



Ministry of High Education Scientific Research

Department Financial and Banking Sciences

University of Karbala

Monetary Policy

محاضرة مقدمة الى :
أ. د. عباس الداعي

من قبل الطالب :
حيدر ناصر حسين

2017

تحديد سعر الفائدة وتوازن الدخل

مفهوم سعر الفائدة:

الوظيفة الاساسية للاسواق المالية هي تجميع المدخرات من الوحدات المدخرة و تحويلها الى الوحدات المستثمرة و يعتبر سعر الفائدة المتغير الاقتصادي الذي يربط المقرضين بالمقترضين فهو السعر الذي يدفعه المقترض لقاء استخدام الاموال المقترضة لفترة زمنية معينة فهو سعر الائتمان .
و يمكن تعريفه بأنه ثمن التمويل الذي يدفعه المقترض للحصول على الاموال المخصصة للاقراض و التي تنسم بالندرة .

1- يعتبر سعر الفائدة عائدا على الاموال المقتررة و تكلفة لها في نفس الوقت حسب الوحدات الانفاقية سواء كانت مقرة للنقود أو مقترضة لها .

2- بالنسبة للبنوك سعر الفائدة يعتبر تكلفة عندما يدفع على الودائع المصرفية و ايراد لها عندما تمنح هي القروض.

3- بالنسبة لفئة المدخرين يمثل سعر الفائدة تكلفة الفرصة البديلة لتأجيل الاستهلاك و الاحتفاظ بثروتها بشكل سائل .

4 – يمثل كل المدفوعات المقابلة لاستخدام النقود .

كيف يتحدد سعر الفائدة :

يتحدد سعر الفائدة - شأن أسعار السلع الأخرى في أسواقها التنافسية- بقوى العرض و الطلب في سوق السندات ذي المنافسة العالية، حيث العديد من المقترضين و المقرضين في السوق المالية(من خلال البورصات و الوسطاء الماليين

يجب ملاحظة أنه لا يوجد سعر فائدة واحد في السوق المالية بل يختلف ذلك باختلاف الادوات المالية نفسها حيث تختلف باختلاف الجهات المقرضة و الجهات المقترضة و تختلف أيضا باختلاف الاجال الزمنية للسداد و باختلاف الضمانات المقدمة

ولكنها جميع تشترك بسعر الفائدة الاساس وهو :

سعر فائدة افتراضي (غير واقعي) لا يتضمن عنصر المخاطرة(خالي من المخاطر) أقرب سعر له هو سعر الفائدة السوقي على السندات الحكومية و ذلك باعتبار ان الحكومة لا يمكن أن تفلس و بإمكانها سداد ديونها دوما أما بزيادة الاصدار النقدي أو بفرض ضرائب .

و لذلك يعتبر سعر الفائدة على السندات أقل المخاطر المالية و يمثل تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود بشكل سائل

سعر الفائدة الحقيقي :

سعر الفائدة الحقيقي = سعر الفائدة الاسمي (السائد بالسوق) – معدل التضخم المتوقع

وظيفة سعر الفائدة في الاقتصاد :

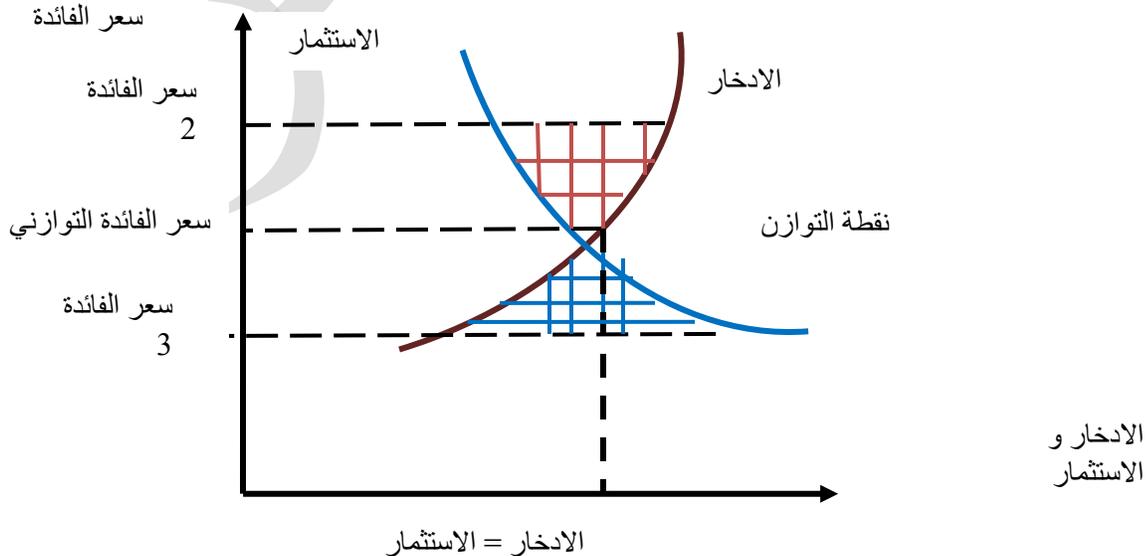
- ضمان جذب الادخار من وحدات الفائض و استثمارها في وحدات العجز و من ثم تحقيق النمو الاقتصادي .
- تقنين عرض الائتمان و الذي يتصف بالندرة و توجيهه الى الاستثمارات ذات العائد الاعلى .
- توازن الكمية المعروضة من النقود بالكمية المطلوبة منها من قبل الوحدات الغير بنكية
- من الادوات التي ممكن أن تستخدمها السياسة النقدية و تؤثر بها الحكومة على حجم الادخار و الاستثمار .
- يعتبر من المتغيرات التي تؤثر على تدفق الاموال على المستوى الدولي (ارتفاعه في دولة معينة يشجع على انتقال الاموال لتلك الدولة و العكس صحيح)
- توجيه الاقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة له و حسب الحالة الاقتصادية السائدة .

أشهر النظريات في سعر الفائدة .

- 1- النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة .
- 2- نظرية الارصدة المعدة للاقتراض .
- 3- النظرية الكنزية في سعر الفائدة .
- 4- النظرية الكنزية الحديثة .
- 5- نظرية التوقعات الرشيدة لسعر الفائدة .

1- النظرية الكلاسيكية لسعر الفائدة :

- أول من نادى بهذه النظرية هو الاقتصادي ريكاردو و تم تطويرها على يد اقتصاديين آخرين مثل بيجو و مارشال .
- تنص النظرية على أن سعر الفائدة يتحدد بعاملين هما عرض المدخرات (و التي مصدره القطاع العائلي بالادخار) و الطلب على الاستثمارات الرأسمالية (و التي الغالب فيها قطاع الاعمال) .
- هو الثمن الذي يحقق التوازن بين الادخار و الاستثمار .
- مصدر المدخرات هم القطاع العائلي بنسبة كبيرة و هو الجزء من الدخل الغير منفق على الاستهلاك و قطاع الاعمال بشكل الارباح غير الموزعة و القطاع الحكومي بشكل الفائض في الميزانية .
- تنظر للفائدة كمتغير حقيقي و ليس نقدي لارتباطها بدوال الادخار و الاستثمار وهي متغيرات حقيقية و ليست نقدية بالرغم من أن سعر الفائدة هو متغير نقدي .
- عرفوا الفائدة بأنها مكافأة الأمتناع عن الاستهلاك الخاص (مكافأة الادخار) .
- تفترض النظرية ان الفرد يفضل الاستهلاك الحالي على الادخار المستقبلي لذلك يمكن افنائه بالادخار مقابل دفع مبالغ (سعر الفائدة) على الادخار .
- تعرف النظرية الادخار بأنه الفرق بين الدخل الحالي و الانفاق الاستهلاكي الحالي و يوجد علاقة موجبة بين حجم الادخار و الدخل .
- يعتبر سعر الفائدة عنصر من عناصر التكلفة للاستثمار و المهم هنا هو الاستثمار الصافي و الذي يجب أن يتسم نوعاً ما بالاستقرار .
- يتحدد سعر الفائدة التوازني كما سبق و ذكرنا بتقاطع منحنى عرض المدخرات بمنحنى طلب الاستثمارات و عند هذا السعر تتساوى الكمية المعروضة من المخرات مع الكمية المطلوبة من الاستثمارات .



ملاحظات على الرسم :

- 1- العلاقة بين سعر الفائدة و الادخار = علاقة طردية .
- 2- العلاقة بين سعر الفائدة و الاستثمار = علاقة عكسية .
- 3- عند سعر الفائدة التوازني يتساوى الادخار كعرض بالاستثمار كطلب .
- 4- اذا كان سعر الفائدة أكبر من سعر الفائدة التوازني = سعر الفائدة 2 يكون هناك فائض عرض المدخرات ممثل بالمثلث الاحمر و في ظل مرونة سعر الفائدة و انخفاض الطلب على الاستثمار ينخفض سعر الفائدة حتى يعود لوضع التوازن .
- 5- اذا كان سعر الفائدة أقل من السعر التوازني = سعر الفائدة 3 يكون هناك فائض في الطلب على الاستثمار و من ثم يرتفع سعر الفائدة في ظل مرونته حتى يعود لوضع التوازن .

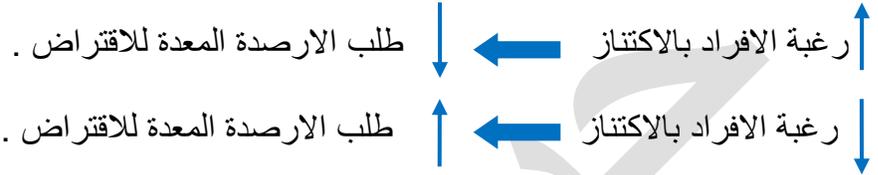
الانتقادات الموجه للنظرية الكلاسيكية :

- أهملت النظرية عوامل أخرى مؤثرة في الادخار أو الاستثمار مثل تأثير عرض النقود على سعر الفائدة او على تكلفة الائتمان .
- اعتبرت النظرية ان سعر الفائدة هو العامل الاساسي في تحديد الادخار و لكن الدراسات أثبتت أن الدخل هو العامل الاساسي هنا .
- اعتبرت النظرية أن الطلب على القروض مصدره الاعمال و لكن قد يكون هناك طلب للاستثمار مصدره القطاع العائلي لتمويل الاستهلاك الخاص أو تمويل الانفاق الحكومي .
- لم تفرق النظرية بين الادخار و الاكتناز الذي لا يكسب صاحبه فائدة .
- قد لا يكون الادخار مصدره الامتناع عن الاستهلاك بل ربما حصل عليها من الوراثة مثلا و بهذه الحالة لا ينطبق عليها التحليل السابق .
- في ظل هذه النظرية افترضوا حيادية النقود و أن النقود هي فقط وسيط للتبادل و ليست مستودع للثروة .

2- نظرية الارصدة النقدية للاقتراض :

- تنسب النظرية للاقتصادي ويكسل .
- تعرف احيانا باسم النظرية الكلاسيكية الحديثة و تعتبر تحسين للنظرية الكلاسيكية .
- جمعت ما بين المتغيرات الاقتصادية و بين المتغيرات المالية في تفسير العوامل التي تؤثر في سعر الفائدة .
- عرفت سعر الفائدة بأنه السعر الذي يحدد التوازن بين عرض الارصدة النقدية للمعدة للاقتراض و بين الطلب عليها .
- سعر الفائدة التوازني قد يكون جزئيا في الاجل القصير بسبب انفتاح الاقتصاد و اختلاف تدفق روس الاموال الاجنبية لارتفاع سعر الفائدة المحلي عن أسعار الفائدة العالمية و لكنه قد يكون مستقرا في الاجل الطويل اذا رافقه توازن في الاقتصاد و في سوق النقد و في سوق الاموال المخصصة للاقتراض و في سوق العملات الاجنبية .
- يتحدد الطلب على الائتمان بطلب قطاع الاعمال و طلب المستهلكين و طلب القطاع الحكومي و طلب القطاع الخارجي للائتمان .
- و يتحدد عرض الائتمان بالادخار المحلي و التخفيض في عرض النقود (السيولة النقدية) و خلق الائتمان من قبل القطاع المصرفي و القروض الاجنبية .
- التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة تحدث للتغيرات التي تطرأ على الطلب لتلك الارصدة أو عرضها .
- يتحدد التوازن بتساوي الطرفين و تكون في الوقت نفسه قد جمعت بين المتغيرات الحقيقية (الادخار و الاستثمار) و بين المتغيرات النقدية (كمية النقود المعروضة و صافي الاكتناز) .

- عرفت الارصدة المعدة للاقتراض أنها : مجموع النقود المعروضة و المطلوبة في السوق في أي وقت .
- فسرت عرض الارصدة بأنه :
- مدخرات الافراد + النقود الجديدة المضافة لعرض النقود الحالي (S+M).
- فسرت طلب الارصدة (الطلب على الائتمان) بأنه :
- الطلب على الاستثمار + الاكتناز (I+H) بحيث أن :



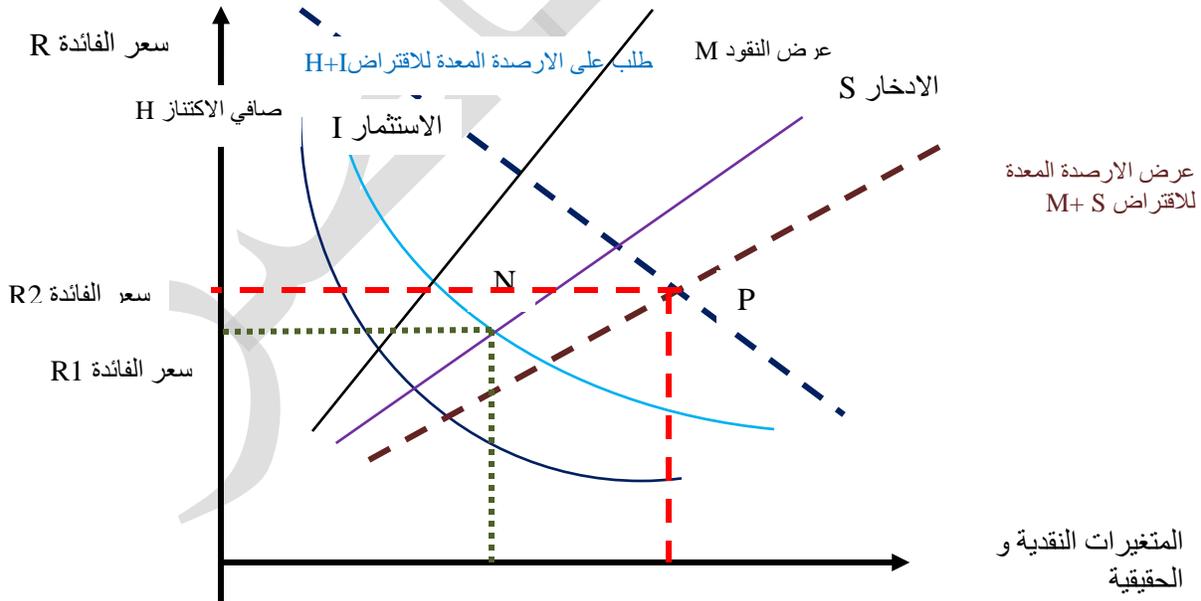
$$r = F (I , S)$$

$$r = f (I, H, S, M)$$

سعر الفائدة في النظرية الكلاسيكية
سعر الفائدة في نظرية الارصدة المعدة للاقتراض .

الانتقادات التي وجهت للنظرية من الاقتصادي هانسن :

1. سعر الفائدة غير محدد بطريقة واضحة في هذه النظرية .
2. عرض الارصدة المعدة للاقتراض قد يتغير ارتفاعا و انخفاضاً لكنه ثابت بين السلطات النقدية لانه يمثل عرض النقود .
3. الجمع بين الوحدات النقدية و الوحدات الحقيقية غير ممكن في الواقع .



ملاحظات على الرسم :

1. الجمع الافقي للمنحنيين (H+I) يعطينا منحنى الطلب على الارصدة المعدة للاقتراض و هو منحنى مرن ذو علاقة عكسية بسعر الفائدة .

2. الجمع الاقبي للمنحنيين (M+S) يعطينا منحى عرض الارصدة المعدة للاقتراض و هو منحى مرن ذو علاقة طردية بسعر الفائدة .
3. النقطة (N) = نقطة التوازن حسب النظرية الكلاسيكية و يكون عندها سعر الفائدة التوازني $R1 =$
4. النقطة (P) = نقطة التوازن للنظرية الحالية و يكون عندها سعر الفائدة التوازني $R2 =$

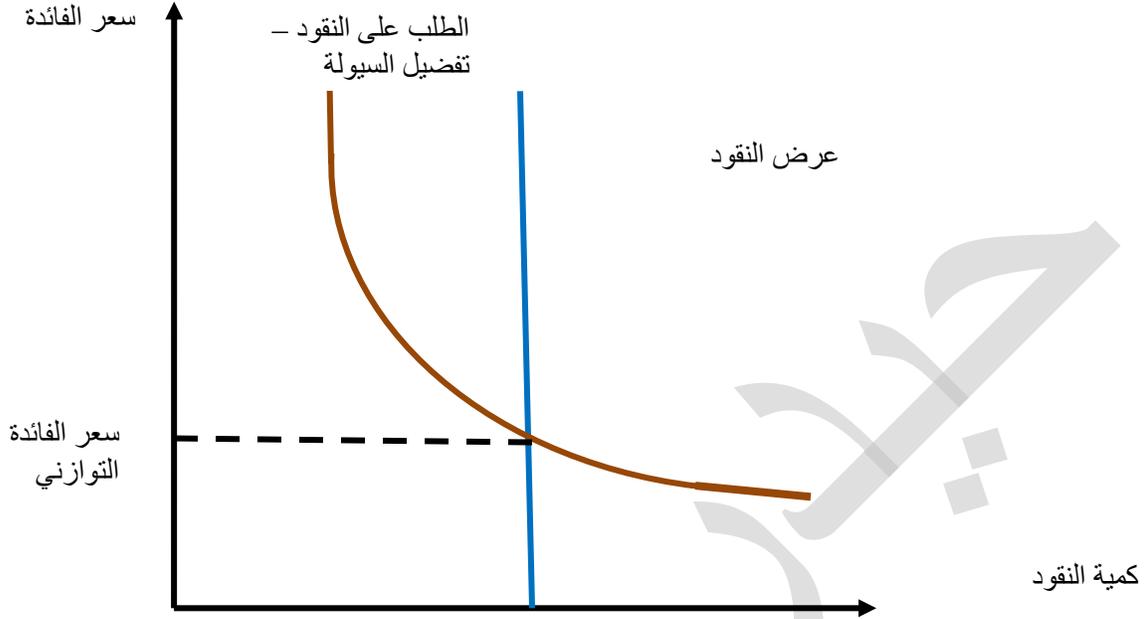
مقارنة ما بين النظريتين

نظرية الارصدة المعدة للاقتراض	النظرية الكلاسيكية
1. جمعت الجانب النقدي و الحقيقي لذلك هي اكثر واقعية .	1. تحدثت عن الجانب النقدي .
2. لا تعتبر النقود محايدة بل لها دور رئيس في تحديد سعر الفائدة .	2. تنظر نظرة محايدة للنقود وكونها ليس لها أي دور في تحديد سعر الفائدة
3. أخذت في الاعتبار جانب الائتمان المصرفي و أثره على سعر الفائدة .	3. أهملت جانب الائتمان المصرفي .
4. اخذت بالاعتبار عامل الاكتناز و دوره كأحد مكونات الطلب على الارصدة	4. تجاهلت الاكتناز .

3- النظرية الكنزية في تحديد سعر الفائدة :

- تسمى احيانا بنظرية تفضيل السيولة .
- طورت من قبل الاقتصادي جون ماينارد كينز .
- اعتبرت أن سعر الفائدة هو ظاهرة نقدية بحتة .
- فسرت عبارة تفضيل السيولة الرغبة في اقتناء الثروة المالية في شكل أصول قصيرة الاجل مرتفعة السيولة بدل من اصول طويلة الاجل غير سائلة خوفا من انخفاض قيمتها مع الزمن.
- عرفت الفائدة بانها الثمن الذي يدفع لاستخدام النقود سائلة .
- نظرت النظرية للنقود على أساس أنها مخزن للثروة و ليست فقط وسيط للتبادل و لذلك هي الصلة بين الحاضر و المستقبل .
- عدم التأكد و التوقعات لها دور كبير في تحديد سعر الفائدة و من ثم التأثير في مستويات الدخل و غيرها من المتغيرات الاقتصادية .
- النقود تتصف بالندرة و لانها تطلب من قبل الافراد و رجال الاعمال فلا بد من دفع سعر الفائدة لحاملي النقود لتحفيزهم على التخلي عنها و شراء أصول اخرى أقل سيولة و أكثر مخاطرة .
- تفترض النظرية وجود نوعين من الاصول المالية يتم التعامل بها في الاسواق المالية و هي النقود و السندات الحكومية طويلة الاجل .
- يدفع مقابل السندات الحكومية فائدة ثابتة و تتعرض قيمتها للتقلب اذا تغيرت أسعار الفائدة السوقية .
- تطلب النقود للدوافع الثلاث دافع المعاملات و دافع الحياطة و الحذر ودافع المضاربة .
- يتحدد سعر الفائدة بتقاطع منحى عرض النقود مع الطلب على النقود .
- الطلب على النقود دالة متزايدة في الدخل و متناقصة في سعر الفائدة .
- عرض النقود متغير بيد السلطات النقدية و لا يتأثر بسعر الفائدة السوقي و هو غير مرن لسعر الفائدة .

- تفسر النظرية سلوك المضاربين و تأثيرهم على أسعار الفائدة و دور السلطات النقدية في التأثير على سعر الفائدة و في النشاط الاقتصادي .



أهم الانتقادات الموجهة للنظرية الكنزوية :

1. ان تحديد سعر الفائدة بظل نظرية تفضيل السيولة هو تفسير قصير الاجل و يكون صحيحا اذا كان الدخل ثابتا و مستقر و هذا لا يكون صحيحا في الاجل الطويل و الذي يعتبر أكثر أهمية لأغراض استثمار رأس المال .
2. لا يمكن الوصول لسعر فائدة توازني مستقر بدون أن يكون هناك توازن في المتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل الادخار و الاستثمار .
3. في ظل النظرية يعتبر سعر الفائدة من معوقات التشغيل الكامل لذلك يقترح كينز تخفيضه الى الصفر .
4. أهتمت النظرية بتأثير الطلب على النقود و عرض المخزون النقدي على سعر الفائدة و لكنها أهملت تأثير طلب قطاع الاعمال و المستهلكين و القطاع الحكومي على التمويل و تكلفته (و التي يمثلها هما سعر الفائدة) .
5. الرغبة بالسيولة (تفضيل السيولة) لا ينشأ فقط من الدوافع الثلاث التي أشار اليها كينز حيث يرى بعض الاقتصاديين أن هناك مجموعة أخرى من العوامل التي لم يشر اليها كينز .
6. اعتبر كينز أن سعر الفائدة مستقل عن الطلب على ارصدة الاستثمار و هذا أمر غير واقعي لئن سعر الفائدة لا يمكن تحديده بمعزل عن الكفاية الحدية لرأس المال أو طلب الارصدة للاستثمار .

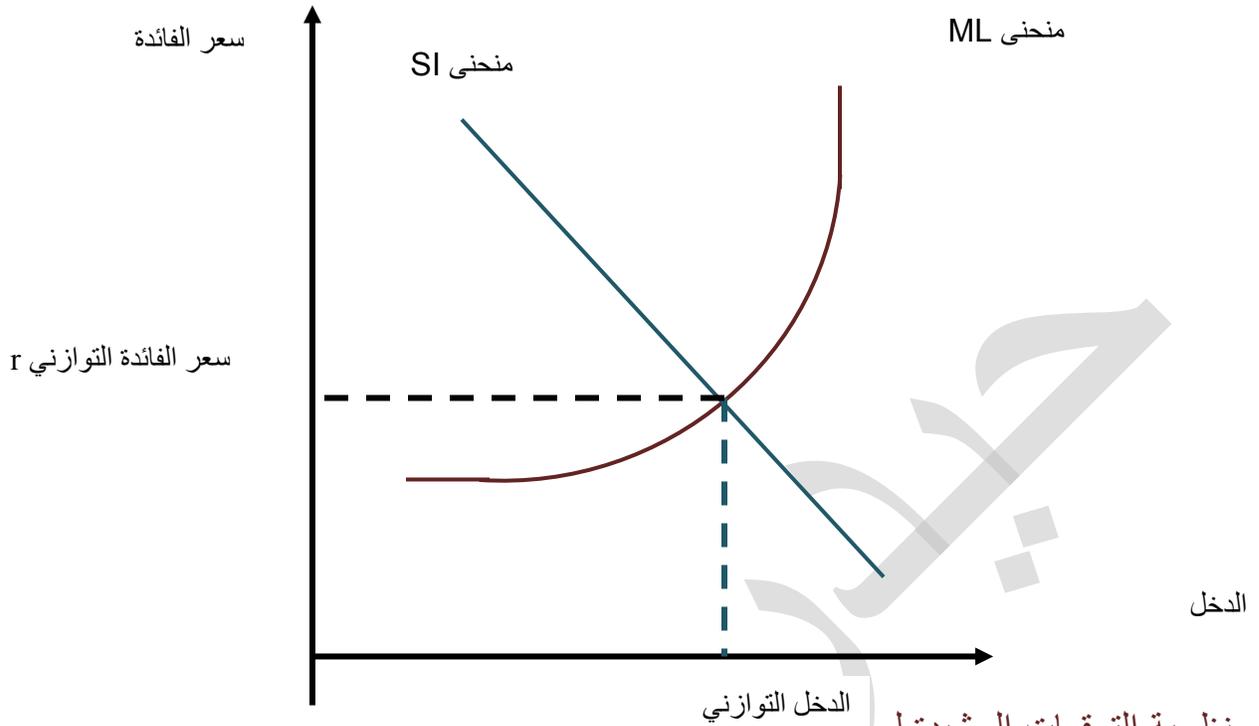
مقارنة ما بين النظرية الكلاسيكية و النظرية الكنزوية :

النظرية الكنزوية	النظرية الكلاسيكية
------------------	--------------------

1- تنظر له كونه الثمن الذي يدفع مقابل عدم الاكتناز (التنازل عن السيولة) .	1- تنظر النظرية هنا لسعر الفائدة كثمن لعد الانفاق (الادخار)
2- ترى النظرية امكانية الاحتفاظ بالنقود للاكتناز فقط	2- تطلب النقود هنا لأساسا لأغراض الاستثمار
3- أخذت بالاعتبار جانب عرض النقود و دوره في تحديد سعر الفائدة .	3- أهملت عرض النقود و دوره في تحديد سعر الفائدة .
4- وضحت النظرية كيف يصبح الادخار دالة في سعر الفائدة	4- أهملت النظرية العلاقة بين الادخار و سعر الفائدة .
5- اعتبرت النظرية ان مستوى الدخل غير ثابت و التوظف الكامل هو حالة غير مستقرة .	5- افترضت النظرية ثبات الدخل عند مستوى التوظف الكامل .
6- تركز على التوازن في سوق النقود .	6- تركز على التوازن في القطاع الحقيقي .

4- نظرية سعر الفائدة الحديثة :

- جمعت ما بين نظرية الارصدة النقدية و بين التفضيل النقدي (أي جمعت ما بين العوامل النقدية و العوامل الحقيقية) .
- تسمى أحيانا بالنظرية الكنزية الحديثة .
- محددات سعر الفائدة في هذه النظرية هي دالة الادخار و دالة الطلب على الاستثمار و دالة الطلب على النقود و دالة كمية عرض النقود .
- يتحدد سعر الفائدة التوازني عندما يحدث التوازن في القطاع الحقيقي (السلعي) و القطاع النقدي .
- يتحقق التوازن عندما تساوي الارصدة النقدية التي يحتفظ بها الافراد كنقود سائلة مع كمية النقود المعروضة و أيضا عندما الادخار = الاستثمار .
- منحنى SI يمثل توازن القطاع الحقيقي في الاقتصاد و ذلك عندما تتساوى الاضافات مع المسحوبات في الاقتصاد (الادخار = الاستثمار) .
- يمكن تعريفه بأنه توليفات بين الدخل و سعر الفائدة و يتم تحريكه باستخدام السياسات المالية .
- يمثل منحنى ذو ميل سالب للدلالة على العلاقة العكسية بين الدخل و سعر الفائدة و أي نقطة عليه تحقق شرط التوازن في السوق الحقيقي (السلعي) الادخار = الاستثمار .
- منحنى ML يمثل توازن القطاع النقدي و عنده يتساوى الطلب على النقود مع عرضها .
- يمثل منحنى ذو ميل موجب للدلالة على العلاقة الطردية بين سعر الفائدة و الدخل .
- أي نقطة عليه تحقق التوازن في السوق النقدي و يتم تحريكه باستخدام السياسات النقدية .
- يتشابه مع منحنى التفضيل النقدي في وجود 3 مناطق فيه (المنطقة الكلاسيكية – والمنطقة العادية – و المنطقة الكنزية)



5- نظرية التوقعات الرشيدة لسد

- طورت نظرية الاموال المخصصة للاقراض بحيث يضم منحنى طلب و عرض الاموال المخصصة للاقراض ليس فقط الفعلي و لكن المتوقع أيضا .
- تفترض النظرية أن توقعات الافراد توقعات عقلانية لانها تستند على معلومات وافية عن الاوضاع الاقتصادية و الاسواق المالية .
- تفترض أيضا أن رجال الاعمال قادرين على التوصل لتنبؤات صحيحة بالنسبة لسعر الفائدة في المستقبل و كذلك تشخيص و تصحيح الاخطاء السابقة التي قد تحصل لأسباب عشوائية .
- تقوم على اساس كفاءة الاسواق المالية و النقدية في فهم و استيعاب المعلومات الجديدة و التي قد تؤثر في سعر الفائدة .
- تفترض النظرية مرونة سعر الفائدة للتغيرات و لا يمكن لسعر الفائدة أن يبتعد كثيرا عن سعر الفائدة التوازني نظرا لئن المتعاملين في الاسواق المالية سوف يصححون توقعاتهم و من ثم يعود سعر الفائدة لوضع التوازن
- التنبؤ بسعر الفائدة في هذه النظرية يتطلب معرفة مجموعة من التوقعات الحالية و أي معلومات أخرى جديدة قد تؤثر في أسعار الفائدة أو أسعار الاوراق المالية .
- المعلومات الماضية ليس لها دور في هذه النظرية و يتركز سعر الفائدة هنا على التوقعات المستقبلية .

الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية :

1. لم توضح النظرية كيف سيتوصل الافراد الى توقعاتهم للمستقبل و بالتالي فان النظرية غير قابلة للاختبار الاحصائي .
2. تفترض النظرية توفر المعلومات لكل المتعاملين في الاسواق الماليتمو بتكلفة منخفضة وهذا غير صحيح واقعا .
3. تفترض النظرية بعد النظر و العقلانية لدى الافراد و هذا أيضا موضوع يصعب التأكد من صحته احصائيا .
4. قد تنطبق هذه النظرية في سوق السندات الحكومية لكن تقريبا تطبيقها على الاسواق المالية الاخرى يكاد يكون مستحيلا .

السياسات النقدية في ظل نظريات الطلب على النقود المشهورة .

أولاً – السياسة النقدية و التحليل الكلاسيكي :

تبعاً للنظرية الكمية الكلاسيكية فهي تركز الاهتمام بالسياسة النقدية من خلال تأثيرها و قدرتها على التحكم في كمية النقود المعروضة (كمتغير مستقل) و بالتالي يمكن التأثير في المستوى العام للأسعار كمتغير تابع و تنحصر مسؤولية السلطات النقدية هنا في التأثير على كمية النقود المعروضة هذا بالإضافة الى أن النقود هنا ليست سوى وسيط للتبادل .

ثانياً – السياسة النقدية في النظرية الكينزية :

أهتم كينز بالسياسات النقدية أكثر من السياسات المالية و أكد فعاليتها في كونها مساعدة للسياسات المالية . أدخل كينز التغيرات في سعر الفائدة في حسابه و تأثير ذلك على الطلب الكلي و استقرار الاسعار . اهتم كينز بالوظائف الأخرى للنقود و حدد دافع المضاربة و قرر ما يلي :
زيادة عرض النقود تؤدي الى انخفاض سعر الفائدة و من ثم زيادة الاستثمار و التي سوف تدفع الطلب الكلي للزيادة بالشكل الذي يضمن علاج حالات الركود الاقتصادي .
و يتم اللجوء الى تقييد عرض النقود لأحداث التأثير العكسي في حالات التضخم .

ثالثاً – السياسة النقدية في اطار نظرية كمية النقود :

تفيد هذه النظرية أن تغير مية النقود بنسبة ما يؤدي الى تغير الاسعار بنفس النسبة
و أن كمية النقود * سرعة دورانها = قيمة الناتج القومي النقدي .
و بالتالي فان التغير في المستوى العام للأسعار يمكن علاجه عن طريق التحكم في عرض النقود