

اسعار الفائدة قصيرة الاجل كأداة للسياسة النقدية

أ.م.د. صبحي حسون عباس
كلية الادارة والاقتصاد/قسم الاقتصاد
الجامعة المستنصرية

المقدمة:

ان السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف مدارة من قبل المصرف المركزي ضمن الاطار العام للسياسة الاقتصادية. والاساس الهام لتحقيق نمو اقتصادي مستدام هو وجود معدل تضخم منخفض. ولدعم هدف التضخم المنخفض، فقد يتم اختيار سعر صرف ثابت. ان سعر الصرف الثابت يقلل من امكانية استخدام السياسة النقدية، مثلاً، لادارة الطلب ومستوى معدلات الفائدة، الذي لا يكون متلائماً مع التدفقات المتوازنة للعملة، من الصعوبة ان يكون مستدام، واي انحرافات في هذا الصدد تؤدي فوراً الى ممارسة الضغط على سعر الصرف.

والتدخلات في سوق العملات من قبل المصرف المركزي يمكن ان تعمل على استقرار سعر الصرف في الاجل القصير. فالمصرف المركزي يشتري أو يبيع العملات الاجنبية مقابل العملة المحلية للمحافظة على سعر صرف معين. وهذه التدخلات تتضمن تدفق العملات الى الداخل والى الخارج، وتؤثر بمستوى الاحتياطيات المتاحة من الصرف الاجنبي.

وفي ظل اجل اطول، تتطلب المحافظة على سعر صرف ثابت معين تعديلات في معدل الفائدة. فعند الاخذ بنظر الاعتبار وجود سعر صرف ثابت معين، فان المهمة الاساسية للسياسة النقدية هي دعم سياسة سعر الصرف. وطبقاً لذلك، فان الهدف النقدي المهيمن هو المحافظة على الثقة بسعر الصرف الثابت. ولهذه الغاية، يجب ان يعدل فارق معدل الفائدة مع بقية العالم لدعم استقرار سعر الصرف، وتحقيق تدفقات متوازنة للعملة.

ويمثل سلم معدل الفائدة نظام من الشروط المحددة سلفاً بشأن الافتراض من المصرف المركزي والاياداع لديه. ويوضح السلم مجموعة من معدلات الفائدة، التي يطبقها المصرف المركزي عن طريق توجيه الافتراض المصرفي. والمعدل الحدي المطبق من قبل المصرف المركزي يؤثر بصورة مباشرة بالمعدل المتعلق بمعاملات القروض قصيرة الاجل في سوق التعامل ما بين المصارف، وكذلك يؤثر بمعدلات الفائدة السائدة في السوق النقدية. وطبقاً لذلك، فان سلم معدل الفائدة هو اداة من ادوات السياسة النقدية.

وفي ظل السياسة النقدية المتبعة، ومن المفترض ان يكون المصرف المركزي قادراً على التأثير برصيد الموجودات السائلة، والتي هي ببساطة حقوق القطاع الخاص على المصرف المركزي (النقود الورقية والمعدنية) مضافاً اليها ارصدة المصارف لدى المصرف المركزي.

وكل من المصارف والجمهور يحتاجان الى الموجودات السائلة لاداء مدفوعاتهم الجارية. ويبرز تأثير المصرف المركزي من كونه يحدد معدل الفائدة، الذي يعرض عنده

الاموال السائلة. ومعدل الفائدة هذا، سوية مع التوقعات بشأن مستواه المستقبلي، تعد من العناصر الاساسية المحددة للمستوى العام لمعدلات الفائدة في الاقتصاد.

ويعرف معدل الفائدة هذا، احياناً، بانه معدل الفائدة الحدي. ويستخدم المصرف المركزي سلم معدل الفائدة لتحديد مستوى المعدل الحدي، ومن ثم تحديد معدل الفائدة السائد على الاقتراض لليلة واحدة (قصير الاجل جدا)، ومعدل الفائدة على الاقتراض ما بين المصارف.

وفي هذا النظام، يضمن المصرف المركزي بان يكون عرض الموجودات السائلة من مصادر اخرى بشكل معين بحيث يتحتم على المصارف ان تقترض (أو تودع) الى حد معين بحيث ان الفائدة التي تدفعها (أو تستلمها) تمثل المعدل الذي يرغب المصرف المركزي بتحديدده في سوق الاقتراض لليلة واحدة.

فمثلاً، لتخفيض معدل الفائدة الحدي، يقوم المصرف المركزي برفع عرض الموجودات السائلة، بحيث ان المصارف تحتاج الى الاقتراض اقل (أو لديها فائض كبير يمكن ايداعه) وفقاً لشروط سلم معدل الفائدة.

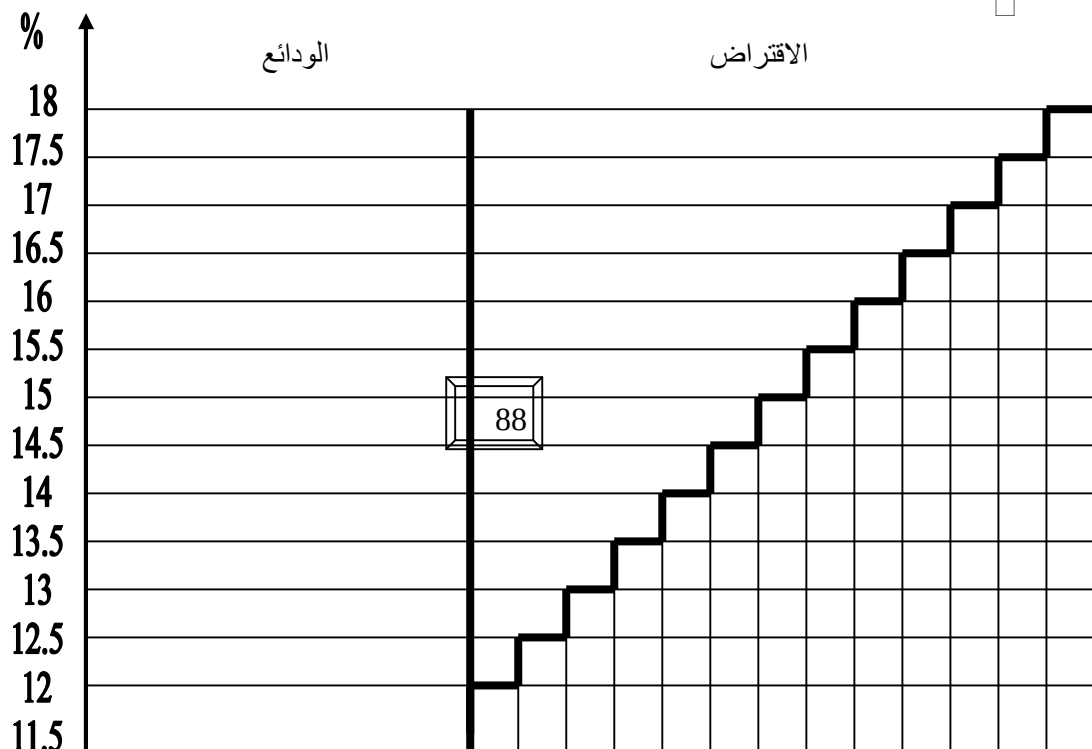
وفي هذا البحث ، نحاول توضيح مفهوم سلم معدل الفائدة، كيفية تطبيقه، ثم نخرج على اهم التعديلات التي طرأت عليه، ليضحى كاداة ناجعة للسياسة النقدية.

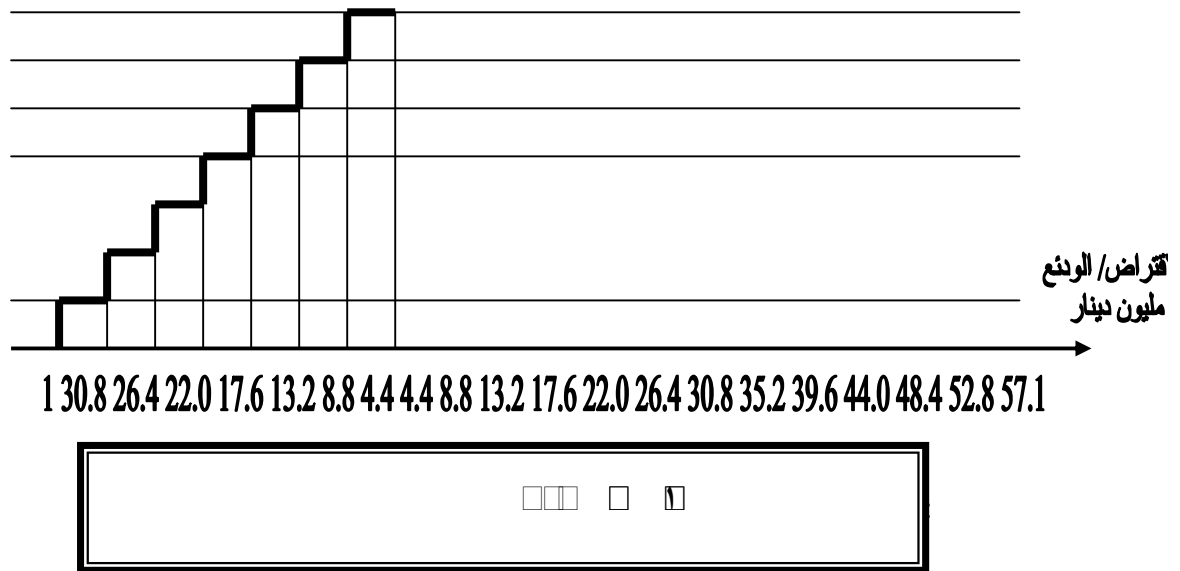
مفهوم السلم وكيفية تطبيقه

ان التحكم بمعدل الفائدة من قبل المصرف المركزي يعتمد اساساً على الاستحقاقات قصيرة الاجل. ونظام التحكم يعتمد على سلم معين لمعدل الفائدة، مع وجود شروط محددة سلفاً للودائع المصرفية اليومية لدى المصرف المركزي والاقتراض منه.

و يحدد السلم لكل مصرف بوجود خطوات معينة تتناسب مع قاعدته أو وعائه الراسمالي. ومع ذلك، فان حاصل جمع هذه السلالم هو الذي يستخدمه المصرف المركزي للسيطرة على معدلات الفائدة السائدة في السوق النقدية. (١)

وبهذا السلم، يرتفع معدل الفائدة المفروض من قبل المصرف المركزي مع ارتفاع مستوى الاقتراض المصرفي. ويبدأ معدل الفائدة على الاقتراض عند (٢%) مثلاً ويرتفع بمقدار (٠.٥) نقطة مئوية لكل خطوة على السلم، لغاية معدل فائدة يبلغ (٨%) مثلاً، كما هو موضح بالشكل ادناه.





Source: Ann Westman Markensson, The Interest Rate Scale, Sveriges Riskbank, Quarterly Review, Stockholm, 2-1999, P.13.

وينخفض معدل الفائدة على الودائع لدى المصرف المركزي بشكل مماثل، طالما ان المبلغ المودع يزداد. وابتداءً بمعدل (١١.٥%)، فان معدل الفائدة على الودائع ينخفض (٠.٥) نقطة مئوية لكل خطوة على السلم، الى حد ادنى معين يبلغ (٨%) مثلاً، والذي يكون عنده المبلغ المودع من قبل النظام المصرفي غير محدد/ كما هو واضح في الشكل اعلاه.

فلو فرضنا ان المصرف المركزي قرر بان يكون المعدل الحدي (١١%)، فان هذا المعدل تقابل الخطوة الثانية على جانب الودائع من السلم، اي على ودائع يبلغ اجماليها ما بين (٤.٤) و (٨.٨) مليون دينار، كما هو موضح بالشكل اعلاه.

وابتداءً من تقدير الطلب على الموجودات السائلة، ومعرفة المصادر الاخرى لعرض السيولة، فان المصرف المركزي، الذي يحصل على هذه المعلومات من كشف ميزانيته، يمكن ان يحسب مقدار السيولة المطلوب عرضها أو سحبها، لتوليد فائض معين في هذا المدى. وعندئذ، يكون معدل العائد الحدي على الموجودات السائلة للمصارف ١١% وهذا المعدل يحدد معدل الفائدة السائد على الاقتراض لليلة واحدة ما بين المصارف. (٢)

ومن الشكل اعلاه، يلاحظ ان السلم يوضح مجموعة من المعدلات الحدية التي يمكن ان يستخدمها المصرف المركزي عن طريق السيطرة أو التحكم بالسيولة في النظام المصرفي، ومن ثم بمستوى الودائع المصرفية لدى المصرف المركزي، أو الاقتراض منه.

ويعدل السلم سنوياً وفقاً للتغيرات في قواعد أو اوعية راس المال للمصارف. والمقدار الذي يسمح للنظام المصرفي بان يودعه، أو يقترضه، عند كل خطوة على السلم هو ثابت للسماح بتحقيق اهداف المصرف المركزي بفعالية. (٣)

ان شروط الاقتراض بما يتجاوز الخطوة الاعلى على السلم محددة من قبل المصرف المركزي. وهكذا، فان المعدل الاعلى على السلم لا يمثل الحد الاعلى للمعدل الذي قد يفرضه المصرف المركزي. واحتمالية فرض معدل حدي معين يتجاوز المعدل الاعلى على السلم هي احتمالية كبيرة، خصوصاً عندما يكون الموقف النقدي تقييدي بشكل غير اعتيادي. (٤)

وفي مثل هذا الظروف، يجب ان يكون المصرف المركزي قادراً على القيام بتعديلات كبيرة في سعر الصرف بفترة قصيرة.

والمعدل الحدي المستخدم من قبل المصرف المركزي يؤثر بشكل مباشر بمعدل الفائدة على الاقتراض قصير الاجل في سوق التعامل ما بين المصارف. ومعدل الفائدة على الاقتراض لليلة واحدة هو متأثر بالمقام الاول، الا ان المعدل الحدي يمارس تأثيراً على المعدلات المفروضة على استحقاقات اطول اجلاً في كل من سوق التعامل ما بين المصارف، وفي السوق النقدية. (٥)

العوامل المحددة لإيداع واقتراض النظام المصرفي

ان المدى الذي يمكن عنده للنظام المصرفي ان يودع لدى المصرف المركزي، ويقترض منه، محدد بمجموعة من العوامل.

و يعرض كشف ميزانية مبسط للمصرف المركزي نقطة البداية للانطلاق نحو دراسة الآثار المترتبة على الاقتراض الصاف من قبل المصارف، اي الفرق بين ودائعها لدى المصرف المركزي والاقتراض منه. (٦)

المطلوبات	الموجودات
حسابات خاصة	احتياطي الصرف الاجنبي (FX)
(SA)	الاوراق المالية الحكومية (GS)
العملات الورقية والمعدنية	الاقتراض الداخلي كدين محلي (NDO ₁)
(NC)	الاقتراض الداخلي كدين محلي (NDO _b)
الاقتراض الداخلي كدين محلي	(B ₁)
(NDO _b)	الاقتراض للمصارف
الودائع من المصارف	
(B _b)	

ان الاقتراض من قبل النظام المصرفي من المصرف المركزي يتمثل بما يلي:-

الاقراض للمصارف ((B₁) - الودائع من المصارف (B_d)

$$=B_1 - B_d$$

$$= (SA + NC + NDO_b) - (FX + GS + NDO_1)$$

ومن ذلك ينتج بان التغير في اقتراض النظام المصرفي من المصرف المركزي هو :

$$\Delta (SA + NC + NDO_b) - \Delta (FX + GS + NDO_1)$$

وطالما ان :

١- التغير في احتياطات الصرف الاجنبي (FX) = التدفق الصاف للعملة + الاقتراض الحكومي الصاف من الصرف الاجنبي .

٢- التغير في الاوراق المالية الحكومية (GS) + التغير في الاقتراض المحلي من المصرف المركزي (NDO₁) = التغير في الدين المحلي الممول من قبل المصرف المركزي.

التغير في الدين المحلي الممول من قبل المصرف المركزي = التغير في الدين المحلي الكلي - التغير في الدين المحلي الممول من قبل السوق.

التغير في الدين المحلي في السوق = اصدارات السوق المحلية من الاوراق المالية الحكومية + حالات الاقتراض الاخرى في السوق المحلية- الدين المحلي المستحق في السوق +/- عمليات السوق المفتوحة من قبل المصرف المركزي.

وهكذا فان الموقف الصاف للمصارف لدى المصرف المركزي يتاثر بالمفردات التالية:-

(- = اقتراض، + = ايداع)

+/- التدفق الصاف للعمليات

+ متطلبات الاقتراض الحكومي

اصدارات السوق المحلية

اقتراضات اخرى من السوق المحلية

+ الدين المحلي المستحق في السوق

+/- حسابات خاصة

+/- العملات الورقية والمعدنية

ان المفردات التي تتقلب اكثر هي ايضا ذات اهمية كبيرة بالنسبة للتغيرات اليومية في الاقتراض المصرفي من المصرف المركزي. والمفردات التي يمكن تحديدها هي : تدفق

الصرف الاجنبي، متطلبات اقتراض الحكومة اليومية، واقتراضها الصاف في السوق.

و يحدث تدفق العملة الى الداخل عندما يشتري المصرف المركزي العملة الاجنبية من مصرف ما مقابل العملة المحلية. والعرض المتزايد من العملة المحلية في المصارف يخفض حاجتها للاقتراض من المصرف المركزي.

وتزداد السيولة في النظام المصرفي ايضا بفعل قيام الحكومة باداء مدفوعات تفوق عائدها الجاري، وكذلك بفعل استحقاق دفع الديون الحكومية، لان الحكومة تسعى لا برام

اتفاق مع المصرف المركزي للحصول على تمويل قصير الاجل.(٧)

وكذلك الحال، فان زيادة العائد لدى المصارف واقتراض الحكومة من المصرف المركزي يجعل المصارف اقل اعتماداً على الاقتراض من المصرف المركزي.

وابتداءً من التوقعات اليومية للمصرف المركزي بشأن الاقتراض من قبل النظام المالي، فإنه يقوم بعمليات السوق المفتوحة لتعديل متطلبات الاقتراض، بحيث ان النظام المالي يهبط الى الخطوة المقصودة في سلم معدل الفائدة.(٨)

والتقنيات المستخدمة من قبل المصرف المركزي في هذا الصدد هي:-

١- اتفاقيات اعادة الشراء واعادة الشراء المعكوس repos & reversed repos .

٢- الائتمانات المعروضة/ الودائع المعروضة.

٣- معاملات سوق الودائع.

٤- الشراء أو البيع المباشر للاوراق المالية الحكومية.

ان الاداة الأكثر شيوعاً من هذه الادوات هي اتفاقيات اعادة الشراء واعادة الشراء المعكوس. ففي ظل اي اتفاقية لاعادة الشراء، يقوم المصرف المركزي بشراء الاوراق المالية في السوق وفقاً لعقد معين، لاعادة بيع الموجودات بتاريخ مستقبلي معين. وخلال فترة الاتفاقية، يضاف هذا الى السيولة في النظام المصرفي، ومن ثم تخفيض الحاجة للاقتراض من المصرف المركزي.

وفي ظل اي اتفاقية لاعادة الشراء المعكوس، يبيع المصرف المركزي الاوراق المالية لاعادة الشراء بموعد مستقبلي معين. وهذا الامر يخفض السيولة في النظام المصرفي، ويوسع الاقتراض المصرفي من المصرف المركزي. وتخصيص السيولة بواسطة اتفاقيات اعادة الشراء واعادة الشراء المعكوس يجري من خلال عملية تقديم العطاءات tendering . وهكذا تعد اتفاقيات اعادة الشراء واعادة الشراء المعكوس من الادوات الاساسية التي يستخدمها المصرف المركزي للتأثير بعرض الموجودات السائلة، طالما انه يمكنه عن طريقها ان يعرض / يسحب السيولة عن طريق شراء / بيع الاوراق المالية الحاملة للفائدة على اساس القيام بالبيع/ الشراء مرة اخرى بعد عدد معين من الايام (عموماً يوم أو يومين ، واحياناً تطول الى اسبوع واحد).

وتوزيع الموجودات السائلة في ظل اتفاقيات اعادة الشراء مرتب من قبل مقدم العطاء، وهو عادة ما يكون المصارف، التي تقدم هذه العطاءات الى المصرف المركزي. وللتأثير بالسيولة عبر مدة اطول، يضيف المصرف المركزي اتفاقيات اعادة الشراء / اعادة الشراء المعكوس الى الائتمانات/ الودائع المقدمة بالعطاءات، والتي تعمل، من حيث المبدأ، بنفس الطريقة.

اما الائتمانات والودائع المعروضة، فهي ترفع وتخفيض السيولة، على التوالي، بنفس الطريقة التي تقوم بها اتفاقيات اعادة الشراء واعادة الشراء المعكوس بذلك.

وهذه التقنية مستخدمة فقط عندما تكون السيولة عالية أو منخفضة لفترة مطولة، ويكون عرض الاوراق المالية غير كاف لاتفاقيات اعادة الشراء واعادة الشراء المعكوس. وهنا ، يستخدم تقديم العطاء ايضاً لتخصيص الحصص quotas .

اما في سوق الايداع، فيمكن ان يعمل المصرف المركزي بشكل ثنائي، اي اما لرفع أو تخفيض السيولة في النظام المصرفي. وطبقاً لذلك ، يمكن ان تستخدم هذه الاداة للبحث على اجراء تعديلات في السيولة المصرفية، وتكون مفيدة، خصوصاً في حالة الفروقات الكبيرة بين تنبؤات المصرف المركزي والاقتراض الفعلي من قبل النظام المصرفي.

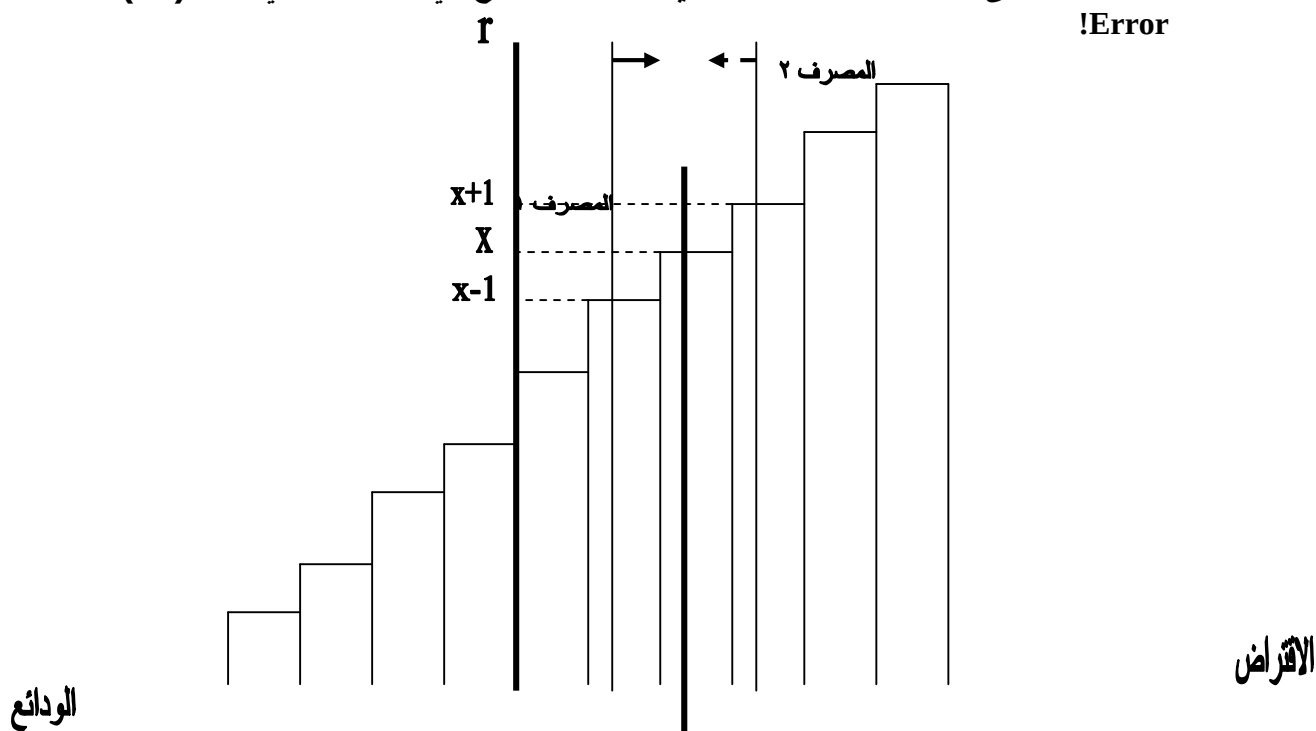
والمشتريات أو المبيعات المباشرة من الاوراق المالية الحكومية، بدون اتفاقيات اعادة الشراء

مستخدمة اساساً ليس للتاثير بالسيولة بقدر التاكيد على اجراء تغيير كبير في المعدل الحدي، في ظل موقف معين ويتضمن وجود ضغط مكثف على سعر الصرف.

سوق التعامل ما بين المصارف وتحديد معدل الفائدة

ان اي مصرف له امكانية اقتراض أو ايداع الاموال لدى المصرف المركزي، وكما ذكرنا سابقاً، يجري تحديد سلم معين لمعدل الفائدة بالنسبة لكل مصرف. وطالما ان حاجة اي مصرف للايداع لدى المصرف المركزي، أو الاقتراض منه، تختلف من يوم لآخر، ففي حالة انعدام المعاملات ما بين المصارف، فان هذه الاختلافات اليومية تؤدي الى قيام المصارف بالايدياع لدى المصرف المركزي، أو الاقتراض منه، عند معدلات حدية مختلفة، وهنا يجعل سلم معدل الفائدة من المربح للمصارف استخدام سوق التعامل ما بين المصارف للعمل على مساواة الفروق النسبية في سيولتها. فالمصارف ذات السيولة الكبيرة نسبياً يمكن ان تقترض اموال اضافية من المصرف المركزي، وتقرض الفائض بمعدل اعلى للمصارف ذات الاحتياطات الصغيرة، وبتلك الوسيلة، تتمكن الاخيرة من تجنب الاقتراض من المصرف المركزي بمعدل حدي مرتفع. (٩)

ومعدل الفائدة الذي يسود هو محدد، اساساً، بالمعدل الحدي الذي يعتقد السوق بان المصرف المركزي يتجه للمحافظة عليه. وبسبب حالة عدم اليقين بخصوص نوايا المصرف المركزي في هذا الخصوص، فان معدل الفائدة السائد ما بين المصارف بشأن الاقتراض لليلة واحدة هو اعلى نوعاً ما من المعدل الحدي، كما هو موضح في الشكل البياني ادناه. (١٠)



الشكل (٢) : سوق التعامل ما بين المصارف

□

□

Source: Lars Hørngren, The Riksbank's New Interest Rate Management System, Sveriges Riksbank, Quarterly Review, Stockholm, 2-1994, P.40.

من ملاحظة الشكل اعلاه ، افترض ان المصرف المركزي يتجه لوضع النظام المصرفي على الخطوة (X) بالمئة من سلم معدل الفائدة، ويتصور السوق بان هذه هي الحالة السائدة. افترض ايضا بان النظام المصرفي يتالف من مصرفين، وان معاملتهما في يوم معين، في حالة انعدام الاجراءات الاخرى، تجعل المصرف (١) يقترض عند معدل حدي يبلغ (X-1) بالمئة، والمصرف (٢) يقترض بمعدل (X+1) بالمئة، كما هو موضح في الشكل اعلاه.

وفي هذا الموقف، يكون من المربح للمصرف (١) زيادة اقتراضه من المصرف المركزي، بحيث ان معدله الحدي يرتفع الى (X) بالمئة، ويقترض الاموال الاضافية للمصرف (٢) في سوق التعامل ما بين المصارف بمعدل اعلى . وبذلك الوسيلة يمكن تخفيض اقتراضه من المصرف المركزي.

ولتبرير الاقتراض المتزايد من المصرف المركزي، فان المصرف (١) سيطلب المعدل (X) بالمئة كمعدل سائد في سوق التعامل ما بين المصارف، مضافاً اليه مكافأة معينة مقابل عدم يقين السوق بشأن نوايا المصرف المركزي. واي معدل اقل مما يجب دفعه (بعكس ذلك) للمصرف المركزي سيكون مقبولاً بالنسبة للمصرف (٢).

وبهذه الطريقة ستعمل المعاملات ما بين المصارف على ازالة الفوارق النسبية في متطلبات الاقتراض المصرفي ، وتؤدي عادة الى قيام كل مصرف بالاقتراض أو الايداع عند نفس المعدل الحدي في نهاية اليوم، وطبقاً لذلك، فان المعدل الحدي المستخدم من قبل المصرف المركزي له تاثير مباشرة على المعدل المطبق على المعاملات قصيرة الاجل الحاصلة ما بين المصارف، والمعدل السائد ما بين المصارف بخصوص الاقتراض لليلة واحدة overnight. وطالما ان المصرف المركزي يعمل على التأثير بتدفقات العملة، فان العامل الهام هو اثر المعدل الحدي على الاستحقاقات الاطول اجلاً. فبواسطة المعدل الحدي، يعمل المصرف المركزي اساساً على التأثير بالمعدلات السائدة على استحقاقات تتراوح ما بين ثلاثة الى ستة اشهر في السوق النقدية. (١١)

فان تغير في المعدل الحدي يعمل على توجيه معدل الفائدة على حوالات الخزينة بنفس الاتجاه، لانه يؤثر بكلف التمويل المتوقعة للمصارف. والاثـر على المعدل السائد على حوالات الخزينة هو محدد اساساً من خلال تصور السوق عن امد بقاء المعدل الحدي الجديد.

وعموماً كلما كان الـامد المتوقع للمعدل الحدي الجديد اطول ، والاستحقاق الذي نحن بصددده اقصر، كلما كان اثر المعدل الحدي على معدل الفائدة على حوالات الخزينة اقوى. (١٢) وهذا التفسير يوضح قيام المصرف المركزي احياناً برفع المعدل على حوالات الخزينة من فئة ثلاثة اشهر بغية ابطال تدفق العملة للخارج. والزيادة في المعدل على حوالات الخزينة يمكن ان تعكس تصور السوق الذي يؤكد على ان الزيادة المرافقة في كلف التمويل تسود لفترة قصيرة نسبياً فقط.

السمات التطبيقية للسلم في تنفيذ السياسة النقدية

هناك عدد من السمات العملية لسلم معدل الفائدة ، والتي تسهل عملية تنفيذ السياسة النقدية وسنتناول بالتحليل مقتضب هذه السمات : (١٣)
 أولاً:- ان مستوى المعدل الحدي ليس متأثر مباشرة بالتغيرات المحدودة في السيولة. وعادة ما يقوم المصرف المركزي بتكوين تنبؤات عن متطلبات اقتراض النظام المصرفي، الا ان هذه التنبؤات عادة ما تحمل شيء من عدم اليقين. ولان حجم الخطوة على السلم هو متكيف او متغير وفقا لمقدار الانحرافات الطبيعية في التنبؤات ، فان السلم له وظيفة ترسيخية، اي انه يعمل على اشاعة الاستقرار.

ثانياً:- السلم يمكن المصرف المركزي (بدون الاعلان عن مستوى جديد لمعدلات الفائدة) من رفع أو تخفيض المعدل الحدي للاقتراض أو الايداع المصرفي، كاستجابة أو تكيف للاتجاه السائد في المعدلات السوقية. ويمكن ان يختار المصرف المركزي ايضا الاعلان عن مستوى جديد بوضوح. وبذلك الوسيلة يعطي السوق اشارة واضحة بشأن النوايا المتعلقة بسياسة السيولة.

ثالثاً:- وما هو اكثر اهمية ، هي توفير مجموعة من معدلات الفائدة المحددة سلفاً لاجل تنفيذها مباشرة. ويكون هيكل السلم مقررأ من قبل مجلس ادارة المصرف المركزي، بينما تتخذ القرارات اليومية بشأن المعدلات الحدية من قبل المحافظ، ضمن حدود معينة. وهذا يمكن المصرف المركزي من ابداء ردود افعال معينة حسب احداث السوق بشكل اسرع، ويعدل معدلات الفائدة بواسطة المعدل الحدي.

التغيرات التي طرات على سلم معدل الفائدة

خضع سلم معدل الفائدة لتعديلات عديدة، على الرغم من ان آليته الاساسية لم تتغير. ان التعديل الرئيسي كان يتمثل بالانخفاض التدريجي في ارتفاع كل خطوة، من (٢) نقطة مئوية الى (٠.٥) نقطة مئوية، كما في الشكل (١)، ومن ثم الى (٠.٢٥) نقطة مئوية. وبينما جعل هذا بالامكان تعديل معدل الفائدة بمقادير صغيرة جداً، فان سلم معدل الفائدة لا يزال يلزم المصرف المركزي على القيام بالتعديلات في الخطوات الثابتة.

والسمة الاخرى لنظام سياسة الفائدة السابقة كانت تتمثل بالتركيز على المعدل الحدي. وكانت اتفاقيات اعادة الشراء ذات استحقاقات قصيرة الاجل. وكانت معدلاتها محكومة بمعدل الفائدة الحدي المعلن عنه. وهذا الامر ولد قيوداً على المرونة المطلوبة، وكان ذلك يعني ان للمصرف المركزي معدل فائدة واحد فقط، ويمكن له بالاعتماد عليه ان يظهر خياراته بشأن الموقف من الفائدة. (١٥)

ان مسوغات التعديلات تمثلت بضرورة وجود نظام جديد لادارة معدلات الفائدة قصيرة الاجل في السوق النقدية، بحيث يمكن تعديل معدلات الفائدة بخطوات اصغر وبمرونة اكبر حتى في مجالات اخرى. ويأتي هذا التقدير من عاملين اساسيين هما :

أولاً:- ان التوجه الى اسعار الصرف المرنة، جعل من الملازم اجراء تعديلات في معدلات الفائدة ففي ظل نظام سعر الصرف الثابت، يعمل سعر الصرف كهدف وسيط، وتكون سياسة الفائدة عندئذ محددة بالكامل من قبل الحاجة للمحافظة على تدفقات العملة بحالة توازن. ان التعديلات المميزة والكبيرة نسبياً قد تكون عندئذ ملائمة، طالما ان غرضها الأساسي هو تحديد سعر الصرف وتعزيز القدرة على الدفاع عنه.

ومع وجود سعر الصرف المرن، فليس هناك هدف وسيط مقابل. وبدلاً من ذلك، يكون للسياسة النقدية هدفاً واضحاً يتمثل في حماية استقرار الاسعار على المدى الطويل. وبموجب هذه الظروف، يجري تنفيذ السياسة النقدية في ضوء التقديرات، المحددة وفقاً لمجموعة من المؤشرات، عن التطورات الاقتصادية العامة والضغوط التضخمية.

والنهج التدريجي في سياسة معدل الفائدة هو، في الغالب، ملائم، بسبب الأهمية الاستراتيجية للتوقعات. فعندئذ، يمكن تفحص السياسة ازاء اتجاهات مختلف المؤشرات، ويمكن إعادة تقديرها على نحو مستمر أكثر في ضوء المعلومات الجديدة. وفي هذه الحالة، قد يكون تعديل معين في الفائدة يبلغ ٠.٢٥ نقطة مئوية، كحد أدنى، كبيراً جداً.

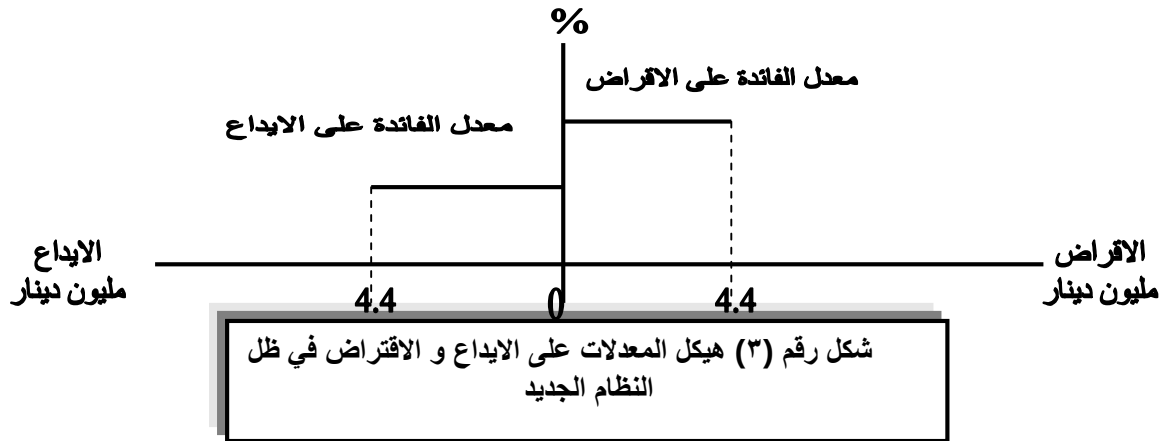
ثانياً:- مع حصول انخفاض عام في معدلات الفائدة، فإن التعديلات بنقاط مئوية معينة تصبح أكبر نسبياً، فمثلاً ان أي انخفاض معين بمقدار ٠.٢٥ نقطة مئوية من مستوى معين يبلغ ٧% مثلاً هو ليس الشيء نفسه من مستوى يبلغ ٩.٧٥% مثلاً.

بينما قد يكون انخفاض أكبر في ارتفاع خطوات السلم، مثلاً الى ٠.١٠ نقطة مئوية، قد يكون معقول أو ممكن من الناحية الفنية، الا انه من الناحية التطبيقية غير ملائم. فمن استقراء تجارب بعض الدول، وكذلك الاعتماد على الحقيقة القائلة بان المعدل السائد على الاقتراض ما بين المصارف لليلة واحدة يكون عادة أكبر من المعدل الحدي، نلاحظ بان هذا يعرض للخطر اداء سوق الاقتراض لليلة واحدة.

وبدلاً من قيام المصارف بموازنة السيولة على نحو مشترك فيما بينها، فهي تقوم بالاقتراض من المصرف المركزي أو الإيداع لديه.

المبادئ الأساسية للنظام الجديد

يعتمد النظام الجديد، كسلفه، على آجال الفائدة على الودائع لدى المصرف المركزي والاقتراض منه، الا ان دور هذه الاجال اقل هيمنة مما هو من قبل. وبدلاً من وضع سلم لمعدل الفائدة بعدد كبير من الخطوات، فإن المصرف المركزي يحدد الان فقط معدل واحد للإيداع ومعدل واحد للاقتراض، كما هو موضح في الشكل ادناه: (١٧)



Source : BIS,AnnualReport,Basle 2003 , P.23.

وعند ادخال هذا النظام الجديد، كان هناك فارق يبلغ ١.٥ نقطة مئوية بين المعدل على الإقراض والمعدل على الإيداع. واحدى التفسيرات المقدمة للنظام الجديد هو ان المصرف المركزي ازال جميع الخطوات، ماعدا خطوة واحدة على جانب الإيداع، وخطوة واحدة على جانب الإقراض، وزيادة ارتفاع الخطوة ما بين الجانبين الى ١.٥ نقطة مئوية، بينما كان ٠.٥ في سلم الفائدة السابق (انظر الشكل ١). الا ان عمق الخطوتين المتبقيتين بقي الشيء نفسه، كما هو الحال في سلم الفائدة السابق (بما يكافئ ٤.٤ مليون دينار للنظام المصرفي ككل (انظر الشكل ١).

وتسهيلات الإيداع والإقتراض هي محددة ما بين المصارف - كما في سلم الفائدة - طبقاً لمقياس حجمها (يدعى الأساس لحساب الفائدة). وطبقاً لذلك ، يكون لكل مصرف تسهيل للإيداع والإقتراض بما يكافئ ٤% من أساسه لحساب الفائدة.(١٨) فإذا تجاوز اي مصرف التسهيل الممنوح له بخصوص الإقتراض، بشكل مؤقت ، فان المصرف المركزي يفرض فائدة على المقدار الزائد بمعدل معين يبلغ حالياً نقطة مئوية واحدة اكثر من المعدل المفروض على الإقراض.

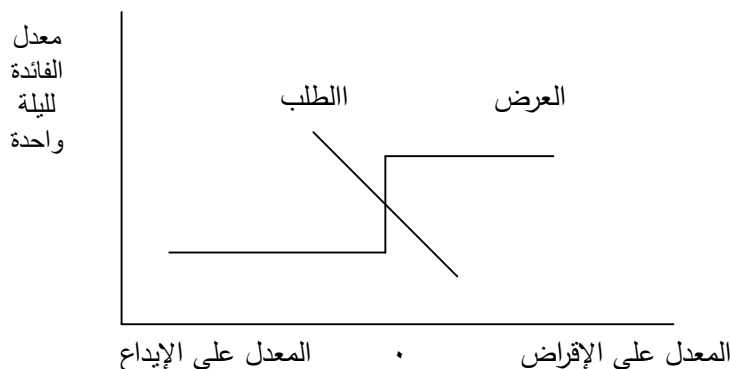
وبشكل مماثل تكسب الودائع،التي تكون اكثر من ٤% من الأساس لحساب،الفائدة فائدة معينة بمقدار نقطة مئوية واحدة اقل من المعدل الجاري على الودائع.

ومن وجهة نظر المصرف، يمكن ان يقال بان النظام يتالف من اربعة خطوات. والخطوات الاضافيتان موجهتان اساساً للاحتفاظ بالحافز للمصارف، كل منها على انفراد، لكي تشترك في سوق الإقتراض لليلة واحدة.

وهكذا تدار السيولة من قبل المصرف المركزي بقصد المحافظة على النظام المصرفي باكماله ضمن المدى ما بين ٤.٤ مليون دينار في مجال الودائع و ٤.٤ مليون دينار في مجال الإقراض (انظر الشكل ١) ، بحيث يجري معدل الفائدة لليلة واحدة في الرواق corridor المحدد من قبل المعدل على الودائع والمعدل على الإقراض.

ففي الاجل القصير ، يمكن ان يحدد المصرف المركزي مستوى السيولة ، وكذلك حاجة المصارف للإيداع لدى المصرف المركزي ، او الإقتراض منه ، لان الطلب على النقد غير

حساس نسبيا ازاء معدلات الفائدة في الاجل القصير ، و كذلك طلب المصارف على القروض من المصرف المركزي ، كما هو موضح في الشكل ادناه :



الشكل (٤) رواق معدل الفائدة المحدد من قبل المصرف المركزي

Source : Deutsche Bank, Current Issues, Frankfurt, 7 June 2003, P.11

□.

و السبب الاخر لكون الاقتراض المصرفي من المصرف المركزي غير حساس نسبيا ازاء معدلات الفائدة هو ان المصرف المركزي قد يجعل متطلبات الاحتياطي صفرا. و اذا طلب من المصارف الاحتفاظ بمستوى معين من الودائع النقدية لدى المصرف المركزي ، كمتوسط لفترة معينة ، فهي يمكن ان تستخدم هذه الودائع لمواجهة التقلبات المؤقتة في موقف السيولة لديها .

و بالنسبة لادارة معدل الفائدة ، فهذا يعني بان التحول في مستوى السيولة خلال عمر اتفاقية معينة لاعادة شراء repo * ، بسب حصول زيادة في الانخفاض في احتياطات الصرف الاجنبي مثلا، يضع النظام المصرفي بحاجة الى تسهيلات الايداع / الاقتراض . و هذا يعكس الكلفة الحدية للمصارف ، مما يجعل معدل الفائدة لليلة واحدة ينخفض / يرتفع داخل رواق معدل الفائدة كما هو موضح في الشكل اعلاه .

ولتجنب مثل هذه التقلبات في معدل الفائدة لليلة واحدة ، يلجأ المصرف المركزي الى تحديد التغيرات في حاجة المصارف لاستخدام تسهيلات الايداع / الاقتراض خلال عمر اتفاقية معينة لاعادة الشراء و هذه العملية تتخذ شكل ودائع مصرفية عند معدل الفائدة على اتفاقية اعادة الشراء**

* اتفاقيات اعادة الشراء : هي اتفاقيات لشراء / لبيع الاوراق المالية ، و من ثم بيع / شراء

هذه الاوراق ثائية بموعد مستقبلي معين .

**** لتجنب تحفيز المصارف على تقديم عطاءات بشأن اتفاقيات اسبوعية لاعادة الشراء، ففي مجال التطبيق ، يقوم المصرف المركزي باللجوء الى معدل الفائدة على اتفاقية اعادة الشراء مضاف اليه / ناقصا منه (١٠) نقاط قاعدية .**

وهكذا يكون المعدل على الوحدة الحدية من السيولة في النظام المصرفي نفس المعدل على الودائع أو المعدل على الاقراض . فاذا كانت السيولة بحالة معينة بحيث ان متطلبات الاقتراض تدنو من الصفر ، فان كل من هذا المعدل والمعدل السائد على الاقتراض لليلة واحدة قد يتقلب طبقاً لذلك من يوم لآخر .(١٩)

ان التغير الاساسي هو ان هذا المعدل (نظير المعدل الحدي في النظام السابق) لم يعد الاداة الرئيسية للسياسة فيما يخص ادارة معدل الفائدة قصير الاجل. وبدلاً من ذلك ، يركز المصرف المركزي على المعدلات السائدة ما بين المصارف والتي هي اطول اجلاً من المعدل السائد على الاقتراض لليلة واحدة. وهذا ما يتحقق عن طريق اعطاء دور جديد ورئيس لاتفاقيات اعادة الشراء. وهكذا حل المعدل على اتفاقية اعادة الشراء محل معدل الفائدة الحدي كداة رئيسية للسياسة على المدى القصير.

ان السمات الرئيسية للنظام هي ملخصة بما يلي : (٢٠)

ان اتفاقيات اعادة الشراء (اتفاقيات اعادة الشراء المعكوس) يجري ممارستها مرة بالاسبوع ويجري اختيار محتوى اتفاقية اعادة الشراء للوصول الى المستوى المرغوب من السيولة (بالمدى ما بين ٤.٤ مليون دينار - ٤.٤ مليون دينار) وهكذا تستمر اتفاقيات اعادة الشراء بكونها الاداة الرئيسية للتأثير بالسيولة المصرفية. ولكن طالما ان استحقاق اتفاقيات اعادة الشراء هو مطول (عادة ما يكون اسبوعين) ، فان المعدل على اتفاقية اعادة الشراء لم تعد محددة فقط بالمعدل على الودائع أو المعدل على الاقراض. وبدلاً من ذلك فان هذين المعدلين يشكلان رواق او مسار corridor يجري ضمنه المعدل على اتفاقية اعادة الشراء. كما يتضح في الشكل السابق)

ويمكن ان تتضح سمات النظام اكثر في الحالة التي يختار فيها المصرف المركزي عرض اتفاقية معينة لاعادة الشراء بمعدل ثابت معين . وهذا ما يحصل عن طريق اشارة المصرف المركزي الى المستوى - في الرواق ما بين المعدل على الايداع والمعدل على الاقراض - الذي يرغب عنده عرض اتفاقية اعادة الشراء.

وهذا يمكن المصرف المركزي من تغيير المعدل على اتفاقية اعادة الشراء بالخطوات (النقاط القاعدية) الخاصة باختياره، الذي يتخلص من المشكلة محل المنافسة اعلاه الخاصة بالارتفاع الثابت للخطوات على سلم معدل الفائدة ويمكن ان يعطي المصرف المركزي اشارات حكيمة بشأن المستوى المرغوب لمعدلات الفائدة.

ويحدد مستوى اتفاقية اعادة الشراء بالنسبة الى الموقف الجاري للسيولة طبقاً للمبادئ الملخصة اعلاه. وطبقاً لذلك تقيد اتفاقيات اعادة الشراء ذات المعدل الثابت دور المصارف بتحديد المستويات التي ترغب باكتسابها عند المعدل المشروط (المتعهد به أو المتعاقد عليه). ويعطي النظام الجديد المصرف المركزي الخيار بابرام اتفاقيات اعادة الشراء بمعدلات متغيرة (وليست ثابتة). وهذا يتضمن عرض مستوى معين ينقسم ما بين المصارف طبقاً

لعطاءاتها وعندئذ يمكن للمصارف ان تصنف عطاءاتها وتشير الى المستويات التي تطلبها عند معدلات مختلفة.

المصارف، والتي تتأثر بتقديراتها لتحركات معدل الفائدة قصير الاجل خلال فترة اتفاقية اعادة الشراء.

والاختيار بين المعدل على اتفاقية اعادة الشراء ذات المعدل الثابت والمتغير يعتمد على موقف السوق، وتقدير المصرف المركزي للحاجة الى تحديد اهداف سياسة الفائدة. فإذا اريد تغيير السيولة كثيراً في المدى ما بين اتفاقيتين لاعادة الشراء، أو اريد لمعدلات الفائدة قصيرة الاجل السائدة في السوق (المتضمنة المعدل السائد على الاقتراض لليلة واحدة) ان تظهر اشارات على التقلب غير المرغوب، فان المصرف المركزي، كما هو سابقاً، يكون في موقف معين - مثلاً عن طريق استخدام اتفاقيات اعادة الشراء أو معاملات الايداع ذات الاستحقاق اقل من اسبوع واحد- يتحتم عليه القيام فيه بتعديل السيولة والعمل على تحقيق استقرار معدلات الفائدة.

اتخاذ القرار في ظل النظام الجديد

يشترط قانون المصرف المركزي بان تكون اجال الودائع والاقتراض المتأثرة بالسياسة النقدية محددة من قبل مجلس ادارة المصرف المركزي. وبالتالي يتحدد رواق معدل الفائدة الجديد من قبل مجلس الادارة.

وفي ظل عمل ذلك، يقال بان المجلس يضع اطار موضوعي لسياسة معدل الفائدة . وتتخذ قرارات السياسة ضمن هذا الرواق، المتضمن المعدل على اتفاقية اعادة الشراء، من قبل محافظ المصرف المركزي على اساس الخطوط الارشادية للسياسة النقدية، التي تم الاتفاق بشأنها مع المجلس.(٢١)

وهذا الترتيب يمكن المصرف من الاشارة الى الاتجاه الجاري للسياسة النقدية على نحو مستمر اكثر، مع عرض اشارات على تغييرها. ويمكن ان يتغير المعدل على اتفاقية اعادة الشراء (ويفهم من قبل السوق) بفترات اسبوعية.

ووسط ذلك، يمكن للمصرف المركزي، اذا اعتبر ذلك ممكناً، بان يتدخل للتأثير بالسيولة ومعدلات الفائدة في اجل اقصر . وهذه الاجراءات تتخذ بواسطة اتفاقيات اعادة الشراء و المعاملات الاخرى، التي هي ضمن الصلاحيات القانونية للمحافظ، والتي تهدف الى توجيه معدلات الفائدة السوقية (بدلاً من معدل معين مرتبط مع اجال الودائع لدى المصرف المركزي والاقتراض منه)، ويجري تحقيق درجة عالية من المرونة في ادارة معدل الفائدة قصيرة الاجل، وهكذا يمكن ان تتخذ اجراءات السياسة النقدية في اي يوم من الاسبوع، ولو ان الاهتمام يتجه الى التركيز على يوم معين محدد ليكون اليوم الذي تعلن فيه عادة اتفاقيات اعادة الشراء.

ملاحظات استنتاجية

ان سلم معدل الفائدة، كمستوى جاري للمعدل الحدي، اسهم بوضوح في استقرار معدل الفائدة على الاقتراض لليلة واحدة في معظم الدول.

وبالإضافة الى ذلك، كانت المصارف قد اثارت بحث موضوع تقدير الموقف الجاري للسيولة، والتعديلات التي ادخلت على سلم معدل الفائدة جعلت النظام الجديد يعمل اساساً بالمعدل على اتفاقية اعادة الشراء، مما جعل المعدل السائد على الاقتراض لليلة واحدة يتغير، من حيث المبدأ، ما بين المعدل على الودائع والمعدل على الاقتراض (في اول الامر بمقدار ١.٥ نقطة مئوية)، وربما يؤدي التغير الى زيادة التغير في المعدلات السائدة على الاقتراض لليلة واحدة على المدى القصير. وضحى من الضروري ان تقوم المصارف بالتنبؤ بالسيولة الكلية في النظام المصرفي.

ومن الجهة الاخرى، ربما ستكون معدلات الفائدة السائدة على الاقتراض ما بين المصارف لاجل اطول نوعاً ما - خصوصاً في مدى الاستحقاق لاتفاقيات اعادة الشراء التابعة للمصرف المركزي- اكثر استقراراً مما هو من قبل.

وهذه التقديرات مدعومة من قبل تجارب الدول ذات الانظمة المتماثلة. وليس من الواضح كيف يجب تقييم اثار التقلب في معدلات الفائدة المختلفة.

ومن الواضح ان التحركات في هامش معدلات الفائدة الاقصر اجلاً قد تستمر ولذلك فان التغير المتزايد في معدل الفائدة السائد على الاقتراض لليلة واحدة من غير المحتمل ان يكون له اي اثار سلبية.

وبالإضافة الى ذلك، عندما تحسن المصارف تنبؤاتها عن السيولة، فان التغير في معدل الفائدة على الاقتراض لليلة واحدة ربما سينخفض.

□

الهوامش والمصادر

- 1- Ann Westman Martenssaon, The Interest Rate Scale , SVERIGES RIKSBANK, Quarterly Review, Stockholm, 2-1992, p.13.
- 2- Lars Horngren, The Riksbank's New Interest Rate Management System, SVERIGES RIKSBANK < Quarterly Review, Stockholm , 2-1994, p.40.
- 3- Ann Martensson, op. cit , p.14.
- 4- Lars Horngren, op.cit., p.41.
- 5- IMES, IMES Discussion paper Series, Monetary and Fiscal Policy in the European Union , Bank of Japan, Tokyo, No E-16 2002, p.3.
- 6- Norges Bank, Financial Stability, Bank of Norway, Oslo 2-2002, p.12.

- 7- IMES, OP. Cit. , p.6.
- 8- Ann Martensson , Op . cit., p.16.
- 9- Deutsche Bank , Current Issues, Frankfurt, 7 June 2004, p. 3.
- 10- Lars Horngren, op. cit., p.43.
- 11- European.Central Bank, Market Morement, Working Paper Series Frankfurt, Jan 2003, No 212, p.11.
- 12- Ia Caixa,Monthly Report , Barcelona, May 2004.p.11.
- 13- Norges Bank, Economic Bulletin, 4-Dec. 2003, p.9.
- 14- Ann Martensson , OP.Cit., p.17.
- 15- Lars Horngren, OP. Cit, P44.
- 16- BIS, Annual Report, Basle , 2003, p.23.
- 17- Ibid, p.24.
- 18- IMF, Interest Rate, WWW.im.forg.
- 19- Ia Caixa, op Cit., p.15.
- 20- Ann Martensson, op. Cit , p.17.
- 21- Ia Caixa , Op Cit., p.46.
- 22- Lars Horngren, OP, Cit., p.46.