E21, E22, E43, O11, Z12, Z13.

Najarzadeh, R., Ashena, M. & Jezdani, A. H., 2012. "Economic growth and interest rate relationship in Islamic countries". International Research Journal of Finance and Economics, Issue 91, pp. 57-63.

Obben J. (1998), "The demand for money in Brunei", Asian Economic Journal, Vol: 2, No: 12, pp. 109-121.

Patalinghug, J.C., (2017), "An Investigation into the Sensitivity of Money Demand to Interest Rates in the Philippines", Journal of Applied Business and Economics, Vol. 19(1).

Peter N. Ireland ,2005, The Monetary Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper, 06-1

Pollard, Patricia (2004), Monetary Policy-Making Around the World: Different Approaches from Different Central Banks, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Taylor, M. P., 1999. "Real interest rate and macroeconomic activity". Oxford Review of Economic Policy, 15(2), pp. 95-113.

Tuusis, D., Sander, P. & Juhkam, A., 2010. "Does interest rate matters: study of investment management of Estonian companies". university of Tartu, pp. 472-632

World Bank, 2020, Doing Business report.

Wuhan, L.S., Khurshid, A., (2015), "The effect of interest rate on investment; Empirical evidence of Jiangsu Province, China", Journal of International Studies, Vol. 8, No 1, pp. 81-90.

## المواقع الالكترونية

- الموقع الالكتروني للبنك المركزي المصري.
- الموقع الالكتروني للبنك الدولي.