

البحث السابع

سياسة أسعار الفائدة

فى ظل التحرير الإقتصادى فى مصر

سيد عيسى

تقديم :

تحتل سياسة أسعار الفائدة موقعا على جانب كبير من الأهمية فى السياسات التصحيحية الماكرواقتصادية. وليس تحرير أسعار الفائدة مرادفا لسياسة دعه يعمل دعه يمر أى لا تعنى التحرير التام^(١). بل تتطلب أن يستعاض عن أسعار الفائدة المدارة بوسائل غير مباشرة تعتمد على السوق، ومن خلال هذه الآلية يمكن للسلطات النقدية أن تؤثر فى تحديد أسعار الفائدة وفى تعديلها بصفة مستمرة بما يتسق مع الأهداف النقدية والإئتمانية المرغوب فى تحقيقها من أجل التوازن الكلى.

وتؤكد الدراسات الحديثة لاستراتيجيات التحرير الإقتصادى على أهمية سياسة أسعار الفائدة كوسيلة فنية لإدارة الطلب لتحقيق التوازن الداخلى والخارجى، وللتأكد من كفاءة تخصيص الموارد المالية المتاحة.

وتؤثر أسعار الفائدة فى كل من الطلب والعرض للموارد المستثمرة، وفى قرارات الوحدات الاقتصادية المتعلقة بالاستهلاك والاستثمار، كما تعتبر محورية بين أية سياسات تختارها السلطات النقدية للتأثير فى النشاط الإقتصادى. فلها تأثير فعال على سعر الصرف وعلى التحركات الرأس مالية ومعدلات التضخم.

١ - أثر تجاهل عوامل السوق فى تحديد أسعار الفائدة

بالرغم من الأهمية الكبرى لسياسة أسعار الفائدة، وبالرغم من الاتجاه العالمى المتزايد نحو تحرير القطاع المالى، فان عددا قليلا نسبيا من السلطات النقدية فى الدول النامية مستعدة لقبول أسعار فائدة تحددها عوامل السوق^(٢). وما زالت بعض هذه الدول تتمسك بانتهاج سياسات تقليدية تستهدف تثبيت أو تحريك أسعار الفائدة خلال فترات زمنية متباعدة والحفاظ على معدلات متدنية وسالبة. وظلت مصر فى عداد هذه الدول حتى مطلع العام الحالى ١٩٩١ عندما بدأت فى انتهاج سياسة التحرير. وترمى السياسات التقليدية إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية من تجاهلها لعوامل السوق هى:

أ - زيادة حجم الاستثمار بتقليل تكلفة التمويل.

ب - الرغبة فى إدارة عملية تخصيص الموارد بما يخدم قطاعات بذاتها.

ج - الرغبة فى تجنب الضغوط التضخمية.

١/١ - ولكن عددا كبيرا من الدراسات التى ظهرت منذ السبعينات قد دحضت هذه الذرائع. فقد فند McKinnon^(٣) الإدعاء بأن أسعار الفائدة تنشط الاستثمار وتساعد على زيادة معدل النمو، وقد أيدته فى ذلك Shaw. E^(٤) وآخرين إذ أثبتوا بدراساتهم أن أسعار الفائدة إذا تحددت عند مستوى يقل عن مستوى توازن السوق فان الطلب على الاستثمار سيزيد بلا ريب ولكن الاستثمار الحقيقى سيقبل لأنه عند مستوى أسعار فائدة منخفضة يقل حجم الإدخار الموجه للاستثمار، يضاف إلى ذلك أن زيادة عدد الراغبين فى الاستثمار عند هذا المستوى المنخفض لأسعار الفائدة يتطلب ترشيد استخدام الموارد المتاحة باختيار أفضل المشتثمرين الذين يتمتعون بكفاءة انتاجية أعلى. بيد أن المرجح هو أن القروض ربما يحصل عليها أو على جانب كبير منها مستثمرون أقل جدارة لسبب أو لآخر وربما لأنهم يستطيعون تقديم

ضمانات أكثر أو بسبب قوة تأثيرهم السياسى إلى غير هذه الأسباب المعروفة، ومن ثم فإن سياسة أسعار الفائدة المنخفضة لن تعمل فقط على الإضرار بالاستثمار ولكنها قد تؤدى أيضا إلى تقليل العائد منه إلى أقل من المستوى الأمثل الممكن بلوغه بالترشيد السليم.

٢/٨- وهناك من الشواهد ما يثبت عدم جدوى محاولة السلطات النقدية اتباع سياسة تمييزية لأسعار الفائدة بهدف تحسين تخصيص الموارد لبعض القطاعات المنتقاة. ففى معظم الحالات الدراسية التى اختبر فيها مدى سلامة هذا النهج أظهرت النتائج أن تأثير السياسة الائتمانية الانتقائية على الاستثمار والنمو كانت عند أدنى الحدود.

٣/٨- والسبب الثالث الذى يذكر عادة للدفاع عن سياسة أسعار الفائدة المنخفضة هو تجنب الضغوط التضخمية، فمن المؤكد أنه يترتب على تحرير أسعار الفائدة فى الأجل القصير تأثير على الأسعار، ومع هذا فإن اتجاه هذا التأثير من الناحية العملية لا يمكن تداركه بسهولة باحتياطات مسبقة، وفى معظم الأحيان فإن التأثيرات التضخمية المترتبة على التحرير يكون مبالغا فيها من الذين يتبنون تلك السياسات، حيث يتبين من بعض التقديرات المتاحة أن نسبة التكاليف المالية (تكاليف الاقتراض) فى معظم الدول نادرا ما تزيد عن ١٠٪ من اجمالى التكاليف، ومن ثم فإن تأثير الزيادة فى أسعار الفائدة على تكاليف الانتاج يعتبر قليلا. ومن جهة أخرى فليس من الضرورى أن تنتقل هذه الزيادة كلها إلى المستهلكين لأن زيادة أسعار الفائدة ستؤدى إلى تقليل الطلب إلى الحد الذى يجعل المدخرات تتحول من الاستثمار إلى الأوعية المالية، وهو ما يجعل معدل التضخم يميل إلى التراجع النسبى.

وأخيرا فإن ارتفاع أسعار الفائدة من المحتمل أن يقلل من تخزين السلع بسبب ارتفاع تكلفة التخزين ومن ثم يعمل على زيادة العرض الكلى.

٤/١- والتحليل السابق ينطوى بلا شك على عملية تجريد نظرى صريح لها محاذيرها ولهذا ينبغي علينا مراجعة نتائجها مع النتائج الواقعية فى الاقتصاد المصرى .

وإذا استثنينا موضوع تأثير تحرير أسعار الفائدة على معدل التضخم والمدى الزمنى المرحلى لهذا التأثير بسبب أن هذا التأثير لم يرصد بعد لأن التحرير قد بدأ منذ فترة وجيزة لا تزيد عن سبعة شهور حتى تاريخ الانتهاء من كتابة هذه الورقة، فإن هناك من الشواهد المرئية والنتائج التى ترتبت على تجاهل عوامل السوق فى تحديد أسعار الفائدة فى مصر منذ الستينات حتى الآن ما يدحض هذه السياسة ويثبت خطؤها .

أ - ففىما يتعلق بدعوى أن خفض أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار فقد ثبت بما لا يدع مجالاً للشك أن سياسة المال الرخيص قد نجمت عنها النتائج التالية :

أ - نقص المدخرات المحلية وتوطن مدخرات العاملين بالخارج فى أسواق خارجية، كما أدى عدم ترشيد الائتمان إلى حصول مؤسسات - تنقصها الكفاءة الانتاجية - على الجانب الأكبر من الموارد المتاحة للاقراض وتفاقم العجز بين العرض والطلب ووجود عدد كبير من الشركات المتعثرة تماماً أو المثقلة بالديون، وتفاقم حجم الديون الراكدة والديون المعدومة أو المشكوك فى تحصيلها .

ب- ثبت أن سياسة التمييز فى أسعار الفائدة التى انتهجتها السلطات النقدية خلال الثمانينات للقطاعات الانتاجية (الزراعة والصناعة) لم تحقق المستهدف منها، وهو ما سبق للباحث تناوله بالتحليل فى بحث سابق من بحوث هذا المؤتمر السنوى فى عام ١٩٩٠^(٥) حيث لم تحقق هذه السياسة التمييزية للقطاعات الانتاجية أى زيادة فى أهميتها النسبية فى الحصول على الائتمان خلال عقد الثمانينات ولا فى زيادة

أهميتها النسبية فى توزيع الناتج المحلى الاجمالى، بل تراجمت هذه الأهمية النسبية (ملحورقم ١) خلال الخطة الخمسية ٨١/٨٢-٨٦/٨٧ من ٣٨٧٪ إلى ٣٦٨٪.

ج - لم تؤد سياسة المال الرخيص إلى الحد من الضغوط التضخمية بل تفاقم التضخم سنة بعد أخرى وقدر معدله بما يتراوح ما بين ٢٥٪ و ٣٠٪ ويعتقد الباحث أن المعدل الحقيقى للتضخم خلال عام ١٩٩١ لا يقل عن ٣٥٪ إذا أدخلنا فى الحساب ما أضافته ضريبة المبيعات إلى تكاليف المعيشة وإلى أسعار المستهلكين.

٢ - معايير تقويم مدى سلامة أسعار الفائدة

لا توجد طريقة واضحة المعالم تستطيع بها السلطات النقدية تقويم مدى سلامة أسعار الفائدة المعمول بها قبل مرحلة التحرير ومدى سلامة هيكلها. ومع ذلك فإن هناك بعض المؤشرات التى يمكن الاسترشاد بها لاجراء هذا التقويم ذكرها Leite^(٦) لمعرفة ما إذا كانت الأسعار السارية هى أسعار توازنية أو غير توازنية. وهذه المؤشرات هى:-

١/٢- أسعار الفائدة التوازنية

أسعار الفائدة التوازنية يجب أن تكون موجبة من الجانب الحقيقى وهذا يعنى أن يكون متوسط العائد على المدخرات أكبر من معدل التضخم، وينطبق ذلك أيضا على أسعار الفائدة على القروض. والأسعار الحقيقية الموجبة توفر أساسا للأسعار الاسمية، ولكن المعايير الأخرى التى سيأتى ذكرها بعد تساعد على تحديد نطاق الزيادة فى الأسعار الاسمية الأساسية.

وهناك بعض المحاذير التى يجب أخذها فى الحسبان عند استخدام معيار الأسعار الحقيقية الموجبة هى:

أ - عندما تكون هناك رقابة على الأسعار فان تقدير معدلات التضخم تكون في العادة أقل من الواقع.

ب - لا يمكن الوثوق في التقديرات المستقبلية لاتجاهات التضخم ما لم تتوفر سلاسل زمنية طويلة متصلة وسليمة.

ج - يحسب معامل تكميش الأرقام عادة باستخدام الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين أو السلع الرأسمالية وقلما تحسب هذه الأرقام على أسس سليمة.

د - يجب إدخال المزايا الضريبية لأسعار الفائدة في حساب الأسعار الموجبة.

٢/٢- أسعار الفائدة العالمية

تعتبر أسعار الفائدة العالمية مؤشرا للحكم على مدى سلامة أسعار الفائدة المحلية. ولكن هذا المعيار تكتنفه صعوبات جمة بالنسبة للدول النامية التي تفرض رقابة على تحركات رؤوس الأموال ولا تلقى عملاتها قبولا دوليا وتوجد بها أسواق سوداء للعملة. وفي مثل هذه الدول تكون مقارنة معدلات الفائدة المحلية بالمعدلات الأجنبية غير مجدية. ولكن يمكن الاسترشاد بأسعار الفائدة في الدول التي تنتقل منها الأموال بالنسبة للدول المصدرة للعمل، مع الأخذ في الاعتبار مستويات التضخم عند المقارنة لتلافى التأثير الضار لتدنى أسعار الفائدة على اجتذاب مدخرات المواطنين العاملين في الخارج.

٣/٢- العائد على الاستثمار

يجب أن تكون عوائد الأموال المستثمرة في المشروعات أكبر من أسعار الفائدة على الأموال المقترضة. وتقدير العائد المتوسط العام يعتبر معيارا جيدا لقياس مدى سلامة أسعار الفائدة السارية قبل البدء

بالتحريير ولكن صعوبة استخدام هذا المعيار فى الدول النامية سببه أن عناصر الإنتاج تفتقر إلى المرونة فى التحول من مشروع لآخر. كما أن هناك ضوابط خاصة تحول بين الاستثمار فى بعض المشروعات عالية العائد. ولا يوجد عائد عام واحد على الاستثمار ولكن هناك مجموعة من المعدلات المتباينة. وعندما تكون معدلات الفائدة الحقيقية أقل من المستوى التوازنى بسبب السياسات، فإن عوائد الاستثمار فى بعض المشروعات ستكون أكبر من معدلات الفائدة، ولكنها ستكون أقل من مثيلاتها فى ظروف المنافسة. ويرى Khatkhate (٧) أن يكون الاسترشاد بالعائد فى القطاعات الحديثة ولكن قد يكون من الصعب الوصول إلى تعريف دقيق لهذه القطاعات. ويرى Marglin (٨) أن يمكن الاسترشاد بعوائد متنوعة من أكثر من قطاع لتحديد معدل فائدة الاقراض الذى إذا ما زيد عنه يعتمد المستثمرون على التمويل الذاتى وعدم الاقتراض.

٤/٢- معدلات الفائدة فى الأسواق غير الرسمية

فى معظم الدول النامية التى تتدخل فيها السلطات النقدية فى تحديد أسعار الفائدة توجد معدلات موازية فى السوق غير الرسمية، ولكن يعاب على هذه المعدلات أنها قد تكون عالية بسبب ارتفاع درجة المخاطر فيها، كالعوائد التى كانت تقدمها شركات توظيف الأموال التى ثبت فيما بعد انهيار تلك الشركات أنها لم تكن عوائد عن عمليات إنتاج حقيقية. ولكن يمكن القول بصفة عامة أن بعض المعدلات الجارية فى الأسواق غير الرسمية قد تصلح كمؤشرات تكميلية، كما أن اتجاهات تحركاتها والتغيرات التى تطرأ عليها قد لا تخلو من الفائدة عند المقارنة والتقويم.

٥/٢- الأسعار النسبية لرأس المال والعمل

يمكن النظر إلى معدلات الفائدة كعنصر من السعر النسبى لرأس

المال والعمل، وهذا السعر النسبي هو ناتج نسبة سعر استئجار رأس المال إلى معدل الأجر الاسمي وباعتبار أن سعر استئجار رأس المال يعرف على أنه ناتج عن سعر السلع الرأسمالية ومعدل الفائدة الحقيقية أو الاسمي ومن ثم يمكن اختيار معدلات الفائدة الحقيقية بحيث تحفظ هذه العلاقة النسبية عند المستوى المستهدف.

ولكن مع الأسف أن كل ما يمكن أن يؤدي إليه هذا المعيار هو الإشارة إلى أن معدلات الفائدة الحالية تحتاج إلى تعديل للحفاظ على العلاقة النسبية بين رأس المال والعمل عند المستوى المطلوب، ولهذا فهو لا يساعد في الحالات التي لا تعرف فيها السلطات المعدل الصحيح بين رأس المال والعمل.

٦/٢- لا يكاد يوجد حتى الآن معيار متفق عليه بين الاقتصاديين لاختيار مدى سلامة هيكل أسعار الفائدة، وذلك لخصوصية هذا المعيار بالنسبة لكل سوق على حدة. فأسعار الفائدة على الودائع الادخارية وفوائد القروض تتغير وفقا للخصائص الذاتية، وتبعا لطول الأجل ودرجة السيولة وطريقة الاستخدام ودرجة المخاطر. ومعدلات الفائدة على القروض المختلفة تتناسب طرديا مع خطورتها وعكسيا مع درجة سيولتها. والعلاقة النسبية بين المعدلات المختلفة لانواع القروض أو الودائع وفقا لاستحقاقاتها تتناسب مع الهيكل المطلوب لهذه الاستحقاقات. والهامش بين معدلات الفائدة الدائنة والمدينة يجب أن يكون كافيا لتغطية التكاليف والمخاطر والأرباح العادية واتساع هذا الهامش بقدر يزيد عن ذلك يكون ناجما عن ارتفاع تكاليف التشغيل (المصرفيات العامة) كما يتأثر هيكل أسعار الفائدة بالسياسة التي ترمى إلى تمييز بعض القطاعات، أو بسبب ارتفاع نسبة الاحتياطي النقدي. ويؤدي اتساع الهامش بين معدلات الفائدة على الودائع والقروض إلى توزيع غير سليم للمخاطر.

٣ - ضمانات النجاح لسياسة تحرير أسعار الفائدة

تؤكد دراسات خبراء صندوق النقد الدولي^(٩) أن هناك عددا من الأسئلة يجب أن يتوفر للسلطات النقدية إجابة واضحة لها قبل الإقدام على تحرير أسعار الفائدة:

١/٣ - هل سيكون التنافس سليما؟

ذلك لأن تحرير أسعار الفائدة يعتمد بدرجة كبيرة على وجود قدر كاف من المنافسة بين المؤسسات المالية، ولهذا فإن تحرير الأسعار يجب أن يكون مصحوبا بتحرير مرحلي للسياسات التي تفسد التنافس، كالسياسات الائتمانية التمييزية لبعض القطاعات، والغاء أو تخفيض امتيازات بعض القطاعات في الحصول على الائتمان بأسعار فائدة تقل عن أسعار السوق. وإيجاد حوافز لجعل سلوك المستثمرين أكثر حساسية للتغيرات في أسعار والتقليل من تيسيرات الإقراض للمؤسسات الحكومية كنظام السحب على المكشوف بالنسبة لشركات القطاع في مصر، وإعادة هيكلة وتأهيل الجهاز المصرفي حتى يصبح قادرا على المنافسة السليمة بجميع مؤسساته.

٢/٣ - هل سوق النقد وأدواتها سليمة؟

لابد أن يسبق أو يصاحب تحرير أسعار الفائدة تحسين فعالية أدوات السياسة النقدية، واستخدام أدوات جديدة كنافذة الخصم بالبنك المركزي، وترويج الأوراق الحكومية وتنمية سوق ما بين البنوك، وتطوير أنظمة المقاصة.

٣/٣ - هل تتوفر المرونة لأسعار الفائدة؟

يجب أن تكون أسعار الفائدة الدائنة والمدينة من المرونة بحيث تتفاعل بسرعة مع التغييرات التي تطرأ على أسعار الفائدة وأسعار

الصرف الدولية. غير أن الإجابة على هذا السؤال تتوقف على مدى انفتاح الدولة على العالم الخارجى، وفى مصر لا تكاد توجد هذه الإستجابة.

٤/٣- هل حالة الجهاز المصرفى تسمح بالتحريير؟

إذا كانت بعض وحدات الجهاز المصرفى ضعيفة، والإشراف المصرفى غير سليم، وأن هناك قدر كبير من القروض الراكدة، فإن تحريير أسعار الفائدة يمكن أن يؤدي إلى أزمات عامة لأن زيادة أسعار الفائدة ستؤدي إلى تفاقم الأرصدة العاطلة، كما قد يترتب على ذلك رسمة جانب من فوائد البنوك مما يقلل من حجم تلك الأرصدة. واستحداث أدوات نقدية قصيرة الأجل قد يؤدي إلى عدم توازن فى هيكل الاستحقاقات بسبب أن استحقاقات القروض تكون طويلة الأجل بينما يصبح هيكل موارد البنوك قصير الأجل وهو ما حدث تماما عقب تحريير أسعار الفائدة فى مصر. كما أن هناك مشكلة لا بد أن تواجه البنوك وهى من الذى سيتحمل الفروق الناشئة بين تكلفة العقود القديمة لأسعار الفائدة والعقود الجديدة؟؟. وهذه المشكلات جميعها تتطلب أن يسبق التحريير تخطيط جيد لاصلاح الجهاز المصرفى لضمان كفاءة أدائه.

٤ - دراسة مقارنة لتجارب التحريير فى بعض الدول النامية

من الدراسة المقارنة لاستراتيجيات التحريير المعاصرة فى عدد من الدول تبين أن هذه الاستراتيجيات قد اتخذت أحد أسلوبين (١٠).

٤/١- الأسلوب الأول

هو التحريير التام لاسعار الفائدة خلال فترة زمنية قصيرة. وقد انتهجت هذا الأسلوب كل من الأرجنتين وشيلى وأروجواى، وكما يقول Corbo & De Mels (١١) كانت فى جميع تلك الدول تسود حالات عدم الاستقرار الماكرو اقتصادى الشديد، وكانت معدلات نمو الادخار والاستثمار والنتائج المحلى ضعيفة ومعدلات التضخم مرتفعة والعجز

فى الميزان الجارى كبيراً، وقد قامت هذه الدول الثلاث بشكل فجائى برفع السقوف المفروضة على أسعار الفائدة والفت فى نفس الوقت القيود الائتمانية وخفت من اجراءات الرقابة المصرفية، وكانت تلك الاجراءات مصحوبة بنظام تأمين على الودائع .

وقد أدت تلك الاستراتيجية إلى رفع فجائى فى أسعار الفائدة الحقيقية للودائع والقروض وزاد التفاوت فيها، وأدى التفاعل بين عدم الاستقرار الاقتصادى وضعف الاشراف المصرفى إلى قيام البنوك بزيادة أسعار الفائدة على القروض إلى مستويات مرتفعة. وأدى عدم التزامها بالضوابط الائتمانية إلى اتاحة الائتمان إلى مؤسسات عالية المخاطر اعتماداً على تأمين الودائع. وفى الأرجنتين ارتفعت بشكل سريع أرصدة القروض الراكدة، وزادت حالات الافلاس، وكانت معظم حالات الافلاس للمجموعات التى تستحوذ على نسبة ٢٠٪ من الائتمان المصرفى وبلغت نسبة الديون المعدومة نحو ١٩٪ من قيمة المحفظة الاستثمارية الاجمالية للبنوك. وكان الاتجاه مشابهاً فى الارجواى، وازدادت درجة عدم التأكد واتجهت البنوك إلى تقصير آجال القروض. وفى شيلي بلغت نسبة القروض التى تقل آجالها عن سنة ٦٤٪ فى المتوسط من اجمالى قيمة القروض بين عامى ٨٠ ، ٨١ .

وفى جميع تلك الدول عملت المؤسسات على زيادة مديونيتها وتفاقم تعرضها المالى، وعندما بلغت تكلفة الاقتراض ٢٥٪ أمكنها تغطية التكاليف وتحقيق أرباح، ولكن عندما ارتفعت أسعار الفائدة الحقيقية إلى ٤٠٪ أمكن لعدد قليل من المؤسسات تغطية تكاليفها بدون تحقيق أرباح، بينما فشلت أغلب المؤسسات فى ذلك. وبلغت نسبة الديون الرديئة والفوائد المرسمة فى شيلي عام ١٩٨٢ نحو ٧٢٪ من حجم القروض القائمة .

ونماذج مشابهة حدثت فى كل من الفلبين وتركيا بسبب تحالف عدم الاستقرار الاقتصادى مع الفساد المصرفى، كما أدى تدهور نوعية

الأوعية فى المحافظ الاستثمارية فى تلك الدول مع ارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة لمعدل العائد على رأس المال المستثمر إلى انخفاض حاد فى أرباح البنوك ومؤسسات الأعمال (Cho & Khatkhate) (١٢).

وفى شىلى كما فى الفلبين وتركيا أسفر عدم الانضباط المصرفى عن وجود مؤسسات لها مصالح خاصة فى البنوك. وعملت البنوك العالمية على انشاء بنوك خاصة فى كل من الفلبين وتركيا لمجموعات لها مصالح. وفى تركيا تفادت البنوك الافلاس بعرضها اسعار فائدة عالية لجذب المزيد من الودائع للتعويض عن القروض المجمدة. ولكن الصورة تبدو مختلطة تماما فى ماليزيا حيث أمكن للسلطات النقدية تحرير أسعار الفائدة تماما خلال ثلاث سنوات بدون حدوث أية انعكاسات سلبية بسبب الزيادة المفاجئة فى أسعار الفائدة، وقد لاحظ كل من Cho & Khat أن التحرير الاقتصادى كان له تأثير طفيف على أسعار الفائدة المحلية فى ماليزيا لأن عوامل السوق كان لها تأثير قوى على أسعار الفائدة قبل التحرير.

وتعتبر استراتيجيات تحرير أسعار الفائدة التى انتهجتها كل من شىلى والارجنتين وارجواى والفلبين استراتيجيات خاطئة لا تتناسب مع اقتصادياتها غير المستقرة، ولم يؤد تحرير أسعار الفائدة خلال فترة زمنية قصيرة لا إلى تحقيق الاستقرار ولا تحسين أوضاع القطاع الخاص ولا الجهاز المصرفى.

٢/٤- الاسلوب الثانى

يعتمد هذا الاسلوب على التحرير التدريجى. وقد انتهجت كل من كوريا وسلانكا وأندونيسيا، وكانت جميع تلك الدول تعاني بدرجات متفاوتة من عدم الاستقرار الاقتصادى قبل مرحلة التحرير. وتم تحرير أسعار الفائدة ضمن برنامج شامل للتحرير الاقتصادى. وعملت قبل تحرير أسعار الفائدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادى وضبط الاشراف

المصرفى، وأمكن لهذه الدول وبصفة خاصة كوريا وسرلانكا والى حد أقل اندونيسيا الوصول إلى أسعار حقيقية موجبة، كما أمكنها تخفيض معدلات التضخم، وقامت من حين لآخر بتعديل أسعار الفائدة للحفاظ على معدلات حقيقية موجبة، ووصف CHO طريقة كوريا فى إلغاء القيود على أسعار الفائدة بأنها طريقة عملية. كما قامت بتخفيض أسعار الفائدة المدينة عندما مالت أرباح المشروعات إلى الانخفاض بتأثير ارتفاع أسعار الفائدة المدينة وعدم التمسك بالعقود الضمنية. وفى سرلانكا استخدمت أسعار فائدة أذون الخزانة كمؤشر لتعديل أسعار الفائدة فى أسلوب متدرج. ولعبت سوق ما بين البنوك دورا هاما فى تدعيم سياسة التحرير.

٥ - الدروس المستفادة من تجارب التحرير

يستخلص من تجارب الدول التى مرت بتجارب التحرير الاقتصادى الدروس الآتية :-

١/٥- ان إعادة تقييم أسعار الفائدة والاصلاح المالى هى اجراءات ضرورية لسياسات الاصلاح الهيكلى .

٢/٥- ان استراتيجية تحرير أسعار الفائدة يجب أن تأخذ فى اعتبارها الحالة القائمة للاقتصاد وحالة القطاع الخاص والرقابة المصرفية وبصفة خاصة فى حالة اعتماد أسواق رأس المال على البنوك. فاذا كان المناخ الاقتصادى العام يتسم بعدم الاستقرار ويؤثر سلبيا على أرباح القطاع الخاص والرقابة المصرفية غير حازمة، فان تحرير أسعار الفائدة يجب أن يتم بالتدريج وعلى مراحل لتفادى حالات الاربك للتعاقدات طويلة الأجل، وللتقليل من مخاطر عدم الالتزام الأدىبى .

٣/٥- يعتبر التطوير المؤسسى للقطاع المالى أمرا ضروريا يجب أن يسبق التحرير للوصول إلى بنية أساسية قوية ونظم جيدة للمعلومات

وتدعيم سوق رأس المال لتقليل اعتماد المؤسسات على الائتمان المصرفى .

٤/٥- فى الدول التى ترتفع فيها معدلات التضخم تكون الاستراتيجية المناسبة للتحرير هى البدء بالاصلاح الاقتصادى المؤدى إلى الاستقرار وتطوير نظم الرقابة على البنوك. وعدم القيام بهذه الاصلاحات قد تنجم عنه نتائج عكسية وعدم استقرار مالى عند تحرير أسعار الفائدة وهو ما حدث فى الفليين وأندونيسيا وتركيا كما سبقت الإشارة .

٥/٥- يجب اصلاح أدوات الرقابة النقدية الرئيسية فى وقت مبكر من إجراءات الاصلاح الهيكلى لما توفره من دعم للتوازن والاستقرار .

٦/٥- أثبتت التجارب أن عمليات السوق المفتوحة التى تعتمد على بيع أوراق الحكومة أو البنك المركزى يمكن العمل بها حتى فى الدول التى تكون أسواقها المالية محدودة. كما أن إيجاد أسواق ثانوية لتداول هذه الأوراق يزيد من فعالية دورها .

٧/٥- ويجب أن تتسق الاصلاحات مع السرعة التى يتم بها تحرير أسعار الفائدة لتلافى نتائج الاختلالات المالية فى المؤسسات المالية والبنوك الضعيفة. وايجاد طريقة سليمة لمواجهة الزيادة فى الطلب على الائتمان التى قد تنجم عن التحول إلى الأدوات المعتمدة على السوق .

٨/٥- تدور الاصلاحات المالية كما يرى M. Bell & Sheeky (١٣) فى ثلاثة محاور أساسية هى :

أ - اختيار الأوعية المناسبة لتطبيق السياسة النقدية بشكل أفضل ولزيادة الاعتماد على طرق الرقابة غير المباشرة .

ب - اجراء الاصلاحات التنظيمية والمؤسسية والقانونية لزيادة كفاءة القطاع المالى .

ج - سلامة هيكل ومستوى أسعار الفائدة .

ويوضح الملحق رقم (٢) الخاص بالسياسات الهيكلية لاصلاح القطاع المالى عرض موجز للاهداف والاجراءات التى اتبعت فى عدد من الدول بتوصيات من صندوق النقد الدولى^(١٤) . كما يوضح الملحق رقم (٣) الاستراتيجيات المقترحة للتحرير وفقا لحالة الاقتصاد^(١٥) .

٦ - ملامح الاستراتيجية المصرية لتحرير أسعار الفائدة

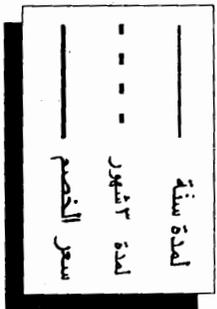
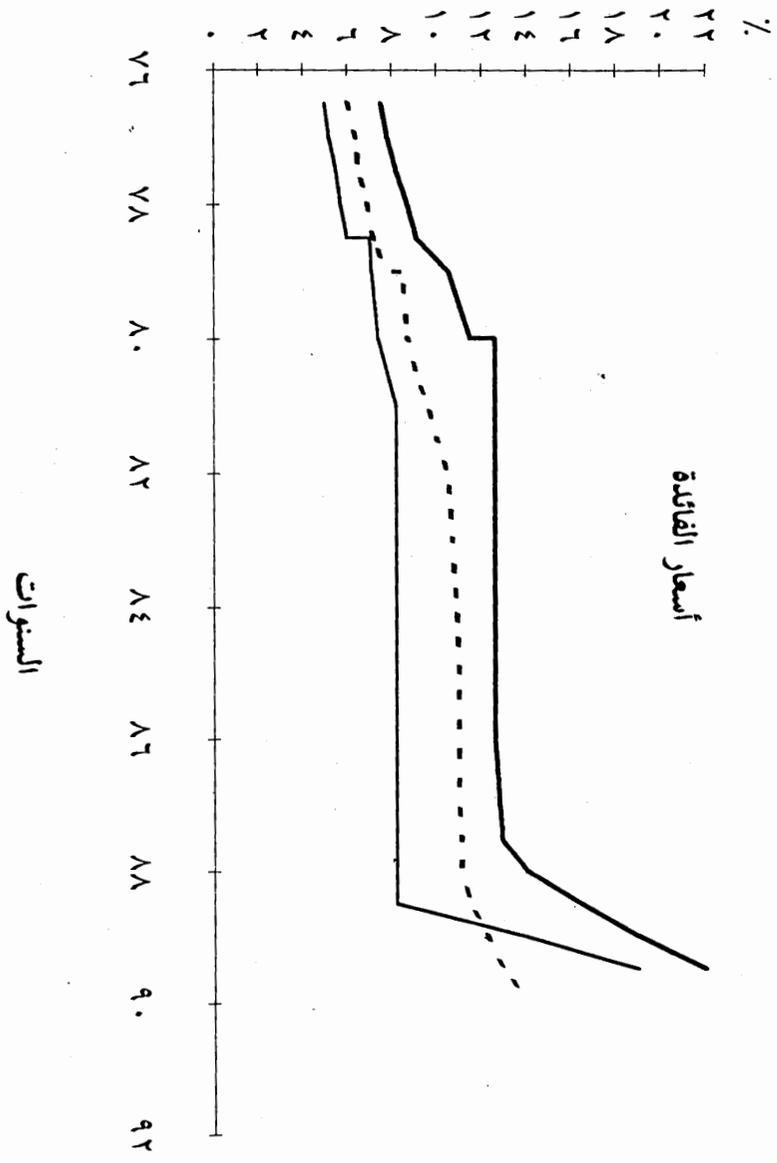
ليس من المعتاد أن تعلن السلطات النقدية فى أى دولة من الدول عن تفاصيل تتعلق بخطتها المستقبلية فيما يتعلق بتحرير أسعار الفائدة بصفة خاصة، لما قد يترتب على ذلك من نتائج قد تضر بعملية التحرير، وما على الباحث إلا أن يرصد ما حدث بالفعل ويتتبع نتائج التطورات السريعة خلال الفترة فبراير/سبتمبر ١٩٩١ أى منذ بداية التحرير حتى التاريخ المحدد للانتهاء من كتابة هذه الورقة وهى فترة قصيرة لم تنعكس نتائجها بعد فى الاحصاءات المصرفية، ومن ثم فلم تعرف بعد تأثيراتها على الاجماليات النقدية والائتمانية، وليس أمام الباحث والحال هذه إلا أن يلجأ إلى أدوات البحث العلمى المتاحة الأخرى وهى الاستقراء والاستنباط فى ضوء ما سبق ذكره من تجارب التحرير فى الدول الأخرى مع الأخذ فى الاعتبار الخصائص الذاتية للاقتصاد المصرى .

١/٦ - أسلوب التحرير

من الدراسة المقارنة لاساليب التحرير كما سبق ذكره فى فصل (٤) يتبين أن الاستراتيجية التى اتبعتها السلطات النقدية فى مصر هى من النوع غير المتدرج أو السريع التدرج . فقد ألغت تلك السلطات

جميع السقوف الموضوعه لاسعار الفائدة الدائنة والمدينة فيما عدا سعر فائدة الودائع لمدة ٣ شهور الذى أعطت للبنوك تعليمات لرفعه من ٨٪ إلى ١٢.٥٪ اعتبارا من أول فبراير ١٩٩١ . واتخذت فى نفس الوقت أذون الخزانة لمدة ٩١ يوم (٣ شهور) معيارا رئيسيا لتعديل سعر الخصم وتركت بعد ذلك للبنوك مطلق الحرية فى تحديد أسعارها وفى صياغة هياكلها الخاصة . وفيما يتعلق بسعر الخصم فقد أصبح عائما بربطه بمتوسط أسعار الفائدة التى تتحدد فى المزادات الاسبوعية لبيع أذون الخزانة^(١٦) . وقد صحب هذا التحرير فى أسعار الفائدة تقييد للسقوف الائتمانية بالتنبيه على البنوك بعدم تجاوز الأرصدة المدينة للعملاء للسقوف التى كانت قائمة قبل بداية التحرير وفى ذات الوقت عملت على تحرير سعر الصرف حتى أمكن فى أول أكتوبر ٩١ الغاء السعر الثنائى Two-Tier Rate بتوحيد السوقين الأولى والمصرفية . تلك ملامح الاستراتيجية التى اتبعت فى مصر .

وتصنيفنا لهذه الاستراتيجية بأنها سريعة التدرج مبنى على استقرار السياسة التقليدية التى اتبعتها تلك السلطات . فسرر الخصم وهو يفنى عن تناول باقى فئات أسعار الفائدة قد تحرك خلال الفترة من ١٩٧٧ حتى عام ١٩٨٩ بواقع ١٪ سنويا وظل خلال عام ١٩٩٠ بدون تغيير أى تحرك خلال تلك الفترة كلها من ٧٪ إلى ١٤٪ ، وعلى النقيض من هذه السياسة كان التغيير خلال الفترة يناير/أكتوبر ٩١ من ١٤.٢٪ إلى ٢١.٥٪ بزيادة ٧.٣ درجة مئوية خلال تسعة شهور فقط وهو ما حملنا على تصنيف تلك الاستراتيجية بأنها سريعة التدرج . والرسم البيانى يظهر الطفرة فى بعض المتغيرات الأساسية فى هيكل أسعار الفائدة كما يظهر مدى الاختلال الذى طرأ على هذا الهيكل ، ويوضح (الملحق رقم ٤) هيكل أسعار الفائدة خلال الفترة من ٧٧ حتى ١٩٩٠ .



١ - ٢ - ٣ -

٢/٦- حالة الاقتصاد المصرى قبل التحرير

تدل شواهد عديدة على أن استراتيجية التحرير السريع لأسعار الفائدة لم تكن هي الاستراتيجية المناسبة لظروف الاقتصاد المصرى والقطاع المصرفى وفقا للدروس المستفادة من تجارب الدول الأخرى التى انتهجت نفس الاسلوب فلا يمكن وصف الحالة الماكرواقتصادية بأنها مستقرة كما لا يمكن أن يقال أن حالة القطاع الخاص جيدة ومؤسسات الجهاز المصرفى وأدواته تساعد على تحقيق المنافسة وآليات السوق تعمل بكفاءة^(١٧) أو سوق ما بين البنوك تؤدى دورا هاما وكذلك الحال بالنسبة لنافذة الخصم والأسواق الثانوية وغيرها من المتطلبات التى يستلزمها التحرير السريع لأسعار الفائدة.

ومع التسليم باستحالة تطابق الظروف يمكن القول بأن ظروف الاقتصاد المصرى تشابه بدرجات متفاوتة الظروف التى كانت سائدة فى كل من شيلي والارجنتين واروجواى والفلبين وتركيا والتى فشلت فيها استراتيجيات التحرير فى تحقيق اهدافها، وهذا بالطبع لا يعنى أن الاستراتيجية التى انتهجت فى مصر محكوم عليها بالفشل ذلك لأن التحرير يمكن أن ينجح إذا تناسبت اجراءات الاصلاح التكميلية مع السرعة التى يتم بها تحرير أسعار الفائدة.

٣/٦- المعايير التى استرشدت بها السلطات النقدية فى تقويم أسعار الفائدة.

ربما لم يكن متاحا للسلطات النقدية سوى معيار واحد للحكم على سلامة أسعار الفائدة وهيكلها. وهذا المعيار هو أن أسعار ما قبل التحرير لم تكن تحقق توازن السوق لكونها سالبة. فمعظم تقديرات التضخم فى مصر تتراوح ما بين ٢٥% و ٣٠% وسبق للباحث تقديرها فى دراسة سابقة^(١٨) ب ٢٥% فى عام ١٩٨٩. وإذا أدخلنا فى الحساب ضريبة المبيعات كمؤثر جديد فى عام ١٩٩١ فان معدل التضخم قد لا يقل عن

٣٥٪ للسنة الحالية التى جرى فيها التحرير ولهذا فقد كان من السهل التعرف على عدم توازنية الاسعار التى كان أعلى عائد فيها وهو عائد شهادات الاستثمار من المجموعتين (أ) و (ب) وهى لمدة عشر سنوات ١٦٢٥٪، ونظرا لانفصام السوق المالية فى مصر عن الأسواق المالية الدولية فلم يكن يفيد فى شى الاستهداء بأسعار الفائدة العالمية، وعلى الأرجح أنه لم يكن لدى السلطات معيار سليم للسعر النسبى بين رأس المال والعمل حيث لم يسبق أن أشير إليه فى أية تقارير رسمية.

ولم تكن توجد معايير موثوق فيها بالنسبة للعائد العام على الاستثمار فى مصر أو العائد فى الأسواق غير الرسمية أو القطاعات الحديثة ولم يكن هناك منذ سنوات قليلة مضت سوى العائد غير الحقيقى الذى كانت تقدمه شركات توظيف الأموال وقد ثبت من التحقيقات القضائية مع بعض هذه الشركات أنه كان عائدا وهميا لا يصلح كمعيار للقياس.

٤/٦- تحرير أسعار الفائدة والاصلاح الهيكلى

يتضح من أسلوب تحرير أسعار الفائدة وتوقيت هذا التحرير أنه كان أحد عناصر حزمة متكاملة من اجراءات الاصلاح متفق عليها مع صندوق النقد الدولى وتضمنها خطاب النوايا الذى لم تعلن محتوياته. وربما تأثير الظروف والرغبة فى الاتفاق العاجل مع صندوق لما يتيح هذا الاتفاق من مزايا عديدة وهامة وقد تحقق الجانب الأكبر منها بالفعل فيما حصلت عليه مصر من اعفاءات وتخفيضات وجدولة للديون الخارجية، وفيما سيترتب على هذا الاتفاق مع الصندوق من الحصول على قروض دولية جيدة فى المستقبل القريب.

٥/٦- الاسلوب البديل

يرى الباحث أنه كان من الافضل أن تسبق التحرير التام خطوة انتقالية مرحلية، فكان يمكن تعديل الهيكل القديم برفعه بجميع

فئاته ب ٤ درجات مئوية على النحو التالي :

وفيما يتعلق بأسعار الفائدة على القروض فكان يمكن تحديدها على جميع القطاعات بدون تمييز بهامش يتراوح بين ٢٪ و ٣٪ زيادة على سعر الخصم أى ٢٠٪ أو ٢١٪ كحد أدنى ويترك للبنوك الحرية فيما زاد على ذلك .

ومثل هذا الهيكل المقترح كان سيهيئ للبنوك ورجال الأعمال على السواء لسرعة التجاوب مع التحرير المطلق فى فترة لاحقة . كما أنه يحافظ على العلاقات النسبية لمختلف فئات الهيكل ولا يخل بهيكل الاستحقاقات وفقا للقاعدة التى تقول بأن أسعار الفائدة على الودائع تتناسب طرديا مع طول الأجل وعكسيا مع إمكانية تسيلها .

وقد سبب الرفع الفجائى للسقوف الموضوعه على أسعار الفائدة ما يشبه الصدمة للبنوك التى ظلت بدون استجابة لهذا التطور حتى بعد الاعلان المبكر عن مزادات أذون الخزانة ولم يطرأ تغيير على أسعار الفائدة فى البنوك إلا بعد نحو أربعة شهور .

٦/٦- أذون الخزانة

ان ترويج أذون الخزانة قصيرة الأجل مرتفعة الفائدة يعتبر من أكثر الأدوات النقدية فعالية حتى فى الدول التى تكون أسواقها المالية محدودة كمصر، فقد نجح هذا الوعاء فى اجتذاب ٦ مليار جنيه مصرى خلال سبعة شهور (فبراير/سبتمبر ٩١) (١٩) من هذا المبلغ مليار جنيه مشتريات الافراد والباقى معظمه للبنوك وشركات التأمين . وكان الباحث قد أوصى فى دراسة لهذا المؤتمر الموقر فى عام ١٩٨٨ (٢٠) باستخدام أذون الخزانة فى تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بدلا من اللجوء إلى سياسة التمويل بالعجز كما أوصى باصدار أنواع متنوعة منها لمدة ٢٦

أسبوع و٥٢ أسبوع^(٢١) ولقيت هذه التوصية استجابة جزئية وقامت السلطات النقدية مؤخرا بإصدار أذن لمدة ٢٦ أسبوع (١٨٢ يوم).

وإذا راجعنا تطور أسعار المزادات نجد أنها بدأت بأسعار أقل بكثير من الأسعار الحالية (فى أكتوبر ٩١) حيث بلغ متوسط السعر ١٤٢٪ فى ٩١/١/٣ وقد تحدد هذا السعر كما يرى الباحث على أساس أن معدل سعر النائدة على الودائع لمدة ٣ شهور الذى حدده البنك المركزى للبنوك فى ذلك الحين كان ١٢ر٥ أضافت إليه البنوك فى البداية هامشا قليلا ثم تزايد تحسبا لخصم ضريبة القيم المنقولة لعدم وضوح الرؤية فى بادئ الأمر. ولو كانت المعاملة الضريبية واضحة بالنسبة لهذه الأذن منذ اليوم الأول لتسويقها لما كان سعرها قد تصاعد بالشكل السريع الذى حدث.

ومن هنا يتضح أن بنوك وشركات القطاع العام هى التى زادت على هذا التصاعد ولم تكن عوامل السوق بالمعنى الحقيقى لهذا التعبير، وبعد إعفاء الأذن من الضريبة لم يكن من السهل تراجع أسعارها.

وقد بدأت الحكومة بطرح سندات لمدة ٣ شهور فى حدود ١٠٠ مليون جنيه كل أسبوع ثم تبعتها بإصدار أذن بمبلغ ٢٠٠ مليون جنيه أبوعيا عندما استحق دفع الاصدار الأول فى ٩١/٤/٣ ثم رفعت الاصدار إلى ٤٠٠ مليون جنيه فى ٥/٢٣ ثم إلى ٥٠٠ مليون جنيه، وفى ٦/٢٣ ، ٦/٢٧ طرحت اصدارين قيمة كل منهما ٧٠٠ مليون جنيه أسبوعيا ولكنها عدلت عن هذه الاصدارات الكبيرة واستعاضت عنها بنوعين مختلفى الاستحقاق الأول بقيمة ٥٠٠ مليون جنيه لمدة ٩١ يوم مرة كل يوم خميس من كل أسبوع والثانى أذن لمدة ١٨٢ يوم قيمة كل اصدار ٢٠٠ مليون جنيه تصدر كل يوم ثلاثاء وهذا يعنى أن الحصيلة الاسبوعية لهذه الأذن مجتمعة هى ٧٠٠ مليون جنيه أسبوعيا. وإذا أستمر الاصدار على هذا النحو بدون ادخال أنواع جديدة فسيكون فى

مقدور الحكومة أن تحقق حصيلة من الأذون لمدة ٩١ يوم تبلغ ٦٥٠٠ مليون جنيه، ومن الأذون لمدة ١٨٢ يوم ٥٢٠٠ مليون جنيه، وكل منهما يشكل وعاء دائم التجدد طالما استمر طرح هذه الأذون. ويكفى دليلا على مدى فعالية هذا الوعاء الجديد أنه سيتيح للحكومة الحصول على موارد مقترضة تبلغ ١١,٧ مليار جنيه خلال فترة قدرها ٢٦ أسبوع أى نصف عام.

٧/٦- تعويم سعر الخصم

تقوم استراتيجية تحرير أسعار الفائدة في مصر على جعل متوسط أسعار الفائدة على أذون الخزنة هي المعيار الأساسي لتحريك أسعار الفائدة وفقا لعوامل السوق وهو أسلوب عملت به دول عديدة، واستخدمت سريلانكا هذا المعيار بأسلوب متدرج، ولم تشر الدراسات المقارنة السابق ذكرها في فصل (٤) إلى قيام بعض الدول بربط سعر الخصم بأسعار أذون الخزنة كما حدث في مصر. وقد نجم عن إضافة هامش قدره ٢٪ إلى متوسط أسعار المزادات الأسبوعية أن تصاعد سعر الخصم خلال الفترة ما بين ٩١/١/٣ حتى آخر سبتمبر ٩١ من ١٤,٢٪ إلى ٢١,٥٪ بزيادة قدرها ٧,٣٪ درجات مئوية.

واستخدام أذون الخزنة كمحرك أساسي لآليات السوق هو استخدام مألوف في تجارب التحرير غير أن ربط سعر الخصم بهذا المعيار لا جدوى منه، ولا يحقق الاستقرار لسعر البنك بصفته المقرض الأخير، ولم يحدث في تجارب أكثر الدول تقدما أن تغير سعر الخصم بهذه الطريقة الأسبوعية المقلقة، ولعل هدف السلطات النقدية من هذا التعويم هو المبالغة في استخدام عوامل السوق مع أن أذون الخزنة قادرة وحدها على أداء هذا الدور. ويخلق تغيير سعر الخصم اسبوعيا العديد من المشاكل للبنوك التي تلجأ إلى البنك المركزي للاقتراض. خاصة بالنسبة للبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال التي تعتمد إلى حد كبير على قروض البنك المركزي في استيفاء حاجتها إلى التمويل ثم

كيف تكون العلاقات التعاقدية بين هذه البنوك وعملائها وقروضها من البنك المركزى تتغير بصفة أسبوعية.

وإذا رجعنا إلى هيكل أسعار الفائدة الذى كان معمولاً به قبل تحرير أسعار الفائدة نجد أن سعر الخصم كان يعادل سعر الفائدة على الودائع لمدة ٣ سنوات وأقل من ٥ سنوات وهو ١٤٪ ويقل عن سعر الفائدة على شهادات الاستثمار وهو ١٦,٢٥٪ ب ٢,٢٥ وحدة مئوية. أما الآن (أكتوبر ١٩٩١) فقد أصبح سعر الخصم ٢١,٥٪ بينما أصبح سعر الفائدة على شهادات الاستثمار لمدة عشر سنوات ١٧,٥٪ وهو يقل عن سعر الخصم ب ٤ وحدات مئوية. ثم لماذا تم ربط سعر الخصم بأسعار أذون الخزانة لمدة ٣ شهور ولم تربط بأسعار أذون خزانة أخرى أطول أجلا لمدة ٣ سنوات مثلاً؟ إن هذا الربط غير سليم من الناحية الفنية لأنه يؤدي إلى تشويه هيكل الاستحقاقات فى الجهاز المصرفى بالتركيز على الودائع القصيرة الأجل لمدة ٣ شهور فى حين أن أغلب القروض أو الجانب الأكبر منها لمدة تزيد عن سنة.

إننا لا نعتبر هيكل أسعار الفائدة القديم هيكلًا نموذجيًا ولكنه كان يحقق التوازن لهيكل الاستحقاقات بين الموارد والاستخدامات. وربما كان اختيار أسلوب الربط حلاً لمشكلة كيفية تحديده بعد التحرير، أو ربما للاقتناع بهامشية الدور الذى يلعبه سعر الخصم فى مصر وكذلك الحال بالنسبة لنافذة الخصم. ويدير البنك المركزى التمويل الذى تقدمه للبنوك تحت بند القروض، ولا يمارس البنك المركزى فيما يبدو نشاط خصم الأوراق التجارية حيث ظهر رصيدها صفراً فى ميزانية البنك المركزى فى ١٩٩٠/٦/٣٠ (ملحور رقم ٥).

وتتضح قلة الأهمية النسبية لقروض البنك المركزى للبنوك التجارية التى تقدم الجانب الأعظم من القروض المصرفية من البيان التالى (٢٢).

القروض الممنوحة من البنك المركزي للبنوك

(مارس ١٩٩٠)

| ٪ | مليون جنيه | |
|--------|------------|---------------------------------------|
| ١ر٥ | ٢١١ | أرصدة لدى البنوك التجارية |
| ١٤ر٧ | ٢٠٧٦ | أرصدة لدى بنوك الاستثمار والاعمال |
| ١٠ر٣ | ١٤٥٢ | أرصدة لدى البنوك المتخصصة |
| ٩ر٤ | ١٣٢١ | أرصدة لدى بنك الاستثمار القومي |
| ٥٣ر٩ | ٥٠٦٠ | المجموع |
| ١٠٠ر٠٠ | ١٤٠٧٣ | اجمالي القروض والأرصدة المدينة الاخرى |

تظهر هذه الأرقام أن قروض البنك المركزي للبنوك التجارية لا تزيد نسبتها عن ١٥٪ من اجمالي محفظة توظيفه، بينما تحصل بنوك الاستثمار والأعمال على نسبة قدرها ١٤٫٧٪ والبنوك المتخصصة ١٠٫٣٪ وبنك الاستثمار القومي ٩٫٤٪ والباقي لجهات غير بنكية. والتوزيع السابق للمحفظة الاستثمارية للبنك المركزي يشير إلى أن الزيادة المتوالية في معدل سعر الخصم ستكون ضحيتها البنوك ضعيفة الموارد والبنوك المتخصصة وبنك الاستثمار القومي، وهذين الأخيرين طالما اعتمدا على التمويل الرخيص وتمتع عملاؤهما خلال الثمانينات بسياسة التمييز في أسعار الفائدة، ولهذا سيكون الرفع المفاجئ لأسعار الفائدة من غير أن يسبقه تغيير مرحلي تمهيدى اثار بالغة الصعوبة على هذه المؤسسات.

ولما سبق من أسباب لا يرى الباحث جدوى واضحة لربط سعر الخصم بمتوسط أسعار أذون الخزانة لمدة ثلاثة شهور حتى ولو كانت بعض الدول الأخرى قد استخدمت هذا الأسلوب.

٨/٦- السياسة الائتمانية

لعبت السياسة الائتمانية دورا بالغ الأهمية في موازنة سياسة تحرير أسعار الفائدة، فقد تزامن مع الإعلان عن هذا التحرير اجراءات صارمة لتقييد الائتمان وتجميد أرصدة القروض والتسهيلات عند المستوى الذى بلغته قبل تاريخ البدء بالتحرير. وكان المبرر المعلن لهذا الاجراء هو العمل على الحد من الضغوط التضخمية الناجمة عن التوسع الائتمانى، وقد سبق للباحث تفتيد هذا الاعتقاد فى دراسات سابقة (إدارة السيولة النقدية فى مصر خلال التسعينيات) (٢٣) بين فيها أن التضخم فى مصر هو تضخم تكاليف كما أنه يتأثر بتزايد الطلب بسبب قصور الإنتاج المحلى وتزايد حجم الاستيراد بالاسعار العالمية المتوالية الزيادة. يضاف إلى ذلك التمويل بالعجز والاصدار غير المغطى بأصول حقيقية. أما تأثير الزيادة فى الائتمان فهو أقل

أهمية. ويرجع مصدر التأثير الائتماني إلى حصول الهيئات الحكومية وشركات قطاع الأعمال العام على ما يزيد عن نصف حجم الائتمان المحلي الصافي في الوقت الذي تتدنى فيه كفاءتها الانتاجية حتى ليقدر أن اجمالي رأس المال المستثمر في القطاع العام يبلغ نحو ٦٥ مليار جنيه منها نحو ٣٥ مليار جنيه موارد مقترضة وأن معدل العائد على رأس المال المستثمر لا يزيد عن ٣٪ أو أقل من ذلك في تقديرات أخرى. وتشير كل الدلائل إلى أن التقييد الائتماني كان يستهدف تحقيق أهداف أخرى سنأتي على ذكرها.

٩/٦- السياسة النقدية

صحب تحرير أسعار الفائدة اتخاذ مجموعة من الإجراءات النقدية الهامة التي استهدفت تخفيف قيود الرقابة النقدية ومن تلك الاجراءات تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي التي تلتزم البنوك بإيداعها لدى البنك المركزي مقابل التزامات الودائع من ٢٥٪ إلى ١٥٪ وهو تخفيض كبير المعدل. وقد أدى إلى زيادة الأرصدة الحرة لدى البنوك. كما تم تخفيض نسبة السيولة وهي النسبة بين الأصول السائلة (الأصول النقدية والأصول القابلة للتسييل التي يحددها البنك المركزي) والالتزامات الإيداعية من ٣٠٪ إلى ٢٠٪ وهو خفض لا يقل أهمية. وخفض النسبتين في الوقت الذي تم فيه تقييد النمو الائتماني إنما يستهدف توجيه الموارد السائلة للبنوك لخدمة غرض آخر غير زيادة حجم القروض والتسهيلات.

١٠/٦- سياسة سعر الصرف

واتخذت السلطات النقدية اجراءات تستهدف تخفيف الرقابة وتطوير سوق الصرف وزيادة عدد المتعاملين فيها بادخال خدمات شركات الصرافة ببعض الشروط والضوابط، وقد تزامنت تلك الاجراءات مع اجراءات تحرير أسعار الفائدة بتعديل بعض أحكام لائحة قانون النقد رقم

٩٧ لسنة ٧٦ المعدل بالقانون رقم ٦٧ لسنة ١٩٨٠ بموجب قرار وزير الاقتصاد رقم ١١٧ فى ١٩٩١/٢/٢٦ (٢٤)، وسمحت هذه التعديلات بعودة نشاط الصيارفة وهو النشاط الذى ظل محظورا منذ صدور المرسوم بقانون رقم ١٠٩ لسنة ١٩٢٩ الذى قضى بفرض الرقابة على النقد فى مصر لأول مرة، كما ترتب على هذا التعديل تحرير عملية تحديد سعر صرف الجنيه المصرى وتركها لعوامل السوق بدون تدخل أية لجان. وقد حدث تفاعل على جانب كبير من الأهمية بين سوقى النقد والصرف ساعد إلى حد كبير على تحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف، إذ أدت الزيادة الكبيرة فى أسعار شهادات الإيداع وأذون الخزانة إلى تسييل جانب هام من الودائع الدولارية الأمر الذى أدى إلى زيادة النقد الأجنبى فى سوق الصرف وحقق الاستقرار لهذه السوق.

١١/٦- سوق ما بين البنوك

لا يوجد - فيما يعلم الباحث - آلية مرسومة للتعامل فيما بين البنوك. بل يتم التعامل فى هذه السوق بالاتفاق الثنائى بين المتعاملين ولا تعلن أسعار التعامل كما يحدث فى بعض الأسواق كالليبور على سبيل المثال فى سوق ما بين البنوك فى لندن وأسعار فائدة الصناديق الفدرالية فى السوق الأمريكية، ولماذا لا نأخذ بهذا الأسلوب طالما نطمح إلى تطوير السوق المصرفية. ونتيجة لعدم وجود نظام للتعامل بين البنوك تعرضت بعض البنوك التى تعتمد جزئيا على البنوك الأخرى لصعوبات بسبب التضاعد فى أسعار فائدة أذون الخزانة وتفضيل البنوك التى لديها فائض الاستثمار فى هذا الوعاء قصير الأجل بدلا من اقراض البنوك الأخرى.

وقد رأينا فيما سبق أن من متطلبات نجاح سياسة التحرير ضرورة وجود سوق نشطة فيما بين البنوك لأن لهذه السوق دور فى تحقيق المنافسة وتنشيط عوامل السوق. وأسعار الفائدة المعروضة الآن فى تلك السوق للودائع قصيرة الأجل جدا والتى تتراوح أجالها بين ٧ ، ١٥ يوم

تتراوح ما بين ٦٪ إلى ٧٪ (فى ٩١/١٠/١٠) (٢٠). وهذه الاسعار لا تشجع البنوك على اقراض مبالغ كبيرة بهذا السعر، وإن كان العرف قد جرى على تعاون البنوك فى مواجهة العجز فى نسبة الاحتياطى أو نسبة السيولة. وفيما عدا هذه الظروف فان البنوك المتخصصة وبعض بنوك الاستثمار والأعمال ستعانى لفترة من ندرة الموارد المتاحة بسبب قوة جذب أذون الخزانه، وقد بدأت بعض بنوك الاستثمار والأعمال بالفعل فى طرح أوعية ادخارية جديدة ذات عائد شهرى بأسعار فائدة تزيد عن الأوعية النظيرة لها التى طرحتها البنوك، غير أن البنوك المتخصصة ربما تكون أقل قدرة على التنافس على الأقل خلال المدى القصير.

١٢/٦- استراتيجية تحرير أسعار الفائدة متحيزة

تتلخص حزمة الاجراءات النقدية التى انتهجتها السلطات النقدية فيما يلى :

- ١ - الغاء السقوف الموضوعه على أسعار الفائدة وتحديد سعر الفائدة للودائع لمدة ثلاثة شهور دون غيرها من عناصر الهيكل .
- ٢ - خفض نسبة الاحتياطى النقدى .
- ٣ - خفض نسبة السيولة .
- ٤ - تعويم سعر الخصم .
- ٥ - تقييد الائتمان المصرفى .
- ٦ - تحرير سوق الصرف من التدخل فى تحديد الأسعار وإدخال خدمات الصيارفة .
- ٧ - تسويق أذون خزانه قصيرة الأجل بسعر فائدة شديد الاغراء .

وليس من الصعب إدراك أن هذه الحزمة بجميع عناصرها الهدف منها - فى المقام الأول - هو ضمان نجاح تسويق أذون الخزانة. صحيح أن للتحرير أهداف أخرى معروفة وأن تحرير أسعار الفائدة أحد أهم مقوماته، لكن تصميم هذه الحزمة كما يعتقد الباحث يستهدف :

١ - إتاحة قدر كبير من السيولة للبنوك التجارية .

٢ - تحجيم قدرة البنوك على إتاحة هذه السيولة للمقترضين من مختلف القطاعات ..

٣ - رفع معدل سعر الخصم بدرجة كبيرة للحد من قابلية البنوك للالتجاء إلى نافذة الخصم حتى لا يكون شراء جانب من أذون الخزانة بموارد البنك المركزى .

٤ - تحرير سوق الصرف لتشجيع حائزى النقد الأجنبى على تحويل أرصدتهم إلى الجنيه المصرى مما يؤدي إلى زيادة مبيعات أذون الخزانة والأوعية المصرفية الجديدة الأخرى التى استحدثتها البنوك، وهو ما يجعل مواردها دائمة التجدد .

وجميع تلك الاجراءات تؤدى إلى ضمان تسويق مبيعات الاصدارات الاسبوعية لأذون الخزانة بنوعيتها، كما أن قبول الحكومة ارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة لمدة ١٨٢ يوم إلى ٢٠.٣٪ (الحد الأعلى لأسعار مزادات الاسبوع الثانى من أكتوبر ٩١) بفارق يزيد عن متوسط أسعار النوع الأول من الأذون بـ ٨٪ دليل على حاجة الخزانة العامة الماسة للمزيد من الموارد .

١٣/٦- سياسة التمييز فى أسعار الفائدة باقية

لازال قطاع له أهميته يتعامل بأسعار فائدة تمييزية حتى بعد تحرير أسعار الفائدة ومازال الائتمان الذى تحصل عليه الهيئات

الحكومية وهيئات قطاع الأعمال العام من بنك الاستثمار القومى يخضع لسياسة تمييزية فى أسعار الفائدة. وقد أعلن البنك المذكور فى ٩١/٨/٣١ عن زيادة أسعار فائدة قروضه للقطاعات المختلفة على النحو التالى: ١٧٪ لقطاع الصناعة - ١٨٪ لقطاعى النقل والسياحة - ١٩٪ لقطاع المقاولات - ١٦٪ للوحدات المحلية والجهاز الإدارى.

وفيما يتعلق بموارد البنك المذكور فإنه يستحوذ على الجانب الأكبر من توظيفات قطاع التأمين (شركات التأمين وإعادة التأمين والتأمينات الإجتماعية والمعاشات وصناديق التأمين الخاصة) وقد بلغ مجموع توظيفاتها الاستثمارية فى آخر تقرير سنوى منشور للبنك المركزى المصرى لعام ٩٠/٨٩ نحو ٢٦,٥ مليار جنيه مصرى، وهى تقرب من اجمالى الودائع بالعملة المحلية لدى البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال التى بلغت ٣٠,٨ مليار جنيه فى نهاية عام ١٩٩٠ (٢٦).

ولا يزيد معدل الفائدة الذى يدفعه البنك المذكور لهيئتى التأمينات والمعاشات عن ١١٪ حتى بعد تحرير أسعار الفائدة، غير أنه قد قرر اعتبارا من أول مايو ٩١ زيادة أسعار الفائدة على شهادات الاستثمار من ١٦,٢٥ إلى ١٧,٥٪، وزيادة الفائدة على ودائع صندوق توفير البريد من ١٢,٥٪ إلى ١٣,٥٪ بشرط أن تظل الوديعة مدة سنة. وتلك المعدلات توضح مدى الغبن الواقع على هيئتى التأمين والمعاشات وتوظيفاتها تزيد عن ٩٠٪ من اجمالى توظيفات قطاع التأمين ومدى الظلم الواقع على أصحاب المعاشات وغيرهم الذين يقومون فى الواقع بدعم المشروعات الحكومية.

أما تدنى أسعار الفائدة على ودائع التوفير، وقللة أسعار فائدة شهادات الاستثمار عن أذون الخزانة (وهى لمدة ٣ شهور فقط)، فسيترتب عليه انخفاض حصيلة كل من الوعائين.

٧ - نتائج المدى القصير لتحرير أسعار الفائدة

انقضت فترة لا تزيد عن تسعة شهور منذ تاريخ البدء بسياسة تحرير أسعار الفائدة وحتى تاريخ الانتهاء من هذه الورقة، وهي فترة لا تكفى لتقويم استراتيجية التحرير لأن الرفع المفاجئ لسقوف أسعار الفائدة وتعويم سعر الخصم قد سبب للقطاع المالى ما يشبه الصدمة، ولهذا لم تكن استجابته لهذا التغيير على النحو الذى تم فى سوق الصرف حيث جاء التحرير متدرجا وعلى مراحل جعلت السوق أكثر استجابة للتحرير العام، كما أن هذا المدى القصير لم يكن كافيا لاستكمال ما قد يكون فى جعبة السلطات النقدية من اجراءات أخرى لتصحيح الاختلالات المرورية. ومع ذلك يمكن للباحث أن يرصد ما حدث بهدف التعرف على النتائج الايجابية والسلبية والتنبيه إلى مواضع الاختلال ومحاولة التوقع لما قد ينجم عنها من نتائج على المدى الابلد.

١/٧- النتائج الايجابية

أ - فى مقدمة النتائج الايجابية يأتى تحرك أسعار الفائدة فى اتجاه المعدلات التوازنية، وإذا اعتبرنا أن معدل التضخم خلال السنة الحالية التى فرضت فيها ضريبة المبيعات ٣٥٪ فإن معدل الفائدة الحقيقى بعد إضافة الإعفاء الضريبى لأذون الخزانة يمكن تقديره بنحو ٢٤٪ ويعتبر هذا التطور هاما وفى طريق الوصول إلى معدلات فائدة حقيقية موجبة. وإذا لم تكن فى حقيبة السياسات المالية زيادات أخرى فى أسعار البنود الأساسية فى ميزانية الأسرة المصرية فسيتمجه معدل التضخم إلى التراجع بالقياس إلى المعدل الحالى لعام ٩١ . وبذلك تقترب معدلات أسعار الفائدة إلى حد كبير من المعدلات التوازنية الموجبه خلال السنوات القليلة القادمة.

ب- اتجاه الحكومة إلى تمويل العجز من موارد حقيقية من مبيعات أذون

الخزانة رفع عن كاهل الشعب عبء الضريبة غير المباشرة المستترة المرتبطة بالاصدار غير المغطى بأصول حقيقية .

ج - أدى استحداث أذون الخزانة إلى دفع البنوك دفعا إلى استحداث شهادات إيداع تعطى عائدا شهريا مرتفعا لا يزيد الهامش في بعضها عن أذون الخزانة بـ ١٪، وكانت بعض بنوك الاستثمار والأعمال أسخى من البنوك الأربعة الكبار في تحديد أسعار أفضل على هذه الشهادات التي يعتبر نجاح تسويقها مؤكدا، كما أن أذون الخزانة إذا ما تم استخدامها بالقدر الذي لا يخل بتوازن تخصيص الموارد تعتبر من أفضل أدوات سوق التمويل وتساعد البنوك على حل مشاكل السيولة والحفاظ على النسبة القانونية للاحتياطى النقدي بقيام البنك المركزي بخضم هذه الأذون بسعر الخصم الجارى عند الطلب .

د - انعكست نتائج ارتفاع معدلات أسعار الفائدة على الودائع والاوعية المقومة بالجنيه المصرى بدون ابطاء فى معاملات سوق الصرف فازدادت إلى حد كبير مبيعات الدولار والعملات الأجنبية الأخرى وتحول عدد كبير من أصحاب الودائع بالنقد الأجنبى والتي كانت تمثل نسبة قدرها ٧٠٪ من اجمالى الودائع بالبنوك . وقد أدى هذا الاتجاه إلى زيادة الحصيلة الصافية (الفرق بين المشتريات والمبيعات) حيث بلغ اجمالى مشتريات السوق منذ تطويرها فى ٩١/٢/٢٧ حتى نهاية سبتمبر ١٩٩١ نحو ٤ مليار دولار وبلغ اجمالى المبيعات ٣ مليار أى تحقق لأول مرة فائض قدره مليار دولار ونتوقع أن يستمر هذا الاتجاه فى المستقبل - طالما بقيت الظروف على حالها، خاصة بعد التطورات الأخيرة فى أكتوبر ٩١ التى ألفت الاقرارات النقدية ووحدت السوق .

٢/٧- النتائج السلبية

أ - ستمكن أذون الخزانة الحكومة من الحصول على موارد تصل إلى ١١٧ مليار دولار إذا استمر تسويق ٧٠٠ مليون دولار أسبوعيا على النحو

السابق ذكره فى فصل سابق . وهذا القدر الكبير من الموارد بالقياس إلى الموارد الإجمالية للبنوك التى تبلغ نسبة مشترياتها حتى نهاية سبتمبر ٩١م ٨٣,٣٪ من اجمالى مبيعات الأذون، هذا القدر سيضر بالقطاعات الانتاجية التى تعتمد فى تمويلها إلى حد كبير على الجهاز المصرفى فى ظل الضعف الحالى لسوق راس المال بشقيها (سوق الاصدار وسوق التداول) .

ب - أدى اتجاه الموارد المصرفية إلى شراء أذون الخزانة ذات العائد المرتفع إلى حجب جانب كبير من تمويل البنوك التجارية للبنوك المتخصصة، وفى ضوء الضعف الحالى لسوق ما بين البنوك وافتقارها إلى ميكانىكية مناسبة لتوظيف الفائض لدى البنوك الكبيرة التى لها قدرة نسبية أكبر على اجتذاب الودائع، ستعانى البنوك المتخصصة من نقص الموارد .

ج - ستؤدى زيادة أسعار الفائدة خلال الأجل القصير إلى زيادة تكلفة الأموال المقترضة للقطاعات الانتاجية وهو ما يمكن أن تنعكس آثاره فى زيادة الأسعار والضغط التضخمية . وسبق مناقشة هذا الرأى مع الإشارة إلى وجهة النظر التى تقول بأن نسبة التكاليف المالية إلى اجمالى التكاليف لا تزيد عن ١٠٪ فى معظم الدول ومن جهة أخرى فان هذه الزيادة ليس من الضرورى أن تنتقل بكاملها إلى المستهلكين ولكن هذا يتوقف على مرونة تحول عناصر الانتاج وعلى المدى الزمنى الذى يمكن خلاله للقطاعات الانتاجية استيعاب هذه الزيادة فى أسعار الفائدة .

د - أدى التركيز على اسعار فائدة الأوعية قصيرة الأجل التى تتراوح بين ثلاثة شهور وشهر واحد إلى تشويه هيكل الاستحقاقات وعدم التناسق بين استحقاقات الودائع ومعظمها قصير الأجل واستحقاقات القروض التى تتراوح بين سنة وثلاثة سنوات .

هـ - يعتبر تعويم سعر الخصم من النتائج السلبية لاستراتيجية تحرير أسعار الفائدة لما يسببه من عدم استقرار فى التعامل بين البنك المركزى والبنوك وبين البنوك وعملائها، لأن هذا السعر يقع فى مكان وسط بين أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وباعتباره السعر الأساسى الذى تحدد البنوك بموجبه هوامش الأسعار الدائنة والمدينة وتعويم السعر لا يساعد على استقرار المعاملات.

٨ - الخلاصة والتوصيات

١/٨ - يبدو للوهلة الأولى أن السياسة التى انتهجتها السلطات النقدية لتحرير أسعار الفائدة لابد أن تكون سياسة مرحلية، ذلك لأن أسعار الفائدة تفضل كهدف مرحلى قصير الأجل عندما يكون مصدر عدم الاستقرار الاقتصادى هو القطاع المالى، بينما تفضل الأهداف النقدية والائتمانية كالتحكم فى العرض النقدى والتوسع الائتمانى عندما يكون مصدر عدم الاستقرار هو القطاعات السلعية. وبالنظر إلى أن عدم الاستقرار الاقتصادى فى مصر هو من النوع المتعدد المصادر ومحصلة الاختلالات فى جميع القطاعات (الانتاج والعرض والطلب والاستهلاك والادخار والاستثمار - والصادرات والواردات - وشروط التبادل التجارى السلمى - إيرادات الدولة ونفقاتها - والدين الخارجى - وعرض العمل والطلب عليه والبطالة - تضخم الأسعار وارتفاع تكاليف المعيشة بالمقارنة بالدخول الحقيقية - سعر الصرف.... إلخ) ولهذا فان الاعتماد على سياسة أسعار الفائدة وحدها لا يكفى بالرغم من أنها ركن أساسى من أركان أية استراتيجية للإصلاح الهيكلى، وهذا لا يعنى أنه ليست هناك جهود تبذل لإصلاح القطاعات الأخرى وإنما المهم أن تتم هذه الإصلاحات فى اتساق زمنى مناسب، وقد سبق لنا القول أن الاسلوب غير المتدرج لتحرير أسعار الفائدة ربما يكون أسلوبا قد فرضته ظروف ترتيبات الاتفاق مع صندوق النقد الدولى وفى اللحظة الأخيرة، ولكن يجب أن يتم بالسرعة المناسبة أيضا تدارك آثار هذه السياسة حتى لا

تكون السلطات النقدية قد عالجت بعض الاختلالات المزمنة باختلالات أخرى جديدة.

ويؤدي استمرار السياسة الحالية على ما هي عليه إلى استنزاف موارد الجهاز المصرفي لصالح تمويل العجز الحكومي، ويحرم القطاعات الانتاجية من الموارد المفروض أن تحصل عليها، وتجعل كل اهتمام البنوك موجه إلى أوعية قصيرة الأجل تمكنها من تحقيق موارد لتوظيفها في أذون الخزنة. كما أن قوة جذب هذه الأذون سيضر أيضا بسوق رأس المال بشقيه (سوق الاصدار وسوق التداول)، وسيكون من الصعب خلال مرحلة انتقالية اقبال المستثمرين على المساهمة في المشروعات الجديدة أو تمويل مشروعات قائمة لا تصل عواندها إلى مستوى عائد الأوعية الجديدة.

هذا مع إدراكنا التام بأن معدلات أسعار الفائدة المغرية التي وصلت إليها أذون الخزنة لمدة ١٨٢ يوم وهي ٢٠.٣٪ مازالت دون المعدلات الحقيقية الموجبة بالقياس إلى معدل التضخم للسنة الحالية ١٩٩١ الذي لا يقل في تقديرنا عن ٣٥٪. وخلاصة ما يود الباحث التأكيد عليه هو أن هدف الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية موجبة لا يمكن الوصول إليه خلال المدى القصير جدا بل يتطلب مرحلة انتقالية قد لا تطول وهو ما يتوقف على تفاعل سياسات الاصلاح وتناسقها بين القطاعات المالية والسلعية.

٢/٨- التوصيات

١ - طالما أن تمويل عجز الميزانية من موارد غير تضخمية هو محور السياسة الحالية لتحرير أسعار الفائدة، فمن المهم ألا تؤثر حاجة الحكومة إلى التمويل في جعل متوسط أسعار أذون الخزنة يرتفع باطراد، ويحتاج طرح هذه الأذون إلى خبرة وحرفية باستبعاد العروض المغالية في أسعارها للوصول إلى متوسطات أفضل لأسعار المزادات، وإصدار أذون

بكميات أقل يمكن تغطيتها بأسعار أقل لأن التدرج فى أسعار الفائدة مطلوب خلال فترة مرحلية .

٢ - أن يعيد البنك المركزى النظر فى أسلوب ربط سعر الخصم بمتوسط الأسعار الأسبوعية لأذون الخزانة لما يترتب على هذا الربط من عدم استقرار فى هذا السعر الأساسى .

٣ - تشجيع البنوك وبصفة خاصة البنوك الأربعة الكبار لانشاء سوق ثانوية لبيع وشراء هذه الأذون باجراءات سريعة وبدون تعقيد وربط هذه البنوك الأربعة بإدارة الأوراق المالية بالبنك المركزى بوسيلة اتصال مرئية أو بث تحركات أسعار هذه الأذون من خلال الأجهزة المتوفرة لسوق الصرف لتسهيل عمليات المراجعة ولتلافى حالات التزوير لهذه الشهادات، ويجب أن تكون العملات التى تتقاضاها البنوك غير مبالغ فيها حيث لا تتعرض البنوك فى هذا الوعاء إلى أى نوع من المخاطرة، وفى هذا الصدد يمكن للبنوك تكوين صناديق استثمارية Trust Funds لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون شراء أذون بقيمة الحد الأدنى للمزادات وهو ٢٥ ألف جنيه والشراء لهم كمجموعات وهو مجال متسع لبنوك الاستثمار والأعمال أيضا .

٤ - أن تعمل السلطات النقدية بالسرعة المناسبة على معالجة التشويه فى هيكل الاستحقاقات حيث ستتحول معظم موارد البنوك إلى التزامات قصيرة الأجل (٣ شهور فأقل) بينما هيكل أصولها يتكون الجانب الأكبر منه من قروض (لأجل سنة فأكثر) ولو استمرت السياسة الراهنة فلن تهتم البنوك بتسويق أوعية باستحقاقات أطول (سنة، سنتين، ثلاث سنوات، خمس سنوات، سبع سنوات) كما كانت تفعل قبل البدء بسياسة التحرير. ويتضح هذا الاختلال من الأسعار التى عرضها أحد بنوك القطاع العام (فى ١٢/١٠/١٩٩١) حيث حدد سعر الفائدة على الودائع لمدة شهر بـ ١٣٪ وللودائع من ٣ شهور إلى خمس سنوات بـ ١٦,٥٪، ولسبع سنوات بسعر ١٧٪ .

وفى شيلي أدى إختلال هيكل الاستحقاقات أن بلغت نسبة القروض التى تقل آجالها عن سنة ٦٤٪ فى المتوسط من الائتمان الإجمالى خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٨٢ . فهل يمكن أن تحقق السياسة الائتمانية أى استقرار فى مثل هذه الاحوال؟

وقيام السلطات النقدية بتنويع آجال أذون الخزنة باصدار أذون لمدة سنة وستين وثلاثة وخمسة وأكثر يودى إلى تصحيح الهيكل الحالى للاستحقاقات ويفضل أن يضع البنك المركزى خلال الفترة الانتقالية خطوطا ارشادية لتحويل الاستحقاقات .

٥ - يجب العمل على تضيق الهامش الحالى بين أسعار الفائدة إلى الحد الذى يتناسب مع التكاليف الحدية للحصول على الودائع، فالاسعار المشار إليها أنفا تتيح للبنك المذكور الحصول على ودائع آجالها تتراوح بين ٣ شهور وخمس سنوات بمعدل ١٦,٥٪ يمكنه توظيفها اما فى أذون الخزنة لمدة ١٨٢ يوم بسعر يبلغ ٢٠,٣٪ أو اقراضها بسعر لا يقل عن ٢٤,٥٪ (بزيادة ٣٪ عن سعر الخصم) أى يمكنه تحقيق هامش ربح يصل إلى ٨٪ وهو هامش لا يوجد له نظير فى الظروف العادية فى العرف المصرفى الدولى . ويعزى ارتفاع الهامش عادة إلى قلة كفاءة البنوك وارتفاع تكاليف التشغيل ويقع عبوه المباشر على عملاء البنوك .

٦ - ويحتاج سوق ما بين البنوك إلى ميكانيكية تساعد البنوك الصغيرة المحدودة الانتشار والبنوك المتخصصة . ويمكن تحقيق ذلك بايجاد صندوق مركزى لدى البنك المركزى تودع فيه نسبة يحددها البنك من موارد البنوك الأربعة الكبار وفقا لحجم ودائعها، وتدخل هذه الودائع ضمن الأصول السائلة لهذه البنوك فى حساب نسبتي الاحتياطي النقدى والسيولة كما يكون من حق البنوك الأخرى الإيداع بحرية فى هذا الحساب . ويتحدد سعر هذه الودائع أسبوعيا بالحد الأدنى لأسعار المزادات الأسبوعية لأذون الخزنة . وتوضع ميكانيكية لطريقة

استخدام هذه الأموال المركزية وشروط السداد... إلخ وذلك لتمكين هذه البنوك من القيام بالوظائف المعتادة لها حتى لا تتحول إلى وكلاء لترويج أذون الخزانة.

واقترح قيام بنوك القطاع العام الأربعة بتمويل هذا المورد يتسق مع مسئوليتها الوطنية (وهي بنوك حكومية) تجاه تطوير الجهاز المصرفى حتى لو أدى ذلك إلى تضحية بسيطة ليس لها تأثير مهم على إيراداتها.

٧ - يجب ألا يزيد سعر الإقراض فى المرحلة الانتقالية إلى الحد الذى يزاحم المنتجين الكفاء الشرفاء، لأن التصاعد السريع فى معدلات الإقراض قد يصل نها للمستوى الخطر ويؤدى إلى دخول مشروعات جديدة فى سوق الائتمان من الأنواع المغامرة التى تتحمل مخاطر عالية.

٨ - إذا كانت السلطات الحكومية قد نجحت فى تأمين مبيعات أذون الخزانة بالتضيق الائتمانى فان هذا التقييد يجب ألا يستمر لفترة أطول ويجب أن توضع سياسة ائتمانية مرحلية تقوم على أساس المواءمة بين احتياجات الخزانة العامة واحتياجات القطاعات الأخرى وأن تلغى التيسيرات الحالية الزائدة الممنوحة لشركات قطاع الأعمال العام.

٩ - أن تعمل السلطات المالية - على مراحل - على تقليل سياسة التمييز فى أسعار الفائدة التى يستخدمها بنك الاستثمار القومى، والمفهوم أن سياسة هذا البنك لا تقررها السلطات النقدية أو البنك المركزى بمعنى أوضح، ولكن سياسة التمييز أيا كان مقررها يجب أن تزول بالتدريج، وليس من العدل أن تستهدف السياسة المالية الغاء الدعم بالتدريج وأن تهمل ما يقدمه أصحاب المعاشات والمؤمن عليهم إجتماعيا للمشروعات الحكومية من خلال أسعار الفائدة المتدنية. ويمكن الاستمرار فى تمييز أسعار الفائدة لاغراض اجتماعية كمشروعات

الإسكان الاقتصادي والمشروعات الصغيرة للشباب وما يماثلها عن طريق تمويلها من قروض خارجية ميسرة طويلة الأجل .

١٠ - وأذن الخزانة العامة هي في الأصل إحدى أدوات السياسة المالية التي تعمل في سوق النقد وهي استمرار لسياسة تدخل السياسة المالية في شئون السياسة النقدية . والتكامل بين السياستين على جانب كبير من الأهمية بحيث لا تطفئ إحداها على الأخرى . وتجمع آراء الخبراء المستقاة من تجارب الدول التي قامت بتحرير أسعار الفائدة فيها على أنه لا يمكن الوصول إلى أسعار توازنية مع وجود عجز كبير في ميزانية الدولة ، ومن ثم فيجب أن يكون هدف تخفيض هذا العجز في مقدمة أهداف الفترة المرحلية للتحرير ، وربما تساعد على ذلك الزيادة الكبيرة في الموارد السيادية المترتبة على ضريبة المبيعات وزيادة الحصيلة الجمركية بسبب تزايد الواردات ، ولكن المهم أيضا أن يقتصر التمويل الحكومي على المشروعات التي تحقق أكبر عائد اجتماعي ممكن وتتخلى عن المشروعات الخاسرة والنفقات غير الضرورية . إلخ وغير ذلك من الإجراءات المعروفة التي يضيّق نطاق هذه الورقة عن الاستطراد فيها .

١١ - يرجع سبب فشل سياسة التحرير في القطاع المالي في تجارب دول عديدة لضعف الرقابة المصرفية والتسيب الخلقى وعدم التزام البنوك في كثير من المجالات التي تتعلق بسلوكها الاقراضى أو تمسكها بالمعايير المحاسبية السليمة ، وسلامة أصولها ودرجة تعرضها للمخاطر .

ولهذا يجب إعادة تأهيل الجهاز المصرفى لمواجهة ظروف المنافسة الحرة ودخول عوامل السوق ، بضبط الرقابة الداخلية والخارجية وأن يستهدف التعديل المقترح لقوانين البنوك والائتمان توحيدها وأن يكون التوجه العام لهذا التعديل هو تأكيد سلطة وحياد واستقلالية البنك المركزى فى وضع السياسات النقدية والائتمانية والمصرفية والاشراف على تنفيذها ، وأن توضع ضوابط الإشراف فى نصوص مواد القانون سواء فيما يتعلق بمسئولية مراقبى حسابات البنوك أو فيما يتعلق

بمسئولية جهاز الرقابة فى البنك المركزى مع تدعيم هذا الجهاز فنيا .
ويجب أن يكون من بين طموحات البنك أن تصبح مصر مركزا ماليا
للمنطقة العربية بصفة خاصة وللشرق الأوسط بصفة عامة، وهو ما
سيترتب عليه دور أكبر للبنوك التى يجب أن تدعم مواردها الذاتية
ورؤوس أموالها واحتياطياتها وفقا لتوصيات لجنة بازل التى تحدد
تاريخ العمل بها مع بداية عام ١٩٩٣ ، وهى توصى بالاعتماد على نسبة حقوق
المساهمين عن ٨٪ من اجمالى الأصول على أن يكون نصف هذه النسبة
مصدره رأس المال . وأن يولى البنك اهتماما خاصا لفحص طريقة إدارة
البنوك لمحافظة الاستثمارية، والوقوف اولا بأول على درجة تعرضها
للمخاطر فى السوق المحلية والأسواق الخارجية لتلافى تكرار ما حدث
لبنك الاعتماد والتجارة وغيره من بنوك الاستثمار والأعمال .

١٢ - كما أن وجود قروض راكدة كبيرة الحجم لا يمكن السلطات النقدية
من الوصول إلى أسعار فائدة توازنية، لما تلقىه هذه النوعية من القروض
من أعباء تراكمية على المقترضين والبنوك على حد سواء . ويقترح
الباحث إيجاد مصادر تمويل خارجية تخصص لتعديل هيكل الشركات
المتعثرة دون غيرها وتقسيم مديونياتها على أجل أطول، وهذا الاجراء
ربما لا يحتمل التأخير .

١٣ - يرى الباحث أن نظام التأمين على الودائع سلاح ذو حدين، ففى
أحد حديه ضمان جزئى لاصحاب الودائع وفى الحد الأخر رخصة للبنوك
للتساهل فى تقديم الائتمان إلى مؤسسات لا تتوفر لها مقومات
الاقتراض الآمن اعتمادا على مظلة التأمين، وفى غياب الرقابة اليقظة
للبنك المركزى لن يحول نظام التأمين بين حدوث الكوارث كما حدث فى
دول عديدة . والضمان الجزئى لا يرضى أصحاب الودائع الكبيرة . ولذلك
نعتقد أنه من الأفضل الاخذ بأسلوب الضمان التام فى الأحوال التى
يتعرض فيها أى بنك لمخاطر عامة ليس له يد فيها، ويمكن مساندة هذا
البنك بدون إبطاء بقيام البنوك كل بقدر ما لديه من موارد إيداعية
باسعافه بسرعة وبدون اعلان على أن تعطى للبنوك المعاونة سندات

تمويل مقابل ما تدفعه بسعر فائدة مناسب ومتغير ويكون من حق البنك المعان استرداد هذه السندات على مراحل عندما تتحسن ظروفه وفقا لترتيبات يضعها البنك المركزى. والتأمين ليس بديلا عن الرقابة الكفؤة بل العكس هو الصحيح.

١٤ - يجب استكمال تحرير سوق الصرف بالغاء القيود القليلة الباقية التى يعتبر ضررها أكثر من نفعها، كالقيود التى مازالت مفروضة على خروج ودخول الجنيه المصرى. ومن الخطأ ترك تقدير هذه الحدود للأشخاص، بل يجب رفع هذه القيود كلية، لأن من يعتزم تهريب النقد لن يعدم الوسيلة حتى فى أشد نظم الرقابة صرامة. ففى ظل حرية التعامل فى السوق لن يوجد سبب للتهريب، وجعل الجنيه المصرى قابلا للتحويل بحرية تامة هو هدف كبير يجب تحقيقه لما له من أثر سيكولوجى هام فى انتقال رؤوس الأموال إلى مصر.

١٥ - يجب أن تسير خطوات اصلاح سوق رأس المال فى تزامن مع الاصلاحات فى سوق النقد وذلك لتخفيف الضغط الواقع على البنوك لتوفير التمويل الذى يفترض أن توفره سوق رأس المال. ويمكن تحسين المناخ فى هذه السوق بكسر الحاجز النفسى الذى يحول بين الجمهور وأسواق الأوراق المالية بإيجاد عدد معقول من الأوراق ذات العائد المجزى. ويمكن تحقيق ذلك إذا تخلى كل بنك من بنوك القطاع العام عن خمسة أوراق جيدة فقط مما فى محفظته الاستثمارية وقيام الشركات القابضة فى قطاع الأعمال العام باعداد أوراق جيدة لعدد من الشركات التابعة لها بعد تأهيلها لتحقيق الأرباح وطرحها فى السوق وبذلك يمكن فى المدى القصير أو المتوسط إضافة عدد لا يقل عن ٥٠ ورقة إلى التداول، ويمكن فى المدى الأبعد زيادة عدد هذه الأوراق، وربما لا يمكن بغير هذه الطريقة تنشيط سوق رأس المال^(٢٧).

١٦ - تطوير نظم وقواعد البيانات المصرفية فى نطاق تطوير شامل لسوق المال بفروعه جميعا واعداد نشرة احصائية شهرية عن أهم التطورات

المالية والنقدية لتلافى فترة التأخير الزمني فى نشر الاحصاءات
الكاملة.

الهوامش

- Issues in Interest Rate Liberalization, Sergio Leite & V.S Sundaraajan, Finance & Development, December, 1990 ١
- Guillerms A. Calvo & C.A. Vegh, Interest Rate Policy in a Small Open Economy, I.M.F. Staff Papers-December 1990 Vol. 37 No. 4 ٢
- mekinnon Rarald-Money and Capital in Economic Development The Brookin Institution, Washington, 1973 ٣
- Shaw Edward, Financial Deepening in Economic Development The Brooking Institution Washington, 1973 ط ٤
- سيد عيسى - إدارة السيولة النقدية في مصر خلال التسعينيات من بحوث المؤتمر العلمى السنوى الخامس عشر للاقتصاديين المصريين عام ١٩٩٠ - الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع. ٥
- Leite S. Pereira-Interest Rate Policies in West Africa, I.M.F. Staff Papers-Vol. 29 March, 1982 ٦
- Khatkhate-Deena-False Issues in the Debate On Interest Rate Policies in LDC. Quarterly Review Banca Nazionale Del Lavoro Vol. 33 June, 1980 ٧
- I.M.F. Staff Papers Vol. 37 N. 4 December 1990 ٨
- Reference No. 8 ٩
- Experiences with Different Liberalization Strategies I.M.F. Staff Papers (Ref. No. 8) ١٠
- Corbo & De Mels-Overview and Summary World Development Vol. 13 August, 1985 ١١
- Cho & Khatkhate-Lessons of Financial Liberalization In Asia A Comparative Study. Discussion Paper No. 50-World Bank April, 89 ١٢
- M. Bell & R. Sheeky-Helping Structural Adjustment In Low ١٣

Income Countries F & D December, 1987

Finance & Development I.M.F. December, 1990 ١٤

I.M.F. Staff Papers Vol. 37 No. 3 September, 1990 ١٥

١١٥٦ سيد عيسى - أذون الخزانة. الاهرام الاقتصادي - عدد ١١٥٦ بتاريخ ١٩٩١/٣/١١ . ١٦

١٧ سيد عيسى - أسعار الفائدة وآليات السوق الغائبة. الاهرام الاقتصادي - العدد ١١٦١ ابريل ١٩٩١ .

١٨ مرجع سابق رقم (٤) .

١٩ تصريح الدكتور نائب رئيس الوزراء ووزير التخطيط فى جريدة الاهرام بتاريخ ١٩٩١/١٠/٣ .

٢٠ سيد عيسى - تطوير سوق التمويل فى مصر .

من بحوث المؤتمر العلمى السنوى للاقتصاديين المصريين الثالث عشر عام ١٩٨٨ - الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع والاحصاء .

٢١ سيد عيسى - أذون الخزانة - مرجع سابق .

٢٢ مصدر الأرقام المجلة الاقتصادية للبنك المركزى المصرى - المجلد ٣٠ العدد الثالث ٩٠/٨٩ الجدول الاحصائى رقم (٣/١/١) .

٢٣ مرجع سابق رقم (٥) .

٢٤ سيد عيسى - عودة الصيرفة تحت عباءة القانون .

الاهرام الاقتصادي - العدد ١١٨٥ فى ١٩٩١/٩/٣٠ .

٢٥ هذه الأسعار لآحد بنوك القطاع العام التجارية الكبرى فى يوم ١٩٩١/١٠/١٠ .

- ٢٦ التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ١٩٠/٨٩ - القسم
الاحصائى جدول ١/٧ - التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين .
- ٢٧ سيد عيسى - متى تؤدى البورصات دورها .
الاهرام الاقتصادية - عدد ٩١/١٠/١٤ .

ملحق رقم (١) توزيع الترويض على القطاعات الرئيسية بالتد الاجنبي مليون جنيه

| المجموع | ق . خارجى | ق . عائلى | ق . ١ . خاص | ق . ١ . عام | ق حكومى | م |
|---------|-----------|-----------|-------------|-------------|---------|-------------------|
| ١١٨٣ | ٤١ | ١٠٧ | ٩٧٤ | ٤٨ | ١٣ | ١٩٨١ |
| ١٩٨٣ | ٣٠ | ٩٠ | ١٥٩٧ | ١٢٢ | ١٤٤ | ١٩٨٢ |
| ٢٥٨٣ | ٥٠٨ | ٩٩ | ١٨١٧ | ١٣٦ | ٢٣ | ١٩٨٣ |
| ٢٩٠٧ | ٥٤٠ | ٨٨ | ٢٠٤٥ | ١٠٨ | ١٢٦ | ١٩٨٤ |
| ٢٩٣٦ | ٤٨٩ | ٥٧ | ٢٠٦٣ | ٢٣٤ | ٩٣ | ١٩٨٥ |
| ٥٠٠٢ | ١٠٧٠ | ١٠٠ | ٣٣٤٠ | ٣٩١ | ١٠١ | ١٩٨٦ |
| ٥٨١٦ | ١٤٢٩ | ٩٦ | ٣٧١٦ | ٤٧٩ | ٩٦ | ١٩٨٧ |
| ٨٧٤٧ | ٢١٨٧ | ١٦٠ | ٥٥٣٧ | ٧٩٩ | ٦٤ | ١٩٨٨ |
| ١٠٠ | ٣٣٤ | ٩ | ٨٢٣٣ | ٤ | ١٣ | ١٩٨١ |
| ١٠٠ | ١٨٣٦ | ١٩١ | ٧٠٠٢ | ٨٣ | ١٣ | ١٩٨٥ |
| ١٠٠ | ٢٥٣ | ١٣٨ | ٦٣٣٣ | ٩٣٢ | ٧٧ | ١٩٨٨ |
| | | | | | | الاهمية النسبية : |

تابع الملحق رقم (١) نتائج المحلي الاجمالي (الحقيقي) (مليون جنيه) موزعا على الانشطة الاقتصادية خلال خطة التنمية الاولى

| الانشطة الاقتصادية | عام ٨٢ / ٨١ | عام ٨٧ / ٨٦ | معدل النمو المتوسط % | التغير فنى البنيان الاقتصادى % ٨٢ / ٨١ | ٨٧ / ٨٦ |
|--------------------------------------|-------------|-------------|----------------------|---|---------|
| الزراعه | ٣٩٣١٨ | ٤٦٧٠٠ - | ٣٠٥ | ١٩٠٦ | ١٦٠٧ |
| الصناعة والكهرباء | ٢٧٩٧٠٩ | ٤٣٦٩٠٥ | ٩٠٣ | ١٣٠٩ | ١٥٠٧ |
| البتترول | ٢٦٦٨٠ - | ٣٨٦٦٠٥ | ٧٠٧ | ١٣٠٣ | ١٣٠٨ |
| التشييد وبنشاء | ٢٠٥٥٠ - | ١٢٤١٠٧ | ٣٠٣ | ٥٠٢ | ٤٠٤ |
| القطاعات السلمية (بدون البترول) | ٧٧٨٤٠٧ | ١٠٢٨١٠٢ | ٥٠٧ | ٣٨٠٧ | ٣٦٠٨ |
| القطاعات السلمية كامله | ١٠٤٥٢٠٧ | ١٤٤٤٤٧٧ | ٦٠٢ | نتور | ٥٠٠٦ |
| الخدمات الانتاجية | ٦٠٢٢ | ٨٤٨٧٠٣ | ٧٠١ | ٣٠٠ - | ٣٠٠٤ |
| الخدمات الشخصية والاجتماعية | ٣٦٢٢٠٣ | ٥٣٢٢٠ - | ٨٠ - | ١٨٠ - | ١٩٠ - |
| الاجمالي | ٢٠٠٩٧٠ - | ٢٧٩٥٧٠ - | ٦٠٨ | ١٠٠ - | ١٠٠ - |

ملحق رقم (٢)
السياسات الهيكلية لاصلاح القطاع المالي

| الامداد | الاجراءات المتبعة | الجدول |
|---------------------------------|---|---|
| تحسين الرقابة على التقد | <ul style="list-style-type: none"> - اجراء تحسينات في الاطار العام للبرامج المالية - اذوات مناسبة للسياسة النقدية والتحول نحو الرقابة غير المباشرة - ايجاد سوق للاوراق المالية الحكومية - تحقيق السياسات الائتمانية الانتقائية لكامل المؤسسات المالية غير المنظمة وخلق اوعية متوسطة وطويلة الاجل - تطوير الرقابة على المؤسسات المالية وايجاد نظم للتأمين على الودائع - مؤسسات مالية جديدة واوعية وتطوير نظم وقوانين البنوك - تقليل دعم أسعار الفائدة والدينون المشكوك فيها - تحرير أسعار الفائدة واستحداث السعر الاساسي | <ul style="list-style-type: none"> الجزائر - الصين - مصر بتسوانا - الصين - كوستاريكا - هنداريا - اندونيسيا - موريشوس - الفلبين - سيرلانكا اندونيسيا - ماليزيا - عمان - سيرلانكا - اليمن - زائير كوستاريكا - دومنيكان - اندونيسيا - ماليزيا غينيا الجديدة شيلي - دومنيكان - بنما - توجو - ترينيداد بوليفيا - هنداريا - كينيا - نيبال بنجلادش - - شيلي - ماليزيا - موريتانيا - السنغال - اوروجواي بوليفيا - بوروندي - جامبيا - اندونيسيا - ماليزيا - الفلبين - سراليون |
| تحسين تخلص الموارد المالية | | |
| تحسين هيكل ومستوى أسعار الفائدة | | |

ملحق رقم (٣)
استراتيجيات مقترحة للتحرير وفقا لحالة الاقتصاد والاشراف المصرفي

| | | | | | |
|--|--|---|---|---------------------------------|---|
| استقرار اقتصادي اشراف مصرفي جيد الحفاظة على الاثراف الاقتصادي والاثراف الجيد وتحرير اَسعار الفائدة | استقرار اقتصادي اشراف مصرفي ضعيف الحفاظا على الاستقرار الاقتصادي وتعزز الرقابة والتنظيم الموقت لاسعار الفائدة | عدم استقرار اقتصادي اشراف مصرفي جيد المعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والحفاظا على الاشراف الجيد وتحرير اَسعار المصرف بالتدريج | عدم استقرار اقتصادي وضعف الاشراف المصرفي المعمل على الاستقرار الاقتصادي وضبط الاشراف المصرفي ووضع ضوابط لاسعار الفائدة | ترتيب السياسة المرحلة الاولى | تحرير اَسعار الفائدة تحرير اَسعار الفائدة تحرير اَسعار الفائدة المرحلة الثانية |
|--|--|---|---|---------------------------------|---|

(٤) ميكل أسعار الفائدة على الودائع (% سنويا)

| ١٩٨٩ | ١٩٨٢ | ١٩٨١ | ١٩٨٠ | ١٩٧٩ | ١٩٧٨ | ١٩٧٧ | تاريخ سريان سعر الفائدة |
|--------------|--------------|----------|----------|----------|---------|---------|----------------------------------|
| ٠ / ١٥ | ٧ / ١ | # ١ / ١ | ٦ / ١ | ٤ / ١ | # ١ / ١ | ٦ / ١٧ | ٣ / ١ |
| ٠ ر . ٠ | ٠ ر . ٠ | ٠ ر . ٠ | ٤ ر . ٥ | ٤ ر . ٥ | - | - | لمدة ٧ أيام وأقل من ١٥ يوم . |
| ٦ ر . ٠ | ٦ ر . ٠ | ٦ ر . ٠ | ٥ ر . ٥ | ٥ ر . ٥ | ٠ ر . ٠ | ٣ ر . ٠ | لمدة ١٥ يوم وأقل من شهر |
| ٧ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | ٤ ر . ٥ | ٤ ر . ٥ | لمدة شهر وأقل من ٣ شهور |
| ٨ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٥ ر . ٥ | ٥ ر . ٥ | لمدة ٣ شهور وأقل من ٦ شهور |
| ٩ ر . ٥ | ٩ ر . ٥ | ٩ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | ٥ ر . ٥ | لمدة ٦ شهور وأقل من ستة |
| ١١ ر . ٥ | ١١ ر . ٥ | ٩ ر . ٥ | ٩ ر . ٥ | ٧ ر . - | ٦ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | لمدة ستة وأقل من سنتين |
| ١٢ ر . ٥ | ١٢ ر . ٥ | ١٠ ر . ٥ | ٩ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | لمدة سنتين وأقل من ٣ سنوات |
| ١٤ ر . ٥ | ١٢ ر . ٥ | ١١ ر . ٥ | ١٠ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | لمدة ٣ سنوات وأقل من ٥ سنوات |
| ١٥ ر . ٥ | ١٣ ر . ٥ | ١١ ر . ٥ | ١٠ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | لمدة ٥ سنوات وأقل من ٧ سنوات |
| ١٦ ر . ٥ | ١٣ ر . ٥ | ١١ ر . ٥ | ١٠ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | لمدة ٧ سنوات فأكثر |
| ١٦ ر . ٥ | ١٥ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٨ ر . ٥ | ٦ ر . ٥ | ٥ ر . - | ٥ ر . ٥ | ودائع التوفير |
| ١٩٨٩ | ١٩٨٢ | ١٩٨١ | ١٩٨٠ | ١٩٧٩ | ١٩٧٨ | ١٩٧٧ | سعر الفائدة على شهادات الاستثمار |
| يوليئ | يوليئ | فبراير | يوليئ | مايو | نوفمبر | أبريل | |
| ١٦ ر . ٥ / ١ | ١٢ ر . ٥ / ١ | ١٢ ر . ٥ | ١١ ر . ٥ | ١٠ ر . ٥ | ٩ ر . ٥ | ٧ ر . ٥ | |

تم تحديد سعر الفائدة على الودائع لمدة ٧ أيام وأقل من ١٥ يوم على أساس ٠ ر . ٤ % سنويا اعتبارا من ٧ / ٣ / ١٩٧٩ .
تم رفع سعر الفائدة على الودائع لمدة ٦ شهور وأقل من ستة من ٩ % إلى ٥ ر . ٥ % وعلى الودائع لمدة ستة وأقل من سنتين من ٥ ر . ٩ % إلى ١٠ ر . ٥ % سنويا اعتبارا من ١ / ١٩٨١ / ٨

تابع ملحق رقم (٤) سعر الخصم وهيكمل أسعار الفائدة على القروض والسلفيات

(% سنويا)

| ١٩٨٩ | ١٩٨٧ | ١٩٨٢ | ١٩٨١ | ١٩٨٠ | | ١٩٧٩ | ١٩٧٨ | ١٩٧٧ | |
|------------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--|
| ٥ / ١٥ | ٥ / ١ | ٧ / ١ | ١ / ١ | ٦ / ١ | ٤ / ١ | ١ / ١ | ٦ / ١٧ | ٢ / ١ | |
| ١٥-١٢ | ١٣-١١ | لا يوجد-١٢ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | <p>سعر الخصم :</p> <p>اسعار الفائدة على القروض والسلفيات</p> <p>١ - قطاع الزراعة والصناعة</p> <p>- ستة فاقل</p> <p>- اكثر من ستة وحتى ستين</p> <p>- اكثر من ستين</p> <p>٢ - قطاع الخدمات</p> <p>- ستة فاقل</p> <p>- اكثر من ستة وحتى ستين</p> <p>- اكثر من ستين</p> <p>٣ - قطاع التجارة</p> <p>- ستة فاقل</p> <p>- اكثر من ستة وحتى ستين</p> <p>- اكثر من ستين</p> |
| ١٦-١٤ | ١٤-١٢ | لا يوجد-١٢ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| ١٧-١٥ | ١٥-١٢ | لا يوجد-١٢ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| ١٧-١٥ | ١٥-١٣ | ١٥-١٢ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| ١٨-١٦ | ١٦-١٤ | ١٥-١٢ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| ١٩-١٧ | ١٧-١٥ | ١٥-١٢ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| لا يوجد-١٨ | لا يوجد-١٦ | لا يوجد-١٦ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| لا يوجد-١٨ | لا يوجد-١٧ | لا يوجد-١٧ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |
| لا يوجد-١٨ | لا يوجد-١٨ | لا يوجد-١٨ | ١٥-١٢ | ١٤-١٢ | ١٢-١١ | ١٢-١٠ | ١١-٩ | ٩-٨ | |

تم وضع حد أدنى (١١ %) لسعر الفائدة على القروض الممنوحة لقطاعي الزراعة والصناعة اعتبارا من اول ديسمبر ١٩٨٢

تعقيب على بحث

سياسة أسعار الفائدة فى ظل التحرير الاقتصادى فى مصر

أ. د. رمزى زكى

تعرض الاستاذ سيد عيسى لقضية من أخطر القضايا التى إنطوت عليها السياسة الاقتصادية الجديدة المعروفة بسياسة تحرير الاقتصاد المصرى، وهى قضية سعر الفائدة وما طرأ على هذا السعر من ارتفاعات سريعة وفجائية فى العام الحالى. وهو يرى كما جاء فى مقدمة بحثه أن سياسة أسعار الفائدة "تعتبر وسيلة فنية لإدارة الطلب لتحقيق التوازن الداخلى والخارجى وللتأكد من كفاءة تخصيص الموارد المالية المتاحة". جريا فى ذلك على ما ترى المدرسة النيوكلاسيكية الجديدة. وسوف نحاول فى هذا التعليق أن نتحقق من إمكان تحقيق هذه الاهداف فى الحالة التى يمر بها الاقتصاد المصرى.

وقبل أن نفعل ذلك، من المهم جدا أن نبدأ أولا بالتساؤل عن توقيت تطبيق هذه السياسة فى هذه الآونة بالذات، وما الذى دفع الحكومة إلى التسريع فى تطبيقها. يقول السيد الباحث "يتضح من اسلوب تحرير أسعار الفائدة وتوقيت هذا التحرير، أنه كان احد عناصر حزمة متكاملة من اجراءات الاصلاح، متفق عليها مع صندوق النقد الدولى وتضمنها خطاب النوايا Letter of intent الذى لم تعلن محتوياته وربما ادى تأثير الظروف والرغبة فى الاتفاق العاجل مع الصندوق لما يتيح هذا الاتفاق من مزايا عديدة وهامة". وهو يحدد هذه المزايا "فيما حصلت عليه مصر من إعفاءات وتخفيضات وجدولة للديون الخارجية، وفيما سترتب على هذا الاتفاق مع الصندوق من الحصول على قروض دولية جديدة فى المستقبل القريب" انتهى الاقتباس.

معنى ذلك إذن أن سياسة زيادة اسعار الفائدة هى شرط من شروط اتفاقنا مع صندوق النقد الدولى ولم تكن خيارا مصريا بحتا، وأن

القبول بها له ثمن أو عائد (أو مزايا كما سماها الباحث) هي تخفيض أجزاء من ديون مصر الخارجية وإعادة جدولة بعضها، وتمهيد الطريق للحصول على ديون جديدة. ويبدو أن هذا هو الهدف المباشر أو العاجل الذى سعت إليه الحكومة المصرية حينما قبلت تطبيق هذه السياسة بهذا الشكل المتسارع دون وجود دراسات كافية من جانبها للبحث فى مجال تأثيراتها على مختلف المتغيرات والاضلاع الاقتصادية والاجتماعية بمصر. فهدف هذه السياسة يتطلع للخارج (تخفيض الديون والحصول على قروض جديدة) دون (الداخل). ويبدو لى أن هذا هو الطابع العام لسياسات ما يسمى الاصلاح الاقتصادى فى مصر، فقد درجنا على تنفيذ ما طلبه منا صندوق النقد الدولى (تخفيض سعر الصرف، الحد من الانفاق العام، ضريبة المبيعات، تحرير التجارة إلى اخره) وهى اجراءات ذات طابع مالى ونقدى لا يمكن لها فى ضوء حالة الاقتصاد المصرى الذى يعانى من اختلالات هيكلية، أن تكون ذات فاعلية لمواجهة المشكلات الحقيقية لمصر.

وقد حدد السيد الباحث إطارا محددا لبحثه، إسم بالخصوصية الشديدة لسياسة سعر الفائدة بمصر، فتكلم عن أثر تجامل عوامل السوق فى تحديد أسعار الفائدة والمعايير النقدية البحثية التى يمكن الاستناد عليها لتقويم مدى سلامة اسعار الفائدة، ثم عرج بعد ذلك للكلام عن بعض التجارب المقارنة لما يسمى بتحرير سعر الفائدة فى بعض البلدان النامية وما يمكن أن نستخلصه منها من دروس مستفادة. وأخيرا تكلم عن سياسة اسعار الفائدة بمصر، والنتائج التى أمكن له رصدها فى المدى القصير من جراء هذا الارتفاع الفجائى والشديد فى أسعار الفائدة، وتوصل فى ذلك إلى نتائج هامة تستحق المناقشة والتعليق.

وكم كان بودى، أن يمهد الباحث لدراسته بمدخل نظرى يوضح لنا موقف النظرية الاقتصادية (المدرسة الكلاسيكية، المدرسة الكينزية، المدرسة النيوكلاسيكية) من قضية سعر الفائدة وكيف تطور هذا الموقف

فى الوقت الراهن إلى الحد المطالبة بتعويم هذا السعر (طبقا لقوى العرض والطلب) وهو أمر غير مألوف فى التاريخ النقدى. خاصة وأن هذا الموقف المتطرف لسياسة تعويم سعر الفائدة (أو ما يسمى بالتحريير المالى عموما) هو نتاج الفكر الإقتصادى الرأسمالى الليبرالى المعاصر، الذى ظهر فى الغرب الرأسمالى فى العقدين الأخيرين دون أن تكون له أى علاقة بظروف وأوضاع البلاد النامية وقد فرض علينا هذا الفكر من خلال مأساة الديون الخارجية ودخول صندوق النقد الدولى وظهور هذا الفكر كلطرف مدافع عن مصالح الدائنين. صحيح أن الباحث يتبنى فى التحليل النهائى سياسة تعويم سعر الفائدة، وإن كان يأخذ عليها طابعها الفجائى السريع، وبذلك فقد حدد موقفه النظرى بالانحياز إلى المدرسة النيوكلاسيكية.

ودون الدخول فى تفاصيل لا يحتملها هذا التعليق السريع على الدراسة المقدمة لنا، نقول، أن سياسة زيادة أسعار الفائدة، هى من الافكار الجوهرية للمدرسة النيوكلاسيكية المعاصرة، التى تزعم لواءها الفكرى ميلتون فريدمان وزملاؤه فى جامعة شيكاغو، وهى المدرسة التى شكل ظهورها ثورة مضادة للكينزية بعد التطبيق الكاسح لها فى عالم ما بعد الحرب (من ١٩٤٥-١٩٧٠). ومن المعلوم أن جوهر فكر المدرسة النيوكلاسيكية يتمثل فى الادعاء، أن النظام الرأسمالى يمكن له أن يسير دون ازمات وبطالة وركود او تضخم، لو توافرت الحرية الاقتصادية وعملت الاسواق بحرية تامة بعيدا عن التدخل الحكومى والنقابى وحدث انضباط فى السياسة النقدية. وانتهى هذا الفكر - الذى بلغ ذروة تطبيقه أيام تاتشر وريجان - إلى الاختلاف جذريا مع كينز فى مجمل ما ذهب إليه من سياسات وتوصيات. وهنا تجدر الإشارة - للتذكرة فقط - إلى أن كينز كان من اوائل الاقتصاديين الذين انتقدوا الكلاسيك فى نظريتهم إلى التنبؤ على انها عامل حياذى فى النظام وانها بمثابة ستار (أو قناع) يخفى وراءه المعالم الحقيقية للاشياء، وأشار، إلى أن النقود تلعب دورا هاما فى حدوث الدورة الاقتصادية، وكان بذلك ممن

يعتقدون في ضرورة الربط بين العوامل النقدية والعوامل الحقيقية لتيسير التقلبات الاقتصادية في الأجل القصير. وعند كينز، نجد أن العامل النقدي يلعب دورا خاصا في تحليله من خلال سعر الفائدة وارتباط هذا السعر بقضية الميل للاستثمار وسعر الفائدة عند كينز هو ظاهرة نقدية بحتة، فهو يتحدد عند تلاقي منحني الطلب على النقود (أو منحني تفضيل السيولة) وعرض النقود الذي غالبا ما يكون غير مرن بالنسبة لتقلبات اسعار الفائدة. وعندما يرتفع هذا السعر لأى سبب من الاسباب، فان تكلفة الاستثمار ترتفع، الامر الذي يؤدي إلى تخفيض الكفاية الحدية للاستثمار، ومن هنا يقل الانفاق الاستثمارى ويجرمه سلسلة من الانخفاضات المتكررة في الدخل والانفاق والتوظيف تحت تأثير المضاعف. ولهذا أعطى كينز لقضية تخفيض سعر الفائدة أهمية خاصة في الإجراءات المضادة لمرحلة الركود الدورى للنظام الاقتصادى، وذلك ضمن الاجراءات التدخلية التى نادى بها.

وقد حاول النيوكلاسيك، فى صد هجومهم على كينز، أن يثبتوا أنه لا توجد علاقة مباشرة بين مستوى الاستثمار ومستوى سعر الفائدة (وهذا ما يقوله الاستاذ عيسى أيضا فى بحثه) ولهذا يعتقد النيوكلاسيك ان تركيز السياسة الاقتصادية بالدول الغربية فى عالم ما بعد الحرب وحتى السبعينات قد انصرف إلى سلاح الانفاق العام للدولة للتأثير على حجم وهيكل الطلب الكلى الفعال، وبذلك تحولت الموازنة العامة، أو ما يعرف باسم السياسة المالية التوعيبية، إلى الكينزية، بينما اهملت السياسة النقدية والاقتصادية وأنصرف دور السياسة الأخيرة إلى تديير الموارد النقدية التى تلزم لمواجهة عجز الموازنة العامة للدولة، وظل سعر الفائدة مجمدا أو منخفضا لفترات طويلة، حتى تمكن الدولة من تمويل عجزها المالى بتكلفة أقل.

وحينما دخل النظام الرأسمالى فى الغرب الصناعى فى أزمتة الجديدة منذ بداية السبعينات والتى اتسمت بتعارض التضخم مع البطالة والركود، برزت المدرسة النيوكلاسيكية الليبرالية كرد فعل

هو العجز بالموازنة العامة للدولة، وان ذلك يتطلب كبح جماح النشاط الاجتماعى والاقتصادى للدولة والذى ينعكس فى الموازنة العامة فى بند التحويلات والانفاق العام الاستثمارى. فعندما يقل العجز المالى للحكومة من خلال خفض الانفاق العام سوف تقل حاجتها للائتمان وطبع البنكنوت، كما سيقبل حاجتها لزيادة الضرائب والدين العام الداخلى. ولما كان خفض العجز مرة واحدة، أمر غير ممكن - وبخاصة إذا كان هذا العجز يمثل نسبة لا بأس بها من الناتج المحلى الاجمالى، فان خفض العجز يجب أن يكون تدريجيا كل سنة. لكن أهم ما يوصى به النقديون هو رفض تمويل العجز من خلال زيادة الضرائب، ويرون أن افضل سبيل لذلك هو الاقتراض من السوق المالى والنقدى. وهذا سيطلب إرتفاع أسعار الفائدة عن معدلها العام السابق. ويعتقد ميلتون فريدمان أن إرتفاع سعر الفائدة فى الأجل القصير أفضل بكثير من زيادة الضرائب، وهو هنا لا يعابى بالأثار السلبية التى ستحدث من جراء إرتفاع هذا السعر فى مجال إرتفاع تكاليف الاستثمار وزيادة البطالة وزيادة اعباء خدمة الدين العام، والاضرار الجسيمة التى ستلحق بالمستهلكين. فكل هذه الآثار مجرد آلام، يجب تجرع مرارتها وانها ستختفى بعودة الاستقرار النقدى.

هذه هى الجذور الحقيقية للاتجاه المتطرف الذى نادى بتحريم سعر الفائدة وهى جذور من نبت الغرب الرأسمالى الصناعى ولا علاقة لها اطلاقا بظروف العالم النامى. وقد وجدت التطبيق الفعلى لها ايام حكم رييجان وتاتشر، إلى الحد الذى وصلت نسبة هذا السعر إلى أكثر من ٢٠٪. وخلال عقد الثمانينات نجحت الولايات المتحدة وبريطانيا فى التحكم فى معدلات التضخم والهبوط بها إلى حوالى ٣٪، من خلال سياسة انكماشية صارمة انتهت إلى تزايد معدلات البطالة والطاقات العاطلة وانخفاض معدلات النمو الاقتصادى وزيادة غيبه الدين العام. ولهذا فقد صدقت تنبؤات الكينزيين، بأن مصير هذه السياسة هو الفشل لانها بحكم طابعها الانكماشى لن يمكن لها ان تشد قطار الاقتصاد القومى إلى مسار النمو. ويبدو فعلا، أن ثمة عدول واضح فى

دول الغرب الصناعي عن سياسة زيادة سعر الفائدة، فالولايات المتحدة هبط بها سعر الفائدة من حوالي ١٩٪ في أوائل الثمانينيات إلى حوالي ٤.٥٪ حالياً. كما قامت انجلترا أيضاً بإجراء مماثل وإن كان بدرجة أقل. على الصعيد العالمي أدى ارتفاع أسعار الفائدة وتحرير وإندماج الأسواق المالية، وما أدى إليه ذلك من ظاهرة انفصال النقود عن الإنتاج إلى اضطرابات شديدة في حركة السيولة الدولية وتذبذب واضح في أسعار الصرف وأشتداد حركة المضاربات إلى ارتفاع عيب المديونية العالمية ونشوء أزمة دين خارجي للعالم الثالث. إن سياسة زيادة أسعار الفائدة والتحرير المالي، كانت ثمارها مرة للغاية سواء على صعيد كل دولة سياسية على حدة، أو على صعيد الاقتصاد العالمي.

من هنا فإن السؤال الذي يبرز الآن هو: ما الذي يمكن أن ننتظره من سياسة زيادة سعر الفائدة وتعويمه.

هناك من يقول - كما قال السيد الباحث - إن أسعار الفائدة المعتمدة على علاقات العرض والطلب سوف تسهم في تحقيق التوازن الكلي. ولم يحدد لنا ما المقصود بالتوازن، هل هو توازن الطلب الكلي مع العرض الكلي في ضوء استقرار نقدي وتوظيف كامل ومعدلات مرتفعة للنمو؟ إذا كان يقصد ذلك، فمن المؤكد أن بلوغ هذا التوازن من خلال السياسات النقدية والمالية، الانكماشية هو أمر عزيز المنال. وإذا كان يقصد بالتوازن العام تحقيق التوازن الداخلي (فجوة الموارد المحلية) وما يناظرها من فجوة خارجية (فجوة ميزان المدفوعات) فمن الواضح أن تأثير سياسة زيادة سعر الفائدة على ذلك مشكوك فيها، إلا إذا افترضنا أن تأثيرها سيكون إيجابياً على زيادة معدل الإدخار المحلي، وهو أمر لم يثبت بعد، وبخاصة في ضوء غيبة دراسات موثوق فيها عن دالة الإدخار في مصر بحسب مصادر الإدخار القطاعية ومدى تأثير هذه الدالة بالتغيير في سعر الفائدة. أو إذا ثبت أن زيادة أسعار الفائدة ستجعل مصر قادرة على اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية وهو أمر لا اعتقد أن أحداً يستطيع أن يثبت ذلك. وبخاصة في ظل عدم قابلية تحويل

الجنيه واستمرار تدهور قيمته عبر الزمن . وفى هذا الخصوص هناك من يقول - كما ذكر الباحث - أن زيادة اسعار الفائدة فى مصر، هى خطوة على طريق الوصول إلى معدلات فائدة حقيقية موجبة وأنها ستؤدى إلى زيادة مدخراتهم وقد قدر الباحث أن معدل التضخم بمصر فى العام الحالى لا يقل عن ٣٥٪ فى حين ان معدل الفائدة الأسمى لأذون الخزانة يصل إلى ٢٤٪ (بعد إضافة الإعفاء الضريبى) مما يعنى أن سعر الفائدة الحقيقى سالب بمقدار - ٩٪ فهل يعنى ذلك أن مواصلة الخطوات على طريق جعل سعر الفائدة موجبا أن نصل بسعر الفائدة إلى معدل لا يقل عن معدل التضخم؟ وهل هناك جدوى من ذلك أصلا إذا افترضنا - كما هو حادث الآن - أن التضخم سيستمر فى الارتفاع؟ وهل من الممكن أن يصل الفلوفى هذه السياسة إلى الحالة التى وصلت إليها بلد كالبرازيل أو الأرجنتين؟ ففى البرازيل ارتفع سعر الفائدة الأسمى على الودائع إلى ٩٥٨٤٪ فى عام ١٩٨٨ (وهو سعر خيالى) ومع ذلك لم يتجاوز معدل الادخار المحلى فيها ٥٪ ولم يزد معدل نمو الناتج المحلى عن ٢٩٪. وفى الأرجنتين وصل سعر الفائدة على الودائع عام ١٩٨٨ إلى ٤٣٢٨٪ ومع ذلك لم يتجاوز معدل الادخار ١٨٪، وكان معدل نمو ناتجها المحلى الاجمالى - ١٦٪ خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٨٦ .

وهناك من يعتقد، أن زيادة سعر الفائدة بمصر إلى هذا المستوى الحالى قد أدى إلى خفض الطلب على الدولار بفرض الادخار ومخزن للقيمة مما أدى إلى استقرار سعر صرف الدولار وتحول عدد كبير من اصحاب الودائع بالنقد الأجنبى إلى الادخار بالجنيه المصرى. وقد أشار الباحث إلى ذلك، مدعما رأيه بأن مبيعات الدولار منذ تطویر السوق الحرة للصرف الأجنبى وزيادة أسعار الفائدة، قد وصلت إلى ٣ مليار خلال الفترة من فبراير إلى سبتمبر ١٩٩١ . وقد يبدو، لأول وهلة، أن زيادة سعر الفائدة بمصر كان مسؤولا عن الاستقرار النسبى الذى حدث فى سعر الدولار فى الشهور الأخيرة وإلى زيادة تلك المدخرات بالعملة الصعبة

وتحويلها للجنيه المصرى . ومع ذلك ثمة أمور أخرى، قد تبدو أكثر أهمية، لا يجوز اغفالها من التحليل مثل :

- الأثر الذى باشره انخفاض حجم التحويلات من الخارج على انخفاض دخول العائلات بمصر واضطرارهم إلى بيع ما يملكون من ارصدة بالعملة الأجنبية .

- الأثر الركودى الناجم عن انخفاض حجم الدخول الحقيقية خاصة بعد ضريبة المبيعات وارتفاع الاسعار وكل ذلك أثر سلبا على خطط الاستيراد .

ومهما يكن من أمر، يبدو لى، أنه لكى تنجح سياسة زيادة سعر الفائدة فى تقليل الطلب على الدولار كمخزن للقيمة وكأداة للادخار توافر شرطين اساسيين :

* الأول أن يكون سعر الفائدة الحقيقى على الادخار بالجنيه المصرى موجبا وهذا أمر غير متوافر حاليا .

* أن يتمتع سعر الصرف للجنيه المصرى بالاستقرار النسبى فى الأمد المتوسط . وهو أمر لا نعتقد ايضا فى توافره فى حالة مصر بسبب كبر العجز فى ميزان المدفوعات لأنه إذا كان هذا السعر يتدهور باستمرار، فقد يرى اصحاب المدخرات أنه من الأفضل لهم أن يدخروا بالعملات الصعبة رغم انخفاض سعر الفائدة عليها ما دام سعر تلك العملات بالعملة المحلية يتجه نحو التزايد باستمرار، الأمر الذى يعوضهم وأكثر عن انخفاض سعر الفائدة على ودائعهم بالنقد الأجنبى .

تبقى بعد ذلك الإشارة إلى نقطة هامة، وهى أن حزمة السياسات النقدية التى انتهجتها الحكومة المصرية مؤخرا، مثل إلغاء السقوف الموضوعه على اسعار الفائدة وتحديد سعر الفائدة للودائع لمدة ثلاثة شهور دون غيرها من هيكل اسعار الفائدة، وخفض نسبة الاحتياطى

النقدى، ونسبة السيولة وتعويم سعر الخصم، وتقييد الائتمان المصرفى، والاعتماد المفرط على أذون الخزانة قصيرة الأجل.. كل ذلك - كان يهدف كما قال السيد الباحث - إلى ضمان تسويق أذون الخزانة.

وقد نجحت الحكومة بالفعل فى توظيف هذه الحزمة فى تحقيق هذا الهدف. وبذلك خضعت السياسة النقدية لمتطلبات السياسة المالية فى حين أن العكس هو الذى يجب أن يسود وقد قدر الباحث أن الحكومة من خلال ذلك ستتمكن من تجميع ١١ر٥ مليار جنيه إذا استمر تسويق ٧٠٠ مليون جنيه اسبوعيا. وبذلك تمكنت الحكومة ان تكون هى المقترض الرئيسى من السوق النقدى والمالى.

على أن نتائج ذلك خطيرة للغاية:

* فمن ناحية سيرتفع عبء الدين المحلى ارتفاعا شديدا فى الاعوام القادمة بسبب ضخامة حجم الاقراض من ناحية وارتفاع سعر فائدة أذون الخزانة من ناحية أخرى. وقد تتحول مدفوعات خدمة الدين الداخلى إلى سبب رئيسى من اسباب عجز الموازنة فى الفترة القادمة. وعلينا هنا أن نشير إلى خبرة البرازيل والمكسيك فى هذا الخصوص. فقد أصبحت المدفوعات المتزايدة لخدمة الدين الخارجى سببا رئيسيا فى عجوزات موازניהما العامة، حيث بلغت نسبة هذه المدفوعات ما يزيد عن ١٥٪ من الناتج المحلى الاجمالى. وفى هاتين الدولتين كانت نسبة الدين العام الداخلى للناتج المحلى الاجمالى فى حدود ١٠٪ فى بداية السبعينات. وفى نهاية الثمانينات وصلت هذه النسبة إلى أكثر من ٢٠٪ فى حالة البرازيل و ٤٠٪ فى حالة المكسيك (تقديرات الانكساد).

* ومن ناحية ثانية، أدت شراة الحكومة إلى الاقتراض بهذا النهم الشديد من خلال أذون الخزانة إلى تسييل المدخرات المصرية المتحققة فى أوعية الادخار المختلفة وتوجهها إلى تمويل الانفاق الحكومى الجارى، وبذلك حرمت الاقتصاد المصرى من تحول هذه المدخرات إلى

استثمارات، مما سيكون له بالغ الأثر على معدل النمو الاقتصادي فى السنة الحالية والسنوات القادمة .

* أدت اسعار الفائدة المرتفعة للأجل القصير إلى ارتفاع كلفة رأس المال الجارى للقطاعات الانتاجية، مما سيكون له أثرا بالغا فى زيادة الضغوط التضخمية وبالذات فى القطاعات التى ترتفع فيها كلفة رأس المال الجارى فى اجمالى التكاليف (مثل القطاع الزراعى والقطاع العام...) .

* أن تعويم أسعار الخصم بربطه بأسعار فائدة أذون الخزانة سبب ارباكا للبنوك فى تعاملها فيما بينها، وفيما بينها وبين البنك المركزى، باعتبار أن سعر الخصم يقع فى حد وسط فيما بين أسعار الفائدة المدينة والدائنة وباعتباره السعر الأساسى الذى تحدد البنوك بموجبه هوامش الأسعار الدائنة والمدينة - وهو ما أشار إليه الباحث .

وعموما إذا كان أنصار سياسة زيادة سعر الفائدة وتعويمه يبررون تلك السياسة بأنها وسيلة فعالة للحد من السيولة والتحكم فى عرض النقود، فقد كان من الأسهل والمجدى بلوغ هذا الهدف من خلال التركيز على التغيير فى حجم الرصيد النقدى عن طريق السقوف الائتمانية ونسبة الاحتياطي ونسبة السيولة، دون اللجوء إلى هذه الزيادات العشوائية والكبيرة فى سعر الفائدة .

وهكذا يتضح لنا أن سياسة زيادة أسعار الفائدة وتعويمها لم يكن الهدف منها هو تحقيق التوازن الداخلى والخارجى وزيادة كفاءة تخصيص الموارد المالية المتاحة، بل تمكين الحكومة من الحصول على موارد حقيقية لتمويل عجز موازنتها العامة ودفع اعباء ديونها الخارجية، بغض النظر عما ينجم عن تلك السياسة من بطالة وركود وغلاء وخفض فى مستوى المعيشة .

وكان الأجدر والأفضل من ذلك كله هو أن تنتهج الدولة سياسة بديلة أخرى لعلاج عجز موازنتها وأزمة ديونها من خلال زيادة الضرائب

على الدخول المرتفعة وعلى الاستهلاك الترفى، وإعادة النظر فى الإعفاءات الضريبية الضخمة، وربط تحصيل الضرائب فى مواعيدها المقررة، وعلاج مشكلة التهرب الضريبى وتهريب وهروب رؤوس الأموال للخارج، وعلاج مشكلة المتأخرات الضريبية وترشيد الإنفاق العام وتحسين مناخ الاستثمار العام والخاص.

بيد أن المطالبة بذلك، تعنى فى النهاية، العدول عن كثير من بنود اتفاقنا مع IMF والانفتاح الاقتصادى وما رتبته من مصالح والتزامات اجتماعية وارتباطات خارجية، وهو أمر لا ترغب وربما لا تقدر عليه حكومتنا الحالية.

أخيراً، وليس آخراً، لقد كنت، وما زلت، من المؤمنين بأن الهدف الجوهري من السياسات التى يوصى بها الدائنون وصندوق النقد الدولى للبلاد المدينة - ومن بينها بالطبع سياسة تعويم اسعار الفائدة - هو احداث موجه انكماشية، يتمخض عنها تحقيق موارد حقيقية للحكومة، لكى تتمكن من الوفاء بباقى ديونها الخارجية وذلك بغض النظر عما ينجم عن هذه السياسات، من بطالة وركود وخفض فى مستويات المعيشة.

تعقيب على بحث

سياسة اسعار الفائدة فى ظل التحرير الاقتصادى فى مصر

أ.د. عاطف عجوة

١ - عرض موجز للبحث وأهم نتائجه

يدور هذا البحث حول سياسة اسعار الفائدة فى ظل التحرير الاقتصادى فى مصر.

ويمكن تقسيم محتوياته إلى قسمين :

القسم الأول: ويتناول تحليل اسعار الفائدة من الناحية النظرية من حيث آثار ومعايير وشروط نجاح هذه السياسة.

ومن الناحية العملية، من حيث شرح اساليب سياسة التحرير لاسعار الفائدة فى بعض الدول النامية، والدروس المستفادة من تجارب التحرير.

القسم الثانى: ويركز على التجربة المصرية لتحرير سعر الفائدة، فيعرض لأهم ملامحها وأساليبها، ثم يعرض لأهم نتائج المدى القصير لتحرير أسعار الفائدة، السلبى منها والإيجابى. ثم ينتهى البحث بتقديم عدد من التوصيات.

والبحث الذى بين ايدينا يتسم باستخدام الاساليب التطبيقية والعملية فى تحليل ظاهرة تحرير أسعار الفائدة فى مصر خلال الشهور المحدودة من يناير إلى سبتمبر من العام الحالى ١٩٩١، كما أنه يستخدم العديد من الاحصاءات والبيانات المتاحة، وينم عن خبرة طويلة وممارسة عميقة للعمل المصرفى والمالى فى مصر.

ولا شك أن الفترة التي شملت الدراسة وهي تسعة شهور فقط، تعتبر فترة وجيزة وقصيرة جدا، وتضع تحفظا قويا حول مدى صحة نتائج الدراسة، ومدى قبولها.

والنتيجة العامة التي يبرزها البحث هي أن استراتيجية تحرير أسعار الفائدة كانت سريعة، وانها سببت ما يشبه الصدمة للبنوك، وان العديد من المتطلبات التي تلزم لهذا التحرير السريع غير متوفرة حيث مازالت آليات السوق لا تعمل بكفاءة، وغياب الأسواق الثانوية، وعدم توفر سوق ما بين البنوك Inter-Bank Market وكذلك عدم استقرار الاقتصاد على المستوى الكلى بصفة عامة. ويرى الباحث أنه كان يفضل اتباع اسلوب التدرج، وذلك بزيادة الهيكل القديم لأسعار الفائدة بجميع فئاته بأربع درجات مئوية كمرحلة أولى انتقالية.

غير أن الباحث لا يقدم تاييدا واضحا لماذا اقترح اربع درجات مئوية على وجه التحديد كمرحلة متدرجة انتقالية؟ وما هي اسس حساب واختيار هذه الدرجات الاربع فقط. ولا سيما أن الممارسين وواضعي سياسة تحرير سعر الفائدة قد بينوا أثناء المؤتمر أن السعر التوازني المنشود تحقيقه للفائدة غير واضح لهم تماما حتى الآن. وانهم في مرحلة التجربة والخطأ، واننا ما زلنا في جزئية تنظيم سوق الفائدة قصير الأجل فقط ولم تتعداها بعد.

ويقدم البحث ايضا عددا من النتائج الفرعية يمكن إيجاز أهمها فيما يلي :-

أ - ان حزمة الاجراءات النقدية والائتمانية التي اتبعت، وهي :- الغاء السقوف الموضوعه على أسعار الفائدة، خفض نسبة الاحتياطي النقدي، خفض نسبة السيولة، تعويم سعر الخصم، سقوف الائتمان المصرفي، تحرير سوق الصرف، ادخال الصيارفة، تسويق أذون الخزانة قصيرة الأجل

ببمعرف فائدة شديد الاغراء، كل هذه الاجراءات انما استهدفت فى حقيقة الامر - نجاح تسويق اذون الخزنة قبل اى اعتبارات اخرى .

ب - استمرار سياسة التمييز فى اسعار الفائدة ضد مدخرات محدودى الدخل، حيث ان اسعار الفائدة التى يدفعها بنك الاستثمار القومى على مدخرات التأمينات الاجتماعية والمعاشات وصناديق التأمين الخاصة وغيرها، مازالت متدنية، حوالى ١١٪ فقط .

ج - ارتباط سعر الخصم بعائد اذون الخزنة لمدة ٣ شهور، قد ادى الى تشويه ميكل الاستحقاقات، نظرا الى ان معظم استحقاقات الودائع قصيرة الاجل، ومعظم استحقاقات القروض طويل الاجل .

د - تؤدى زيادة اسعار الفائدة فى الاجل القصير الى زيادة تكلفة الاموال المقترضة بواسطة القطاعات الانتاجية، وسيؤدى بالتالى الى زيادة الاسعار وارتفاع معدلات التضخم .

٢ - بعض الملاحظات والتساؤلات

يثير منهج ونتائج البحث عدد من القضايا الرئيسية ، التى نوجز اهمها فيما يلى :

أولا : قضية التدرج والطفرة فى تحريك اسعار الفائدة :

السلبيات التى ذكرها الباحث، وارجعها الى سياسة الطفرة فى تحريك سعر الفائدة، لا يمكن اخذها قضية مسلم بها . والامر يحتاج لمزيد من الدراسة .

اذ ان هذه الطفرة حققت استقرارا فى سوق الصرف، نتيجة تسهيل جزء هام من الودائع الدولارية وتحويلها الى جنيه مصرى . وقد تكون الطفرة واجبة من هذه الزاوية .

وهو ما ذكره الباحث نفسه ص ٣١٣ .

ثانيا: قضية التناسق والاتساق الدخلى بين ادوات تحرير سعر الفائدة :-

وهذه النقطة كان يمكن للباحث أن يركز عليها، ويعمق دراسته فيها، وعلى وجه الخصوص التناسق والاتساق بين السياسة الائتمانية والسياسة النقدية .

فهل يتفق تحرير سعر الفائدة بهذا الحجم مع فرض سقوف ائتمانية فى نفس الوقت؟ وهل هذا تحرير؟ وماهو أثر ذلك على عرض وطلب رأس المال وبالتالي على سعر الفائدة .

ثالثا: قضية التتابع Sequence والترابط بين الهيكل المؤسسى Institutional الذى تعمل فى اطاره اسواق المال وبين تحرير سعر الفائدة :-

فقد تاخر الاصلاح المؤسسى والتشريعى والإدارى لأسواق المال فى مصر إلى وقتنا هذا، بينما قفزت اسعار الفائدة .

وقد اشار الباحث إلى أهمية تحريك محافظ الاوراق المالية المتضخمة لدى البنوك، ولا سيما بنوك القطاع العام . ولكن مر عليها مرور الكرام .

ويتعلق بهذه القضية ظاهرة الشركات المساهمة المغلقة، أو ما يسمى بشركات المساهمة العائلية، التى تمثل حوالى ٩٦٪ من شركات المساهمة المنشأة فى ظل القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والتى تؤدى إلى وجود سوق نشط نسبيا للاصدار فى الاوراق المالية، وضمور وضآلة سوق التداول، وهما جناحا سوق الاوراق المالية فى أى اقتصاد .

وكذلك أهمية تحرير سوق المال من بيروقراطية الأجهزة الحكومية المختصة.

رابعاً: قضية أذون الخزانة كأداة رئيسية لتحرير سعر الفائدة :-

وتشير هذه الأداة العديد من الاسئلة حول آثارها. وقد تعرض الباحث لبعض هذه الآثار والعلاقات ولم يتعرض لجوانب هامة من هذه الآثار.

فعلى سبيل المثال ترتب على إصدار أذون الخزانة والتوسع فيها زيادة الدين المحلى الذى بلغ فى نهاية يونيو ١٩٩٠ ما يقرب من ٩٨ مليار جنيه مصرى، وأرتفع عن العام السابق على ذلك بزيادة قدرها ٢٢,٧ مليار جنيه. وما يترتب على ذلك الدين المحلى الذى يتراكم بسرعة من اعباء خدمة هذا الدين، ومخاطره فى المستقبل. ولا شك أن سبب هذه الزيادة، الارتفاع المفرد فى اسعار الفائدة لأذون الخزانة.

ومن ناحية أخرى فان اتجاهات خفض سعر الفائدة على أذون الخزانة التى نلاحظها مؤخراً، قد لا تكون لها آثار إيجابية على الاقتراض بواسطة الوحدات الانتاجية ولاغراض الاستثمار طويل الأجل، حيث تبين العديد من الدراسات التطبيقية أن سعر الفائدة فى الدول النامية يتعاطم أثره على الاستثمار والانتاج فى الصعود، أى عند زيادته، ويقل أثره فى اتجاه النزول، أى عند تخفيضه.

خامساً: قضية سعر الفائدة وأثره على الاستثمار فى القطاع الخاص، وجذب رأس المال الأجنبى :

كان من المرغوب فيه والممكن، أن يواصل الباحث تساؤله فى الدراسة فى محاولة لتحديد أثر ارتفاع سعر الفائدة على الاستثمار العام والخاص فى مصر خلال الفترة القصيرة التى غطاها البحث. وكذلك

أشبهه في جذب رأس المال الأجنبي. فهذا هو المحل الرئيسي لعملية تحرير سعر الفائدة، وتقييمها في إطار الإصلاح الاقتصادي.

سادسا: قضية التمييز في أسعار الفائدة وتعددتها؟

بين البحث أن تعدد أسعار الفائدة كان موجودا، وما زال مستمرا بعد تحريره، ولكنه لم يقيم آثار هذا التعدد والتمييز، سواء قبل أو بعد زيادة سعر الفائدة وتحريره، وما هي الاعتبارات التي يجب أن يقوم عليها هذا التعدد في المستقبل، سواء كانت اجتماعية أو اقتصادية. ومقدار هذا التعدد وحدوده.

سابعا: قضية الارتباط بين تحرير سعر الفائدة (سعر رأس المال) دون تحرير للاجور (سعر العمل):

وأثر ذلك على التوازن أو عدم التوازن في عملية تخصيص الموارد.

فقد أشار البحث إلى هذه النقطة إشارة عابرة، دون أن يتوقف عندها.

وهذه القضية غاية في الأهمية، فإن ما ينشده الإصلاح الاقتصادي من زيادة الانتاجية، ورفع كفاءة عناصر الانتاج إنما لا يتحقق، ولا يمكن له أن يتحقق، باطلاق سوق رأس المال لعوامل العرض والطلب، بينما سوق العمل تحكمه القيود والسقوف والتشريعات البالية.