

البحث الرابع

تحرير سعر الفائدة وآثاره المحتملة

فى جمهورية مصر العربية

أ. د. سهير محمود معتوق

١ - مقدمة:

على الرغم من أهمية سياسة سعر الفائدة وما تقوم به من دور هام فى إدارة الطلب بغية التوصل إلى كل من التوازن الداخلى والخارجى وضمان التخصيص الفعال للموارد المالية فى الإقتصاد. فقد اتبعت العديد من البلدان النامية - ومنها مصر - سياسة غير واقعية فى هذا المجال. حيث اختارت أن تبقى اسعار الفائدة بها عند مستويات غير توازنية تتسم بالانخفاض مما يؤدى إلى سيادة أسعار فائدة "حقيقية" سالبة وبالذات فى البلاد ذات التضخم السريع. ويترتب على ذلك عدم تشجيع الادخار النقدي والتحول إلى صور الادخار العينية - والتي تكون غير منتجة فى معظم الحالات ولا تفيد التنمية الإقتصادية بصفة مباشرة، بالإضافة إلى عرقلة نمو المؤسسات المالية القائمة على تشجيع المدخرات، وأسواق رأس المال التى يمكن أن تلعب دورا اقتصاديا هاما عن طريق تعبئة المدخرات لصالح من يستطيعون استثمارها بطريقة تتفق ومقتضيات التنمية الإقتصادية.

ويمكن ان تعزى مثل هذه السياسة - غير الواقعية - لسعر الفائدة إلى أن معظم الإقتصاديين المختصين بالتنمية الإقتصادية كانوا ينظرون - حتى وقت قريب نسبيا - إلى مستوى اسعار الفائدة السائد فى الإقتصاد بصفته غير ذى أهمية كبرى فى تحديد سرعة وطبيعة التنمية الخاصة بالبلد المعنى، متبنيين فى ذلك وجهة نظر الكينزيين^(١).

فوفقا لهذه الأخيرة، ينبغي الاحتفاظ بأسعار الفائدة عند مستوى منخفض بغرض الأسراع بتراكم رأس المال^(٢).

وقد شكك الأدب الإقتصادي المعاصر، والذي ظهر في السبعينات في وجهة النظر الكينزية المشار إليها وقام بدحضها، ولفت النظر إلى ضرورة تطبيق سياسة واقعية لسعر الفائدة تستند إلى قوى العرض والطلب، إذا ما أرادت البلاد المتخلفة أن ترفع من مستوى الأذخار وبالتالي من مستوى الاستثمار بها.

ومن أهم الدراسات التي تمت بهذا الشأن تلك التي قام بها اثنين من الإقتصاديين ومما "ادوارد شو E. Shaw ، و "رونالد ماكينون R. McKinnon والتي يشار إليها عادة بـ "نموذج ماكينون - شو"^(٣).

وقد اعتبر الكاتبان أن تراكم رأس المال العيني (الحقيقي) وتراكم الأصول المالية تعد بمثابة أنشطة متكاملة. ومن ثم فإن السياسات التي تحتفظ بأسعار الفائدة الحقيقية عند مستويات منخفضة تثبط الرغبة في حيازة الثروة في صورة مالية، وتخفف من المعدل الذي تتراكم عنده الأصول المالية تحت المعدل الذي يعد ممكنا، وفي نفس الوقت تخفف من معدل تراكم رأس المال^(٤). كما استخدم الكاتبان تعبير "القمع المالي" Financial Repression لوصف السياسات التي تشوه الأسواق المحلية لرأس المال من خلال العديد من الإجراءات مثل فرض اسقف على أسعار الفائدة وعلى الائتمان ومتطلبات مرتفعة فيما يتعلق بالاحتياطيات...

وقد بينا أنه في ظل اقتصاد يخضع لمثل هذا القمع أو الكبح المالي، تعد المعدلات الحقيقية على الودائع والاقراض - في الغالب - سالبة، وهذا يؤدي إلى نتائج عكسية في نمو النظام المالي، وفي الأذخار والاستثمار بصفة عامة^(٥).

وقد اقترحا - كعلاج لهذا الوضع - ضمان سيادة معدلات حقيقية موجبة للفائدة على الودائع والقروض عن طريق إزالة الأسقف على أسعار الفائدة والتخصيص المباشر للائتمان، والمحافظة على استقرار الأسعار من خلال اتباع السياسات الماكرواقتصادية المناسبة.

وقد أعقب تلك المساهمات النظرية المبدئية - الهامة - من جانب ماكينون وشو، اتجاه العديد من الكتاب إلى تحليل ما يسمى بالاقتصاديات الخاضعة للكبح أو القمع المالى، والتي يقصد بها تلك الاقتصاديات التى يوجد بها أنواع قليلة نسبيا من الأصول المالية المتاحة، والتى يتم فيها التحكم فى أسعار الفائدة (أو على الأقل تتأثر فيها هذه الأسعار بطريقة ملحوظة بقرارات الحكومة)^(٦).

كذلك اتجه اقتصاديون آخرون إلى توسيع التحليل المقدم من جانب ماكينون وشو، عن طريق تقديم نماذج أدخلت فى الاعتبار سياسات تحقيق الاستقرار، وبرامج الإصلاح المالى ودور سعر الصرف فى الاقتصاديات المفتوحة واختبار آثار السياسات النقدية وسياسات التحرير الإقتصادى فى ظل اقتصاد يخضع للقمع المالى.

وقد نتج عن هذا الأدب الإقتصادى - حول هذه الإقتصاديات - توصية هامة تتمثل فى ضرورة تحرير الأسواق المالية عن طريق رفع أسعار الفائدة المثبتة بطريقة إدارية.

وعلى مستوى التجربة العملية، دعا الإدراك المتزايد للمضار الناجمة عن التحكم الإدارى فى أسعار الفائدة كثيرا من الحكومات فى الأونة الأخيرة إلى أن تعطى لقوى السوق وزنا أكبر^(٧)، فقامت العديد من البلدان النامية بتنفيذ سياسة للتحرير المالى استهدفت بصفة أساسية إزالة القيود المفروضة على الائتمان والتوصل إلى تحقيق معدلات حقيقية موجبة للفائدة على الودائع والقروض بغية تشجيع

تعبئة المدخرات المحلية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية وتحسين فعالية استخدام الموارد المالية.

أما في مصر، فإزاء ارتفاع معدلات التضخم وتجاوزه معدلات سعر الفائدة السائدة، وإزاء توفر فرص بديلة للاحتفاظ بالمدخرات في صورة نقد أجنبي، وبصفة خاصة الدولار الذي يرتفع سعره بصفة مستمرة بالنسبة للجنية المصري، فقد وجد اتجاه قوى يدعو إلى ضرورة رفع معدلات الفائدة - الأسمية - حتى يصبح العائد على المدخرات موجبا من حيث القيمة الحقيقية^(٨).

ورغم اتباع سياسة للرفع التدريجي لأسعار الفائدة منذ منتصف السبعينات وحتى نهاية الثمانينات، إلا أن هذا الرفع - المتوالى - لم يكن كافيا لجعل تلك الأسعار موجبة من الناحية الحقيقية ولم يساهم في التقليل من حدة الآثار السيئة الناتجة عنها.

ومن ثم فقد اتجهت الحكومة - مع بداية عام ١٩٩١ - إلى تحرير سعر الفائدة وإزالة الأسقف المفروضة عليه حتى يتمشى مع ما يواجه الاقتصاد المصري من تضخم. ومن الطبيعي أن نتوقع ممارسة هذا التحرير تأثيره على العديد من المتغيرات الاقتصادية.

وتستهدف دراستنا الحالية مناقشة وتحليل الاعتبارات التي دعت إلى تحرير سعر الفائدة في مصر، وكذا إثاره المحتملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الهامة، وبصفة خاصة الادخار والاستثمار والتضخم.

وسوف تنقسم دراستنا إلى النقاط التالية:

* التحليل النظري المعاصر لاهمية تحرير الفائدة. حيث نبين في هذا المجال الاعتبارات النظرية التي يستند إليها مؤيدى تحرير أسعار الفائدة.

* مبررات (دواعى) تحرير أسعار الفائدة فى مصر. حيث نتعرض لوضع سعر الفائدة فى مصر، ونبين كيف أنه يعد سالبا من حيث القيمة الحقيقية، والمساوئ المترتبة على وجود مثل هذا السعر على كل من الادخار والاستثمار والتضخم.

* نتائج الدراسة.

٢ - التحليل النظرى المعاصر لأهمية تحرير سعر الفائدة :

رغم أهمية سعر الفائدة كمتغير هام يؤثر فى الطلب على الموارد القابلة للاستثمار وعرضها، وفى القرارات الخاصة بالعناصر الاقتصادية والمتعلقة بالمفاضلة بين الادخار والاستهلاك، بالاضافة إلى تأثيره فى تحركات رؤوس الأموال^(١) فان العديد من البلدان النامية قد اختارت أن تبقى أسعار الفائدة بها عند مستويات غير واقعية. حيث اتبعت سياسة لاسعار الفائدة المنخفضة وغير المرنة.

وتستند هذه السياسة فى واقع الأمر إلى ثلاث حجج وهى :

- الرغبة فى زيادة مستوى الاستثمار، استنادا إلى الحجة الكينزية السابق الإشارة إليها والمتمثلة فى أن معدلات الفائدة المنخفضة سوف تقدم حافزا لتكوين رأس المال.

- الرغبة فى استخدام اسعار الفائدة المنخفضة كوسيلة لتحسين توزيع الدخل، استنادا إلى أن اسعار الفائدة المنخفضة سوف تساعد وحدات الانتاج صغيرة الحجم والتي لا يمكنها تحمل الاقتراض بأسعار فائدة مرتفعة.

- الرغبة فى الاحتفاظ بالنفقات المالية منخفضة لتحاشى الآثار التضخمية الممكنة لتحرير اسعار الفائدة، استنادا إلى أن الاحتفاظ

بأسعار الفائدة عند مستوى منخفض سوف يكون بمثابة سلاح مفيد ضد التضخم.

غير أن الأدب الاقتصادي الحديث قام بدحض هذه الحجج والتشكيك في مدى صلاحيتها.

١-٢- ففيما يتعلق بالحجة الأولى، أي الرغبة في زيادة مستوى الاستثمار عن طريق الاحتفاظ بأسعار الفائدة عند مستوى منخفض. فقد هوجمت بصفة خاصة من جانب ماكينون R. McKinnon وشو E.S. Shaw^(١٠) - بين آخرين - حيث بينوا أنه إذا تم تخفيض اسعار الفائدة الحقيقية تحت مستوياتها التوازنية، فإن الطلب على الاستثمار سوف يتزايد بدون شك، ولكن الاستثمار المنفذ فعلا سوف يتسم بالانخفاض نظرا لأنه عند أسعار الفائدة المنخفضة يتم توليد مدخرات "غير كافية" للإستجابة لهذا الطلب.

ومن ثم فإن ازالة التشوهات في أسعار الفائدة قد يدر مكاسب محسوسة وواضحة في صورة معدل أكثر ارتفاعا من تكوين رأس المال الثابت المحلي الخاص على عكس ما يذهب إليه مؤيدو الاحتفاظ بتلك الاسعار عند مستوى منخفض.

ويضيف مؤيدو تحرير أسعار الفائدة أن فائض الطلب على الاستثمار سوف يتطلب ترشيحا للموارد القائمة بين المستثمرين المتنافسين الراغبين في الاقتراض عند المعدل المنخفض للفائدة، وحينما يكون هناك ترشيد للاقراض، ومعدلات للاقراض تتم مراقبتها (أو التحكم فيها) فمن المشكوك فيه أن المؤسسات المالية الوسيطة سوف تختار اقراض الأموال المتاحة وفقا لترتيب معدلات العائد على الاستثمار^(١١). فمن الأرجح أن عوامل أخرى مثل القدرة على تقديم الضمان والتأثير السياسى سوف تلعب دورا هاما في قرارات تلك المؤسسات^(١٢).

وبالتالى فان الاحتفاظ بأسعار الفائدة عند مستوى منخفض لن يكون من شأنه فقط اعاقة الاستثمار وانما ايضا تخفيض المعدل المتوسط للعائد على رأس المال تحت المعدل الأقصى الممكن التوصل إليه (١٣).

٢-٢. وفيما يتعلق بالحجة الثانية لمؤيدى اسعار الفائدة المنخفضة، والمتمثلة فى امكانية استخدام أسعار الفائدة المدعومة كأدوات لاعادة توزيع الدخل، فقد هوجمت أيضا من جانب أنصار تحرير تلك الاسعار، حيث بينوا أن المنطق النظرى يتعارض معها، حيث ينتج عن إدارة أسعار الفائدة "غير المثلى"، فائض فى الطلب على الأموال من جانب المستثمرين، ومن ثم الحاجة إلى ترشيد للائتمان بينهم.

وفى هذه الحالة سوف تعاني المجموعات صغيرة الحجم (النطاق) وبقية المجموعات المعوزة من الحرمان - وتصبح غير ذات أولوية - فى الأسواق المالية. ويفسر ذلك بأن نقص أو عدم كمال المعلومات وعدم كفاية الضمانات وغياب اقتصاديات الحجم، وأثر المخاطرة، تعد أكثر أهمية وخطورة بالنسبة لهذه المجموعات عنها بالنسبة للمجموعات الأخرى. مما يرفع من تكلفة الاقراض للمجموعة الأولى (صغار المقترضين) عنها بالنسبة للمجموعات الأخرى (كبار المقترضين).

وفى هذه الحالة، إذا ترك أمر تحديد اسعار الفائدة للبنوك، ولم تفرض عليها القيود فى هذا المجال، يمكنها حينئذ أن تلائم التكاليف المرتفعة وتحافظ على ربحية الاقراض لصغار المقترضين عن طريق زيادة سعر الفائدة (وفى هذه الحالة سوف يحتفظ هؤلاء بنصيبهم فى اجمالى الائتمان).

أما فى حالة تحديد سعر الفائدة، فسوف يصبح الاختيار الوحيد الذى تملكه تلك البنوك للحفاظ على الربحية هو التركيز على

اقراض كبار المقترضين بصورة متزايدة. وفي هذه الحالة فسوف يتجه الائتمان الممنوح لصغار المقترضين - بالضرورة - نحو الانخفاض^(١٤).

ويلاحظ في هذا المجال، أنه إذا كان فائض الطلب الناتج عن القيود المفروضة على سعر الفائدة يعد هاما، فإن المجموعات المعوزة قد تحرم من اللجوء للمصادر الرسمية للاموال بصفة شبه تامة - وتجبر على أن تعتمد على الائتمان الأكثر غلوا من المصادر غير الرسمية.

٢-٣. أما فيما يتعلق بالحجة الثالثة، والتي تذكر عادة بصدد الدفاع عن أسعار الفائدة المنخفضة، فهي تتمثل - كما ذكرنا - في التأثير التضخمي المحتمل لتحرير تلك الاسعار استنادا إلى أن رفع اسعار الفائدة المدينة سوف يزيد من تكلفة الانتاج في مختلف القطاعات الانتاجية ويؤدي بالتالى إلى ارتفاع الأسعار.

ومن ثم. ووفقا لهذه الحجة، فإن الاحتفاظ بأسعار الفائدة عند مستوى منخفض سوف يعنى الاحتفاظ بوحدة من نفقات الانتاج عند مستوى منخفض ايضا. مما يقلل من التضخم.

غير أن مؤيدى تحرير اسعار الفائدة يرون - ردا على هذه الحجة - أن الآثار التضخمية الممكنة لهذا التحرير مغالى فيها من جانب مؤيدى الوضع الراهن لأسعار الفائدة. وهم يرون أنه مما لا شك فيه أن بعض الآثار السعيرية قصيرة الأجل سوف تنتج عن مثل هذا التحرير. ولكنها لن تكون خطيرة^(١٥).

كذلك يرى مؤيدو تحرير أسعار الفائدة أن هذه الحجة تهمل تماما ردود الفعل المحتملة من جانب الحكومة على ما سوف ينتج عن اسعار الفائدة - الدانئة - المنخفضة من مستوى منخفض للدخار ومن ثم الاستثمار الخاص. ذلك أن عدم رضاء الحكومة عن مثل هذا المستوى - المنخفض للاستثمار سوف يدفعها إلى التوسع فى برامج الاستثمار العام والتي سوف تتركز فى تمويلها -أخذاً فى الاعتبار لانخفاض

مستوى الادخار المالى - على التوسع النقدى، مع ما ينتج عنه من آثار تضخمية.

بل، علاوة على ذلك، يرون أن هذه العملية تعد مدعمة ذاتيا، فكلما كان الادخار - المعبأ عن طريق المؤسسات المالية - والذى يتم "قمعه" نتيجة لانخفاض سعر الفائدة - قليلا كلما زادت حاجة الحكومة لتمويل هذا الانخفاض عن طريق التوسع النقدى.

ولكن فى الحدود التى يؤدى فيها هذا التوسع إلى زيادة حدة التضخم، فسوف يخفض أكثر من اسعار الفائدة الحقيقية، ويخفض بالتالى من اتاحية الادخار الاختيارى مرة أخرى، فتلجأ الحكومة إلى تمويل مشروعاتها عن طريق الاصدار النقدى الجديد.. وهكذا.

خلاصة القول، يرى مؤيدو تحرير اسعار الفائدة أن فرض أسقف على أسعار الفائدة يؤدى إلى مستويات منخفضة من الادخار والاستثمار ويخلق تشوهات فى سوق رأس المال، ويسهم فى عدم المساواة.

ومن هنا ينبغى تحرير أسعار الفائدة والبعد عن التحكم الإدارى فى مستوياتها نظرا لأنه إذا ما ترك الوسطاء الماليون احرارا فى تحرير اسعار الفائدة لانفسهم - متنافسين مع الآخرين فى سوق المال، فسوف يجد صغار المقترضين أمامهم فرصا أفضل للحصول على القروض وسوف يميل تمويل الاستثمارات إلى أن يتم على أساس ربحيتها المالية^(١٦) كما يرتفع مستوى الادخار والاستثمار.

٣ - مبررات (دواعى) تحرير سعر الفائدة فى مصر:

١-٣- وضع سعر الفائدة فى مصر:

سعر سالب من حيث القيمة الحقيقية :

سادت الاقتصاد المصرى موجة حادة من ارتفاع الاسعار، وتزايدت

معدلات التضخم به خلال الفترة الممتدة من منتصف السبعينات حتى وقتنا هذا، ويشهد على ذلك ما يعكسه تطور معدل النمو السنوى للرقم القياسى لاسعار المستهلكين فى حضر الجمهورية^(١٧) على النحو الموضح بالجدول رقم (١) بالملحق الاحصائى .

فتشير البيانات الواردة بهذا الجدول إلى أن هذا الرقم القياسى قد سجل ارتفاعا متواصلا مارا من ١٢٠٠٧ فى نهاية يونيو عام ١٩٧٣ إلى ٨٢٩٠٧ فى نهاية يونيو ١٩٨٧ ثم إلى ٩٥٢٠٦ فى نهاية يونيو ١٩٨٨ .

وقد اتجهت معدلات التضخم المحسوبة من الارقام القياسية لاسعار المستهلكين نحو التزايد حتى وصلت إلى ٢٥٠١٪ فى نهاية يونيو ١٩٨٧ ثم انخفضت إلى ١٤٠٨٪ فى ١٩٨٨ ، ووصل متوسطها إلى ١٤٠٩٪ بالنسبة للفترة ككل .

ونحن نعتقد أن معدلات التضخم المحسوبة على هذا النحو - من الارقام القياسية - تقل بكثير عن معدلات التضخم الحقيقية، وذلك لان الارقام القياسية تعد -بصفة عامة - متحيزة لأدنى، نظرا لانها لا تعبر عن الارتفاع الفعلى فى الاسعار، وانما تعبر فقط عن ارتفاع الاسعار الرسمية (وليس اسعار السوق السوداء)^(١٨) .

بمعنى آخر، أن معدلات التضخم المحسوبة على هذا النحو تشتمل على " تضخم مكبوت" لم يظهر لوجود عدد من السلع ذات الاسعار الجبرية المحددة من قبل الحكومة فى سلة الارقام القياسية^(١٩) .

على العموم أيا ما كان من أمر هذه الارقام القياسية ومدى حجيتها فى قياس التغيرات التى تحدث فى الاسعار، وما يرد عليها من تحفظات وما ترتبط به من مثالب إلا انها تشير إلى اتجاه تصاعدى لا شك فيه فى الاسعار، وإلى أن الاقتصاد المصرى يعانى منذ منتصف السبعينات من زيادة حدة الضغوط التضخمية به . ونظرا لاتجاه مستوى الاسعار نحو

الارتفاع على هذا النحو، أصبح هناك عدم تناسب بين اسعار الفائدة المحلية وبين معدل انخفاض القوة الشرائية للجنة المصرفى والنتج عن الارتفاع فى معدلات التضخم .

ومنا اتجه البنك المركزى إلى سياسة الرفع التدريجى لاسعار الفائدة بفرض التقريب بينها وبين معدل التضخم، وذلك عقب صدور القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ والذي فوض لمجلس ادارة البنك المركزى سلطة تحديد اسعار الخصم واسعار الفائدة الدائنة والمدينة دون التقيد بالحدود المنصوص عليها فى القانون المدنى .

ومن ثم فقد بدأ البنك المركزى - ابتداء من أول يناير ١٩٧٦ فى الرفع التدريجى لسعر الفائدة عن طريق رفع الحدود القصوى والدنيا لاسعار الفائدة على فترات متقاربة نسبيا .

ومن ثم فقد حدث أول رفع لهذه الحدود - بالنسبة لسعر الفائدة الدائن - فى أول يناير ١٩٧٦ ، ثم توالى الرفع بعد ذلك بواقع ١٪ بصفة تدريجية على النحو المبين فى الجدول رقم (٢) بالملحق الاحصائى، بحيث زادت من ٤٪ (على الودائع المصرفية لمدة سنة فأكثر) فى عام ١٩٧٥ ، إلى ١١٪ (على الودائع لمدة سنة وأقل من سنتين) وإلى ١٣٪ (على الودائع لمدة ٥ سنوات) فى ١٩٨٢/٧/١ .

كما زادت من ٣٪ فيما يتعلق بالودائع بصندوق توفير البريد - وعلى نحو تدريجى أيضا - حتى وصلت إلى ١٠٪ فى عام ١٩٨٢ .

وبالنسبة لشهادات الاستثمار، فقد زادت الفائدة عليها حتى وصلت إلى ١٣٫٢٥٪ اعتبارا من أغسطس ١٩٨٢ .

وفىما يتعلق بأسعار الفائدة المدينة، فقد حدث أول رفع لها اعتبارا من أول يناير ١٩٧٦ بحيث أصبح الحد الأدنى ٧٪ سنويا والحد الأقصى ٨٪ سنويا . ثم اعقب ذلك رفع سعر الفائدة خمس مرات متتالية

حتى آخر يونيو ١٩٨٠ ، بمقدار ١٪ منها مرتين حدثتا فى العام المذكور^(٢٠) (انظر الجدول رقم (٣) بالملحق الاحصائى).

وفى عام ١٩٨١ ، توحدت أسعار الفائدة المدينة بالنسبة لكل القطاعات، بحيث اصبحت تتراوح بين ١٣٪ (كحد أدنى)، ١٥٪ (كحد أقصى).

وقد اعطى إهتمام كبير فى عام ١٩٨٢ لتطبيق اسعار الفائدة التفضيلية بغرض ترشيد الائتمان وتوجيهه وذلك بتخفيض اسعار الفائدة على القروض التى تمنح لبعض القطاعات المرغوب فى تشجيعها مقابل زيادة اسعار الفائدة على قروض بعض القطاعات التى يتطلب الأمر الحد من توسعها.

وقد تحددت اسعار الفائدة بحيث تسمح باعطاء تفضيل قطاعى الزراعة والصناعة فخفضت تلك الاسعار إلى ١٣٪ كحد أقصى وبدون حد أدنى، ولم يتغير الوضع بالنسبة لقطاع الخدمات (١٣٪ سنويا كحد ادنى، ١٥٪ سنويا كحد اقصى) وزيدت بالنسبة لقطاع التجارة (١٦٪ سنويا كحد ادنى وبدون حد اقصى) مما ادى إلى رفع تكلفة الائتمان بالنسبة له أكثر من غيره من القطاعات.

وجدير بالذكر، ان هيكل اسعار الفائدة قد استقر عند هذا الوضع تقريبا حتى عام ١٩٨٧ حيث لم يدخل عليه سوى تعديل واحد بموجب قرار مجلس ادارة البنك المركزى بتاريخ ١٠ نوفمبر ١٩٨٣ بوضع حد ادنى لاسعار الفائدة على القروض والسلفيات والخصم والتى تمنحها البنوك لعملاء قطاعى الزراعة والصناعة (وهو ١١٪)، فاصبحت اسعار الفائدة على القروض الممنوحة لهذين القطاعين تتراوح بين ١١٪، ١٣٪ بعد أن كانت فى العام السابق عليه (١٩٨٢)، بدون حد ادنى، وذلك منعا لهبوط هذا المعدل إلى مستويات غير اقتصادية لا تعكس الندرة الحقيقية لرأس المال^(٢١).

وفى عام ١٩٨٧ عدل هذا الهيكل بالنسبة للفائدة المدينة، ولم يطرأ تغيير على الفائدة على الودائع بجميع انواعها (حيث ظلت تتراوح ما بين ٥٪، ١٣٪ وفقا لمدد الادخار).

فتم رفع سعر الفائدة على القروض التى تجاوزت السنة وحتى السنتين بمقدار ١٪، والتى تجاوزت السنتين بواقع ٢٪، ومن ثم فقد تراوحت الفائدة المدينة لقطاعى الزراعة والصناعة ما بين ١١٪، ١٣٪ كحد ادنى وما بين ١٣٪، ١٥٪ كحد اقصى تبعا لمدة القرض وتراوحت بين ١٣٪، ١٥٪ كحد ادنى بالنسبة لقطاع الخدمات، وبين ١٥٪، ١٧٪ كحد اقصى.

اما بالنسبة لقطاع التجارة فقد رفع الحد الادنى للفائدة على قروضه ليتراوح بين ١٦٪، ١٨٪ وبدون حد اقصى (انظر الجدول رقم (٤) بالملحق الاحصائى).

وفى عام ١٩٨٩، تم تعديل هيكل اسعار الفائدة على الودائع والقروض والسلفيات - بالجنيه المصرى - بهدف جذب المزيد من المدخرات إلى الجهاز المصرفى للمساهمة فى التمويل اللازم لمشروعات التنمية ودفع عجلة الانتاج، على أن يسرى الهيكل الجديد اعتبارا من ١٥ مايو ١٩٨٩ (٢٣).

وبناء على هذا التعديل تم رفع اسعار الفائدة على شرائح الودائع للاجآل المختلفة بما يتراوح بين ٥ر٠، ٣ نقاط مئوية، وبما يبلغ معه اعلى سعر للفائدة على الودائع ١٦٪ سنويا (بالنسبة للودائع لمدة ٧ سنوات وأكثر). ومن ثم اصبحت معدلات الفائدة الدائنة تتراوح بين ٥٪، ١٦٪ كما زيدت فائدة صندوق توفير البريد إلى ١١٪ وفائدة شهادات الاستثمار إلى ٢٥ر١٦٪ اعتبارا من يوليو ١٩٨٩)، كما هو موضح بالجدول رقم (٢).

اما بالنسبة للفائدة المدينة فقد زادت ايضا بما يتمشى مع زيادة تكلفة الحصول على الودائع، واقتصرت الزيادة على نقطتين مئويتين، بحيث تراوحت اسعار الفائدة المدينة بالنسبة لقطاعى الزراعة والصناعة ما بين ١٣٪، ١٥٪ كحد ادنى وما بين ١٥٪، ١٧٪ كحد اقصى - وفقا للمدد الخاصة بالقروض، وبالنسبة لقطاع الخدمات ما بين ١٥٪، ١٧٪ كحد ادنى وما بين ١٧٪، ١٩٪ كحد اقصى .

أما فيما يتعلق بقطاع التجارة، فقد وحد الحد الأدنى لجميع المدد بـ ١٨٪، وبدون حد اقصى (انظر الجدول رقم (٤) بالملحق الاحصائى).

ولكن رغم هذا الرفع المتوالى لسعر الفائدة، إلا أنه نظرا لارتفاع معدلات التضخم واستمرار تصاعد الموجة التضخمية، فقد ظل هذا السعر الاسمى أقل من معدل التضخم المحلى مما يعنى أن السعر الحقيقى للفائدة يعد سالبا من الناحية الحقيقية .

فاذا أخذنا بمعدل التضخم الوارد فى تقرير البنك المركزى السنوى (تقرير ١٩٨٨/٨٧)، لعام ١٩٨٨/٨٧ وهو ٢٥٨٪، وأخذنا فى الاعتبار سعر الفائدة على الودائع بالجنه المصرى لمدة سنة على سبيل المثال - فى نفس العام المذكور - الذى لم يتجاوز ١١٪ لوجدنا أن سعر الفائدة الحقيقى على تلك الودائع سالب بقدر يصل إلى حوالى ١١٩٪^(٢٣).

٣-٣. النتائج المترتبة على وجود سعر فائدة حقيقى سالب فى مصر:

ترتب على سعر الفائدة الحقيقى - السالب - فى مصر نتائج سيئة منها :

أولا: وجود اتجاه قوى لاحلال الادخار العينى - الذى يأخذ صورة شراء المعادن النفيسة والسلع المعمرة والأراضى والعقارات وغيرها، محل الادخار المالى، وذلك تحت تأثير الرغبة فى تحقيق عائد مرتفع على

المدخرات. ولا شك أن الارتفاع الشديد فى أسعار الاراضى والعقارات لهو
أصدق دليل على صحة هذا الأمر.

ثانيا: احلال الادخار بالعملات الاجنبية محل الادخار بالعملات الوطنية
نتيجة لارتفاع الهامش بين اسعار الفائدة على المدخرات والودائع
المقومة بالعملة المحلية وبين اسعار الفائدة السائدة فى اسواق العملات
الاجنبية، وبالذات فى سوق الدولار الأمريكى وذلك رغبة فى الاستفادة
من فروق اسعار الفائدة^(٢٤).

ويرجع ارتفاع سعر الفائدة على الودائع بالعملات الاجنبية اساسا
إلى تزايد الحرية للبنوك الاجنبية فى عرض اسعار الفائدة على تلك
الودائع بما يتفق مع مستوياتها السائدة فى الاسواق العالمية ومع
التغيرات التى تحدث فى القوة الشرائية لهذه العملات.

وقد اخذت الودائع بالعملات الأجنبية - فى مصر - فى النمو
حتى وصلت نسبتها إلى حوالى ٤٥٫٨٪ من اجمالى قيمة الودائع فى عام
١٩٨٧/٨٦ وإلى حوالى ٥٥٫٨٪ فى ١٩٨٨/٨٧ ، وحوالى ٥٦٫٩٪ فى
١٩٨٩/٨٨ ثم إلى ٤٨٫٥٪ فى عام ١٩٩٠/٨٩^(٢٥).

وقد ترتب على زيادة الطلب على الدولار - للاستفادة من فروق
اسعار الفائدة بين الودائع الدولارية والودائع المقومة بالعملة المحلية،
وللاغراض الأخرى^(٢٦) ظاهرة من أهم الظواهر التى طبعت سلوك الاقتصاد
المصرى منذ النصف الثانى من السبعينات، والمتمثلة فى ما يطلق
عليه "دلورة الاقتصاد المصرى" بحيث اصبح الوضع فيه يقترب من
مثيله فى العديد من بلاد امريكا اللاتينية والتى تعانى ايضا من هذه
الظاهرة.

فقد زادت واتسعت دائرة "دولارية المعاملات" فى الاقتصاد
المصرى، بحيث اصبح الدولار الأمريكى يتمتع بصفة القبول العام فى

المعاملات واصبح يحل تدريجيا محل العملة المحلية فيما تقوم به من وظائف .

ذلك أن الدولار اصبح وحدة مقبولة للحساب، وكذلك أداة للوفاء بالدين ولتسوية المعاملات بين الافراد والوحدات العاملة فى مصر، كما اصبح مطلوبا فى السوق المصرية باعتباره "مخزن جيد للقيمة" أى للحفاظ على قيمة النقود فى مواجهة ما يصيبها من تآكل مطرد بفعل التضخم^(٢٧).

وقد ارتبط "بدلورة" الاقتصاد المصرى على هذا النحو مساوئ وسلبيات معينة منها :

* اضعاف السيطرة والتحكم من جانب السلطات النقدية فى كمية النقود وفى السيولة المحلية فى الاقتصاد المصرى نتيجة لاتساع حجم المكون الذى يعد تأثيرها - المباشر - عليه ضعيفا .

* اضعاف فعالية الادوات المالية، عن طريق توسيع امكانية التجنب الضريبى، وتخفيض حصيلة ضريبة التضخم .

* ممارسة مزيد من الضغط على ميزان المدفوعات، نظرا لأن النظام المصرفى ينبغى عليه ان يدفع العائد على الودائع بالعملات الأجنبية بهذه العملات^(٢٨).

ثالثا : هروب رؤوس الأموال إلى الخارج :

من المعروف أن العلاقة بين معدلات الفائدة الأجنبية ومعدلات الفائدة المحلية تعد محددًا هامًا للتدفقات الدولية لرأس المال الخاص . فإذا كانت اسعار الفائدة المحلية - الحقيقية - أقل منها فى الخارج فسوف يتجه الافراد إلى ايداع اموالهم خارج البلاد . ومن ثم فان وجود وتزامن معدلات مرتفعة للتضخم فى بعض البلاد النامية ووضع حدود

قصوى على الفوائد على الادخار الوطنى يخلق دافعا قويا لتصدير رؤوس الأموال إلى الخارج، حيث يمكنها أن تدر عائدا موجبا من الناحية الحقيقية^(٢٩).

وقد قدر بعض المصادر حجم الأموال الهاربة - من مصر - بنحو ٤٠ بليون دولار فى الفترة ١٩٨٢-٧٦ (وهو ما يتقارب مع حجم المديونية الخارجية لمصر)^(٣٠).

وقدرت دراسة اخرى هذا الهروب - كنسبة من اجمالى القروض متوسطة وطويلة الأجل - بـ ٣٤,٢٪ من هذا الاجمالي فى نفس الفترة^(٣١). كذلك تم تقدير حجم الأموال التى يمتلكها المصريون فى الخارج بحوالى (٦٠) بليون دولار على أساس أن مدخرات المصريين فى العام يقدر متوسطها السنوى بحوالى ١٢ مليار دولار، وما ورد إلى مصر من هذه المدخرات فى صورها المختلفة (تمويل استيراد من الموارد الخاصة و سلع بصحبة راكب وتغييرات فى الحسابات الجارية والودائع بالمصارف المعتمدة بمصر، بالاضافة إلى البنكنوت الذى يرد بصحبة الركاب ويتم تداوله فى السوق الحرة) يقدر سنويا بنحو ٧ مليار دولار فى المتوسط، ومن ثم فبالنسبة للفترة ١٩٨٦-٧٤ يكون حجم هذه الودائع حوالى ٦٠ مليار دولار^(٣٢).

وقد فجر انهيار شركات توظيف الأموال قضية الأموال الهاربة عندما اتضح أن هناك مبالغ كبيرة قامت تلك الشركات بتوظيفها فى اسهم وسندات فى البورصات العالمية والتى تسببت فى خسائر كبيرة لهذه الشركات وذلك بعد الهزة العنيفة التى تعرضت لها هذه البورصات فى نهاية عام ١٩٨٧^(٣٣).

رابعا: اختلال العلاقة النسبية بين رأس المال والعمل:

من المعروف أن بقاء سعر الفائدة عند مستوى غير واقعى فى اقتصاد ما - نتيجة للرقابة عليه، والتى تجعل منه سعرا سالبا من

حيث القيمة الحقيقية -يؤدى إلى اختلال فى الثمن النسبى لرأس المال إلى العمل، حيث تصبح تكلفة الائتمان زهيدة بالنسبة للعمل، وذلك بالنسبة لتلك المؤسسات التى يمكنها الوصول دون قيود إلى قروض القطاع العالى الرسمى، ومن ثم يشجع الاستثمارات ذات الكثافة الرأسمالية فى بعض اجزاء الصناعة^(٢٤)، وهذا هو ما حدث فى مصر حيث أدت اسعار الفائدة المنخفضة ذات القيمة الحقيقية السالبة إلى اختلال تلك العلاقة مما أدى إلى تشجيع المشروعات على استخدام فنون انتاجية كثيفة رأس المال -وهو ما ترتب عليه ابتعاد نمط توزيع الموارد عن النمط الأمثل، وفقدان مصر إحدى مزاياها النسبية والمتمثلة فى وجود قوة عاملة رخيصة نسبيا مما أضعف القدرة التنافسية للمنتجات الصناعية دوليا^(٢٥).

خامسا: اختلال نسبة القروض إلى رأس المال فى العديد من المشروعات:

فقد أدى انخفاض مستويات اسعار الفائدة النقدية والحقيقية إلى انخفاض معدلات التمويل الذاتى فى مشروعات القطاع العام، ولجوء هذه الأخيرة إلى الاقتراض مما أسفر عن اختلال نسبة القروض إلى رأس المال وهو ما أدى بدوره إلى مواجهة تلك المشروعات للكثير من الصعاب المالية، أدت إلى انخفاض مستوى ادائها وجودة منتجاتها وقدرتها على التصدير^(٢٦).

وقد اظهرت دراسة حديثة قام بها المجلس القومى للانتاج والشئون الاقتصادية أن هناك ٦٥ شركة من شركات القطاع العام الصناعية والبالغ عددها ١١٦ شركة تعاني من مشاكل فى هياكل تمويلها نظرا لزيادة نسبة المديونية عن ٥٠% من اجمالى اصول الشركة (أى بنسبة ٥٦% من مجموع شركات القطاع العام الصناعية)^(٢٧).

كما بينت الدراسة المذكورة أنه بالنسبة للمشروعات الصناعية الاستثمارية (المنشأة وفقا لأحكام القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ فى

شان رأس المال العربى والأجنبى) تبين من فحص ميزانيات ٦٨٥ مشروعا فى آخر عام ١٩٨٥ (من بين ٧٦٥ مشروعا بدأت الانتاج بالفعل فى مصر فى ١٩٨٥) أن نسبة القروض إلى رأس المال فى المشروعات الزراعية والانشائية بلغت ١٢٢٪، ١٨٢٪، ١٥٣٪ على التوالي فى السنوات ٨٣ ، ٨٤ ، ١٩٨٥ كما بلغت هذه النسبة فى المشروعات الصناعية ٣٢٨٪، ٢٤٠٪، ٢٥٣٪ على التوالي فى السنوات المذكورة(٣٨).

٣-٢. مزايا تحرير أسعار الفائدة:

ان الاعتبارات السابقة جعلت العديد من الاقتصاديين يوصون اليوم بضرورة العمل على رفع سعر الفائدة الاسمى، بحيث يصبح موجبا من حيث القيمة الحقيقية، وهى التى تكمن وراء الاتجاه إلى تحرير سعر الفائدة فى الاقتصاد المصرى مع بداية عام ١٩٩١. وعدم قيام البنك المركزى بتحديد الحد الأعلى له، والاكتفاء بتحديد الحد الأدنى من خلال ما يقيمه من مزاد لبيع اذونات الخزنة(٣٩).

ويرى مؤلاء الاقتصاديون أنه إذا ارتفع سعر الفائدة بحيث أصبحت قيمته الحقيقية موجبة فسوف يؤدي ذلك إلى مزايا عديدة منها:

أولا: الحد من الاستهلاك وتشجيع الادخار:

وهذا ما يفترض مرونة الادخار بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة (وسوف نعود لمناقشة هذه المرونة فيما بعد).

ثانيا: جعل الاصول المالية أكثر اغراء للمدخرين من الاصول الحقيقية:

وهو ما يساعد على الحد من الاستهلاك وشراء السلع المعمرة والكمالية والمضاربة على الاراضى والعقارات مما يساهم فى الحد من معدلات ارتفاع الاسعار المحلية والتخفيف من حدة التضخم(٤٠).

ثالثا: التقليل من الاقبال على الادخار بالعملات الاجنبية:

والذى يكون من شأنه الحد من الطلب على هذه العملات بصفة عامة والدولار بصفة خاصة كوسيلة للادخار، مما يساهم فى الحد من مشكلة الدورة.

رابعا: عودة الأموال المحازة فى الخارج:

ويعارض البعض فى جدوى رفع سعر الفائدة كوسيلة لاسترداد الأموال المهربة فى الخارج، وهم يرون ان هذا يفترض بالضرورة أن الهروب يتم لاعتبارات العائد فقط، وهو ما يعد محل تساؤل كبير وينقصه التأكيد فلم يثبت ان رفع سعر الفائدة ليصبح موجبا بالمقارنة بمعدل التضخم المحلى هو العامل الاساسى لاجتذاب رؤوس الأموال وذلك لأن هذه الظاهرة تفسر ايضا بالعديد من الاعتبارات الاقتصادية الأخرى غير تلك الخاصة بالعائد ومنها المبالغة فى سعر الصرف (مما يثير المخاوف بقرب تخفيض قيمة العملة المحلية فى المستقبل) وارتفاع الضرائب على الدخل (مما يشجع المواطنين على تقليل اوعيتهم الضريبية واقتناء اصول لا تخضع لسيطرة السلطات المحلية) وغياب الثقة فى المناخ الاستثمارى (نتيجة لعدم استقرار الاحوال الاقتصادية داخل البلاد) ونقص فرص الاستثمار فى الأسواق المحلية^(٤١).

ولكن على أية حال، وإن رأى البعض استحالة عودة الأموال التى تم هروبها للخارج فعلى الأقل ينبغى العمل على مكافحة هذه الظاهرة فى السنوات القادمة والحيلولة دون المزيد من هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج (على الأقل تلك التى يتم هروبها سعيًا وراء اسعارها للفائدة أكثر ارتفاعا).

خامسا: تقليل التحيز لصالح الأنشطة كثيفة رأس المال: واقبال الميل نحو التخزين الزائد لارتفاع التكلفة فى ظل اصلاح سعر الفائدة^(٤٢).

سادسا: رفع كفاءة الاستثمار وترشيده: حيث يتم الاتجاه نحو المشروعات ذات العائد المرتفع نظرا لارتفاع تكلفة الأموال مما يتطلب التدقيق في اختيار المشروعات.

٤ - الآثار المحتملة لتحرير اسعار الفائدة:

لا شك أن تحرير اسعار الفائدة في الاقتصاد المصرى سوف يكون من شأنه التأثير فى العديد من المتغيرات الاقتصادية، على اننا سوف نقصر تحليلنا فى الصفحات التالية على ثلاث تأثيرات هامة لهذا التحرير وهى: التأثير - المحتمل - على كل من الادخار والاستثمار والتضخم.

٤-١- الأثر على الادخار:

يؤثر سعر الفائدة - وفقا للدراسات النظرية - على القرار الخاص بتوزيع الدخل بين الاستهلاك والادخار، فاذا ارتفع سعر الفائدة أدى ذلك إلى تشجيع الادخار رغبة فى الحصول على عائد مرتفع، وتقليل الانفاق على الاستهلاك بالتالى، ويحدث العكس فى حالة انخفاض هذا السعر.

ومعنى ذلك وجود علاقة ايجابية بين سعر الفائدة وحجم المدخرات.

غير أن البعض يرى أن تحرير سعر الفائدة - الدائن - قد لا يفيد كثيرا فى تنمية المدخرات المحلية نظرا لأن هذه العلاقة بين الادخار وسعر الفائدة غير مؤكدة، وليس هناك ما يضمن أن يترتب على رفع سعر الفائدة زيادة يعتد بها فى حجم المدخرات. وهم يستندون فى هذا المجال إلى الدراسات النظرية الحديثة التى تمت على العلاقة بين سعر الفائدة وبين المدخرات بالإضافة إلى الدراسات التطبيقية لمرونة

تغير المدخرات بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة في البلاد المتقدمة والمتخلفة على السواء.

ففيما يتعلق بالتحليل النظري الحديث، نجد أنه قد انتقد التحليل الكلاسيكي لسعر الفائدة والذي يقيم علاقة طردية بين هذا السعر وبين الادخار، ويعتبر سعر الفائدة بمثابة العامل الأساسي المحدد للادخار.

فوفقا لهذا التحليل - الكلاسيكي - يقوم الافراد بالمفاضلة بين الاستهلاك الحاضر والاستهلاك المؤجل في ضوء "ثمن الانتظار" (وهو سعر الفائدة) فيعملون على تخفيض حجم استهلاكهم وزيادة حجم مدخراتهم إذا ما ارتفع سعر الفائدة والعكس صحيح، ومن ثم فإن الادخار (وهو الجزء المتبقى من الدخل بعد الاستهلاك) يعد بمثابة دالة متزايدة في سعر الفائدة حيث يزيد بزيادة هذا السعر وينخفض بانخفاضه.

وقد اعترض كينز على هذا التحليل، حيث بين أن الادخار يعتمد بصفة اساسية على الدخل وليس سعر الفائدة، كما أن سعر الفائدة ليس ثمنا للادخار - كما يفترض الكلاسيك - وإنما هو ثمن أو مقابل التخلي عن السيولة (وليس مقابل التضحية بالاستهلاك الحاضر في سبيل الاستهلاك المستقبل) - كما أن هذا الثمن يتحدد مثله في ذلك مثل أى سعر آخر في السوق عند المستوى الذي يتساوى معه العرض والطلب (عرض النقود والطلب عليها في هذه الحالة) (٤٣).

خلاصة القول أنه، على حين أعطى الكلاسيك اهمية كبيرة لسعر الفائدة باعتباره العامل المستقل المحدد للادخار يرى كينز والفكر الحديث أن الدخل المتاح هو العامل الأساسي المحدد للادخار، ومن ثم يصبح سعر الفائدة غير فعال في التأثير على الادخار.

وفيما يتعلق بالدراسات التطبيقية، التي اجريت بشأن اختبار مرونة الادخار بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، فقد اظهرت معظم هذه الدراسات تشككها في فعالية سياسة سعر الفائدة في تعبئة المدخرات.

فقد اكدت بعض الدراسات التي قامت بتحليل مرونة المدخرات الخاصة بالنسبة لسعر الفائدة في البلاد المتقدمة أن هذه المرونة منعدمة وان العائد على المدخرات يأتي في ختام العوامل التي تؤثر على قرارات الافراد بالادخار، في حين يأتي في مقدمة تلك العوامل، سيولة تلك المدخرات و "الامان" الذي توفره للمدخر. فهاتين الصفتين يبحث عنهما المدخر حين يختار احد الاصول المالية التي يستثمر فيها مدخراته.

وتشير احدى تلك الدراسات، إلى أنه، في فرنسا، ثبت أن معظم الافراد الذين يودعون اموالهم في صناديق التوفير الفرنسية لا يعرفون سعر الفائدة على مدخراتهم.

وفي ايطاليا، يقنع المدخرون في صناديق التوفير بسعر فائدة يصل إلى ٣٧٥٪ (وقت اجراء الدراسة المعنية) في حين انهم اذا قاموا بايداع مدخراتهم أو باستثمارها في سندات (يتم اصدارها عن طريق نفس الجهاز) سيحصلون على عائد يصل إلى ضعف العائد الذي يحصلون عليه^(٤٤).

اما بالنسبة للبلاد المتخلفة، فان الدراسات التي أجريت بهذا الشأن لم تكن قاطعة في نتائجها، فقد توصل البعض منها إلى وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة والادخار في تلك البلاد^(٤٥)، في حين توصل البعض الآخر إلى وجود علاقة ايجابية بين هذين المتغيرين^(٤٦).

وربما يرجع عدم الاتفاق بين هذه الدراسات فيما توصلت إليه من نتائج إلى العديد من العوامل ومنها:

* احتمال تغلب أثر الدخل الناتج عن ارتفاع سعر الفائدة على اثر الاحلال. ذلك أن ارتفاع سعر الفائدة يزيد من العائد ولكنه يتيح أيضا للمدخرين ان يصلوا إلى رصيد مستهدف من الثروة المالية بمعدل أقل من الادخار^(٤٧).

* وجود صعوبات هامة فى حساب وتفسير مرونة المدخرات بالنسبة لسعر الفائدة ومنها صعوبة الفصل بين آثار الدخل وآثار الاحلال الناتجة عن تغيير اسعار الفائدة، وصعوبة التقدير الكمي لدور التوقعات فى القرارات المتعلقة بالادخار بالاضافة إلى مشاكل قياسية أخرى^(٤٨).

وفيما يتعلق بالعلاقة بين سعر الفائدة وحجم المدخرات - فى مصر - فقد اختلفت أيضا الدراسات فيما توصلت إليه من نتائج.

فقد انتهت احدى الدراسات التى استهدفت تحديد تأثير التغيير فى سعر الفائدة على الودائع بالعملة المحلية باستخدام اسلوب تحليل الانحدار - مع افتراض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة فى تغيير حجم الودائع^(٤٩)، إلى أن خلال الفترة ١٩٧٦-١٩٨٣ يعود التغيير فى حجم الودائع إلى تغيير سعر الفائدة بدرجة ثقة ٩٩% (أى تأكدت معنوية العلاقة بالمفهوم الاحصائى بين المتغيرين) وأن ٩٤% من تغيرات حجم الودائع بصفة عامة يمكن تفسيره بالتغيرات فى سعر الفائدة.

كذلك قامت تلك الدراسة باختبار مدى تأثير التغيير فى سعر الفائدة للفئات الزمنية المختلفة على الودائع المقابلة لتلك الفئات، وقد توصلت أيضا إلى معنوية العلاقة فى هذه الحالة، وإلى أن فئة الودائع "أكثر من سنة" هى أكثر الفئات التى يكون لتغيير سعر الفائدة أثر واضح على تغيير حجم الودائع. أما الودائع فى المدة "من ٧ أيام حتى أقل من شهر" فتتمثل الاستجابة الدنيا لسعر الفائدة مما يعنى أن هناك اعتبارات أخرى (تفضيل السيولة) تفوق سعر الفائدة (اعتبار الربحية).

وقد خلصت الدراسة إلى أن التغير في سعر الفائدة يكون أكثر فعالية في زيادة حجم الودائع عند فئات الودائع الأطول أجلا عنه عند الأقصر أجلا.

وتوصلت دراسة أخرى^(٥٠) إلى أن تأثير سعر الفائدة على الادخار يعد ضعيفا، وفحرت ضاللة أثر سعر الفائدة بالحقيقة القائلة بأن الافراد لا يزيثون من مدخراتهم لمجرد ارتفاع سعر الفائدة بل أن قوة اللوائح القيدية لدى الافراد في مضر من العوامل التي تضعف أثر سعر الفائدة.

كما توصلت أيضا إلى أن الدخل يعد من أهم العوامل المؤثرة على الادخار (وهو ما ظهر من ارتفاع المعنوية الإحصائية للمعامل الدخل في معظم المعادلات الخاصة بالدراسة ومن كون إشارة هذا المعامل موجبة).

وقد اتضحت أهمية الدخل كمؤثر على الادخار من ارتفاع المرونة الداخلية للاذخار مما يعني أن زيادة الدخل بنسبة ١٪ تؤدي إلى زيادة الادخار بنسبة أكبر (١,٩٦٪ تقريبا).

وربما يرجع عدم وضوح العلاقة بين سعر الفائدة والمدخرات في مصر إلى أنها - شأنها شأن أي بلد نام - يتوقف حجم المدخرات فيها على العديد من العوامل التي يصعب التأثير عليها في المدى القصير ومنها^(٥١) متوسط الدخل الفردي الحقيقي، العادات المتعلقة بالاستهلاك ومدى نماء الوعي الإذخاري والاستثماري والوعي المصرفي، التركيب العمري للسكان، أثر التقليد والمحاكاة، مدى نماء السوقين النقدي والمالي، مدى توافر الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار السياسي والتوقعات والخدمات التي تقدمها الحكومة مثل التأمينات الاجتماعية، وغير ذلك من العوامل. كما يشهد على ذلك ارتفاع نسبة الادخار ومن ثم فإن القول بوجود علاقة موجبة بين رفع سعر الفائدة الدائن من ناحية وزيادة المدخرات من ناحية أخرى يتجاهل إلى حد كبير

هذه العوامل الأخرى التى لا تقل أهمية عن سعر الفائدة فى التأثير على المدخرات بل وفى حالات عديدة قد تكون أكثر فاعلية (وبالذات الدخل).

ويستتبع ذلك أن القول بأن زيادة حجم الودائع - بصفة مطردة - منذ عام ١٩٧٦ (أى منذ اتباع سياسة الرفع التدريجى لسعر الفائدة) حتى الآن يرجع إلى زيادة سعر الفائدة، يتجاهل عوامل أخرى عديدة ساهمت فى زيادة تلك الودائع ومنها: زيادة الدخل، زيادة تحويلات العاملين، واستحداث البنوك لأنواع جديدة من الودائع ...

بل يرى البعض أن ما حدث من رفع لسعر الفائدة على النحو المشار إليه قد يكون قد جذب بعض المدخرين الحديين الذين تتأثر قراراتهم الادخارية بحجم العائد المنتظر تحقيقه من وراء تكوين هذا الادخار، ولكن الأرجح أن الزيادة التى حدثت فى اسعار الفائدة على الودائع الادخارية بالبنوك وغيرها من المؤسسات القائمة على أمر تجميع المدخرات، أدت إلى اجراء عملية تحويلات من الالوعية ذات سعر الفائدة المنخفض إلى الالوعية التى تتميز بسعر فائدة مرتفع نسبيا^(٥٢).

فقد لوحظ اتجاه المدخرين إلى سحب مدخراتهم من صندوق توفير البريد وتوجيهها إلى شهادات الاستثمار (والودائع الادخارية بالبنوك) والتى تتميز باسعار فائدة أعلى من تلك الخاصة بصندوق توفير البريد.

لذا نجد أن معدل نمو ودائع صندوق التوفير قد انخفض بشكل ملحوظ من ١٥% فى عام ١٩٨١ على سبيل المثال إلى ١% فقط فى عام ١٩٨٩ فى الوقت الذى ارتفع فيه معدل نمو شهادات الاستثمار من ١٣% إلى ١٩% فى نفس الفترة^(٥٣).

ومن ناحية أخرى، لوحظ أن رفع سعر الفائدة على الودائع بالعملات الأجنبية بدرجة أكبر من نظيره على الودائع بالعملة المحلية قد أدى إلى اتجاه عدد كبير من المدخرين المصريين إلى تصفية مدخراتهم

بالعملة المحلية واستخدامها فى شراء عملات اجنبية لكى يفتحوا بها حسابات ادخارية ويستفيدوا من فروق سعر الفائدة^(٥٤).

ومعنى هذا أن أسعار الفائدة تعد أكثر أهمية فى تحديد القنوات التى تتدفق خلالها المدخرات منها فى تغيير الميل للادخار.

غير اننا نرى أن هذه الاعتبارات السابقة لا تعنى انعدام مرونة المدخرات بالنسبة لسعر الفائدة، ومن ثم لا تعنى عدم تأثير سياسة تحرير سعر الفائدة على المدخرات الحقيقية. ونستند فى ذلك إلى الاعتبارات التالية:

أولاً: ان الدراسات التطبيقية التى تمت لاختبار اثر تغيرات سعر الفائدة على المدخرات والتى انتهت إلى أن اتباع سياسة الفائدة المرنة غير ذى قيمة أو على الأقل ثانوى فى مجال تعبئة مدخرات القطاع العائلى، قد اخذت فى اعتبارها - كمتغير مستقل - سعر الفائدة "الملاحظ" والسائد فى السوق وليس سعر الفائدة الحقيقى على المدخرات.

ثانياً: أن الشك فى قدرة سعر الفائدة على احداث تغيرات ملحوظة فى حجم الادخار الكلى يرجع إلى أن التغيرات التى حدثت فى اسعار الفائدة المطبقة فى القطاع المنظم كانت فى حدود ضيقة (ولم يترتب عليها تحويل سعر الفائدة الحقيقى من سالب إلى موجب) ومن ثم يصبح من المنطقى أن يكون تأثير تلك التغيرات على الادخار فى حدود ضيقة أيضاً.

بمعنى آخر، إذا كان من الصعب الوصول إلى زيادة كبيرة فى المدخرات عن طريق احداث تغيرات (هامشية) فى اسعار الفائدة، إلا أن تغيير هذه الاسعار بطريقة ملحوظة -وبالذات إذا ما اصبحت موجبة من الناحية الحقيقية - يمكن أن يكون له تأثيراً واضحاً على تلك المدخرات.

٤-٣. الأثر على الاستثمار:

يثور التساؤل بشأن أثر تحرير اسعار الفائدة على الاستثمار نظرا لما لهذا الأخير من أهمية بالغة فى المرحلة الحالية التى يمر بها الاقتصاد المصرى، وبصفة خاصة استثمار القطاع الخاص الذى تعتمد عليه الخطة الحالية للتنمية الاقتصادية وتسد إليه دورا هاما.

ومن المنطقى القول أن رفع سعر الفائدة -المدين -على القروض التى يمنحها القطاع المصرفى للقطاع الخاص يؤدى إلى رفع تكلفة إنتاجه - بطريق غير مباشر - نظرا لأنه يؤدى إلى رفع تكلفة تدييره لرأس المال العامل، وهو ما يؤدى فى النهاية لاضاعف الحافز على الاستثمار.

ومن ثم فان تحرير اسعار الفائدة سوف يمارس تأثيرا سلبيا على الاستثمار ويؤدى إلى تقييده وانكماش حجمه، وتراجع الاستثمارات الجديدة.

ويرى البعض أن تأثير سعر الفائدة -على هذا النحو -ليس مؤكدا، مستنديين فى ذلك إلى عدة اعتبارات من أهمها:

* فى الاقتصاديات المعاصرة، تعد الاستثمارات ضعيفة المرونة بالنسبة لنفقة الإقتراض (أى سعر الفائدة) نظرا لأن هذه الاستثمارات تعد -إلى حد كبير- ممولة تمويلا ذاتيا.

ومن ثم إذا كان الاقتصاد يعتمد بدرجة كبيرة على التمويل الذاتى، أى تعتمد المشروعات القائمة به على نفسها فى تديير احتياجاتها ولا تعتمد على القروض، فإن ارتفاع سعر الفائدة فى هذه الحالة لن يؤثر - سلبيا - على الاستثمار.

* حتى لو افترض أن المنظم يعتمد على القروض في تمويل استثماراته فإن ما يتم دفعه من فوائد على هذه القروض لا يشكل سوى نسبة ضئيلة من اجمالي تكلفة الانتاج. فتشير الحسابات المتاحة للنسبة بين النفقات المالية ونفقات الانتاج الكلية في العديد من البلاد، إلى أن هذه النسبة من النادر أن تتجاوز ١٠٪^(٥٥)، ومعنى هذا أن الأثر المباشر لحدوث زيادة في أسعار الفائدة على نفقة الانتاج سيكون بسيطاً.

والحالة الوحيدة التي يمكن لتغيرات أسعار الفائدة أن تؤثر فيها على الميل للاستثمار لدى المنظمين هي تلك المتعلقة بالمنافع العامة حيث في هذه الحالة يبلغ عبء الفائدة قدراً يعتد به من تكاليف الانتاج. بل حتى في مثل هذه الحالات فإن خطر تغير العوامل الأخرى التي انبنى عليها تقدير العائد المتوقع من الاستثمار أو تغليب احتمال تحقق عائد معين في المستقبل أكبر من أن يسمح لسعر الفائدة بأن يكون العامل الحاسم في مجال تحديد الاستثمار، إذ يصبح لعامل المخاطرة اليد العليا في هذا التحديد^(٥٦).

غير أننا، من جانبنا، نرى أن هذه الاعتبارات لا تمنى عدم فعالية تغير سعر الفائدة في التأثير على حجم الاستثمار، ذلك أنه إذا كان رفع سعر الفائدة لا يؤثر سلبياً - على بعض انواع الاستثمارات إلا أن هناك البعض الآخر يتأثر بشكل واضح بهذا الرفع وبالذات تلك الاستثمارات المتعلقة بقطاع بناء المساكن، والاستثمارات طويلة الأجل بصفة عامة، حيث يمثل عبء الفائدة بالنسبة لها نسبة هامة من تكاليف الانتاج. وبالإضافة إلى ذلك فإذا كان من المنتظر ألا تؤدي تغيرات أسعار الفائدة في الحدود الضيقة المعتادة (بمعدل ١٪ أو ٢٪ على سبيل المثال) إلى تأثير هام على أقبال المنظمين على الاقتراض، ومن ثم على الميل للاستثمار، إلا أنه من المنطقي القول بأن تحرير أسعار الفائدة يمكن أن يؤثر تأثيراً هاماً على تكاليف الانتاج، وعلى الميل للاستثمار نظراً لما يؤدي إليه من رفع هام لتلك الأسعار.

ونضيف إلى هذه الاعتبارات - العامة - اعتبارات أخرى تتعلق بخصوصية الوضع في الاقتصاد المصري - والتي تثير المخاوف بشأن التأثير المحتمل لتحرير أسعار الفائدة على الاستثمار ومن هذه الاعتبارات:

أولاً: أن المستثمرين - وبالذات في القطاع الخاص - يعانون حالياً من مشاكل عديدة ترفع من نفقاتهم وتهدد مركزهم المالي، ومن هذه المشاكل نجد:

- ارتفاع سعر الصرف، والذي أدى إلى اختلاف الهياكل التمويلية عند تنفيذ المشروعات عن ما جاء في دراسات الجدوى الخاصة بها، مما أدى إلى تعثر العديد من المشروعات وعجزها عن الوفاء بالتزاماتها بالعملة الأجنبية وتراكم مديونياتها بحيث أصبحت عرضة لاشهار افلاسها^(٥٧).

- نقص الموارد من النقد الأجنبي، مما يؤدي إلى تأجيل تنفيذ العديد من المشروعات وبالذات تلك التي يمثل فيها المكون الأجنبي نسبة هامة.

- عدم توافر البيانات الخاصة بفرض الاستثمار وقصورها وعدم دقتها فضلاً عن ضعف دراسات الجدوى وبعدها عن الواقعية بحيث تأتي تكلفة المشروع أكثر مما قدر لها في دراسة الجدوى مما يؤدي إلى نفاذ مصادر التمويل المدبرة دون استكمال المشروع^(٥٨).

- مشاكل البنية الأساسية ونقص العمالة المدربة مما يرفع من تكلفة المنتج.

- تعدد قوانين الاستثمار وتضاربها ووجود العديد من المعوقات الإدارية^(٥٩).

عموما أيا ما كانت طبيعة هذه الصعوبات والمعوقات التي تواجه المشروعات فمما لا شك فيه أن تحميل هذه الأخيرة بمزيد من الأعباء نتيجة لتحرير أسعار الفائدة سوف يزيد من حدة العقبات التي تواجهها (ما لم تتخذ وسائل واجراءات يكون من شأنها توفير حوافز أخرى لتلك المشروعات).

وجدير بالذكر أن المستثمر في ضوء المشاكل السالف ذكرها سوف يقوم بالمفاضلة بين الاستثمار وما يرتبط به من مشاكل وصعوبات وبين الفوائد المصرفية المرتفعة. وأغلب الظن أنه سوف يفضل هذه الأخيرة ويفضل إيداع أمواله في شكل ودائع مصرفية في البنوك، أو في شكل ادونات خزائن والتي تتميز بأنها مضمونة وذات عائد مرتفع.

ولا شك أن مثل هذا التصرف سوف يؤدي في النهاية إلى الأضرار بالحافز على الاستثمار.

ثانيا: أن المشروعات تواجه حاليا مشاكل تتعلق بالسيولة، وتعانى من ظاهرة عدم تحقيق ارباح بل ويحقق عددا كبيرا منها خسائر من الناحية الفعلية، ومن ثم فإن ارتفاع أسعار الفائدة سوف يمثل تقييدا للائتمان الذى يمنحه الجهاز المصرفى لها مما يهدد مراكزها أكثر فأكثر ويجعلها عرضة للأفلاس.

وتظهر دراسة المجلس القومى للانتاج والشئون الاقتصادية المشار إليها سابقا أن ٩٤ شركة من شركات القطاع العام الصناعية (أى حوالى ٨١% من هذه الشركات) تعانى من المشاكل التمويلية والتي أدت إلى تحقيق ٤٨ شركة منها خسائر خلال الفترة ١٩٨٢/٨١-١٩٨٦/٨٥ (حوالى ٤١,٤% من مجموع شركات القطاع العام الصناعية) وأن هذه الخسائر قد زادت من ٣٣٠ر٤ مليون جنيه فى عام ١٩٨٢/٨١ إلى ٩٦٥ر٢

مليون جنيه فى عام ١٩٨٦/٨٥ ، (أى حوالى ثلاثة اضعاف مستواها فى بداية الفترة).

وقد ترتب على هذه الاوضاع المالية السيئة انخفاض صافى الربح إلى المبيعات إلى ٢٥% فى عام ١٩٨٦/٨٥ والعائد على الاستثمار إلى ٩١% والعائد على حق الملكية إلى ٤% فى نفس العام.

وبالنسبة للمشروعات الصناعية المنشأة وفقا للقانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤ فتشير الدراسة إلى أنه كان هناك ٢٢٩ مشروعا خاسرا (من بين ٦٨٥ مشروعا تم فحص ميزانياتهم) فى آخر عام ١٩٨٥ ، وأن حجم الخسائر قد بلغ ٦٦٢ مليون جنيه خلال عام ١٩٨٥ . والعائد الاستثمارى ٢٧% فقط (وهو معدل بالغ الانخفاض بالمقارنة بالعائد على الودائع بالبنوك).

٤-٣- الأثر على التضخم :

نظرا لأن التكلفة الناتجة عن احتساب سعر للفائدة المقرضة تعد بمثابة عنصر من عناصر تكاليف الانتاج، فان تحرير اسعار الفائدة - والذي يؤدي إلى ارتفاعها - يترتب عليه زيادة تكلفة الانتاج فى مختلف القطاعات الانتاجية وبالتالي ارتفاع الاسعار.

ويزيد من احتمال حدوث هذا التأثير التضخمى لرفع اسعار الفائدة فى مصر، أن التضخم يرجع حدوثه - فى جزء هام منه - إلى تضخم النفقات، ومن ثم فان ارتفاع تكلفة الاقتراض سوف يساهم فى تضخم النفقات وهذا ويدفع باسعار العديد من السلع والخدمات نحو الارتفاع وخصوصا حيث يتزامن تحرير اسعار الفائدة مع تحرير اسعار الصرف وفرض ضريبة المبيعات وزيادة الرسوم الجمركية وغير ذلك من الاجراءات التى ترفع من تكلفة الانتاج.

وجدير بالذكر - مع ذلك - أن ما قد ينتج عن تحرير اسعار
الفائدة من أثر على التضخم قد يحد منه عدة اعتبارات ومنها:

* أن الزيادة فى تكاليف الانتاج الناجمة عن ارتفاع اسعار الفائدة لن
تنتقل - كاملة - إلى المستهلك، نظرا لأن ما يحدث من زيادة فى اسعار
الفائدة - الدائنة - سوف يكون من شأنه تخفيض الطلب نتيجة
لانخفاض الميل للاستهلاك وزيادة الميل للادخار (وان كان هذا يفترض
مرونة موجبة للادخار بالنسبة لسعر الفائدة).

* ان زيادة المدخرات الوطنية نتيجة لزيادة سعر الفائدة الدائن سيمكن
الحكومة من تمويل عجز ميزانيتها من مدخرات حقيقية والتقليل من
اعتمادها على الاصدار النقدى لهذا الغرض مما يخفض من معدل التضخم.

* من المحتمل أن تخفض الزيادة فى اسعار الفائدة من تخزين السلع،
ومن ثم فهى تزيد بذلك من العرض الكلى، مما يقلل من الارتفاع الممكن
فى الاسعار.

٥ - خاتمة الدراسة:

تشير الدراسات - النظرية إلى أن فرض حدود قصوى أو أسقف
جامدة على أسعار الفائدة يعرقل نمو المدخرات المحلية ويقلل من كفاءة
الاستثمار، ويزيد التضخم المرتفع من الآثار الضارة لتلك الاسقف حيث
ينتج عنه تحول اسعار الفائدة الاسمية إلى اسعار سالبة من حيث القيمة
الحقيقية.

وقد ترتب على وجود مثل هذه الاسعار - السالبة - للفائدة فى
مصر نتائج سيئة عديدة مما استوجب تحرير الاسعار الاسمية للفائدة
وازالة الاسقف المفروضة عليها حتى يصبح العائد على المدخرات
ايجابيا من الناحية الحقيقية.

ويرى البعض أن تحرير سعر الفائدة قد لا يفيد كثيرا فى زيادة حجم المدخرات المحلية نظرا لأن العلاقة بين الادخار وسعر الفائدة غير مؤكدة. غير اننا نرى أن حتى لو سلمنا بأن أثر التغيرات فى اسعار الفائدة على ما يقوم الافراد بادخاره غير مؤكدة إلا انها تؤثر - بدون شك - وبشكل واضح - على الصورة التى يدخرون بها، فاسعار الفائدة المرتفعة ترجح كفة اشكال الادخار المالية على اشكال غير المالية^(١٠) علما بأن الادخار المالى - وبالذات المعبأ عن طريق المؤسسات المالية الوسيطة يعد مفيدا من وجهة نظر التنمية الاقتصادية، ويمكن توجيهه إلى الاستثمارات المنتجة.

غير أن تحرير سعر الفائدة من الناحية الأخرى قد يشكل قيادا على الاستثمار ومن ثم وحتى يحقق هذا التحرير الاهداف المرجوة منه ويتم التقليل من آثاره السلبية على المتغيرات الاقتصادية وفى مقدمتها الاستثمار، ينبغى مراعاة أن تصطبج اجراءاته باجراءات متوازية لتوفير المزيد من الحوافز لهذا الأخير لتعويض المستثمر عن ارتفاع تكلفة الائتمان والاقتراض من الجهاز المصرفى - نتيجة لارتفاع سعر الفائدة المدين.

ومناك أدوات كثيرة لتوفير مثل هذه الحوافز ومن أمثلتها الضرائب والإعانات والإعفاءات الجمركية وغير ذلك من الأدوات^(١١).

١ A.R. Roe, "High interest rates: a new conventional wisdom: انظر
for development policy, Some conclusions from Srilankan
experience", World Development, Vol. 10, No. (3), 1982, p. 211

٢ لمزيد من المعلومات حول فكر الكينزيين فى هذا المجال انظر
مؤلفنا: النظريات والسياسات النقدية"، الدار المصرية
الليمانية، ١٩٨٩ .

3 R.I. McKinnon, Money and Capital in Economic Development
Washington: The Brookings Institution, 1973

E.S. Shaw, "Financial deepening in economic development", New
York, Oxford University Press, 1973

٤ انظر فى تفصيل هذا الأمر : A.R. Roe, Op. Cit., p 211

٥ لمزيد من المعلومات حول هذه الاقتصاديات وسماتها، انظر :

M.J. Fry, "Money and capital or financial deepening in economic
development", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 10, Nov
W1978, pp. 464-75

٦ انظر على سبيل المثال :

V. Galbis, Financial intermediation an economic approach Journal
of Development Studies, Vol. 13, January, 1977, pp. 58-72

D.J. Mathieson, "Financial reform and capital flows in a developing
economy" Staff papers, IMF, Vol. 26, Sept, 1979, pp 450-89

٧ البنك الدولي، تقرير عن التنمية في العالم، ١٩٨٩، ص ١٦٤ .

٨ د. مصطفى السعيد: "تحرير الاقتصاد المصري، مضمون وأولوياته وضوابطه"، حلقة نقاشية حول تحرير الاقتصاد المصري، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ١٩٩١، ص ٢٤ .

٩ لمزيد من التفصيل حول هذه الأهمية، انظر:

IMF, Research Department, "Interest rate policies in the developing countries", Occasional Paper 22, Washington, 1983

١٠ انظر : R.T. McKinnon, Op. Cit

E.S. Shaw, Op. Cit

١١ فهذه المؤسسات اذ تجد لزاما عليها أن تعين مقننات القروض فسوف تتجه إلى اقراض من تعرفهم جيدا من المقترضين - المشروعات الضخمة وشبه الحكومية - أو حتى المجموعات الصناعية التي تملكها.

انظر: البنك الدولي، تقرير عن التنمية في العالم، ١٩٨٧، ص ١٣٢ .

١٢ ذلك أن تحديد سعر الفائدة عند مستوى منخفض لا يسمح باختيار الاستثمارات الأكثر عائدا وسوف يشجع الاستثمار في المشروعات ذات العائد المنخفض، مما يقلل من كفاءة الاستثمار.

١٣ انظر:

R.McKinnon, Op. Cit., p. 67

E.S. Shaw, Op. Cit., p, 73, 77, 78

M.J. Fry, "Money and Capital..", Op. Cit., p. 465

١٤ انظر: البنك الدولي، تقرير عن التنمية فى العالم، ١٩٨٧، ص
١٣٣، اطار ٣-٧ .

C. Gonzalcz-Vega, "Interest rate restrictions and Income
Distribution", American Journal of Agricultural Economics", Vol
59, Dec. 1977

S.P. Leite and V. Sundararaajan, "Issues in interest rate
management and liberalization", Staff Papers, IMF, Vol. 37, No
w4, Dec 1990, p. 736 15

١٦ البنك الدولي، تقرير عن التنمية فى العالم، ١٩٨٧، ص ١٣٣،
اطار ٣-٧ .

١٧ والمحسوب على اساس المقارنة بالنسبة للسنة السابقة (اى معدل
النمو السنوى المتحرك للرقم القياسى لاسعار المستهلكين
بالحضر).

١٨ انظر دراسة البنك الاهلى المصرى: "مدى دلالة الارقام القياسية
لاسعار المستهلكين فى تحديد معدل التضخم فى الاقتصاد
المصرى"، النشرة الاقتصادية، العدد الاول، المجلد ٣٦، ١٩٨٣،
ص ٤١ .

- ١٩ ويتمثل هذا التضخم المكبوت في الفرق بين التضخم الفعلى الذى حدث فى سنة ما وبين التضخم الصريح الذى ظهر على اسعار المستهلك النهائى فى نفس السنة .
- ٢٠ انظر: د. عبد الهادى عبد القادر سويفى: "السياسة النقدية فى ظل الانفتاح الاقتصادى"، مجلة مصر المعاصرة، السنة الرابعة والسبعون، العددان ٣٩١، ٣٩٢، يناير وابريل ١٩٨٣، ص ٣٠ .
- ٢١ البنك المركزى المصرى: "التطورات الائتمانية والمصرفية خلال الفترة من يناير ١٩٧٦ - يونيو ١٩٨٠" .
- ٢٢ البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ١٩٨٩/٨٨ .
- ٢٣ تم حساب سعر الفائدة الحقيقى باستخدام الصيغة التالية
- $$\text{سعر الفائدة الحقيقى} = [(١ + \text{سعر الفائدة الاسمى} / ١٠٠) + \text{معدل التضخم}] - ١٠٠$$
- ٢٤ د. محمود عبد الفضيل، "الجديد فى الاقتصاد المصرى"، من بحوث المؤتمر العلمى السنوى السابع للاقتصاديين المصريين، القاهرة، مايو ١٩٨٢، ص ١٢٤ .
- ٢٥ انظر البنك الاهلى المصرى، النشرة الاقتصادية، العددان الأول والثانى، المجلد الثالث والأربعون، ١٩٩٠ .
- ٢٦ فيما يتعلق بالدوافع المختلفة التى تحرك الطلب على النقود داخل الاقتصاد المصرى فى السنوات الأخيرة، انظر: د. محمود عبد الفضيل، مرجع سابق .
- ٢٧ المرجع السابق، ص ١٢٤ .

Hanaa Kheir El-Din, "Les pressions inflationnistes sur l'economie
egyptienne, sources and consequences, 1974-87", Revue Tiers
Monde, T. 31, No. (121), Janvier-Mars, 1990, p. 162 28

S. Erbe, L'evasion des capitaux dans les pays en developpement 29
Prob. Eco. No. 1961, Fev. 1986

انظر أيضا دراستنا: "معضلة سعر الفائدة في الاقتصاد
المصرى"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمى السنوى السادس، كلية
التجارة، جامعة المنصورة، ابريل ١٩٨٩ .

٣٠ انظر دراسة البنك الاهلى المصرى: "الدول النامية وظاهرة هروب
رؤوس الأموال إلى الخارج" النشرة الاقتصادية، العدد الرابع، المجلد
الواحد والاربعون، ١٩٨٨، ص ٢٨٢ .

3.S. Erbe. Op. Cit., p ٣١

٣٢ د. سلطان أبو على: "مرتكزات اساسية للخطة الخمسية القادمة
"مجلة مصر المعاصرة، العددان ٤٠٧، ٤٠٨، يناير وابريل ١٩٨٧
، ص ٢١ .

٣٣ انظر دراسة البنك الاهلى السابق الاشارة إليها: "الدول النامية
وظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج"، ص ٢٨٢ .

٣٤ انظر فى هذا الشأن: S.P. Leite and V. Sundararajan, Op. Cit
p. 741

البنك الدولى، تقرير عن التنمية فى العالم، ١٩٨٧، ص ١٣٢

٣٥ د. سميحة فوزى "تنمية الصادرات الصناعية وسياسة التحرير"
حلقة نقاشية حول تحرير الاقتصاد المصرى"، مركز البحوث

والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم
السياسية، جامعة القاهرة، ص ٣٤ .

٣٦ المرجع السابق، ص ٢٨ .

٣٧ المجلس القومي للانتاج والشئون الاقتصادية: "مشاكل تمويل
الشركات" القاهرة نوفمبر ١٩٨٧ ، وردت لدى :

د. السيد السيد عبد المولى: "دور الجهاز المصرفى فى تمويل
التنمية الصناعية فى مصر خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٨٧"، مجلة
مصر المعاصرة، العددان ٤١٣ ، ٤١٤ ، يولية واكتوبر ١٩٨٨ ، ص
٢٨٣ .

٣٨ وتعد الصناعات التى تعاني من خلل فى الهيكل التمويلى أكثر
من غيرها هى : صناعات الغزل والنسيج، الصناعات الغذائية،
صناعة مواد البناء والحراريات حيث بلغت النسبة المشار إليها:
٤٦:١ ، ٢٦:١ ، ٢٤:١ على التوالى فى السنوات السابق
الإشارة إليها .

انظر المرجع السابق، ص ٢٨٤ .

٣٩ د. مصطفى السعيد، مرجع سابق، ص ٢٤ .

٤٠ محمود شاكر: "دور البنوك الوطنية فى تعبئة وتنمية المدخرات
المحلية"، من بحوث المؤتمر العلمى السنوى السابع
لاقتصاديين المصريين، القاهرة، مايو ١٩٨٢ ، ص ٤٣٩ .

٤١ دراسة البنك الاهلى المصرى السابق ذكرها: "الدول النامية وظاهرة
هروب رؤوس الأموال إلى الخارج".

انظر ايضا دراستنا عن "التحويل العكسي للموارد فى اطار ازمة
مديونية العالم الثالث" مجلة مصر المعاصرة، العددان ٤١١ ، ٤١٢ ،
يناير وابريل ١٩٨٨ ، ص ٤٦ .

٤٢ د. سلطان أبو على: " السياسات البديلة لسياسات الصندوق"،
ندوة "سياسات التصحيح الهيكلى وازالة القيود الاقتصادية"،
مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد
والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، فبراير ١٩٨٨ ، ص ٣ .

٤٣ انظر مؤلفنا سالف الذكر: النظريات والسياسات النقدية".

"Organisation de Cooperation et des Development Economique 44
Etude sur les marches de capitaux, Formation de l'epargne", Paris
1968

٤٥ انظر على سبيل المثال

G.G. Williamson, "Personal Saving in developing nations, an
intertemeporal cross-section from Asia", The Economic Record
Vol. 44, No. (106), June, 1968, pp. 194-209

K.L. Gupta, "Personal Saving in developing nations: انظر: 46
)114(.Further evidence", The Economic Record, Vol. 46, No
June 1970, pp. 243-249

٤٧ البنك الدولى، تقرير عن التنمية فى العالم، ١٩٨٩ ، ص ٤٣ .

W. Weber, The effect of interest rates on aggregate consumption 48
Amer, Econ. Rev. Vol. 60, Sept, 1970, pp. 591-600

٤٩ انظر دراسة البنك الاهلى المصرى: "العلاقة بين حجم الودائع بالعملة المحلية وسعر الفائدة"، النشرة الاقتصادية، العدد الأول، المجلد الثامن والثلاثون، القاهرة، ١٩٨٥، ص (٥) وما بعدها.

٥٠ انظر: د. لبنى محمد ابو العلا: "العوامل المؤثرة على الادخار العائلى، محاولة لقياس الأثر الكمي لبعض العوامل"، من بحوث المؤتمر العلمى السنوى السادس بكلية التجارة، جامعة المنصورة، القاهرة، ابريل ١٩٨٩ .

٥١ انظر: د. رمزى زكى: "مشكلة التضخم فى مصر"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة ١٩٨٠، ص ٥٤١ .

٥٢ البنك الدولى: تقرير عن التنمية فى العالم، ١٩٨٩، ص ٤٣ .

د. رمزى زكى، مرجع سابق، ص ٧٠٩ .

٥٣ سيد عيسى: "إدارة السيولة النقدية فى مصر خلال التسعينات"، من بحوث المؤتمر العلمى السنوى الخامس عشر للاقتصاديين المصريين، القاهرة، ديسمبر ١٩٩٠، ص ٢٢ .

٥٤ د. رمزى زكى، مرجع سابق، ٧٠٩ .

S.P. leite and V. Sundararajan, Op. Cit., p 737 ٥٥

٥٦ د. محمد زكى شافعى: "مقدمة فى النقود والبنوك"، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٥، ص ٤٩٩ .

٥٧ د. السيد السيد عبد المولى، مرجع سابق، ص ٣٠ .

- ٥٨ انظر دراسة البنك الاملى المصرى : "دور القطاع الخاص فى الخطة الخمسية القادمة،" النشرة الاقتصادية"، العدد الثالث، المجلد التاسع والثلاثون، ١٩٨٦، ص ١٦٢ .
- ٥٩ المرجع السابق .
- ٦٠ البنك الدولى، تقرير عن التنمية فى العالم، ١٩٨٩، ص ٤٣ .
- ٦١ د. مصطفى السعيد، مرجع سابق، ص ٢٥ .

الملحق الإحصائي

جدول رقم (١)
الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (حضر)
يونيو ١٩٧٣ - ١٩٨٨

$$100 = 1967/66$$

معدل التضخم السنوي لأسعار المستهلكين %	الرقم	نهاية يونيو من عام
-	١٢٠٫٧	١٩٧٣
١٣٫٢	١٣٦٫٦	١٩٧٤
٧٫٧	١٤٧٫١	١٩٧٥
١٣٫٥	١٦٧٫٠	١٩٧٦
١١٫٢	١٨٥٫٧	١٩٧٧
١١٫٩	٢٠٧٫٨	١٩٧٨
٦٫١	٢٢٠٫٤	١٩٧٩
٢٤٫٥	٢٧٤٫٤	١٩٨٠
١١٫٩	٣٠٧٫٠	١٩٨١
١٦٫٠	٣٥٦٫٠	١٩٨٢
١٨٫٦	٤٢٢٫١	١٩٨٣
١٩٫٧	٥٠٥٫٢	١٩٨٤
١٠٫١	٥٥٦٫١	١٩٨٥
١٩٫٢	٦٦٣٫١	١٩٨٦
٢٥٫١	٨٢٩٫٧	١٩٨٧
١٤٫٨	٩٥٢٫٦	١٩٨٨

المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، البنك المركزي
المصري، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

جدول رقم (٣)
ميكال أسعار الفائدة على القروض والسلفيات
٪ نسب مئوية

١٩٨٣	١٩٨٢	١٩٨١	١٩٨٠		١٩٧٩	١٩٧٨	١٩٧٧	١٩٧٦	١٩٧٥	
١٢/١	٧/١	١/١	٦/١	٤/١	١/١	٦/١٧	٣/١			
١١٠	لا يوجد	١٣٠	١٢٠	١١٠	١٠٠	٩٠	٨٠	٧٠	٦٠	١ - قطاع الزراعة والصناعة : - حد أدنى - حد أقصى
١٣٠	١٣٠	١٥٠	١٤٠	١٣٠	١٢٠	١١٠	٩٠	٨٠	٧٠	
١٣٠	١٣٠	١٣٠	١٢٠	١١٠	١٠٠	٩٠	٨٠	٧٠	٦٠	٢ - قطاع الخدمات : - حد أدنى - حد أقصى
١٥٠	١٥٠	١٥٠	١٤٠	١٣٠	١٢٠	١١٠	٩٠	٨٠	٧٠	
١٦٠	١٦٠	١٣٠	١٢٠	١١٠	١٠٠	٩٠	٨٠	٧٠	٦٠	٣ - قطاع التجارة : - حد أدنى - حد أقصى
لا يوجد	لا يوجد	١٥٠	١٤٠	١٣٠	١٢٠	١١٠	٩٠	٨٠	٧٠	

المصدر : البنك المركزي المصري ، المجلة الزراعية والصناعية ، المجلد الثالث والعشرون ، العدد الثالث ، ١٩٨٣ (١ النسبة للسنوات
١٩٧٥ ، ١٩٧٦ ، المجلة السابع والعشرون ، العدد الأول ، ١٩٨٧ ، (بالنسبة لبقية السنوات) .

جدول رقم (٤)
 هيكل أسعار الفائدة على القروض
 فى عامى ١٩٨٧ ، ١٩٨٩

		تاريخ السريان
١٩٨٩ مايو	١٩٨٧ مايو	أسعار الفائدة على القروض والسلفيات
		١ - <u>قطاع الزراعة والصناعة :</u>
١٥ - ١٣	١٣ - ١١	- سنة فأقل
١٦ - ١٤	١٤ - ١٢	- أكثر من سنة وحتى سنتين
١٧ - ١٥	١٥ - ١٣	- أكثر من سنتين
		٢ - <u>قطاع الخدمات :</u>
١٧ - ١٥	١٥ - ١٣	- سنة فأقل
١٨ - ١٦	١٦ - ١٤	- أكثر من سنة وحتى سنتين
١٩ - ١٧	١٧ - ١٥	- أكثر من سنتين
		٣ - <u>قطاع التجارة :</u>
١٨ - لا يوجد	١٦ - لا يوجد	- سنة فأقل
١٨ - لا يوجد	١٧ - لا يوجد	- أكثر من سنة وحتى سنتين
١٨ - لا يوجد	١٨ - لا يوجد	- أكثر من سنتين

المصدر : البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ١٩٨٩/٨٨ .

تعقيب

على بحث "تحرير سعر الفائدة

وأشاره المحتملة في ج.م.ع"

د.د. عبد المنعم راضى

بهذه المناسبة أولا اتشرف بالمشاركة فى مناقشة موضوعات غاية فى الأهمية خاصة بالاقتصاد القومى. فى موضوع: تحرير الاقتصاد المصرى وهو أهم ما يشغلنا بعد التحرر السياسى .

- والدخول فى معركة اقتصادية لم تحدث منذ فترة طويلة منذ عهد محمد على .

- ان نسبة كبيرة من الدخل القومى تاتى من العالم الخارجى حيث تعيش مصر على نسبة كبيرة من المعاملات الخارجية فهى تمثل حوالى ٥٠% من تجارتنا مع العالم الخارجى ، لذلك :

لابد لكل مخطط ومفكر أن يأخذ فى اعتباره أن مصر يجب أن تعيش على الأسعار العالمية والأجور العالمية لأننا مرتبطون بالعالم الخارجى .

لقد بدأت سياسة التحرير - بإلغاء الدعم حيث تم رفع سعر رغيف العيش من قرش إلى ٥ إلى ١٠ قروش .

- والمفروض أن تدخل فى الظاهرة الكبرى وهى الودائع بالبنوك حيث تصل إلى ٦٠.٥٠ مليار جنيه .

- أيضا سعر الصرف وتحريره حوالي ٢٠ مليار دولار المفروض اتباع سياسة المصارحة والمكاشفة ولكن تدريجيا .

- والمفروض اننا نتصدى لسياسة سعر الصرف وسعر الفائدة .

والحقيقة أن الأستقرار فى المنطقة والمكاشفة لم تبدأ إلا فى السنوات الأخيرة منذ ابريل ١٩٨٢ عند مفاوضات طابا والواقع أن لكل عصر ظروفه وضروراته .

- لقد تمسكت مصر بسعر الصرف مما أثر على سعر الدولار .

- وسعر الفائدة وسعر الصرف مرحلة وهى سياسات الفترة القصيرة والمهم هو المحافظة على استمرار ثبات سعر الصرف .

- المفروض العمل على الأنتاج وزيادة الأنتاج وهو الحل وذلك من خلال المزيد من الخصخصة والتحول للقطاع الخاص .

سعر الصرف مستقر ولدينا منه وهو مستقر منذ فترة، نعمل على استمراره .

- موضوع الصيرفة وفتح مكاتب لهم .

- اشكر الباحثة على اشارة قضايا هامة وغامضة .

- المفروض أن النظريات القديمة والجديدة تضع متغيرات فزيادة الدخل تؤدى إلى :

زيادة الأستثمار وزيادة الأستهلاك .

والذى ينطبق علينا الآن :

تضييق السيولة هو مضاربة فى البورصة .

مشكلتنا التحتية وهي أقرب إلى الكلاسيكية منه للكينزى .

والسؤال الآن :

- هل نحن مع الفترة الطويلة أم مع القصيرة؟

هل نحن مع العرض أم مع الطلب؟

تقول الباحثة أن سعر الفائدة ليس مفيدا جدا ولا أثر له اطلاقا على التكلفة .

البنوك التجارية تعطى فقط اموال متداولة فى التجارة وهي موسمية ويمكن أن تسدد بعد فترة .

ادى زيادة سعر الفائدة إلى زيادة التكلفة من ٢٪ إلى ٦٪ والتضخم إلى ٣٠٪ وارتفاع الأسعار إلى ٣٠٪ . هناك عيب جوهري فى الجهاز الإنتاجى وجاءت الفائدة لترشده وان البنوك المفروض تقرض لمشروعات انتاجية .

- اين البنوك العقارية والصناعية والزراعية هل تساهم البنوك العقارية والزراعية فى التنمية .

كل العيب يقع على البنوك التجارية وهناك تجارب بالنسبة لانشاء المدارس الألمانية واليابانية .

نحن ننتج سلعا رديئة وتخزن مما يؤدى إلى ارتفاع التكلفة .

الأجور تزيد بـ ٢٠٪ أو ١٨٪ وهي تمثل ٣٠٪ من الدخل القومى وتزيد بنسب كبيرة .

نحن أوقفنا زيادة كبيرة فى سعر الدولار .

- ارتفاع سعر الفائدة عرضه واستقر به سعر الصرف .

- أن الباحثة تعرض وجهة نظر ولا تقول رأيا .

أما بالنسبة للمدخرات: نظرية كينز وضعف عوامل شخصية منها :

الأذواق والاعلان والدعاية فى تحديد الاستهلاك وليس سعر الفائدة فقط
وهناك ٢٠ متغير آخر فى التوقعات .

كل رجل أعمال تسأل يقول أن الحالة كساد مفيش ارباح .

- وان الديون المتعثرة نتجت من عدة عوامل منذ القفزة الأولى لسعر
الدولار، وقد ساعدتهم الحكومة وخفضت لهم سعر سداد الدولار .

- لقد زاد التضخم من قيمة أصولهم ورؤوس أموالهم . ولكن الكل يطلب
المساعدة .

- الواقع أن فترات التحول لا بد لها من تضحية .

ان الاستثمار فى مصر لن يأتى بالسياسات المؤقتة ولكن
المفروض خفض الضرائب مما يؤدي إلى زيادة الربحية أو ما يسمى بـ
Tax cut

متى نغير هذه الفلسفة :

عندما تعود الدولة لسيطرتها على الهياكل الأساسية والأمن
الغذائى .

فى هذا الإطار يمكن تقييم سعر الفائدة، أما تقييم سعر الفائدة طبقا
لمتغير واحد فهذا فيه ظلم بين .

تعقيب على بحث

تحرير سعر الفائدة وآثاره المحتملة

في جمهورية مصر العربية

أ. د. محمد على حافظ

كم اسعدنى حقيقة ان يسند إلى التعقيب على هذا البحث الذى يتناول موضوعا اصبح اليوم ساخنا إلى حد كبير، وكثر حوله الجدل بين مؤيدى تحرير سوق النقد وبين المعارضين لهذا التحرير.

والامر الذى يزيد من حدة هذا الجدل أن أغلب المعاصرين لهذا التحرير تكونت قدراتهم الفنية والإدارية فى عصر كان النشاط الاقتصادى فى الدولة يسير فيه وفق مركزية شاملة اخرجت قوى السوق وقواعدها من كل حساباتها - ومن هنا فان آليات السوق وادواته تكاد أن تكون شيئا غير مألوف بالنسبة لمعارضى تحرير سوق النقد (سعر الفائدة قصير الأجل)، بل وارجو إلا أكون متجاوزا قدرى عندما أقول أن الجيل الحالى الذى يقود هذا التحرير لا يزال يتلمس خطواته الأولى فى النواحي العملية لهذا التحرير.

كما اسعدنى ان اجد الباحثة - على مدى البحث باكملة - فى محاولات مستمرة لسبر غور هذا الموضوع الكبير، والتعمق فى عناصره، والاهتمام إلى مختلف الآراء والنظريات التى تعرضت له، وإن شاب ذلك احجامها فى كثير من المواضع عن ابداء رأيها الخاص أو الانحياز إلى أحد الآراء موضحة اسباب هذا الانحياز.

يقع هذا البحث فى عشرين صفحة بالاضافة إلى اربعة صفحات خصصتها الباحثة لهوامش الدراسة وأربعة أخرى للملحق الإحصائى - كما ينقسم البحث إلى اربعة اقسام هى:

١ - مقدمة.

٢ - التحليل النظرى المعاصر لأهمية تحرير سعر الفائدة.

٣ - مبررات (دواعى) تحرير سعر الفائدة فى مصر.

٤ - الآثار المحتملة لتحرير اسعار الفائدة.

وقد استغرقت الدواعى والآثار ما يقرب من ثلاثة عشرة صفحة بينما لم تتجاوز خاتمة الدراسة الصفحة الواحدة أو أقل قليلا وقد كنت اتمنى أن ارى فى هذه الخاتمة (أو ما اطلقت عليه الباحثة نتائج الدراسة - انظر صفحة ٣) مجموعة من النتائج الواضحة والافكار والاقتراحات التى لو اضيفت إلى هذا البحث لكان لائقا بالاطلاع الواسع الذى يشير إليه الكم الكبير من المراجع والدوريات الذى احتوت صفحات الهوامش.

ولنبداً بالمقدمة حيث استعرضت الباحثة مجموعة من اتجاهات الأدب الاقتصادى وانتهت بتوصية مؤداها: ضرورة تحرير الأسواق المالية عن طريق رفع اسعار الفائدة المثبتة بطريقة مؤسسة.

وفضلا عن غموض هذه التوصية فاننى ارجو أن اوضح ان الأسواق المالية تنقسم إلى ثلاثة أسواق أولها سوق الصرف ويهتم بسعر العملة المحلية فى مواجهة العملات الأجنبية وثانيها سوق النقد ويهتم بأسعار الفائدة قصيرة الأجل وثالثها سوق رأس المال ويهتم بعائد الأسهم والسندات أو ما يطلق عليه سعر الفائدة طويل الأجل.

وترتبط الأسواق الثلاثة ببعضها البعض ارتباطا عضويا مؤكدا - فعلى سبيل المثال يتحدد السعر الأجل للعملة Forward فى مواجهة عملة أخرى بالفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل للعملة بترجيح الفترة الزمنية - كذلك عندما ينخفض سعر الفائدة لعملة ما فان

حائزها يميلون إلى التخلص منها وبذلك يزداد المعروض من هذه العملة كما يزداد الطلب على العملات الأخرى إلى أن يحدث التوازن ... وهكذا.

ومن هنا فإن تحرير سعر الفائدة - وليس رفع سعر الفائدة كما ذكرت الباحثة - لا يؤتى ثماره إلا إذا تحررت الأسواق الثلاثة معا.

أما فى القسم الثانى فقد تعرضت الباحثة إلى عناصر التحليل النظرى المعاصر لأهمية تحرير سعر الفائدة وذكرت ثلاثة عناصر أوضحت فى مناقشتها رأى المعارضين والمؤيدين وفيما يلي ملاحظاتي على هذا القسم :

١ - اوضحت الباحثة فى حيدة تامة مختلف الآراء بين مؤيد ومعارض ولم تحاول أن تبرز وجهة نظرها الشخصية وهل ترى الباحثة - من الناحية النظرية - أى الرأيين أقرب إلى الصواب.

٢ - لم تحاول الباحثة التعمق فى تأثير التحرير - نظريا - من حيث الاتجاهات التصاعدية لاسعار المنتجات وبالتالي التأثير التضخمى - وهنا لا بد وأن نذكر الآتى :

أ - أن سعر الفائدة الحقيقى للاقتراض يتوقف على معدل دوران رأس المال والذى يكون عادة مرتفعا فى المشروعات الصغيرة - فاقتراض مليون جنيه بفائدة ٢٠٪ فى مشروع معدل دوران رأس المال فيه ثلاثة مرات يجعل سعر الفائدة الحقيقى حوالى ٧٪ تقريبا.

ب - أن تكلفة الاقتراض تمثل عنصرا واحدا من عناصر تكلفة المنتج وهى لا تزيد فى المتوسط عن ١٠٪ ومن هنا فإن ارتفاع سعر الفائدة - نتيجة تحرير سوق النقد - لن يؤثر فى تكلفة المنتج إلا بمقدار ما ترتفع به تلك ال ١٠٪.

ج - أن مجموع المستهلكين هم أيضا يمثلون جماعة المودعين وبفرض ارتفاع سعر فائدة الاقتراض فإن سعر الفائدة على الودائع لا بد وأن يتزامن معه في نفس الاتجاه وهذا الوضع يمثل عائدا اضافيا للمودعين يتقاضى مع أية زيادات حقيقية في أعباء الاقتراض.

٣ - لم تتعرض الباحثة اصلا إلى العلاقة التي ذكرناها بين سوق النقد وسوق الصرف وان منح فائدة موجبة على الودائع بالعملة المحلية سوف يقضى أو يخفف كثيرا من حدة الرغبة في الاحتفاظ بالثروة في صورة نقد اجنبي وبالتالي يخفف الضغط على سعر العملة المحلية مقابل النقد الأجنبي ويؤدي إلى استقرار هذا السعر، وهذا الاستقرار يكبح جماح المضاربة التي تتسبب بدورها في تدهور سعر العملة المحلية.

أما عن القسم الثالث - وهو يمثل في اعتقادي صلب الدراسة - فرغم اننى اتفق مع الباحثة في وجود سعر سالب من حيث القيمة الحقيقية إلا أننى لا استطيع الاتفاق معها في اسلوب التحليل والنتائج الرقمية التي ذكرتها.

والحقيقة أنه كانت هناك فترات ابطاء في تحريك اسعار الفائدة على الودائع في محاولة من البنك المركزى للحاق بمعدلات التضخم إلا أن المثال الذى ذكرته الباحثة عن عام ٨٧/٨٨ (مأخوذا من تقرير المركزى) ينحاز إلى ضرب مثال صارخ عن سنة شاذة - فقد ذكرت الباحثة أن معدل التضخم قد انحسر فى العام التالى له (صفحة ١٤٩) إلى ١٤٨٪ ثم استرجعت وذكرت أن الرقم القياسى لا يعبر عن حقيقة معدلات التضخم - وما يهمنا هنا هو الاتجاه وليس اسلوب القياس فقط.

على أى حال فإن تطبيق نفس المثال على العام التالى يدل على وجود اسعار فائدة سالبة ولكن ليس بالحدة التي ذكرتها الباحثة.

وإذا أخذنا في الاعتبار أن الفوائد على الودائع معفاء من الضرائب (حوالى ٣٥٪ فى المتوسط) نجد أن الفجوة السالبة أقل كثيرا

مما توصلت إليه الباحثة وقد اردنا ذكر هذا لضمان الحيدة عند نقد السياسة السابقة رغم أنه تأكد لدينا بما لا يدع مجالاً للشك أن مثالها تزيد عن إيجابياتها.

أما عن نتائج السعر السالب كما ذكرتها الباحثة فإن الاتجاه إلى احلال الأذخار بالعملة الأجنبية محل العملة الوطنية يعتبر أحد أهم النتائج السيئة بلا جدال غير أن الباحثة قد ارجعت ارتفاع اسعار الفائدة على الودائع بالعملات الأجنبية اساساً (صفحة ١٥٤) إلى تزايد الحرية للبنوك الأجنبية في عرض أسعار الفائدة على تلك الفوائد بما يتفق ومستوياتها في الأسواق العالمية.

وواقع الأمر أن ما ذكرته الباحثة في هذا الصدد قد جانبه الصواب إذ أن البنوك المحلية وحتى تلك المملوكة للدولة كانت تفعل نفس الشيء بل لعل هذا الوضع كان يمثل نقطة المنافسة الوحيدة التي استطاعت فيها البنوك المحلية أن تقف على قدم المساواة مع البنوك الأجنبية أن لم تتفوق عليها.

هذا ويسود الاعتقاد أن ظاهرة الدولار كانت سائدة في الفترة الماضية ولكن لاسباب أخرى نذكر منها:

١ - ندرة النقد الأجنبي وبالتالي ميل الأفراد إلى الاحتفاظ بنقد أجنبي لاستخدامه عندما تنشأ الحاجة إلى ذلك.

٢ - عدم قيام البنوك ببيع النقد الأجنبي لمن يرغب بينما كانت تعمل في السوق مشترية فقط.

٣ - سهولة تحويل القيم الصغيرة من النقد المحلي (ألف أو ألفين جنيه.. إلخ) إلى نقد أجنبي بينما لا يمكن استخدام القيم الصغيرة في مليكة عينية (شقة أو قطعة أرض).

٤ - انخفاض سعر فائدة الاقتراض بالجنيه المصرى أدى إلى ميل المشروعات إلى الاحتفاظ بنقد أجنبى والاقتراض بضمانه نقد محلى رخيص .

٥ - الربح الراسمالى الناشى عن الارتفاعات المتتالية لسعر النقد الأجنبى فى مواجهة الجنية المصرى والناشئ اغلبها عن المضاربات .

وهناك نقطة أخيرة تتعلق بهذا الموضوع وهو ما ذكرته الباحثة من تزايد الودائع بالعملات الأجنبية فى مصر حتى بلغت ٥٧٫٩٪ فى عام ٩٠/٨٩ - وقد كنت اتمنى أن تقوم الباحثة بتخليص هذه النسب والأرقام من آثار تقلبات سعر الصرف حتى يمكن التعرف على معدلات الزيادة الحقيقية فى الودائع بالنقد الأجنبى .

أما عن هروب رأس المال إلى الخارج فإن السواد الأعظم من المحللين الاقتصاديين يرجعه إلى نقص الثقة الذى كان سائدا من قبل ، وإذا كانت معدلات الفائدة على الودائع بالنقد الأجنبى لدى البنوك المحلية تتساوى مع نفس المعدلات العالمية الحقيقية فإن ذلك يعتبر سببا كافيا لاستبعاد أثر سعر الفائدة على الودائع بالعملة الأجنبية كأحد مسببات هروب الأموال إلى الخارج والتي لها اسبابها المتعددة التى يضيق المقام بها .

أما بالنسبة للقسم الخاص بالآثار المحتملة لتحرير اسعار الفائدة فقد قدمت الباحثة مقارنة ممتعة بين الفكر الكلاسيكى والحديث وكذلك الدراسات التى اعدت عن الأوعية الادخارية فى مصر وانتهت إلى خلاصة حاسمة توضح رأيها فى أن تغيير اسعار الفائدة بطريقة ملحوظة يمكن أن يكون له تأثير واضح على المدخرات واتفق تماما معها فى هذه النتيجة .

وعن أثر تحرير سعر الفائدة على الاستثمار وكذلك على التضخم فقد أوضحت الباحثة تأثير هذا التحرير حيث يتقلص الاستثمار وتزداد

معدلات التضخم — وفى اعتقادى أن هذين الموضوعين لم يأخذا نصيبهما من الدراسة على قدر اهميتهما ولا سيما أن هذا هو الوقت المناسب لاعداد هذه الدراسة، ومع ابداء تحفظى على ما ذهبت إليه من آراء فى هذا الشأن .

وقبل أن اختتم كلمتى فقد كنت اود أن تتعرض الباحثة لتوقعات أسعار الفائدة فى الأجل القصير فى ظل المتغيرات التى تسود الاقتصاد المصرى واساليب تغطية مخاطر تقلبات اسعار الفائدة وعند أى مستوى من اسعار الفائدة يمكن ان نسيطر على ظاهرة الدولار إلى غير ذلك من الموضوعات الحيوية المتعلقة بهذا الموضوع الهام .

ولا يسعنى فى النهاية سوى أن اقدم للدكتورة/ سهير محمود معتوق الشكر، كل الشكر على الجهد القيم والملاحظات الذكية التى ارتقت بمستوى البحث إلى حد كبير .