

تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي (الحالة الأردنية)

The Effects of Financial liberalization on Monetary Policy and the Money Multiplier (The Jordanian Case)

نزار العيسى

Nizar El-Isa

قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة جرش الأهلية، الأردن

بريد الكتروني: drmazarelissa@hotmail.com

تاريخ التسليم: (٢٠٠٥/١١/١٢)، تاريخ القبول: (٢٠٠٦/٨/٢٩)

ملخص

بما أن التحرير المالي لا يزال يتوسع وينتشر في أقطار العالم فقد أصبح من المهم أن نتابع تأثيراته في دراساتنا العلمية العلمية وخاصة بالنسبة للأقطار النامية التي تختلف ظروفها المالية عن الدول المتقدمة. يستهدف هذا البحث توضيح تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية وأدواتها أولاً وعلى المضاعف النقدي ثانياً، نظرياً وعملياً، بالاستفادة من تجربة الأردن الغنية في هذا المجال من خلال متابعة ومقارنة التطورات التي حصلت في الفتره التي سبقت التحرير المالي بالفتره التي تلتها وتوصلت الى الاستنتاجات التاليه: (١) تعمق القطاع المصرفي والمالي في الأنشطة الاقتصادية مع ملاحظ ارتفاع حصة القطاع الخاص من الائتمان المحلي. (٢) ارتفاع حجم الائتمان المحلي الكلي بمعدلات متميزه ونمو وسائل الدفع بشكل ملحوظ. (٣) ارتفاع عرض النقود بمفهومه الواسع (M2) ومفهومه الضيق (M1) مع تغير تركيبتهما خلال الفتره وتغير سرعة دوران النقود الاجماليه وسرعتها لاغراض التبادل. (٤) نجاح الأردن الى حد كبير في تنفيذ برنامج التحرير المالي الذي استهدف رفع أو تخفيف القيود المفروضه سابقا على القطاع المصرفي والمالي. (٥) نجاح البنك المركزي في اتباع سياسه نقديه توسعية متمثله بارتفاع معدلات زيادة عرض النقود مع المحافظة على استقرار سعر صرف الدينلر الأردني بعد أن تم ربطه بالولار الأمريكي. (٦) تزايد تأثيرات قرب السوق على المضاعف النقدي وبالتالي على العلاقة بين عرض النقود والقاعده النقديه. في ضوء ذلك توصي الدراسه بما يلي: [١] الاستمرار باتباع الأسلوب التدريجي في تنفيذ برنامج التحرير المالي وتوسيع القطاع المصرفي. [٢] استمرار البنك المركزي بالسيطرة على عرض النقود باستخدام شهادات الايداع كأداة في عمليات السوق المفتوحة للسيطرة على القاعده النقديه وتحييد تأثيرات التدفقات الماليه من الخارج على السيولة المحليه وسعر صرف الدينار.

Abstract

Financial Liberalization that started in the 1980's countries to confront monetary policy with several challenges that important to help studying and following it effects especially in LDC'S The Maine purpose of this paper is to investigate the possible effects of financial Liberlization on monetary policy and its instruments. By comparing pre-liberalization period with post liberalization period in Jordan, the following conclusions have been reached. (1) Deepening of the financial and banking sector in the Jordanian economy with an increase in the private sector share in total domestic credit. (2) Substantial increase in total domestic credit and in the use of checks as an instrument of payment. (3) A noticeable increase in both (M1) and (M2) measures of the supply of money in addition to changes in the composition of the supply of money and its velocity. (4) The Central Bank of Jordan was able to maintain a stable foreign exchange rate (anchored to US dollar) with an expansionary monetary policy. (5) Jordan has scored reasonable success in moving from direct instruments to indirect instruments of monetary policy. (6) Market forces have become more effective in monetary policy which is indicated by a significant correlation with the money multiplier. In view of the above, study recommends that the Central Bank does the following: [1]. To continue the gradual expansion of financial liberalization. [2] To keep control of the supply of money by using deposit certificates in controlling the monetary base and domestic liquidity.

المقدمة

بعد انهيار النظام النقدي الدولي المسمى بنظام برتن وودز عام ١٩٧٢ وتعويم أسعار صرف العملات الرئيسية (الدولار الأمريكي، الباون الإنكليزي، الين الياباني والمارك الألماني)، ظهرت حاجة ملحة لتحرير القطاع المالي من القيود المفروضة عليه في الدول الصناعية. حيث بدأت دولة تلو الأخرى بتخفيض هذه القيود أو إلغائها بهدف تمكين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من التكيف للتغيرات الحاصلة في النظام النقدي الدولي وخصوصاً للتقلبات في أسعار

صرف العملات وزيادة المخاطر الناتجة عن ذلك وصولاً إلى تحقيق الكفاءة في استخدام التدفقات الرأسمالية والادخارات والذي يعتبر الهدف الرئيسي للتحريك المالي (EI-) (Issa, 2002, p4-7) حيث يعرف "التحريك المالي" بأنه أي إجراء أو قرار يهدف إلى جعل النظام المالي أكثر استجابة لتغيرات قوى السوق وجعل السوق أكثر تنافسية. وهذا يعني أن التحريك المالي يمكن أن يتضمن الإجراءات التالية (Eken, 1997, p1-7)

- تحرير أسعار الفائدة من القيود المفروضة عليها.
- تخفيف القيود على تعامل البنوك التجارية بالأوراق المالية.
- تقليل استخدام أدوات التدخل المباشر وزيادة استخدام أدوات التدخل غير المباشر في إدارة السياسة النقدية.
- رفع أو تقليل الحواجز على المشاركة الأجنبية في أسواق المال الوطنية.
- السماح باستخدام أدوات مالية جديدة كالسندات الصفرية Zero-Coupon Bond أو السندات الصادرة بعملة أجنبية أو أية أداة مستحدثة أخرى.
- أي إجراء يؤدي إلى زيادة التنافس في القطاع المالي وتشجيع دور القطاع الخاص فيه بما في ذلك الاتجاه نحو خصخصة القطاع العام.
- رفع القيود على سوق الصرف الأجنبي وبالتحديد على حركة رأس المال من وإلى البلد سواء بالنسبة لحركة رأس المال الناتجة عن التجارة الدولية أو حركته الناتجة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

إن التحريك المالي بمضامينه المذكورة أعلاه وضع السياسة النقدية أمام تحديات كثيرة ومتنوعة منذ بدأت الدول الصناعية الكبرى بالتوجه نحو ذلك في أوائل الثمانينات من القرن الماضي. لذا فقد خضعت تأثيرات التحريك المالي على السياسة النقدية إلى العديد من البحوث والدراسات النظرية والتطبيقية وتركزت بشكل خاص على العوامل المؤثرة على فاعلية هذه السياسة وأدواتها (IMF, 1995, p105-107)

ولكن التحريك المالي الذي بدأ في الدول الصناعية الكبرى امتد فيما بعد إلى الدول النامية. ورغم الاختلاف البين بين المجموعتين من الدول في درجة تطور أسواقها المالية وحجم التعاملات فيها، فإن الهدف هو واحد: تحسين الأداء الاقتصادي من خلال تعبئة الادخارات ورفع كفاءة استخدامها وتقوية النظام المالي وتطوير الأسواق المالية نحو الأفضل لخدمة أهداف الاقتصاد الوطني. لذا من المهم أن نتعرف ونتابع في دراساتنا العلمية تأثيرات هذا التطور الذي لا يزال يتوسع وينتشر في أقطار العالم ولو بدرجات متفاوتة.

ولعل أهم تأثير للتحريك المالي هو أن قوى السوق، وبالأخص أسعار الفائدة، صارت تلعب دوراً أكبر في تلائم عرض الائتمان والطلب عليه ومن ثم يفترض أن تصبح متغيراً أكثر فاعلية

في التأثير على سلوك الجمهور والوسطاء الماليين وبالتالي يصبح سلوكهم أكثر تأثراً على المضاعف النقدي، وهو المتغير المعروف الذي يربط بين القاعدة النقدية Monetary Base وعرض النقود. ومن هنا تنشأ أهمية البحث في تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي استناداً إلى الفرضية أن التغيرات التي تحصل في توجهات السياسة النقدية، وبالتحديد التحول التدريجي للمصاحب للتحرير المالي من استخدام أدوات التدخل المباشر إلى استخدام أدوات التدخل غير المباشر، لا بد أن تؤدي إلى تغيرات في العوامل المؤثرة في المضاعف النقدي الذي تعتمد عليه العلاقة بين القاعدة النقدية وعرض النقود وبالتالي فاعلية أدوات السياسة النقدية.

إن الهدف الرئيسي من هذا البحث هو تحديد تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية بشكل عام أولاً وثم تحديد العوامل المؤثرة على المضاعف النقدي وقياسها كمياً بتطبيق الأساليب الإحصائية المتعارف عليها بالنسبة للأردن ثانياً. ولأجل تحقيق هذا الهدف سيتضمن البحث تحليلاً نظرياً وعملياً للعلاقات التي تقع في مجال تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي من خلال مقارنة فترة ما قبل التحرير المالي وبعده شاملاً بالتحديد ما يلي:

١. استعراض عام للتطورات التي حصلت في النظام المالي والنقدي في الأردن ومؤشرات السياسة النقدية خلال الفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ التي تقع بضمنها فترة التصحيح الاقتصادي.
 ٢. تطور استخدام الأدوات النقدية والأسواق المالية للفترة السابقة للتحرير المالي واللاحقة له.
 ٣. تحليل وصفي إحصائي للتغيرات في عرض النقود والمضاعف النقدي والعوامل المؤثرة فيهما للفترة ١٩٨١-٢٠٠٥.
 ٤. تحليل تطبيقي والذي يتضمن استخدام طريقة المربعات الصغرى في اختبار الأهمية الإحصائية للعوامل المؤثرة في المضاعف النقدي للفترة التي سبقت التحرير المالي والتي تلتها، مع إعطاء التفسير المناسب للنتائج الإحصائية التي تم التوصل إليها.
- وتم نختتم البحث بإعطاء خلاصة له وأهم الاستنتاجات منه أملين بذلك ان تكون الدراسة قد ساهمت مساهمة متواضعة في توضيح تأثيرات التحرير المالي بأسلوب مقارن، لم يسبق أن استخدم في دراسة أخرى، للفترة التي سبقت التحرير المالي بالفترة التي تلتها.

الحالة الأردنية

الأردن هو أحد الاقتصادات الواعدة (Emerging Economies Zaki, 1997, 4thpaper) (Higher Council, 2003) في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تميزت بأدائها الاقتصادي خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وبدأت بتطبيق برنامج للتحرير المالي والاندماج في الاقتصاد العالمي ضمن برنامج شامل للتصحيح الاقتصادي. لذا نستطيع من خلال دراسة تجارب هذه الأقطار أن نتعرف على تأثيرات التحرير المالي على الاقتصاد بشكل عام

وعلى السياسة النقدية بشكل خاص، حيث سنقوم بإلقاء الضوء على التجربة الأردنية في هذا المجال.

إن السياسة النقدية في الأردن كانت ولا تزال موضع اهتمام العديد من الباحثين والعاملين في المجال المالي والنقدي والمصرفي. (السيد علي، ٢٠٠١، ص ٢) (الوزني، ١٩٩٦) وقد تناولت بحوثهم ودراساتهم أوجه مختلفة للسياسة النقدية وبرنامج التصحيح الاقتصادي مع التأكيد بأن الهدف من بحث الحالة الأردنية هنا هو ليس إعطاء تقييم للسياسة النقدية ومدى فاعليتها في تحقيق الأهداف المنشودة منها، وإنما هو القيام بتحليل وتشخيص للمتغيرات التي يمكن أن تنتج عن عملية التحرير المالي وهذا ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات التي سبقتها. حيث سنقدم فيما يلي وصفاً معززاً بالأرقام للتطورات التي حصلت في الجهاز المالي والمصرفي، والسياسة النقدية وأدواتها، وفي عرض النقود والقاعدة النقدية والمضاعف النقدي قبل بدء برنامج التصحيح الاقتصادي وبعده.

١. تطور الجهاز المالي والمصرفي والأسواق المالية^(١):

لقد شهد الأردن تطوراً سريعاً في حجم القطاع المالي والمصرفي خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مما يشير إلى تزايد أهمية هذا القطاع في الاقتصاد الأردني، ففي عقد الثمانينات ارتفع عدد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من (٢٧) عام ١٩٨٠ إلى (٣٥) عام ١٩٨٥ ولكن نتيجة لتأثر الاقتصاد الأردني بالأزمة المالية في أواخر الثمانينات التي أدت إلى فشل عدد من البنوك التجارية والشركات المالية غير المصرفية، انخفض عدد البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى إلى (٣٢) عام ١٩٩٠ ثم إلى (٢٩) عام ١٩٩٢، مع ذلك ازداد عدد الفروع التابعة للبنوك التجارية بشكل خاص والمؤسسات المالية الأخرى إلى أكثر من الضعف خلال نفس الفترة. بحيث انخفض عدد السكان لكل بنك أو فرع من (١٣.٣) ألف نسمة عام ١٩٨١ إلى (١٠.٠) ألف نسمة عام ١٩٩٦ (أنظر الجدول (١) من الملحق الإحصائي). كذلك تضاغت أهمية القطاع بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي حيث ارتفعت نسبة إجمالي الموجودات وإجمالي الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي من (١١٣.٣) بالمائة و(٨٨.٦) بالمائة عام ١٩٨٠ على التوالي إلى (١٦٦.٩) بالمائة و(١٤١) بالمائة على التوالي عام ١٩٩٢. (محيسن، ١٩٩٤، ص ٤٩) كما يبين الجدول رقم (١) من الملحق الإحصائي بوضوح التوسع الكبير الذي حصل في التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة التي ارتفعت من (٧٢١.٣) مليون دينار عام ١٩٨١ إلى (٥١٣٠.٠) مليون دينار عام ٢٠٠٢ مما أدى إلى ارتفاع نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي من (٦٢) بالمائة عام ١٩٨١ إلى (٧٨)

(١) يقصد هنا بالجهاز المالي والمصرفي ما يلي: البنوك التجارية (الأردنية وغير الأردنية) البنوك الاستثمارية، مؤسسات الإقراض المتخصصة والشركات المالية غير المصرفية

بالمائة عام ٢٠٠٢. هذا بالرغم من الأزمة المالية التي مر بها القطاع في أواخر الثمانينات والتي على أثرها باشر الأردن بتطبيق برنامج التصحيح الاقتصادي وبضمنه برنامج التحرير المالي في أواخر عام ١٩٨٨. إلا أن تطبيق البرنامج تعطل بعد ذلك بفترة وجيزة بسبب نشوء حرب الخليج عام ١٩٩٠ وما تبعها من انعكاسات سلبية على الاقتصاد الأردني تضمنت انخفاض سعر صرف الدينار الأردني مما حدا بالسلطات الأردنية إلى تبني برنامج جديد للتصحيح الاقتصادي بعد الحرب وللفترة ١٩٩٢-١٩٩٨ والذي أدى إلى النهوض بالاقتصاد الأردني خلال فترة التسعينات بشكل ملحوظ. ويهمننا أن نشير هنا إلى أحد أهداف البرنامج الجديد الذي ينص على ما يلي:

"أن تلعب السياسة النقدية دوراً مركزياً في تحقيق الأهداف المتنبأة في برنامج التصحيح الاقتصادي حيث تسعى بشكل أساسي إلى تحقيق الموازنة بين نمو النقد والائتمان من جهة والمعاملات الاقتصادية والمالية اللازمة لتنمية الاقتصاد الوطني من جهة ثانية، في ظل ترسيخ مقومات الاستقرار النقدي". (عبد الفتاح، ١٩٩٦، ص ٣٢) وهذه إشارة واضحة إلى أهمية السياسة النقدية في برنامج التصحيح الاقتصادي.

لقد تجسد النهوض في القطاع المالي بعد تبني برنامج التحرير المالي خلال فترة التسعينات بارتفاع نسبة النقود بمفهومها الواسع^(١) (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بفترة ما قبل التحرير المالي أي فترة الثمانينات بشكل ملحوظ، حيث ارتفع متوسط النسبة السنوي من (١٠٤) بالمائة للفترة من ١٩٨١-١٩٨٨ إلى (١١٥) بالمائة للفترة من ١٩٩٣-٢٠٠٢، علماً بأن النسبة تجاوزت (١٢٥) بالمائة في السنوات الثلاث الأخيرة (أنظر الملحق الإحصائي الجدول رقم (٢))، مما يدل على تعمق القطاع المالي في الأنشطة الاقتصادية وتوسع النظام المالي في مجال الوساطة المالية ووسائل الدفع والأسواق المالية.

ففي مجال الوساطة المالية ارتفع حجم الائتمان المحلي الكلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي^(٢) من (٣٤٩٠) مليون دينار عام ١٩٩٣ إلى (٦٥٨٨.٤) مليون دينار عام ٢٠٠٢ أي بزيادة قدرها (٩٠) بالمائة تقريباً في حين ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة (٧٣) بالمائة خلال نفس الفترة (أنظر الملحق الإحصائي الجدول رقم (٣)). والجدير بالملاحظة هنا بأن حصة القطاع الخاص من الحجم الكلي للائتمان قد ارتفعت أيضاً من (٧١) بالمائة عام ١٩٩٣ إلى (٨٠) بالمائة تقريباً عام ٢٠٠٢ إشارة إلى تزايد دور قوى السوق الائتمانية ودعم دور القطاع الخاص في الاقتصاد الأردني في مرحلة ما بعد التحرير المالي.

(٢) يعرف البنك المركزي الاردني:

M_2 = العملة في التداول + ودائع تحت الطلب (بالدينار) + ودائع توفير ولاجل (بالدينار) + ودائع بالعملات الاجنبية.

(٣) يقصد بالجهاز المصرفي؛ البنوك التجارية المرخصة + البنك المركزي الاردني.

كذلك حصل ارتفاع مماثل في وسائل الدفع، فقد شهد الجهاز المصرفي الأردني ارتفاعاً تدريجياً في عدد الشيكات المقدمة للتقاص خلال الفترة ١٩٨١-٢٠٠٢ باستثناء فترة الأزمة المالية ١٩٨٩-١٩٩١ التي مر بها الأردن حيث انخفض عدد الشيكات المقدمة للتقاص نسبياً في هذه الفترة ثم عاد للارتفاع عام ١٩٩٢ ليصل في عام ٢٠٠٢ (٢.٥) ضعف عددها عام ١٩٨١ البالغ (٣٣٨٥.٨) ألف شيك (أنظر الجدول رقم (١) من الملحق الإحصائي) أي بزيادة قدرها (١٥٠) بالمائة. وعند مقارنة فترة ما قبل تطبيق برنامج التحرير المالي بالفترة التي تلتها نلاحظ أن نسبة الزيادة خلال الفترة ١٩٨١-١٩٩١ كانت (٥٠) بالمائة تقريباً ولكنها ارتفعت إلى ما يزيد على (٧٥) بالمائة خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠١. وإذا أخذنا بنظر الاعتبار التحول الذي جرى في وسائل الدفع من الشيكات إلى استخدام النقود الإلكترونية والصراف الآلي خلال فترة التسعينات في الأردن وبخاصة في دفع الأجور والرواتب نستطيع أن نستنتج بأن التطور في وسائل الدفع في الاقتصاد الأردني خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين كان تطوراً ملموساً لا يستهان به مقارنة بالعديد من الأقطار النامية التي لا تزال تستخدم النقد كأداة رئيسة للدفع. مما يدل على تزايد الثقة في الجهاز المصرفي الأردني وتزايد التعامل بالشيكات بالرغم من معاناة الجمهور والجهاز المصرفي منه نتيجة لوجود مشكلة الشيكات المرتجعة والتي تتراوح نسبتها (٥-٦) بالمائة من مجموع عدد الشيكات المقدمة للتقاص سنوياً لنفس الفترة. وقد انعكس التحول من استخدام النقد إلى الشيكات وتزايد الثقة في الجهاز المصرفي بطبيعة الحال بارتفاع لم يسبق له مثيل في حجم الودائع المصرفية بجميع أنواعها، وبشكل خاص في ودائع التوفير ولأجل والتي سنبحثها بتفصيل أكبر عندما نقوم بتحليل التغيرات الحاصلة في عرض النقود (M_2) ومكوناتها لاحقاً.

من جهة أخرى، باستثناء سوق عمان المالي، بقيت الأسواق المالية أقل نصيباً في التطور من الجهاز المصرفي والمالي الذي لا يزال يسيطر عليه عدد قليل من البنوك التجارية رغم التطور الذي حصل فيه. أما سوق عمان المالي فقد سجل تقدماً لا بأس به مقارنة بالأسواق الرأسمالية الأخرى وجاء بالمرتبة الخامسة بين (٤٥) سوق مالية في الأقطار النامية) قياساً بالرقم القياسي للعوائد الكلية في عام ١٩٩٢ (Kumar and El-Erian, 1995) والذي يستند في حسابه إلى قاعدة عريضة من أسهم الشركات العاملة في قطاعات مختلفة أهمها قطاع الصناعة والتأمين والصيرفة والخدمات الأخرى. ولكن بخلاف الأسواق المالية في الأقطار المتقدمة، تسيطر البنوك التجارية المحلية على السوق المالية الأردنية كما يتميز بمشاركة أجنبية ضئيلة. مع ذلك ساهمت جملة عوامل اقتصادية ومؤسسية في تنمية سوق الأسهم خلال فترة التسعينات، أهمها اقتصادياً استقرار الاقتصاد الكلي والتقدم الذي تحقق في تخفيض الدين الخارجي وأعباء خدمة هذا الدين والتوصل إلى علاقات واضحة مع الدائنين الخارجيين بالإضافة إلى تحرير نظام الصرف الخارجي وإعلان الدينار الأردني عملة قابلة للتحويل عام ١٩٩٧. أما العوامل المؤسسية فتتمثل بالقوانين والأنظمة الهادفة إلى تحرير التجارة وحركة رؤوس الأموال من القيود المفروضة عليها سابقاً وبخاصة بالنسبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة وما يتعلق منها بقضايا الملكية وتحويل العوائد والأرباح إلى الخارج.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الجهود لا تزال مستمرة لتطوير سوق رأس المال وزيادة التنافسية من أجل رفع إنتاجية البنوك وتخفيض التكلفة الإدارية. حيث تم بهذا الاتجاه خلال عقد التسعينات تأسيس الشركة الأردنية لضمان القروض بمساهمة البنك المركزي الأردني والتي تهدف إلى تقديم الضمانات اللازمة للمصارف لتغطية مخاطر قروضها الممنوحة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بالحرفيين والمهنيين وتطبيق برنامج لضمان ائتمان الصادرات، كما تم تأسيس شركة مساهمة عامة لإعادة تمويل الرهن العقاري الثانوي بدفع من قبل البنك المركزي أيضاً من أجل توفير التمويل متوسط وطويل الأجل للمصارف التجارية وتمكينها من إقراض عملائها للأغراض الإسكانية. هذا بالإضافة إلى السياسة التي تبناها البنك المركزي حديثاً في تشجيع البنوك العربية المعروفة بسمعتها الجيدة في الأسواق المالية والمصرفية الدولية والإقليمية للتواجد في السوق الأردني وبالتالي المنافسة فيه (طوقان، ٢٠٠٣).

٢. تطور السياسة النقدية وأدواتها

منذ تأسيس البنك المركزي الأردني عام ١٩٦٤ مرت السياسة النقدية وأدواتها بمرحلتين رئيسيتين تفصل بينهما الأزمة المالية التي حصلت في الاقتصاد الأردني عام ١٩٨٩ والتي على أثرها تبني الأردن برنامج التصحيح الاقتصادي والذي تضمن أيضاً برنامجاً للتحرير المالي. والمهم هنا أن نبين التوجهات الجديدة في هذه السياسة والتغيرات التي حصلت عليها نتيجة لذلك، والتأكيد ابتداءً أن هذه التغيرات لم تحصل دفعة واحدة وإنما نفذت تدريجياً على مدى عدة سنوات تمشياً مع المراحل المقترحة من قبل صندوق النقد الدولي (IMF, 1996, P82) لذا سنستعرض فيما يلي تطور السياسة النقدية وأدواتها قبل برنامج التصحيح وبعده (زغلول، ١٩٩٦، ص ١٦٥) لإعطاء صورة متكاملة عن التغيرات التي استحدثت ضمن برنامج التحرير المالي.

في أي بلد كالأردن يعاني من أنواع ثلاثة من العجز: (العجز في الميزانية العامة، والعجز في ميزان المدفوعات، والعجز في الموارد المتمثل بالفجوة بين الادخار والإنفاق الاستثماري)، أقل ما يمكن أن يقال عن السياسات الاقتصادية وبخاصة السياسة النقدية هو أنها تحتاج إلى كفاءة عالية من أجل تحقيق أهدافها والتي يمكن إجمالها بهدف رئيس عام ورد في قانون البنك المركزي لعام ١٩٧١ ألا هو "الحفاظ على الاستقرار النقدي"، وقد ترجم هذا الهدف عملياً بالحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار الأردني وقابليته على التحويل وما يتطلبه ذلك من ضمان عدم ارتفاع الأسعار (معدلات التضخم) ألا بحدود (طوقان، ٢٠٠٣) منخفضة بحيث لا تؤثر سلباً على سعر صرف العملة الوطنية. وهذا ليس بالشيء الغريب في أغلب الأقطار النامية التي تمثل المستوردات نسبة عالية من ناتجها المحلي^(٤) حيث يعتبر أي انخفاض في سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى دليل ضعف نقدي واقتصادي بالنظر لتأثيراته السلبية على المستوى العام للأسعار وبالتالي على القدرة الشرائية للعملة الوطنية وعلى الإنفاق الاستهلاكي

(٤) بلغت نسبة المستوردات السلعية للاردن مثلا (٥٣.٣) بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي (GDP) لعام

٢٠٠٣ حسب احصائيات البنك المركزي الاردني.

والاستثماري بشكل عام.

لقد اتسمت السياسة النقدية والائتمانية قبل تطبيق برنامج التصحيح الاقتصادية في الفترة ١٩٨٠-١٩٨٩ بسمّة التوسعية، بهدف معالجة حالة الركود الاقتصادي التي كان يمر بها الاقتصاد الأردني في تلك الفترة بعد فترة الانتعاش الاقتصادي خلال عقد السبعينات. وقد أخذ الاتجاه التوسعي في السياسة النقدية شكل تزايد سريع بالسيولة المحلية حيث ارتفع مقياس النقود بالمعنى الواسع (M_2) من (١١٧٩.٩) مليون دينار عام ١٩٨١ إلى (٢٩٧١.١) مليون دينار عام ١٩٨٩ أي بزيادة قدرها (١٥٠) بالمائة كما شهد عقد الثمانينات تغيراً جذرياً في توزيع الائتمان بين القطاع الخاص والقطاع العام حيث بدأ الائتمان الخاص يتنازل بعد عام ١٩٧٩ نسبة إلى كمية النقود بالمعنى الواسع يقابله تزايد سريع في الائتمان العام الممنوح من قبل الجهاز المصرفي وقد لجأت الحكومة الى الائتمان لتمويل العجز في الميزانية العامة والتعويض عن الانخفاض الكبير الذي حصل في المنح والمساعدات الأجنبية وخاصة في النصف الثاني من عقد الثمانينات مما أدى إلى ارتفاع الديون على الحكومة بنسبة (١٣٠) بالمائة في عام ١٩٨٧ وبنسبة (٥٠) في عام ١٩٨٨ (Chauffour, 1996, p34) وبالنظر لاختلاف طبيعة الإنفاق العام الذي يركز على البنى التحتية للاقتصاد بشكل خاص، عن الإنفاق الخاص الذي يركز على الإنتاج السلعي والخدمي، ساهم التحول الائتماني من القطاع الخاص إلى القطاع العام في تدهور الوضع الاقتصادي والنقدي تمثل في ارتفاع ملحوظ في معدل التضخم الذي وصل إلى (٢٥.٦) في المائة عام ١٩٨٩ بالرغم من حالة الركود الاقتصادي العام مما جعل معدل النمو الاقتصادي الحقيقي يتراجع بنسبة (١٣.٤) كما تمثل في انخفاض سعر صرف الدينار تجاه الدولار الأمريكي بحوالي (٣٥) في المائة وتزايد العجز في ميزان المدفوعات مع نضوب احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية وتزايد أعباء المديونية الخارجية التي ارتفعت إلى نسبة (١٨٠.٦) بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، كما ارتفع معدل خدمة هذا الدين إلى (٢٠.٢) بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. وبإضافة إخفاق بعض البنوك التجارية وتعثرها تدهور الوضع المالي إلى حالة من الارتباك والفوضى مما اضطر البنك المركزي لاتخاذ إجراءات سريعة وحاسمة لإنقاذ البنوك المتضررة نتيجة لذلك وتعطل برنامج التحرير المالي لغاية عام ١٩٩٢. وتضمنت هذه الإجراءات ضخ (٤٠٠-٥٠٠) مليون دولار بشكل تسهيلات ائتمانية للبنوك المتعسرة لمساعدتها في تسديد التزاماتها الأجنبية وتلبية طلبات السحب من المودعين (Chauffour, 1996, p38) والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار.

لقد اعتمد البنك المركزي في تنفيذ سياسته النقدية خلال فترة الثمانينات على الأدوات التي يستطيع التحكم بواسطتها بشكل مباشر في عملية تنظيم الائتمان المصرفي الممنوح من المصارف إلى قطاعات الاقتصاد الوطني كتحديد السقوف الائتمانية ونسب السيولة التي يجب أن تحتفظ بها المصارف وتحديد أسعار الفائدة على الودائع الادخارية والتسهيلات الائتمانية. هذا بالإضافة إلى الأدوات النقدية المتعارف عليها وأهمها نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي وسعر إعادة الخصم. وبما أن السياسة النقدية اتسمت بطابع توسعي في تلك الفترة فقد عدلت هذه الأدوات جميعها باتجاه زيادة السيولة المصرفية وتشجيع منح القروض المحلية بما في ذلك

تخفيض السقوف على الأرصدة الأجنبية التي تحتفظ بها المصارف في الخارج، تخفيض أسعار الفائدة على القروض المصرفية وودائع التوفير ولأجل، وتسهيل التوسع بمنح الائتمان على الصادرات. كما قام البنك المركزي عام ١٩٨٧ بتخفيض نسبة الاستثمار في أسهم الشركات العامة من (١٥) إلى (٩) بالمائة من رأس المال والاحتياطيات التي كان يفرضها على البنوك التجاري، كذلك خفض النسبة المئوية من الودائع تحت الطلب في البنوك التجاري التي يجب أن تحتفظ بها بشكل سندات حكومية من (٩) إلى (٥) بالمائة وثم قام بإلغائها لاحقاً (Chauffer, 1996, p36)

إن الفترة ١٩٨٩-١٩٩٢ التي أعقبت الأزمة المالية كانت في الواقع فترة انتقالية بالنسبة للنظام النقدي الأردني من نظام يتبع أساليب التدخل المباشر إلى نظام يعتمد على أدوات التدخل غير المباشر والذي يتطلبه برنامج التحرير المالي (IMF, 1995, P36) وقد استهدفت السياسة النقدية في هذه الفترة بشكل رئيسي إعادة الاستقرار لسعر صرف الدينار والسيطرة على الضغوط التضخمية وإعادة الثقة في الجهاز المصرفي التجاري ولأجل ذلك اتبع البنك المركزي الخطوات التالية:

١. رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي على جميع الودائع في البنوك التجارية عام ١٩٨٩ من (٩) إلى (١١) بالمائة ثم رفعها إلى (١٣) بالمائة عام ١٩٩٢ وإلى (١٥) بالمائة عام ١٩٩٣، وهو أعلى مستوى بلغته نسبة الاحتياطي الإلزامي (محيسن، ١٩٩٤، ص ٤٤) بهدف امتصاص السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي التجاري. ولأجل تعزيز احتياطياته من العملات الأجنبية قام البنك المركزي أيضاً بإلزام البنوك التجارية والشركات المالية في عام ١٩٨٩ بالاحتفاظ لديه بما نسبته (٣٥) بالمائة من ودائع العملاء المقيمين وغير المقيمين بالعملة الأجنبية كاحتياطي نقدي مع منحها فوائد على هذه الودائع تعادل الفوائد التي تحصل عليها من إيداعها بالخارج.
٢. استمر البنك المركزي بفرض السقوف الائتمانية بألا تتجاوز التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك التجارية نسبة (٧٠) بالمائة من إجمالي ودائعها بالدينار ثم رفعها في عام ١٩٩٢ إلى (٩٠) بالمائة مع إضافة سقف آخر وهو بألا تتجاوز التسهيلات الائتمانية عشرة أمثال رأسمال واحتياطيات البنك التجاري.
٣. قام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم على التسهيلات الممنوحة للبنوك من (٥.٧٥) بالمائة إلى (٧) بالمائة في أواخر عام ١٩٨٨ ثم إلى (٨.٥) بالمائة في أواخر عام ١٩٨٩ للحد من إمكانية الجهاز المصرفي في التوسع الائتماني للنقود (محيسن، ١٩٩٤، ص ٤٨)
٤. من أجل السيطرة على الضغوط التضخمية استمر البنك المركزي بتحديد أسعار الفائدة وقرر رفعها على التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك التجارية من (٩) إلى (١٠) بالمائة بالنسبة للمقيمين وإلى (١٣) بالمائة بالنسبة لغير المقيمين في عام ١٩٨٩. إلا أن بعد دراسة وضع السوق المالي قرر البنك المركزي تحرير سعر الفائدة تحريراً كاملاً من جميع القيود عام ١٩٩٠ والذي سجل ارتفاعاً عن مستواه السابق. وبذلك تحقق في عام

١٩٩١ سعر فائدة حقيقي موجب بعد أن كان سالباً في الفترة السابقة. وتمشياً مع ذلك ارتفع هيكل أسعار الفائدة على الأوراق المالية الحكومية وعلى تسهيلات التصدير إلى الأقطار العربية التي تتمتع باتفاقيات خاصة مع الأردن وكذلك الأقطار الأخرى.

٥. مع تفاقم أزمة ميزانية المدفوعات في أواخر عام ١٩٨٨ وتزايد الضغوط على سعر الصرف ومعدل التضخم في الاقتصاد الأردني ومع تراجع احتياطيات البنك المركزي من العملات الأجنبية، تم تعويم سعر الصرف والتشدد في مراقبة العملة الأجنبية وإغلاق محلات الصرافة ولكنها لم تعط النتائج المتوقعة في استقرار سعر الصرف. لذا وفي بداية عام ١٩٨٩ تم تثبيت سعر الصرف بالدولار الأمريكي ثم بعد أشهر قليلة ربط سعر الصرف بسلة من العملات الأجنبية التي تقيم بها وحدة حقوق السحب الخاصة ولكن كل ذلك لم يجد نفعاً وبقي التفاوت بين السعر المعلن والسعر في السوق الموازية، ولم ينته إلا بعد تدخل البنك المركزي مباشرة في سوق العملات ببيع العملات الأجنبية إلى المصارف والشركات المالية على أن تقوم الأخيرة ببيعها للمواطنين بالسعر المعلن من قبل البنك المركزي واستمر بهذه العملية إلى أن استطاع إعادة الاستقرار لسعر صرف الدينار والعودة إلى العمل بسعر صرف موحد في عام ١٩٩٠، الأمر الذي شجع البنك المركزي على اتخاذ خطوات لتخفيف القيود المفروضة على التعامل بالعملات الأجنبية تدريجياً وسمح لشركات الصرافة بممارسة أعمالها وفق القانون الجديد في أواخر عام ١٩٩٢ (زغلول، ١٩٩٦، ص ١٦٥).

وبانتهاء الأزمة المالية وتبني الأردن لبرنامج تصحيح اقتصادي جديد (١٩٩٢-١٩٩٨) بدأت توجهات جديدة للسياسة النقدية نلخصها بما يلي:

١. تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى (١٤) بالمائة عام ١٩٩٤ ثم إلى (١٠) بالمائة عام ٢٠٠٠ وإلى (٨) بالمائة في ٢٠٠١ بالإضافة إلى توحيد متطلبات الاحتياطي بالنسبة للبنوك وعلى مختلف الودائع.
٢. تحرير المصارف من السقوف الائتمانية نهائياً عام ١٩٩٥ تمهيداً للانتقال إلى استخدام الأدوات غير المباشرة للتحكم بمستوى الائتمان. ولهذا الغرض باشر البنك المركزي بإصدار شهادات إيداع بالدينار في أيلول ١٩٩٣ والتي تباع عادة عن طريق المزاد لغايات الاستثمار من قبل البنوك التجارية وازداد اعتماد البنك عليها كأداة فعالة في عمليات السوق المفتوحة للسيطرة على الاحتياطيات المصرفية والتوسع الائتماني للنقود وأصبح يصدرها بمدد استحقاق متفاوتة وأسعار فائدة تقارب أسعار السوق (التايه، ١٩٩٤، ص ٤) هذا بالإضافة إلى استمرار البنك المركزي ببيع وإطفاء أدونات الخزينة وسندات التنمية الحكومية نيابة عن الحكومة والمؤسسات العامة.
٣. فيما يخص سوق الصرف الأجنبي تم اتخاذ عدة خطوات نحو تحرير التعامل بالعملات الأجنبية بعد السماح لشركات الصرافة بمزاولة أعمالها عام ١٩٩٢. وأهم هذه الخطوات:

- السماح للبنوك المرخصة بإدارة محافظ استثمارية بالعملات الأجنبية لغير المقيمين من أصل حساباتهم بالعملات الأجنبية الواردة بحالات من الخارج عام ١٩٩٣.
 - السماح لأي شخص طبيعي أو معنوي، مقيم أن يحتفظ بحسابات بالعملة الأجنبية لدى المصارف والشركات المالية بحد أقصى يعادل نصف مليون دينار أردني.
 - السماح للشخص المقيم بتحويل ما يعادل (٣٥) ألف دينار في السنة بوسائل الدفع الأجنبية لتغطية المدفوعات المنظورة.
 - إعلان الدينار الأردني قابلاً للتحويل لغايات المعاملات الجارية عام ١٩٩٥ وللأغراض الرأسمالية عام ١٩٩٧ بموجب المادة الثامنة من اتفاقية صندوق النقد الدولي.
 - إعادة النظر بسعر صرف الدينار عام ١٩٩٥ حيث تقرر ربطه بالدولار الأمريكي بسعر ثابت قدره ٧٠٩ فلساً للدولار للدلالة على استقراره مع السماح بطبيعة الحال بتغيره مقابل العملات الأجنبية الأخرى تبعاً لتغير سعر صرف الدولار مقابل تلك العملات.
٤. ومن أجل تطوير السوق المالية قرر البنك المركزي في أواخر عام ١٩٩٥ رفع السقف المفروض على التسهيلات الائتمانية المباشرة الممنوحة لأغراض تمويل شراء الأوراق المالية والاكتتاب بها من (١٥٠) ألف إلى (٥٠٠) ألف دينار للشخص الطبيعي ومن (٣٠٠) ألف إلى مليون دينار بالنسبة للشخص المعنوي، ويمكن تجاوز الحدود القصوى بموافقة البنك المركزي.
٥. اتخاذ الإجراءات اللازمة لإزالة الفروقات في التعامل بين المصارف التجارية والمصارف الاستثمارية فيما يخص نسبة الاحتياطي الإلزامي، وتشجيع التنافس بين البنوك والشركات المالية على أساس الكفاءة في استخدام الأموال من خلال قوى العرض والطلب في السوق.

٣. تطور عرض النقود ومكوناته

من المعروف نظرياً وعملياً أن التغيرات الحاصلة في عرض النقود تعتبر من المؤشرات الرئيسية للسياسة النقدية، وأن مقياس النقود بالمعنى الواسع (M_2) هو الذي يعطي الصورة الأوسع والأشمل لدور النقود في النشاط الاقتصادي. لذا سنخصص هذا الجزء لاستعراض هذه التغيرات فضلاً عن التغيرات في مكونات عرض النقود للوقوف على ما حصل من تغير في تركيبة النقود.

سبق أن بينا في جزء سابق بأن خلال الفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ حصلت زيادة مطلقة متواصلة في السيولة النقدية المحلية المتمثلة بـ (M_2) كما تحققت بنفس الفترة زيادة في نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي مما يشير إلى تعمق القطاع المالي في النشاط الاقتصادي. وبما أن النمو المتحقق في الناتج المحلي الإجمالي يتطلب التوسع بوسائل التبادل فمن الطبيعي أن توفر السلطة

النقدية الزيادة المطلوبة في السيولة النقدية بنسبة معينة التي يتطلبها النمو السنوي في الناتج المحلي الإجمالي، وإذا أردنا أن نستخدم عرض النقود كمؤشر على توجهات السياسة النقدية يصبح من الضروري الأخذ بنظر الاعتبار التغير في نسبة الزيادة في كمية النقود وليس الزيادة المطلقة. وكما يظهر في الجدول (٢) من الملحق الإحصائي نلاحظ بأن هذه النسبة خضعت لتغيرات متفاوتة تراوحت من (٥) في المائة إلى (١٩) بالمائة سنوياً.

ولو عدنا لمقارنة (M_2) بالناتج المحلي الاسمي لنفس الفترة نجد بأن نسب الزيادة في (M_2) قد تجاوزت نسب الزيادة في الناتج المحلي الاسمي في جميع السنوات باستثناء عامين فقط. هذا بالرغم من أنه يفضل من الناحية النظرية أن تكون نسبة الزيادة في (M_2) مساوية أو أقل من نسبة الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي لتلافي أية ضغوط تضخمية يمكن أن تنشأ عن ذلك. ولكن من الناحية العملية، وخاصة بالنسبة للدول النامية، لا يمكن التحكم بذلك إذا أخذنا بنظر الاعتبار تزايد استخدام النقود في التبادلات السلعية والخدمية مع استمرار عملية التنمية وتوسع دور الأسواق فيها وهو ما يطلق عليه بنقودية الاقتصاد.

.Monetization of the Economy

مع ذلك فإن ارتفاع نسبة الزيادة في عرض النقود عن نسبة الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي يعني انخفاض سرعة دوران النقود والذي يمكن أن يفسر بارتفاع الطلب على النقود أي ارتفاع الرغبة في الاحتفاظ بأرصدة نقدية. أو أن يفسر بتعرض الاقتصاد الداخلي لمتغيرات أو صدمات خارجية من الصعب السيطرة عليها في اقتصاد منفتح على الخارج كالاقتصاد الأردني وبخاصة إذا أخذنا بنظر الاعتبار الأحداث التي مرت بها المنطقة خلال فترة الثمانينات (الحرب العراقية الإيرانية) وتبعها حرب الخليج الأولى عام ١٩٩١ مع استمرار الحرب الأهلية في لبنان مما جعل الأردن يتميز بصفة الأمان وكملجأ آمن للأموال المتدفقة بشكل خاص من العراق والكويت في أوائل الثمانينات والتسعينات كما هو مبين في الجدول رقم (٢) من الملحق الإحصائي. فارتفعت السيولة المحلية (M_2) في أوائل الثمانينات ١٩٨١-١٩٨٣ بمعدل (١٨) في المائة سنوياً، انخفضت بعدها إلى (١٠) بالمائة للسنوات ١٩٨٤-١٩٩٠ ثم عادت ارتفعت إلى (١٩) بالمائة عام ١٩٩١ و(١٣) بالمائة عام ١٩٩٢. ومما تجدر الإشارة إليه هو أن في مثل هذه التدفقات المالية غالباً تزداد السيولة النقدية أو عرض النقود بدون أن تقابلها زيادة في الطلب على النقود أو زيادة مماثلة في الإنتاج الحقيقي مما يولد بالتالي تزايد الضغوط التضخمية إذا لم تستطع السلطة النقدية المركزية تحييد تأثيرات هذه التدفقات من خلال امتصاص السيولة الفائضة.

لقد انعكست التغيرات في عرض النقود (M_2) بشكل واضح على التركيبة النسبية له (أنظر الجدول رقم (٤) من الملحق الإحصائي) حيث يلاحظ ارتفاع ملموس في النسبة المئوية لشبه النقد في الفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ من (٤١) بالمائة عام ١٩٨١ إلى متوسط (٧٠) بالمائة للاعوام الخمسة ٢٠٠١-٢٠٠٥ أي بزيادة قدرها (٧٠) بالمائة. يقابل ذلك انخفاض تدريجي بنسبة النقد المتداول وودائع تحت الطلب في عرض النقود باستثناء فترة الأزمة المالية ١٩٨٨-١٩٩٠ التي ارتفعت خلالها نسبة النقد المتداول مقارنة بالودائع المصرفية، وهذا أمر طبيعي نتيجة لانخفاض

الثقة في الجهاز المصرفي لدى الجمهور في فترات الأزمات المالية، وبدليل أن النسبة عادت إلى الانخفاض بعد عام ١٩٩٠.

إن التغيير في التركيبة النسبية لعرض النقود يؤثر لنا بعض التوجهات المهمة في القطاع النقدي خلال هذه الفترة حيث يلاحظ في الجدول رقم (٤) من الملحق الإحصائي ما يلي:

١. تزايد الطلب على النقود لأغراض التبادل بشكل ملحوظ والذي يتمثل بالنقد المتداول + ودائع تحت الطلب، ولكن بنسبة أقل من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، مما أدى إلى انخفاض نسبته إلى الناتج المحلي من (٦٠) في المائة عام ١٩٨١ إلى (٣٥) بالمائة عام ٢٠٠٢. وهذا يشير إلى ارتفاع سرعة دوران النقود لأغراض التبادل والتي تقاس بقيمة الناتج المحلي الإجمالي مقسومة على كمية النقود (M_1) أي النقد المتداول + ودائع تحت الطلب. وهذا يعتبر من المؤشرات المهمة على ارتفاع كفاءة استخدام النقود في الاقتصاد لأغراض التبادل من قبل الجمهور ودور الجهاز المصرفي في هذا المجال.

٢. كذلك تشير البيانات إلى تغيير واضح في التركيبة النسبية لمقياس كمية النقود بالمفهوم الضيق (M_1) ويتمثل هذا التغيير في انخفاض متوسط نسبة النقد المتداول إلى الودائع تحت الطلب من (١.٧) للفترة ١٩٨١-١٩٨٨ إلى (١.٤٩) للفترة ١٩٩١-٢٠٠٥ مع زيادة مطلقة في النقد والودائع معاً مما يدل على زيادة الثقة في البنوك والتوسع في التعامل معها والتحول الحاصل في أدوات الدفع من النقد إلى الشيكات الذي سبقت الإشارة إليه وخاصة في فترة التحرير المالي.

٣. إن أكبر نسبة للزيادة في السيولة المحلية (M_2) للفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ جاءت من الزيادة الحاصلة في مجموع ودائع التوفير ولأجل + ودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية وهو ما يطلق عليه البنك المركزي الأردني مصطلح "شبه النقد". حيث ارتفعت قيمة "شبه النقد" من ٤٧٨.٢ مليون دينار عام ١٩٨١ إلى ٨٣٠٢.٧ مليون دينار عام ٢٠٠٥ أي أنها تضاعفت (١٧.٣٦) مرة خلال (٢٥) سنة. وقد انعكست هذه الزيادة الكبيرة على ارتفاع الأهمية النسبية لشبه النقد من (٤١) بالمائة إلى (٧٠) بالمائة من عرض النقود (M_2). علماً بأن ودائع التوفير ولأجل تكوّن الجزء الأكبر من شبه النقد. وبما أن هذه الودائع هي في الواقع ودائع ادخارية، وفي اقتصاد لا تتجاوز فيه نسبة الادخار المحلي (٥-٦) بالمائة سنوياً^(٥) من الناتج المحلي الإجمالي، لا بد أن تكون هناك مصادر خارجية لهذه الودائع إذا أخذنا بنظر الاعتبار أن الإنفاق الاستثماري الإجمالي يفوق كثيراً ما يدخر محلياً، وهو الفرق الذي سبق أن أشرنا إليه بعجز الموارد أو فجوة الموارد في الاقتصاد الأردني.

إن أهم المصادر الخارجية لتدفق الأموال بالنسبة للاقتصاد الأردني هي تحويلات العاملين

(٥) لتفصيل أكثر انظر الجدول رقم (٥٢) من النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي نيسان ٢٠٠٣ وفيه يلاحظ بأن الادخار المحلي لعام ٢٠٠٢ كان سالباً.

من الأردنيين في الخارج، المساعدات أو القروض الخارجية، الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة والأموال المنتقلة إلى الأردن لأسباب سياسية. والملاحظ من الجدول رقم (٤) من الملحق الإحصائي أن الارتفاع الأكبر في شبه النقد حصل في الفترة ١٩٨١-١٩٩٢ حيث ارتفع شبه النقد من (٤٧٨.٢) مليون دينار عام ١٩٨١ إلى (٢٤٧٦.٩) مليون دينار عام ١٩٩٢ أي بزيادة (٥.١٨) مرة ما كان عليه عام ١٩٨١، مقارنة بزيادة قدرها (٢.٤٦) مرة خلال الفترة اللاحقة ١٩٩٢-٢٠٠٢. كذلك انعكس عدم الاستقرار السياسي في المنطقة خلال الفترة الأولى بارتفاع كبير في الموجودات الأجنبية للبنوك التجارية التي ارتفعت من (٨٢.٢) مليون دينار عام ١٩٧٩ إلى (٢٣٢٤.٨) مليون دينار عام ١٩٩٢. ورغم ذلك بقي الاقتصاد الأردني يعاني من عجز في ميزان المدفوعات الخارجية والميزان التجاري نتيجة لاستمرار تزايد المستوردات بنسب أكبر بكثير من زيادة الصادرات. وهذا ما جعل السلطة النقدية المركزية في الأردن في أواخر الثمانينات مواجهة بمشكلة معالجة العجز في ميزان المدفوعات وبنفس الوقت تحييد تأثيرات التدفقات المالية الخارجية على السيولة المحلية والائتمان المحلي باستخدام الأدوات المباشرة للسياسة النقدية التي سبق أن بحثناها تلافياً لارتفاع المستوى العام للأسعار. ولكن الأزمة المالية التي حصلت حينذاك ما هي إلا دليل على عدم كفاية السياسة النقدية والإجراءات التي تمت بموجبها لمواجهة جميع هذه المتغيرات بالإضافة إلى التأثيرات النقدية للسياسة المالية التوسعية التي اتبعتها الحكومة في أواخر الثمانينات نتيجة لتعاظم العجز في الموازنة العامة والاقتراض محلياً لتغطية هذا العجز.

٤. تطور القاعدة النقدية والمضاعف النقدي

نظرياً يمكن تعريف المضاعف النقدي بأنه تعبير عن العلاقة بين عرض النقود والقاعدة النقدية فمنذ أكثر من ثلاثين سنة استخدمت بعض البنوك المركزية هذه العلاقة للتعبير عن عرض النقود بموجب المعادلة التالية: (Burger, 1971).

$$M_s = m H$$

حيث تمثل M_s عرض النقود.

وتمثل H القاعدة النقدية.

وتمثل m قيمة المضاعف النقدي.

لذا بقسمة (M_s) على القاعدة النقدية (H) نحصل على القيمة المتحققة (Ex Post Value) للمضاعف النقدي (m). وبإجراء عمليات جبرية بسيطة نستطيع أن نبين بأن القيمة المتوقعة لهذا المضاعف تعتمد على أربعة متغيرات متمثلة في الدالة التالية: (السيد علي والعيسى، ٢٠٠٤، الفصل الثامن).

$$m = F(r_r, c_r, e_r, v_c).$$

حيث: r_r تمثل نسبة الاحتياطي القانوني.

$e r$ تمثل نسبة الاحتياطي الفائض إلى مجموع الودائع.

$c r$ تمثل نسبة العملة في التداول إلى مجموع الودائع.

$v c$ تمثل نسبة النقد في الصندوق إلى مجموع الودائع.

وإن العلاقة بين هذه المتغيرات والمضاعف النقدي هي علاقة عكسية. وفيما يلي سنبحث التطور الذي حصل في القاعدة النقدية والمضاعف النقدي بعد أن استعرضنا تطورات عرض النقود في الجزء السابق. ولهذه العلاقة أهمية خاصة لأنه إذا كانت قيمة المضاعف مستقرة وقابلة للتنبؤ، تستطيع السلطة النقدية المركزية أن تحدد حجم الاحتياطيات اللازمة لتحقيق عرض النقود المستهدف في السياسة النقدية. ولما كان التحرير المالي يعني إعطاء دوراً أكبر لقوى السوق، ولما كانت المتغيرات الثلاثة ($e r, c r, v c$) تعتمد بدرجة كبيرة على رغبة الجمهور في الاحتفاظ بأرصدة نقدية ورغبة البنوك التجارية في الاحتفاظ باحتياطيات فائضة ونقد في الصندوق، فيفترض أن يكون لهذه المتغيرات تأثير أكبر على قيمة المضاعف في الفترة بعد تطبيق التحرير المالي مقارنة بالفترة السابقة له. وهذا ما سوف نتحقق منه بالاختبار الإحصائي لتأثيرات هذه المتغيرات على المضاعف النقدي بعد استعراض التطور الذي حصل فيه.

يلاحظ من الجدول رقم (٥) من الملحق الإحصائي أن القاعدة النقدية تذبذبت كثيراً، ارتفاعاً وانخفاضاً، وبنسب تغير مختلفة خلال الفترة المعنية في البحث بحيث يمكن القول أن التغير كان عشوائياً أكثر مما هو متغير مستهدف بموجب سياسة نقدية تهدف إلى تحقيق حجم محدد لعرض النقود أو السيولة المحلية، والتي يفترض فيها، نظرياً، استخدام القاعدة النقدية كوسيلة فاعلة للسيطرة على عرض النقود.

وبما أن البنك المركزي هو الذي يستطيع التحكم بالعملة في التداول والاحتياطيات المصرفية لديه، فإنه بطبيعة الحال يعتبر المحدد النهائي لعرض القاعدة النقدية. ولكن بالمقابل هناك جانب الطلب على القاعدة النقدية والذي يتألف من كمية العملة التي يرغب الجمهور بالاحتفاظ بها في التداول زانداً الاحتياطيات الكلية التي يطلبها الجهاز المصرفي التجاري والتي تتكون من احتياطيات قانونية واحتياطيات فائضة أي:

$$H_d = C + RR + ER$$

الطلب على القاعدة النقدية	=	العملة في التداول	+	احتياطيات قانونية	+	احتياطيات فائضة
------------------------------	---	-------------------	---	----------------------	---	--------------------

لذا عندما يكون عرض القاعدة النقدية أو ما هو متوفر منها أكبر بكثير من الطلب عليها وبخاصة الاحتياطيات المصرفية فإن أي تغيير في القاعدة النقدية سوف ينعكس على تغير في الاحتياطيات الفائضة التي يحتفظ بها الجهاز المصرفي الخارجي أكثر مما يرغب فيه وبالتالي لن يؤثر على عرض النقود. فتدفقات الأموال من الخارج مثلاً تعطي الجهاز المصرفي التجاري إمكانيات أكبر في التوسع الائتماني نتيجة لارتفاع الاحتياطيات الكلية ويصبح الجهاز نفسه

صاحب القرار في استخدام هذه الاحتياطات لأغراض استثمارية أو عدم استخدامها، وفي هذه الحالة تصعب السيطرة على السيولة المحلية إذا لم يقر البنك المركزي بتحديد هذه التدفقات بعمليات مالية معاكسة.

مع ذلك يلاحظ من الجدول نفسه بأن هناك اتجاه عام تصاعدي للقاعدة النقدية في الفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ رغم التذبذب السنوي الذي حصل فيها ارتفاعاً وانخفاضاً، وهذا يتماشى بطبيعة الحال مع الارتفاع الحاصل في السيولة المحلية وبخاصة في ودائع التوفير ولأجل. والسؤال الذي يتبادر إلى الذهن والذي قد يكون أكثر أهمية من توافق الاتجاهات العامة في القاعدة النقدية وعرض النقود هو: هل أن القاعدة النقدية كانت في حالة توازن (المعروض منها يساوي الطلب عليها) بحيث يعتبر عرض النقود (M_2) مساو للطلب عليه أي في حالة توازن أيضاً عند المستوى المستهدف لها؟

إن أي اختلال في توازن السوق النقدي لا بد وأن ينعكس في أحد المتغيرات السعرية الثلاثة: المستوى العام للأسعار، سعر الفائدة أو سعر صرف العملة الوطنية، أما ارتفاعاً أو انخفاضاً. فارتفاع المستوى العام للأسعار وتدهور سعر صرف العملة الوطنية بنسب عالية يمكن أن تدلنا إلى وجود حالة عدم توازن في السوق النقدي (العرض أكبر من الطلب) وبالتالي وجود حالة عدم توازن بين عرض القاعدة النقدية (ما يوفره البنك المركزي) والطلب عليها (ما يرغب فيه الجهاز المصرفي)، كالتالي حصلت في أواخر الثمانينات في الأردن.

أما المضاعف النقدي فيلاحظ من الجدول رقم (٥) من الملحق الإحصائي بأن قيمته تصاعدت في بداية الفترة (١٩٨١-١٩٨٧) بشكل تدريجي، ثم انخفضت بعد ذلك في الفترة (١٩٨٨-١٩٩٢) ثم عادت إلى الارتفاع عام (١٩٩٣) واستمرت بالارتفاع التدريجي في الفترة التي تلت ذلك أي فترة تطبيق برنامج التحرير المالي وهو دليل على الاستقرار التصاعدي في قيمة المضاعف.

إن التغيرات الحاصلة في قيمة المضاعف النقدي ترتبط من الناحية النظرية بأربعة متغيرات سبق ذكرها وهي نسبة الاحتياطي القانوني، والاحتياطي الفائض الذي يرغب الجهاز المصرفي التجاري الاحتفاظ به، والعملة التي يرغب الجمهور الاحتفاظ بها في التداول، والنقد الذي تحتفظ به البنوك التجارية في الصندوق. وتزداد أهمية المتغيرات الثلاثة الأخيرة مع زيادة دور قوى السوق في النظام المالي.

من المعروف أن التغيرات في قيمة المضاعف النقدي ترتبط بعلاقة عكسية مع التغيرات في هذه العوامل الأربعة ويكون من السهل التنبؤ بقيمة المضاعف لو أن العوامل الأربعة تغيرت بنفس الاتجاه. ولكن في الواقع لا تتغير هذه العوامل بنفس الاتجاه، فقد ترتفع نسبة الاحتياطي القانوني وتنخفض نسبة الاحتياطي الفائض وتزداد رغبة الجمهور في الاحتفاظ بالعملة في أن واحد، وبالتالي يصعب التنبؤ بقيمة المضاعف إلا إذا استخدمت الأساليب الإحصائية في تحديد أهمية كل من هذه العوامل في تقرير قيمته. ومن هذا المنطلق قمنا بإجراء عدة تجارب إحصائية لإيجاد أفضل العلاقات الارتباطية بين قيمة المضاعف النقدي في الأردن والمتغيرات الأربعة

المذكورة أعلاه، محاولين بذلك استنتاج أكثرها فاعلية.

لقد استخدمنا في اختبار الأهمية الإحصائية لهذه المتغيرات الأربعة تحليل الانحدار بخطوات Stepwise Regression Analysis بطريقة المربعات الصغرى Least Squares Method باعتبار قيمة المضاعف النقدي المتغير التابع (Y) والعوامل الأربعة المذكورة أعلاه هي المتغيرات المستقلة (X_i) في المعادلة وكما يلي:

- (X₁) نسبة الاحتياطي القانوني
- (X₂) نسبة العملة في التداول إلى مجموع الودائع
- (X₃) نسبة الاحتياطيات الفائضة إلى مجموع الودائع
- (X₄) نسبة النقد في الصندوق إلى مجموع الودائع

علماً بأن البيانات لجميع المتغيرات للفترة (١٩٨١-٢٠٠٢) مستقاة من مصدر واحد وهو التقرير السنوي والنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي الأردني لأعداد مختلفة وأن النسب (X₂) و (X₃) و (X₄) احتسبت من قبل الباحث وبالنظر للتغيرات الهيكلية التي حصلت في النظام المالي الأردني ولأجل مقارنة نتائج التحليل قبل وبعد تطبيق برنامج التحرير المالي قسمت الفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ إلى فترتين هما (١٩٨١-١٩٩٢) و (١٩٩٣-٢٠٠٤) وبخاصة أن البنك المركزي الأردني قام بإعادة تصنيف البيانات اعتباراً من عام ١٩٩٣ بموجب تعاريف جديدة للقطاعات النقدية. ولهذا كان لا بد من تحليل التغيرات في الفترتين بشكل منفصل، وفيما يلي نستعرض نتائج هذا التحليل.

أ. الفترة ١٩٨١-١٩٩٢ قبل تطبيق برنامج التحرير المالي:

أظهر تحليل الانحدار بخطوات ما يلي:

المتغيرات المستقلة المختارة Entered Variables

X₁ نسبة الاحتياطي القانوني.

X₄ نسبة النقد في الصندوق.

مرتبة حسب الأهمية الإحصائية على التوالي:

المتغيرات المستبعدة Excluded Variables.

X₂ نسبة العملة في التداول.

X₃ نسبة الاحتياطي الفائض.

نتائج التحليل		Regression Output
الثابت Constant	٤.٤٠١	
الخطأ المعياري لتقدير Y Std. Error of Y est.	٠.١٤٨٠٧٨	
معامل التحديد R Square	٠.٦٩٢	
عدد المشاهدات Number of Obs.	١٢	
درجات الحرية df	١١	
	(X ₄)	(X ₁)
معامل Y Y Coefficients	-٨٠.٥٠٩	-١٢.٧٢٩
Std. Error of Coef.	٣٤.١٢٤	٣.٤٧٤
t - statistics	-٢.٣٥٩	-٣.٦٦٤

نستنتج من ذلك:

١. أن نسبة الاحتياطي القانوني (X₁) التي يقرها البنك المركزي احتلت الأهمية الأولى في تفسير التغيرات في قيمة المضاعف النقدي تليها في الأهمية الإحصائية نسبة النقد في الصندوق لدى البنوك التجارية بينما استبعدت نسبة العملة في التداول (X₂) ونسبة الاحتياطي الفائض (X₃).

٢. كان تأثير كل من (X₁) و (X₄) على (Y) سالباً (عكسياً) وهذا مطابق لما هو متوقع نظرياً.

٣. كانت قيمة معامل التحديد (R²) منخفضة نسبياً مما يدل على ضعف تفسير التغيرات في (Y) بالتغيرات في (X₁) و (X₄) وهذا شيء متوقع بالنسبة لفترة سادت فيها أدوات التدخل المباشر من قبل البنك المركزي في تقرير مستويات الائتمان وأسعار الفائدة والاحتياطيات المصرفية وكيفية استخدامها من قبل البنوك التجارية.

ب. الفترة ١٩٩٣-٢٠٠٢ بعد تطبيق برنامج التحرير المالي:

أظهر تحليل الانحدار بخطوات ما يلي:

المتغيرات المستقلة المختارة Entered Variables.

X₁ نسبة الاحتياطي القانوني.

X₂ نسبة العملة في التداول إلى مجموع الودائع.

X_3 نسبة الاحتياطي الفائض إلى مجموع الودائع.

مرتبة حسب الأهمية الإحصائية على التوالي.

Excluded Variables المتغيرات المستبعدة.

X_4 نسبة النقد في الصندوق لدى البنوك التجارية.

نتائج التحليل	Regression Output		
الثابت Constant	٧.٢٠٤		
الخطأ المعياري لتقدير Std. Error of Y est. Y	٠.١١٥٧٩٧		
معامل التحديد R Square	٠.٩٧١		
عدد المشاهدات Number of Obs.	١٠		
درجات الحرية df	٩		
	(X_1)	(X_2)	(X_3)
معامل Y Coefficients Y	-١٣.٤٠٣	-١٠.٣٥١	-١٣.٧٧٨
Std. Error of Coef.	١.٩٠٠	١.٨٢٨	٤.٢٦٠
t – statistics	-٧.٠٥٤	-٥.٦٦٣	-٣.٢٣٤

يتضح من ذلك ما يلي:

- استمرت نسبة الاحتياطي القانوني (X_1) تحتل المرتبة الأولى من الأهمية الإحصائية في التأثير على التغيرات الحاصلة في قيمة المضاعف النقدي. وتليها في الأهمية نسبة العملة في التداول (X_2) ونسبة الاحتياطي الفائض (X_3).
- برزت في هذه الفترة تأثيرات المتغيرين (X_2) و (X_3) وطغت على تأثيرات المتغير (X_4) الذي استبعد من التحليل الإحصائي. وبما أن المتغيرين (X_2) و (X_3) يعتمدان إلى حد كبير على عوامل حرة في السوق ترتبط بسلوك الجمهور وسلوك البنوك التجارية التي أشرنا إليها آنفاً، فإن تزايد أهميتهما في الفترة ما بعد التحرير المالي يمكن أن تفسر بتزايد تأثيرات قوى السوق على قيمة المضاعف.
- من المفارقات الملحوظة والمهمة بين الفترتين هو ارتفاع معامل التحديد من (٠.٦٩٢) إلى (٠.٩٧١) مما يدل على قوة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المعادلة، وهذا يتوافق مع التغير الحاصل في هيكل النظام المالي الأردني وأدوات السياسة النقدية من أدوات تدخل مباشر إلى أدوات تدخل غير مباشر.

الخلاصة والاستنتاجات

لقد بدأ التحرير المالي في الدول الصناعية الكبرى في أوائل الثمانينات من القرن العشرين ثم امتد إلى الدول النامية بهدف تحسين الأداء الاقتصادي من خلال تعبئة الادخارات على المستوى العالمي ورفع كفاءة استخدامها وتقوية الأنظمة المالية وتطويرها نحو الأفضل لخدمة الاقتصادات الوطنية.

إن التحرير المالي، بمضامينه المذكورة في مقدمة الدراسة، وضع السياسة النقدية أمام تحديات كثيرة ومتنوعة تناولتها بالبحث دراسات عديدة في الدول الصناعية. لذا أصبح من المهم والضروري أن نتعرف على هذا التطور الذي لا يزال يتوسع وينتشر في أقطار العالم ولو بدرجات متفاوتة، وأن نتابع تأثيراته في دراساتنا العلمية وخاصة بالنسبة للأقطار النامية التي تختلف ظروفها المالية عن الدول المتقدمة.

إن الهدف الرئيسي من هذا البحث هو تحديد تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية وأدواتها أولاً وعلى المضاعف النقدي ثانياً، نظرياً وعملياً، بالاستفادة من تجربة الأردن الغنية في هذا المضمار بعد تطبيق التحرير المالي لأكثر من عشرة سنوات فيه. وفيما يلي خلاصة لأهم ما جاء في هذه الدراسة.

بالنظر لكون الأردن هو أحد الاقتصادات الخمسة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تميزت بأدائها الاقتصادي خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وبدأت بتطبيق برنامج للتحرير المالي والاندماج في الاقتصاد العالمي في أوائل عقد التسعينات، فقد شهد الاقتصاد الأردني تطوراً سريعاً نسبياً في حجم القطاع المالي والمصرفي، والسياسة النقدية وأدواتها، وفي عرض النقود والقاعدة النقدية والمضاعف النقدي وقد تمثل هذا التطور بما يلي:

١. ارتفاع عدد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى والفروع التابعة لها بحيث انخفض عدد السكان لكل بنك أو فرع. رافق ذلك ارتفاع ملحوظ في حجم إجمالي الموجودات وإجمالي الودائع والتسهيلات الائتمانية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي مما يشير إلى تعمق القطاع المصرفي والمالي في الأنشطة الاقتصادية. مع ملاحظة ارتفاع حصة القطاع الخاص من مجموع الائتمان المحلي في فترة التحرير المالي من (٧١) بالمائة عام ١٩٩٣ إلى (٨٠) بالمائة عام ٢٠٠٥.

٢. ارتفع المتوسط السنوي لنسبة النقود بمفهومها الواسع (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي من (١٠٤) بالمائة سنوياً للفترة ١٩٨١-١٩٨٨ إلى (١١٩) بالمائة للفترة ١٩٩٣-٢٠٠٥ (بعد التحرير المالي) مع ارتفاع كبير في حجم الائتمان المحلي ونسبة (١٩٠) بالمائة ونمو مميز في وسائل الدفع ممثلاً بعدد الشيكات المقدمة للتقاص الذي ارتفع بنسبة (٨٩) بالمائة في الفترة ١٩٩١-٢٠٠٥. مما يدل على زيادة الثقة في الجهاز المصرفي التجاري وارتفاع حجم التعامل من خلال هذا الجهاز.

٣. اتسمت السياسة النقدية والائتمانية خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٨٩ بالتوسعية بالرغم من

السيولة المحلية العالية التي كان يتمتع بها الجهاز المصرفي والمالي نتيجة لتدفق الأموال من الخارج وعدم توفر فرص الاستثمار في القطاع الخاص لامتناس هذه السيولة. مما أدى إلى وقوع الأردن في أزمة مالية حادة استطاع البنك المركزي الأردني بالتعاون مع الأجهزة المالية الأخرى معالجتها خلال فترة انتقالية ١٩٨٩-١٩٩٢ تعطل خلالها تنفيذ برنامج التحرير المالي الذي بدأ عام ١٩٩٠ بتحرير سعر الفائدة تحريراً كاملاً.

٤. اتبع الأردن أسلوباً تدريجياً في تنفيذ برنامج التحرير المالي، بعد أن تحقق استقرار سعر صرف الدينار الأردني، برفع أو تخفيف القيود المفروضة على التعامل بالعملة الأجنبية والسماح لشركات الصرافة بممارسة أعمالها وفق القانون الجديد في أواخر عام ١٩٩٢. تلي ذلك خلال الفترة ١٩٩٢-٢٠٠٥ ما يلي:

- إصدار شهادات إيداع بالدينار في أيلول ١٩٩٣ واستخدامها كأداة فعالة في عمليات السوق المفتوحة.
- السماح للبنوك المرخصة بإدارة محافظ استثمارية بالعملة الأجنبية لغير المقيمين عام ١٩٩٣ والسماح لأي شخص مقيم أن يحتفظ بحسابات بالعملة الأجنبية.
- تحرير المصارف من السقوف الائتمانية نهائياً عام ١٩٩٤ وعام ١٩٩٥ تمهيداً لاستخدام أدوات التدخل غير المباشر.
- إعادة النظر بسعر صرف الدينار عام ١٩٩٥ وتقرر ربطه بالدولار الأمريكي.
- إعلان الدينار الأردني قابلاً للتحويل لغاية المعاملات الجارية عام ١٩٩٥ وللأغراض الرأسمالية عام ١٩٩٧ بموجب المادة الثامنة من اتفاقية صندوق النقد الدولي.
- تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي تدريجياً إلى (٨) بالمائة عام ٢٠٠١ وتوحيد متطلبات الاحتياطي بالنسبة للبنوك المرخصة.
- رفع السقف المفروض على التسهيلات الائتمانية المباشرة الممنوحة لأغراض تمويل شراء الأوراق المالية إلى (٥٠٠) ألف دينار للشخص الطبيعي وإلى مليون دينار بالنسبة للشخص المعنوي.

٥. خلال الفترة المعنية بالبحث حصلت عدة تغيرات في عرض النقود أهمها ما يلي:
- زيادة عرض النقود بالمعنى الواسع (M_2) نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي مما أدى إلى انخفاض سرعة دوران النقود.
 - إن أكبر زيادة في (M_2) للفترة ١٩٨١-٢٠٠٥ جاءت من الزيادة في مجموع ودائع التوفير ولأجل وودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية وهو ما يطلق عليه البنك المركزي الأردني مصطلح "شبه النقد" نتيجة لتدفق الأموال من الخارج.
 - تزايد كمية النقود لأغراض التبادل (M_1) ولكن بنسبة أقل من الزيادة في الناتج

المحلي الإجمالي مما يشير إلى زيادة سرعة دوران النقود لأغراض التبادل وارتفاع كفاءة استخدام النقود.

- انخفاض متوسط نسبة النقد المتداول إلى الودائع تحت الطلب للفترة التي تلت بدء التحرير المالي مقارنة بالفترة التي سبقتة.

٦. لقد تذبذب حجم القاعدة النقدية، ارتفاعاً وانخفاضاً، وبشكل عشوائي لا يدل على تغيير مستهدف كأداة للسيطرة على عرض النقود. وقد يكون ذلك ناتجاً عن تمتع الجهاز المصرفي التجاري بسيولة عالية واحتفاظه باحتياطيات مصرفية أكثر مما يرغب فيه نتيجة لتدفقات الأموال من الخارج والذي انعكس باتجاه عام تصاعدي للقاعدة النقدية رغم التذبذب السنوي الذي حصل فيها.

٧. تصاعدت قيمة المضاعف النقدي تدريجياً في الفترة ١٩٨١-١٩٨٧ ثم انخفضت في الفترة ١٩٨٨-١٩٩٢ ثم عادت للارتفاع بشكل مستقر بعد عام ١٩٩٣. وترتبط قيمة المضاعف النقدي من الناحية النظرية والعملية بأربعة متغيرات ارتباطاً عكسياً. ونتيجة لإجراء عدة تجارب إحصائية لإيجاد أفضل العلاقات الارتباطية بين قيمة المضاعف النقدي والمتغيرات الأربعة توصلنا إلى ما يلي:

أ. أظهر التحليل الإحصائي بأن أهمية المتغيرات المؤثرة في قيمة المضاعف اختلفت بين الفترتين (١٩٨١-١٩٩٢) و(١٩٩٣-٢٠٠٢). ففي الفترة الأولى ما قبل تطبيق برنامج التحرير المالي احتل المتغيران: نسبة الاحتياطي القانوني ونسبة النقد في الصندوق المرتبتين الأولى والثانية في التأثير على قيمة المضاعف بينما استبعد إحصائياً المتغيران الآخران: نسبة العملة في التداول ونسبة الاحتياطي الفائض لضعف تأثيرهما. وفي الفترة الثانية أي بعد تطبيق برنامج التحرير المالي استمرت نسبة الاحتياطي القانوني في المرتبة الأولى تلتها بالمرتبة الثانية نسبة العملة في التداول وبالمرتبة الثالثة نسبة الاحتياطي الفائض مما يدل على تزايد تأثيرات قوى السوق بعد التحرير المالي الأمر الذي لا يمكن تجاهله في رسم السياسة النقدية للبلد.

ب. نتيجة للتغير الحاصل في هيكل النظام المالي الأردني والانتقال من استخدام أدوات تدخل مباشر إلى أدوات تدخل غير مباشر خلال عملية التحرير المالي، فقد أظهر التحليل الإحصائي للفترتين تزايد في قوة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار مما يؤكد مرة أخرى أهمية قوى السوق في التأثير على قيمة المضاعف النقدي.

توصيات الدراسة

في ضوء النجاح الكبير الذي حققه الاردن في مجال توسيع ونمو القطاع المالي والمصرفي في فترة التحرير المالي.

توصي الدراسة بما يلي:

١. الاستمرار باتباع الاسلوب التدريجي في تنفيذ برنامج التحرير المالي وتوسيع القطاع المصرفي وتنمية اسواق الاوراق المالية بالشكل الذي يحقق تدفق الادخارات المحلية نحو الاستثمار الافضل وتشجيع الاستثمارات الاجنبية في الاردن.
٢. بالنظر لتزايد تأثيرات قوى السوق على المضاعف النقدي وبالتالي على العلاقة بين عرض النقود والقاعدة النقدية، يقترح استمرار البنك المركزي بالسيطرة على عرض النقود باستخدام شهادات الايداع كأداة في عمليات السوق المفتوحة للسيطرة على القاعدة النقدية وتحييد تأثيرات التدفقات المالية من الخارج على السيولة المحلية وسعر صرف الدينار. ويقترح من جهة أخرى تقليل الاعتماد على نسبة الاحتياطي الالزامي الا في حالات الضرورة للحد من ارتفاع السيولة المحلية.

المصادر والمراجع العربية

- التايه، صالح. (١٩٩٤)، "ادارة السياسة النقدية بالطرق غير المباشرة". البنوك في الاردن، ٣، ٧، ١٦.
- زغلول، اسماعيل سعد. (١٩٩٦)، السياسات النقدية في الاردن. في الصادق، علي توفيق وآخرون (محررون) السياسات النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، ابو ظبي، الامارات العربية المتحدة.
- طوقان، اميه. (٢٠٠٣)، توجهات السياسة النقدية لعام ٢٠٠٣ ودور الجهاز المصرفي الاردني. محاضرة غير منشورة في جمعية البنوك في الاردن، عمان، الاردن.
- السيد علي، عبد المنعم. (٢٠٠١)، "تقييم السياسة النقدية في الاردن ١٩٧٠-١٩٩٩: وجهة نظر"، اربد للبحوث والدراسات عدد خاص، ١-٤٢.
- السيد علي، عبد المنعم. والعيسى، نزار. (٢٠٠٤)، النقود والمصارف والاسواق المالية، الفصل الثامن، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- عبد الفتاح، احمد. (١٩٩٦). "ادارة السياستين النقدية و المالية في اطار برنامج التصحيح الاقتصادي: ملامح التجربة الاردنية"، المصارف العربية، ١٦، ١٨٢، ٣٢-٤٠.
- محيسن، عبد الحلیم ابراهيم. (١٩٩٤)، البنوك والمؤسسات المالية الاخرى في الاردن: حقائق وأرقام، جمعية عمال المطابع التعاونية، عمان، الاردن.
- الوزني، خالد. (١٩٩٦)، الجهاز المصرفي والسياسة النقدية في الاردن ١٩٨٩-١٩٩٥، مركز الدراسات الاستراتيجية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

المصادر والمراجع الأجنبية

- Burger, A. E. (1971), The Money Supply Process, Wads Worth, Belemont, California, USA.
- Chauffour, J-P. (1996), "Financial Liberalization and Monetary Reform", in Maciejewski, Edward and Mansur, Ahsan (ed.), Jordan :Strategy for Adjustment and Growth, IMF, Washington, D.C.
- Eken, S. (1997), "Impact of financial liberalization and Global alization on Monetary Policy, "in Seventh Annual Conference, the Arab Academy for Banking and Financial Sciences, Amman, Jordan
- EL- Issa, N. S. (2002), "Globalization of Financial Markets :Its Development, Indicators and Effects", The Arab Economic Journal, 29; 3-2.
- Higher Council for Science and Technology. (2003), The Jordanian Economy into the Third Millennium, General Secretariat, Amman, Jordan.
- IMF. (1991), "Effectiveness of Monetary Policy After Financial Markets Liberalization", World Economic Outlook, Supplementary Note 5, 105-115, IMF, Washington, D.C.
- IMF. (1995), "Indirect Monetary Instruments More Effective for Monetary Control", IMF Survey, 82-84 Washington, D.C.
- Kumar, M. S., and EL-Erian, M., (1995), "Emerging Markets in Middle Eastern Countries", IMF Staff Papers, Vol 42 ,IMF, Washington, D.C.
- Zaki, N. (1997), "Fragmentation, Segmentation and Consolidation of Financial Markets", in Seventh Annual Conference ,The Arab Academy for Banking and Financial Sciences , Amman, Jordan.

الملحق الإحصائي

جدول (١): تطور الجهاز المصرفي (مليون دينار).

النسبة المئوية إلى الناتج المحلي الإجمالي	التسهيلات الائتمانية من البنوك المرخصة	عدد السكان بالآلاف لكل بنك أو فرع	عدد البنوك والفروع العامة	السنة	الشبكات المقدمة للتقاص	
					القيمة (مليون)	العدد (ألف)
٦٢	٧٢١.٣	١٣.٣	١٧٤	١٩٨١	٣٨٣٧.٨	٣٣٨٥.٨
٦٧	٨٨٧.٢	١١.٨	٢٠٥	١٩٨٢	٤٧٢٥.٧	٣٨٤٣.١
٦٠	١٠٣٠.٩	١٠.٧	٢٣٣	١٩٨٣	٥٠٦٧.١	٤١٠٠.١
٦٥	١١٨٤.٨	١٠.٣	٢٥٢	١٩٨٤	٥١١٧.٧	٤٢٦٩.٠
٦٨	١٢٧٤.٤	٩.٩	٢٧٢	١٩٨٥	٥١٣٤.٠	٤٣٩٤.٣
٦٩	١٣٩٥.٤	١٠.٢	٢٧٥	١٩٨٦	٤٣٤٤.٢	٤٦٥٧.٤
٧٣	١٥١٣.٠	١٠.١	٢٨٨	١٩٨٧	٤٢٣٣.٩	٤٨٣٤.٩
٧٤	١٦٢٩.٩	١٠.٢	٢٩٦	١٩٨٨	٤٦٢٣.٥	٥٣٣٥.٧
٦٨	١٧٢٩.٢	٩.٩	٣١٩	١٩٨٩	٥٠٨٥.٩	٥١٦٠.٨
٧٠	١٨٦٣.٥	١١.٣	٣٠٧	١٩٩٠	٥٢٦٣.٨	٥٠٤٨.٢
٦٩	١٩٦٥.٨	١١.١	٣٣٣	١٩٩١	٥٧٣٩.٠	٥٠٦٠.٩
٦٤	٢٢١٨.٣	١١.٢	٣٤٤	١٩٩٢	٨١٩٠.٩	٦١٨٣.٢
٧٢	٢٧٤١.٣	١٠.٤	٣٨٥	١٩٩٣	٩٧٦٨.٧	٧٢٢٠.٣
٧٧	٣٢٤٨.٤	١٠.١	٤١٠	١٩٩٤	٩٩٩٦.٣	٧٩٤٢.٢
٧٨	٣٧٠٥.٧	١٠.٠	٤٣٠	١٩٩٥	١٠٦٠٥.٩	٨٣٩٠.٢
٧٩	٣٩٢٠.٣	١٠.٠	٤٤٥	١٩٩٦	١٠٨٤٥.٥	٨٦٤٥.٢
٧٧	٣٩٧٩.٧	م.غ	م.غ	١٩٩٧	١٠٨٢٧.٧	٨٦١١.٥
٧٦	٤٢٨٥.٣	م.غ	م.غ	١٩٩٨	١١٢١٤.٦	٨٨١٩.٧
٧٧	٤٤٦٦.٠	م.غ	م.غ	١٩٩٩	١١٠٥٥.٣	٨٨٢٨.٩
٧٦	٤٥٤٦.٥	م.غ	م.غ	٢٠٠٠	١١٦٢٢.٦	٨٨٩١.٧
٧٩	٤٩٤٨.٩	م.غ	م.غ	٢٠٠١	١٢٥٨٤.٦	٨٩٥٨.٢
٧٨	٥١٣٠.٠	م.غ	م.غ	٢٠٠٢	١٢٩٠٤.٩	٨٥٧٧.٥
٧٣	٥٢٦٢.٥	م.غ	م.غ	٢٠٠٣	١٤٢٦٩.٢	٨٤٧٥.٦
٧٦	٦١٨٩.٢	م.غ	م.غ	٢٠٠٤	١٧٤٩٤.١	٨٨٥٨.٥
٨٥	٧٧٤٤.٢	م.غ	م.غ	٢٠٠٥	٢٢٧٣٢.٢	٩٥٨٨.٩

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة. احتسبت النسب المئوية من قبل الباحث.

جدول (٢): تطور السيولة المحلية والنتاج المحلي الإجمالي (مليون دينار).

السنة	M ₂	عرض النقود نسبة التغير السنوي %	النتاج المحلي الإجمالي الاسمي	نسبة النقود إلى النتاج المحلي %
١٩٨١	١١٧٩.٩	٢٠	١١٦٤.٢	١٠١
١٩٨٢	١٤٠٣.٣	١٩	١٣٢١.٢	١٠٦
١٩٨٣	١٦١٥.٢	١٥	١٧٢٨.١	٩٣
١٩٨٤	١٧٥٧.٧	٩	١٨١٨.٧	٩٧
١٩٨٥	١٨٧٤.٨	٧	١٨٨٠.٠	١٠٠
١٩٨٦	٢٠٧٢.٤	١١	٢٠٢٤.٦	١٠٢
١٩٨٧	٢٣٧٢.٢	١٤	٢٠٧٣.٢	١١٤
١٩٨٨	٢٦٥٩.٢	١٢	٢١٨٩.٥	١٢١
١٩٨٩	٢٩٩٠.٢	١٢	٢٥٥٦.٦	١١٦
١٩٩٠	٣١٢٢.٦	٥	٢٦٦٨.٣	١١٧
١٩٩١	٣٧١٧.٥	١٩	٢٨٥٥.١	١٣٠
١٩٩٢	٤١٩٣.٠	١٣	٣٤٩٣.٠	١٢٠
١٩٩٣	٤٤٨١.٨	٧	٣٨٠١.٧	١١٨
١٩٩٤	٤٨٤١.٥	٨	٤٢١٨.٠	١١٥
١٩٩٥	٥١٥٩.٨	٧	٤٧٧٣.٦	١٠٨
١٩٩٦	٥١٧٥.٣	٠.٣	٤٩٨٢.٤	١٠٤
١٩٩٧	٥٥٧٦.٦	٨	٥١٩٢.٤	١٠٧
١٩٩٨	٦٠٢٦.٣	٨	٥٦٠٩.٨	١٠٧
١٩٩٩	٦٧٤٧.٦	١٢	٥٧٦٧.٤	١١٧
٢٠٠٠	٧٤٣٤.٧	١٠	٥٩٨٩.١	١٢٤
٢٠٠١	٧٨٦٦.١	٦	٦٣٦٣.٣	١٢٤
٢٠٠٢	٨٤١٩.١	٧	٦٧٧٨.٥	١٢٤
٢٠٠٣	٩٤٦٥.٧	١٢	٧٢٠٣.٦٠	١٣١
٢٠٠٤	١٠٥٧١.٤	١٢	٨١٦٤.٠	١٢٩
٢٠٠٥	١٢٣٦٤.٠	١٧	٩١١٨.٠١	١٣٦

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة. النسب المئوية محتسبة من قبل الباحث.

جدول (٣): الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي (مليون دينار).

السنة	مجموع الائتمان المحلي	نسبته من الناتج المحلي الإجمالي	الائتمان الممنوح للقطاع الخاص	نسبته من مجموع الائتمان
١٩٩٣	٣٤٩٠.٠	٩٢	٢٤٨٥.٤	٧١
١٩٩٤	٣٩٤٨.٥	٩٤	٢٩٤٢.٤	٧٥
١٩٩٥	٤٣٧١.٥	٩٢	٣٣٨٠.٩	٧٧
١٩٩٦	٤٤٦٥.١	٩٠	٣٥٤١.٩	٧٩
١٩٩٧	٤٥٩٠.٥	٨٨	٣٧٣٥.٣	٨١
١٩٩٨	٥٢٩٨.٥	٩٤	٤١٣٢.٠	٧٨
١٩٩٩	٥٦٠٥.٦	٩٧	٤٣٣٧.٣	٧٧
٢٠٠٠	٥٧١٢.٦	٩٥	٤٥٤٥.٢	٨٠
٢٠٠١	٦٣٦٢.٦	١٠٢	٥٠٥٢.٢	٧٩
٢٠٠٢	٦٥٨٨.٤	١٠٠	٥٢٣٥.٦	٧٩
٢٠٠٣	٦٧١٢.٥	٩٣	٥٤١١.٨	٨١
٢٠٠٤	٧٨٠٤.٩	٩٦	٦٣٢٣.٩	٨١
٢٠٠٥	١٠١١٣.٣	١١١	٨١٣٢.٤	٨٠

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، جدول رقم (٧)، أعداد مختلفة. احتسبت النسب المئوية من قبل الباحث.

جدول (٤): عرض النقود ومكوناته (مليون دينار).

السنة	%	النقد المتداول C	%	ودائع تحت الطلب DD	%	شبه النقد ^(١) QM	%	عرض النقود MZ
١٩٨١	٣٥	٤١٢.٣	٢٤	٢٨٩.٣	٤١	٤٧٨.٢	١٠٠	١١٧٩.٩
١٩٨٢	٣٣	٤٧٠.٠	٢٣	٣١٧.٥	٤٤	٦١٥.٨	١٠٠	١٤٠٣.٣
١٩٨٣	٣٢	٥١٦.٠	٢٢	٣٥٣.٤	٤٦	٧٤٥.٧	١٠٠	١٦١٥.٢
١٩٨٤	٣٠	٥٣٠.٤	٢٠	٣٤٧.٩	٥٠	٨٧٩.٣	١٠٠	١٧٥٧.٧
١٩٨٥	٢٨	٥٣١.٨	١٧	٣١٦.٤	٥٥	١٠٢٦.٦	١٠٠	١٨٧٤.٨
١٩٨٦	٢٨	٥٨٣.٩	١٥	٣١٣.٢	٥٧	١١٧٥.٣	١٠٠	٢٠٧٢.٤
١٩٨٧	٢٨	٦٥٥.٨	١٣	٣٢٤.٠	٥٩	١٣٩٢.٤	١٠٠	٢٣٧٢.٢
١٩٨٨	٣١	٨١١.٢	١٣	٣٧٠.٢	٥٦	١٤٧٧.٨	١٠٠	٢٦٥٩.٢
١٩٨٩	٢٩	٨٧١.١	١٥	٤٥٥.٤	٥٦	١٦٦٣.٧	١٠٠	٢٩٩٠.٢
١٩٩٠	٣٢	١٠٠٦.٢	١٤	٤٢٦.٧	٥٤	١٦٨٩.٩	١٠٠	٣١٢٢.٦
١٩٩١	٢٧	٩٩٢.٤	١٦	٦٠٨.٠	٥٧	٢١١٧.١	١٠٠	٣٧١٧.٥
١٩٩٢	٢٤	١٠٠٣.٩	١٧	٧١٢.٢	٥٩	٢٤٧٦.٩	١٠٠	٤١٩٣.٠
١٩٩٣	٢٣	١٠٤٧.٩	١٦	٦٨٢.٢	٦١	٢٧٥١.٧	١٠٠	٤٤٨١.٨
١٩٩٤	٢٢	١٠٧٢.٦	١٤	٦٧٣.٦	٦٤	٣٠٩٥.٣	١٠٠	٤٨٤١.٥
١٩٩٥	٢٠	١٠٥٠.٩	١٤	٦٩٤.٧	٦٦	٣٤١٤.٢	١٠٠	٥١٥٩.٨
١٩٩٦	١٨	٩٥٢.٢	١٢	٥٨٧.٠	٧٠	٣٦٣٦.١	١٠٠	٥١٧٥.٣
١٩٩٧	١٨	٩٨٧.٦	١١	٦٥٤.٨	٧١	٣٩٣٤.٢	١٠٠	٥٥٧٦.٦
١٩٩٨	١٦	٩٥٢.٨	١١	٦٦١.١	٧٣	٤٤١٢.٤	١٠٠	٦٠٢٦.٣
١٩٩٩	١٦	١١٠٦.٦	١١	٦٧٠.٥	٧٣	٤٩٧٠.٥	١٠٠	٦٧٤٧.٦
٢٠٠٠	١٧	١٢٣٩.٩	١٠	٧٨٦.٨	٧٣	٥٤٠٨.٠	١٠٠	٧٤٣٤.٧
٢٠٠١	١٥	١٢٠٢.٤	١٢	٩١٧.٣	٧٣	٥٧٤٦.٤	١٠٠	٧٨٦٦.١
٢٠٠٢	١٥	١٢٥٢.٧	١٣	١٠٦٣.٥	٧٢	٦١٠٢.٩	١٠٠	٨٤١٩.١
٢٠٠٣	١٥	١٤٤٣.٧	١٦	١٤٧٦.١	٦٩	٦٥٤٥.٩	١٠٠	٩٤٦٥.٧
٢٠٠٤	١٣	١٤١٤.٤	١٧	١٧٧٨.٥	٧٠	٧٣٧٨.٥	١٠٠	١٠٥٧١.٤
٢٠٠٥	١٣	١٦٥٧.٢	١٩	٢٤٠٤.١	٦٨	٨٣٠٢.٧	١٠٠	١٢٣٦٤.٠

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، الجدول رقم (٤)، أعداد مختلفة. النسب المئوية محتسبة من الباحث.
(١) يتكون شبه النقد Quasi-Money من:

ودائع توفير ولأجل بالدينار والعملات الأجنبية + ودائع تحت الطلب بالعملات الأجنبية.

جدول (٥): تطور القاعدة النقدية والمضاعف النقدي (مليون دينار).

السنة	القاعدة النقدية ^(٢)	نسبة التغير السنوي %	المضاعف النقدي
١٩٨١	٥٣٤.١	١٠.٩	٢.٢٠٩
١٩٨٢	٥٩٦.٥	١١.٧	٢.٣٥٣
١٩٨٣	٦٦٤.١	١١.٣	٢.٤٣٢
١٩٨٤	٦٧٧.٠	١.٩	٢.٥٩٦
١٩٨٥	٧٠٢.٧	٣.٨	٢.٦٦٨
١٩٨٦	٧٤٩.٧	٦.٧	٢.٧٦٤
١٩٨٧	٧٨٤.٢	٤.٦	٣.٠٢٥
١٩٨٨	٩٦١.٣	٢٢.٦	٢.٧٥٣
١٩٨٩	١١٣٧.١	١٨.٣	٢.٦١٣
١٩٩٠	١٢٨١.٢	١٢.٧	٢.٤٣٧
١٩٩١	١٦٦٥.٥	٣٠.٠	٢.٢٣٢
١٩٩٢	١٧٥٨.١	٥.٦	٢.٣٨٥
١٩٩٣ ^(١)	١٥٨٦.٣	-٩.٨	٢.٨٢٥
١٩٩٤	١٦٠٨.٢	١.٤	٣.٠١١
١٩٩٥	١٦٥٠.٨	٢.٦	٣.١٢٦
١٩٩٦	١٤٥٥.٩	-١٢.٩	٣.٥٥٥
١٩٩٧	١٧٦٨.١	٢١.٤	٣.١٥٤
١٩٩٨	١٦٠٤.٤	-٩.٣	٣.٧٥٦
١٩٩٩	١٨١٣.٠	١٢.٤	٣.٧٢٢
٢٠٠٠	١٨٧٦.٢	٣.٥	٣.٩٦٣
٢٠٠١	١٨٠٧.٨	-٣.٧	٤.٣٥١
٢٠٠٢	١٨٩٤.٠	٤.٨	٤.٤٤٥
٢٠٠٣	٢٢٨٦.٦	٢٠.٧	٤.١
٢٠٠٤	٢٣٦٢.٣	٣.٣	٤.٥
٢٠٠٥	٢٨٢٠.٦	١٥.٣	٤.٤

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، الجدول رقم (٧) و(١٠) أعداد مختلفة المضاعف النقدي والنسب المئوية احتسبت من قبل الباحث.
 (١) تم إعادة تصنيف البيانات من قبل البنك المركزي اعتباراً من كانون أول ١٩٩٣ بموجب تعاريف جديدة للقطاعات النقدية في القاعدة النقدية.
 (٢) لا تشمل على ودائع البنوك بالعملات الأجنبية وشهادات الإيداع بالدينار الأردني والودائع الآجلة لدى البنك المركزي.