



الكبت التمويلي والنمو

■ تشير العديد من الأبحاث العلمية المنشورة إلى المضامين السلبية لظاهرة "الكبت التمويلي"، بمعنى أسعار فائدة حقيقية سالبة (سعر الفائدة الاسمي مطروحا منه معدل التضخم)، والتي تتعلق بإحداث ظروف غير مواتية لنوعية وكمية تراكم رأس المال الحقيقي وتأثير ذلك على النمو الاقتصادي.

■ توضح بعض الدراسات أن «الكبت التمويلي» يؤدي إلى :

← تقليل تدفق الأموال القابلة للاقتراض من خلال النظام المصرفي المنظم، الأمر الذي يجبر المقترضين المرتقبين على الاعتماد على التمويل الذاتي.

← تقنين الائتمان (Credit Rationing) الأمر الذي ينتج عنه تصنيف المقترضين إلى فئات مميزة وغير مميزة.

← يصيب الضرر عملية التمويل الذاتي في داخل المشروعات. فإذا كان العائد الحقيقي عليّ الودائع والنقد والعملات سلبيا، فإن المنشآت لا تستطيع أن تراكم أصولا سائلة للاستفادة من عوائدها الاستثمارية في عملياتها التمويلية.

← تصبح عندما تكون سوق رأس المال المحلية في حالة اضطراب يكون من الصعب التنبؤ بأسعار صرف العملات الأجنبية، الأمر الذي يؤثر على تدفق الاستثمارات الرأسمالية الأجنبية.

■ ولعلاج ظاهرة "الكبت التمويلي" يكون من المهم الحفاظ على أسعار
فائدة حقيقية موجبة ومرتفعة نسبيا وأكثر اتساقا في إطار النظام
المصرفي وذلك من خلال:

- ← تبني سياسة نقدية أكثر اتساقا مع مؤثرات أسعار الفائدة الحقيقية.
- ← إلغاء التخصيصات الجبرية للائتمان المدعوم.

■ بإتباع هذه الوصفة:

← يمكن للمدخرين والمستثمرين أن يلمحوا بصورة أوضح العائد المطلوب لرأس المال المستثمر.

← تصبح التدفقات المالية من خلال تبادل العملات الخارجية أقل عرضة لمخاطر عدم الاستقرار مما يعني أن منتجي السلع القابلة للتداول عالميا يستطيعون الاطمئنان إلى انتهاج مدى أبعد وأكثر إنتاجية.



شواهد تجريبية

- قام أن جيب (1989) بتحليل العلاقة بين سعر الفائدة والنمو الاقتصادي لعينة من 34 دولة نامية توفرت لها معلومات للفترة 1965-1985 حيث عرف سعر الفائدة الحقيقي على أنه متوسط أسعار الودائع لمدة ثلاثة إلى ستة أشهر (مخفضة على أساس معدل تضخم أسعار المستهلك)، وحيث استخدم معدل النمو الحقيقي لدخل الفرد كمتغير معتمد.

■ يمكن تلخيص النتائج على النحو التالي:

← هنالك علاقة موجبة وذات مغزوية إحصائية بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للفترة 1965-1985 حيث قدر معامل سعر الفائدة الحقيقي بجوالي 0.26 (بقيمة ت - الإحصائية 5.7 وبقيمة لمعامل التحديد بلغت 0.49).

← للأخذ بعين الاعتبار انهيار نظام بريتون القائم على اسعار الصرف الثابتة بعد عام 1973، والذي ترتب عليه هبوط متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 6% إلى حوالي 4% في السنة لأقطار العينة، تم إدخال عامل دمية يأخذ القيمة صفر للفترة 1965-1973 والقيمة واحد للفترة 1974-1985، وجد أن معامل سعر الفائدة الحقيقي انخفض إلى 0.197 (بقيمة ت - الإحصائية 6 ومعامل تحديد 0.46) وأن معامل المتغير الدمية بلغ سالب 0.02 (بقيمة ت - الإحصائية 3.5) بمعنى أن النمو للفترة الثانية قد تدنى مقارنة بالفترة الأولى.



■ توضح هذه النتائج أن من شأن زيادة سعر الفائدة الحقيقي أن يتسبب في زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مما يعني أن التحرير التمويلي يترتب عليه ارتفاع في معدلات نمو الاقتصاد .



■ هل يحقق تخفيف "الكبت التمويلي" أكبر تأثير له على النمو الاقتصادي من خلال تأثيره على معدل الاستثمار (معدل الادخار) أم من خلال تحسين نوعية الاستثمار (بمعنى إنتاجية رأس المال)؟



■ وجد جيلب التأثير على النمو أكبر من خلال تحسين نوعية الاستثمار مقارنة بتأثيرها على معدل الاستثمار.

■ تم تقدير العلاقة بين سعر الفائدة ومكونات النمو هذه وكانت النتائج على النحو التالي:

← وجد أن معامل سعر الفائدة موجب وذو مغزوية إحصائية فيما يتعلق بمعامل الإنتاج لرأس المال حيث بلغت قيمه المعامل 0.99 (قيمة ت - الإحصائية بلغت 5.9) وحيث وجد أن معامل المتغير الدمية للفترات الزمنية سالبا وذو مغزوية إحصائية وحيث بلغ معامل التحديد 0.56.

← وجد أن معامل سعر الفائدة الحقيقي في علاقته مع معدل الاستثمار موجب وذو مغزوية إحصائية حيث بلغت قيمته 0.25 (بقيمة ت - الإحصائية 2.2) إلا أن معامل التحديد قد كان متدنيا بقيمة 0.09 مما يعني أن التباين فيما بين الأقطار فيما يتعلق بسعر الفائدة الحقيقي يمثل جزءا بسيطا من تفسير التباين في معدلات الاستثمار.

■ في إطار هذه النتيجة تم أيضاً استقصاء المدى الذي يكون فيه الاستثمار الجديد معتمداً على وساطة الجهاز المصرفي بدلالة العلاقة بين سعر الفائدة والوساطة التمويلية من ناحية وبين الوساطة التمويلية والنمو من ناحية أخرى.

■ وكانت النتائج على النحو التالي:

← وجد أن معامل سعر الفائدة في علاقته مع مؤشر الوساطة التمويلية موجب وذو مغزوية إحصائية بقيمة للمعامل بلغت 0.82 (بقيمة ت - الإحصائية 4.9 ومعامل تحديد 0.26).

← وجد أن معامل مؤشر الوساطة التمويلية في علاقتها مع معدل النمو موجبا وذو مغزوية إحصائية بقيمة للمعامل بلغت 0.113 (بقيمة ت - الإحصائية 2.2 ومعامل تحديد 0.43) وحيث كان معدل الادخار المحلي متغيرا ذو أهمية إحصائية (بمعامل 0.06 وبقيمة ت - الإحصائية 2.03).

← باستخدام هذه النتائج وجد أن سعر الفائدة الحقيقي يؤثر في معدل النمو من خلال قناة الوساطة التمويلية بحوالي 0.09 نقطة (بمفاضلة معادلة معدل النمو المقدرة مع مؤشر الوساطة المالية ومفاضلة معادلة الوساطة المالية مع سعر الفائدة الحقيقي $0.817 \times 0.113 = 0.09$) ويساوي التأثير من خلال هذه القناة حوالي 47% من التأثير المباشر لسعر الفائدة الحقيقي على معدل النمو الذي سبقت الإشارة إليه (0.09 ÷ 0.197 = 46.9%).

العمق التمويلي والتنمية

■ مؤشرات العمق التمويلي:

← الخصوم السائلة: النقد السائل زائداً الحسابات الجارية زائداً حسابات التوفير لدى البنوك وبيوت الوساطة المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

← يعاني هذا المؤشر من صعوبة أنه ربما لا يعكس كفاءة القطاع التمويلي في التغلب على تباين المعلومات والإقلال من تكاليف التبادل.

← أصول البنوك التجارية كنسبة من إجمالي أصول القطاع المصرفي: وهو مؤشر لمقدرة البنوك التجارية، مقارنة بالبنك المركزي، في تخصيص الادخار.

← الائتمان الخاص: يساوي الائتمان الذي يوفره القطاع التمويلي الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

■ لعينة من 71 قطر كانت المعلومات حول هذه المؤشرات للفترة 1995-1960 على النحو التالي:

المؤشر	متوسط	وسيط	أقصى	أدنى	انحراف معياري
الخصوم السائلة	43.44	37.48	143.43	9.73	25.61
أصول البنوك التجارية	78.16	83.89	98.99	23.72	18.26
الائتمان الخاص	38.29	27.01	141.30	4.08	28.71

■ لقياس العلاقة بين تطور النظام التمويلي والنمو استخدم متغير دمية يعتقد أنه يؤثر على تطور النظام التمويلي ولكنه ليس مرتبطا بالنمو الاقتصادي بطريقة مباشرة كأداة خارجية. وقد وقع الاختيار على الأصل القانوني للنظام التمويلي في البلد حيث أرجعت الأصول القانونية إلى أربع عائلات هي: الإنجليزي والفرنسي والألماني والاسكندنافي.

■ تم تقدير دالة للنمو الاقتصادي حيث استخدم متوسط معدل نمو دخل الفرد الحقيقي للفترة 1960 – 1995 كمتغير معتمد وأداة مؤشر العمق المالي كمؤشر مفسر. هذا وقد استخدمت متغيرات مفسرة أخرى بالإضافة إلى العمق المالي اشتملت على ثلاثة مجموعات:

← المجموعة المبسطة: واشتملت على لوغاريتم دخل الفرد الابتدائي والتحصيل التعليمي الابتدائي.

← مجموعة السياسات: واشتملت على المجموعة المبسطة بالإضافة إلى متغيرات لحجم الحكومة، ومعدل التضخم، وهامش أسعار الصرف في السوق السوداء والانفتاح التجاري الدولي.

← المجموعة الكاملة: التي تشمل على المجموعتين بالإضافة إلى مؤشر للاستقرار السياسي، ومؤشر للتنوع اللغوي والاثنى.

المتغيرات	لو غار يتم الائتمان الخاص	لو غار يتم أصول البنوك التجارية	لو غار يتم الأصول السائلة
المجموعة المبسطة	(3.1) 2.52	(3.5) 10.86	(2.0) 1.72
مجموعة السياسات	(2.6) 3.22	(2.4) 9.64	(2.4) 2.17
المجموعة الكاملة	(2.9) 3.36	(3.5) 11.29	(3.1) 2.79

■ توضح هذه النتائج أن العمق التمويلي يؤثر بطريقة ذات مغزوية إحصائية (على مستوى 5%) على معدل النمو طويل المدى، وأن هذا التأثير كبير نسبياً:

← فعلى سبيل المثال، توضح المعلومات أن متوسط الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قد كان 8.81 في المائة في سوريا . فإذا ما ارتفع هذا المؤشر ليساوي المتوسط للدول النامية 25% فإن ذلك يعني أن معدل نمو دخل الفرد سيزداد بحوالي 1.13 نقاط مئوية في سوريا (على أساس تقديرات المجموعة المبسطة) .

← يتم الحصول على مثل هذه النتيجة بحساب فرق اللوغاريتمات بين 25 و 8.8 وضرب الحاصل في معامل تقدير الائتمان الخاص تحت المجموعة المبسطة للمفسرات.

$$\ln 25 - \ln 8.81 = 0.04298$$

$$0.04298 \times 2.52 = 0.108$$

$$e^{0.108} = 1.114 = \text{الزيادة في معدل النمو}$$

مؤشرات العمق التمويلي في الدول العربية (%)

نسبة عرض النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي (M2/GDP)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
59.1	64.1	54.8	53.9	48.9	48.5	54.3	56.0	55.3	45.3	الجزائر
	89.4	75.0	69.5	63.3	63.2	66.8	73.2	77.6	75.7	البحرين
76.3	79.5	84.2	88.5	91.0	92.1	90.0	88.5	83.4	77.9	مصر
126.8	119.9	107.9	117.9	118.9	126.6	120.2	118.7	112.0	110.3	الأردن
	74.4	51.1	53.5	49.2	52.5	63.0	70.3	81.3	81.2	الكويت
223.1	215.7	213.4	225.4	228.4	220.8	206.7	201.2	190.6	192.0	لبنان
106.3	105.3	102.5	99.1	89.0	82.9	77.1	75.4	74.8	71.8	المغرب
	42.8	29.3	32.8	28.3	27.4	30.4	33.8	34.9	32.8	عمان
	55.8	41.9	44.9	42.9	42.8	43.8	52.0	59.0	53.7	قطر
65.4	70.7	48.5	50.5	45.3	43.8	47.9	49.4	50.4	47.1	السعودية
69.5	68.6	60.9	61.9	66.7	69.1	74.0	79.8	71.7	62.0	سوريا
60.5	58.3	54.6	53.3	51.8	50.9	49.3	49.7	50.7	48.9	تونس
69.8	71.3	53.6	50.9	44.3	43.2	41.4	41.0	40.9	37.3	الإمارات
	34.2	30.1	32.6	30.9	30.1	32.8	35.7	34.9	32.2	اليمن

المصدر: World Development Indicators ، البنك الدولي .

* تدل نسب الائتمان التي تفوق الـ 100% إلى وجود تدفقات سالبة في الائتمان الممنوح للقطاع العام.

تابع/ مؤشرات العمق التمويلي في الدول العربية (%)

نسبة ائتمان القطاع المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
-7.5	-8.9	-12.6	-3.3	3.9	7.5	21.8	31.3	37.7	36.0	الجزائر
	79.3	67.3	56.5	47.0	49.6	47.8	44.7	45.9	41.4	البحرين
69.4	75.1	77.7	84.1	93.0	98.0	104.7	104.6	101.6	94.6	مصر
96.0	99.3	107.4	110.1	105.0	109.7	90.7	83.9	83.5	84.3	الأردن
	84.0	64.7	68.8	62.4	62.0	70.2	83.3	88.3	87.8	الكويت
164.4	163.1	168.2	181.6	190.3	176.6	177.7	177.9	177.6	191.2	لبنان
103.1	100.8	98.6	91.0	78.4	73.1	68.0	68.5	70.9	70.0	المغرب
	41.3	29.1	32.7	27.8	27.9	34.4	38.4	40.8	42.1	عمان
	75.7	53.7	50.1	42.0	44.1	42.7	48.6	56.1	59.1	قطر
-0.2	0.6	-4.0	17.4	22.5	30.0	41.7	43.3	40.9	39.4	السعودية
47.7	43.6	38.2	36.2	33.6	35.3	30.6	30.2	26.3	27.5	سوريا
73.7	68.3	65.6	64.4	63.8	63.5	64.2	65.4	67.6	67.0	تونس
92.3	97.5	73.2	60.1	49.0	42.7	35.7	33.4	30.8	29.3	الإمارات
	19.3	11.3	10.3	4.8	6.0	7.0	7.6	2.3	3.2	اليمن

المصدر: World Development Indicators، البنك الدولي.

* تدل نسب الائتمان التي تفوق الـ 100% إلى وجود تدفقات سالبة في الائتمان الممنوح للقطاع العام.

تابع/ مؤشرات العمق التمويلي في الدول العربية (%)

نسبة الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص (% GDP)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
15.8	16.2	13.2	13.4	12	12	11	11	12	8	الجزائر
	79.6	75.4	62.5	78	62	63	56	59	57	البحرين
33.1	36.1	42.8	45.5	55	57	60	61	62	62	مصر
70.3	71.7	78.3	88.3	93	88	75	71	73	76	الأردن
	82.4	63.0	66.1	59	58	63	68	67	64	الكويت
81.3	73.0	73.8	73.4	71	69	77	80	85	88	لبنان
68.8	64.7	63.2	58.4	58	54	50	49	49	49	المغرب
	48.2	35.3	35.7	32	31	34	37	39	39	عمان
	51.5	42.5	41.0	42	35	29	30	29	35	قطر
47.6	52.5	41.1	40.1	50	53	56	55	58	56	السعودية
22.5	19.6	16.4	15.1	15	15	12	10	8	8	سوريا
68.8	62.2	59.9	57.8	64	65	65	67	69	68	تونس
72.5	79.2	67.2	56.0	64	59	54	51	53	52	الإمارات
	7.4	7.7	8.2	7	7	7	7	6	6	اليمن

المصدر: World Development Indicators، البنك الدولي.

* تدل نسب الائتمان التي تفوق الـ 100% إلى وجود تدفقات سالبة في الائتمان الممنوح للقطاع العام.

■ وعند تقدير أثر العمق المالي على النمو في الدول العربية تم تقدير دالة النمو الاقتصادي باستخدام متوسط معدل النمو للفترة 1980-2010. مقسمة إلى ثلاث فترات كمتغير تابع ومؤشر العمق المالي كمتغير مستقل، بالإضافة إلى متغيرات مفسرة أخرى مكونة من لوغاريتم الدخل الابتدائي والتحصيل العلمي مقاسا بنسبة الالتحاق في الدراسة الابتدائية وحجم الحكومة والتضخم ومؤشر الانفتاح كانت النتائج غير معنوية ولا تشير إلى أي أثر يذكر للقطاع التمويلي على النمو في الدول العربية كما بين الجدول التالي:

الائتمان الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	عرض النقد الموسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	المتغيرات
- 0.012 (0.786)	0.004 (0.18)	- 0.015 (0.82)	المجموعة المبسطة
0.018 (1.05)	0.0014 (0.66)	0.0023 (0.105)	مجموعة السياسات
%41.6	%38.2	%38.2	معامل التحديد