



معهد التخطيط القومى

سلسلة قضايا
التخطيط والتنمية
رقم (٢٩٧)

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣
مع اهتمام خاص بدورها فى مساندة أهداف خطط التنمية

سبتمبر ٢٠١٨

جمهورية مصر العربية – طريق صلاح سالم – مدينة نصر – القاهرة – مكتب بريد رقم ١١٧٦٥

A.R.E Salah Salem St. Nasr City , Cairo P.O.Box : 11765

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية
رقم (٢٩٧)
(سلسلة علمية محكمة)



تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

سبتمبر ٢٠١٨

لم يسبق نشر هذا البحث أو أي أجزاء منه، ويحظر إعادة نشره في أي جهة أخرى قبل أخذ موافقة المعهد.
"الآراء الواردة في هذا البحث تمثل رأي الباحثين فقط"

تقديم

تعتبر سلسلة قضايا التخطيط والتنمية أحد القنوات الرئيسية لنشر نتاج معهد التخطيط القومي من دراسات وبحوث جماعية محكمة في مختلف مجالات التخطيط والتنمية. يضم المعهد مجموعة من الباحثين والخبراء متنوعي ومتعددي التخصصات، مما يضيف إلى قيمة وفائدة مثل هذه الدراسات المختلفة التي يتم إجراؤها من حيث شمولية تناول والأخذ في الاعتبار الأبعاد الاقتصادية، الاجتماعية، البيئة، المؤسسية، والمعلوماتية وغيرها لأي من القضايا محل البحث.

تضمنت الإصدارات المختلفة لسلسلة قضايا التخطيط والتنمية منذ بدئها في عام ١٩٧٧ عدداً من الدراسات التي تناولت قضايا مختلفة تفيد الباحثين والدارسين، وكذا صانعي السياسات ومتخذي القرارات في مختلف مجالات التخطيط والتنمية منها على سبيل المثال لا الحصر: السياسات المالية، السياسات النقدية، الإنتاجية والأسعار، الاستهلاك والتجارة الداخلية، المالية العامة، التجارة الخارجية، قضايا التشغيل والبطالة وسوق العمل، التنمية الإقليمية، آفاق وفرص الاستثمار، السياسات الصناعية، السياسات الزراعية والتنمية الريفية، المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مناهج ونماذج التخطيط، قضايا البيئة والموارد الطبيعية، التنمية المجتمعية، قضايا التعليم،...الخ.

تتنوع مصادر وقنوات النشر لدى المعهد إلى جانب سلسلة قضايا التخطيط والتنمية، والمتمثلة في المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، والتي تصدر بصفة دورية نصف سنوية، وكذلك كتاب المؤتمر الدولي والذي يضم الأبحاث التي تم قبولها أو مناقشتها في المؤتمر، وسلسلة المذكرات الخارجية، وكراسات السياسات، إضافة إلى ما يصدره المعهد من نشرات علمية تعكس ما يعقده المعهد من فعاليات علمية متنوعة.

وفق الله الجميع لما فيه خير البلاد، والله من وراء القصد...

رئيس المعهد

أ.د. علاء زهران

موجز البحث

يهدف البحث إلى متابعة التطور في تصميم السياسات النقدية من حيث الأهداف والأدوات علي صعيد الأدبيات الاقتصادية والخبرات الدولية. تحليل وتقييم السياسات النقدية المطبقة في مصر منذ عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٦ (تاريخ صدور قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد الأجنبي في عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٦). تقييم مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية خلال فترة البحث، وبخاصة من خلال نشاط المجلس التنسيقي. واقتراح ما يلزم من تعديلات في السياسات النقدية لتقوية التخطيط التأشيري. ومن أجل تحقيق هذه الأهداف، فقد تم تقسيم البحث الي الفصول التالية:

الفصل الأول: ويهتم بدراسة الإطار العام للسياسة النقدية: مفاهيم أساسية ومراجعة الأدبيات. ويتناول هذا الفصل النقاط التالية:- دور السياسة النقدية في المدارس الفكرية المختلفة، الإطار العام للسياسة النقدية بمكوناتها المختلفة من تعريف وأهداف وأدوات، ومن خلال مراجعة الخبرات الدولية. وآليات انتقال وتأثير السياسة النقدية واستعراض الدراسات التطبيقية التي تناولت التجارب الدولية. وتقييم مدي نجاح أو فشل السياسات النيوليبرالية وعلي الأخص التوجه النقودي (monetarism) علي مستوى الخبرات الدولية، ومناقشة البدائل المطروحة لهذه السياسات. والعرض المرجعي للدراسات السابقة في موضوع السياسة النقدية والتنمية الاقتصادية.

الفصل الثاني: ويهتم هذا الفصل بتحليل السياسات النقدية المطبقة في مصر منذ عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٦. ويركز هذا الفصل علي النقاط التالية: تطور الإطار التنظيمي والمؤسسي للسياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٦، وتطورات وأداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣-٢٠١٠، وتطورات وأداء السياسة النقدية منذ يناير ٢٠١١ وحتى ديسمبر ٢٠١٦

الفصل الثالث: مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية: يتم في هذا الفصل تقييم مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية خلال فترة البحث، ويتم تناول ذلك من خلال: استعراض أهم الأهداف التي اشتملت عليها خطط التنمية الاقتصادية خلال فترة البحث. و دراسة نوع وطبيعة السياسات النقدية التي تم استخدامها خلال تلك الخطط. النتائج المترتبة علي استخدام هذه السياسات؟ (تقييم السياسات النقدية من حيث دورها في الحد من معدلات التضخم، والمحافظة علي استقرار سعر الصرف وتحقيق معدلات النمو المستهدفة).

ملخص البحث: السياسة النقدية بين الواقع والمأمول: وفي هذا الجزء من البحث تم تحديد: السياسات النقدية التي تم تطبيقها في واقع الاقتصاد المصري، والأدوات التي تم استخدامها في الفترات السابقة. وتقييم مدي نجاح السياسات النقدية فيما يتعلق بتحقيق استقرار المستوى العام للأسعار وتحقيق معدلات النمو الاقتصادي، وتمويل الاستثمار... الخ. وبناء علي ذلك يتم اقتراح ما يلزم من تعديلات في السياسات النقدية لتقوية التخطيط التأشيري.

الكلمات الدالة: السياسة النقدية – التنمية الاقتصادية – التضخم – الاستثمار – النمو الاقتصادي- سعر الصرف

Abstract

Evaluation of Egyptian Monetary Policies since 2003 with Special Focus in Supporting the Objectives of Development Plans

The aim of the research is to follow the development of monetary policy design in terms of objectives and tools in the economic literature and international expertise. Analyzing and evaluating the monetary policies applied in Egypt from 2003 to 2016. Assessing the extent to which monetary policy supports the objectives of development plans during the research period, in particular through the coordination council activity and through coordination of aspects in kind and aspects. To propose necessary monetary policy adjustments to strengthen indicative planning and to enhance its role in supporting the objectives of development plans. Chapter One: It deals with the study of the general framework of monetary policy: basic concepts and literature review. Chapter II: This chapter deals with the analysis of monetary policies applied in Egypt from 2003 to 2016. This chapter focuses on the following points: Development of the regulatory and institutional framework for monetary policy during the period of the three plans.

Chapter III: The extent of monetary policy support for the objectives of development plans: This chapter evaluates the extent to which monetary policy supports the objectives of development plans during the research period. The consequences of using these policies? (Assessment of monetary policies in terms of their role in reducing inflation rates, maintaining exchange rate stability and achieving targeted growth rates). Summary of the research: Monetary policy between reality and hope: In this part, (based on the results of the study in previous chapters), it was determined: A) Monetary policies that have been applied and instruments used in prior periods. Evaluate the success of monetary policies in terms of stabilizing the general level of prices, economic growth, financing investment, etc. Accordingly, adjustments are proposed in the monetary policies to strengthen the indicative planning. In general, this chapter considers the general summary of study.

Key words: monetary policy - economic development - inflation - investment - economic growth

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

فريق البحث

أعضاء الهيئة العلمية بالمعهد

د. / حجازي عبد الحميد الجزار - الباحث الرئيسي

د. / علي فتحي البجلاتي

د. / أحمد عاشور

أعضاء الهيئة العلمية من خارج المعهد

أ.د. / سلوي العنتري

الهيئة العلمية المعاونة بالمعهد

أ. أحمد ناصر

أ. سامة متولي

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
٤-١	مقدمة
٥	الفصل الأول : الإطار النظري للسياسة النقدية
٦	أولاً: أهمية السياسة النقدية في المدارس الاقتصادية المختلفة
٨	ثانياً: أهداف السياسة النقدية وأدواتها
٨	١- نسبة السيولة المتاحة لدى البنوك
٩	٢- أسعار الفائدة الدائنة والمدينة
٩	٣- السقوف والهوامش الائتمانية
١٠	٤- نسبة الاحتياطي القانوني
١٠	٥- سعر الخصم
١٠	٦- عمليات السوق المفتوحة
١١	٧- مبادلة العملات <i>Swaps</i>
١١	٨- ربط ودائع البنوك لدى البنك المركزي
١٢	٩- التسهيلات القائمة <i>Standing Facilities</i>
١٢	ثالثاً : آليات عمل السياسة النقدية لتحقيق أهدافها
١٢	نظام استهداف سعر الصرف
١٣	نظام استهداف الإجماليات النقدية (المعروض النقدي)
١٤	نظام استهداف الناتج المحلي الإجمالي الاسمي
١٥	نظام استهداف التضخم
١٨	رابعاً: عرض بعض التجارب الدولية في مجال إدارة السياسة النقدية
١٨	١- التجربة البرازيلية
٢١	٢- تجربة شيلي
٢٤	٣- التجربة التركية
٢٦	خامساً: العرض المرجعي لأهم الدراسات في مجال السياسة النقدية والتنمية
٢٦	١- العرض المرجعي لأهم الدراسات التي تمت بالمنطقة العربية
٣٣	٢- العرض المرجعي لأهم الدراسات التي تمت باللغة الانجليزية
٤١	خلاصة الفصل الأول وأهم النتائج

٤٣	الفصل الثاني : تحليل السياسات النقدية المطبقة في مصر منذ عام ٢٠٠٣ حتى عام ٢٠١٦
٤٣	أولاً: البيئة التنظيمية والمؤسسية لعمل السياسة النقدية خلال الفترة (٢٠٠٣ - ٢٠١٦)
٤٣	١- دور البنك المركزى والسياسة النقدية
٤٣	٢- حدود استقلالية البنك المركزى المصرى عن الحكومة
٤٤	٣- آلية تحديد أهداف السياسة النقدية
٤٥	٤- التطوير المؤسسى للبنك المركزى والبنوك
٤٧	٤- التوجه الرئيسى لنظام سعر الصرف
٤٨	٦- التوجه الرئيسى لأهداف السياسة النقدية
٥٠	٧- تمهيد الطريق لتبنى منهجية استهداف التضخم
٥٢	٨- تطور أدوات إدارة السياسة النقدية وسعر الصرف:
٥٤	ثانياً: أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠١٠
٥٥	١- أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بهدف تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار
٥٦	٢- الموجة التضخمية ٢٠٠٣/٢٠٠٤
٥٧	٣- الموجة التضخمية ٢٠٠٧/٢٠٠٨
٥٩	٤- أثر اندلاع الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩
٦٢	٥- أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الدولية
٦٥	٦- إدارة الاحتياطيات الدولية
٦٧	٧- أداء الجهاز المصرفى فيما يتعلق بتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار
٦٧	٨- تعبئة المدخرات
٦٩	٩- تمويل الاستثمار
٧٣	١٠- علاقة السياسة النقدية بالموازنة العامة للدولة
٧٥	ثالثاً: أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠١٠/٢٠١١ - ٢٠١٦
٧٦	١- أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بهدف تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار
٧٩	٢- تدهور قيمة الجنيه المصرى وبداية تشكل موجة تضخمية فى عام ٢٠١٦:
٨٠	٣- أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الدولية
٨٣	٤- إدارة احتياطيات النقد الأجنبي

٩٠	٥- علاقة السياسة النقدية بالموازنة العامة للدولة
٩١	رابعاً: خلاصة الفصل الثاني وأهم النتائج
٩٥	الفصل الثالث: مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية
٩٥	مقدمة
١٠٠	أولاً: الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للخطط الخمسية.
١٠٠	١- أهم الأهداف الاقتصادية والاجتماعية لخطة (٢٠٠٣/٢٠٠٢ - ٢٠٠٧/٢٠٠٦)
١٠١	٢- أهم الأهداف الاقتصادية والاجتماعية لخطة (٢٠٠٨/٢٠٠٧ - ٢٠١٢/٢٠١١)
١٠٢	٣- الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للخطة الانتقالية للفترة (٢٠١٣/٢٠١٢ - ٢٠١٧/٢٠١٦)
١٠٣	ثانياً: السياسات الاقتصادية والنقدية بخطط التنمية
١٠٣	١- السياسات الاقتصادية لخطة التنمية (٢٠٠٣/٢٠٠٢ - ٢٠٠٧/٢٠٠٦)
١٠٥	٢- السياسات الاقتصادية لخطة التنمية (٢٠٠٧/٢٠٠٦ - ٢٠١٢/٢٠١١)
١٠٧	٣- السياسات الاقتصادية والاجتماعية للخطة الانتقالية (٢٠١٢/٢٠١١ - ٢٠١٧/٢٠١٦)
١٠٨	ثالثاً: العلاقة بين السياسات النقدية ومستهدفات خطط التنمية
١١٠	١- المنهجية العلمية المستخدمة
١١١	٢- النموذج المستخدم في تقدير معاملات المتغيرات المستقلة.
١١٥	٣- نتائج النماذج. (خلاصة الفصل الثالث وأهم النتائج)
١٣١	ملخص البحث
١٤١	قائمة مراجع الدراسة
١٤٨	ملاحق البحث

قائمة جداول البحث

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
١٦	الإطار العام المتبع لإدارة السياسة النقدية في عدد من الدول مع تصنيفهم حسب نظام سعر الصرف المطبق	١-١
٢٣	معدل التضخم الفعلي والمستهدف في تركيا خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٠)	٢-١
٢٥	الدول التي اعتمدت على سياسات استهداف معدلات التضخم ونتائج تطبيقها خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٧	٣-١
١١٥	اختبار ديكي فولر المطور في المستوى	١-٣
١١٦	اختبار ديكي فولر المطور في الفروقات الأولى	٢-٣
١١٨	نتائج انحدار المتغير التابع LOG EGR خلال الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٥/٢٠١٦	٣-٣
١٢٣	نتائج انحدار المتغير التابع (معدل التضخم) خلال الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام 2010/2009	٤-٣
١٢٣	نتائج انحدار المتغير التابع (معدل التضخم) خلال الفترة ٢٠١٠/٢٠١١ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧	٤-٣
١٢٧	نتائج انحدار المتغير التابع (معدل الاستثمار) خلال الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٥/٢٠١٦	٥-٣

قائمة أشكال البحث

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
١-١	معدل التضخم في شيلي خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٩ ومعدل التضخم المستهدف	١٩
٢-١	معدل التضخم في شيلي خلال الفترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٧ ومعدل التضخم المستهدف	٢٠
١-٢	تطور معدلات التضخم ومعدلات النمو الحقيقي للنتائج المحلى الإجمالى السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٥٦
٢-٢	تطور معدلات التضخم خلال الفترة نوفمبر ٢٠٠٧ - ديسمبر ٢٠٠٨	٥٩
٣-٢	تطور معدلات التضخم خلال الفترة نوفمبر ٢٠٠٨ - ديسمبر ٢٠١٠	٦١
٤-٢	تطور سعر الصرف الرسمى السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٦٤
٥-٢	تطور متوسط أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع والقروض السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٦٧
٦-٢	تطور معدل نمو الودائع بالعملة المحلية والعملة الأجنبية	٦٨
٧-٢	تطور توزيع إجمالى الائتمان خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٧٠
٨-٢	تطور تغطية تدفقات الائتمان المحلى للاستثمارات المنفذة للقطاع الخاص السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٧١
٩-٢	تطور هامش سعر الفائدة (%) السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٧٢
١٠-٢	تطور توظيفات البنوك لمواردها خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٧٣
١١-٢	التمويل الفعلى لعجز الموازنة العامة من جانب البنك المركزى مقارنة بالحد القانونى* السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٧٤
١٢-٢	التمويل المصرفى الفعلى لعجز الموازنة العامة ٢٠٠٣ - ٢٠١٠	٧٥
١٣-٢	تطور معدلات التضخم ومعدلات النمو الحقيقي للنتائج المحلى الإجمالى خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦	٧٦
١٤-٢	تطور سعر فائدة الكوريدور السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦	٧٨
١٥-٢	تطور معدلات التضخم خلال عام ٢٠١٦	٨٠
١٦-٢	تطور سعر الصرف الرسمى للجنه خلال السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦	٨٢
١٧-٢	تطور أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع والقروض خلال السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦	٨٥

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
١٨-٢	تطور معدلات نمو الودائع خلال السنوات المالية ٢٠١١-٢٠١٦	٨٥
١٩-٢	تطور تغطية تدفقات الائتمان المحلي لاستثمارات القطاع الخاص للسنوات ٢٠١١-٢٠١٦	٨٧
٢٠-٢	تطور هامش سعر الفائدة على القروض وأذون الخزنة خلال السنوات المالية ٢٠١١-٢٠١٦	٨٨
٢١-٢	تطور توزيع إجمالي الائتمان المحلي خلال السنوات المالية ٢٠١١-٢٠١٦	٨٩
٢٢-٢	تطور نصيب الأفراد من إجمالي القروض بالعملة المحلية خلال السنوات ٢٠١١-٢٠١٦	٨٩
٢٣-٢	التمويل الفعلي لعجز الموازنة العامة من جانب البنك المركزي مقارنة بالحد القانوني السنوات المالية ٢٠٠٣-٢٠١٠	٩٠

مقدمة

إن السياسة النقدية في الاقتصاد الوطني تعد إحدى السياسات الاقتصادية الهامة لأغراض النمو والاستقرار. وتختلف السياسة النقدية من حيث التطبيق من دولة إلى أخرى وذلك حسب متغيرات كل دولة، فنظرة الدول النامية للسياسة النقدية تختلف عن نظرة الدول المتقدمة من حيث الأهداف، فالدول المتقدمة ترى أن هدف السياسة النقدية الأساسي هو تحقيق الاستقرار النقدي وتخفيض معدلات التضخم. وترى الدول النامية أن هدف السياسة النقدية أبعد من ذلك، حيث أنها تهدف - من خلالها - إلى تحقيق النمو الاقتصادي، والاستقرار النقدي، وتخفيض مستويات البطالة، واستقرار أسواق صرف العملات. وبالإضافة إلى ذلك، فإن السياسة النقدية، تحتل مكانة هامة بين السياسات الأخرى، لأنها تستطيع أن تقوم بدور هام في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد الوطني، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تستخدمها الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على المشاكل التي تعوق الاستقرار الاقتصادي. وبصفة عامة، تهدف السياسة النقدية، إلى تحقيق ما يسمى بالمرجع الذهبي والمتمثل في تحقيق معدلات نمو عالية، وتحقيق التوظيف الكامل للموارد، وتحقيق استقرار سعر الصرف، بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات.

وفي مصر فقد صدر قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣. وقد نص القانون على أن استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية الذي يتقدم على غيره من الأهداف. وبناءً عليه يلتزم البنك المركزي المصري - في المدى المتوسط - بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تساهم في بناء الثقة وبالتالي خلق البيئة المناسبة لتحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي. وفي سبيل تحقيق أهداف السياسة النقدية فإنه يستخدم مجموعة من الأدوات منها، أدوات تدخل مباشر، وأدوات غير مباشرة، من أمثلة ذلك، عمليات السوق المفتوحة، وسياسة الاحتياطات الإلزامية، بالإضافة إلى مجموعة من الأدوات النوعية الانتقائية مثل سعر الفائدة وسعر الصرف. ولقد قامت الحكومة المصرية بصياغة مشروع يهدف إلى تحقيق التوازن بين النمو الاقتصادي و العدالة الاجتماعية و يمتد لعشر سنوات (٢٠١٢ - ٢٠٢٢).

وعلى الرغم من هذا البرنامج، فإن معدل التضخم حالياً يصل الي ما يزيد عن ٣٠% سنوياً وفي أحسن الحالات لا ينخفض عن ١١.٨%. وتحليل معدل البطالة نجد أن معدل البطالة الحالي ١٢.٨%. وكل ذلك على عكس ما كان متوقع تحقيقه على مستوى السلطات النقدية والحكومة المركزية بوثائق التنمية الرسمية (رئاسة مجلس الوزراء :إرساء البرنامج الوطني

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي في إطار خطة الحكومة المصرية (٢٠١٢ - ٢٠١٤)، رؤية مصر عام ٢٠٣٠، خطة التنمية للعام المالي ٢٠١٤/٢٠١٥).

أهمية البحث:

- متابعة التطور في تصميم السياسات النقدية من حيث الأهداف والأدوات علي صعيد الأدبيات الاقتصادية والخبرات الدولية.
- تقييم مدي ما أحرزته السياسات النقدية من نجاحات في مجالات التنمية الاقتصادية في مصر والعالم من حيث النمو والاستقرار النقدي، ومناقشة البدائل المطروحة لهذه السياسات.
- البحث يمثل أهمية كبرى لعمل كل من الجهات التالية، البنك المركزي المصري، البنوك التجارية، وزارة التخطيط، الباحثون المعنيون بتحليل وتقييم السياسات الاقتصادية.

أهداف البحث والنتائج المتوقعة:

- يهدف البحث إلي متابعة التطور في تصميم السياسات النقدية من حيث الأهداف والأدوات علي صعيد الأدبيات الاقتصادية والخبرات الدولية.
- تقييم مدي ما أحرزته السياسات النيوليبرالية ومن ضمنها التوجه النقودي (monetarism) من نجاح في هذه الخبرات، ومناقشة البدائل المطروحة لهذه السياسات
- تحليل وتقييم السياسات النقدية المطبقة في مصر منذ عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٦ (تاريخ صدور قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد الأجنبي في عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٦). حيث تم وضع برنامج للإصلاح الاقتصادي ضمن الاتفاق مع صندوق النقد الدولي في ٢٠١٦/١١/١١) من زاوية الأهداف التي وضعت لها ومن زاوية الأدوات التي استخدمتها، وتقييم مدي النجاح في تحقيق الأهداف الموضوعية، ومدي تفعيل الأدوات والآليات المتاحة.
- تقييم مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية خلال فترة البحث، وبخاصة من خلال نشاط المجلس التنسيقي ومن خلال التنسيق بين الجوانب العينية والجوانب
- اقتراح ما يلزم من تعديلات في السياسات النقدية لتقوية التخطيط التأشيرى ولتعزيز دورها في مساندة أهداف خطط التنمية.

٣- منهجية البحث:

ومن أجل الوصول إلى الأهداف السابقة، يستخدم البحث المنهج الوصفي التاريخي من أجل متابعة التطور في تصميم السياسات النقدية من حيث الأهداف والأدوات على صعيد الأدبيات الاقتصادية والخبرات الدولية. كما يستخدم البحث المنهج الكمي بالاعتماد على تحليل عدد من المؤشرات الاقتصادية الكلية أو بعض النماذج الكمية لقياس العلاقة بين التطور في المتغيرات النقدية والتطور في المتغيرات الاقتصادية الكلية. وبيان التوقعات المستقبلية لها وتأثير هذه التطورات على الجوانب الأخرى في الاقتصاد والمجتمع.

ومن أجل تحقيق الأهداف السابقة فقد تم تقسيم البحث إلى الفصول التالية:

الفصل الأول: ويهتم بدراسة الإطار العام للسياسة النقدية: مفاهيم أساسية ومراجعة الأدبيات. ويتناول هذا الفصل النقاط التالية:-

- دور السياسة النقدية في المدارس الفكرية المختلفة
- الإطار العام للسياسة النقدية بمكوناتها المختلفة من تعريف وأهداف وأدوات، ومن خلال مراجعة الخبرات الدولية.
- آليات انتقال وتأثير السياسة النقدية واستعراض الدراسات التطبيقية التي تناولت التجارب الدولية.
- تقييم مدي نجاح أو فشل السياسات النيوليبرالية وعلى الأخص التوجه النقودي (monetarism) على مستوى الخبرات الدولية، ومناقشة البدائل المطروحة لهذه السياسات.
- العرض المرجعي للدراسات السابقة في موضوع السياسة النقدية والتنمية الاقتصادية.

الفصل الثاني: ويهتم هذا الفصل بتحليل السياسات النقدية المطبقة في مصر منذ عام ٢٠٠٣ حتى عام ٢٠١٦. ويركز هذا الفصل على النقاط التالية:

- أ- تطور الإطار التنظيمي والمؤسسي للسياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٦
- ب- تطورات وأداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠١٠
- ت- تطورات و أداء السياسة النقدية منذ يناير ٢٠١١ وحتى ديسمبر ٢٠١٦

الفصل الثالث: مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية:

يتم في هذا الفصل تقييم مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية خلال فترة البحث، ويتم تناول ذلك من خلال:

- أ- استعراض أهم الأهداف التي اشتملت عليها خطط التنمية الاقتصادية خلال فترة البحث.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- ب- دراسة نوع وطبيعة السياسات النقدية التي تم استخدامها خلال فترات تلك الخطط. (خطة التنمية الخمسية ٢٠٠٢/٢٠٠٣-٢٠٠٦/٢٠٠٧، وخطة التنمية الخمسية ٢٠٠٧/٢٠٠٨ - ٢٠١١/٢٠١٢، وخطة التنمية الخمسية ٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧)
- ج- النتائج المترتبة علي استخدام هذه السياسات؟ (تقييم السياسات النقدية من حيث دورها في الحد من معدلات التضخم، والمحافظة على استقرار سعر الصرف وتحقيق معدلات النمو المستهدفة).

ملخص البحث:

في هذا الجزء من البحث (بناء علي نتائج البحث في الفصول السابقة) تم تحديد:

- أ- السياسات النقدية التي تم تطبيقها، والأدوات التي تم استخدامها في الفترات السابقة.
- ب- تقييم مدي نجاح السياسات النقدية فيما يتعلق بتحقيق استقرار المستوى العام للأسعار وإدارة سعر الصرف والاحتياطيات الدولية، وتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار... الخ.

وبناء علي ذلك تم اقتراح ما يلزم من تعديلات في السياسات النقدية لتقوية التخطيط التأشيري بما يمكنه من تحقيق الأهداف المنشودة لخطط التنمية الاقتصادية.

الباحث الرئيسي

الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية

مقدمة:

تُعد السياسة النقدية واحدة من أهم السياسات الاقتصادية - بجانب السياسات المالية والتجارية والاستثمارية- التي عادة ما تستخدمها الدولة لتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وتحقيق مستويات مرتفعة من النمو الاقتصادي، والحفاظ على استقرار العملة المحلية، وتحقيق أكبر قدر ممكن من الاحتياطات الأجنبية. وتكمن أهمية السياسة النقدية في قدرتها على التحكم في المعروض النقدي وسعر الفائدة وسعر الخصم وسعر صرف العملات، الأمر الذي يؤثر على المتغيرات الاقتصادية الحقيقية وكذا النقدية بشكل فعال.

ويقصد بتلك السياسة النقدية مجموعة الآليات والأدوات التي يستخدمها (البنك المركزي) لتحقيق أهداف محددة في فترة زمنية معينة. وعادة ما يتمثل الهدف النهائي للسياسة النقدية في استهداف معدل التضخم، أو استهداف سعر صرف محدد، أو استهداف اجماليات نقدية محددة. وفي سبيل تحقيق هذا الأهداف يتم استخدام واحدة أو أكثر من أدوات السياسة النقدية تبعاً للظروف الاقتصادية للدولة ومدى ملائمة الأسواق بتلك الدولة لقبول تلك الأدوات لتحقيق تلك الأهداف. وتقوم آليات السياسة النقدية بنقل تأثير التغيرات من الجانب النقدي إلى الجانب الحقيقي للاقتصاد. وقد حددت الأدبيات الاقتصادية خمس قنوات يتم انتقال آثار السياسة النقدية من خلالها إلى الاقتصاد الحقيقي وهي: سعر الفائدة، وسعر الصرف، وأسعار الأصول، والائتمان، والتوقعات.¹ وقد تزايدت أهمية موضوع قنوات نقل أثر السياسة النقدية في الستينيات من القرن العشرين حينما أجمع الاقتصاديون والسياسيون على أهمية دور السياسة النقدية في التحكم في مستوى النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار السعري، وخاصة بعد تناقص الأهمية النسبية للسياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل تزايد معدلات عجز الموازنة، والتي أدت إلى اتخاذ قرارات بشأن تحديد معدلات الضرائب والإنفاق الحكومي بما لا يتماشى مع شروط تحقيق الاستقرار الاقتصادي العام سواء من

¹ - Mishkin, F.S., (2001), "The Transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy", National Bureau of Economic Research, Working paper no. 8617, Cambridge.

- Mishkin, F.S., (2007), "Housing and monetary transmission mechanism", Finance and Economics Discussion series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

حيث حجم تلك المعدلات أو توقيتها، ومن ثم برزت مرة أخرى الأهمية المتزايدة للسياسات النقدية في التأثير على الاقتصاد الحقيقي وبخاصة مع بروز مدرسة النقوديين.^١

أولاً: أهمية السياسة النقدية في المدارس الاقتصادية المختلفة

اختلفت الأهمية النسبية للسياسة النقدية عبر المراحل المختلفة التي مر بها الفكر الاقتصادي؛ ففي حين كانت تمثل السياسة النقدية الركيزة الأساسية للسياسة الاقتصادية في ظل المدرسة الكلاسيكية التقليدية والحديثة، حيث قامت تلك المدرسة على افتراض رئيسي وهو التشغيل والتوظيف الكامل وعدم وجود أي ركود في الأسواق لأن كل عرض يخلق الطلب المساوي وفقاً لقانون ساي مع عدم وجود أي كساد أو ركود، ومن ثم التوازن الدائم في تلك الأسواق، وذلك من خلال آلية تغير الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً لتحقيق التوازن في سوق السلع والخدمات، وتغير الأجر لتحقيق التوازن في سوق العمالة، وتغير أسعار الفائدة لتحقيق التوازن في سوق النقود. وذلك وفقاً لما عُرف بنظرية اليد الخفية (Invisible Hand) في الوصول إلى هذا التوازن. كما ظهرت نظرية كمية النقود والتي أوضحت أهمية السياسة النقدية حيث أن أي تغير في المعروض النقدي سوف يقود بنفس النسبة للتغير في المستوى العام للأسعار تلقائياً، ومن ثم أصبح المتغير الرئيسي وتحديداً في الأجل القصير لزيادة المستوى العام للأسعار هو التغير في المعروض النقدي والذي يؤثر ويتأثر حتماً بتغيرات أسعار الفائدة، ومن ثم كانت الأداة الرئيسية للسياسة النقدية في ظل المدرسة الكلاسيكية هي سعر الفائدة والذي يؤدي إلى التوازن في سوق النقود ويؤثر في المعروض النقدي الذي يؤثر في المستوى العام للأسعار.^٢

بينما أكدت أزمة الكساد الكبير منذ ١٩٢٩ على تراجع دور المدرسة الكلاسيكية مع وجود اختلالات هيكلية دائمة في الأسواق وعدم قدرة نظرية اليد الخفية على إعادة التوازن، ومن هنا برزت أهمية دور السياسة المالية وفعاليتها للخروج من تلك الاختلالات وتجاوز تلك الأزمة من خلال التحليل الكينزي. حيث قاد هذا التحليل إلى تغير الأهمية النسبية للسياسة النقدية في مقابل السياسة المالية؛ حيث أشار كينز إلى صعوبة الفروض التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية من أن كل عرض يخلق الطلب المساوي له ومن ثم عدم وجود ركود في الأسواق وأن التغيرات في الأسعار وحدها قادرة على تحقيق ذلك التوازن، وأن هناك توظيف كامل للعمالة يخلق الطلب على السلع والخدمات لاحقاً. إلا أن الواقع أثبت فشل تلك الآليات في معالجة الاختلالات

^١ Mishkin, F.S., (1995). "symposium on the Monetary Transmission Mechanism," Journal of Economic Perspectives, Vol.9 (4). P3.

^٢ ممدوح عبد المولى، (٢٠١٠). "دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية" دراسة تطبيقية للحالة المصرية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٠٨)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة. ص ص ١١-٢٢.

في الاسواق وظهور كساد دائم ، وأن الاقتصاد القومي غير قادر على استيعاب المزيد من العمالة ومن ثم انهيار فرض التشغيل الكامل، لذلك زاد الاهتمام بأدوات السياسة المالية المختلفة كزيادة الإنفاق الحكومي وتمويله عن طريق الضرائب بعد الخروج من حالة الكساد التي يمر بها الأسواق للوصول إلى التشغيل الكامل ومن ثم خلق الطلب الفعال ومن ثم تراجع بشدة جانب العرض لدى كينز في مقابل الاهتمام بجانب الطلب، واقتصر دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي الداخلي دون أن يكون لها دور حقيقي في تحقيق معدلات مرتفعة من النمو أو التشغيل. حيث أوضح كينز عدم اقتصر دور النقود على المبادلات التجارية كما أقر الكلاسيك ولكن أعطاه دورين إضافيين في امكانية الاحتفاظ بها كمخزن للقيمة في حد ذاتها أو استثمارها في شراء السندات وذلك تبعاً لأسعار الفائدة في أسواق النقد، ومن ثم أعطى للنقود بُعد جديد في الاقتصاد القومي، وحذر في ذات الوقت من فخ السيولة الذي قد يقع فيه المتعاملون بتلك النقود مع الارتفاعات الكبيرة في أسعار الفائدة. ومن ثم اختلف كينز مع الكلاسيك في أهمية السياسة النقدية في تحقيق التوازن أو قيادة النمو الاقتصادي، ولكنه اتفق معهم في أن أسعار الفائدة هي الآلية الرئيسية لتحديد كمية النقود سواء التي يتم تداولها أو الاحتفاظ بها.^١

ومع استمرار الحكومات في التوسع في الانفاق الحكومي للخروج من الأزمات الاقتصادية التي شهدتها غالبية الدول في ذلك الوقت، فقد ظهر عجز كبير في موازنات غالبية الدول مع تراكم حجم الدين العام ومن ثم خدمة هذا الدين متمثلاً في أفساط الدين وفائدته، ومن ثم ظهرت في الخمسينيات مدرسة النقوديين بقيادة Milton Friedman والتي أعادت للسياسة النقدية أهميتها وأكدت إنها الأكثر فعالية في الاقتصاد القومي، حيث أن أي تغير في كمية النقود يعتبر من وجهة نظرهم العامل الأساسي المؤثر على التغير في الدخل النقدي والمستوى العام للأسعار. واتفق مع الكلاسيك في أهمية السياسة النقدية في قيادة النمو وفي أن أسعار الفائدة في الأسواق تلعب دور رئيسي في تحديد حجم المعروض النقدي وتحديد مستويات الإنتاج في الاقتصاد القومي. وقد قامت المدرسة الكينزية الجديدة (Neo Kenyans) مع استمرار فشل الأسواق في الوصول إلى التوازن وانهيار قاعدة الذهب في ١٩٧٣ وظهور العديد من الأزمات الاقتصادية في التأكيد على فشل السياسات النقدية في قيادة النمو الاقتصادي أو التأثير في حجم الناتج وأن السبيل للخروج من تلك الأزمات هو العودة إلى السياسات المالية الرشيدة، في حين نادى الاقتصادي الأمريكي "والتر هيلر" بضرورة

^١ رانيا عبد المنعم، (٢٠٠٥). "دور الأدوات الكمية للبنك المركزي في فعالية السياسة النقدية (مع دراسة الحالة المصرية في ظل القانون الجديد للبنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد)"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة. ص ص ١٥ - ٢٠.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

التنسيق بين الأدوات النقدية والمالية لتحقيق استقرار أداء الاقتصاد الكلى وأنه لا يمكن الاعتماد على سياسة بمفردها لتحقيق أهداف الاقتصاد القومي.^١ ويلاحظ من العرض المختصر السابق أن دور السياسة النقدية في مدارس الفكر الاقتصادي، يختلف باختلاف المدارس الفكرية حول السياسات الاقتصادية الأنسب لتحقيق أهداف الاقتصاد القومي؛ ففي حين رأى أصحاب المدرسة الكلاسيكية والنقديون أن السياسة النقدية هي الأنسب، رأى كينز وأتباعه أن السياسة المالية هي الأكثر فعالية للخروج من أزمة الكساد الكبير. وفي حقيقة الأمر أنه لا غنى لسياسة عن أخرى وأن هناك حاجة ماسة إلى التنسيق بينهما والتكامل في كثير من الأحيان لتحقيق الأهداف الكلية للاقتصاد. وأن أي تضارب في السياستين سيؤدي إلى فشلها وإلى التأثير السلبي على الاقتصاد القومي للدولة.

ثانياً: أهداف السياسة النقدية وأدواتها:

يُعد الهدف الرئيسى للسياسة النقدية وللبنوك المركزية فى غالبية الدول سواء المتقدمة منها أو النامية تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار؛ حيث أن التذبذب الشديد في المستوى العام للأسعار يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي، فضلاً عن أهداف أخرى تتعلق بتحقيق زيادة معدلات مرتفعة من نمو الناتج، وذلك من خلال دور السياسة النقدية في تبني السياسات التي من شأنها تحفيز النشاط الإنتاجي وجذب الاستثمارات من خلال تعبئة المدخرات وتوجيه الائتمان المصرفي للمشروعات الإنتاجية، وكذا الحفاظ على استقرار أسعار العملات المحلية في مقابل العملات الأجنبية للحفاظ على الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وكذا تكوين حجم من احتياطي النقد الأجنبي الآمن الذى يسمح للدولة بتمويل الديون الخارجية وخدمتها، وكذا تمويل نفقات الواردات الخاصة بها.^٢

كما يُقصد بأدوات السياسة النقدية مجموعة الوسائل والآليات التي تستخدمها السلطات النقدية لتحقيق أهداف محددة، وتختلف الأدوات المستخدمة من دولة لأخرى، ومن وقت لآخر في نفس الدولة وذلك تبعاً للظروف الاقتصادية التي تمر بها الدولة، ودرجة تطور الأسواق بها، ومدى كفاءة الجهاز المصرفي، وقدرة الدولة على استخدام تلك الأدوات ومدى قبولها مجتمعياً والتفاعل معها إيجابياً، ويمكن إيجاز تلك الأدوات فيما يلي^٣:

^١ الغندور، احمد، (٢٠٠٤). "السياسة النقدية في مصر" الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة. ص ٦٣-٧٠.

^٢ Ormaechea, Santiago Acost, and David Coble, (2011), "Monetary transmission in Dollarized and Non Dollarized Economics: The Case of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay", International Monetary Fund working paper, WP/11/87.

^٣ أسماء رفعت، دور آليات السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد المصري مع التركيز على آلية أسعار الأصول، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠١٧.

١- **نسبة السيولة المتاحة لدى البنوك:** يقصد بها نسبة الأصول السائلة وشبه السائلة إلى الالتزامات في البنوك العاملة في الاقتصاد القومي. وهي تمثل أحد الأدوات التي تمكن البنك المركزي من التحكم في حجم الائتمان لدى تلك البنوك؛ إذ يلزم البنك المركزي البنوك بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع في شكل أصول يسهل تسيلها وذلك لتجنب حدوث أزمة سيولة، بحيث إذا زادت طلبات العملاء على سحب ودائعهم يجب أن تكون هناك لدى البنوك سيولة كافية لتغطية تلك الطلبات، ومن ثم يقوم البنك المركزي برفع تلك النسبة في حالات الرواج وخفضها في حالات الكساد.^١

٢- **أسعار الفائدة الدائنة والمدينة:** أسعار الفائدة الدائنة هي تلك الأسعار التي تمنحها البنوك على ودائع العملاء لديها، أما أسعار الفائدة المدينة فهي الأسعار التي تحصل عليها البنوك من العملاء في مقابل منح القروض والسلفيات وهو سعر أعلى من أسعار الفائدة الدائنة. حيث يغطي الفرق بين السعيرين مصاريف تشغيل البنك والحصول على هامش الربح الخاص بالبنك. وعندما يعاني الاقتصاد من حالات كساد يقوم البنك المركزي بتخفيض أسعار الفائدة المدينة مما يشجع الأفراد على الإقبال على القروض للحصول عليها بسعر فائدة قليل ومن ثم تشجيع المستثمرين على زيادة الاستثمار والإنتاج، بينما في حالات التضخم يلجأ البنك المركزي إلى رفع أسعار الفائدة الدائنة لتشجيع المودعين على زيادة حجم ودائعهم ومن ثم خفض المعروض النقدي وسحب هذا المعروض من السوق لخفض الطلب على السلع والخدمات ومن ثم تراجع الطلب الكلي وما يتبعه من انخفاض الأسعار.^٢

٣- **السقوف والهوامش الائتمانية:** يقصد بتلك الأداة قيام البنك المركزي بتحديد حد أقصى لحجم الائتمان المصرفي الذي تمنحه البنوك لنشاط أو قطاع محدد أو عميل أو مجموعة عملاء محددين خلال مدة معينة، وبذلك يحدد البنك المركزي حجم الائتمان الإجمالي خلال فترة معينة ثم يقوم بتوزيعه على البنوك بحيث لا يتجاوز أي بنك المبلغ المحدد له. وتهدف تلك الأداة إلى عدم تركيز النشاط الاقتصادي للبنوك بصفة عامة في نشاط بعينه أو قطاع بعينه أو لدى عميل أو مجموعة عملاء بعينهم، بحيث إذا ما تعرض هذا النشاط أو القطاع أو العملاء إلى مشكلة ما فلا يؤدي ذلك إلى انهيار القطاع المصرفي ككل أو البنك الذي قام بتركيز ائتمانه في نطاق

¹ Lyziak, Tomasz, Jan Przystupa and Ewa Wrobel, (2008), "Monetary Policy transmission in Poland: A study of the importance of interest rate and credit channels", SUERF studies, The European Money and Finance Forum, Vienna.

² Rokon, Bhuiyan, (2008), Monetary Transmission Mechanism in a small Open Economy: A Bayesian Structural VAR Approach Queen's University, Canada, K7L3N6.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- محدد. كما أن هذه الأداة تضمن قيام البنك المركزي بتحديد حجم الائتمان الممنوح من البنوك في الاقتصاد القومي ومن ثم التحكم في كمية المعروض النقدي بصورة غير مباشرة.^١
- ٤- **نسبة الاحتياطي القانوني:** هي نسبة معينة من إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية تقوم بالاحتفاظ بها في شكل رصيد سائل لدى البنك المركزي. ويمكن من خلال تلك الأداة التأثير على قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان؛ إذ أن تغير تلك النسبة يؤدي إلى التحكم في حجم السيولة تبعاً للظروف الاقتصادية التي تمر بها الاقتصاديات، فيتم رفع تلك النسبة في أوقات ارتفاع معدلات التضخم لتقليل السيولة وتخفيضها في أوقات الكساد.^٢
- ٥- **سعر الخصم:** هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند إعادة خصمه للأوراق التجارية أو مقابل منح تلك البنوك قروض وسلفيات مضمونه بتلك الأوراق. ويمثل سعر الخصم أداة هامة تساعد البنوك المركزية في القيام بدورها كمقرض أخير وخاصة في أوقات الأزمات المالية من جهة، فضلاً عن تأثيرها على قدرة البنوك على منح الائتمان من جهة أخرى؛ وذلك عن طريق رفع سعر الخصم في أوقات ارتفاع معدلات التضخم وتخفيضه في أوقات الكساد.
- ٦- **عمليات السوق المفتوحة** تعني هذه الأداة دخول البنك المركزي للسوق النقدية والمالية من تغيير حجم المعروض النقدي في الأسواق عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية الحكومية (سندات وأذون الخزانة) وكذلك العملات الأجنبية.^٣ وتنفذ تلك العمليات من خلال قيام البنك المركزي ببيع الأوراق المالية للبنوك التجارية في حالات التضخم الأمر الذي يترتب عليه امتصاص الفائض من المعروض النقدي ومن ثم انخفاض قدرة البنوك على منح الائتمان، أما في حالات الكساد يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية التي في حوزة البنوك التجارية والتي تؤثر في زيادة المعروض النقدي لدى تلك البنوك. وتشمل عمليات السوق المفتوحة عدة عمليات من أهمها:
- **الشراء النهائي:** وفيه يقوم البنك المركزي بالإعلان عن رغبته في شراء أوراق حكومية ويتم ذلك إما من خلال تحديد سعر خصم محدد بواسطة البنك المركزي ثم تقوم البنوك بتقديم عطاءات لتحديد الكمية، أو على العكس يقوم البنك المركزي بتحديد الكمية المطلوب شراؤها من الأوراق الحكومية ويترك للبنوك تحديد معدلات الخصم التي يرغبون بيع أوراقهم بها،

¹ Mishra Prachi, Peter J. Montiel, and Antonio Spilimbergo, (2011), "How effective is Monetary Transmission in Developing Countries? A survey of the empirical evidence, July 26. P. 38.

² Ibid, p. 34.

³ يكون تعامل البنك المركزي في هذه الحالة من خلال السوق الثانوية (سوق التداول) ، أما إذا قام بالتعامل من خلال السوق الأولية (سوق الإصدار) فإن ذلك يمثل تمويل للحكومة.

ثم يقوم البنك المركزي بترتيب سعر الخصم تصاعدياً ويتم القطع عند معدل الخصم الذي يغطي الكمية المطلوبة^١.

- **عمليات الشراء مع إعادة البيع Repos وعمليات البيع مع إعادة الشراء Reverse**

Repos: هي بمثابة اتفاقية بين البنك المركزي والبنوك التجارية يقوم بموجبها البنك المركزي بشراء الأوراق المالية الحكومية والأوراق التجارية من البنوك لفترة محددة وبسعر محدد مع وعد بإعادة بيعها إلى صاحبها الأصلي بسعر آخر في تاريخ لاحق. ويتم استخدام هذه الأداة في حالات نقص السيولة لدى وحدات الجهاز المصرفي. ويرتبط بتلك العملية عملية عكسية يتم بموجبها إعادة شراء الأصول التي سبق بيعها وفقاً لأسعار محددة، ويتم استخدام هذه الأداة في حالات زيادة السيولة لدى وحدات الجهاز المصرفي عن المستوى المستهدف.

ولا يختلف الأمر بالنسبة لشراء العملات الأجنبية فقد يدخل البنك المركزي بائعاً للعملة الأجنبية للبنوك التجارية في حالة رغبته في الحفاظ على سعر صرف العملة الأجنبية وعدم ارتفاعه في مقابل انخفاض قيمة العملة المحلية، ويدخل مشترياً للعملة الأجنبية في حالة رغبته في عدم ارتفاع العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

٧- **مبادلة العملات Swaps:** تستخدم البنوك المركزية هذه الأداة لتنظيم وإدارة مستوى السيولة

لدى البنوك التجارية من خلال حل مشكلة نقص السيولة لدى البنوك بالنقد الأجنبي بوجه عام. فإذا أراد البنك المركزي زيادة السيولة يقوم بعملية مبادلة العملات مع وحدات الجهاز المصرفي التي يتوافر لديها عملات من النقد الأجنبي فيتم مبادلة العملة المحلية بالنقد الأجنبي وفقاً لأسعار الصرف السائدة في السوق عند إتمام الاتفاق مع الأخذ في الاعتبار أسعار الفائدة لكلا العملتين. أما في حالات امتصاص فائض السيولة المحلية فيتم مبادلة العملة الأجنبية بالعملة المحلية المتوفرة في البنوك.

٨- **ربط ودائع البنوك لدى البنك المركزي:** يتم اللجوء إلى هذه الأداة في حالات وجود فائض

سيولة كبير لدى البنوك التجارية فيعلن البنك المركزي عن استعداداته لربط ودائع البنوك التجارية لديه لآجال محددة، وتقوم البنوك التجارية بتقديم عطاءات توضح فيها حجم الودائع التي ترغب في ربطها لدى البنك المركزي وآجالها وسعر الفائدة التي ترغب في الحصول عليه، ويقوم البنك المركزي بقبول الودائع الأقل تكلفة بالنسبة له. وتستخدم هذه الأداة كمؤشر عن اتجاهات أسعار الفائدة المستهدفة من قبل السلطات النقدية.

^١ تلك هي الطريقة المتبعة عند إصدار أذون خزانة وطرحها للبيع في سوق الإصدار.

٩- **التسهيلات القائمة Standing Facilities:** تمثل أحد أهم أدوات إدارة السيولة في البنوك التجارية وتتميز بأنها تتم بناء على طلب البنوك التجارية في اقتراض (أو إيداع) سيولة من البنك المركزي بموجب ضمانات إضافية يحددها البنك المركزي، ويكون الاقتراض بأسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة المدينة وتسمى تسهيلات إقراض (Credit standing facilities) وهي تمثل أداة قصيرة الأجل (أحياناً تكون لمدة يوم واحد) لضخ سيولة وتلجأ إليها البنوك التجارية لمواجهة الزيادة في طلبات السحب من قبل العملاء أو لموازنة ميزانية البنك اليومية ويطلق عليها Over Facilities. أما تسهيلات الإيداع (Deposit standing facilities) تكون بأسعار فائدة أقل من أسعار الفائدة الدائنة، وهي أقل استخداماً من تسهيلات الإقراض.

ثالثاً: آليات عمل السياسة النقدية لتحقيق أهدافها:

تسعى البنوك المركزية في سبيل تحقيق أهدافها - المتمثلة في تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار، والوصول لمعدلات النمو الاقتصادي المستهدفة، والمحافظة على استقرار أسعار صرف العملات الأجنبية، وتكوين حجم ملائم من الاحتياطي النقدي الأجنبي - إلى استخدام أحد الأنظمة النقدية التي تهدف إلى توجيه أدوات السياسة النقدية لتحقيق أهدافها. ومن خلال مراجعة الأدبيات الدولية تم التوصل إلى وجود أربع أنظمة نقدية تستخدم لإدارة السياسة النقدية، وهي: استهداف سعر الصرف، استهداف الإجماليات النقدية، استهداف الناتج الإجمالي الاسمي، واستهداف التضخم، ونعرض لكل منها فيما يلي^١:

(١): نظام استهداف سعر الصرف:

يسعى البنك المركزي في ظل هذا النظام إلى الحفاظ على استقرار سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية عند حدود معينة، ويمكن أن يقوم بذلك من خلال ربط وتثبيت قيمة العملة المحلية بسلعة معينة من العملات الأجنبية أو بعملة دولة أجنبية محددة، والتي يجب أن يتوافر بها/ بهم عدة شروط منها^٢:

- أن تكون ذات معدلات تضخم منخفضة.
- أن تكون ذات حصة كبيرة في التبادل التجاري للدولة الصغيرة.
- أن تكون عملة الدولة قابلة للتحويل إلى عملة الدولة التي تم ربط العملة المحلية بها.

^١ أسماء رفعت، مرجع سبق ذكره.

^٢ Mishkin, F.S (1999), "International Experiences with different Monetary Policy Regimes", Journal of Monetary Economics, No. 43. P 568.

ويتم تبني هذا النظام في ظل نظام سعر الصرف الثابت، ويتميز هذا النظام بالسهولة في التطبيق، واستقرار معدلات التضخم وارتباطها بمعدلات التضخم في الدولة التي تم ربط العملة بها إلا أن هذا النظام يُعاب عليه انعدام قدرة الدولة على إدارة سياسة نقدية مستقلة، كما تفقد السياسة النقدية قدرتها على التصدي للصدمات الخارجية التي يتم تصديرها من الدولة التي تم ربط العملة بها، وكذا عدم الحصول على إشارات واضحة بشأن تحسن أو تدهور الاقتصاد في ظل سعر الصرف الثابت وبخاصة في الدول النامية، ومن ثم انتشار المضاربات على العملات الأجنبية وظهور السوق السوداء لها في ظل عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية الكلية. بالإضافة إلى عدم قدرة الدولة على الاحتفاظ بهذا النظام لفترات طويلة إذا ما استمر الخلل الهيكلي في الاقتصاد وتطلب الأمر السحب من احتياطات العملة الأجنبية لتدعيم سعر صرف العملات الأجنبية، فمع تآكل حجم الاحتياط النقدي الأجنبي ستضطر الدولة إلى التخلي عن سعر الصرف الثابت. وتراجع قيمة العملة المحلية في نهاية الأمر مما يؤدي إلى زيادة عبء الدين المحلي بالعملة الأجنبية ومن ثم حدوث هشاشة مالية Financial Fragility التي تؤدي بدورها إلى أزمات مالية حادة Full Fledged Financial crises تكون لها عواقب سلبية على الاقتصاد القومي مثلما حدث في المكسيك وشيلي وجنوب شرق آسيا.¹

وقد تم تطبيق هذا النظام في فرنسا (١٩٨٧-١٩٩٦)، إنجلترا (١٩٩٠-١٩٩٢)، والأرجنتين (١٩٩٠-١٩٩٤) مصر (١٩٩١-٢٠٠٣).

(٢) نظام استهداف الإجماليات النقدية (المعروض النقدي):

في أعقاب انهيار سعر الصرف الثابت بانهييار نظام بريتون وودز عام ١٩٧٢ وانهيار قاعدة الذهب ظهر سعر الصرف المرن. وتم اتباع نظام جديد في إدارة السياسة النقدية يتمثل في استهداف الإجماليات النقدية أو المعروض النقدي في الأسواق كإطار لإدارة السياسة النقدية بديلاً عن استهداف سعر الصرف الثابت للعملة المحلية. ويقوم هذا النظام على أن البنك المركزي يسعى إلى استهداف مستوى محدد من الإجماليات النقدية (المعروض النقدي) تتاح في الأسواق ولتكن (M2) وفقاً للتعريف الواسع للمعروض النقدي بحيث يؤدي تواجد تلك الكمية من المعروض النقدي إلى التوازن في الأسواق وحدث استقرار في المستوى العام للأسعار، وإذا زاد هذا المعروض النقدي عند الحد المعين الذي حدده البنك المركزي فقد يؤدي ذلك إلى حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار (ارتفاع مستوى التضخم عن المستوى المستهدف لدى البنك المركزي) وإذا أدى انخفاض المعروض النقدي عن المستهدف قد يؤدي ذلك إلى كساد في الأسواق (انخفاض مستوى التضخم

¹ Bhattacharya. R, Patnaik.I, and Shah. A., (2010), "Monetary policy transmission in an emerging market setting", IMF working Paper, WP/11/5.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

عن المستوى المستهدف لدى البنك المركزي). ويشترط لنجاح هذا النظام وجود علاقة قوية ومباشرة بين المستوى العام للأسعار وحجم المعروض النقدي في الأسواق، وكذا قدرة البنك المركزي على التحكم في المعروض النقدي المستهدف: حيث يعتبر استقرار الطلب على النقود شرط أساسي لاستخدام الإجماليات النقدية كهدف وسيط للسياسة النقدية.^١

ويسمح نظام استهداف الإجماليات النقدية باستقلالية السياسة النقدية في تبني أهدافها واستخدام الأدوات النقدية بما يتوافق مع اعتباراتها، كما أنه يسمح بقدر أكبر من المرونة في تحركات سعر الصرف إذ يسمح له بالتغير بناء على قوى العرض والطلب، بينما يُعاب على هذا النظام أن حدوث أي تغير في المعروض النقدي بالعملة المحلية عن المستهدف يؤدي إلى عدم استقرار المستوى العام للأسعار، كما أن هذا النظام يركز فقط في تحقيق هدف وحيد من أهداف السياسة النقدية وهو الحفاظ على المستوى العام للأسعار دون الاهتمام بالأهداف الأخرى المتمثلة في زيادة معدل النمو الاقتصادي، وتقليل مستويات البطالة، وزيادة الاحتياطي النقدي الأجنبي، والحفاظ على استقرار العملة المحلية مقابل الأجنبية.

والجدير بالذكر إنه تم تطبيق نظام استهداف الإجماليات النقدية (المعروض النقدي) بنجاح في كل من سويسرا وألمانيا منذ أواخر عام ١٩٧٤ حتى التسعينات، وكذا تم تطبيقه في الثمانينيات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، إنجلترا.

(٣) نظام استهداف الناتج المحلي الإجمالي الاسمي:

يفترض هذا النظام أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (Nominal GDP) يعبر عن معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مضافا إليه معدل التضخم، ومن ثم يمكن استهداف التضخم من خلال استهداف معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي الذي يحقق معدل تضخم محدد بافتراض أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المستهدف سوف يتم تحقيقه دون انحراف.^٢ ويتميز هذا النظام بإعطاء أهمية متساوية لهدف استقرار التضخم وتحقيق معدلات نمو مرتفعة في الناتج القومي، مما يؤدي إلى التغلب على فكرة الاختيار بين التضخم أو الناتج في الأجل القصير. ويُعاب على هذا النظام عدم إمكانية تقدير النمو في مستوى الناتج والأسعار في الأجل الطويل وبخاصة في البلدان النامية أو عدم دقتها في الكثير من الأحيان، فضلا عن ارتفاع مساهمة القطاع غير الرسمي في تلك البلدان النامية ومن ثم عدم دقة تقديرات الناتج القومي.^٣

^١ حسوبة، تغريد. (٢٠٠٨)، "دور وآليات السياسة النقدية في ظل نظام سعر الصرف الموعوم مع التطبيق على الحالة المصرية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.

^٢ Bernanke, Ben S. and A.S. Blinder, (1992), "The federal funds Rate and the channels of Monetary Transmission, " American Economic Review.vol. 82(4).

^٣ أسماء رفعت، (٢٠١٧)، مرجع سبق ذكره، صص ٢١-٢٢.

(٤) نظام استهداف التضخم:

يقوم هذا النظام على استهداف معدل التضخم، ويتمثل دور البنك المركزي في محاولة تقليل انحراف معدل التضخم المتوقع عن المعدل المستهدف ويمكن تحقيق ذلك من خلال استخدام سعر الفائدة، ومن ثم يمكن للبنك المركزي إتباع سياسة نقدية انكماشية - برفع معدلات سعر الفائدة قصيرة الأجل - عندما يكون معدل التضخم الحالي أعلى من المستهدف، وتطبيق سياسة توسعية عندما يكون معدل التضخم الحالي أقل من المستهدف. ويشترط هذا النظام استقرار وضع الاقتصاد الكلي في الدولة، استقلالية البنك المركزي، تطور الجهاز المصرفي، التحرر من قيود سعر الصرف الثابت، ضرورة نشر وتوفير البيانات والمعلومات للمتغيرات الاقتصادية المالية والنقدية، وضرورة الإلمام الكامل والفهم التام من قبل السلطات النقدية لآليات انتقال أثر السياسة النقدية والأهمية النسبية للقنوات المختلفة التي تؤثر من خلالها على المتغيرات الاقتصادية.^١

ويلاحظ تعدد معوقات تطبيق سياسة استهداف التضخم في الدول النامية نظراً لعدم توفر العديد من تلك الشروط، وتتمثل أهم المعوقات فيما يلي: هيمنة السياسة المالية وعدم استقلالية البنك المركزي، ضعف المؤسسات المصرفية والمالية، عدم الالتزام بهدف الاستقرار السعري والخلط بينه وبين أهداف أخرى، انخفاض درجة المصادقية في السلطات النقدية، وتعرض تلك الدول للهروب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية فضلاً عن تأثرها بالصدمات التي تتعرض لها دول أخرى فيما يعرف بأثر العدوى Contagion effect. وهذا يؤدي إلى وجود مشاكل جمة في قنوات انتقال أثر السياسة النقدية.^٢

ومن أهم مزايا هذا النظام سهولة فهمه لدى كافة المتعاملين، وتوفير إطار مؤسسي يتم من خلاله التزام البنك المركزي بهدف استقرار الأسعار، ومن ثم الحد من عدم التيقن، مما يؤثر إيجاباً على قرارات الادخار والاستثمار والإنتاج والتسعير، ويؤدي إلى تخفيض حدة تقلبات معدل التضخم ومعدلات نمو الناتج وتحقيق الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي. ويُعاب على هذا النظام رفع أسعار الفائدة لمواجهة الضغوط التضخمية مما يؤدي إلى تخفيض معدلات نمو الناتج وزيادة عبء الدين الحكومي المحلي، وكذا وجود نسبة كبيرة من الأسعار المحددة إدارياً مما يحد من قدرة السلطات النقدية على التحكم فيها.^٣ وقد تم تطبيق نظام استهداف التضخم رسمياً في عدة دول، منها: نيوزيلندا (١٩٩٠)، كندا (١٩٩١)، إنجلترا (١٩٩٢)، فنلندا (١٩٩٣)، السويد (١٩٩٣). انظر الجدول رقم (١-١) التالي:

^١ تغريد حسوية، (٢٠٠٨). مرجع سبق ذكره، صص ٧٤-٧٥.

^٢ منصور، عزة، (٢٠٠٩). "نظام استهداف التضخم في الدول النامية مع التطبيق على الحالة المصرية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.

^٣ رفعت، أسماء. مرجع سبق ذكره.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

جدول رقم (١-١): الإطار العام المتبع لإدارة السياسة النقدية في عدد من الدول مع تصنيفهم حسب نظام سعر الصرف المطبق

الإطار العام للسياسة النقدية							ترتيبات سعر الصرف
أنظمة أخرى ^(١)	استهداف التضخم	استهداف الإجماليات النقدية	مرساة سعر الصرف				
			عملات أخرى	عملة مركبة	اليورو	الدولار الأمريكي	
			كيريباتي - توفالو		كوسوفو - سان مارينو	اكوادور - السلفادور - بنما - زيمبابوي	ترتيبات سعر الصرف في حالة عدم وجود عملة رسمية مستقلة
			بيروني دار السلام (Brunei Darussalam)		البوسنة والهرسك - بلغاريا - ليتوانيا ^(٢)	هونغ كونج	مجلس الإشراف على العملات
			سوازيلاند - نيبال -	الكويت - ليبيا -	الدنمارك ^(٢) - مالي - النيجر - السنغال - الكاميرون -	البحرين - اريتريا - الأردن - عمان - قطر - السعودية - الإمارات - فنزويلا	ترتيبات الربط الثابت التقليدية
اذرابيجان ^(٣) - بوليفيا ^(٣)		باكستان ^(٣) - بوروندي ^(٣) - طاجيكستان ^(٣) - أوكرانيا ^(٣)		إيران - سوريا - تونس	مقدونيا	العراق - لبنان	Stabilized arrangement
		أوزبكستان ^(٣)		بوتسوانا		نيكاراغوا	أسلوب الهدف الزاحف
مصر ^(٤)		أرجنتين ^(٣) - الصين ^(٣)			كرواتيا	أثيوبيا - كازاخستان	Crawling-like arrangement
				تونغا			أسعار الصرف المربوطة في نطاقات أفقية
ماليزيا - موريتانيا - ميانمار - روسيا الاتحادية		نيجيريا - براجواي - اليمن		الجزائر - سنغافورة		انغولا - ليبيريا - سودان	ترتيبات أخرى
الهند - موريتانيا	برازيل - غانا - إندونيسيا - إسرائيل - كوريا - المكسيك -	أفغانستان - كنيا - موزمبيق - مدغشقر - تانزانيا - أوغندا					تعويم سعر الصرف Floating

الإطار العام للسياسة النقدية							ترتيبات سعر الصرف
أنظمة أخرى ^(١)	استهداف التضخم	استهداف الإجماليات النقدية	مرساة سعر الصرف				
			عملات أخرى	عملة مركبة	اليورو	الدولار الأمريكي	
	بيرو - الفلبين - رومانيا - صربيا - جنوب أفريقيا - تايلاند - تركيا - أوروغواي						
اليابان - الولايات المتحدة - قبرص - فرنسا - ألمانيا - اليونان - ايرلندا - ايطاليا - برتغال - اسبانيا	استراليا - كندا - شيلي - التشيك - نيوزلندا - بولندا - السويد - المملكة المتحدة						نظام سعر الصرف الحر Free floating

نقلًا عن: أسماء رفعت، مرجع سبق ذكره.

IMF. De facto Classification of Exchange rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, April 30, 2011.

(١) تشمل الدول التي تتبنى أنظمة استهداف مرساه اسمية ضمنية.

(٢) تشترك الدولة في تطبيق آليات سعر الصرف الأوروبية (ERM 11).

(٣) الإطار المطبق فعليًا لإدارة السياسة النقدية هو استهداف سعر الصرف واستخدام الدولار الأمريكي كمرساة اسمية.

(٤) الإطار المطبق فعليًا لإدارة السياسة النقدية هو استهداف سعر الصرف واستخدام عملة مركبة كمرساة اسمية.

رابعاً: عرض بعض التجارب الدولية في مجال إدارة السياسة النقدية

يهدف هذا الجزء إلى عرض ثلاثة تجارب دولية في مجال إدارة السياسة النقدية من خلال ثلاث دول مختارة هي البرازيل وشيلي وتركيا. وقد تم اختيار الثلاث دول نظراً لتشابهها مع جمهورية مصر العربية في الهيكل الاقتصادي ومرورها بفترات الانتقال الاقتصادي التي تمر بها مصر في مجال إدارة السياسة النقدية واتباعها ذات الأسلوب في إدارة السياسة النقدية وهو استهداف التضخم من خلال ضمان استقرار اسعار صرف العملات في الأجل الطويل مع تحريرها في الأجل القصير. ويمكن إيجاز تلك التجارب الثلاث فيما يلي:-

١- التجربة البرازيلية:

ركزت السياسة النقدية البرازيلية على آلية استهداف التضخم بدءاً من عام ١٩٩٩ بحيث استهدفت انخفاض معدل التضخم بنقطة واحدة مئوية كل عام، واعتمدت تلك الآلية على عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية منها فجوة الناتج، وسعر الفائدة الحقيقي وصدقات الطلب، بالإضافة إلى خصخصة شركات الدولة والتوجه نحو تحرير التجارة. كما تم تأسيس مجلس وطني لإدارة احتياطات العملة الأجنبية وتهدة الاضطراب المالي والتخفيف من وتيرة التضخم، والعمل على خفض أسعار الفائدة الاسمية حال تحقيق الاستقرار المالي في الأجل الطويل، فضلاً على اعتماد نماذج تنبؤ ذات كفاءة مرتفعة لقياس وتوقع التضخم تركز على تقنيات المعلومات الحديثة، بالإضافة إلى تبني نظام سعر الصرف المرن بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي المنشود على المستوى الكلي.^١ وتجدر الإشارة إلى أن سياسة استهداف التضخم في البرازيل كان لها دوراً أساسياً في تهدئة وتثبيت الأوضاع الاقتصادية الكلية، وزيادة ثقة المتعاملين في سوق النقد بفضل استقرار سعر الصرف الاسمي وتلاشي المخاوف الناتجة عن تحرير سعر الصرف، والتحسين الكبير في مجال شفافية السياسة النقدية وتعزيزها بما يتلاءم ومتطلبات سياسات استهداف التضخم.^٢

وقد مرت السنوات الأولى من تطبيق سياسة استهداف التضخم في البرازيل بثلاث موجات من انخفاض قيمة العملة، حيث انخفضت بنحو ٤٨.٩٪ في عام ١٩٩٩، ثم ١٨.٥٪ في عام ٢٠٠١، ونحو ٥٣.٢٪ في عام ٢٠٠٢. وهذه الانخفاضات المتتالية تعود بالأساس إلى التوقعات السلبية الكبيرة التي كانت قبل فترة تحرير سعر العملة، إلا أن بعد هذه الفترة وبعد تحقيق نتائج اقتصادية ايجابية على مستوى الاقتصاد الكلي، فقد لوحظ الانتقال التدريجي لسعر الصرف نحو التوازن في العامين التاليين. ولذا أصبح الأثر المحتمل والفعلي للتضخم أكثر حدة مواكبة للفترة التي

^١ توفيق عباس، عبد الجبار، صفاء، ٢٠١١. "تقييم سياسة استهداف التضخم في بلدان مختارة"، مجلة جامعة كربلاء- المجلد التاسع، (العراق: العدد الثاني، ابريل ٢٠١١)، ص ٦٩.

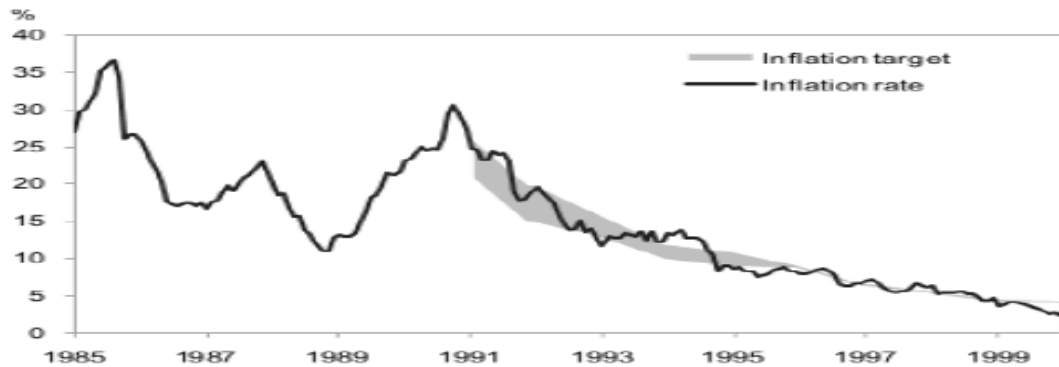
^٢ Egert, B. and R. MacDonald, (2006), "Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable, CESifo Working paper1739.

انهارت فيها قيمة العملة المحلية.^١ فقد قدر البنك المركزي البرازيلي معدل التضخم المستهدف بـ ٤.٨% في عام ٢٠٠١ إلا أن ما تحقق خلال هذا العام من معدل تضخم فعلي بلغ ٧.٧%، لتزايد الفجوة بين المعدل المستهدف والفعلي للعامين التاليين وذلك نظراً للأثار الناتجة عن تطبيق سياسة سعر الصرف المرن وعدم فعالية سياسة استهداف التضخم في بلوغ أهدافها المنشودة. أما بدءاً من عام (٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٨) قبل حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية، فقد شهدت تقارب إلى حد كبير بين معدل التضخم المستهدف والفعلي مما يعد مؤشراً فاعلاً على فعالية السياسة المطبقة. ويستفاد من تلك التجربة في اتباع سياسات تحرير سعر الصرف المرن التدريجية وتحسين التوقعات المستقبلية للمتغيرات الاقتصادية الكلية التي تعتمد على نماذج قياسية وإنشاء وحدة مستقلة داخل البنك المركزي لإدارة النقد الأجنبي برشادة وفاعلية. مع ضرورة التكامل والتنسيق فيما بين السياسات الاقتصادية ضماناً لتحسين الظروف الاقتصادية الكلية.

٢- تجربة شيلي:

اتبعت دولة شيلي سياسات استهداف التضخم في ادارتها للسياسة النقدية حيث استطاع البنك المركزي الشيلي تخفيض معدل التضخم السنوي من نحو ٣٠% في عام ١٩٩٠ إلى أقل من ٣% في عام ١٩٩٩، وذلك بعد أن شهد ذلك المعدل تقلبات كبيرة في السنوات السابقة من جراء سياسة التمويل التضخمي التي كانت تنتهجها الدولة بقوة آنذاك حيث قامت الدولة في أعقاب أزمة السيولة المالية التي تعرضت لها بعد ارتفاع عجز الموازنة وارتفاع حجم الدين العام الداخلي بتمويل ذلك العجز والدين من خلال طباعة العملة المحلية، وهو ما أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم بصورة كبيرة خلال تلك الفترة. (الشكل رقم ٢).

شكل رقم (١-١): معدل التضخم في شيلي خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٩ ومعدل التضخم المستهدف



Source: Luiz de Mello, Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies , OECD, 2008, P 73.

¹ Luiz de Mello, Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies, OECD, 2008, P44.

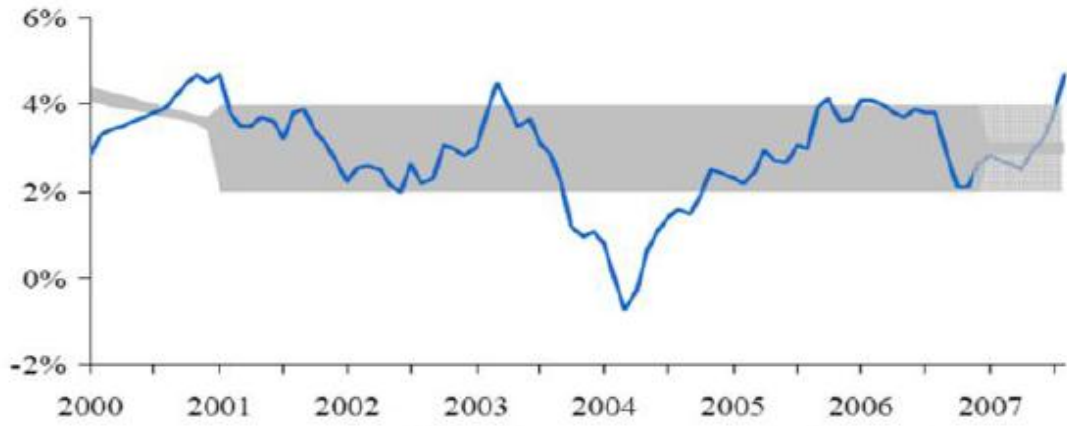
² Ibid, PP73-74.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

وبدأت المرحلة الثانية من إدارة السياسة النقدية منذ نهاية عام ١٩٩٩ حيث عملت السلطات على تنفيذ العديد من التعديلات في إطار التنبؤ الفعلي لسياسة استهداف التضخم، لعل أبرزها يكمن في تحرير سعر الصرف، واعتماد سوق المشتقات المالية للصرف الأجنبي لتحديد سعر الصرف في الآجال المتوسطة والطويلة وتجنب المخاطر الناتجة عن التذبذبات الناجمة عن التحرير المالي، وتطبيق التحرير الكامل لحساب رأس المال، وقد نتج عن هذه التعديلات الانخفاض الكبير في معدل التضخم والحفاظ على استقراره. ويوضح الشكل رقم (٢-١) نجاح تجربة شيلي في توظيف آلية استهداف التضخم لضبط أداء السياسة النقدية حيث تراوح معدل التضخم خلال الفترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٧ بين ١-٤% وهو ما يعادل معدل التضخم المستهدف من قبل السلطات النقدية في دولة شيلي.^١

شكل رقم (٢-١)

معدل التضخم في شيلي خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٧ ومعدل التضخم المستهدف



وتعد تلك المرحلة (٢٠٠٠-٢٠٠٧) الأقل تشننا والأكثر استقرارا على مستوى معدل التضخم، حيث بلغ متوسطه ٢.٨%، وذلك بسبب الالتزام الشديد من البنك المركزي الشيلي في الوصول إلى معدل التضخم المستهدف ومعالجة أي خروج عن الحدود المسموح بها، إلى أن صُل معدل التضخم إلى ١.٥% في عام ٢٠٠٩ (ملحق ١) وهو ما يؤكد على نجاح وفعالية السياسة النقدية في شيلي من خلال آلية استهداف التضخم.^٢

¹ Ormaechea, Santiago Acost, and David Coble, (2011), "Monetary transmission in Dollarized and Non Dollarized Economics: The Case of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay", International Monetary Fund working paper, WP/11/87.

² Mishra Prachi, Peter J. Montiel, and Antonio Spilimbergo, (2010), "Monetary transmission in Low Income Countries", International Monetary Fund, Working Paper/ 10/223.

وتجدر الإشارة أن هذا الاستقرار المشهود في الشيلي قد انعكس إيجاباً على كافة المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل معدل نمو الناتج الداخلي المحلي، واستقرار سعر صرف البيزو Peso عملة الشيلي مقارنة بالدولار، وكذا انخفاض معدلات التضخم. ونستخلص من تلك التجربة الرائدة في مجال إدارة السياسة النقدية ثلاثة دروس أساسية: وهي على النحو التالي:-

- الإرادة السياسية القوية في رفع كفاءة إدارة السياسة النقدية وإعطاء مزيد من السلطات للبنك المركزي وتدعيم استقلاليته في إدارته للسياسة النقدية.
- نجاح السياسة النقدية نتيجة تراجع قيم عجز الموازنة وصرامة تطبيق القوانين والتعليمات ونظام الإشراف المالي المطبق من قبل البنك المركزي، بالإضافة إلى الالتزام المتناهي والجدي التي أظهرها البنك المركزي في بلوغ معدلات التضخم المستهدفة وعدم الخروج عن الحدود المسموح بها في المتغيرات التي تم التنبؤ بها.
- التكاليف الباهظة التي تتكبدها الدول جراء اتباع سياسات نقدية تضخمية تركز على طباعة النقود دون غطاء نقدي حقيقي.
- ضرورة القيام بعدد من الإصلاحات الهيكلية في الاقتصاد الكلي تتواءم مع الإصلاحات التي تطبق في مجال السياسة النقدية حيث أن تلك الإصلاحات الهيكلية تدعم وترسخ الإصلاحات النقدية مثل التوسع في الإنتاج والتصدير للخارج وتراجع حجم الواردات وتحرير أسعار الصرف.

٣- التجربة التركية

هناك العديد من الأزمات المالية والنقدية التي ارتبطت بأداء الاقتصاد الكلي التركي والتي أثرت بصورة واضحة على السياسات النقدية في تركيا، بعض تلك الأزمات يعود بصورة أساسية إلى طبيعة أداء الاقتصاد الكلي مثل أزمات (١٩٩٤، ١٩٧٧، ٢٠٠١، ٢٠٠٤) وبعضها يعود إلى أزمات عالمية أثرت بصورة واضحة في أداء ذلك الاقتصاد مثل أزمة (١٩٩٧، ٢٠٠٨)، إلا أن تركيا نجحت في تحقيق معدلات نمو اقتصادية جيدة ساهمت في دخولها ضمن مجموعة العشرين (G20)؛ ويرجع الفضل في هذا التحول إلى اعتماد سياسات إصلاحية لهيكل وبنية الاقتصاد الكلي ساهمت في الراجح الاقتصادي والتي تركز على سياسات استقرار وتعزيز مرونة الاقتصاد والضبط المالي، وكذا تحسين أدائه والحفاظ على ثقة المستثمرين الأجانب والمحليين على حد سواء¹.

¹ Z. Yeşim Gürbüz, homas Jobert & Ruhi Tuncer, the Turkish Experience in Inflation Targeting: Uncertainties and the Efficiency of Monetary policy, Économie Internationale, 2008, p130.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

فيلاحظ أنه في أعقاب الأزمة المالية التركية في فبراير ٢٠٠١، تم تنفيذ برنامج بالتعاون مع صندوق النقد الدولي (مايو ٢٠٠١) يغطي الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٤)، يهدف إلى ضبط وتحسين أداء السياسة النقدية بحيث يستهدف تخفيض معدل التضخم إلى ٣٥٪ بنهاية عام ٢٠٠٢، وضمان النمو القائم على الصادرات من خلال تحسين تنافسية السلع المصنعة محلياً، وتحقيق توزيع أفضل للموارد داخل الاقتصاد التركي، وكذا تحقيق إصلاحات هيكلية تهدف إلى زيادة إمكانات النمو في تركيا.

وفي بداية عام ٢٠٠٢، أصبح البنك المركزي في تركيا يتمتع بالاستقلالية التامة، فأعلن أن استهداف التضخم هو الهدف النهائي للسياسة النقدية، وقد تم تحقيق العديد من الإصلاحات الهيكلية في الاقتصاد التركي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٥ وتقوية القطاع المالي وأعطى دور أوسع للبنك المركزي بحيث أصبح الهدف الرئيسي له ضمان استقرار الأسعار، مع منحه حق التدخل في النظام المالي من أجل تجنب التقلبات الحادة في سعر الصرف من خلال الأدوات المختلفة المتاحة لديه من أسعار فائدة وأسعار خصم وسوق العمليات المفتوح (الدخول بائعاً أو مشترياً). وتطبيقاً لتلك السياسات التي تبناها البنك المركزي فقد أعلن أن معدلات التضخم المستهدفة في ٢٠٠٢ و ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ هي ٣٥٪، ٢٠٪ و ١٢٪ وذلك من خلال تنسيق البنك المركزي مع الحكومة التركية (التنسيق بين سياسات البنك المركزي النقدية والسياسات المالية لوزارة المالية التركية)، فضلاً على تحسين قواعد البيانات والمعلومات التي يتم الاعتماد عليها في التوقع والتنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية الكلية وتطوير أدوات وطرق جديدة للتنبؤ بالتضخم.

وتأسيساً على ما سبق، يمكن القول بأن الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٥) تعتبر بمثابة مرحلة تمهيدية هدفها تخفيض مستويات التضخم بشكل جذري، وتوفير البيئة المناسبة لتبني سياسة استهداف التضخم. وفي عام ٢٠٠٦ تم الاعتماد الرسمي لسياسة استهداف التضخم كسياسة حاکمة لإدارة السياسة النقدية في تركيا؛ حيث اتخذ البنك المركزي التركي عدد من الإجراءات المتعلقة بهذا الشأن يمكن ايجازها فيما يلي:-

- تم اختيار مؤشر أسعار الاستهلاك لقياس التضخم (الرقم القياسي لأسعار المستهلكين CPI)، باعتباره المؤشر الذي يتمتع بسهولة كبيرة في الحساب وفي المتابعة والتقييم، وكذا قياس تكلفة المعيشة لدى المواطنين ومن ثم القدرة على استهداف معدل تضخم محدد وفقاً لتكلفة المعيشة التي يتوقعها البنك المركزي.
- تم استهداف معدلات للتضخم للأعوام ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ هي ٥٪، ٤٪ و ٤٪ على الترتيب.

- تم تحديد هامش الخطأ في معدل التضخم المحقق بالزيادة أو النقصان في حدود $\pm 2\%$ مقارنة بالمعدل المستهدف، كما حدد البنك المركزي الفترة الزمنية اللازمة لتغير قيمة معدل التضخم الفعلي وإعطاء التفسيرات الملائمة لهذا التغير.

وساهمت تلك الإجراءات الهادفة للتطبيق الصريح لسياسة استهداف التضخم في بتركيا في أن تثمر عن نتائج ايجابية ساهمت في تراجع معدل التضخم الفعلي إلى 8.5% بنهاية عام ٢٠١٠، على الرغم من الانحرافات التي حققها هذا المعدل الفعلي عن المستهدف خاصة أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية في ٢٠٠٨، ومما شهدته من أزمة رهن عقاري، وكذا تباطؤ في معدلات النمو، وتزايد جموح التضخم المستورد، وتنامي معدلات البطالة، ويمكن تلخيص نتائج السياسة النقدية من خلال الجدول رقم (٢-١) التالي:

جدول رقم (٢-١): معدل التضخم الفعلي والمستهدف في تركيا خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٠)

السنة	معدل التضخم الفعلي	معدل التضخم المستهدف	الانحراف
٢٠٠٦	9.6%	5%	4.6%
٢٠٠٧	8.75%	4%	4.75%
٢٠٠٨	10.4%	4%	6.4%
٢٠٠٩	6.2%	7.5%	-1.3%
٢٠١٠	8.5%	6.5%	2%

Source: Ibid, P.134.

ويلاحظ من الجدول السابق أن السياسة النقدية التركية قد حققت أفضل نتائجها من حيث التضخم خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠، حيث انخفض الانحراف إلى حدود نطاق التغير المسموح به $\pm 2\%$ ، وذلك على رغم من النمو الذي شهدته أسعار الغذاء والطاقة العالمية، بما أدى إلى تزايد الضغوط التضخمية بشدة.

ونستنتج مما سبق أن البنك المركزي التركي قد تمكن من حسن إدارة السياسة النقدية من خلال تطبيق سياسة استهداف التضخم، نتيجة التصميم الجيد والمتقن للعديد من النماذج الكمية للتنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية الكلية ومنها التضخم، بالإضافة إلى الإصدار الدوري لتقارير شهرية خاصة بسوق النقد الأجنبي والسياسة النقدية بصفة عامة، والتي كان لها بالغ الأثر في زيادة الشفافية وزيادة ثقة المتعاملين في الأسواق النقدية وتوفير البيئة المناسبة للاستقرار، كما أن تعدد الأزمات وتعاقبها أكسبت البنك المركزي التركي خبرات واسعة؛ حيث أصبح تدخل محدود وعند الضرورة من خلال الإعلان عن عمليات شراء معلنة في السوق، بغية امتصاص الفائض

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

الناتج عن تدفق العملة الأجنبية، وبالتالي الحد من حجم التقلبات الكبيرة التي قد تصيب سعر الصرف.

الخلاصة:

يمكن تلخيص أهم الدروس المستفادة من الثلاثة التجارب السالف الإشارة إليها في أن غالبية الدول ذات الاقتصاد الناشئ والتي تمر بتحويلات اقتصادية جوهريّة قد انتهجت سياسات استهداف التضخم والتي مثلت ركيزة أساسية في تكوين وإدارة السياسة النقدية بحيث يتمكن البنك المركزي من خفض معدلات التضخم في المدى القصير، والوصول إلى المحافظة على استقرار الأسعار في الأجل المتوسط والطويل، وذلك من خلال الاستهداف الصريح لمعدل أو مدى يسمح فيه بتغير معدلات التضخم الفعلي ويتم اعلانه بصورة علنية وصريحة كهدف نهائي للسياسة النقدية في الأجل القصير. كما يتطلب نجاح تطبيق سياسة استهداف التضخم توافر مجموعة من الاشتراطات المسبقة تتمثل في توفر درجة كبيرة من الاستقلالية للبنك المركزي من الضغوط أو تأثيرات السياسة المالية وحسن التنسيق فيما بينهما، وتوفر الظروف التي تتيح المرونة في أسعار الفائدة ونظام سعر الصرف، إضافة إلى وجود أسواق مالية متطورة قادرة على استيعاب التطورات الكبيرة والمتلاحقة التي تشهدها الأسواق النقدية والتكيف معها، وتخفيض العوامل التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي وتقليل مخاطرها، وضمان وجود جهاز مصرفي قوي وسليم، وذلك مع ضرورة توافر البنية المعلوماتية الكاملة وجودة بياناتها، وتوافر وسائل ونماذج قياسية متطورة لإعداد تنبؤات دقيقة للتضخم والمتغيرات الاقتصادية الكلية بصفة عامة. إنظر الجدول التالي:

جدول رقم (٣-١): الدول التي اعتمدت على سياسات استهداف معدلات التضخم ونتائج تطبيقها خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٧

البلد	تاريخ اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم	معدل التضخم في تاريخ اعتماد الإستراتيجية	متوسط معدل التضخم في 2009	معدل التضخم المستهدف
نيوزلندا	1990	3.3	0.8	3-1
كندا	1991	6.9	0.2	1-/2
المملكة المتحدة	1992	4.0	2.2	1-/2
السويد	1993	1.8	-0.3	1-/2
أستراليا	1993	2.0	1.9	3-2
الجمهورية التشيكية	1997	6.8	1.0	1-/2
إسرائيل	1997	8.1	3.3	1-/2
بولندا	1998	10.6	3.8	1-/2.5
البرازيل	1999	3.3	4.9	1-/4.5
النشيلي	1999	3.2	1.5	1-/3
كولومبيا	1999	9.3	4.2	4-2
جنوب إفريقيا	2000	2.6	7.1	6-3
تايلاند	2000	0.8	-0.9	3-0.5
كوريا	2001	2.9	2.8	1-/2+
المكسيك	2001	9.0	5.3	1-/3+
أيسلندا	2001	4.1	12.0	1.5-/2.5
النرويج	2001	3.6	2.2	-1/+2.5
هنغاريا	2001	10.8	4.2	1-/3
نيرو	2002	-0.1	2.9	-1/+2
الغابون	2002	4.5	1.6	-1/+4.5
غواتيمالا	2005	9.2	1.8	-1/+5
اندونيسيا	2005	7.4	4.6	6-4
رومانيا	2005	9.3	5.6	-1/+3.5
تركيا	2006	7.7	6.2	-1/+6.5
صربيا	2006	10.8	7.8	8-4
غانا	2007	10.5	19.3	1-/14.5

Source: Mishra Prachi, Peter J. Montiel, and Antonio Spilimbergo, (2011), "How effective is Monetary Transmission in Developing Countries? A survey of the empirical evidence, July 26.

خامسا: العرض المرجعي لأهم الدراسات في مجال السياسة النقدية والتنمية

بعد تناول موضوع السياسة النقدية في الأدبيات الاقتصادية - بمدارسها ونظرياتها المختلفة^١ - وبيان دورها وأهميتها في تحريك النشاط الاقتصادي والمساهمة في تحقيق أهداف المجتمع ورفاهيته، ننقل في هذا الجزء من البحث الي عرض وتحليل لأهم الدراسات التطبيقية التي تناولت دور السياسة النقدية وأدواتها للتعرف علي أهم المناهج والنظريات والمتغيرات الاقتصادية التي تم استخدامها في التعبير عن هذا الدور - كمتغير مستقل في الواقع الاقتصادي - يسهم في احداث النمو والتنمية ويحافظ علي الاستقرار الاقتصادي ويدفع بالنمو الي أفاق بعيدة. وقد تم تقسيم هذه الدراسات الي مجموعة دراسات تم تنفيذها بالمنطقة العربية وذلك حتي نضمن التشابه في الظروف بين الاقتصادات التي جرت بها هذه الدراسات والاقتصاد الوطني في مصر والذي يستهدفه البحث الحالي. ومجموعة ثانية من الدراسات التي أجريت في بعض الدول الصناعية المتقدمة للانتقاء ما يمكن أن يصلح كعامل مؤثر أو كأداة لمعالجة مشاكل الوضع القائم أو للمساهمة في الدفع بمعدلات النمو والتنمية الي الأمام في الاقتصاد المصري.

١- العرض المرجعي لأهم الدراسات التي تمت بالمنطقة العربية:

تناولت دراسة (المشهداني، وطعيمة، ٢٠٠١)^٢، طبيعة عمل السياسة النقدية ومناقشة ابرز الادوات النقدية المستخدمة لكي تستطيع السلطة النقدية تحقيق اهدافها. وتمثلت اشكالية البحث في كيفية السيطرة علي معدلات التضخم في العراق في ظل غياب استراتيجية واضحة وبقاء الاقتصاد عرضة لاجتهادات متخذي القرارات؟ وينطلق البحث من فرضية مؤداها ان السياسة النقدية في العراق قد حققت نجاحا نسبيا في رفع واستقرار قيمة الدينار العراقي باستخدام ادواتها التقليدية. قدم البحث جانب نظري وآخر تطبيقي. ساهم الجانب التطبيقي في الوقوف علي اهم التحولات التي شهدتها السياسة النقدية في العراق بعد ٢٠٠٣ وبيان مدى الاستقرار النقدي الداخلي (استقرار المستوى العام للأسعار) والاستقرار النقدي الخارجي (استقرار سعر صرف العملة) في البلد. وكانت نتائج البحث كالآتي : تتسم البلدان النامية بضعف الاجهزة

^١ لمزيد من التعرف علي المدارس المتنوعة للسياسات النقدية ونظرياتها المختلفة، وبيان دورها وأهميتها في تحريك النشاط الاقتصادي والمساهمة في تحقيق أهداف المجتمع ورفاهيته، راجع الفصل الأول من البحث، الاطار النظري للسياسة النقدية.

^٢ أحمد اسماعيل المشهداني، حيدر حسين آل طعيمة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي، (٢٠٠٣-٢٠٠٩)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة العاشرة، العدد الثالث والثلاثون، (٢٠١٢).

المصرفية وقله عددها، كما تتسم اسواقها المالية والنقدية بقلّة التنظيم ومحدودية العدد، بالإضافة الي عدم تطور العادات المصرفية لدى الجمهور، مما يسهم في تثبيط فعالية السياسة النقدية. ونتيجة التطورات التي حدثت في الاقتصاد العراقي خلال تبنيه سياسات التحول نحو اقتصاد السوق، عملت السلطات النقدية في العراق علي تغيير اطار عمل السياسة النقدية من خلال منح البنك المركزي الاستقلالية في اتخاذ القرار وبما ينسجم مع اهداف السياسة الاقتصادية العامة وقد حققت السياسة النقدية خلال المدة من ٢٠٠٣ الي ٢٠٠٩ نجاحا نسبيا من خلال زيادة القيمة الحقيقية للدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي بنسبة ٣٩%، بسبب تدخل البنك المركزي العراقي من خلال طرح كميات كبيرة من النقد من خلال مزاد العملة الاجنبية . والاجراءات التي اتبعتها السلطات النقدية في نهاية عام ٢٠٠٦ ادت الي وصول معدل التضخم الي نحو ٢٠.٨% في عام ٢٠٠٨، مما يؤشر علي نجاح السياسة النقدية المعتمدة في احتواء الظاهرة التضخمية من خلال الادوات التشغيلية (سعر الفائدة، سعر الصرف).

من أهم توصيات البحث أنه، علي السياسة النقدية ان تحافظ علي سعر صرف الدينار العراقي مرتفعا مقابل العملات الاجنبية عن طريق مزادات بيع العملة. كما أن عليها أن تعمل للسيطرة علي الكتلة النقدية الكبيرة عن طريق تحقيق تناسب متوازن بين الكتلة النقدية والنااتج المحلي الاجمالي العراقي للوصول الي توازن القطاعين الحقيقي والنقدي. وعلي السلطات النقدية ان تعمل علي تطوير الاسواق المالية والنقدية من اجل تفعيل آثاريهما الغير مباشرة للسيطرة علي حركة المتغيرات الاقتصادية لاسيما المستوى العام للأسعار. وضرورة مشاركة البنك المركزي العراقي في صياغة واعداد وتمويل وتنفيذ الخطط الاقتصادية التي تعمل علي تحقيق اصلاحات اقتصادية حقيقية في الاسواق الثلاثة الرئيسية (سوق النقد، سوق السلع والخدمات، وسوق العمل).

بحثت دراسة (الهيتي و فخر الدين، ٢٠١٢)^١، دور السياسة المالية والنقدية في النمو الاقتصادي وكانت مشكلة البحث هي تحديد دور النقود في التأثير علي المتغيرات الاقتصادية في المدي القصير ومدي حيادها في المدي الطويل؟ وهدف البحث الي دراسة فاعلية كل من السياسة النقدية والمالية في التأثير علي المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد؟ وعلي ذلك تضمنت صيغة البحث التأكيد علي فاعلية النقود في الاقتصاد في المدي القصير. وينقسم البحث الي قسمين يتضمن القسم الاول الاطار النظري لمفهوم تأثير النقود والدور الحيادي لها والالية التي

^١ أحمد حسين الهيتي، أوس فخر الدين ايوب ، "دور السياسة المالية والنقدية في النمو الاقتصادي" (٢٠١٢) . مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية ، جامعة الموصل.

يمكن من خلالها ان تؤثر النقود علي الاقتصاد. في حين يتضمن القسم الثاني من البحث الاختبارات القياسية اللازمة للتأكد من صحة الفرضية من عدمها؟ استخدم البحث بيانات سلسلة زمنية للمدة من عام ١٩٩٦ الي عام ٢٠١٠، من الاقتصاد الأردني. وقد استخدم البحث اختبار سببية كرنكر واختبار الانحدار الذاتي للمتجه، والذي اكدت من خلاله علي صحة فرضية البحث في اقتصاد معتدل التضخم و مستقر الاسعار. والمتمثلة في أن للزيادة في عرض النقود تأثير موجب علي الناتج المحلي الاجمالي في البلدان المنخفضة او المتوسطة التضخم. وكانت نتائج البحث علي النحو التالي:

- ١- السياسة النقدية اكثر تأثيرا من السياسة المالية علي المتغيرات الاقتصادية.
- ٢- اختبار سببية كرنكر اكد علي فاعلية السياسة النقدية، حيث اظهرت نتائج الاختبار ان هناك تأثير باتجاه واحد من عرض النقود باتجاه الناتج المحلي الاجمالي مؤكدة بذلك علي فعالية السياسة النقدية تجاه السياسة المالية.

بحث دراسة (Al Mashat R. 2008)^١، السياسة النقدية في مصر، مسار عمل البنك المركزي المصري والخطوات الجادة علي صعيد تطوير اطار السياسة النقدية بهدف تبني استهداف التضخم في الاجل المتوسط. وعلي هذه الخلفية، يقوم هذا البحث بتحليل ديناميكيات التضخم في مصر من خلال تقدير عدد من النماذج النقدية. وتشير النتائج التجريبية الي ان نموذج الفجوة النقدية الذي يستند الي السيولة المحلية يتفوق من حيث الاداء علي صيغ النماذج الاخرى، كما انه يرصد ديناميكيات عمل السياسة النقدية علي نحو افضل. بالإضافة الي ذلك، تقوم هذه الورقة بتقييم مدي استعداد مصر لتبني اطار استهداف التضخم بالمقارنة مع البلدان الاخرى ، ويخلص التحليل الي ان الاقتصاد المصري لا يعاني من اي عوائق تجعله غير مؤهل لتبني استهداف اطار التضخم، الا ان ذلك يتطلب اتخاذ مجموعة من الاصلاحات منها تحسين اوضاع المالية العامة وتطوير قاعدة بيانات الاقتصاد الكلي.

بحث دراسة (محمد، علي ٢٠١٤)^٢، السياسة النقدية واثرها في المتغيرات الاقتصادية الكلية في السودان خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٢. تناول البحث اثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم ، الناتج المحلي الاجمالي ، معدل نمو عرض النقود ، وسعر الصرف). وهدف البحث الي معرفة اثر الساسة النقدية علي المتغيرات الاقتصادية الكلية في

¹ Al Mashat, R. (2008). Monetary Policy in Egypt: A Retrospective and Preparedness for Inflation Targeting. ECES Working Paper, (134).

² محمد، مهند علي: السياسة النقدية وأثرها في المتغيرات الاقتصادية الكلية في السودان ٢٠٠٥م-٢٠١٢م. 2014. PhD Thesis. جامعة السودان العلوم والتكنولوجيا

السودان وهل تمكن البنك المركزي من وضع سياسة نقدية استطاعت ان تؤثر علي المتغيرات الكلية مما ساعد علي تحقيق اهداف التنمية. ومن اهم فروض البحث اختبار هل توجد علاقة بين السياسة النقدية والتضخم في اتجاه موجب، و بين السياسة النقدية ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في نفس الاتجاه. وقد اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي في جمع المعلومات من المصادر المختلفة. وتوصلت البحث الي مجموعة نتائج اهمها، لم يكن للسياسة النقدية اي اثر من شأنه ان يحد من ارتفاع معدلات التضخم حيث شهدت فترة البحث استمرار معدلات التضخم في الارتفاع وبالتالي فان السياسة النقدية لم تستطع ان تحقق اهدافها في خفض معدلات التضخم. ولم يكن للسياسة النقدية اي اثر علي معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي كما تبين من خلال البحث، كانت معدلات الناتج المحلي الاجمالي الحقيقية مخالفة لما هو متوقع، وبالتالي فان السياسة النقدية لم تحقق اهدافها في زيادة معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي. وكانت توصيات البحث، التنسيق بين ادوات السياسة النقدية والتمويلية المتمثلة في الاحتياطي القانوني والتمويل المباشر وعمليات السوق المفتوحة، حتي لا تتعارض مع بعضها. وضرورة ضبط الاداء المالي للقطاع الحكومي والعام .

بحثت دراسة (بوعمامة، نصر الدين، ٢٠١٣)^١ فعالية السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي مع دراسة حالة الجزائر، لذلك تمت صياغة اشكالية البحث الاساسية علي النحو التالي: كيف يمكن تفعيل دور السياسة النقدية في ضبط العرض النقدي؟ اي كيف يمكن للسياسة النقدية ضبط العرض النقدي بشكل يجعله يتناسب مع الاصول النقدية في الاقتصاد بفعالية. والهدف الاساسي من ذلك هو محاولة جذب الانتباه الي ضرورة ضبط العرض النقدي والعمل علي جعل كمية النقود المعروضة متلائمة مع امكانات الاقتصاد الانتاجية الحقيقية. وقد تمت مناقشة الموضوع في ظل عدة متغيرات اهمها، التحول نحو تبني استخدام الادوات الغير مباشرة للسياسة النقدية والمناداة بضرورة استمرار سياسة الضبط. تعزيز ادوات السلطة النقدية فيما يتعلق بالرقابة والاشراف علي اعمال البنوك، المناداة بضرورة منح الاستقلالية العامة للسلطات النقدية في تسيير وإدارة السياسة النقدية. وكانت نتيجة البحث ضرورة تفعيل دور السياسة النقدية في ضبط العرض النقدي مع تهيئة الظروف المساعدة علي ذلك من خلال التوجه نحو استعمال الادوات الغير مباشرة للسياسة النقدية و تنبني سياسة استهداف التضخم، وتعزيز دور الرقابة

^١ بوعمامة، نصر الدين. فعالية السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي، ٢٠١٣.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

والإشراف علي أعمال البنوك، ومنح اكبر قدر من الاستقلالية للبنك المركزي في تحديد معالم وتوجيهات قيادة السياسة النقدية.

ناقش بحث (خليفي، فايضة. ٢٠١٥)^١، قياس مدى تأثير السياسة النقدية على التضخم في الجزائر خلال الفترة من عام 1990-2014. كانت اشكالية البحث مدى تأثير السياسة النقدية ممثلة بمتغيرها عرض النقود على معدل التضخم في الجزائر؟ وكانت فرضية البحث، أن مسألة إصلاح السياسة النقدية في الجزائر مسألة ضرورية في ظل التطورات الاقتصادية الحديثة. أعتبر البحث أن أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على معدل التضخم تتمثل في: المعروض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي، الإنفاق الوطني الإجمالي، الرقم القياسي لسعر الصرف الفعلي الحقيقي. تجلت أهداف هذا البحث في التعرف على أهم المفاهيم، النظريات والنماذج التي قدمها الفكر الاقتصادي حول التضخم والسياسة النقدية. ابراز أثر السياسة النقدية على التضخم في الجزائر. محاولة بناء نموذج قياسي يحدد تأثير السياسة النقدية على التضخم، وقد اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالسياسة النقدية والتضخم، بالإضافة إلى تحليل وتطور هذان الأخيران، كما اعتمد على الأسلوب القياسي التحليلي القائم على الأساليب القياسية الحديثة لتحديد العلاقة بين السياسة النقدية والتضخم، وذلك ببناء نموذج قياسي يتكون من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وهذا بالاعتماد على برنامج Eviews7، و اختبار نتائجه بإسقاطها على النظرية الاقتصادية في هذا الشأن. وكانت النتائج كالآتي: يؤكد البحث علي أن السلطات النقدية في الجزائر ركزت خلال فترة البحث على تحقيق الاستقرار النقدي من خلال معدل تضخم منخفض، وتمكنت بالفعل السياسة النقدية المطبقة في الجزائر من التحكم في وتيرة التضخم. وكان هذا هو الهدف النهائي الذي نصت عليه التشريعات الصادرة في مجال النقد والإقراض، وبناءا عليه، تم تحديد الأهداف الوسيطة كمعدل نمو الكتلة النقدية M2 وكذا القروض للاقتصاد. ولتحقيق هذه الأهداف تم إتباع الوسائل غير المباشرة، منها استرجاع السيولة وكذا الاحتياطي الإجباري، وإعطاء استقلالية أكبر للسلطة النقدية بغرض مسانلتها عن الأهداف التي وضعتها. وبالإضافة الي ذلك، وقد تم اتخاذ إجراءات تتعلق بمعالجة الأسباب الهيكلية لظاهرة التضخم من خلال تفعيل جانب العرض الكلي الذي لم يكن يواكب الطلب الكلي والإسراع في تطبيق برنامج الخصخصة. تفعيل أدوات السياسة النقدية غير المباشرة خاصة ما يتعلق بسياسة السوق المفتوحة. ويستدعي استخدام أدوات السياسة

^١ خليفي فايضة : دراسة قياسية لمدى تأثير السياسة النقدية على التضخم في الجزائر للفترة: ١٩٩٠-٢٠١٤، الجزائر،

النقدية ضرورة التنسيق بينها وبين الظروف الاقتصادية والاجتماعية السائدة والأهداف المراد تحقيقها من وراء السياسة المستخدمة، مع تجنب التضارب بين الأهداف وبعضها البعض والتضارب بينها وبين السياسات حتي نتجنب عرقلة عمل وفعالية السياسة النقدية.

بحث دراسة (جابر، عبد الهادي. ٢٠١٢)^١، قياس مدى تأثير السياسة النقدية والمالية على معدل التضخم في السودان خلال الفترة من عام 1989-2013. وقد هدف البحث بشكل رئيسي الي التعرف علي اهم السياسات المالية والنقدية التي نفذتها الحكومة بهدف علاج التضخم ، ومحاولة تقييم اثار السياسات المالية والنقدية علي الضغوط التضخمية في اقتصاد السودان. استخدمت البحث طريقة المربعات الصغرى العادية والمتوسطات المتحركة للانحدار الذاتي في اطار نموذج التضخم الذي تمت صياغته من دراسة (Alberto Borrero) وذلك من خلال تحليل البيانات المتعلقة بالبحث للفترة (١٩٨٩-٢٠١٣) عن طريق برنامج التحليل الإحصائي E.Views. وتوصل البحث الي ان المتغير التابع (التضخم) ذو دلالة احصائية بالمتغيرات المستقلة (عرض النقود وعجز الموازنة وسعر الصرف). ومن اهم نتائج البحث وجود علاقة طردية بين عرض النقود ومعدل التضخم، وعلاقة عكسية بين معدل التضخم وعجز الموازنة، وجود علاقة طردية بين معدل التضخم وسعر الصرف. ومن اهم التوصيات تطبيق السياسات النقدية والمالية التي تعمل علي زيادة الانتاج في القطاعات الاقتصادية مما يؤدي الي انخفاض التضخم ، والحد من سياسات تمويل عجز الموازنة إذ تؤدي الي زيادة عرض النقود الذي بدوره يؤدي الي ارتفاع التضخم.

بحث دراسة (Rageh ٢٠١٢)^٢، راجح معدل سعر الفائدة وسلوك السياسة النقدية: تحليل لمصر خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٧)، الهدف الرئيسي من هذا البحث هو اختبار مدى صلاحية استخدام قاعدة تايلور كقاعدة قوية في تقييم سلوك السياسة النقدية في حالة مصر. وقد تم استخدام E.views خلال العمل في البحث، خلال الفترة من عام ١٩٩٧ وحتى عام ٢٠٠٧، من خلال اختبار دقة الفرضيتين الرئيسيتين: أولاً، وجود تأثير كبير حقيقي للسياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي (يمثله الناتج المحلي الإجمالي والتضخم). ثانياً، التأكيد على كيفية تقدير وتقييم قاعدة تايلور في حالة مصر خلال فترة البحث.

^١ محمد، أنور حميدة جابر. عبد الهادي، هويداء عبد العظيم. ابو العز، نهلة احمد. اثر السياسة النقدية والمالية على معدل التضخم في السودان، (2) Vol. 17 مجلة العلوم الاقتصادية 2016.

^٢ Rageh, Rania. Interest rate rule for the conduct of monetary policy: analysis for Egypt (1997: 2007). 2010.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

وكانت نتائج البحث، تشير الي وجود تأثير غامض للسياسة النقدية على الناتج الحقيقي ولا يذكر. وبالإضافة إلى ذلك، خلص البحث إلى أن السياسة النقدية الصادمة لها تأثير طفيف فقط على كل من معدل التضخم وسعر الصرف. وبطبيعة الحال، هذا لا يعني أن السياسة النقدية ليست مهمة. ما يعنيه هو أن تأثير السياسة النقدية على مستوى الناتج الحقيقي، ومعدل النمو الاقتصادي على المدى الطويل محدود بقدرته علي تحقيق استقرار الأسعار على المدى الطويل. وهذا يدعم الحالة المصرية. خلال الفترة محل البحث، حيث استهدف البنك المركزي المصري مزيجا من الأهداف المتضاربة مثل هدف استقرار التضخم، وسعر الصرف، وتعزيز نمو الناتج، مما يبعد البنك المركزي المصري عن هدفه الحقيقي (استقرار الأسعار). وقام البحث بتقدير قاعدة التغذية المرتدة لسعر الفائدة من نوع تايلور (٢٠٠١) كجزء من نظام فجوة الناتج والتضخم وسعر الصرف ومعدل الفائدة الاسمية.

تشير السيناريوهات الموجهة نحو السياسة النقدية الفعلية إلى أنه قد يكون من الممكن تحسين قدرة البنك المركزي على تحقيق سياسة نقدية ناجحة، من خلال التركيز على هدف رئيسي واحد (استقرار التضخم) في الوقت الواحد. ويساعد علي ذلك القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ والخاص، بعمل البنك المركزي المصري. وكذلك، التقيد بالالتزام بتدابير تدخل السياسات والتي يمكن أن تؤثر بشكل مناسب. فالتحكم في سعر الفائدة الأسمي قصير الأجل، والقيمة المستهدفة، والناتج الحقيقي كل ذلك يمكن أن يؤثر على انحرافات التضخم.

وعلى الرغم من الفشل في بيان اتباع قاعدة نقدية قائمة على أساس النظام النقدي خلال فترة معينة، إلا أنه تمشيا مع الأدب النقدي السائد، يؤيد البحث التقدم إلى الأمام في إطار محدود للسلطة التقديرية من قبل البنك المركزي الذي يعمل علي أرضية وسط بين السلطة التقديرية وحرية التصرف ونهج القواعد الصارمة التي يدعمها تايلور ١٩٩٣، وذلك باستخدام سعر الفائدة الليلة وضحاها بين البنوك كبديل لسعر الفائدة. كما أنه يسمح لصانعي القرار بالبقاء ملتزمين ببعض الأهداف عبر قاعدة أساسية، ولكنها تسمح في نفس الوقت بمرونة كافية للرد على الصدمات السلبية غير المتوقعة للاقتصاد والاضطرابات في أسواق المال. وبالمثل، منذ زمن بعيد يقوم البنك المركزي المصري ببناء البنية التحتية القانونية والمؤسسية اللازمة لاعتماد التضخم كهدف أساسي للسياسة النقدية، ولذلك، فإن استخدام نظام السلطة التقديرية المقيد سيعزز المصداقية وشفافية البنك المركزي المصري.

الخلاصة:

ومن العرض السابق للدراسات التجريبية التي تمت في عدد من البلاد العربية نجد أن بعض تجارب السياسات النقدية قد ركزت علي استهداف التضخم كهدف أولي. والبعض الآخر

قد عملت علي مجموعة أخرى من الأهداف من أمثلة النمو والتوظيف. واعتمدت هذه الدراسات على المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالسياسة النقدية والتضخم. بالإضافة إلى الاعتماد علي الأسلوب الكمي التحليلي القائم على الأساليب القياسية الحديثة لتحديد العلاقة بين السياسة النقدية والتضخم، وذلك ببناء نموذج قياسي يتكون من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، مثل تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة من أمثلة معدلات إعادة الخصم، معدلات السيولة النقدية، وسعر الصرف ... الخ. والتابعة مثل (النمو، التوظيف ومعدلات التضخم)، باستخدام طريقة المربعات الصغرى. أو استخدام نموذج الفجوة النقدية الذي يستند الي السيولة المحلية واختبار سببية إنجل - جرانجر والانحدار الذاتي للمتجه الي غير ذلك من النماذج الكمية التي تستخدم في هذا المجال. وأكدت الدراسات التجريبية - السابق الحديث عنها - علي أن السياسة النقدية قد ساهمت بدرجة أو أخرى في تحقيق الأهداف الاقتصادية التي عملت السلطات النقدية علي استهدافها مثل السيطرة علي التضخم. وأكد البعض الآخر علي وجود علاقة طردية بين معدل التضخم وعرض النقود، وعلاقة عكسية بين معدل التضخم وعجز الموازنة، ووجود علاقة طردية بين معدل التضخم وسعر الصرف. وأشارت البعض الي أن الزيادة في عرض النقود له تأثير موجب علي الناتج المحلي الاجمالي في البلدان المنخفضة او المتوسطة الدخل.

٢- العرض المرجعي لأهم الدراسات التي تمت باللغة الإنجليزية:

بعد تناول موضوع السياسة النقدية بالعرض والتحليل لأهم الدراسات التطبيقية التي تمت في عدد من الدول العربية. وتمت دراسة دور السياسة النقدية وأدواتها والتعرف علي أهم المناهج والنظريات والمتغيرات الاقتصادية التي تم استخدامها في التعبير عن هذا الدور - كمتغير مستقل في الواقع الاقتصادي - يسهم في احداث النمو والتنمية ويحافظ علي الاستقرار الاقتصادي ويدفع بالنمو الي أفاق بعيدة. نعرض الآن الي مجموعة ثانية من الدراسات التي أجريت في بعض الدول الصناعية المتقدمة والدول النامية من أجل انتقاء ما يمكن أن يصلح كعوامل مؤثرة أو كأدوات لمعالجة مشاكل الوضع القائم أو المساهمة في الدفع بمعدلات النمو والتنمية الي الأمام في الاقتصاد المصري. ونعرض فيما يلي لهذه المجموعة:

بحثت دراسة (Friedman ، ١٩٦٨) ^١ عن دور السياسة النقدية، في الحياة الاقتصادية، ويشير فريدمان في دراسته عن دور السياسة النقدية أن هناك اتفاق واسع حول

¹ Friedman, Milton, "the role of monetary policy". American Economic Review, Vol. 58, No. 1 (March 1968), pp. 1-17.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية عامة: تحقيق التوظيف، والمحافظة علي استقرار الأسعار وتحقيق النمو الاقتصادي السريع. ولكن لا يوجد اتفاق كامل حول ما إذا كانت هذه الأهداف متوافقة بشكل متبادل أو أنها غير متوافقة، وحول الشروط التي يمكن أن يتم استبدال أحداها بالآخر. كما أن هناك اتفاق أقل حول الدور الذي يمكن أن تلعبه وفقا له الأدوات المختلفة للسياسة النقدية في تحقيق عددا من الاهداف.

ولقد انصبت دراسة "فريدمان" علي بحث أحد أدوار السياسة النقدية، وماذا يمكن أن تسهم فيه؟ وكيف يمكن تعظيم مساهمتها؟ وقد ثار جدل واسع حول هذه الأسئلة! وفي المرحلة الأولى من الاهتمام بإنشاء نظام الاحتياطي الفيدرالي الذي تم إنشاؤه حديثاً في هذا الوقت، فقد ألجأ العديد من المراقبين الاستقرار الاقتصادي النسبي في عام ١٩٢٠ الي قدرة النظام الاقتصادي على الالتزام الدقيق - بتطبيق مبادئ ومصطلحات السياسة النقدية. وتقاسم هذا الرأي كل من المتخصصين الاقتصاديين وعامة الناس على حد سواء، بالرغم من وجود بعض الأصوات المعارضة. ومع مجيء الانكماش الكبير فقد تحولت هذه الرؤية الي سراب وتحول المراقبون إلى الطرف المعارض. فالسياسة النقدية - من وجهة نظر فريدمان- كانت سلسلة متصلة، يمكنك أن تستخدمها لوقف التضخم ولكن لا يمكنك الضغط عليها لوقف الركود. فيمكن أن تقود الحصان إلى النهر ولكنك لا تستطيع أن تجبره علي شرب الماء. هذه النظرية من قول ماثور، ولكن سرعان ما حلت محل تحليل كينز الدقيق والمتطور.

ويري فريدمان أن كينز قدم تفسيراً فورياً للعجز المفترض في السياسة النقدية للقضاء على الركود الاقتصادي، حيث أرجع كينز ظاهرة الركود الي عوامل غير نقدية، وقدم السياسة المالية بديل عنها كآلية للخروج من الركود الاقتصادي. فالسيولة كانت تستحوذ علي الأفضلية المطلقة - في أوقات البطالة الكبيرة - ولا يمكن تخفيض أسعار الفائدة بالإجراءات النقدية. وإذا كان الاستثمار والاستهلاك يتأثران قليلاً بمعدلات الفوائد - كما جاء علي يد هانسن والعديد - فإن انخفاض معدلات أسعار الفائدة، حتى لو أمكن تحقيقها، سوف تؤثر قليلاً جداً.

ساهمت السياسة المالية - عن طريق الإنفاق الحكومي - في تعويض الاستثمار الخاص غير الكافي آن ذاك. كما أن اعتماد السياسة النقدية لمعدل ثابت من النمو النقدي علنا، سيعمل علي تحسن الاقتصاد بدرجة كبيرة. ففي فترات الاستقرار النسبي يكون أيضاً هناك معدل نمو نقدي مستقر وكذلك استقرار نسبي في النشاط الاقتصادي. وفي فترات التقلبات الواسعة في معدل النمو النقدي يصبح أيضاً هناك تقلبات واسعة في النشاط الاقتصادي.

وقد خلص فريدمان الي أن وضع السياسة النقدية في مسار ثابت والحفاظ عليه، يساعد السلطة النقدية علي أن تسهم إسهاماً كبيراً في تعزيز الاستقرار الاقتصادي. من خلال اطالة أمد دورة النمو المطرد، ولكن الكمية المعتدلة من النقود، من شأنها أن تقدم مساهمة كبيرة لتقادي أي

من التضخم أو الانكماش في الأسعار. وبالطبع ستظل هناك قوى أخرى تؤثر على الاقتصاد، وتحتاج إلى تغيير وتعديل، كما يمكن أن تعكر صفو مسار عملية التنمية. والنمو النقدي المطرد من شأنه أن يوفر عملة نقدية تجعل مناخ العمل مناسب للتشغيل الفعال لتلك القوى الأساسية من شركات براءات الاختراعات، والعمل الخاص الجاد، والادخار، وكل ذلك يمثل الينابيع الحقيقية للنمو الاقتصادي.

وفي دراسته السابقة مع شوارتز (Friedman & Schwartz, ١٩٦٣)^١ قدم الاثنان دليلا هاما يدعم وجهة النظر، بأن التغير في عرض النقود له تأثير هام على الاقتصاد ويستند الدليل على التطور الفعلي للسجل التاريخي للولايات المتحدة الأمريكية، ومن خلال النماذج القياسية الوحيدة المعادلة، إذ افترض فريدمان بأن عرض النقود ومعدل نموه له تأثير قوي على الدخل النقدي ومعدل نموه، ويعتقد فريدمان وشوارتز بوجود علاقة سببية قائمة بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي خلال الدورة الاقتصادية، حيث يلاحظ أن عرض النقود يتزايد خلال فترات الرواج الاقتصادي، وينخفض أثناء فترات الانكماش الاقتصادي، وفي ظروف انكماشية أخرى لاحظ فريدمان بأن هناك زيادة في عرض النقود، وبذلك فإن الذروة في معدل نمو عرض النقود تسبق الذروة في الدورة الاقتصادية، وبأن أدنى نقطة في معدل نمو النقود تسبق أدنى نقطة للنشاط الاقتصادي في الدورة الاقتصادية، واستنتج فريدمان وشوارتز أنه بالرغم من أن هناك علاقة قوية وواضحة بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي خلال الدورة الاقتصادية، فإن العلاقة ليست كاملة، وقد ينتج عدم الكمال من خلال عدم كفاية مؤشرات النشاط الاقتصادي أو الأخطاء الإحصائية في قياس عرض النقود. وقد سلم الباحثان أيضا بأن النقص في العلاقة قد يعزى فقط إلى وجود علاقة ضعيفة بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي، ويعتقد بأن التغيرات في معدل نمو النقود قد يسبب السلوك الدوري للاقتصاد، ومن ناحية أخرى فإن سلوك عرض النقود قد يكون نتيجة للسلوك الدوري للاقتصاد ولتحديد اتجاه العلاقة السببية قدم فريدمان وشوارتز اختبارهما لتطور السجل التاريخي لكي يتحققا من الظروف المسببة للتغيير في عرض النقود، واستنتجا بأن التغيير في عرض النقود لا يرجع إلى التغيير في النشاط الاقتصادي ولذلك يعتقد فريدمان وشوارتز بأن العلاقة السببية تتجه من عرض النقود إلى النشاط الاقتصادي، وأن التغيير الجوهري في معدل نمو عرض النقود يسبب تغييرا جوهريا في معدل نمو الدخل النقدي، ويؤكدان أن معدل نمو عرض النقود في الفترة الطويلة سوف يعبر عن نفسه في اختلاف معدل التغيير

¹ M. FRIEDMAN, A.J. SCHWARTZ, Anna, (1973) "Money and Banking", A division of penguin books Ltd. 1973, p 106-116.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

في الأسعار، وعلى العكس فأن معدل نمو عرض النقود في الفترة القصيرة سوف يتأثر بمعدلات نمو كل من الأسعار والناتج.

بحثت دراسة (Richard، Clarida، ١٩٩٩)^١ دور الساسة النقدية، في الحياة الاقتصادية وأهم الأدبيات الحديثة حول قواعد السياسة النقدية. يتعرض البحث لمشكلة تصميم السياسة النقدية ضمن إطار نظري بسيط وأساسي. ثم يهتم البحث بالآثار المترتبة على إضافة تحديات واقعية متنوعة للإطار الأساسي المفترض. ومن بين أمور أخرى كثيرة، أظهر البحث، أن السياسة النقدية المثلى تتضمن بصفة أساسية استهداف التضخم. كما أسفر البحث أيضا عن المكاسب الناتجة عن اعلان وتقديم التزامات موثوقة بمكافحة التضخم والأخذ في الاعتبار الآثار السيئة الناتجة عن الممارسة العملية مثل حالة نقص المعلومات وعدم اليقين. وأخيرا ، يقيم البحث كيف أن القواعد النقدية البسيطة المقترحة، مثل قاعدة تايلور، تتوافق مع مبادئ السياسة المثلى للسياسة النقدية، ويستخدم البحث هذا المعيار نفسه في تقييم المسار الحديث للسياسة النقدية الأمريكية.

بحثت دراسة (Blinder ،Bernanke ،١٩٩٢)^٢ تأثير الساسة النقدية علي الحياة الاقتصادية من خلال تمويل الحكومة الاتحادية، واهتم البحث بالسؤال التالي: هل تؤثر السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي؟ وما إذا كان الأمر كذلك، فما هي آلية تحويل الأموال التي تحدث بها هذه التأثيرات؟ والبحث اتبع المنهج التحليلي في الوصول الي النتائج المستهدفة.

وعرض البحث لبعض الأدلة التجريبية الجديدة التي تحمل كل منها دليلا علي أهمية السياسة النقدية. و تمثل الهدف الاساسي من البحث في اختبار نموذج انتقال آثار السياسة النقدية، وقد طور البحث نموذج مماثل لنموذج (IS-LM). ومن أهم النتائج التي تم التوصل اليها، أن سعر الفائدة على أموال الحكومة الاتحادية مفيد للغاية كمتغير كفي، حيث أن الافصاح عن معدل معين يفسر التحركات المستقبلية الحقيقية للمتغيرات الاقتصادية الكلية. بين البحث أن أسباب نجاح هذا المؤشر يكمن في الطبيعة الحساسة لمعدل الفائدة الفيدرالي وما يرتبط به من اتجاهات، بالإضافة الي تسجيله للتغيرات التي تحدث بالسياسات الاقتصادية علي الدوام. والجديد بالنظام أنه يسجل سعر الفائدة على نحو دائم، حال الصدمات التي تواجه التمويل

¹ Clarida , Richard ,jordi gali, and mark gertler."the sceinece of monetary policy: anew Keynesian perspective." Journal of economic literature 37.4(1999):1661-1707.

² Bernanke, Ben S., and Alan S.Blinder. "The federal funds rate and the channels of monetary transmission" the American economic review (1992):901-921.

من الاحتياطات المصرفية. واستخدم التجديد في معدل تحويل الأموال كمقياس للتغيرات في السياسة النقدية، والبحث قدم أدلة تتفق مع صانعي السياسة النقدية من حيث أن السياسة النقدية تعمل من خلال الائتمان (قروض البنوك) وودائع النقود.

بحثت دراسة Gali (2005 and Monacelli) ^١ السياسة النقدية وتقلبات أسعار الصرف في اقتصاد صغير مفتوح علي الخارج. واستخدم البحث المنهج التحليلي وعمل علي نموذج اقتصاد صغير مفتوح من نماذج (Calvo sticky price model) ^٢ وبين البحث كيف يمكن تخفيض حركية التوازن إلى مستوي بسيط يتمثل في التضخم المحلي وفجوة الناتج. واستخدم البحث بعد ذلك الإطار الناتج لتحليل الآثار المترتبة على الاقتصاد الكلي في صياغة ثلاثة نظم بديلة للسياسات القائمة على القواعد النقدية، بالنسبة للاقتصاد الصغير والمفتوح: التضخم المحلي، وقواعد تايلور القائمة على مؤشر أسعار المستهلكين، وسعر الصرف المقيّد. وأشار البحث الي أن الفرق الرئيسي بين هذه النظم يكمن في المدى النسبي لتقلبات أسعار الصرف اللازمة لكل نظام. كما أنها أبرزت أيضا الحالات الخاصة التي يشكل استهداف التضخم المحلي فيها السياسة المثلى.

بحثت دراسة (2017 Srithilat & Sun) ^٣ السياسة النقدية وأثرها على التنمية الاقتصادية. استخدم البحث بيانات السلاسل الزمنية السنوية من عام ١٩٨٩ وحتى عام ٢٠١٦. وتشير نتيجة اختبار جذر الوحدة إلى أن جميع المتغيرات ثابتة عند الفارق الأول ؛ لذلك ، تم استخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ لـ Johansen لتحليل العلاقة بين المتغيرات. ويظهر الاستنتاج أن المعروض من النقود ومعدل الفائدة ومعدل التضخم يؤثر سلباً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد على المدى الطويل وأن سعر الصرف الحقيقي فقط له علامة

¹ Gali, Jordi, and Tommaso Monacelli. "Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy." The Review of Economic Studies 72.3 (2005): 707-734.

² A **Calvo contract** is the name given in macroeconomics to the pricing model that when a firm sets a nominal price there is a constant probability that a firm might be able to reset its price which is independent of the time since the price was last reset. The model was first put forward by Guillermo Calvo in his 1983 article "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework".[1] The original article was written in a continuous time mathematical framework, but nowadays is mostly used in its discrete time version. The Calvo model is the most common way to model nominal rigidity in new Keynesian DSGE macroeconomic models.

[https://en.wikipedia.org/wiki/Calvo_\(staggered\)_contracts](https://en.wikipedia.org/wiki/Calvo_(staggered)_contracts)

³ Khaysy Srithilat & Gang Sun, The Impact of Monetary Policy on Economic Development: Evidence , from Lao PDR, Global Journal of HUMAN-SOCIAL SCIENCE: Economics, Volume 17 Issue 2 Version 1.0 Year 2017

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

إيجابية. وتشير نتيجة نموذج تصحيح الخطأ إلى وجود علاقة سببية قصيرة المدى بين العرض النقدي وسعر الصرف الحقيقي ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

بحث دراسة (2018)^١ ، Ayodeji & Oluwole تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في نيجيريا. عمل البحث علي تطوير نموذج قادر علي بيان كيفية تأثير السياسة النقدية للحكومة على النمو الاقتصادي. استخدم البحث تحليل الانحدار متعدد المتغيرات. وعملت علي توزيع متغيرات أدوات السياسة النقدية لتشمل: العرض النقدي (MS)، سعر الصرف (ER)، سعر الفائدة (IR)، ونسبة السيولة (LR). وتم تمثيل النمو الاقتصادي بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (الدخل) بالأسعار الثابتة. كما تم إجراء اختبار جذر الوحدة وكانت جميع متغيرات التقدير ثابتة عند الفارق الأول باستثناء مكون معدل الفائدة الذي يوضح أن تفسير النموذج لن يكون مزيفاً، كما أنه تمثيل حقيقي للعلاقات الموجودة بين المتغيرات المفسرة والتوضيحية. وقد تم تقديم نموذج تصحيح الخطأ من أجل الحصول على نموذج دقيق. ومن نتائج البحث، أنه يوجد متغيرين (عرض النقود وسعر الصرف) لهما أثر إيجابي ولكن غير ذي مغزى إلى حد ما على النمو الاقتصادي

ومن ناحية أخرى ، كان لتدابير معدل الفائدة والسيولة تأثير سلبي لكن هام للغاية على النمو الاقتصادي الذي يدعم تأكيد بوساري وآخرين. (٢٠٠٢) أن السياسات النقدية تكون أكثر ملائمة عندما تستخدم في استهداف التضخم وليس في حفز النمو. بالإضافة إلى ذلك، تم إجراء اختبار التكامل المشترك Engle-Granger وأظهر وجود علاقة طويلة الأمد بين السياسة النقدية والنمو الاقتصادي في نيجيريا. وأخيراً ، تم إجراء اختبار السببية Granger على المتغيرات وأظهرت النتائج وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين عرض النقود والنمو الاقتصادي، بينما توجد العلاقة السببية الثنائية بين معدلات الفائدة والنمو الاقتصادي. ويوصي البحث بالاستقلالية التامة للبنوك المركزية في نيجيريا التي تخضع دوماً لتدخل الحكومة وسياساتها. وأخيراً ، يجب استخدام السياسات النقدية لخلق مناخ استثماري مواتٍ عن طريق تسهيل تحركات أسعار الفائدة وأسعار الصرف المستندة إلى السوق والتي تسهم في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

بحث دراسة (2018)^٢ ، Mardy & Pahlaj تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في كمبوديا. على الرغم من أن السياسة النقدية في كمبوديا من خلال أدواتها من

¹ Ajibola Ayodeji, Adeyemi Oluwole, Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Nigeria, OALibJ, Vol.5 No.2, February 2018

² Mardy Lut & Pahlaj Moolio, 2015. "The Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Cambodia," Journal of Management for Global Sustainable Development, Times Research Consultant (TRC), vol. 1(1), pages 40-63.

المرجح أن تكون قد لعبت دورًا فعالاً في المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي ، والذي بلغ في المتوسط حوالي ٨٪ سنوياً خلال فترة البحث ؛ ومع ذلك ، فمع تأثر الاقتصاد بظاهرة الدولار في الاقتصاد، فإن معظم المعاملات تتم نقدًا، خاصة بالدولار الأمريكي ، ويعد هذا السبب الرئيسي لإجراء هذا البحث لفحص ما إذا كانت للسياسة النقدية أي تأثير على النمو الاقتصادي في كمبوديا. وكشف استعراض الأدبيات النقدية أن زيادة العرض النقدي تعزز النمو الاقتصادي، في حين يسهم انخفاض سعر الفائدة أيضا في النمو الاقتصادي. وباستخدام بيانات السلسلة الزمنية الفصلية من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١٢. طبق البحث نموذج الانحدار المتعدد لدراسة تأثير العرض النقدي وسعر الفائدة على نمو الناتج المحلي الإجمالي في كمبوديا.

وتشير النتائج إلى أن العرض النقدي له تأثير إيجابي على نمو الناتج المحلي الإجمالي، ولكن قوة التأثير ضعيفة نسبياً، في حين أن التغير في سعر الفائدة خلال فترة البحث لم يؤثر على النمو الاقتصادي، مما يعني أنه لا يوجد تأثير هام لسعر الفائدة على نمو الناتج المحلي الإجمالي. وبالتالي، يقترح البحث أن تنفيذ سياسة العملة الواحدة ينبغي النظر فيها حتى يمكن استخدام السياسة النقدية بشكل أكثر فعالية للسيطرة على أنشطة الاقتصاد. كما أنه يتم استخدام سعر الفائدة كمتغير وحيد للتأثير على القروض الأجنبية في البحث. لذا فمن المستحسن -في المستقبل- أن يتم عمل دراسة تحليلية أخرى تشمل العرض النقدي والناتج المحلي الإجمالي وسعر الصرف.

بحثت دراسة (Ergin, 2018) ^١ طبيعة العلاقة بين السياسة النقدية والنمو

الاقتصادي، علي ضوء خصائص الاقتصاد النامي، مع التركيز على الاقتصاد الماليزي. وركز البحث على التفاعلات بين أسعار الفائدة، والتضخم، وعرض النقود والنمو في الناتج المحلي الإجمالي، والتي ستكون بمثابة أداة لقياس النمو الاقتصادي.

واستخدم البحث التحليل الكمي لتحديد العلاقة بين نمو الناتج المحلي الإجمالي وأدوات السياسة النقدية، وخاصة سعر الفائدة وعرض النقود ومستوى التضخم. بالنظر إلى التقدم والإنجاز في تحليل الاقتصاد القياسي وإنشاء برامج الكمبيوتر، وقد تم استخدام تحليل تقديرات المربعات الصغرى للتحقق من وجود علاقة ودرجة أهميتها بين هذه المتغيرات.

وخلص البحث الي النتائج التالية: أن العلاقة بين النمو الاقتصادي والتضخم إيجابية. ويستلزم هذا أن يؤدي التغير في التضخم بنسبة ١٪ إلى زيادة في مستوى النمو الاقتصادي في

¹ Ergin Akalpler, Dilgash Duhok, (2018) "Does monetary policy affect economic growth: evidence from Malaysia", Journal of Economic and Administrative Sciences, <https://doi.org/10.1108/JEAS-03-2017-0013>

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

هذا الاقتصاد الماليزي بنسبة ٧٧٪. كما لوحظ أن العلاقة بين النمو الاقتصادي وأسعار الفائدة إيجابية. وكذلك جاءت العلاقة إيجابية بين النمو الاقتصادي وعرض النقود. وتظهر قيمة معامل ٠.٠٢ لنمو المعروض النقدي أن له تأثير منخفض على النمو الاقتصادي فيما بين المتغيرات التي تم اختبارها في النموذج، خلال فترة البحث. وخلاصة البحث أنه توجد علاقة إيجابية بين النمو الاقتصادي في ماليزيا وجميع الأدوات والظواهر النقدية التي تم اختبارها، وهي ظاهرة التضخم، وعرض النقود ومعدل الفائدة. ولكن مساهمة كل أداة من هذه الأدوات تتوقف علي مدى تأثيرها بأدوات السياسات الأخرى والتطورات الاقتصادية التي تستخدمها الحكومات.

اهتمت دراسة (2015)، Akhand بطبيعة العلاقة بين السياسة النقدية والنمو الاقتصادي في بنغلاديش. واعتمد البحث علي بيانات المتغيرات النقدية باستخدام البيانات من أوائل عام ١٩٧٠ وحتى عام ٢٠١٣ ، وقد استخدم البحث نوعين من النماذج الأول يعتمد علي تحليل السببية لجرانجر Granger والثاني تحليل هيكل متجه الانحدار التلقائي (SVAR). ويتألف النموذج الأول من متغيرات التضخم، وسعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف الحقيقي ونمو الإنتاج، ويتكون النموذج الثاني من معدلات نمو النقود ونمو الناتج الحقيقي ومعدلات التضخم. واستناداً إلى النتائج التجريبية، خلص البحث إلى أن السياسة النقدية القائمة على القواعد النقدية، أي الاستهداف النقدي أو استهداف التضخم ، تظل مناسبة لبنغلاديش شريطة أن تعتمد علي نظام سعر صرف أكثر مرونة، إن لم يكن عائماً. ويؤكد البحث علي أن استخدام السياسة النقدية لتحقيق أهداف متعددة في ظل نظام سعر الصرف الثابت يولد مشكلة عدم الاتساق الزمني، ويقلل من مصداقية السياسة النقدية ويجعلها غير فعالة في خفض التضخم وتقلباته. وانخفاض مصداقية السياسة النقدية على وجه الخصوص يدفع بالتضخم الي الاستمرار. وفي إطار السياسة النقدية الحالية في بنغلاديش، يوضح البحث كيف أدى نظام سعر الصرف الثابت المقيد إلى التقلب في معدلات نمو النقود في ظل وجود تدفقات كبيرة من تحويلات العاملين في الخارج ومردودات صادرات الملابس الجاهزة. وأن هذا لا يبدو مصدر قلق للبنك المركزي في بنغلاديش (بنك بنغلاديش)؛ بقدر ما يبدي البنك اهتماما بالنمو الاقتصادي ويسعى لاستهداف القواعد النقدية لإبقاء التضخم منخفضاً ومستقرًا. وقد أكد البحث علي أن تضائل مصداقية السياسة النقدية قد أدى إلى إبقاء التضخم متقلباً ومستمرًا، مما انعكس سلبيًا على النمو الاقتصادي.

¹ Akhand Akhtar Hossain , Inflation volatility, economic growth and monetary policy in Bangladesh, Journal Applied Economics, Volume 47, 2015 - Issue 52

خلاصة الفصل الأول وأهم النتائج:

ومن العرض السابق للدراسات التجريبية التي تمت في عدد من البلاد العربية نجد أن بعض تجارب السياسات النقدية قد ركزت علي استهداف التضخم كهدف أولي. والبعض الآخر قد عملت علي مجموعة أخرى من الأهداف من أمثلة النمو والتوظيف. واعتمدت هذه الدراسات على المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالسياسة النقدية والتضخم. بالإضافة إلى الاعتماد علي الأسلوب الكمي التحليلي القائم على الأساليب القياسية الحديثة لتحديد العلاقة بين السياسة النقدية والتضخم، وذلك ببناء نموذج قياسي يتكون من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، مثل تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة من أمثلة معدلات إعادة الخصم، معدلات السيولة النقدية، وسعر الصرف ... الخ. والتابعة مثل (النمو، التوظيف ومعدلات التضخم)، باستخدام طريقة المربعات الصغرى. أو استخدام نموذج الفجوة النقدية الذي يستند الي السيولة المحلية واختبار سببية إنجل - جرانجر والانحدار الذاتي للمتجه الي غير ذلك من النماذج الكمية التي تستخدم في هذا المجال. أكدت الدراسات التجريبية - السابق الحديث عنها - علي أن السياسة النقدية قد ساهمت بدرجة أو أخرى في تحقيق الأهداف الاقتصادية التي عملت السلطات النقدية علي استهدافها مثل السيطرة علي التضخم. وأكد البعض الآخر علي وجود علاقة طردية بين معدل التضخم وعرض النقود، وعلاقة عكسية بين معدل التضخم وعجز الموازنة، ووجود علاقة طردية بين معدل التضخم وسعر الصرف. وأشارت البعض الي أن الزيادة في عرض النقود له تأثير موجب علي الناتج المحلي الاجمالي في البلدان المنخفضة او المتوسطة.

ومن العرض السابق للدراسات التجريبية التي تمت في عدد من البلاد المتقدمة والنامية نجد أن بعض تجارب السياسات النقدية قد ركزت علي استهداف التضخم كهدف أولي وخاصة في الدول المتقدمة وأفادت هذه الدراسات بأهمية السياسة النقدية في السيطرة علي معدلات التضخم. والبعض الآخر قد استهدفت عدد آخر من الأهداف من أمثلة النمو والتوظيف وخاصة في الدول النامية. واعتمدت هذه الدراسات على المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالسياسة النقدية والتضخم. بالإضافة إلى الاعتماد علي الأسلوب الكمي التحليلي القائم على الأساليب القياسية الحديثة لتحديد العلاقة بين السياسة النقدية وباقي المتغيرات الاقتصادية. وقد أكدت هذه الدراسات علي أهمية السياسات النقدية وفعاليتها فيما يتعلق بالسيطرة علي معدلات التضخم كهدف أولي. بينما تقل هذه الفاعلية عندما تستهدف السياسات النقدية التأثير في متغيرات أخرى كلية من أمثلة زيادة معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الاستثمار والتوظيف.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

ومن اهم التوصيات التي توصلت اليها هذه الدراسات، ضرورة تطبيق السياسات النقدية والمالية التي تعمل علي زيادة الانتاج في القطاعات الاقتصادية مما يؤدي الي انخفاض التضخم. والحد من سياسات تمويل عجز الموازنة لأنها تؤدي الي زيادة عرض النقود الذي بدوره يؤدي الي ارتفاع التضخم. وضرورة إعطاء استقلالية أكبر للسلطة النقدية بغرض مسائلتها عن الأهداف التي رسمتها - واتخاذ إجراءات تتعلق بمعالجة الأسباب الهيكلية لظاهرة التضخم من خلال تفعيل جانب العرض الكلي. تفعيل أدوات السياسة النقدية غير المباشرة خاصة ما يتعلق بسياسة السوق المفتوحة. ضرورة التنسيق بين استخدام أدوات السياسة النقدية وبين الظروف الاقتصادية والاجتماعية السائدة والأهداف المراد تحقيقها في الاقتصاد الوطني.

الفصل الثاني

تحليل السياسات النقدية المطبقة في مصر

منذ عام ٢٠٠٣ حتى عام ٢٠١٦

أولاً: البيئة التنظيمية والمؤسسية لعمل السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦:

يلعب الإطار التنظيمي والمؤسسي للسياسة النقدية دوراً رئيسياً في تحديد أهداف تلك السياسة وعلاقة البنك المركزي بكل من الحكومة والجهاز المصرفي، فضلاً عن طبيعة الأدوات المستخدمة في تنفيذ تلك الأهداف. ويمكن القول بأن الجزء الأكبر من الإطار التنظيمي والمؤسسي للسياسة النقدية المطبقة طوال فترة البحث قد تم إرساء بنيتها الأساسية خلال الفترة منذ بداية عام ٢٠٠٣ وحتى منتصف ٢٠٠٥، وهي الفترة التي شهدت تحرير سعر الصرف وإصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد وإطلاق برنامج إصلاح الجهاز المصرفي. وقد تمثلت المعالم الرئيسية لهذا الإطار التنظيمي والمؤسسي فيما يلي:

١- دور البنك المركزي والسياسة النقدية:

حدد قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ دور البنك المركزي والسياسة النقدية. فقد نصت المادة الخامسة من هذا القانون على أن عمل البنك المركزي يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي في إطار السياسة الاقتصادية للدولة^١. ويعنى ذلك في واقع الأمر أن القانون لا يعتبر أن تحقيق استقرار الأسعار هو الهدف الوحيد للسياسة النقدية، بل يتيح للبنك المركزي إمكانية العمل على تحقيق أية أهداف أخرى قد تتطلبها السياسة الاقتصادية للدولة، سواء على المستوى الكلي أو القطاعي.

٢- حدود استقلالية البنك المركزي المصري عن الحكومة:

ينصرف الحديث عن استقلالية البنوك المركزية عادة إلى الاستقلال المالي والإداري عن الحكومة، و عدم خضوع السياسة النقدية لأولويات السياسة المالية. ونشير هنا إلى أن قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ قد كفل للبنك المركزي الاستقلال الإداري والمالي عن الحكومة. فالبنك المركزي يتبع رئيس الجمهورية الذي يقوم بتعيين المحافظ ونائبيه (مادة ١٠)، كما أن أموال البنك المركزي تعتبر أموالاً خاصة (مادة ٤). ومن ناحية أخرى فقد نص القانون على أن البنك المركزي يختص بوضع وتنفيذ السياسات النقدية والائتمانية

^١ قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، مادة رقم ٥.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

والمصرفية (مادة ٥). كما أنه غير ملزم قانوناً بالتغطية التلقائية لعجز الموازنة، حيث يشترط القانون ألا يتجاوز التمويل المقدم للخزانة العامة ١٠% من متوسط الإيرادات العامة في السنوات الثلاثة السابقة، وأن تكون مدة التمويل ٣ شهور قابلة للتجديد لمدد أخرى مماثلة، على أن يسدد بالكامل خلال ١٢ شهراً على الأكثر. وتحدد الشروط الخاصة بهذا التمويل بالاتفاق بين وزارة المالية والبنك، وفقاً لحالة النقد والائتمان السائدة (مادة ٢٧).

ولكن إذا كان البنك المركزي يتمتع بالاستقلالية فيما يتعلق بإدارته وأمواله وأدواته، فإن القانون لم يترك له منفرداً أمر تحديد أهداف السياسة النقدية، حيث نص على أن يقوم البنك المركزي بوضع تلك الأهداف بالاتفاق مع الحكومة، من خلال مجلس تنسيقي يشكل بقرار من رئيس الجمهورية، وأن يقوم محافظ البنك المركزي بإخطار مجلسي الشعب (والشورى) بهذه الأهداف وبأي تعديل يطرأ عليها خلال السنة المالية^١. ويتفق الأمر على هذا النحو مع العديد من البنوك المركزية في العالم التي تتصرف فيها استقلالية البنك المركزي بشأن السياسة النقدية إلى أدوات إدارة تلك السياسة، وليس الأفراد بتحديد أهدافها^٢.

٣- آلية تحديد أهداف السياسة النقدية:

نص قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، كما سلفت الإشارة، على قيام البنك المركزي بوضع أهداف السياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة، من خلال مجلس تنسيقي يشكل بقرار من رئيس الجمهورية. وقد تم بالفعل تشكيل هذا المجلس في بداية عام ٢٠٠٥ ثم أعيد تشكيله في نوفمبر ٢٠١٥ وفي كلا المراتين نص قرار رئيس الجمهورية على أن دور المجلس هو وضع أهداف السياسة النقدية "بما يحقق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي، وذلك في إطار السياسة الاقتصادية للدولة"^٣.

ويشير تشكيل المجلس التنسيقي في المراتين إلى مجموعة من الملاحظات الهامة:

^١ قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، مادة ٥.

^٢ انظر:

Sylvester C. W. Eijff Inger & Jakob De Haan, The Political Economy of Central Bank Independence, International Finance Section, Department of Economics of Princeton University, Special Papers in International Economics, No. 1, 1996, p. 19

^٣ قرار رئيس الجمهورية رقم ١٧ لسنة ٢٠٠٥ بتشكيل المجلس التنسيقي، وقرار رئيس الجمهورية رقم ٤٣١ لسنة ٢٠١٥ بإعادة تشكيل المجلس التنسيقي.

١- المجلس يرأسه رئيس الوزراء وهو الذى يحدد ما يعرض عليه من موضوعات. ويرى البعض أن هذا الأمر يعنى عمليا تغليب رؤية الحكومة فيما يتعلق بتحديد أهداف السياسة النقدية.

٢- يضم تشكيل المجلس ستة أعضاء بحكم مناصبهم يتوزعون بالتساوي بين البنك المركزى (ثلاثة أعضاء على رأسهم المحافظ) و الحكومة (ثلاثة وزراء من المجموعة الاقتصادية)^١.

٣- يضم تشكيل المجلس عددا من الأعضاء ذوى الخبرة الاقتصادية والمصرفية. ويلاحظ أن هذه المجموعة قد ضمت، فى كلا التشكيلين، أسماء لعاملين ممارسين أو سابقين فى صندوق النقد الدولى^٢، وهو ما قد يعد مؤشرا لطبيعة المدرسة الاقتصادية التى تنتمى إليها إدارة السياسة النقدية فى مصر خلال فترة البحث. أما فيما يتعلق بمدى فاعلية المجلس التنسيقى كآلية لتحديد أهداف السياسة النقدية فى مصر، فيسود الاعتقاد بندرة اجتماعات هذا المجلس. والواقع أنه يكاد يكون الاجتماعان الوحيدان المعلن عنهما للمجلس التنسيقى للسياسة النقدية هما اللذان تما بعد إعادة التشكيل الجديد وانعقدتا فى ١٧ ديسمبر ٢٠١٥ ثم فى ١٠ يناير ٢٠١٦ على التوالى.

٤- التطوير المؤسسى للبنك المركزى والبنوك:

مثل صدور قانون البنك المركزى والجهاز المصرفى والنقد فى عام ٢٠٠٣ نقطة البدء لتطوير الجهاز المصرفى المصرى، حيث سعى القانون إلى تعزيز المراكز المالية للبنوك ورفع كفاءة إدارتها^٣. كما عزز من السلطات الإشرافية للبنك المركزى المصرى، لا سيما فيما يتعلق بالعملية الائتمانية فى كافة مراحلها.

إلا أن النقلة الكيفية فى تلك التغيرات المؤسسية قد جاءت مع الإعلان فى سبتمبر ٢٠٠٤ عن خطة لتطوير الجهاز المصرفى كوسيلة " لخلق قطاع مصرفى قادر على المنافسة

^١ وزير المالية والاستثمار والتخطيط فى التشكيل الأول، ثم وزير المالية والاستثمار والتجارة والصناعة عند إعادة التشكيل.
^٢ ضم التشكيل الأول للمجلس فى يناير ٢٠٠٥ كلا من الدكتور عبد الشكور شعلان ممثل المجموعة العربية فى مجلس إدارة صندوق النقد الدولى، والدكتور محمد العريان رئيس قسم الشرق الوسط فى صندوق النقد الدولى سابقا. واستمر الدكتور محمد العريان فى عضوية المجلس عند إعادة تشكيله فى نوفمبر ٢٠١٥.
^٣ انظر فى ذلك :

- محمد نور الدين. "بنوك مصر بين الاندماج وحل مشكلات الديون المتعثرة" فى: تقرير اتجاهات اقتصادية إستراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية والإستراتيجية، ٢٠٠٨

- سلوى العنتري. "الإصلاح المؤسسى للجهاز المصرفى المصرى" فى: الإصلاح المؤسسى والتنمية فى مصر، تحرير أ.د. مصطفى كامل السيد. شركاء التنمية للبحوث والاستشارات والتدريب، القاهرة، ٢٠٠٧

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

وتأدية دوره في النشاط الاقتصادي بكفاءة، بما يهدف إلى تحقيق زيادة في معدل النمو الاقتصادي^١. وبدا واضحا أن المحاور الرئيسية لخطة التطوير تنطلق من مبادئ الفكر الاقتصادي للمدرسة النقدية والليبرالية الجديدة، التي يتبناها الصندوق والبنك الدوليان، والتي تركز على التحرير المالي وخصخصة المؤسسات المالية والاعتماد في رفع درجة التنافسية على السماح بوجود متزايد للبنوك الأجنبية. كما يتطلع تنفيذ تلك الخطة إلى تطبيق الممارسات المصرفية المتعارف عليها في بنوك الدول الصناعية المقدمة باعتبارها "أفضل الممارسات الدولية"^٢. وهكذا تم تنفيذ المرحلة الأولى من خطة التطوير خلال الفترة سبتمبر ٢٠٠٤ - سبتمبر ٢٠٠٨ على المحاور التالية^٣:

- استخدام آلية الدمج والاستحواذ كوسيلة لتدعيم المراكز المالية للبنوك الصغيرة ومواجهة مشكلات البنوك المتعثرة.
- الخصخصة، وبيع مساهمات البنوك العامة في البنوك المشتركة.
- إعادة هيكلة بنوك القطاع العام التجارية ماليا وإداريا.
- حل مشكلة الديون المتعثرة بالتعاون بين وحدة متابعة الديون المتعثرة بالبنك المركزي المصري والوحدات المماثلة بالبنوك
- تطوير قطاع الرقابة والإشراف بالبنك المركزي المصري ورفع كفاءة الكوادر البشرية، ولا سيما في قطاع السياسة النقدية والارتقاء بمستوى نظم معلومات الإدارة، وذلك بمساعدة فنية من البنك المركزي الأوروبي وأربعة من البنوك الأوروبية، فضلا عن صندوق النقد الدولي^٤.

^١ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٤/٢٠٠٥، ص ٣١

^٢ تم تمويل المرحلة الأولى من خطة التطوير بتمويل من المفوضية الأوروبية وقرضين من البنك الدولي قيمتهما مليار دولار لمدة ١٨ سنة وفترة سماح ٦ سنوات، إلى جانب ٥٠٠ مليون دولار من بنك التنمية الإفريقي. ثم حصلت مصر على قرض ثالث قيمته ٥٠٠ مليون دولار لمدة ٢٨.٥ عاما بفترة سماح ٧ سنوات، وذلك لتنفيذ المرحلة الثانية. انظر في ذلك:

Program Document for a Proposed Loan in the amount of US, - The World Bank \$500 mn. to The Republic of Egypt for a Third Financial Sector Development Policy

^٣ p. i., April 2010, Loan

^٤ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٧/٢٠٠٨، ص ٢٢-٢٧.

^٤ انظر في ذلك كلا من : - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٤/٢٠٠٥، ص ٣٤.

- البنك المركزي المصري، تقرير عن انجازات البنك المركزي المصري خلال الفترة من ديسمبر ٢٠٠٣ وحتى ديسمبر ٢٠١٢، ص ١١، ١٢.

أما المرحلة الثانية من برنامج تطوير الجهاز المصرفي فقد تم تنفيذها خلال الفترة، ٢٠٠٩-٢٠١١، وتمثلت محاورها فيما يلي^١:

- ١- إعداد وتنفيذ برنامج شامل لإعادة الهيكلة المالية والإدارية للبنوك العامة المتخصصة.
- ٢- تطبيق مقررات بازل ٢ في البنوك المصرية ، لزيادة قدرتها على إدارة المخاطر.
- ٣- زيادة وتحسين فرص إتاحة التمويل والخدمات المصرفية بصفة عامة، وعلى الأخص بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- ٤- مراجعة أحكام وتطبيق قواعد الحوكمة الدولية الخاصة بالبنك المركزي والبنوك.

٥- التوجه الرئيسي لنظام سعر الصرف:

مثل السعي المستمر لمنح "المزيد من المرونة" لسعر صرف الجنيه المصري توجها رئيسيا لسياسة سعر الصرف خلال فترة البحث^٢. وقد بدأ هذا التوجه بالإعلان في ٢٩ يناير ٢٠٠٣ عن توحيد وتحرير سعر الصرف، حيث تم إلغاء العمل بالسعر المركزي للدولار، و تركت الحرية للبنوك لتحديد أسعار البيع والشراء للنقد الأجنبي في إطار السوق الحرة للصرف^٣، فيما اعتبر آنذاك تدشينا لنظام التعويم المدار^٤. وفي ٢ يناير ٢٠٠٥ وافقت مصر^٥ على الالتزام بالبند ٢-٤ من المادة الثامنة من اتفاقية صندوق النقد الدولي والتي تتمثل فيما يلي^٦:

البند ٢- تجنب فرض أى قيود على المدفوعات الجارية

البند ٣- تجنب أى ممارسات تمييزية للعملة

البند ٤- قابلية مراكز النقد الأجنبي القائمة لدى مصر للتحويل

وقد شهدت فترة البحث منذ ذلك الحين دورات متتالية من تقدم وانحسار آليات تحرير سعر الصرف من جانب البنك المركزي المصري، تراوحت فيها ترتيبات سعر الصرف بين نظام

^١ لمزيد من التحليل التفصيلي للمرحلة الثانية لخطة تطوير الجهاز المصرفي انظر: محمد نور الدين، أداء الجهاز المصرفي المصري بين التطوير والأزمة العالمية، تقرير اتجاهات اقتصادية استراتيجية، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، الأهرام، ٢٠١٠.

^٢ البنك المركزي المصري، تقرير عن انجازات البنك المركزي المصري خلال الفترة من ديسمبر ٢٠٠٣ وحتى ديسمبر ٢٠١٢، ص ٤.

^٣ انظر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢٤.

^٤ - IMF Country Report no. 06/253, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation, July 2006, p. 3.

^٥ - IMF Country Report no. 05/177, Arab Republic of Egypt: 2005 Article IV Consultation, June 2005, p. 6.

^٦ - Articles of Agreement of International Monetary Fund.

www.imf.org/external/pubs/ft/aa/

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

سعر الصرف المدار، وسعر الصرف المربوط بالدولار، والزاحف في مواجهة سلة مركبة من العملات، والمستقر stabilized^١، حتى انتهى الأمر بالإعلان عن التعويم الكامل للجنيه المصرى فى الثالث من نوفمبر ٢٠١٦.

٦- التوجه الرئيسى لأهداف السياسة النقدية:

فى أعقاب قرار تحرير سعر صرف الجنيه المصرى فى يناير ٢٠٠٣ تصاعد الترويج، على الصعيدين الأكاديمى والمصرفى، لفكرة أنه بعد تحرير سعر الصرف أصبح من المتعين أن يكون "استهداف التضخم" هو نقطة الارتكاز للسياسة النقدية^٢.

واكتسب هذا التوجه مزيدا من القوة مع صدور قانون البنك المركزى والجهاز المصرفى والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣. فقد نصت المادة الخامسة من هذا القانون على أن عمل البنك

^١ - انظر تطور تصنيف صندوق النقد الدولى لترتيبات سعر الصرف فى مصر منذ ٢٩ ديسمبر ٢٠٠٣ فى

IMF, Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2014 Article IV Consultation, February 2015, Annex Relations with the Fund, p. 3.

^٢ - لعل من أبرز الأمثلة فى هذا الشأن كتابات د. محمود أبو العيون - محافظ البنك المركزى الأسبق.

- انظر: البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢٤.

² - IMF Country Report no. 06/253, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation, July 2006, p. 3.

² - IMF Country Report no. 05/177, Arab Republic of Egypt: 2005 Article IV Consultation, June 2005, p. 6.

² - Articles of Agreement of International Monetary Fund.

www.imf.org/external/pubs/ft/aa/

^٢ - انظر تطور تصنيف صندوق النقد الدولى لترتيبات سعر الصرف فى مصر منذ ٢٩ ديسمبر ٢٠٠٣ فى :

IMF, Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2014 Article IV Consultation, February 2015, Annex Relations with the Fund, p. 3.

^٢ لعل من هدف النهائى للسياسة النقدية الجديدة للبنك المركزى هو العمل على المحافظة على استقرار الأسعار، فمعنى ذلك أن استقرار الأسعار هو المركز النقدي monetary anchor لتوقعات ارتفاع الأسعار والتضخم فى الاقتصاد المصرى" ، انظر فى ذلك: - محمود أبو العيون، تطورات السياسة النقدية فى جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية، المركز المصرى للدراسات الاقتصادية، ورقم عمل رقم (٧٨)، فبراير ٢٠٠٣، ص ٢٨
انظر أيضا: - احمد جلال، ماذا بعد تحرير سعر الصرف؟ المركزى المصرى للدراسات الاقتصادية، سلسلة آراء فى السياسة الاقتصادية، العدد ١٣، فبراير ٢٠٠٣.

- Mohamed Hasan, Can Monetary Policy Play an Effective Role in Egypt, ECES, Working Paper No. 84, June 2003.

المحاضرة التذكارية فى المركز المصرى للدراسات الاقتصادية :

- John Taylor, Monetary Policy in Emerging .

- Market Countries with Implications for Egypt, ECES, Distinguished Lecture Series 23, May 2005.

المركزي يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي في إطار السياسة الاقتصادية للدولة. كما نصت على قيام البنك المركزي بوضع أهداف السياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة، من خلال مجلس تنسيقى يشكل بقرار من رئيس الجمهورية^١.

وعلى الرغم أن هذا النص لا يحول دون تطرق السياسة النقدية إلى تبنى أهداف أخرى تتوخاها السياسة الاقتصادية للدولة، بجانب هدف تحقيق استقرار الأسعار، إلا أن التفسير المعلن من جانب البنك المركزي المصرى لهذا النص القانونى قد ظل حتى بداية عام ٢٠١٦ يتمثل في أن تحقيق استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسى للسياسة النقدية، و"الذى يتقدم على غيره من الأهداف"^٢.

وفى أعقاب أول اجتماع للمجلس التنسيقى، بعد إعادة تشكيله، فى ١٧ ديسمبر ٢٠١٥ أعلن البنك المركزي المصرى أنه قد تم الاتفاق بينه وبين الحكومة المصرية على "وضع برنامج يستهدف استقرار الاقتصاد الكلى من أجل تحفيز النمو الاقتصادى وزيادة الإنتاج المحلى وخلق فرص عمل"^٣. وتضمن البرنامج البنود الأساسية الآتية:

- البدء فى العمل على تخفيض عجز الموازنة العامة للدولة إلى مستويات مستدامة.
- المحافظة على استقرار الأسعار باستهداف معدلات تضخم لا تتجاوز العشرة فى المائة على المدى المتوسط.
- العمل على تقليص عجز الميزان التجارى من خلال وضع استراتيجية تهدف إلى دفع وزيادة الإنتاج المحلى لتغطية احتياجات السوق.
- المضى قدما فى تنفيذ الإصلاحات الهيكلية التى تستهدف زيادة الناتج المحلى الإجمالى غير التضخمى والتغلب على المعوقات التى تحد من زيادة الاستثمارات.
- و الواضح أن هذا البرنامج يكشف تحول الموقف المعلن للبنك المركزي من اعتبار تحقيق استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسى للسياسة النقدية و الذى يتقدم على غيره من الأهداف. حيث أصبح الهدف هو المشاركة فى تنفيذ برنامج يستهدف استقرار الاقتصاد الكلى من أجل تحفيز النمو الاقتصادى وخلق فرص عمل.

^١ - قانون البنك المركزي والجهاز المصرفى والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، مادة رقم ٥.

^٢ - انظر فى ذلك، البنك المركزي المصرى:

<http://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/GeneralDefinition.aspx> -

- تقرير عن انجازات البنك المركزي المصرى، مصدر سبق ذكره، ص ١١

^٣ - أعلن البنك المركزي هذا الاتفاق فى البيان الصحفى عن قرار لجنة السياسة النقدية فى ٢٤ ديسمبر ٢٠١٥. انظر:

<http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/MPC-Dec2015Ar.aspx>

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

وقد تأكد هذا التحول في مجموعة القرارات الصادرة عن البنك المركزي المصري في أعقاب اجتماع المجلس التنسيقي الثاني بتاريخ ١٠ يناير ٢٠١٦. حيث شملت تلك القرارات مجموعة من الضوابط تؤدي في مجموعها إلى الحد من تركيز البنوك على الائتمان الإستهلاكي وإقراض كبار العملاء، وإلزام البنوك بالتوسع في إقراض المشروعات الصغيرة والمتوسطة بأسعار فائدة مدعمة من جانب البنك المركزي المصري^١.

ويتسق هذا التطور من جانب البنك المركزي المصري مع ما تشير إليه بعض الدراسات من أن مراعاة أهداف النمو أو التشغيل، إلى جانب الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، لا يتنافى مع استقلالية البنوك المركزية. و أن وجود هدفين للسياسة النقدية يمنح استقلالية أكبر للبنك المركزي تتمثل في حرية اختيار الهدف الأولى بالرعاية في فترة معينة، بخلاف الحال عما إذا كان الهدف الوحيد والدائم هو الحفاظ على استقرار الأسعار^٢.

٧- تمهيد الطريق لتبنى منهجية استهداف التضخم:

أعلن البنك المركزي في يونيو ٢٠٠٥ عن وضع إطار جديد لإدارة السياسة النقدية لتمهيد الطريق رسمياً لتبنى منهجية استهداف التضخم في المدى متوسط الأجل، فور توافر المتطلبات الأساسية لذلك^٣.

ونشير هنا إلى أن النمط المتعارف عليه لمنهجية استهداف التضخم يتمثل في قيام البنك المركزي بالإعلان عن معدل التضخم المستهدف، والمدى الزمني الذي يلتزم به للعودة بمعدلات التضخم إلى هذا المستوى المستهدف. وتشير الأدبيات الخاصة بتلك المنهجية إلى أن معدل

^١ - انظر في ذلك :

- كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن نسبة قيمة الأقساط المستحقة إلى الدخل الشهري للفرد فيما يتعلق بمحفظة القروض لأغراض استهلاكية

<http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-debt-burden-ratioAr.aspx>

- كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن محافظ البنوك الائتمانية

<http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-credit-portfoliosAr.aspx>

- كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن تشجيع البنوك على منح القروض والتسهيلات للشركات والمنشآت الصغيرة والمتوسطة

<http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-banks-to-finance-SMEsAr.aspx>

^٢ - انظر :

Sylvester C. W. Eijff Inger & Jakob De Haan, The Political Economy of Central Bank Independence, International Finance Section, Department of Economics of Princeton University, Special Papers in International Economics, No. 1, 1996.

^٣ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوى ٢٠٠٤/٢٠٠٥، ص ٢٠

التضخم المستهدف يقاس عادة بمؤشر التضخم الأساسي الذى يستبعد أثر الصدمات المؤقتة على التضخم^١، مع السعى لتحقيق التطابق فى الأجل الطويل بين معدل التضخم العام ومعدل التضخم الأساسي المستهدف.

وفى هذا الإطار بدأ البنك المركزى المصرى منذ عام ٢٠٠٥ فى حساب مؤشر التضخم الأساسي الذى يستند إليه عند وضع السياسة النقدية وتحديد سعر الفائدة، إلا أنه لم يبدأ فى نشره إلا فى سبتمبر ٢٠٠٩، مؤكداً أنه لا يمثل بديلاً لمؤشر التضخم العام الذى يعبر عنه الرقم القياسى لأسعار المستهلكين، وأنه يحسب هذا المؤشر الجديد باستخدام نفس سلة السلع والخدمات الواردة فى الرقم القياسى لأسعار المستهلكين ولكن مع استبعاد السلع ذات الأسعار شديدة التقلب (وحددها بالخضر والفاكهة باستثناء البقول) والسلع والخدمات التى تتحدد أسعارها إدارياً من جانب الحكومة (كما فى حالة البنزين والسولار والمياه والكهرباء على سبيل المثال)، حيث أنها لا تشكل ضغوطاً تضخمية مستمرة فى الاقتصاد المصرى^٢.

وتجدر الإشارة إلى أنه طوال الفترة التى يغطيها البحث ظل البنك المركزى يعتبر أنه لا يزال فى الفترة الانتقالية، و لم يقم بإعلان معدل التضخم الذى تلتزم السياسة النقدية بعدم تجاوزه، أو المدى الزمنى اللازم لتحقيق هذا الهدف^٣. وحرص البنك المركزى على التأكيد بأن إدارة

^١ - تتمثل الحجج المثارة فى هذا الشأن عادة فيما يلى:

- أن صدمات العرض المؤقتة عادة ما تصحح نفسها بعد فترة ويعود مستوى الأسعار إلى ما كان عليه قبل الصدمة.
- أن صدمات العرض تتعلق بالأجل القصير فى حين أن البنوك المركزية تستهدف تحقيق استقرار الأسعار فى الأجل المتوسط.
- أنه لو تم أخذ صدمات العرض المؤقتة وما ينجم عنها من ارتفاع حاد فى معدلات التضخم فى الاعتبار لترتب على ذلك اتباع سياسة انكماشية أكثر مما يجب والإضرار بمستويات العمالة دون موجب حقيقى.
- أن ما يتم استبعاده هو فقط الأثر المباشر لصدمة العرض المؤقتة أما التداعيات التالية فيتم أخذها فى الاعتبار. فمثلاً إذا تم رفع سعر السولار بقرار إدارى فإن أثر هذا الارتفاع لن يظهر فى مؤشر التضخم الأساسى، إلا أنه إذا أدى رفع سعر السولار إلى ارتفاع تكاليف النقل ثم ارتفاع أسعار السلع التى يتم نقلها، فإن هذه السلسلة من الارتفاعات السعريّة ستعكس على المؤشر ويأخذها البنك المركزى فى الاعتبار.

^٢ - انظر البنك المركزى المصرى:

- التقرير السنوى، ٢٠٠٩/٢٠١٠، ص ٧

- مقياس التضخم <http://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/CoreInflation.aspx>

^٣ - تجدر الإشارة إلى أن البنك المركزى قد صرح فى ٦ يوليو ٢٠١٧، فور انتهاء أعمال بعثة المراجعة الأولى لقروض صندوق النقد الدولى، بأنه يستهدف تخفيض التضخم إلى ١٣% فى الربع الأخير من عام ٢٠١٨. ثم عاد فأعلن فى ١٧ أغسطس ٢٠١٧ أن معدل التضخم المستهدف هو ١٣% (+/- ٣%) فى الربع الأخير من عام ٢٠١٨ ومعدلات أحادية بعد ذلك. انظر: البيان الصحفى لقرارات لجنة السياسات النقدية فى يوليو، أغسطس، سبتمبر ٢٠١٧ على الموقع الإلكتروني للبنك المركزى المصرى www.cbe.org.eg.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

السياسة النقدية باستخدام منهجية استهداف التضخم يستلزم توافر مجموعة من المتطلبات الأساسية تتمثل في تخفيض عجز الموازنة العامة لكى تتواءم مع معدلات نمو اقتصادى غير تضخمى، والاستمرار فى تفعيل انتقال أثر أدوات السياسة النقدية من خلال الجهاز المصرفى، بالإضافة إلى تحسين الإحصاءات لمتغيرات الاقتصاد الكلى وعلى وجه الخصوص التضخم والناتج المحلى الإجمالى. كما حرص على التأكيد بأن استيفاء هذه المتطلبات يستلزم جهود جهات حكومية أخرى بخلاف البنك المركزى المصرى^١.

٨- تطور أدوات إدارة السياسة النقدية وسعر الصرف:

تتمثل الأدوات الرئيسية لإدارة السياسة النقدية، كما هو معروف، فى كل من سعر الفائدة ونسبة الاحتياطي القانونى وعمليات السوق المفتوحة، وذلك للتأثير فى الطلب الكلى. وقد شهدت هذه الأدوات قدرا كبيرا من التطور خلال فترة البحث على النحو التالى:

أ- أداة سعر الفائدة:

دشن البنك المركزى المصرى فى يونيو ٢٠٠٥ سعر فائدة الكوريدور، ليصبح منذ ذلك التاريخ هو سعر فائدة السياسة النقدية^٢. ويتمثل سعر الكوريدور فى سعر فائدة الإيداع والإقراض لدى البنك المركزى لمدة ليلة واحدة. وأعلن البنك المركزى أنه يقوم باستخدام سعر الكوريدور للتأثير على سعر فائدة المعاملات بين البنوك لليلة واحدة، وبالتالي على سعر فائدة معاملات تلك البنوك مع العملاء.. أى التأثير على سعر الفائدة فى السوق.

ب- عمليات السوق المفتوحة:

تستهدف عمليات السوق المفتوحة، كما هو معروف، قيام البنك المركزى بامتصاص أو ضخ سيولة إضافية لدى البنوك، للتأثير فى قدرتها على منح الائتمان. وقد شهدت الفترة منذ عام ٢٠٠٥ قيام البنك المركزى بطرح واستخدام العديد من الأدوات الجديدة لهذا الغرض، وقد تواتر بوجه خاص استخدام الأدوات التاليتين:

- اتفاقيات إعادة شراء Repo أذن الخزانة : وتستخدم تلك الآلية لضخ السيولة فى البنوك، وتتمثل فى قيام البنك المركزى بشراء أذن الخزانة لمدة محددة مقابل ثمن يمثل نسبة معينة من القيمة الحالية للأوراق المشتراة، مع التزام البنك البائع بإعادة الشراء فى نهاية المدة ويدفع المبلغ الذى سبق الحصول عليه بالإضافة إلى الفوائد التى تحدد

^١ - البنك المركزى المصرى، تقرير عن انجازات البنك المركزى المصرى، مصدر سبق ذكره، ص ١٥.

^٢ - البنك المركزى المصرى، بيان الساسة النقدية فى ٢ يونيو ٢٠٠٥ www.cbe.org.eg

سعرها لجنة السياسة النقدية. وفي بداية استخدام تلك الآلية كانت مدة الاتفاقية لا تتجاوز أسبوعاً^١، إلا أنه اعتباراً من يونيو ٢٠١٢ تم طرح اتفاقيات أطول أجلاً (٢٨ يوماً)^٢

- مزادات قبول الودائع: وبموجب تلك الآلية يحدد البنك المركزى حجم الودائع التى يرغب فى ربطها لديه وتاريخ وأجل استحقاقها، وتتقدم البنوك بعطاءاتها محددة الكمية التى تعرض إيداعها لديه وسعر الفائدة المقبول لها. ويتم انتهاء العملية بنهاية الكمية المعلن عنها^٣. وقد بدأ طرح تلك العطاءات لأول مرة فى سبتمبر ٢٠٠٢ و شكلت تدريجياً الأداة الرئيسية التى يلجأ البنك المركزى إلى تفعيلها كلما أراد امتصاص فائض السيولة لدى البنوك^٤، وهو ما انعكس على تنوع آجال العطاءات من فترة لأخرى. فقد تراوحت تلك الآجال فى عام ٢٠٠٢/٢٠٠٣ بين ٦ أيام و ٣٠ يوماً^٥، ومع إعادة تفعيل العطاءات فى عام ٢٠٠٧ تراوحت الآجال بين ٥ أيام و ٩ شهور^٦. واعتباراً من ابريل ٢٠١٣ اقتصر أجل العطاءات على ٧ أيام، واستمر الأمر على هذا النحو لعدة سنوات. إلا أنه مع إعلان قرار تعويم الجنيه المصرى فى ٣ نوفمبر ٢٠١٦ عاد البنك المركزى إلى طرح مزادات ودايع أطول أجلاً لمدد تصل إلى أكثر من أربعة شهور^٧.

ج- نسبة الاحتياطى القانونى:

تمثلت نسبة الاحتياطى القانونى الأداة الأقل استخداماً من بين أدوات السياسة النقدية خلال فترة البحث، وهو الأمر الذى يفسره البنك المركزى بتحويله إلى الاعتماد على "أسلوب الإدارة النقدية غير المباشرة" و "تكثيف استخدامه لآليات السوق المفتوحة"^٨. فقد ظلت نسبة الاحتياطى القانونى ثابتة عند مستوى ١٤ % منذ بداية الفترة وحتى عام ٢٠١٢ حين تم

^١ - انظر القواعد المنظمة لإجراء اتفاقيات إعادة الشراء على موقع البنك المركزى المصرى على شبكة الانترنت .

^٢ - قرارات لجنة السياسة النقدية بتاريخ ١٤ يونيو ٢٠١٢.

^٣ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢١.

^٤ - تمثلت الأدوات الأخرى فى العمليات العكسية لإعادة شراء أذون الخزانة Reverse Repos وعمليات البيع النهائى للأذون Outright Sale، كما حاول البنك المركزى فى عام ٢٠٠٥ إصدار أدوات جديدة، بعيداً عن اذون الخزانة، يتم بيعها بيعاً نهائياً للبنوك. و تمثلت تلك الأدوات فى "شهادات إيداع البنك المركزى" لآجال تصل إلى سنة، و"صكوك البنك المركزى المصرى" لآجال تزيد على سنة وتصل على سنتين، انظر البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٥/٢٠٠٦، ص ١٦

^٥ - البنك المركزى المصرى، المصدر السابق

^٦ - البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية مارس ٢٠٠٧، ص ٢

^٧ International Monetary Fund, IMF Country Report No. 17/17: Arab Republic of Egypt, January 2017, p. 9& 53.

^٨ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢١

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

تخفيضها إلى ١٠% وهو المستوى الذى ظل ثابتا حتى نهاية فترة البحث. إلا أنه يجب الإشارة إلى أن الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٦ قد شهدت محاولة استخدام آلية الإعفاء من نسبة الاحتياطي النقدى كوسيلة لحفز البنوك على التوسع فى إقراض المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وقد جرت المحاولة الأولى فى هذا الشأن فى ديسمبر ٢٠٠٨، فى إطار حزمة السياسات التحفيزية المتبناة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية^١. أما المحاولة الثانية فكانت فى يناير ٢٠١٦ فى إطار ما يعرف بمبادرة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة^٢.

أدوات إدارة سوق الصرف الأجنبي:

تمثلت أهم الآليات التي استحدثها البنك المركزي على طريق "تحرير سعر الصرف" والاقتراب من "سعر السوق" فيما يلى:

- تدشين سوق التعامل فيما بين البنوك للعملة الأجنبية (الإنترنت الدولارى) فى ديسمبر ٢٠٠٤، فى ظل اتفاق معلن وموقع بين البنوك المتعاملة فى هذا السوق. وتستهدف تلك الآلية استخدام الفوائض المتاحة لدى بعض البنوك لتغطية العجز لدى البعض الآخر وفقا لسعر الصرف الذى يتم الاتفاق عليه^٣.
- إضافة آلية العطاءات الدورية للنقد الأجنبي FX Auctions ابتداء من ٣٠ ديسمبر ٢٠١٢. وبموجب تلك الآلية يقوم البنك المركزي بطرح عطاءات دورية لبيع النقد الأجنبي وتتقدم إليه البنوك بعروضها محددة سعر الصرف الذى تقبل الشراء به، وفقا للعروض المسبقة التي حصلت عليها من عملائها^٤. وقد استمر استخدام تلك الآلية من جانب البنك المركزي المصري حتى تاريخ إعلان التعويم الكامل للجنيه المصري فى ٣ نوفمبر ٢٠١٦.

ثانيا: أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠١٠:

تحددت طبيعة السياسة النقدية المتبعة خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣-٢٠١٠ والنقلب ما بين توسعية أو تقييدية، فى ضوء كل من المتغيرات الرئيسية للاقتصاد الكلى وتوجهات

^١ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوى ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٢٣

^٢ - البنك المركزي المصري، كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن تشجيع البنوك على منح القروض والتسهيلات للشركات والمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

<http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-banks-to-finance-SMEsAr.aspx>

^٣ - البنك المركزي المصري، تقرير عن انجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري، مصدر سبق ذكره، ص ٦.

^٤ - المصدر السابق ص ٧.

السياسة الاقتصادية خلال تلك الفترة من جهة، وما تعرض له الاقتصاد المصري من صدمات داخلية وخارجية ذات أثر مباشر على كل من حصيللة النقد الأجنبي والمستوى العام للأسعار من جهة أخرى.

فعلى صعيد السياسات الاقتصادية، شهدت الفترة المذكورة توجهها واضحا لتبنى السياسة الاقتصادية النيوليبرالية. وتمثلت العناصر الرئيسية لتلك السياسة فى السعى لتوحيد وتحرير سعر الصرف، تحرير التجارة الخارجية، تحرير ميزان العمليات الرأسمالية، تخفيض دعم الطاقة، خفض معدلات الضريبة على الدخل، خصخصة المشروعات والبنوك العامة وتوسيع دور القطاع الخاص^١.

وعلى صعيد المؤشرات الاقتصادية الرئيسية اتسمت الفترة المذكورة بوجه عام، وحتى اندلاع الأزمة المالية العالمية فى عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩، باتجاه معدلات النمو الاقتصادي إلى الارتفاع، واتجاه عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى إلى الانخفاض، فضلا عن تحقيق فائض فى الميزان الكلى للمدفوعات (جدول رقم ١) .

ومن ناحية أخرى شهدت الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠١٠ مجموعة من الصدمات المحلية والخارجية ذات الأثر المباشر على كل من حصيللة النقد الأجنبي والمستوى العام للأسعار، ولعل من أبرز تلك الصدمات توحيد وتحرير سعر الصرف فى عام ٢٠٠٣، ارتفاع الأسعار العالمية للبترول والمواد الغذائية فى عام ٢٠٠٨، تصفية بعض محافظ الأوراق المالية للمستثمرين العرب والأجانب مع بداية أزمة الديون العقارية فى الولايات المتحدة الأمريكية خلال عام ٢٠٠٧ ثم انفجار الأزمة المالية العالمية فى الربع الأخير من عام ٢٠٠٨. هذا وسوف يتم تتبع أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠١٠، أخذا فى الاعتبار كل المعطيات السابقة، على النحو التالى:

١ - أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بهدف تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار:

يشير تتبع معدلات التضخم (مقاسا بالتغير فى الرقم القياسي لأسعار المستهلكين) خلال الفترة ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠٠٩/٢٠١٠ إلى أنها فى عديد من السنوات كانت تزيد قليلا عن معدلات النمو الحقيقي للناتج المحلى الإجمالى، إلا أن الفارق بين معدل التضخم ومعدل النمو الحقيقي للناتج المحلى الإجمالى قد اتسع ليتخذ شكل الموجة التضخمية فى كل من عام

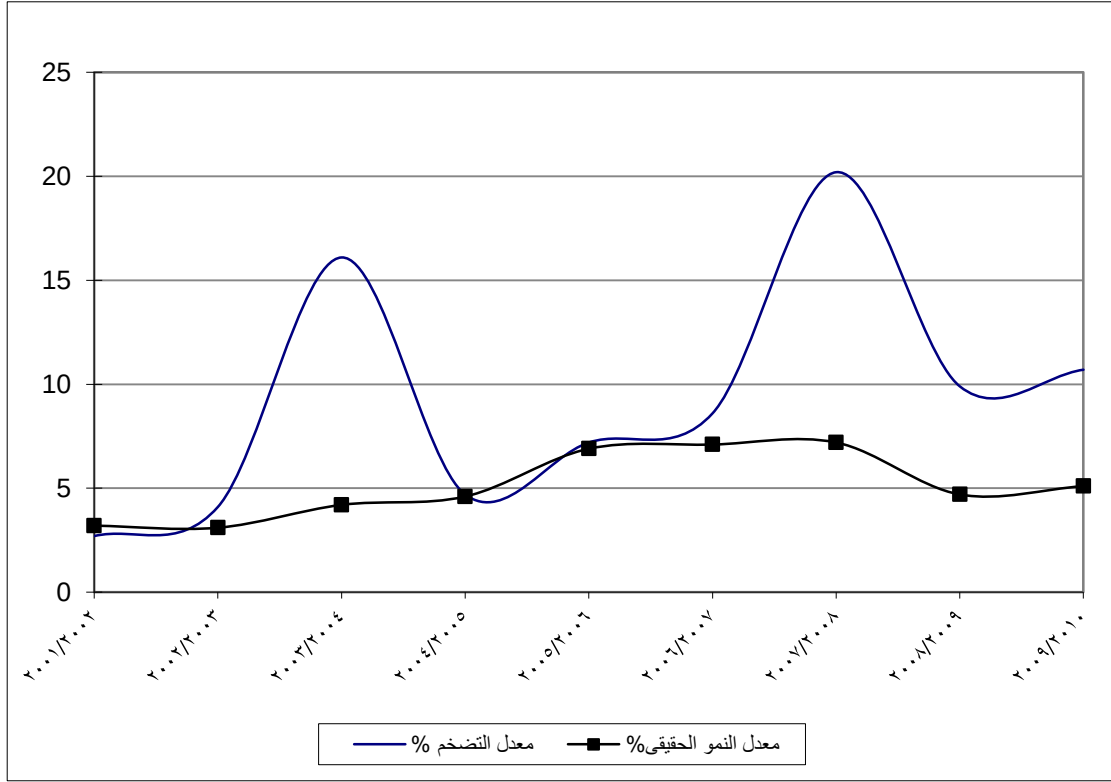
¹ - International Monetary Fund, Arab republic of Egypt Article IV Consultation Reports, June 2005, July 2006, December 2007& January 2009.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

٢٠٠٣/٢٠٠٤ و عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨، كما استمرت معدلات التضخم تمثل نحو ضعف معدل النمو الحقيقي خلال السنتين الماليتين التاليتين.

الشكل رقم (٢-١)

تطور معدلات التضخم ومعدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي
السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠



المصدر:

- وزارة التخطيط، تقارير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أعداد متفرقة.
- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

٢- الموجة التضخمية ٢٠٠٣/٢٠٠٤:

ترجع بداية الموجة التضخمية التي شهدتها الاقتصاد المصري في عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ إلى تداعيات قرار تحرير سعر الصرف في ٢٩ يناير ٢٠٠٣. حيث أدى هذا القرار إلى تراجع قيمة الجنيه المصري بنحو ٢٣.٣% بحيث بلغ المتوسط المرجح لسعر الدولار في نهاية يونيو ٢٠٠٣ نحو ٦٠٣.٢ قرشا مقابل ٤٦٢.٦ قرشا في نهاية يونيو ٢٠٠٢^١، مع استمرار وجود فجوة بين سعر الصرف في داخل البنوك وفي السوق الموازية بما يزيد على ١٥%^٢. وانعكست

^١ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢٤

^٢ - IMF Country Report no. 05/177, Arab Republic of Egypt: 2005 Article IV consultation, June 2005, p. 6.

تلك المعطيات على المستوى العام للأسعار ليرتفع معدل التضخم مقاسا بالتغير فى الرقم القياسى لأسعار المستهلكين من ٢.٧% فى نهاية يونيو ٢٠٠٢ إلى ٤.١% فى نهاية يونيو ٢٠٠٣ ثم إلى ١٦.١% فى نهاية يونيو ٢٠٠٤.

وتمثلت التوجهات الأساسية للسياسة النقدية أمام تلك الموجة التضخمية فيما يلى:
- الإبقاء على أسعار الفائدة عند نفس المستويات والاعتماد على وجود فارق إيجابى لصالح أسعار الفائدة على الجنيه المصرى مقارنة بالعملات الأجنبية كسبيل لخلق طلب على الجنيه المصرى وحفز عملية الدولار العكسية.

- تركيز احتياطات النقد الأجنبى وتعقيم أثر السيولة الناجمة عن ذلك بالعملة المحلية.
- استخدام أدوات السوق المفتوحة لامتناس فائض السيولة المتوافر لدى البنوك للحيلولة دون انخفاض أسعار الفائدة ولضبط معدلات التوسع فى الائتمان المحلى. وتجدر الإشارة إلى أن رصيد السيولة التى تم امتناسها من البنوك قد ارتفع من ٦.٣ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠٠٣ إلى نحو ٧٢.٤ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠٠٥. وأدى التحسن التدريجى فى قيمة الجنيه المصرى^١، واستمرار امتناس فائض السيولة لدى البنوك، وبدء تراجع العجز الكلى للموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى^٢، إلى تراجع معدلات التضخم لتقتصر على ٤.٧% فى يونيو ٢٠٠٥ ولتقترب من معدل النمو الحقيقى للناتج المحلى فى ذات التاريخ والذى بلغ ٤.٥%.

^١ - بيانات الجهاز المركزى للتعبئة العامة والإحصاء المنشورة فى التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى ٢٠٠٣/٢٠٠٢، ص ٧١.

^٢ - يرجع جزء من هذه القفزة إلى قيام الجهاز المركزى للتعبئة العامة والإحصاء إلى إعداد سلسلة للأرقام القياسية لسعار المستهلكين اتخذ فيها الوسط الحسابى لأسعار شهور السنة المالية ٢٠٠٢/٩٩ أساس جديد وتم نشر اعتبارا من سبتمبر ٢٠٠٥، انظر فى ذلك: البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية سبتمبر ٢٠٠٦، ص ١٩.

^٣ - توزعت تلك المبالغ بين ٣٥.٥ مليار جنيه عمليات عكسية لإعادة شراء أذون الخزنة Reverse Repos و ١.٩ مليار بيع نهائى للأذون Outright Purchase و ٣٥ مليار جنيه ربط ودائع. انظر البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٥/٢٠٠٦، ص ١٦.

^٤ - بلغ سعر الصرف فى نهاية يونيو ٢٠٠٥ نحو ٥٨٠ قرشا للدولار مقابل ٦١٩ قرشا للدولار فى نهاية يونيو ٢٠٠٤ و ٦٠٣ قرشا فى نهاية يونيو ٢٠٠٣.

^٥ - تراجع العجز الكلى للموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى من ١٠.٥% خلال عام ٢٠٠٢/٢٠٠٣ ليدير حول ٩.٥% خلال عامى ٢٠٠٣/٢٠٠٤ و ٢٠٠٤/٢٠٠٥. انظر: وزارة المالية، التقرير المالى الشهرى، ديسمبر ٢٠٠٧.

٣- الموجة التضخمية ٢٠٠٧/٢٠٠٨

برزت تلك الموجة التضخمية خلال السنة المالية ٢٠٠٧/٢٠٠٨ وبلغت ذروتها خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩. وقد بدأت تلك الموجة التضخمية كنتيجة أساسية للارتفاع المستمر في الأسعار العالمية للمواد الغذائية وخاصة الحبوب والزيوت اعتباراً من نوفمبر ٢٠٠٧، وتعديل الأسعار الإدارية للمنتجات البترولية في مصر (بعد الزيادة الضخمة في الأسعار العالمية للبترول). وأدت تلك العوامل إلى تصاعد معدلات التضخم حيث قفزت من ٦.٩% في نهاية ديسمبر ٢٠٠٧ إلى ١٠.٥% في نهاية يناير ٢٠٠٨ ثم ١٢.١% في نهاية فبراير ٢٠٠٨، ليعلن البنك المركزي أن هذه المستويات للتضخم "تتجاوز الحدود المقبولة" لديه^١.

ولمواجهة التوقعات باستمرار تصاعد الأسعار العالمية للمواد الغذائية فضلاً عن تداعيات رفع أسعار المنتجات البترولية على الصعيد المحلي بدأ البنك المركزي سلسلة من الزيادات المتتالية في سعر فائدة الكوريدور للإيداع والإقراض لليلة واحدة ليرتفع من ٨.٧٥% - ١٠.٧٥% في يناير ٢٠٠٨ إلى ١١.٥% - ١٣.٥% في سبتمبر ٢٠٠٨، ويستمر عند هذه المستويات حتى فبراير ٢٠٠٩^٢. كما نشطت عمليات امتصاص فائض السيولة المتوافرة لدى البنوك باستخدام مزادات ربط الودائع كأداة رئيسية. وبلغ رصيد السيولة التي قام البنك المركزي بامتصاصها في نهاية يونيو ٢٠٠٨ نحو ١٨٢.٧ مليار جنيه مقابل نحو ١٦٣.٦ في نهاية يونيو ٢٠٠٧. وكان المفترض أن تنعكس هذه السياسة النقدية الانكماشية على اتجاه معدلات التضخم إلى الانخفاض، خاصة مع استمرار الارتفاع في قيمة الجنيه المصري^٣، واستمرار التراجع في عجز الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي^٤ فضلاً عن اتجاه أسعار

^١ - بيان لجنة السياسة النقدية في فبراير ٢٠٠٨.

^٢ - التقرير السنوي للبنك المركزي المصري ٢٠٠٧/٢٠٠٨، ص ١٤

^٣ - التقرير السنوي للبنك المركزي المصري ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ١٥

^٤ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ١٦.

^٥ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٦/٢٠٠٧، ص ١٣.

^٦ - ارتفعت قيمة الجنيه المصري ليلبلغ سعر الصرف في نهاية يونيو ٢٠٠٨ نحو ٥٣٥ قرشا مقابل ٥٧١ قرشا في نهاية يونيو ٢٠٠٧، و ٥٧٧ قرشا في نهاية يونيو ٢٠٠٦. انظر، التقارير السنوية للبنك المركزي المصري عن السنوات المالية المذكورة.

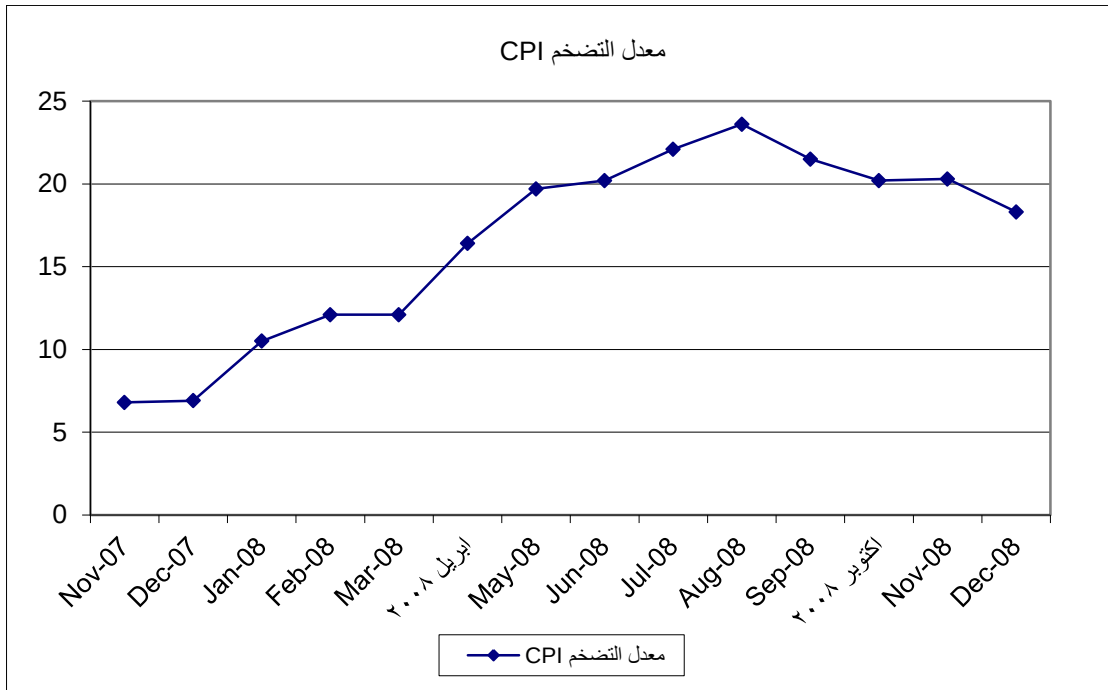
^٧ - تراجعت نسبة العجز الكلي للموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠٠٨ لتبلغ ٦.٨% مقابل ٧.٥% في نهاية يونيو ٢٠٠٧ و ٨.٢% في نهاية يونيو ٢٠٠٦. انظر بيانات وزارة المالية المنشورة في التقارير السنوية للبنك المركزي عن السنوات المالية المذكورة.

العالمية للمواد الغذائية إلى التراجع خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٨. إلا أن معدلات التضخم استمرت في الارتفاع لتصل إلى ٢٣.٦% في نهاية أغسطس ٢٠٠٨، كما ظلت تزيد على ٢٠% حتى نوفمبر ٢٠٠٨، كما يتضح من الشكل رقم (٢-٢).

وفيما يعد بمثابة اعتراف من الحكومة بأن السياسة النقدية الانكماشية، وحدها، لم تكن تكفي لمواجهة تلك الموجة التضخمية شهدت الفترة يناير ٢٠٠٨ - سبتمبر ٢٠٠٩ صدور سبعة قرارات وزارية من جانب وزارة التضامن الاجتماعي لزيادة أعداد وفئات المستفيدين من دعم السلع الغذائية وزيادة كمية السلع المدعمة التي يتم توزيعها على البطاقات التموينية^١.

الشكل رقم (٢-٢)

تطور معدلات التضخم خلال الفترة (نوفمبر ٢٠٠٧ - ديسمبر ٢٠٠٨)



المصدر: البنك المركزي المصري - النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة، بيانات لجنة السياسة النقدية، أعداد متفرقة.

٤- أثر اندلاع الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩

أضاف اندلاع الأزمة المالية العالمية خلال الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ بعداً جديداً للتحديات التي واجهت السياسة النقدية فيما يتعلق بتحقيق هدف استقرار الأسعار. فالالاقتصاد المصري كان يعاني بالفعل من ارتفاع معدلات التضخم والتي بلغت أعلى مستوياتها في

^١ - انظر قائمة بتفاصيل تلك القرارات في:

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

أغسطس ٢٠٠٨، كما سلفت الإشارة. كما أدت الأزمة وما اقترن بها من زعر في أسواق المال إلى تسارع حركة تدفقات النقد الأجنبي إلى الخارج من خلال استثمارات المحفظة. وقد بلغت قيمة تلك التدفقات العكسية خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠٠٩ نحو ٩٢ مليار دولار، منها نحو ٧١ مليار دولار استثمارات الأجانب في أذون الخزانة المصرية^١. وازدادت وطأة الأمر بتسجيل ميزان المدفوعات عجزا إجماليا بنحو ٣٤ مليار دولار^٢.

ومن ناحية أخرى أسفرت تداعيات الأزمة العالمية عن تراجع معدلات النمو الاقتصادي لتقتصر في نهاية السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ على ٧٤٪ مقابل ٧١٪ خلال السنة المالية السابقة، وتصاعدت المطالبات من جانب رجال الأعمال وبعض أعضاء المجموعة الاقتصادية في الحكومة بتخفيض سعر الفائدة كوسيلة لتخفيض تكلفة الإنتاج، وحفز الاستثمار الخاص، ومواجهة التراجع في معدلات النمو.

ويشير تتبع أداء السياسة النقدية في مواجهة تلك التحديات إلى أنها قد تمثلت فيما يلي:

- التركيز على إدارة سعر صرف الجنيه المصري، كوسيلة رئيسية للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار. حيث حرص البنك المركزي على بيع النقد الأجنبي للبنوك، لتوفير السيولة اللازمة لمواجهة طلبات السحب بالعملية الأجنبية من جانب العملاء^٣. ويمارس هذا الإجراء أثره في تخفيف حدة الارتفاع في المستوى العام للأسعار عبر قناتين، الأولى هي الحيلولة دون حدوث انخفاض حاد في قيمة الجنيه المصري، والثانية هي سحب سيولة بالعملية المحلية من البنوك مقابل مشترياتها للنقد الأجنبي.
- محاولة تحقيق التوازن بين تحقيق استقرار الأسعار من جهة، ومواجهة التراجع في معدلات النمو من جهة أخرى، وذلك من خلال:
- أ- استخدام أداة نسبة الاحتياطي القانوني لمحاولة حفز البنوك على التوسع في إقراض المشروعات الصغيرة والمتوسطة^٤.

ب- الاتجاه اعتبارا من فبراير ٢٠٠٩ إلى التخفيض المتوالى لسعر فائدة الكوريدور، في ظل توقعات بتراجع معدلات التضخم وتماسك سعر صرف الجنيه المصري^١. وانتسق

^١ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٦٩

^٢ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٦٨

^٣ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ١٦

^٤ - تم في ديسمبر ٢٠٠٨ إعفاء البنوك التي تمنح قروضا وتسهيلات ائتمانية للشركات والمنشآت الصغيرة والمتوسطة من نسبة الاحتياطي البالغة ١٤٪، وذلك في حدود ما يتم منحه من قروض، انظر في ذلك :

www.cbe.org.eg/public/CBEBODdecree2408

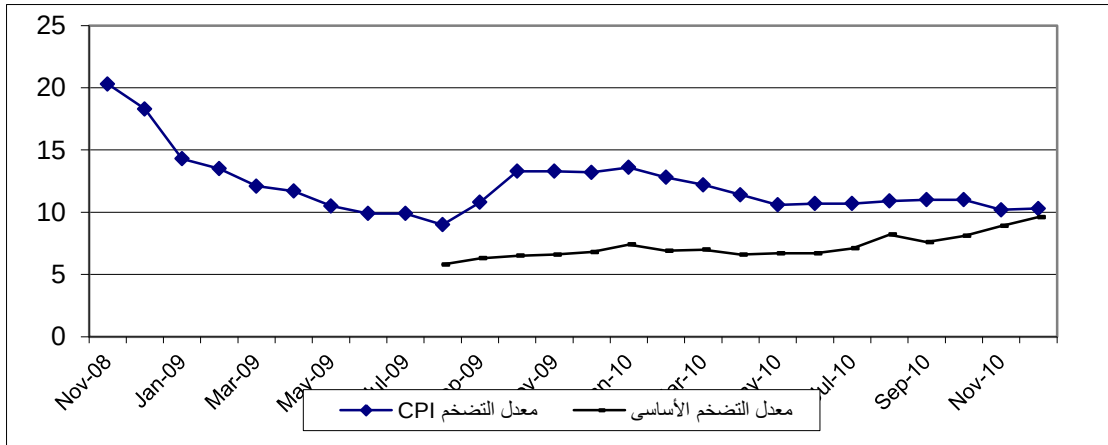
هذا التوجه مع إعلان الحكومة عن ضخ استثمارات عامة إضافية قدرها ١٠ مليار جنيه خلال عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ فى إطار خطة للتحفيز وتعويض جانب من التراجع فى الاستثمار الخاص.^٢

ومع عودة ميزان المدفوعات إلى تحقيق فائض كنتيجة أساسية لتدفقات استثمارات المحفظة^٣، عاد البنك المركزى إلى سياسة تركيز احتياطات النقد الأجنبى وتنشيط مزادات الودائع لامتناس ما ينجم عن ذلك من آثار توسعية. وفى إطار تلك السياسة تصاعد الرصيد القائم للسيولة التى قام البنك المركزى بامتصاصها فى إطار عمليات السوق المفتوحة ليبلغ نحو ١١٤.٩ مليار جنيه فى نهاية ديسمبر ٢٠١٠ مقابل ١٠٠.٥ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠١٠ و ٨٢.٩ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠٠٩.^٤

وقد أسفر سعى السياسة النقدية لتحقيق التوازن بين هدفى تحقيق استقرار الأسعار وحفز معدلات الاستثمار، عن التراجع التدريجى فى معدلات التضخم لتتخف من ٢٠% فى المتوسط خلال النصف الثانى من عام ٢٠٠٨، إلى نحو ١١% فى المتوسط خلال النصف الثانى من عام ٢٠١٠، وذلك على النحو الموضح فى الشكل رقم (٣).

الشكل رقم (٣-٢)

تطور معدلات التضخم خلال الفترة نوفمبر ٢٠٠٨ - ديسمبر ٢٠١٠



المصدر: البنك المركزى المصرى: النشرة الإحصائية الشهرية، اعداد متفرقة

^١ - تراجع سعر فائدة الكوريدور من ١١.٥% - ١٣.٥% فى فبراير ٢٠٠٩ إلى ٨.٢٥% - ٩.٧٥% فى نهاية سبتمبر ٢٠٠٩. البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠١٠/٢٠١١، ص ١٠.

^٢ - وزارة التخطيط، تقرير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية خلال عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨، ص ٣١.

^٣ - تحول الميزان الكلى لميزان المدفوعات من عجز ٣.٤ مليار دولار خلال عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ إلى فائض ٣.٤ مليار دولار فى عام ٢٠١٠/٢٠٠٩. انظر المصدر السابق ص ٦٩.

^٤ - البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية، مارس ٢٠١١، ص ٢٢

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- تقرير التحليل الشهري للتضخم، اعداد متفرقة

ويشير الشكل رقم (٣) مجموعة من الملاحظات الهامة تتمثل فيما يلي:

- أن معدلات التضخم العام لم تعد على الإطلاق إلى مستويات ما قبل اندلاع الموجة التضخمية في نهاية عام ٢٠٠٧، حيث ظلت تدور حول ١١% في المتوسط.
- أن معدلات التضخم حتى بعد انخفاضها كانت تتجاوز ضعف معدلات النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي والتي لم تتجاوز ٤.٧% خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠٠٩ ثم ٥.١% في نهاية يونيو ٢٠١٠.

ورغم الفجوة الكبيرة بين معدلات التضخم العام ومعدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، فإن البنك المركزي المصري كان يعتبر أنه قد نجح في تحقيق استقرار الأسعار، طالما ظلت معدلات التضخم الأساسي^١ تتراوح بين ٦% - ٨%، معلنا أن هذه المعدلات تعد "في الحدود المقبولة لديه".

ويعنى هذا ببساطة أن البنك المركزي يرى أن التضخم المدفوع بصدمات العرض وارتفاع التكاليف هو أمر خارج نطاق مسؤوليته.

٥- أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الدولية:

يصف صندوق النقد الدولي نظام الصرف المطبق في مصر خلال معظم سنوات الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠ بأنه "نظام للتعويم المدار بدون تحديد مسبق للمسار"^٢ managed float with no pre-determined path. ففي ٢٩ يناير ٢٠٠٣ أعلن البنك المركزي المصري إلغاء العمل بالسعر المركزي للدولار، وترك الحرية للبنوك لتحديد أسعار البيع والشراء للنقد الأجنبي في إطار السوق الحرة للصرف^٣. وجاء هذا القرار في أعقاب موجات متصلة من

^١ - بدأ البنك المركزي المصري منذ عام ٢٠٠٥ في حساب مؤشر التضخم الأساسي الذي يستند إليه عند وضع السياسة النقدية وتحديد سعر الفائدة، إلا أنه لم يبدأ في نشره إلا في سبتمبر ٢٠٠٩، مؤكدا أنه لا يمثل بديلا لمؤشر التضخم العام الذي يعبر عنه الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، وأنه يحسب هذا المؤشر الجديد باستخدام نفس سلة السلع والخدمات الواردة في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين ولكن مع استبعاد السلع ذات الأسعار شديدة التقلب (وحددها بالخضر والفاكهة باستثناء البقول) والسلع والخدمات التي تتحدد أسعارها إداريا من جانب الحكومة (كما في حالة البنزين والسيارات والمياه والكهرباء على سبيل المثال)، حيث أنها لا تشكل ضغوطا تضخمية مستمرة في الاقتصاد المصري.

^٢ - انظر:

- IMF Country Report no. 06/253, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation, July 2006, p. 3.

- IMF Country Report no. 10/94, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation, April 2010, p. 1.

^٣ - انظر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢٤.

المضاربات على الجنيه المصرى على مدى أكثر من عامين، وتخفيضات متوالية فى سعر الصرف الرسمى لمحاولة اللحاق بالسعر فى السوق السوداء^١.

وتمثل الأثر المباشر لتحرير سعر الصرف فى تراجع قيمة الجنيه المصرى بنحو ٢٣.٣% بحيث بلغ المتوسط المرجح لسعر الدولار فى نهاية يونيو ٢٠٠٣ نحو ٦٠٣.٢ قرشا مقابل ٤٦٢.٦ قرشا فى نهاية يونيو ٢٠٠٢^٢، مع استمرار وجود فجوة بين سعر الصرف فى داخل البنوك وفى السوق الموازية يزيد على ١٥%^٣.

واعتبار من النصف الثانى من عام ٢٠٠٤ برزت المعالم الأساسية لتوجهات السياسة النقدية فى إدارة سوق الصرف الأجنبى، والتي تمثلت فيما يلى:

- الاتفاق مع البنوك على طرح أوعية ادخارية متوسطة الأجل بالجنيه المصرى بأسعار فائدة مرتفعة كسبيل لخلق طلب على الجنيه المصرى وتشجيع الأفراد على التنازل عن النقد الأجنبى وحفز عملية الدورة العكسية^٤.
- الاعتماد المتزايد على وجود فارق إيجابى ملموس فى سعر الفائدة لصالح الجنيه المصرى كوسيلة لاجتذاب تدفقات النقد الأجنبى عبر الاستثمار فى أدون الخزانة (استثمارات المحفظة).
- تدشين سوق التعامل فيما بين البنوك (الانترينك) بالعملة الأجنبية، فى ظل اتفاق معلن وموقع بين البنوك المتعاملة فى السوق، بما يساعد على زيادة عرض النقد الأجنبى المتاح لتلك البنوك لتلبية احتياجات عملائها، والحد بالتالى من التقلبات العنيفة فى سعر الصرف.
- العمل على شراء وتركيب احتياطات النقد الأجنبى كلما كان هناك فائض فى سوق الصرف، وهو الأمر الذى بدأ يتحقق مع وجود فائض فى ميزان المدفوعات اعتبارا من السنة المالية ٢٠٠٤/٢٠٠٥، وحتى اندلاع الأزمة المالية العالمية فى عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩.

^١ - لمزيد من التفاصيل حول تلك الفترة انظر: خالد عبد الوهاب البندارى، تأثير التغير فى أسعار صرف الجنيه المصرى على الاقتصاد المصرى، اتحاد الغرف العربية، أكتوبر ٢٠١٦، ص ١٣-١٦.

^٢ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٢/٢٠٠٣، ص ٢٤

^٣ - IMF Country Report no. 05/177, Arab Republic of Egypt: 2005 Article IV consultation, June 2005, p. 6.

^٤ - البنك المركزى المصرى، تقرير عن انجازات مجلس إدارة البنك المركزى المصرى، مصدر سبق ذكره، ص ٦.

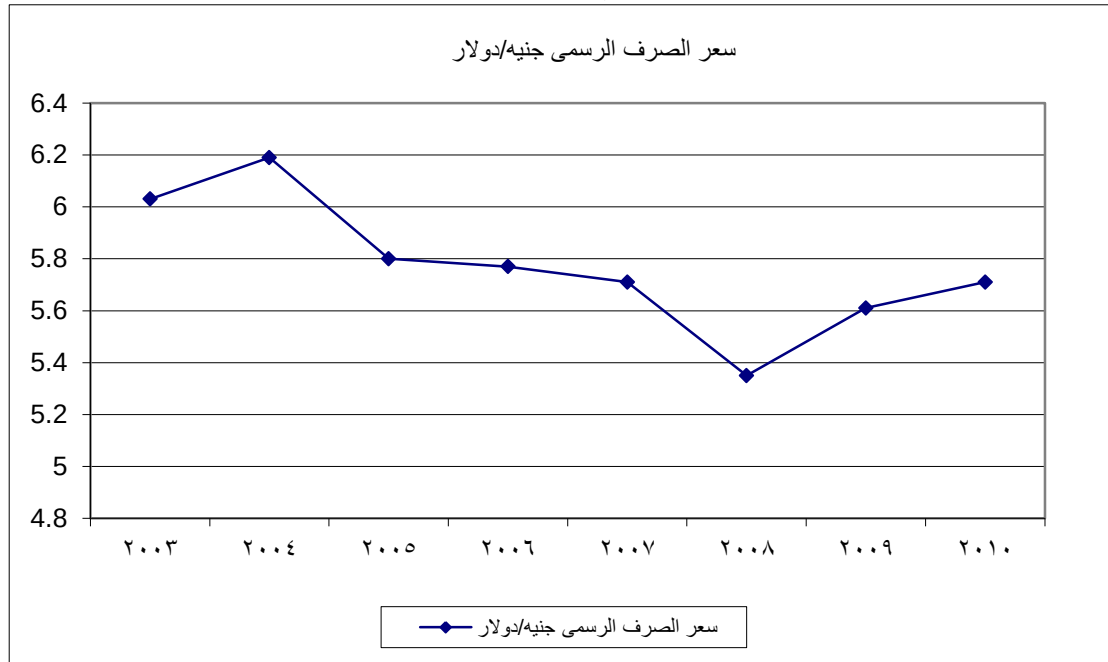
تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

ونبادر إلى القول بأن الفائض المحقق في ميزان المدفوعات خلال الفترة المذكورة كان يعزى بالكامل إلى تحويلات المصريين العاملين في الخارج، وميزان العمليات الرأسمالية والمالية ، لاسيما في ظل الأثر الكبير لعمليات الخصخصة و اكتتابات الأجانب في أدون الخزنة على كل من صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، وصافي استثمارات المحفظة^١. أما ميزان التجارة وميزان العمليات الجارية بدون التحويلات فقد حققا عجزا مستمرا طوال سنوات الفترة، وذلك على النحو الموضح في الجدول رقم (٢).

وقد أسفرت التطورات سالفة الذكر لميزان المدفوعات عن ارتفاع قيمة الجنيه المصري أمام الدولار بشكل مستمر منذ عام ٢٠٠٥ و حتى اندلاع الأزمة المالية العالمية خلال السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩. حيث تراجع سعر صرف الدولار من ٦.٢١ جنيها في يونيو ٢٠٠٤ إلى ٥.٣٥ جنيها في يونيو ٢٠٠٨، وذلك كما يتضح من الرسم البياني رقم (٤).

الشكل رقم (٢-٤)

تطور سعر الصرف الرسمي السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠



المصدر: البنك المركزي المصري:

- التقرير السنوي، أعداد متفرقة، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة

^١ - يلاحظ أن جداول ميزان المدفوعات في التقارير السنوية للبنك المركزي منذ عام ٢٠٠٥/٢٠٠٤ تتضمن حاشية على بند صافي الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه "يشتمل على استثمار أجنبي مباشر في قطاع البترول وحصيلة بيع شركات محلية لمستثمرين أجانب"، بالإضافة إلى حاشية على بند صافي استثمارات المحفظة بأنه "يشمل تعاملات الأجانب في أدون الخزنة وشهادات الإيداع المصرية".

إلا أن اندلاع الأزمة المالية العالمية خلال الربع الأخير من عام ٢٠٠٨، وما اقترن بها من زعر فى أسواق المال، قد أدى إلى تسارع حركة تدفقات النقد الأجنبى إلى الخارج من خلال استثمارات المحفظة. وقد بلغت قيمة تلك التدفقات العكسية خلال السنة المالية المنتهية فى يونيو ٢٠٠٩ نحو ٩٢ مليار دولار، منها نحو ٧١ مليار دولار استثمارات الأجانب فى أذون الخزانة المصرية^١. وازدادت وطأة الأمر بتسجيل ميزان المدفوعات عجزا إجماليا بنحو ٣٤ مليار دولار^٢.

وتمثل أداء البنك المركزى حيال تلك الأزمة فى القيام ببيع النقد الأجنبى للبنوك، فى إطار عمليات السوق المفتوحة، لتوفير السيولة اللازمة لمواجهة طلبات السحب بالعملة الأجنبية من جانب العملاء^٣، والسماح ببعض الانخفاض فى قيمة الجنيه المصرى، مع الحيلولة دون انهيار سعر صرفه.

وقد ساعدت هذه السياسة، التى يصنفها صندوق النقد الدولى ضمن ترتيبات سعر الصرف الزاحف^٤ Crawl-like Arrangement، على الحيلولة دون انهيار قيمة الجنيه المصرى، ليقصر الانخفاض فى سعر صرفه أمام الدولار على ٤٦% خلال عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ثم بنحو ١.٨% خلال عام ٢٠٠٩/٢٠١٠^٥، مسجلا ٥.٧١ قرشا فى نهاية يونيو ٢٠١٠ مقابل ٥.٣٥ قرشا فى نهاية يونيو ٢٠٠٨.

٦- إدارة الاحتياطيات الدولية:

مثل السعى إلى الإفادة من فائض ميزان العمليات الرأسمالية والمالية فى تركيب الاحتياطيات الدولية أحد المكونات الرئيسية للسياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠، كما سلفت الإشارة. وقد أسفرت هذه السياسة عن ارتفاع صافى الاحتياطيات الدولية من ١٤.٨ مليار دولار فى نهاية يونيو ٢٠٠٣ إلى نحو ٣٦٠ مليار دولار فى ديسمبر ٢٠١٠، بما يغطى نحو

^١ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٦٩

^٢ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٦٨

^٣ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ١٦

^٤ - IMF, Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2014 Article IV

Consultation, February 2015, Annex Relations with the Fund, p. 3.

^٥ - يلاحظ عودة ميزان المدفوعات للتحسن التدريجى خلال السنة المالية المنتهية فى يونيو ٢٠١٠ محققا فائضا بنحو ٣٤ مليار دولار، إلا أن الفائض المحقق كان يرجع بالكامل إلى ميزان العمليات الرأسمالية وعلى وجه الخصوص تدفقات صافى استثمارات الحافظة التى تحولت من سالب ٩٢ مليار دولار فى ٢٠٠٨/٢٠٠٩ إلى تدفقات صافية للداخل بنحو ٨٩ مليار دولار فى عام ٢٠٠٩/٢٠١٠، منها ٥ مليار دولار استثمارات الأجانب فى أذون الخزانة. انظر البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠٠٩/٢٠١٠، ص ٧٠

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

٨.٥ شهرا من الواردات السلعية، وبما يكفل تغطية القروض قصيرة الأجل عدة مرات، حيث اقتصرت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى صافى الاحتياطيات الدولية في نفس التاريخ على نحو ٨.٧%، وذلك على النحو الموضح في الجدول رقم (٣).

وتشير تقارير البنك المركزي المصري إلى أن استراتيجية إدارة الاحتياطيات الدولية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٠ كانت تقوم على العناصر الرئيسية التالية^١:

- توزيع احتياطيات النقد الأجنبي على عملات أخرى بجانب الدولار الأمريكي وذلك وفقا لعدد من المحددات منها تركيبة الدين الخارجى لمصر وعملات أهم الشركاء التجاريين لها.
- توزيع استثمارات الاحتياطي على عدة محافظ بأجال وأهداف مختلفة تراعى التوازن بين المخاطر والعائد.
- الاستعانة بمديرى استثمار عالميين لإدارة جزء من الاحتياطي، وفقا للضوابط المحددة من قبل مجلس إدارة البنك لمركزى، بالإضافة إلى مؤسسة دولية لحفظ الأوراق المالية.
- الاستعانة بمستشار استثمار عالمى، والحصول على الدعم الفنى من جانب البنك الدولى فى مجال إدارة المخاطر وتطوير البنية الأساسية والتدريب.

ويشير البنك المركزى فى تقاريره إلى أن هذه السياسة الاستثمارية للاحتياطيات الدولية قد أدت إلى تحقيق معدل عائد سنوى بنحو ٤.١% فى المتوسط مقابل نحو ٣.٥% فقط كعائد على الودائع فى المتوسط^٢.

ولا شك فى أن تركيب الاحتياطيات الدولية قد ساعد على تدبير الموارد اللازمة لمواجهة تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج خلال الأزمة المالية العالمية، وساعد بالتالى على عدم انهيار قيمة الجنيه المصري^٣. إلا أن المؤكد أن هذه الأزمة نفسها قد أوضحت بلاء خطورة الاعتماد على تدفقات المحفظة كمصدر لتركيب الاحتياطيات الدولية.

^١ - لمزيد من التفاصيل فى هذا الشأن انظر البنك المركزى المصرى:

- تقرير عن انجازات مجلس إدارة البنك المركزى المصرى، مصدر سبق ذكره، ص ٩-١٠.

- التقرير السنوى ٢٠٠٤/٢٠٠٥، ص ٣٥-٣٦.

^٢ - تقرير عن انجازات مجلس إدارة البنك المركزى المصرى، مصدر سبق ذكره، ص ١٠.

^٣ - تمثلت التكلفة الأساسية لهذه السياسة فى انخفاض الاحتياطيات الدولية الرسمية بأكثر من ٣ مليار دولار لتقتصر على ٣١ مليار دولار فى نهاية يونيو ٢٠٠٩ مقابل ٣٤٦ مليارا فى نهاية يونيو ٢٠٠٨. انظر البنك المركزى المصرى،

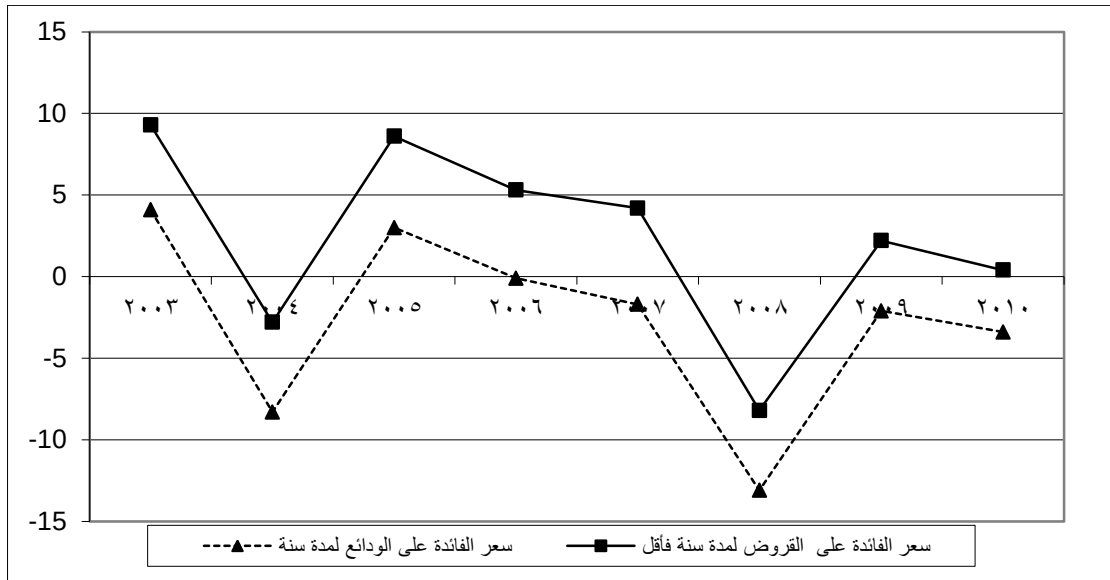
النشرة الإحصائية الشهرية، يناير ٢٠١١، ص ٦٠

٧- أداء الجهاز المصرفي فيما يتعلق بتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار:

على الرغم أن الودائع تمثل المصدر الرئيسي الذي تعتمد عليه البنوك في مصر لتوفير الموارد اللازمة لتمويل نشاطها^١، فإن أداء الجهاز المصرفي خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠ يؤكد أن تعبئة المدخرات واجتذابها للبنوك لم يكن على سلم أولويات السياسة النقدية. حيث يشير أداء تلك السياسة إلى أن أسعار الفائدة الحقيقية على كل من الودائع والقروض كانت تتجه بوجه عام إلى الانخفاض، خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠، وأنها كانت سالبة في معظم السنوات فيما يتعلق بالودائع كما كانت سالبة أو قريبة من الصفر في بعض السنوات فيما يتعلق بالقروض. محور اهتمام السياسة النقدية إذن كان المقترض وليس المودع.

شكل رقم (٢-٥)

تطور متوسط أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع والقروض السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠



المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

٨- تعبئة المدخرات:

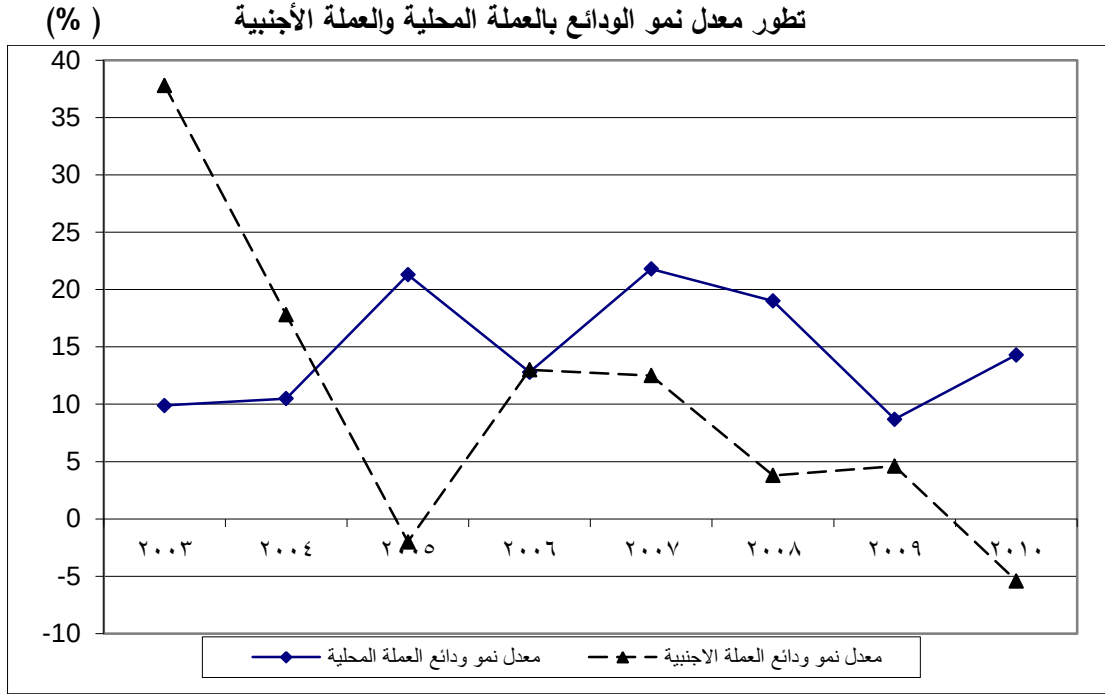
مع التسليم بأن هناك العديد من العوامل التي تؤثر على الودائع، فإنه كان المتصور من الوجهة النظرية أن تؤدي أسعار الفائدة السالبة إلى تخفيض قدرة البنوك على اجتذاب الودائع بالعملة المحلية. إلا أن الواقع يؤكد أمرين، أولهما أن الودائع بالعملة المحلية استمرت في تحقيق

^١ - مثلت الودائع ما يتراوح بين ٧٠% - ٧٤% من إجمالي خصوم الجهاز المصرفي، خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

معدلات نمو موجبة ومرتفعة والأمر الثاني هو أنه اعتباراً من عام ٢٠٠٥ كان هناك فارق كبير في معدلات النمو لصالح الودائع بالعملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية.

الشكل رقم (٦-٢)



المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة

ويعكس ارتفاع معدلات نمو الودائع بالعملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية اعتباراً من عام ٢٠٠٥، في جزء منه، حقيقة أن أسعار الفائدة على الجنيه المصري كانت تزيد كثيراً عن أسعار الفائدة على النقد الأجنبي، لا سيما مع استخدام البنك المركزي لآلية الاتفاق الودي مع البنوك كي تطرح أوعية ادخارية متوسطة الأجل بالجنيه المصري بأسعار فائدة مرتفعة لتحفيز حائزي النقد الأجنبي على التنازل عنه والتحول إلى الإيداع بالجنيه المصري^١. وأخذاً في الاعتبار الاستقرار النسبي (بل والتحسين) في سعر صرف الجنيه المصري، فإن فارق سعر الفائدة كان يعزز تفضيل الإيداع بالعملة المحلية. وانعكست تلك التطورات جميعها في التراجع المستمر في معدلات دولرة الودائع، بحيث انخفضت نسبة الودائع بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الودائع من ٣١.٣% في يونيو ٢٠٠٣ إلى ١٩% في ديسمبر ٢٠١٠.

^١ - استخدم البنك المركزي تلك الآلية لأول مرة في عام ٢٠٠٤ وتمثلت في طرح البنك الأهلي المصري الشهادة البلاطينية وطرح بنك مصر شهادة التميز.

^٢ - انظر البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية ديسمبر ٢٠٠٧، ص ١١-١٢، و فبراير ٢٠١٢، ص ١٢-١٣.

وعلى الرغم أن عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ قد شهد انخفاضاً حاداً في معدل نمو الودائع بالعملة المحلية لدى الجهاز المصرفي المصري، في أعقاب اندلاع الأزمة المالية العالمية^١، إلا أن هذا التراجع لم يأت من جانب القطاع العائلي، الذي يسهم بالجزء الأكبر من تلك الودائع^٢، بل جاء من جانب قطاع الأعمال الخاص ممثلاً في صناديق الاستثمار، التي اضطرت إلى سحب جزء كبير من ودائعها بالبنوك لتتمكن من مواجهة طلبات أصحاب الوثائق، بعد انهيار أسعار الأوراق المالية في البورصة المصرية، وتدافع المستثمرين على تسجيل محافظ أوراقهم المالية^٣.

أما القطاع العائلي فقد سجل على العكس ارتفاعاً كبيراً في ودائعه بالعملة المحلية خلال السنة المالية المشار إليها (٥٩ مليار جنيه بنسبة ١٦٨%) مما ساعد على الحد من الأثر السلبي لانخفاض ودائع قطاع الأعمال الخاص. واستمرت ودائع القطاع العائلي بالعملة المحلية في النمو بمعدلات سنوية تدور حول ١٥%، حتى نهاية ديسمبر ٢٠١٠^٤، وذلك على الرغم من أسعار الفائدة الحقيقية السالبة. وفي تصورنا أن هذه الظاهرة تعكس محدودية أوجه الاستثمار المالي الآمن البديل، فضلاً عن استمرار الفارق الضخم بين أسعار الفائدة على الجنيه المصري وأسعار الفائدة على العملات الأجنبية الرئيسية، في ظل استقرار نسبي لأسعار الصرف.

٩- تمويل الاستثمار:

تشير بيانات المسح المصرفي^٥ خلال السنوات المالية ٢٠٠٣-٢٠١٠ إلى التصاعد المستمر في نصيب القطاع الحكومي من إجمالي الائتمان المحلي (قروض وأوراق مالية) حيث ارتفع هذا النصيب من ٢٦.٧% في نهاية يونيو ٢٠٠٣ إلى ٤٢.٠% في نهاية يونيو ٢٠١٠، مقابل التراجع المستمر في نصيب قطاع الأعمال ككل سواء عام أو خاص. فقد تراجع نصيب القطاع العام من إجمالي الائتمان المحلي، خلال نفس الفترة، من ٩.١% إلى ٣.٩%، كما تراجع نصيب قطاع الأعمال الخاص من ٥٥.٣% إلى ٤٢.١%، وذلك على النحو الموضح في الشكل رقم (٧).

^١ - تراجع المعدل السنوي لنمو تلك الودائع من ١٩% في يونيو ٢٠٠٨ إلى ٨.٧% في نهاية يونيو ٢٠٠٩.

^٢ - مثلت مساهمة القطاع العائلي في إجمالي الودائع بالعملة المحلية ما يتراوح بين ٧١%-٨٣% خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠.

^٣ - انظر البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، ديسمبر ٢٠٠٧، ص ١١ و فبراير ٢٠١٢، ص ١٢.

^٤ - البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، العدد الأول ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٢٦ والعدد الرابع ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ٦٣.

^٥ - البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، مارس ٢٠١١، ص ٢٦.

^٥ - بيانات المسح المصرفي تشمل البنك المركزي بالإضافة إلى البنوك.

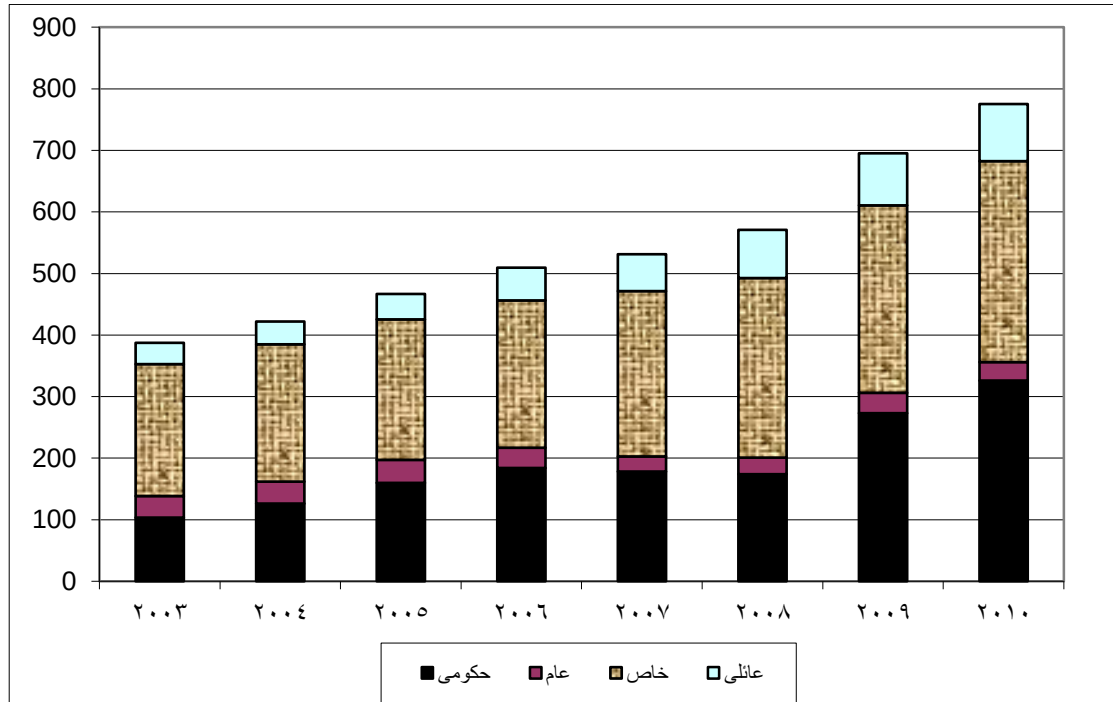
تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

وأخذاً في الاعتبار اتجاه معدلات النمو الاقتصادي إلى الارتفاع المستمر خلال الفترة محل البحث وحتى اندلاع الأزمة المالية العالمية خلال عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩، واستثنائاً القطاع الخاص بالجزء الأكبر سواء من الاستثمارات المنفذة أو إجمالي الناتج المحلي، فإن التراجع المستمر في نصيب قطاع الأعمال الخاص من إجمالي الائتمان المحلي، يعتبر ولا شك أمراً مثيراً للاهتمام.

الشكل رقم (٢-٧)

تطور توزيع إجمالي الائتمان المحلي خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠

(مليار جنيه)

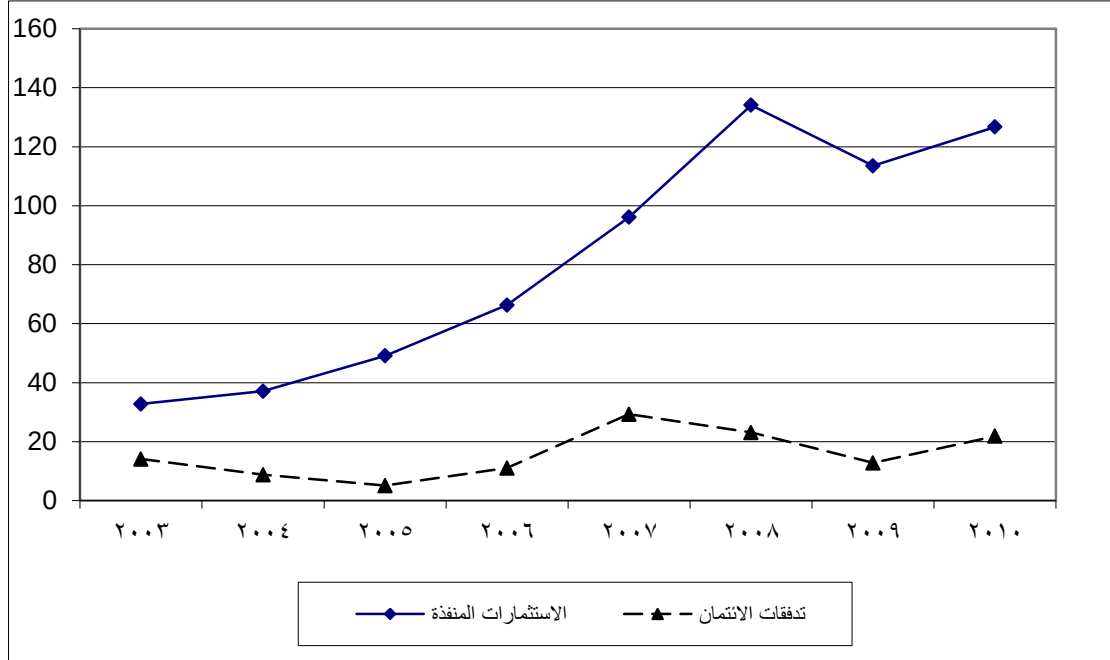


المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

والواقع أن أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠ قد أسفر ليس فقط عن تراجع نصيب قطاع الأعمال الخاص من إجمالي الائتمان المحلي، بل أسفر أيضاً عن التراجع الكبير في معدلات تغطية التمويل المصرفي للاستثمارات المنفذة من جانب قطاع الأعمال الخاص.

الشكل رقم (٢-٨)

تطور تغطية تدفقات الائتمان المحلي للاستثمارات المنفذة للقطاع الخاص السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠ (مليار جنيه)



التدفقات السنوية للائتمان المصرفي محسوبة بمعرفة الباحثة
المصدر: بيانات البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

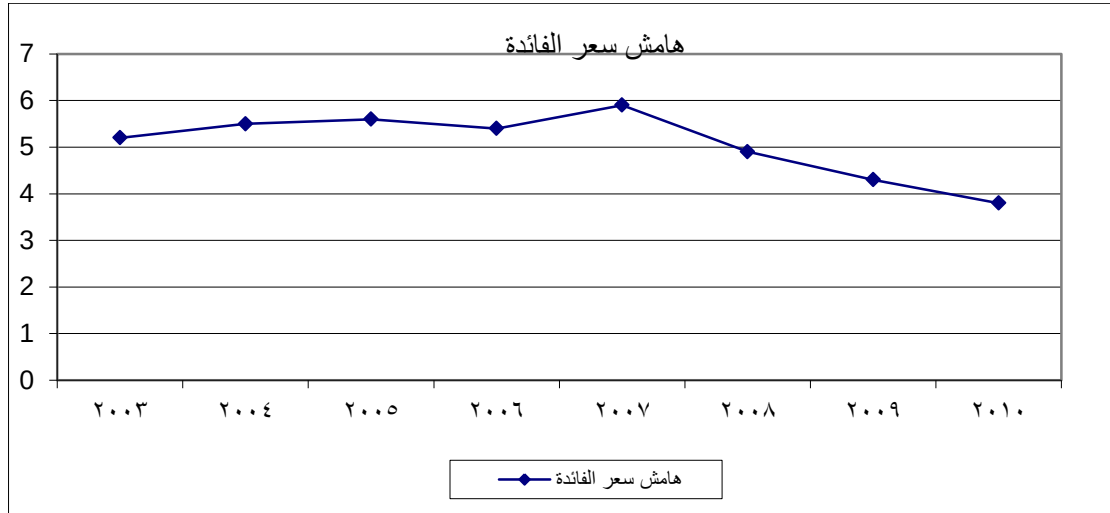
ويشير الشكل رقم (٢-٨) إلى الاتساع الكبير في الفجوة بين قيمة استثمارات القطاع الخاص المنفذة وبين تدفقات الائتمان المحلي، بحيث تراجعت نسبة تلك تدفقات إلى إجمالي الاستثمارات المنفذة لقطاع الأعمال الخاص من ٤٣% خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠٠٣ لتقتصر على ١٧.٣% خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠١٠.

ويعكس هذا التراجع في نصيب قطاع الأعمال الخاص من التمويل المصرفي، حقيقة أن أداء السياسة النقدية خلال الفترة محل البحث قد خلق حافزا قويا لدى البنوك لتفضيل شراء الأوراق المالية الحكومية على التوسع في منح القروض. فقد اقترن اتجاه أسعار الفائدة الحقيقية إلى الانخفاض، بالانكماش التدريجي للهامش بين كل من أسعار الفائدة على الودائع والقروض، بحيث تراجع هذا الهامش من ٥.٥% في نهاية يونيو ٢٠٠٤ إلى ٤.٩% في نهاية يونيو ٢٠٠٨ ثم ٣.٨% في نهاية يونيو ٢٠١٠.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

الشكل رقم (٢-٩)

تطور هامش سعر الفائدة السنوية المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠



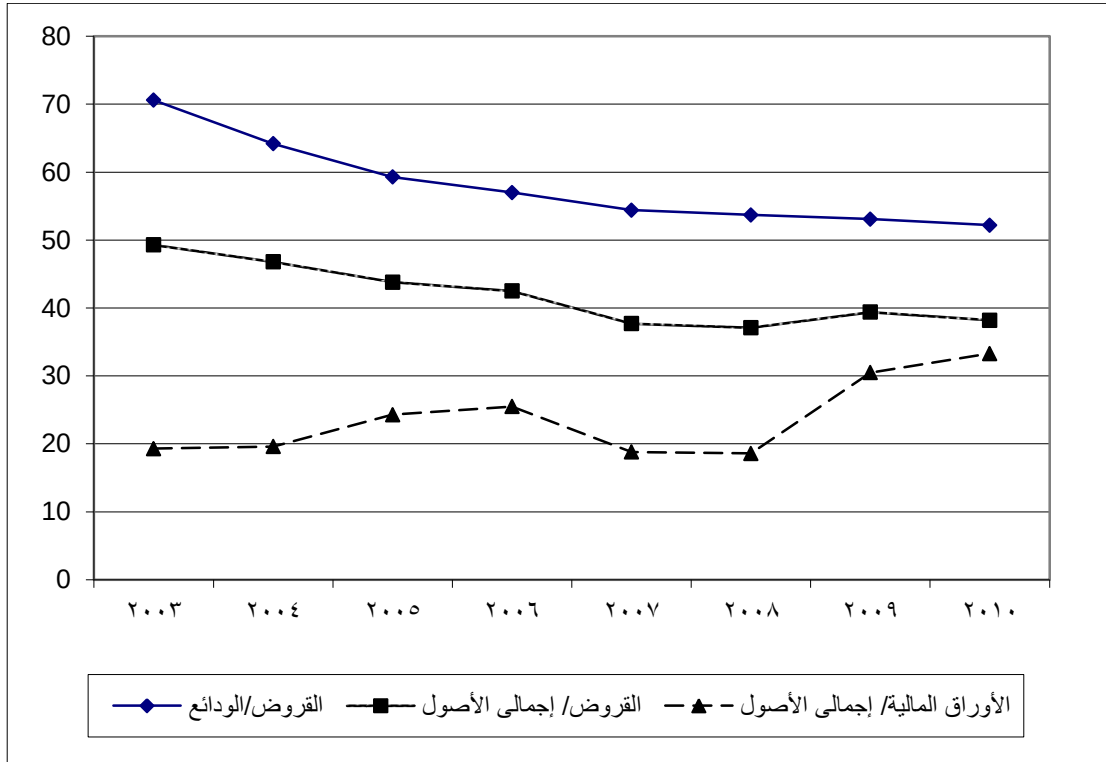
المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

وأخذاً في الاعتبار التزام البنوك باتباع المعايير المتعارف عليها عالمياً لتكوين المخصصات وتغطية مخاطر الائتمان، فإن تراجع هامش أسعار الفائدة كان يعنى تأكل ربحية عمليات الإقراض^١. ومع استمرار الحكومة في طرح أذون الخزانة وتعدد أدوات سوق النقد التي يطرحها البنك المركزي، أصبح لدى البنوك حافز قوى للتحويل إلى تلك المجالات باعتبارها توظيفات ذات عائد مجز خال من المخاطرة، ولا تتطلب الاحتفاظ بأى مخصصات. وأسفر هذا كله عن التراجع المستمر في النصيب النسبي للقروض ضمن نشاط البنوك خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠ سواء كنسبة من إجمالي الأصول (من ٤٩.٣% إلى ٣٨.٢%) أو كنسبة من إجمالي الودائع (من ٧٠.٦% إلى ٥٢.٢%).

^١ - يلاحظ أن التزام البنوك بالاحتفاظ باحتياطي قانوني بدون فوائد بنسبة ١٤% من الودائع بالعملة المحلية يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال بنحو ١٤%، يضاف إليها الالتزام بتجنيب مخصصات لتغطية مخاطر القروض الجيدة بنسبة ٢% في المتوسط. والمفترض أن يغطي هامش سعر الفائدة على أى قرض جديد هذه التكاليف بالإضافة إلى معدل عائد مجز على الأصول.

الشكل رقم (٢-١٠)

تطور توظيفات البنوك لمواردها خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠



المصدر، البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

١٠ - علاقة السياسة النقدية بالميزانية العامة للدولة:

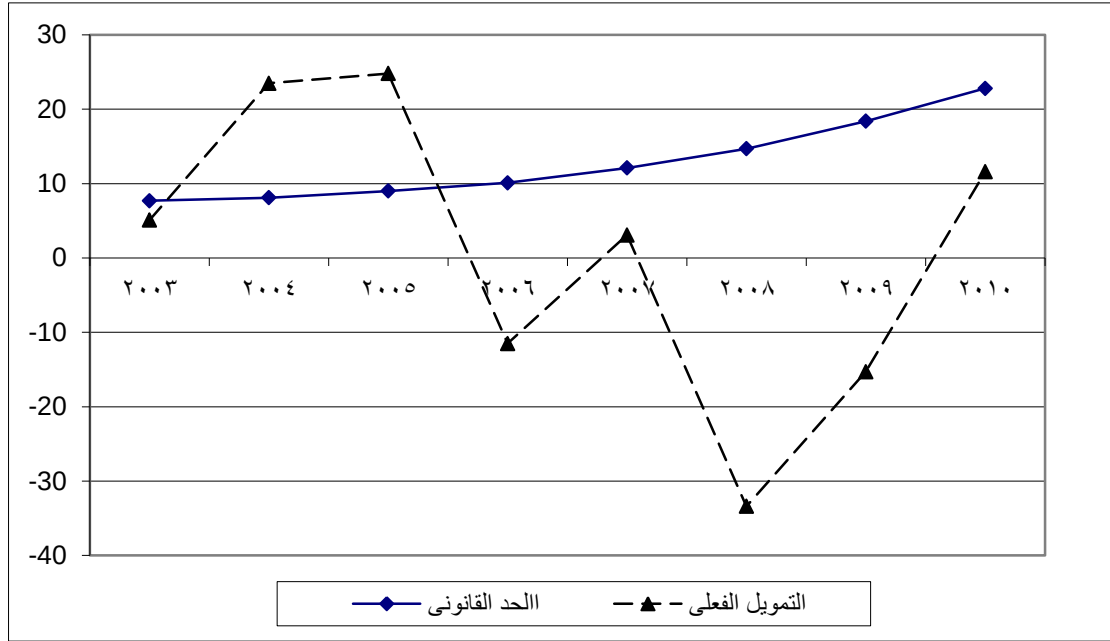
ينص قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، كما سلفت الإشارة، على أن البنك المركزي غير ملزم بالتغطية التلقائية لعجز الميزانية العامة، حيث يشترط القانون ألا يتجاوز التمويل المقدم للخزانة العامة ١٠% من متوسط الإيرادات العامة في السنوات الثلاثة السابقة، وأن تكون مدة التمويل ٣ شهور قابلة للتجديد لمدد أخرى مماثلة، على أن يسدد بالكامل خلال ١٢ شهرا على الأكثر. وتحدد الشروط الخاصة بهذا التمويل بالاتفاق بين وزارة المالية والبنك، وفقا لحالة النقد والائتمان السائدة (مادة ٢٧). ويشير تتبع تمويل البنك المركزي لعجز الميزانية العامة خلال الفترة محل البحث إلى الالتزام بوجه عام بالنص القانوني المشار إليه، بل إن حجم التمويل المقدم من البنك المركزي في معظم السنوات كان إما يقل عن الحد القانوني المسموح به، أو كان سالبا، بمعنى أن الخزانة العامة هي التي كانت تسدد جزءا مما عليها من مديونية للبنك المركزي، وذلك على النحو الموضح في الشكل رقم (٢-١١).

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

الشكل رقم (٢-١١)

التمويل الفعلى لعجز الموازنة العامة من جانب البنك المركزى مقارنة بالحد القانونى*

السنوات المالية ٢٠١٠ - ٢٠٠٣ (مليار جنيه)



* ١٠% من متوسط الإيرادات العامة خلال السنوات الثلاثة السابقة. محسوب بمعرفة الباحثة

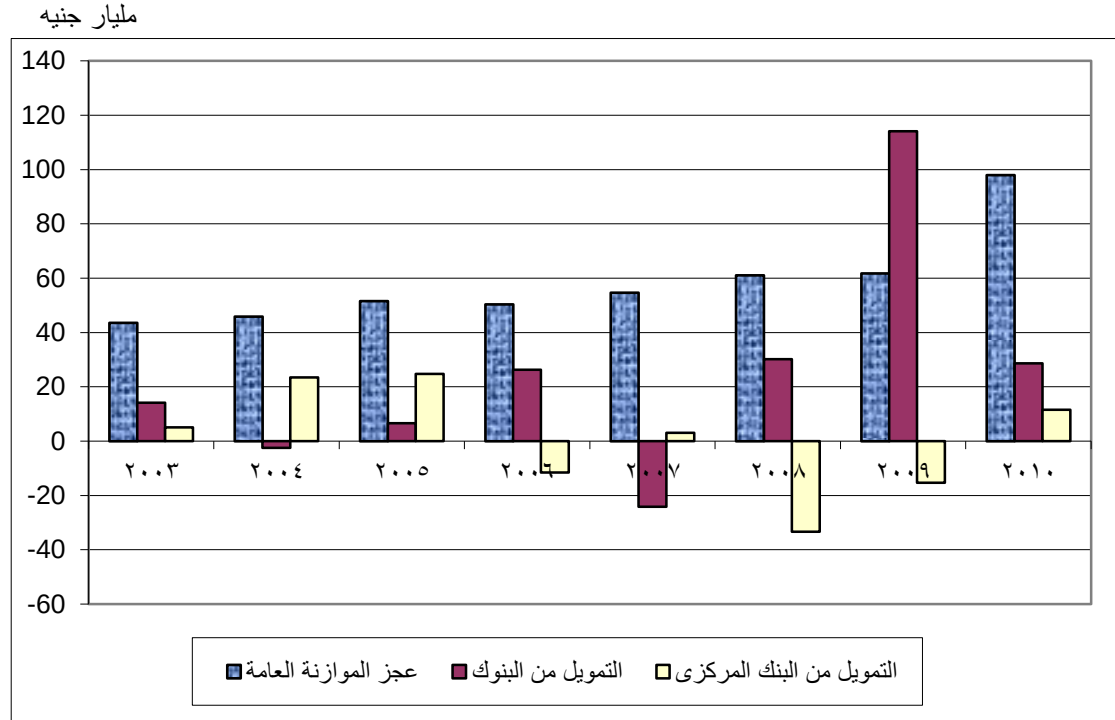
المصدر: - وزارة المالية، التقرير المالى الشهرى، اعداد متفرقة، - البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

وتعكس هذه الظاهرة ما أسفرت عنه السياسة النقدية، على النحو السابق توضيحه، من إيجاد حافز لدى البنوك للتحويل إلى شراء الأوراق المالية الحكومية. فالتمويل المصرفى من البنوك صار هو المصدر الرئيسى لتمويل عجز الموازنة العامة، خلال معظم سنوات الفترة محل البحث^١. بل أن التمويل المصرفى من البنوك قد تجاوز فى بعض السنوات قيمة عجز الموازنة ككل، بحيث استخدم هذا التمويل فى سداد مديونيات قائمة على الحكومة سواء للبنك المركزى المصرى أو لجهات أخرى.

^١ - تمثلت المصادر الأخرى فى بنك الاستثمار القومى، صناديق التأمينات الاجتماعية، الحسابات الخاصة بالهيئات الاقتصادية، متحصلات الخصخصة، فضلا عن الاقتراض الخارجى. انظر على سبيل المثال سلسلة بيانات وزارة المالية المنشورة فى النشرة الإحصائية للبنك المركزى المصرى، ديسمبر ٢٠١٠، ص ١٠٧-١٠٨.

الشكل رقم (٢-١٢)

التمويل المصرفي الفعلي لعجز الموازنة العامة ٢٠١٠ - ٢٠٠٣



المصدر: بيانات وزارة المالية فى، النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزى المصرى، أعداد متفرقة.

ثالثاً: أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠١٠/٢٠١١ - ٢٠١٦

شهدت الفترة محل البحث تداعيات ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ وما أعقبها من عدم استقرار سياسى وأمنى، و هروب لرؤوس الأموال الأجنبية، وتراجع كبير فى كل من تدفقات الاستثمار الأجنبى والنشاط السياحى، فضلا عن تصاعد العمليات الإرهابية فى أعقاب ثورة ٣٠ يونيو ٢٠١٣ وإسقاط حكم الإخوان المسلمين.

وعلى صعيد المؤشرات الاقتصادية الرئيسية (جدول رقم ١) تتسم هذه الفترة بالتواضع الشديد فى معدلات النمو الاقتصادي لتقتصر على ٢% فى المتوسط، واتساع عجز الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى ليتجاوز ١٢% ، والعجز الدائم فى ميزان العمليات الجارية والتحويلات. وعلى الرغم من التوجه المتزايد للاعتماد على التمويل الخارجى، سواء فى صورة منح ومساعدات وودائع حكومية أو قروض، فإن هذا التمويل لم يحل دون تحقيق عجز فى الميزان الكلى للمدفوعات فى عديد من السنوات.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

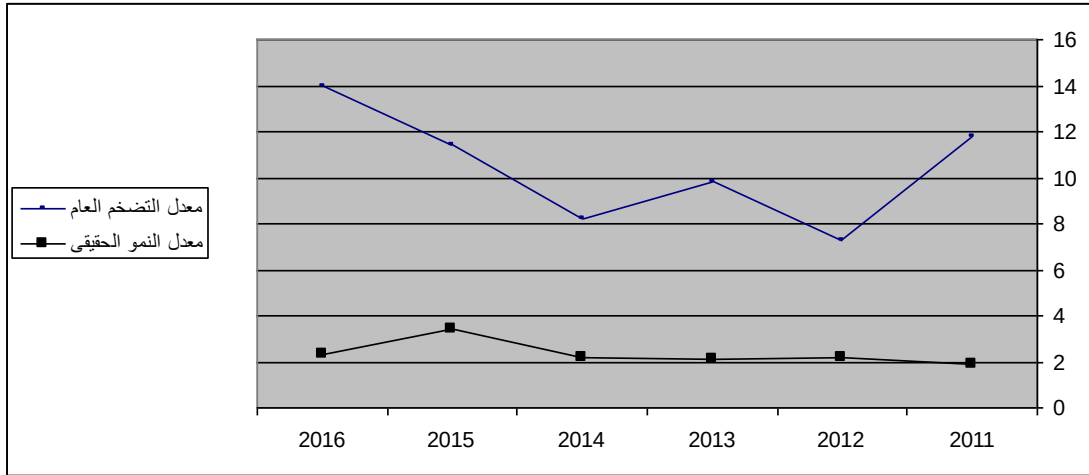
وقد تمثل أداء السياسة النقدية في مواجهة تلك المعطيات فيما يلي:

١ - أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بهدف تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار:

تتسم الفترة محل البحث باتساع الفجوة بين معدلات التضخم العام (مقاسا بالتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين) وبين معدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج. ويوضح الشكل رقم (١٤) أن الفجوة بين كل من معدلات التضخم ومعدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي لم تتخذ شكل موجة تضخمية تتشكل وتتصاعد ثم تتلاشى تدريجيا خلال حيز زمني محدد، بل مثلت اتجاهها سائدا طوال الفترة. ففي مقابل معدلات نمو حقيقي تدور حول ٢% في المتوسط، تراوحت معدلات التضخم العام بين ٧.٣% كحد أدنى في يونيو ٢٠١٢ و ١٤% في يونيو ٢٠١٦. أي أننا في حقيقة الأمر بصدد ظاهرة ركود تضخمي.

الشكل رقم (٢-١٣)

تطور معدلات التضخم ومعدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦



المصدر:

- معدل التضخم مقاسا بالتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين: بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء في، النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي المصري، أعداد متفرقة.
- معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج: وزارة التخطيط، تقارير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أعداد متفرقة.

وعلى الرغم من أثر اتساع عجز الموازنة العامة على زيادة الضغوط التضخمية فإن التقارير الصادرة عن البنك المركزي المصري تشير إلى أن جزءا كبيرا من ارتفاع معدلات التضخم خلال الفترة المذكورة يرجع إلى توالي " صدمات العرض" سواء جاءت تلك الصدمات نتيجة التراجع المستمر في قيمة الجنيه المصري، أو انخفاض مستوى المعروض (وجود فجوة في حجم الإنتاج أو الاستيراد من السلع النهائية أو الوقود، أو عدم توافر الأمن الذي يضمن انتظام

عمليات نقل وتوصيل البضائع)^١ أو بسبب التنظيم الاحتكاري للأسواق لاسيما في مجال السلع الغذائية، أو نتيجة الاستمرار في تحرير أسعار السلع المحددة إداريا، ولاسيما اعتبارا من يوليو ٢٠١٤ (أسعار الكهرباء ومياه شرب المساكن وخدمات التأمين الصحي ومصرفيات المدارس والجامعات و السجائر والدخان، فضلا عن أسعار المنتجات البترولية)^٢.

وتأكيدا لخروج صدمات العرض عن نطاق مسئولية السياسة النقدية، طالب البنك المركزي في عام ٢٠١٢ بتشكيل لجنة متخصصة تضم ممثلين من وزارة المالية ووزارة الزراعة ووزارة التجارة والصناعة ووزارة التموين والتجارة الداخلية والبنك المركزي والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء تسمى "مجلس متابعة الأسعار" تكون مهمته تحديد أسباب ارتفاع أسعار السلع، خاصة الغذائية، وتقييم ما إذا كانت ناجمة عن نقص حقيقي في المعروض أو مشاكل في قنوات التوزيع أو ممارسات احتكارية. على أن يقوم المجلس بدراسة الإجراءات اللازمة لمواجهة تلك الأسباب ومتابعة الخطوات التنفيذية مع الجهات المختصة^٣.

وانطلاقا من هذه الرؤية، وأخذا في الاعتبار انخفاض معدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، واتساع عجز الموازنة العامة للدولة، فقد مثل الطابع التوسعي السمة الغالبة على السياسة النقدية خلال معظم الفترة محل البحث، حيث تمثلت الجوانب الرئيسية لتلك السياسة فيما يلي:

- ضخ سيولة إضافية للبنوك لمعالجة نقص السيولة بالعملة المحلية لديها^٤، بما قد يتطلبه ذلك من توسع في الإصدار النقدي^٥.

^١ - على سبيل المثال يعزو البنك المركزي ارتفاع معدلات التضخم خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠١٣ إلى " ارتفاع صرف الدولار أمام الجنيه والاضطرابات السياسية والأمنية التي أثرت سلبا على المعروض من السلع في الأسواق المحلية، وخاصة الوقود واسطوانات البوتاجاز، والتي شهدت عدة أزمات عرض خلال سنة التقرير". انظر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٢/٢٠١٣، ص ٧١.

^٢ - انظر في ذلك البنك المركزي المصري، نشرة التحليل الشهري للتضخم في كل من ديسمبر ٢٠١٢، فبراير ٢٠١٤، يوليو ٢٠١٤، أكتوبر ٢٠١٤، يناير ٢٠١٥، يوليو ٢٠١٥، فبراير ٢٠١٦، مايو ٢٠١٦، ديسمبر ٢٠١٦.

^٣ - رانيا المشاط، "السياسة النقدية والمجال لتبني إطار استهداف التضخم"، بنوك وأعمال: مجلة تصدر عن المعهد المصرفي المصري، العدد التجريبي أكتوبر - ديسمبر ٢٠١٢، ص ١٥

^٤ - واجهت البنوك نقصا في السيولة بالعملة المحلية نظرا لعمليات سحب الودائع من جانب صناديق الاستثمار من ناحية، ولقيامها باستخدام جزء من السيولة المتاحة لديها في شراء النقد الأجنبي اللازم لتغطية طلبات الأجانب تسهيل محافظ استثماراتهم المالية وتحويلها إلى نقد اجنبي للخروج من السوق المصري. انظر المرجع السابق.

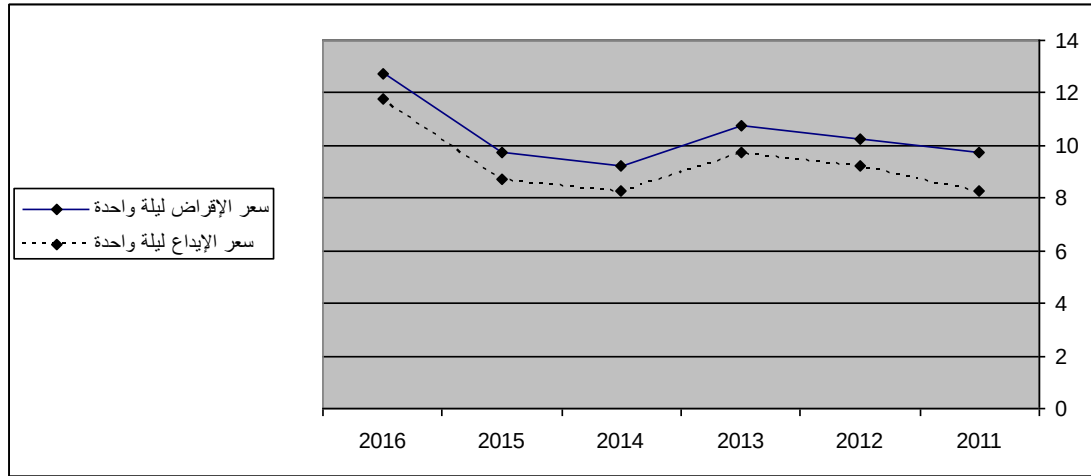
^٥ - بلغ معدل نمو الإصدار النقدي خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠١١ نحو ٢٣.٢% مقابل ١٤.٣% فقط خلال السنة المالية السابقة. انظر التقرير السنوي للبنك المركزي المصري ٢٠١١، ص ١٣

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- وقد استمرت عمليات ضخ السيولة منذ اندلاع ثورة يناير ٢٠١١ وحتى شهر ابريل ٢٠١٣.^١
- خفض نسبة الاحتياطي القانوني من ١٤% إلى ١٠% لتوفير مزيد من السيولة للبنوك وخفض تكلفة الأموال لديها.^٢
- التوسع في إقراض الحكومة وتغطية جزء من هذا التمويل من خلال التوسع في الإصدار النقدي.^٣
- الإبقاء على سعر فائدة الكوريدور عند مستوى يدور حول ٩% للإيداع و ١٠% للإقراض خلال معظم الفترة محل البحث، وعدم الانتقال إلى مستويات أعلى لأسعار الفائدة إلا في عام ٢٠١٦ (الشكل رقم ١٥).
- الإعلان في يناير ٢٠١٦ عن مبادرة للإلزام الجهاز المصرفي بضخ ٢٠٠ مليار جنيه مصرى لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة على مدى ٤ سنوات بحيث يمثل نصيب تلك المشروعات ٢٠% من إجمالي محفظة القروض لدى البنوك.^٤

الشكل رقم (٢-١٤)

تطور سعر فائدة الكوريدور السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦



المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة

- ^١ - تم إعلان العودة إلى تفعيل آلية مزادات قبول الودائع لامتناس فائض السيولة لدى البنوك وإيقاف عمليات إعادة الشراء Repo . انظر البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٢/٢٠١٣، ص ١٣
- ^٢ - تم تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني من ١٤% على ١٢% في مارس ٢٠١٢، ثم إلى ١٠% في مايو ٢٠١٢. انظر البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٢/٢٠١٣، ص ١٢
- ^٣ - سيتم التعرض لهذا الأمر بالتفصيل في موضع لاحق عند الحديث عن علاقة السياسة النقدية بالموازنة العامة للدولة خلال تلك الفترة.

^٤ - كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن تشجيع البنوك على منح القروض والتسهيلات للشركات والمنشآت الصغيرة والمتوسطة <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-banks-to-finance-SMEsAr.aspx>

٢- تدهور قيمة الجنيه المصرى وبداية تشكل موجة تضخمية فى عام ٢٠١٦:

شهد عام ٢٠١٦ تواتر صدمات العرض^١ سواء ممثلة فى نقص المعروض من بعض السلع الاستهلاكية (أرز، سكر، أنابيب بوتاجاز) أو ارتفاع أسعار عدد من السلع والخدمات المحددة إداريا (أدوية، كهرباء، سجائر وتبغ، مصروفات المدارس الحكومية) فضلا عن أثر التدهور المستمر فى قيمة الجنيه المصرى، حيث ارتفع سعر الصرف الرسمى للدولار من ٧٦٣ قرشا فى يونيو ٢٠١٥ إلى ٨٨٨ قرشا فى يونيو ٢٠١٦ مع وجود فجوة بين السعر الرسمى وسعر الصرف فى السوق السوداء. وانعكست تلك التطورات جميعها على المستوى العام للأسعار بالارتفاع. وعلى الرغم من قيام البنك المركزى برفع أسعار فائدة الكوريدور بنقطتين مؤبوتين لتصل إلى ١١.٧٥% للإيداع و ١٢.٧٥% للإقراض، فإن هذا لم يحل دون ارتفاع معدلات التضخم لتصل إلى ١٤% فى يونيو ٢٠١٦ وتظل تدور حول هذا المعدل حتى بداية شهر نوفمبر.

وفى الثالث من نوفمبر ٢٠١٦ تم الإعلان عن تعويم الجنيه وتخفيض دعم المنتجات البترولية، كجزء من الشروط المسبقة لإبرام قرض قيمته ١٢ مليار دولار من صندوق النقد الدولى. وترتب على هذين القرارين انخفاض قيمة الجنيه المصرى بنحو ٥٠%^٢، ورفع أسعار المنتجات البترولية بنسب تتراوح بين ٣٠% - ٤٥%^٣

وتحسبا للآثار التضخمية المترتبة على هذين القرارين قام البنك المركزى المصرى باتخاذ مجموعة من الإجراءات التقييدية على صعيد السياسة النقدية. وتمثلت تلك الإجراءات فيما يلى:

- رفع سعر فائدة الكوريدور بثلاث نقاط مئوية ليصل إلى ١٤.٧٥% للإيداع و ١٥.٧٥% للإقراض.
- الاتفاق الودى مع عدد من البنوك لطرح أوعية ادخارية بأسعار فائدة مرتفعة تصل إلى ٢٠% لمدة ١٨ شهرا و ١٦% لمدة ٣ سنوات.
- تفعيل مزادات الودائع لاجتذاب فائض السيولة من البنوك لأجل زمنية تصل إلى ٤ شهور.

^١ - انظر أعداد نشرة التحليل الشهرى للتضخم خلال الفترة يناير ديسمبر ٢٠١٦ على الرابط

www.cbe.org.eg/ar/MonetayPolicy/Pages/MonthlyInflationNote.aspx?p=2

^٢ - اليوم الأول للتعويم بدأ بسعر صرف ١٣ جنيها وانتهى بسعر صرف يدور حول ١٦ جنيها، ليصل فى نهاية ديسمبر

٢٠١٦ إلى نحو ١٩ جنيها. انظر

^٣ www.cbe.org.eg/ar/EconomicResearch/Statistics/Pages/OfficialRateshistorical.aspx

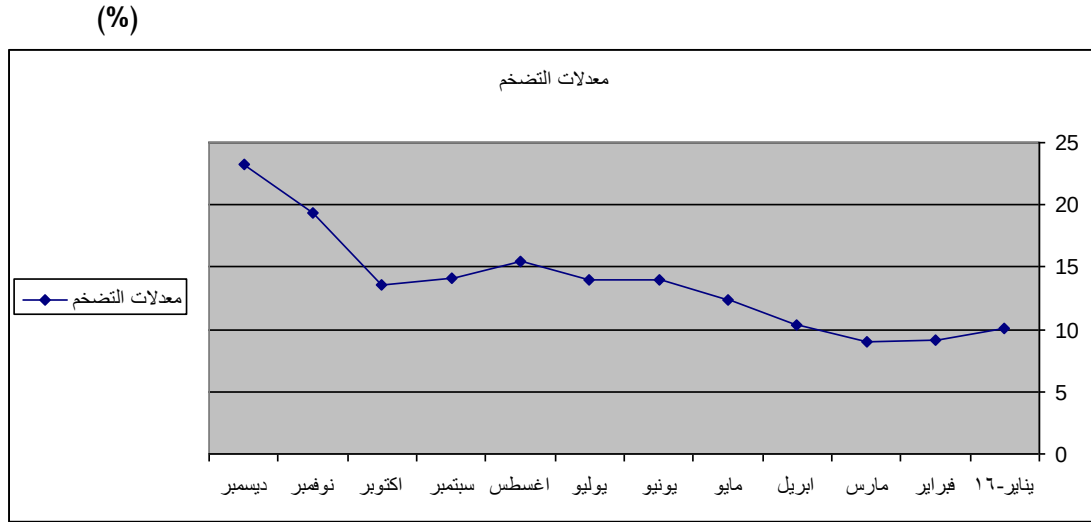
^٤ - الجريدة الرسمية، العدد ٤٤ مكرر الصادر فى ٤ نوفمبر ٢٠١٦.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- إلا أن هذه الإجراءات الانكماشية لم تحل دون ارتفاع معدلات التضخم إلى ١٩.٤% في نهاية شهر نوفمبر ثم إلى ٢٣.٣% في نهاية شهر ديسمبر، وأن يكون هذا إيذاناً بتصاعد موجة تضخمية عاتية.

الشكل رقم (٢-١٥)

تطور معدلات التضخم خلال عام ٢٠١٦



المصدر: البنك المركزي المصري، نشرة التحليل الشهري للتضخم، أعداد متفرقة.

٣- أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الدولية:

أسفرت تداعيات عدم الاستقرار السياسي والأمني في أعقاب ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، وامتداد الفترة الانتقالية، ثم تصاعد العمليات الإرهابية عن تراجع كبير في موارد مصر من النقد الأجنبي، كنتيجة مباشرة لتراجع الدخل من السياحة، وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والخروج الكبير لاستثمارات المحفظة، خاصة في ظل التخفيض المتوالي لتقييم مصر الائتماني^١. وعلى الرغم من تدفقات ودائع النقد الأجنبي من بعض الدول العربية الواردة للبنك المركزي المصري^٢، والمنح والهبات النقدية والسلعية الواردة إلى الحكومة المصرية من بعض الدول العربية^٣، فقد اتسمت الفترة

^١ - البنك المركزي المصري:

- تقرير عن انجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري خلال الفترة من ديسمبر ٢٠٠٣ إلى ديسمبر ٢٠١٢، ص ٨.

- التقارير السنوية ٢٠١١/٢٠١٢ - ٢٠١٥/٢٠١٦.

^٢ - ولا سيما في السنوات المالية المنتهية في يونيو ٢٠١٢، ٢٠١٣، ٢٠١٥.

^٣ - على سبيل المثال ارتفع صافي التحويلات الرسمية لتبلغ نحو ١١.٩ مليار دولار خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠١٤، مقابل ٨٣٥.٦ مليون دولار خلال السنة المالية السابقة، وذلك لارتفاع المنح والهبات النقدية والسلعية الواردة إلى الحكومة المصرية من بعض الدول العربية. انظر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٣/٢٠١٤، ص ٧٨.

محل البحث بوجود عجز مستمر فى ميزان العمليات الجارية والتحويلات، كما أسفر الميزان الكلى للمدفوعات عن عجز في عدد معتبر من السنوات (جدول رقم ٢).

وفى مواجهة تلك المعطيات انصب تركيز البنك المركزى على الحفاظ على الاستقرار النسبى لسعر الصرف والحيلولة دون انهيار قيمة الجنيه المصرى، من خلال ما يلى:

أ- العمل على زيادة المعروض من النقد الأجنبى لدى البنوك:

- سد العجز فى موارد النقد الأجنبى لدى البنوك بما يمكنها من تلبية احتياجات القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- محاولة التصدى لحجب حصيلة الصادرات عن الاقتصاد المصرى وإبقائها فى الخارج، وذلك بإلزام مصدرى بعض المنتجات (المحددة من جانب وزير التجارة والصناعة) بأن يتم سداد كامل قيمتها من خلال أحد البنوك العاملة فى مصر^١.
- محاولة اجتذاب مدخرات المصريين بالخارج للاستثمار فى مصر من خلال التعهد بإعادة تحويل ذات القيمة إلى الخارج باسم ذات الشخص عند التصفية الكلية أو الجزئية للاستثمار^٢.
- محاولة اجتذاب مستثمرى المحفظة الأجانب بالتعهد بتحويل ناتج تعاملاتهم للخارج بسعر الصرف الرسمى لدى البنك المركزى^٣.

ب- السعى إلى ترشيد الطلب على النقد الأجنبى :

- وضع حد أقصى لعمليات التحويل للخارج والسحب النقدي للأفراد والشخصيات الاعتبارية^٤.
- محاولة ضبط الاستيراد (فى ظل تأخر اتخاذ أى سياسة جادة من جانب الحكومة فى هذا الشأن) بإلزام البنوك بمنح الأولوية فى تدبير النقد الأجنبى لواردات السلع الأساسية

^١ - البنك المركزى المصرى، كتاب دورى بتاريخ ٢٨ ابريل ٢٠١٣ و التقرير السنوى ٢٠١٥/٢٠١٦، ص ٢٨

^٢ - البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠١٢/٢٠١٣، ص ٢٥

^٣ - تعرف تلك الآلية باسم "آلية تحويل أموال المستثمرين الأجانب. انظر البنك المركزى المصرى، كتاب دورى بتاريخ ١٣ مارس ٢٠١٣.

^٤ - البنك المركزى المصرى:

- التقرير السنوى ٢٠١٠/٢٠١١، ص ٢٤

- التقرير السنوى ٢٠١٣/٢٠١٤، ص ٢٦

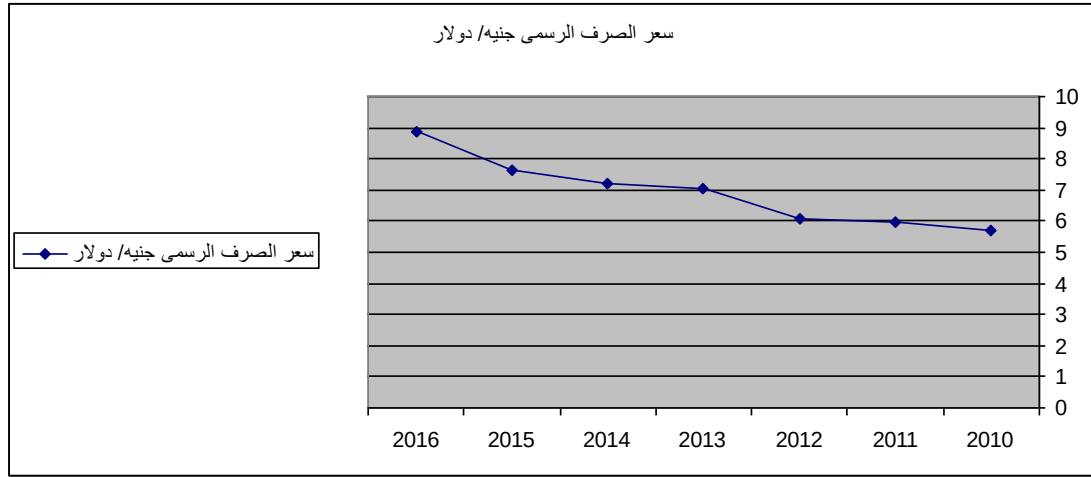
تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

وعلى رأسها السلع الغذائية الأساسية والمنتجات البترولية و الآلات ومستلزمات الإنتاج والأدوية والأسمدة^١.

- محاولة إحكام الرقابة على عمليات الاستيراد الوهمية^٢.
- حظر قيام البنوك بتدبير النقد الأجنبي للعملاء الذين لديهم موارد تغطي احتياجاتهم بالنقد الأجنبي^٣.
- السماح ببعض التخفيض التدريجي في قيمة الجنيه المصري من خلال تفعيل آلية مزادات النقد الأجنبي اعتباراً من يوم ٣٠ ديسمبر ٢٠١٢، خاصة مع وجود فجوة مستمرة بين كل من سعر الصرف الرسمي والسعر في السوق السوداء^٤.

الشكل رقم (٢-١٦)

تطور سعر الصرف الرسمي للجنيه خلال السنوات المالية ٢٠١١-٢٠١٦



المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة.

وقد أسفرت هذه السياسة، التي يصنفها صندوق النقد الدولي ضمن ترتيبات سعر الصرف المستقر (stabilized)، عن الحد من تدهور قيمة الجنيه المصري في السوق الرسمية، ليقصر الانخفاض في قيمته فيما بين يونيو ٢٠١١ و يونيو ٢٠١٦ على نحو ٣٢.٧%. وبرز هذا التخفيض بوجه خاص في عطاءات البنك المركزي للبنوك خلال السنتين الماليتين المنتهيتين في يونيو ٢٠١٥ و يونيو ٢٠١٦. فتم تخفيض قيمة الجنيه بنحو ٥% في عام ٢٠١٤/٢٠١٥

^١ - التقرير السنوي ٢٠١٢/٢٠١٣، ص ٢٤

^٢ - البنك المركزي المصري، كتاب دوري بتاريخ ٢٨ ديسمبر ٢٠١١، وكتاب دوري بتاريخ ١٤ ابريل ٢٠١٣.

^٣ - على سبيل المثال تراوحت تلك الفجوة بين ٢% - ٧% خلال عام ٢٠١٤. نظر

IMF, Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV consultation, February 2015, p. 12.

^٤ - IBID, Annex Relations with the Fund, p. 3

ثم بنحو ١٢.٧% فى عام ٢٠١٥/٢٠١٦ ، ليصل سعر صرف الدولار إلى ٨.٨٨ جنيها. إلا أن هذه التخفيضات لم تحل دون اتساع الفجوة بين سعر الصرف الرسمى وسعر السوق السوداء، خاصة فى ظل الحديث المتواتر عن قرب تعويم سعر الصرف. وانتهى الأمر بإعلان قرار التعويم فى الثالث من نوفمبر ٢٠١٦ ، فى إطار الوفاء بالشروط المسبقة لاتفاقية قرض صندوق النقد الدولى^١.

واقترن قرار التعويم باستخدام البنك المركزى لآلية الاتفاق الودى مع البنوك على طرح أوعية ادخارية بأسعار فائدة مرتفعة بالجنيه المصرى، لحفز حائزى النقد الأجنبى على التنازل عنه لشراء الأوعية الادخارية المطروحة وخلق طلب على الجنيه المصرى. ورغم الإقبال الكبير على هذه الأوعية الادخارية، قفز سعر صرف الدولار ليصل فى نهاية ديسمبر ٢٠١٦ إلى نحو ١٩ جنيها مصريا، بما يمثل انخفاضا فى قيمة الجنيه بنحو ٤٦.٧% .

٤- إدارة احتياطات النقد الأجنبى:

تمثلت سياسة البنك المركزى فيما يتعلق باحتياطات النقد الأجنبى خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦ فيما يلى:

- الاعتماد على الاحتياطات الدولية فى توفير جزء ملموس من الموارد اللازمة لتغطية احتياجات الاستيراد من السلع الأساسية، والوفاء بأقساط وفوائد الديون الخارجية فى تواريخ استحقاقها، فضلا عن تغطية خروج المستثمرين الأجانب من السوق المحلى^٢.
- محاولة تعويض التآكل فى رصيد الاحتياطات باستخدام الودائع المحولة لدى البنك المركزى من جانب بعض الدول العربية^٣، فضلا عن الاقتراض من الخارج.

^١ - انظر تعهدات مصر فى مرفق رقم (١) لخطاب النوايا فى وثائق اتفاقية القرض:

IMF, Country Report no. 17/17, Arab Republic of Egypt: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, January 2017, p. 64.

^٢ - على سبيل المثال بلغ إجمالى قيمة المبالغ التى قام البنك المركزى بضخها للبنوك عبر العطاءات الدورية والاستثنائية للنقد الأجنبى، منذ بداية تفعيل تلك الآلية فى نهاية ديسمبر ٢٠١٢ و حتى نهاية يونيو ٢٠١٦ نحو ٢٩.١ مليار دولار. انظر البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى ٢٠١٥/٢٠١٦، ص ٣١

^٣ - على سبيل المثال تم إجراء تسوية بين الحكومة والبنك المركزى فى نوفمبر ٢٠١٣، وفقا لقرار رئيس الجمهورية رقم ١٠٥ لسنة ٢٠١٣، الذى قام البنك المركزى بموجبه بشراء رصيد المبالغ الواردة من بعض الدول العربية والتى بلغت ٨.٧٨ مليار دولار. انظر التقرير السنوي للبنك المركزي المصري ٢٠١٣/٢٠١٤، ص ١٨.

وأُسفرت تلك السياسة عن التراجع في رصيد الاحتياطيات الدولية وفي معدلات تغطية تلك الاحتياطيات لكل من الواردات السلعية والقروض قصيرة الأجل على النحو الموضح في الجدول رقم (٣). فقد انخفض رصيد الاحتياطيات الدولية من ٣٥.٢ مليار دولار في نهاية يونيو ٢٠١٠ ليقتصر على ١٧.٥ مليار دولار في نهاية يونيو ٢٠١٦، وتراجع معدل تغطية الاحتياطيات الدولية للواردات السلعية من ٨.٦ شهرا إلى ٣.٧ شهرا، كما تصاعدت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى تلك الاحتياطيات من ٨.٤% إلى ٤٠% فيما بين نفس التاريخين.

هذا وقد تعهد البنك المركزي المصري، في خطاب النوايا الخاص باتفاقية قرض الصندوق، بتحقيق زيادات سنوية في الاحتياطيات الدولية طوال مدة برنامج القرض، والالتزام بأن يتم استخدام قيمة القرض في تدعيم الاحتياطيات الدولية، وتحصل وزارة المالية على المعادل بالجنيه المصري. كما تعهد البنك المركزي بأن يقتصر ما يقدمه للحكومة من تلك الاحتياطيات على متطلبات مدفوعات خدمة الدين، أما متطلبات استيراد السلع الأساسية فيتم تدبيرها فقط لفترة انتقالية^١.

ومصادقا لتلك التعهدات ارتفع رصيد الاحتياطيات الدولية في ديسمبر ٢٠١٦ ليلبلغ ٢٤.٣ مليار جنيه، بما يغطي ٥.١ شهرا واردة سلعية، إلا أن نسبة القروض قصيرة الأجل إلى هذه الاحتياطيات تصاعدت لتبلغ ٤٩.٢%، وذلك على النحو الموضح في الجدول رقم (٣).

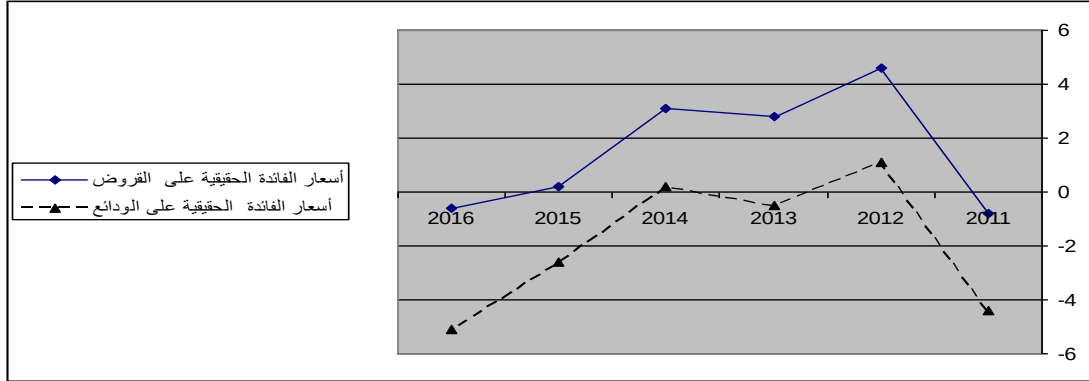
٥ - أداء الجهاز المصرفي فيما يتعلق بتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار:

أسفرت السياسة النقدية التوسعية خلال السنوات المالية المنتهية في يونيو ٢٠١١ - يونيو ٢٠١٦ عن اتجاه أسعار الفائدة الحقيقية على كل من الودائع والقروض إلى الانخفاض. واستمرارا لنفس التوجهات السائدة قبل ثورة ٢٠١١، تعاملت السياسة النقدية مع تدفق الودائع إلى البنوك باعتباره أمرا "حتميا" ومستمرا، وبالتالي تم الإبقاء على أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع عند مستويات سالبة خلال معظم سنوات الفترة محل البحث.

١ - خطاب النوايا، وثائق اتفاقية القرض، مصدر سبق ذكره، ص ٥٣.

الشكل رقم (٢-١٧)

تطور أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع والقروض خلال السنوات المالية ٢٠١٦ - ٢٠١١

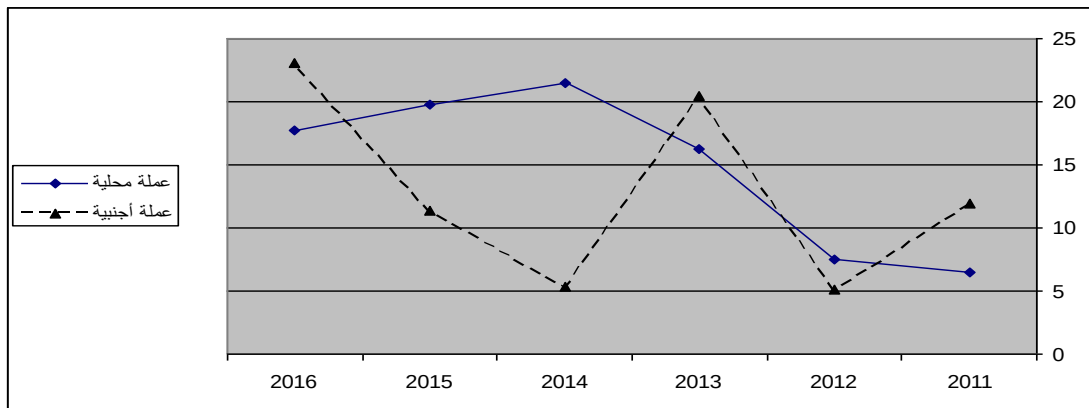


المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

أ- تعبئة المدخرات:

انعكست فترة عدم الاستقرار السياسي والأمني، في أعقاب ثورة يناير ٢٠١١ على تواضع معدلات نمو الودائع بالعملة المحلية خلال عامي ٢٠١١/٢٠١٠ و ٢٠١٢/٢٠١١. إلا أن تلك الودائع عادت إلى تحقيق معدلات نموها المعتادة قبل الثورة، بحيث تراوحت تلك المعدلات بين ١٦% - ٢١%، رغم أسعار الفائدة السالبة، والتي بلغت - ٥.١% في نهاية يونيو ٢٠١٦. كما يشير الشكل رقم (١٨) إلى ارتفاع معدلات نمو الودائع بالعملة المحلية بوجه عام عن تلك بالعملة الأجنبية، ولا سيما إذا تم استبعاد أثر تغيرات سعر الصرف.

الشكل رقم (٢-١٨): تطور معدلات نمو الودائع خلال السنوات المالية ٢٠١٦ - ٢٠١١



المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

١ - شهد هذان العامين انخفاض رصيد ودائع كل من قطاع الأعمال الخاص والعام، وحدثت الزيادة في ودائع القطاع العائلي من أثر هذا الانخفاض على معدل نمو الودائع بالعملة المحلية. انظر البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٠/٢٠١١ ص ٤٩، والتقرير السنوي ٢٠١١/٢٠١٢ ص ٥٢.

وعلى الرغم أن استمرار تحقيق معدلات نمو مرتفعة للودائع بالعملة المحلية، في ظل أسعار الفائدة السالبة، يمكن أن يعزى إلى محدودية أدوات الاستثمار المالي البديلة المتاحة أمام القطاع العائلي، إلا أن هناك ما يدعو إلى القول بأن معدلات نمو الودائع كان يمكن أن تزيد كثيرا، في ظل أسعار فائدة موجبة. ونشير على سبيل المثال إلى حصيلة بيع شهادات تطوير وتنمية قناة السويس والتي بلغت نحو ٦٤ مليار جنيه، تم تجميعها في خلال ثمانية أيام عمل خلال شهر سبتمبر ٢٠١٤. فقد أشارت تصريحات المسؤولين آنذاك إلى أن ما يزيد على ٤٢ % من تلك الأموال جاء من خارج الجهاز المصرفي^١. ورغم الاعتراف بدور الحماس الوطني في الإقبال على شراء تلك الشهادات، إلا أنه لا يمكن إغفال أثر ارتفاع أسعار الفائدة عليها والتي بلغت ١٢ % لمدة ٥ سنوات بما يزيد كثيرا على أسعار الفائدة على أشهر وعاء ادخاري منافس (شهادات الاستثمار) والتي لم تتجاوز ٩.٧٥ % لمدة ١٠ سنوات، فضلا عن متوسط أسعار الفائدة على الودائع لدى البنوك (٨.٤ %) أو ودائع توفير البريد (٨.٥ %)^٢.

ومن ناحية أخرى فإنه لا يمكن إغفال دور أسعار الفائدة السالبة في تعدد حالات النصب التي يتعرض لها مواطنين، من كافة فئات المجتمع، بحثا عن توظيف لأموالهم بعوائد مجزية، أو التوجه إلى شراء الذهب كوعاء ادخاري. ونشير هنا إلى نتائج البحث التتبعي لسوق العمل في مصر ٢٠١٢ والتي توضح أن الاحتفاظ بالمدخرات في صورة ذهب أو نقود سائلة خارج البنوك تمثل ٢٣.٤ % و ٢٢.٩ % من أشكال الادخار للبالغين فوق ١٥ سنة في الأسرة المصرية^٣.

٢- تمويل الاستثمار:

تنتم الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦ ليس فقط بانخفاض معدلات الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولكن أيضا بتراجع نصيب القطاع الخاص من إجمالي الاستثمارات المنفذة. فيوضح الجدول رقم (٤) تراجع معدل الاستثمار من ١٧.١ % في نهاية يونيو ٢٠١١ إلى ١٥ % في نهاية يونيو ٢٠١٦، مع استقراره حول ١٤ % خلال معظم الفترة. و تراجع نصيب القطاع الخاص من إجمالي الاستثمارات المنفذة من ٦٣ % في نهاية يونيو ٢٠١١ إلى ٥٨ % في نهاية يونيو ٢٠١٦. وتشير تلك التطورات إلى أنه عندما يتسم المناخ السائد لقطاع الأعمال بعدم اليقين الذي يترجم إلى ارتفاع درجة المخاطرة، لا يمكن الاعتماد على السياسة النقدية التوسعية

^١ - انظر التصريح الصحفي لهشام رامز، محافظ البنك المركزي المصري آنذاك، بخصوص حصيلة شهادات قناة السويس، والمنشور في الموقع الإلكتروني لجريدة صدى البلد، الأحد ٢١ سبتمبر ٢٠١٤.

www.elbalad.kews/1159106

^٢ - البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، نوفمبر ٢٠١٤، جدول رقم ١٥، ص ٥٠.

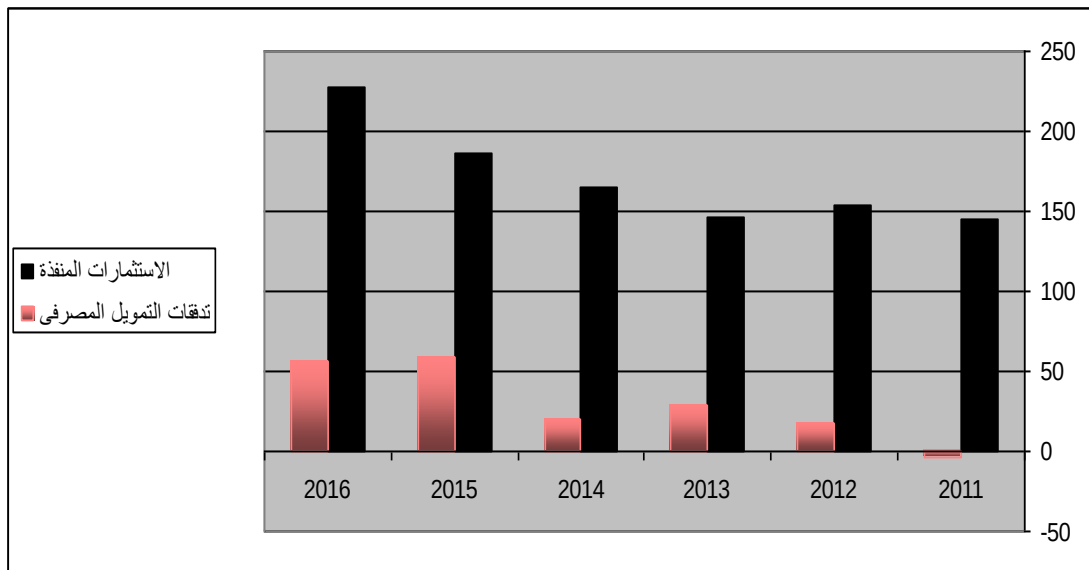
^٣ - انظر: www.erfdaportal.com/index.php/catalog/45/vargrp/VG19

وحدها وحدها لحفز معدلات الاستثمار والنمو. فعلى الرغم من قيام البنك المركزي المصري بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني^١، وعلى الرغم من أسعار الفائدة الحقيقية بالغة الانخفاض، بل والسالبة أحيانا، التي سادت خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦ إلا أن هذه السياسة لم تنجح في استعادة معدلات الاستثمار الخاص لمستوياتها السابقة على الأزمة المالية العالمية (٢٢.٤% في نهاية يونيو ٢٠٠٨).

وعلى صعيد آخر يلاحظ أن ارتفاع درجة المخاطرة ومناخ عدم اليقين قد انعكس على التحفظ من جانب البنوك في تغطية احتياجات الاستثمار الخاص من التمويل في أعقاب ثورة يناير ٢٠١١. فيشير الشكل رقم (١٩) إلى أن تدفقات التمويل الممنوح لقطاع الأعمال الخاص خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠١١ كانت سالبة، إلا أن معدلات ذلك التمويل تحسنت تدريجيا بحيث بلغت نسبة تغطيتها للاستثمارات المنفذة من جانب القطاع الخاص ٣١.٧% في نهاية يونيو ٢٠١٥ و ٢٤.٦% في نهاية يونيو ٢٠١٦.

الشكل رقم (٢-١٩)

تطور تغطية تدفقات الائتمان المحلي للاستثمارات المنفذة للقطاع الخاص السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦ (مليار جنيه)*



* التدفقات السنوية للائتمان المصرفي محسوبة بمعرفة الباحثة

المصدر: بيانات البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة

^١ - قام البنك المركزي المصري في مارس ثم مايو ٢٠١٢ بخفض نسبة الاحتياطي القانوني التي تلتزم البنوك بإيداعها لديه بدون فوائد لتتراجع من ١٤% إلى ١٠%.

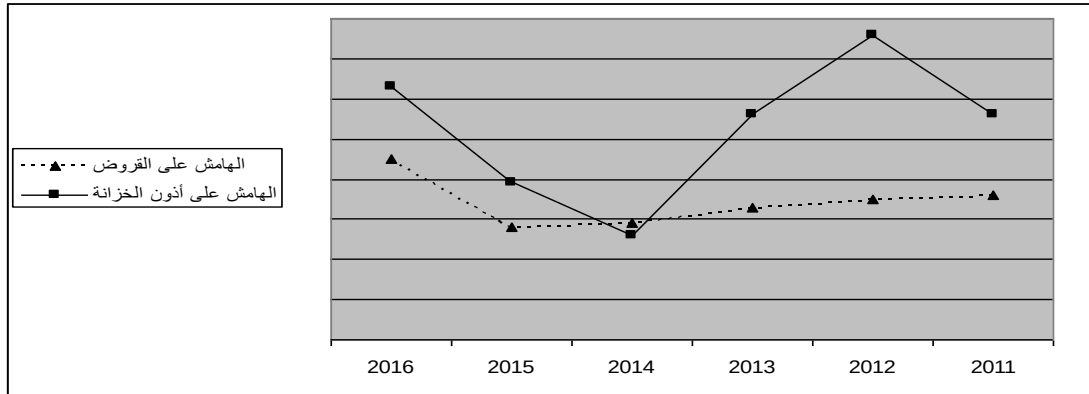
تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

ويلاحظ أن انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية وتراجع معدلات استثمار القطاع الخاص وارتفاع ما يحيط به من مخاطر، كان يعنى تقلص فرص الإقراض الجيد وتهديد معدلات ربحية البنوك. وتمثلت إحدى الآليات الرئيسية لمواجهة ذلك التهديد فى التوسع فى كل من شراء الأوراق المالية الحكومية، ومنح القروض الاستهلاكية، بأنواعها المختلفة، للأفراد الطبيعيين.

فيما يتعلق بالأوراق المالية الحكومية، وجدت البنوك فى اتساع عجز الموازنة وحاجة الحكومة المستمرة للاستدانة فرصة كبيرة لرفع سعر الفائدة على الأذون والسندات وتحقيق هامش ربح صافى مرتفع، باعتبارها تشكل تمويلا خاليا من المخاطرة لا يتطلب تكوين أى مخصصات. ويوضح الشكل رقم (٢٠) على سبيل المثال الفرق الكبير بين هامش سعر الفائدة على كل من أذون الخزانة والقروض لمدة سنة.

الشكل رقم (٢٠-٢)

تطور هامش سعر الفائدة* على القروض وأذون الخزانة خلال السنوات المالية ٢٠١١ - ٢٠١٦



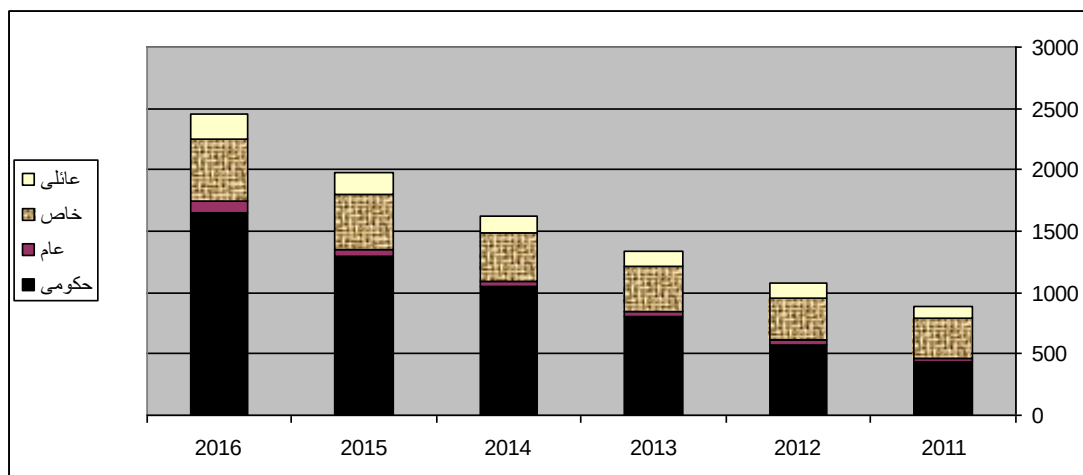
* لمدة سنة

المصدر: محسوب بمعرفة الباحثة من بيانات البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، اعداد متفرقة.

وهكذا أسفر تراجع معدلات الاستثمار الخاص وتزايد عجز الموازنة العامة من ناحية، و أداء السياسة النقدية من ناحية أخرى، عن ارتفاع نصيب الحكومة من إجمالى الائتمان المحلى (قروض وأوراق مالية) من ٤٩% فى نهاية يونيو ٢٠١١ إلى ٦٧.٣% فى نهاية يونيو ٢٠١٦. أى أن الحكومة صارت تستأثر بالجزء الأعظم من التمويل الممنوح من الجهاز المصرفي المصري، مقابل ٢٠.٥% لقطاع الأعمال الخاص و ٣.٨% لقطاع الأعمال العام.

الشكل رقم (٢-٢١)

تطور توزيع إجمالي الائتمان المحلي خلال السنوات المالية ٢٠١١-٢٠١٦ (مليار جنيه)



المصدر: البنك المركزي المصري، بيانات المسح المصرفي، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة

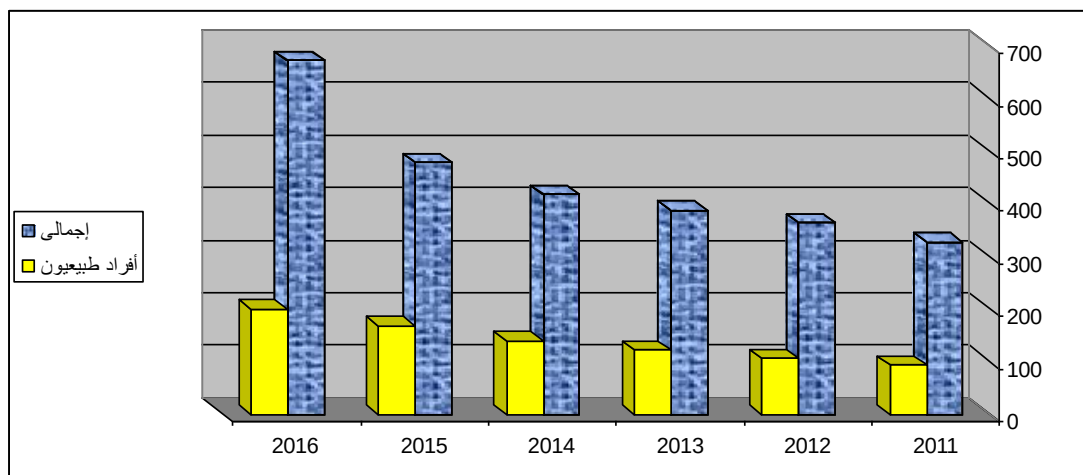
أما فيما يتعلق بالقروض الاستهلاكية ، فيشير تتبع توزيع القروض من حيث الفئات المقترضة، خلال الفترة محل البحث، إلى الارتفاع المستمر في الوزن النسبي لقروض الأفراد الطبيعيين ليصل إلى ٣٥.١% من جملة القروض بالعملة المحلية في يونيو ٢٠١٥.

الشكل رقم (٢-٢٢)

تطور نصيب الأفراد الطبيعيين من إجمالي القروض بالعملة المحلية خلال السنوات المالية

٢٠١١-٢٠١٦

(مليار جنيه)



المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

ويلاحظ أنه حتى بعد قيام البنك المركزي في يناير ٢٠١٦ بفرض ضوابط تحد من توسع البنوك في الإقراض الاستهلاكي^١، ظلت القروض الممنوحة للأفراد الطبيعيين تمثل نحو ٢٩.٨% من جملة القروض بالعملة المحلية في نهاية يونيو ٢٠١٦.

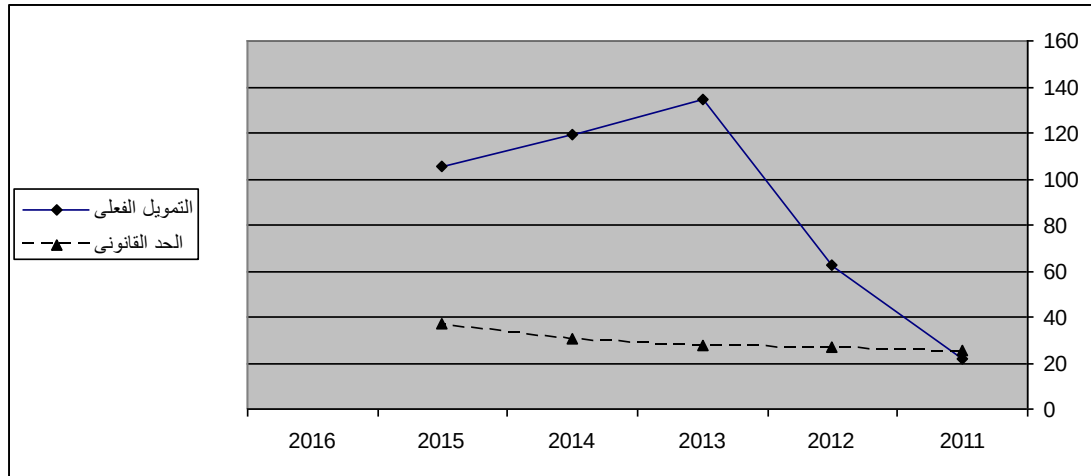
الخلاصة أن الجزء الأكبر من التمويل المصرفي خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦ كان يذهب لتغطية عجز الموازنة العامة والاستهلاك الخاص.

٥ - علاقة السياسة النقدية بالموازنة العامة للدولة:

يشير أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦ إلى حرص البنك المركزي على توفير التمويل اللازم للموازنة العامة للدولة، حتى ولو تجاوز ذلك التمويل الحد الأقصى المسموح به قانونا (١٠% من متوسط الإيرادات العامة خلال السنوات السابقة). و يكاد يكون هذا التجاوز هو القاعدة السائدة خلال الفترة محل البحث.

الشكل رقم (٢-٢٣)

التمويل الفعلي لعجز الموازنة العامة من جانب البنك المركزي مقارنة بالحد القانوني* السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠



* ١٠% من متوسط الإيرادات العامة خلال السنوات الثلاثة السابقة. محسوب بمعرفة الباحثة (القيمة بالمليار جنيه)
المصدر: وزارة المالية، التقرير المالي الشهري، أعداد متفرقة، البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

كما يشير أداء البنك المركزي إلى أن التوسع في توفير التمويل من جانبه للموازنة العامة للدولة كان يتجاوز في بعض السنوات حجم السيولة المتوافرة لديه، مما يؤدي إلى زيادة معدلات إصدار النقود. وقد برز ذلك بشكل واضح في عام ٢٠١٢/٢٠١٣ الذي قفز فيه معدل نمو

^١ - كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن نسبة قيمة الأقساط المستحقة إلى الدخل الشهري للفرد فيما يتعلق بمحفظة القروض لأغراض استهلاكية

الإصدار النقدى إلى نحو ٢٧.٣% (مقابل ١٥.٤% خلال العام السابق). وعلى الرغم أن عجز الموازنة يشكل بذاته ضغوطا تضخمية، إلا أنه من المفهوم أن حدة هذه الضغوط تختلف طبقا لما إذا كانت تمويل بمدخرات حقيقية، أم بإصدار نقدي.

وتجدر الإشارة إلى أن الاتفاق على قرض صندوق النقد الدولي في نوفمبر ٢٠١٦ قد اقترن "بالاتفاق بين البنك المركزى ووزارة المالية على خفض التمويل النقدى لعجز الموازنة للالتزام بالحدود القانونية وفقا للقانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ لاحتواء زيادة السيولة".^١

ومن ناحية أخرى، شهدت الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦ تصاعد الالتزامات الخارجية على البنك المركزى لصالح الحكومة، سواء اتخذت تلك الالتزامات شكل الودائع أو القروض بالعملات الأجنبية. وتمثلت الآلية المعمول بها فى هذا الشأن فى استخدام البنك المركزى لتلك الموارد لتعزيز الاحتياطيات الدولية ومنح المقابل للحكومة بالجنيه المصرى، أو استخدام جزء منها فى تغطية احتياجاتها من النقد الأجنبى. فإذا كانت الفترة المشار إليها قد شهدت تصاعد الدين الخارجى من ٣٤.٤ مليار دولار فى نهاية يونيو ٢٠١١ إلى ٦٧.٣ مليار دولار فى نهاية ديسمبر ٢٠١٦، فإنها قد شهدت أيضا تصاعد النصيب النسبى للبنك المركزى من الدين الخارجى من ٦.٣% إلى ٤٤.٩%، مقابل ٣٩.١% للحكومة و ٦.٢% للبنوك و ٩.٨% للقطاعات الأخرى.

وبذلك يكون البنك المركزى قد خفف من أعباء الدين الخارجى التى تتحملها الموازنة العامة، حيث أصبح هو الملتزم قانونا بالسداد. ولعل هذا ما يفسر التزام البنك المركزى فى برنامج قرض صندوق النقد الدولي بتحقيق زيادات سنوية فى الاحتياطيات الدولية، و بأن يقتصر ما يقدمه للحكومة من تلك الاحتياطيات على متطلبات مدفوعات خدمة الدين، أما متطلبات استيراد السلع الأساسية فيتم تدبيرها فقط لفترة انتقالية^٢.

رابعاً: الخلاصة وأهم النتائج:

وفقا لقانون البنك المركزى والجهاز المصرفى والنقد يقوم البنك المركزى بوضع أهداف السياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة، من خلال مجلس تنسيقى يشكل بقرار من رئيس الجمهورية. وقد تم بالفعل تشكيل هذا المجلس فى بداية عام ٢٠٠٥ ثم أعيد تشكيله فى نوفمبر ٢٠١٥ وفى كلا المراتين نص قرار رئيس الجمهورية على أن دور المجلس هو وضع أهداف

^١ - البنك المركزى المصرى، تقرير السياسة النقدية يونيو ٢٠١٧، ص. ٩.

^٢ - خطاب النوايا، وثنائى اتفاقية القرض، مصدر سبق ذكره، ص ٥٣.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

السياسة النقدية " بما يحقق الاستقرار فى الأسعار وسلامة الجهاز المصرفى، وذلك فى إطار السياسة الاقتصادية للدولة".

و فى أعقاب اجتماع المجلس التنسيقي، فى ١٧ ديسمبر ٢٠١٥ أعلن البنك المركزى المصرى أنه قد تم الاتفاق بينه وبين الحكومة المصرية على "وضع برنامج يستهدف استقرار الاقتصاد الكلى من أجل تحفيز النمو الاقتصادى وزيادة الإنتاج المحلى وخلق فرص عمل".

وعلى صعيد الواقع الفعلى، يشير تحليل أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٦ إلى ما يلى:

١- تركيز السياسة النقدية، فيما يتعلق بهدف استقرار المستوى العام للأسعار، على امتصاص الضغوط التضخمية الناتجة عن النمو وارتفاع الطلب، كما هو الحال خلال معظم سنوات الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠. أما بالنسبة للضغوط الناجمة عن صدمات العرض فيتراوح موقف السياسة النقدية بين التسليم بعدم قدرتها منفردة على مواجهة هذه الضغوط، أو "استيعاب" صدمات العرض والتركيز على حفز نمو النشاط الاقتصادى وتوفير التمويل اللازم للموازنة العامة للدولة، حتى ولو أدى ذلك إلى التوسع فى الإصدار النقدى، وهو الأمر الذى برز بشكل خاص خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦.

٢- السعى المستمر، فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف، إلى محاولة التوفيق بين تحرير سعر الصرف وبين الحفاظ على استقراره النسبى والحيلولة دون انهياره، كسبيل رئيسى للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، ولا سيما خلال فترات الأزمات وهروب رؤوس الأموال الأجنبية، سواء فى أعقاب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ أو فى أعقاب ثورة يناير ٢٠١١.

٣- الاعتماد على إيجاد فارق إيجابى ملموس فى سعر الفائدة لصالح الجنيه المصرى كوسيلة لاجتذاب تدفقات النقد الأجنبى عبر الاستثمار فى أذون الخزانة (استثمارات المحفظة)، وتشجيع الأفراد على التنازل عن النقد الأجنبى وحفز عملية الدولة العكسية.

٤- السعى المستمر لتركييم الاحتياطات الدولية، سواء بالإفادة من فائض ميزان العمليات الرأسمالية والمالية، ولا سيما استثمارات المحفظة، خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٠ أو باستخدام الودائع المحولة لدى البنك المركزى من جانب بعض الدول العربية والاقتراض من الخارج، خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦.

٥- الاعتماد على الاحتياطات الدولية التى تم تركيبها فى تدبير الموارد اللازمة لمواجهة تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج فى أعقاب الأزمة المالية العالمية خلال عام ٢٠٠٩/٢٠١٠ ثم فى أعقاب ثورة يناير ٢٠١١، فضلا عن تدبير احتياجات استيراد

السلع الأساسية والوفاء بأقساط وفوائد الديون الخارجية. إلا أن تلك الصدمات قد أوضحت بذاتها خطورة الاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية كمصدر لترسيم الاحتياطات الدولية.

٦- الحرص، فيما يتعلق بحفز النشاط الاقتصادي، على إبقاء أسعار الفائدة الحقيقية على القروض منخفضة، وهو ما يدفع بذاته إلى خفض أكبر في أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع، حتى ولو تحولت إلى سالبة خلال معظم سنوات الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦. وربما يشير ذلك إلى أن السياسة النقدية تتعامل مع تدفق ودائع القطاع العائلي إلى البنوك باعتباره أمرا "حتميا" لا يوجد المنافس البديل الذي يهدد استمراره.

٧- أدت سياسة خفض سعر الفائدة إلى خلق حافز قوى للبنوك للتحويل إلى توظيف مواردها في أدون الخزنة و أدوات سوق النقد التي يطرحها البنك المركزي، باعتبارها توظيفات ذات عائد مجز خال من المخاطرة. حيث شكل التقلص التدريجي لهامش أسعار الفائدة بين الودائع والقروض خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠ تهديدا لربحية البنوك، أخذ في الاعتبار التزامها باتباع المعايير المتعارف عليها عالميا لتكوين المخصصات وتغطية مخاطر الائتمان.

٨- أدت سياسة خفض أسعار الفائدة الحقيقية، مع تراجع معدلات استثمار القطاع الخاص وارتفاع ما يحيط به من مخاطر، خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦، إلى تقلص فرص الإقراض الجيد في قطاع الأعمال. وتمثلت إحدى الآليات الرئيسية لمواجهة أثر ذلك كله على ربحية البنوك في التوسع في شراء الأوراق المالية الحكومية، والتوسع في منح القروض الاستهلاكية بأنواعها المختلفة للأفراد الطبيعيين.

٩- تمثلت المحصلة النهائية لأداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦ في استئثار الحكومة تدريجيا بالجزء الأعظم من التمويل الممنوح من الجهاز المصرفي المصري مقابل التراجع المستمر لنصيب قطاع الأعمال الخاص من ذلك التمويل. كما أسفر أداء تلك السياسة عن اتساع الفجوة بين تدفقات التمويل المصرفي والاستثمارات المنفذة لقطاع الأعمال الخاص وتواضع معدلات ذلك التمويل خلال معظم سنوات تلك الفترة.

١٠- حرصت السياسة النقدية على توفير التمويل المصرفي لتغطية عجز الموازنة العامة، حتى لو تجاوز التمويل الممنوح من البنك المركزي الحد الأقصى المسموح به قانونا، كما هو الحال خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦، وحتى لو تجاوز ذلك التمويل حجم السيولة المتوافرة لدى البنك المركزي وأدى إلى زيادة معدلات إصدار النقود.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

١١- سعت السياسة النقدية إلى تخفيف أعباء الدين الخارجى التى تتحملها الموازنة العامة، من خلال تصدى البنك المركزى للاقتراض من الخارج لحساب الحكومة، بحيث يصبح هو الملتزم قانونا بالسداد. وقد انعكس ذلك فى التصاعد المستمر فى نصيب البنك المركزى من جملة القروض الخارجية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦. ولعل هذا التطور هو ما يفسر تعهد البنك المركزى فى برنامج قرض صندوق النقد الدولى بأن يتم استخدام القرض لتعزيز الاحتياطيات الدولية ومنح المقابل للحكومة بالجنيه المصرى، وبأن يلتزم بتحقيق زيادات سنوية فى الاحتياطيات الدولية، و أن يقتصر ما يقدمه للحكومة من تلك الاحتياطيات بشكل أساسى على متطلبات مدفوعات خدمة الدين.

خلاصة كل ما سبق هو أن أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦ يعبر عن سعى مستمر لتحقيق التوازن بين كل من استقرار المستوى العام للأسعار، وحفز النشاط الاقتصادى، وتوفير التمويل اللازم للموازنة العامة للدولة.

الفصل الثالث

مدي مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية

مقدمة:

تعتبر السياسات النقدية من أهم السياسات الاقتصادية نظراً للدور الذي تلعبه في تحقيق أهداف المجتمع جنباً إلى جنب مع السياسات الأخرى، وتأتي أهميتها من تأثيرها الكبير على النظام الاقتصادي، فأى اختلال في أداء النظام النقدي يلقي بظلاله على أداء النظام الاقتصادي لوظائفه من حيث معدلات النمو ومستوى الإنتاج والتشغيل وتوزيع الثروة والدخل الحقيقي^١ وتعتبر كفاءة السياسة النقدية امر بالغ الأهمية فكلما كانت هذه السياسة كفئة استطاعت تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال المساهمة في تدعيم خطط الدولة وفى تعبئة المدخرات المحلية ودعم الجهاز الإنتاجي وتقليل الضغط على ميزان المدفوعات، ورفع الاستثمار الكلى مع المحافظة على استقرار الاسعار ورفع مستوى العمالة مما يؤكد مساهمتها الفعالة في تحقيق التنمية الاقتصادية. وتؤكد الأدبيات الاقتصادية أن السياسة النقدية تحتل مكان الصدارة في هيكل السياسات الاقتصادية الكلية منذ أمد بعيد، فقد عدّها الاقتصاديون الكلاسيك المحور الرئيس في السياسة الاقتصادية الكلية، وبذلك كانت الأداة الرئيسة التي تمكن الدولة من إدارة النشاط الاقتصادي، وعلي ذلك تعرف السياسة النقدية علي أنها "الاستراتيجية المثلى أو دليل العمل الذي تنتهجه السلطات النقدية من أجل المشاركة الفعالة في توجيه مسار الوحدات الاقتصادية في المجتمع نحو تحقيق النمو الذاتي المتوازن عن طريق زيادة الناتج القومي بالقدر الذي يضمن للدولة الوصول إلي حالة الاستقرار النسبي للأسعار، وذلك في إطار توفير السيولة المناسبة للاقتصاد القومي"^٢. ونتيجة لذلك نجد أن السياسة النقدية لعبت دوراً بارزاً في تحقيق النهضة الاقتصادية في كثير من الدول المتقدمة، وهذا ما جعلها تنصدر السياسات الاقتصادية الكلية لعدة عقود، حتى ظهور النظرية الكينزية في الاقتصاد عقب انفجار الأزمة الاقتصادية الكبرى في الثلاثينيات من القرن الماضي، والتي هيأت الظروف لإزاحة فكر المدرسة الكلاسيكية عن صدارة الفكر الاقتصادي علي المستويين الأكاديمي والتطبيقي لتحل مكان الصدارة النظرية الاقتصادية الكينزية، والتي آمنت بأن السياسة المالية

^١ محمد ضيف الله. دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، دار غيداء للنشر،

٢٠٠٩.

^٢ أحمد فريد مصطفى، سهير السيد، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، ميثاق الجامعة، الإسكندرية، عام ٢٠٠٠،

تُعد أكثر فاعلية لإدارة الاقتصاد من السياسة النقدية، وبذلك تراجع الاهتمام بالسياسة النقدية في عقدي الثلاثينيات والأربعينيات وحتى مطلع الخمسينيات، حين برز تفاقم العديد من المشاكل والصعوبات الناجمة عن تزايد تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، في ظل تعاظم دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية والتطور العلمي في أساليب الإنتاج، إلى جانب إهمال دور السياسة النقدية في تنظيم وإدارة الاقتصاد، فأسهم كل ذلك في تهيئة الظروف لتوجيه النقد للسياسات الاقتصادية المنبثقة من النظرية الاقتصادية الكينزية، والدعوة للتحويل إلى فكر المدرسة النقدية الحديثة، والتي تزعمها الاقتصادي الأمريكي (ميلتون فريدمان)^١، وبذلك أخذت السياسة النقدية ومنذ منتصف السبعينيات - مرة أخرى - مكان الصدارة بين السياسات الاقتصادية ومنذ ذلك التاريخ وحتى يومنا هذا ما تزال السياسة النقدية تمثل محور السياسة الاقتصادية الكلية^٢. ويرى (Jonson، 2002)^٣ أن السياسة النقدية ما هي إلا مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل للموارد. وظهرت أيضا وجهة النظر المطالبة بضرورة المزج بين السياستين النقدية والمالية، حتى يتسنى الحد من الآثار الاقتصادية السالبة الناجمة عن المبالغة في تطبيق السياسة النقدية، وتحقيق أكبر قدر من الفاعلية في التأثير على وضع واتجاه النشاط الاقتصادي. ولقد ولد اهتمام الصندوق والبنك الدوليين بدرجة أكبر بالسياسة النقدية عند تصميمهما برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والنقدي (برامج التثبيت والتكيف الهيكلي) في معظم الدول النامية - ولد هذا الاهتمام- بأن جعل منها محور السياسة الاقتصادية الكلية، وبالأخص في معالجة مشكلتي عدم الاستقرار الاقتصادي والتضخم. وفي مصر، فقد أولت خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية السياسة النقدية أهمية خاصة عند اعداد التوجهات والسياسات والأهداف علي مدار خطط التنمية الثلاثة أي منذ عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧ حيث نلمح الاهتمام بدور السياسة النقدية في كل وثيقة من وثائق خطط التنمية، وعلي سبيل المثال، فقد أشارت خطة الفترة من عام (٢٠٠٣/٢٠٠٤ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧)^٤ الي ضرورة "استعادة التوازن الاقتصادي بوضع أسس ضمان الاستقرار المالي والنقدي من خلال حزمة متناسقة من أدوات السياسات المالية والنقدية للإسراع بمعدلات التنمية خلال سنوات الخطة الخمسية الخامسة. كما هدفت الخطة أيضا الي

¹ Friedman, Milton, "the role of monetary policy". American Economic Review, Vol. 58, No. 1 (March 1968), pp. 1-17

^٢ ولمزيد من المعلومات حول هذا التحول في الفكر الاقتصادي ما بين المدرسة النقدية والكينزية، راجع الفصل الأول من هذا البحث.

³ Jonson , Hany . G, Essays in monetary economics. 2nd ed op cit , P , 279 .

^٤ وزارة التخطيط، وثيقة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الخمسية (٢٠٠٣/٢٠٠٤ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧)، وخطة العام الأول منها.

الارتفاع بمعدلات النمو الاقتصادي إلى ٦,٢% في المتوسط سنوياً خلال الخطة الخمسية ليلعب الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج (بأسعار سنة الأساس ٢٠٠١/٢٠٠٢) نحو ٤٩١,٦ مليار جنيه. وزيادة فرص العمل والتشغيل. وراعت الخطة الخمسية السادسة (٢٠٠٧/٢٠٠٨ - ٢٠١٢/٢٠١١) في تقريرها للأهداف المنشودة خلال الخمس سنوات القادمة اعتبارات التوازن بين البعد الاقتصادي والبعد الاجتماعي من حيث تبنى استراتيجيات تنمية رامية لتحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع يسمح باتساع الطاقة الاستيعابية لسوق العمل بما يكفل مستويات عالية من التشغيل لتحقيق معدل نمو اقتصادي متوسطة السنوي ٨%. أما خطة التنمية لعام ٢٠١٢/٢٠١٣ فقد ركزت على انحسار حالة الركود الاقتصادي التي شهدتها البلاد خلال الخمسة عشرة شهراً الماضية (والتي لم يتم تحقيق معدل النمو الاقتصادي المنشود خلالها) والسير إلى الأمام في تنفيذ برامجها الاجتماعية لتحقيق هدي النمو الاقتصادي والعدالة الاجتماعية. واستهدفت الخطة، الوصول بمعدلات نمو معتدلة تصل إلى ٤,٥% من خلال البدء في تنفيذ خطة انتقالية مرحلية للتعافي من الآثار الاقتصادية والاجتماعية التي شهدتها البلاد في الفترات السابقة. كما عملت على تطبيق مجموعة من الاجراءات العاجلة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وعلى رأسها الوقف الفوري لنزيف الاحتياطي للعملة الأجنبية،... الخ. كما عملت السياسة النقدية على استمرار البنك المركزي في انتهاز السياسات الداعمة للسيطرة على التضخم والحفاظ على مستويات الدخل الحقيقية للمواطنين وتدعيم القدرة التنافسية للصادرات بالإضافة إلى تحسين اطار العمل الخاص بإدارة السيولة المحلية، والحفاظ على وجود سوق صرف مستقرة وفاعلة ومنتظمة. وفي إطار عمل الخطة متوسطة الأجل ٢٠١٥/١٤ - ٢٠١٩/١٨، فقد استهدفت تحفيز النمو الاقتصادي ليصل معدل النمو السنوي إلى ٦% في المتوسط خلال ذات الفترة.

وعلى مستوى السياسات فقد برز دور السياسات النقدية على مستوي فترات الخطط الثلاث، حيث نلاحظ وجود السياسات النقدية في خطة: ٢٠٠٣/٢٠٠٤ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧، متمثلاً فيما يلي:

- المحافظة على درجة مناسبة من الاستقرار النقدي بتحديد معدل التوسع النقدي الذي يحقق المواءمة بين هدي النمو الاقتصادي وتحجيم التضخم.
- تعميق الاتجاه نحو الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة خاصة عمليات السوق المفتوحة عن طريق توريق الدين بما يتيح للبنك المركزي إدارة هذا السوق بصورة أوسع وأفضل .
- تفعيل سعر الفائدة كأداة مؤثرة على توجيه الاستثمار من خلال التأثير على الكفاية الحدية لرأس المال ومن ثم الأثر المباشر على تشييط الاقتصاد القومي.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- زيادة الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة، وخاصة عمليات السوق المفتوحة، للتأثير في حجم التعاملات على النحو المنشود
- تقليل الهامش بين سعرى عائد الإيداع والإقراض للحفاظ على علاقة متوازنة بين المودعين والمستثمرين.
- الحفاظ على الاحتياطات الدولية عند مستوى مناسب يكفل سداد الالتزامات الخارجية ولتغطية الواردات السلعية لفترة ٩ شهور على الأقل.
- التوسع في إنشاء إدارات متخصصة بالبنوك لتوفير التمويل المصرفي للمشروعات الصغيرة.
- وضع العديد من الآليات لمواجهة تنشيط السيولة المحلية، منها تطبيق نظام الريبو بين البنك المركزي والبنوك، وتخفيض حجم الاحتياطي الذي تجنبه البنوك لدى البنك المركزي من ١٤% إلى ١٢% وإجراءات طرح أذون وسندات بالدولار، والسعي إلى طرح سندات طويلة الأجل لتتواءم مع متطلبات تمويل المشروعات طويلة الأجل.

وفي ضوء ما سبق نلاحظ أن السياسة النقدية احتلت مكان الصدارة بين السياسات الاقتصادية الكلية في خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد المصري. ونظرا لأن، السلطات النقدية في مصر تولي اهتماما خاصا بعملية إدارة الاقتصاد بالاعتماد - بدرجة كبيرة - على التخطيط التأشيرى غير الملزم والمعتمد بدرجة كبيرة علي حزم السياسات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية وما تمثله من حوافز ايجابية أو سلبية علي العاملين بالنشاط الاقتصادي^١. وعلي ذلك فإن السياسة النقدية - باعتبارها احدي أهم السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة في ادارة الاقتصاد - تستدعي الحاجة الي دراستها وفهمها والتعرف علي مكوناتها وكيفية عملها، ومدى فاعليتها في تنفيذ السياسات وتحقيق الأهداف في الخطط التنموية. وفي مرحلة لا حقة يتم إخضاع تنفيذها للتقويم، والتمحيص المستمر، حتى يتسنى للمختصين تطويعها وتكييفها مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية السائدة فيها.

هدف البحث: حدد البحث أهدافه كما يلي:

يهدف هذا الفصل الي تقييم مدى مساندة السياسة النقدية لأهداف خطط التنمية الخمسية خلال فترة البحث، ودراسة نوع وطبيعة السياسات النقدية التي تم استخدامها خلال تلك الفترة، بداية من خطة التنمية الخمسية ٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧، وحتى خطة التنمية الخمسية ٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧ وذلك من حيث:

^١ ناصف، السيد عبد المعبود، السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينات (المرحلة الأولى)، قضايا التخطيط والتنمية في مصر رقم (٧٦)، معهد التخطيط القومي، ص ٨٥، سبتمبر ١٩٩٢.

الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للخطط الخمسية. والسياسات النقدية التي تم استخدامها لتحقيق هذه الأهداف. والنتائج المترتبة على استخدام هذه السياسات؟ وهل نجحت السياسات النقدية التي تم اتباعها في تحقيق الأهداف؟ (تقييم السياسات النقدية من حيث دورها في المحافظة على معدلات السيولة، والحد من معدلات التضخم، والحفاظ على استقرار سعر الصرف وتحقيق معدلات النمو المستهدفة).

فرضيات البحث: يعتمد البحث على مجموعة من الفرضيات كما يلي:

- H0: لا تؤثر متغيرات السياسة النقدية على مستهدفات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
H1: تؤثر متغيرات السياسة النقدية على مستهدفات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ويمكن صياغة فرضيات البحث بطريقة أخرى كما يلي:

- هناك علاقة (طردية أو عكسية) بين استخدام السياسة النقدية وتحقيق أهداف خطة التنمية في الاقتصاد الوطني خلال فترة البحث.
- هناك تأثير سلبي للأزمات على مستوى النشاط الاقتصادي مقاسا بالنتائج المحلي الإجمالي.

المنهج المتبع:

يستخدم البحث منهجين من مناهج الدراسة. الوصفي التحليلي، لوصف المشكلة باستخدام الأدوات المتاحة لجمع البيانات الخاصة بالظاهرة لمعرفة الأبعاد والأسباب المؤدية إليها، ودراسة الظروف والأحداث التي مر بها النظام الاقتصادي خلال فترة البحث. والمنهج الكمي التحليلي، لبيان أثر التغير في أدوات السياسة النقدية على تحقيق مستهدفات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية. ويغطي البحث فترة الخطة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ إلى خطة عام ٢٠١٦/٢٠١٧. ويستخدم البحث أسلوب بيانات السلاسل الزمنية الربع سنوية لعدد من المتغيرات النقدية المستقلة أهمها، معدل السيولة الكلية، وسعر الصرف، ومعدلات التضخم، معدل إعادة الخصم. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، معدل سعر الفائدة الاسمي أو معدل سعر الخصم، ... الخ . حيث أكدت كثير من الدراسات التي تم تناولها أن لها تأثير مباشر على النمو الاقتصادي والتنمية. كما يستخدم البحث سلسلة البيانات الزمنية الربع سنوية لقياس أثر السياسات النقدية التي تم استخدامها في التأثير على كل من المستوي العام للأسعار (المعدل السنوي للتضخم)، ومعدل النمو السنوي للناتج، وكذلك على قيمة معدل الاستثمار في الاقتصاد الوطني خلال نفس الفترة.

هيكل الفصل: للوصول الي صحة الفروض السابقة وتحقيق أهداف البحث سوف نناقش المحاور الرئيسية التالية:

نظرا لأن البحث يهدف إلى معرفة مدى مساهمة السياسة النقدية وأدواتها المباشرة وغير المباشرة في تحقيق أهداف خطة التنمية، فإن هذا الفصل ينقسم الي ما يلي:

أولاً: الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للخطط الخمسية.

ثانياً: السياسات الاقتصادية والنقدية بخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ثالثاً: العلاقة بين السياسات النقدية ومستهدفات خطط التنمية.

أولاً: الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للخطط الخمسية:

نناقش في هذا المحور أهم الأهداف التي وضعتها خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع ولا سيما تلك الأهداف التي جاءت في الجانب الاقتصادي منها. وذلك بقصد التعرف عليها وبيان العلاقة بينها وبين السياسات النقدية في المجتمع. وكيف يمكن لهذه السياسات أن تساهم في تحقيق هذه الأهداف.

١- أهم الأهداف الاقتصادية والاجتماعية لخطة (٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧):

اشتقت خطة التنمية للفترة (٢٠٠٢/٢٠٠٣ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧) أهدافها من رؤية القيادة السياسية لمستقبل التنمية في مصر خلال العقدين القادمين :

أولاً: رؤية الدولة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية:

طمحت "رؤية العقدين القادمين إلى وضع مصر ضمن مجموعة الدول النامية ذات الدخل المرتفع وما يعنى ذلك من تحسن في أحوال المعيشة ومتانة وتنوع الاقتصاد القومي وبترتب على ذلك أن تسعى رؤية العقدين التاليين إلى ولوج مصر إلى مجموعة الدول الصناعية"^١. وعلي ذلك كانت أهم أهداف الرؤية إلى عام ٢٠٢٢، تحقيق متوسط معدل نمو سنوي يتراوح بين ٦% في البديل المتحفظ و ٨% في البديل المتفائل. كما تستهدف الرؤية توظيف القوة العاملة توظيفاً كاملاً بحيث لا يتعدى معدل البطالة في البديل المتفائل عن ٣% من مجموع قوة العمل المتاحة. بالإضافة الي تحسين الجوانب الاجتماعية من أمثلة القضاء على الأمية، وتوفير الخدمات الصحية للجميع، وشمول مظلة التأمين والمعاشات أفراد المجتمع... الخ.

^١ وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، الخطة الخمسية الخامسة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (٢٠٠٣-٢٠٠٧) وخطة عامها الأول.

وعلى الجانب الاقتصادي سعت الخطة الى تشجيع القطاع الخاص وزيادة اسهامه في النشاط الاقتصادي، على أن تقوم الدولة بالتوجيه والتنشيط عن طريق السياسات الاقتصادية والاجتماعية الملائمة، بجانب دورها الرقابي واقتصر دور الدولة المباشر في النشاط الاقتصادي على ما لا يستطيع القطاع الخاص الاضطلاع به مع ضروريته وحيويته من أجل التنمية. كما تبنت الرؤية تحديث الدولة والمجتمع في مصر من خلال خمسة محاور هي، تنمية الانسان المصري، تطوير الادارة والبناء المؤسسي وآليات التصحيح، تنمية قاعدة الانتاج والموارد الطبيعية والاقتصادية، بناء وتنمية القاعدة الوطنية للعلم والتكنولوجيا، التفاعل الخلاق مع المحيط الإقليمي والنظام العالمي.

ثانيا: أهداف الخطة:

في ضوء الرؤية طويلة الأجل لتحديث مصر وللمستقبل التنمية بها حتى عام ٢٠٢٢. فإن أهم الأهداف الرئيسية للخطة تمثلت في الآتي:

- الارتقاء بنوعية الحياة وتحسين مستوى المعيشة بتحسين وتوسيع نطاق الخدمات الأساسية من تعليم وصحة ومياه شرب وصرف صحي بتحقيق معدلات أفضل مما تحقق خلال الفترة الماضية وبما ينعكس على توسيع مجالات الاختيار أمام المواطن.
- زيادة فرص التشغيل والتصدي لمشكلة البطالة.
- الارتقاء بمعدلات النمو الاقتصادي إلى ٦، ٢% في المتوسط خلال سنوات الخطة الخمسية.
- استعادة التوازن الاقتصادي بوضع أسس ضمان الاستقرار المالي والنقدي من خلال حزمة متناسقة من أدوات السياسات المالية والنقدية للإسراع بمعدلات التنمية خلال سنوات الخطة الخمسية الخامسة وتحقيق فائض في ميزان المعاملات الجارية.

٢- أهم أهداف الخطة الخمسية السادسة (٢٠٠٧/٢٠٠٨ - ٢٠١١/٢٠١٢):^١

تبنت الخطة الخمسية السادسة في تقريرها للأهداف المنشودة خلال سنواتها الخمس اعتبارات التوازن بين البعد الاقتصادي والبعد الاجتماعي من حيث تبني استراتيجيات تنموية رامية لتحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع يسمح باتساع الطاقة الاستيعابية لسوق العمل بما يكفل مستويات عالية من التشغيل، ويقترن أيضاً بتحسين مستوى معيشة ونوعية حياة المواطنين بالتركيز على

^١ وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، الخطة الخمسية الخامسة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (٢٠٠٧/٢٠٠٨ - ٢٠١١/٢٠١٢)، وخطة عامها الأول.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

خدمات التنمية البشرية والاجتماعية، وخاصة للفئات ذات الدخل المحدود والأسر الفقيرة. وبالإضافة الى ذلك هدفت خطة التنمية لتحقيق الأهداف الآتية:

- تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع متوسط السنوي ٨%
- زيادة متوسط دخل الفرد الحقيقي بمعدل ٦ % سنوياً.
- زيادة معدل الاستثمار من ٢٠ % إلى ٢٤ % من الناتج المحلي الإجمالي.

٣- أهم أهداف خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الانتقالية للفترة (٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧):^١

استهدفت خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الانتقالية - التلخص من الركود- والمضي قدماً في تنفيذ برامجها الاقتصادية والاجتماعية لتحقيق هدفي النمو الاقتصادي والعدالة الاجتماعية. فقد استهدفت الخطة الوصول بمعدلات النمو إلى ٤.٥ % من خلال البدء في تنفيذ خطة انتقالية مرحلية للتعافي من الآثار الاقتصادية والاجتماعية وذلك ضمن الخطة الرئيسية التي تغطي فترة العشر سنوات الممتدة من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠٢٢.

كما هدفت السياسة المالية خلال عام ٢٠١٢/٢٠١٣ إلى تطبيق مجموعة من الاجراءات العاجلة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، على رأسها الوقف الفوري لنزيف الاحتياطي للعملة الاجنبية، وخفض معدلات عجز الموازنة العامة، و إجمالي الدين العام كما تعمل السياسة النقدية على استمرار البنك المركزي في انتهاز السياسات الداعمة للسيطرة على التضخم والحفاظ على مستويات الدخل الحقيقية للمواطنين وتدعيم القدرة التنافسية للصادرات بالإضافة إلى تحسين اطار العمل الخاص بإدارة السيولة المحلية ، والحفاظ على وجود سوق صرف مستقرة وفاعلة ومنظمة.

ويأتي كل ذلك في إطار من الاتساق التام بين السياسة المالية والسياسة النقدية وخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وبما يساعد على خفض معدلات عجز الموازنة العامة والدين العام إلى مستويات آمنة، والحفاظ على الاحتياطي الأجنبي وبما يحقق عودة الثقة في أوضاع الاقتصاد المصري، وبالتالي جذب الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة والوصول إلى معدلات النمو المطلوبة للتشغيل.

من العرض السابق لأهداف خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية يتضح أن الأهداف العامة والاقتصادية علي وجه الخصوص تتمحور حول تحقيق الاستقرار الاقتصادي (النقدي و

^١ وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، الخطة الخمسية السادسة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧)، وخطة عامها الأول.

المالي) وزيادة معدلات النمو الاقتصادي. بالإضافة الي أهداف تخفيض معدلات البطالة والعجز الكلي لميزان المدفوعات.

ثانيا: السياسات الاقتصادية والنقدية بخطط التنمية:

علي ضوء رؤية الدولة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية والأهداف العامة لخطة التنمية فقد تم وضع مجموعة عريضة من السياسات من أجل تنفيذ التوجهات والأهداف العامة. وقد تنوعت هذه السياسات بتنوع أهداف خطة التنمية، وفي هذا المجال ولمعرفة دور وموقع السياسات النقدية من هذه المجموعة العريضة، فإننا نستعرض حزمة السياسات الاقتصادية عامة والسياسات النقدية وسياسات الاستثمار علي وجه الخصوص :

١ - السياسات الاقتصادية لخطة التنمية (٢٠٠٣/٢٠٠٤ - ٢٠٠٦/٢٠٠٧)^١

مثلت السياسات الاقتصادية الكلية - نقدية ومالية وتجارية و غيرها... الأدوات الرئيسية لتحقيق أهداف الخطة، وهذه السياسات تضمنت اتجاهات وحوافز إيجابية وسلبية من أجل تخصيص الموارد للأهداف المخطط تنفيذها. وتمثلت أهم السياسات التي اعتمدت عليها الخطة فيما يلي:

١ - ١ السياسات النقدية:

حرصت الخطة عند وضع سياساتها النقدية علي تكاملها مع السياسات المالية في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي ومعدلات التضخم وتوفير المناخ المحفز علي الاستثمار، وتتمثل أهم السياسات النقدية فيما يلي:

- المحافظة على درجة مناسبة من الاستقرار النقدي بتحديد معدل التوسع النقدي الذي يحقق المواءمة بين هدفي النمو الاقتصادي وتحجيم التضخم.
- تعميق الاتجاه نحو الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة خاصة عمليات السوق المفتوحة عن طريق توريق الدين بما يتيح للبنك المركزي إدارة هذا السوق بصورة أوسع وأفضل .
- تطوير وتقوية الدور الرقابي والإشرافي للبنك المركزي لضمان حسن سير العمل المصرفي وإضفاء المزيد من الحماية على أموال المودعين.
- مواصلة إعادة النظر في أدوات السياسة النقدية وتعديلها بما يتفق ومتطلبات النشاط الاقتصادي.
- استمرار السعي الحثيث للمحافظة على التوازن في سوق الصرف الأجنبي من خلال تحسين مركز ميزان المدفوعات.

^١ وزارة التخطيط، المرجع السابق

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- تفعيل سعر الفائدة كأداة مؤثرة على توجيه الاستثمار من خلال التأثير على الكفاية الحدية لرأس المال ومن ثم الأثر المباشر على تنشيط الاقتصاد القومي.
- إصدار التشريعات التي تساعد على تنفيذ السياسات النقدية ومنها قانون الشيك ، مع مواجهة مشاكل تداول النقود إلكترونياً.
- بناء جداول للتدفقات المالية والنقدية بين قطاعات الاقتصاد القومي تعكس أرصدة الإقراض والاقتراض لكافة القطاعات مع ما توضحه الجداول من أدوات تمويل متاحة في الاقتصاد وتفضيلات كل قطاع من حيث نوع الأدوات التي يفضل الاقتراض بها واحتياجات وفوائض أرصدة كل قطاع.
- قيام الجهاز المصرفي بدور متنامي في تنشيط وزيادة حجم الصادرات ، باستخدام أساليب جديدة وبما يقلل من تكلفة التمويل للمصدرين .
- الحفاظ على متانة مركز الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي لتأمين موقف الدولة في سداد الالتزامات الخارجية وللحفاظة على استقرار سوق النقد.

٢-١ السياسات المالية: وأهمها:

- تحقيق الانضباط المالي اللازم لضمان الاستخدام الصحيح للإنفاق العام والابتعاد عن كافة جوانب الإنفاق المظهري أو الترفي.
- اختيار أنسب المصادر لتمويل المشروعات الاستثمارية والبحث عن مصادر تمويلية قليلة التكلفة لتمويل المشروعات الإنتاجية بعد استنفاد وسائل تمويلها ذاتيا وعدم اللجوء إلي مصادر التمويل المكلفة إلا في حالة المشروعات التي لها مردود يكفي لسداد التكلفة.
- العمل علي سرعة الانتهاء من الأعمال والمشروعات تحت التنفيذ لتحقيق الاستخدام الأمثل للأموال المستثمرة، وبما يكفل دخولها مرحلة الإنتاج والتشغيل، وتحقيق الاستفادة الكاملة من المخزون السلعي الراكد لدي الحكومة والقطاع العام.
- السيطرة علي الدين العام وسداد أعباء خدمته من خلال إعادة هكلته والتنبؤ بالفجوة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.
- تنشيط سوق السندات الحكومية والخاصة بإصدار مجموعة من إصدارات سندات الخزانة وتشجيع القطاع الخاص القادر علي توفير التمويل المتوسط وطويل الأجل من خلال اصدار السندات.
- تعزيز دور المستثمر المؤسسي لتحقيق التوازن مع استثمارات الأفراد، وخاصة المؤسسات المالية، وصناديق معاشات القطاع الحكومي وقطاع الأعمال الخاص...الخ.

- تطوير وتنظيم سوق رأس المال.
- استكمال برنامج الخصخصة بمزيد من الاعتماد علي بورصة الأوراق المالية.
- تطوير التشريعات الاقتصادية والقواعد الحاكمة لسوق رأس المال.

٣-١ سياسات الاستثمار وأهمها:

- الترويج للاستثمار بشقيه المحلي والاجنبي المباشر عن طريق توفير دراسات جدوى للفرص والمشروعات الاستثمارية المحتملة.
- تطوير أداء الأجهزة والهيئات التي تقوم على إدارة الاستثمار المباشر وتوفير المرونة الكافية في الحوافز الممنوحة وتوفير نظم متطورة للخدمات والمعلومات وتبسيط إجراءات التأسيس ووضع ضوابط متطورة مع المعايير الدولية.
- الارتفاع التدريجي بمستوى الادخار الحقيقي لتمويل الاستثمار، والاستعانة بأساليب متطورة لجذب المدخرات المحلية والأجنبية ومنحها الحوافز الملائمة.
- تنشيط دور القطاع المصرفي في تقديم الخدمات التمويلية للمشروعات الصغيرة والقيام بدور أكبر في تنميتها ، مع المساهمة في إيجاد حلول مناسبة للمشكلات المتصلة بإقراض هذه المشروعات.
- تشجيع التمويل العيني للمشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال شركات التأجير التمويلي والعمل على إيجاد آليه دائمة للتنسيق بين الجهات المعنية بتمويل وتشجيع وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة ، وتشجيع شركات المخاطر في تبني المشروعات الصغيرة ومساعدتها على النمو.
- المحافظة على استقرار أسعار الصرف في حدود هامش تقلب مقبول ($\pm 3\%$) وتجنب العودة إلى تخفيض قيمة الجنيه المصري بالقفزات ، وتفعيل تدخل البنك المركزي في سوق الصرف من خلال عمليات السوق المفتوحة بصرية تامة ودون إعلان مسبق عن حجم وتوقيت التدخل .

٢- سياسات خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الخمسية (٢٠٠٧/٢٠٠٨ - ٢٠١١/٢٠١٢)^١

وفيما يلي عرض موجز لأهم عناصر السياسات الاقتصادية العامة التي توقف عليها نجاح برنامج الخطة السادسة في بلوغ أهدافها:

^١ وزارة التخطيط، مرجع سبق ذكره.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

١-٢ السياسة النقدية: يمكن إيجاز أهم معالم السياسة النقدية في مرحلة الخطة فيما

يلى:

- تحديد معدل التوسع فى السيولة المحلية على نحو يحقق المواءمة بين هدفي النمو الاقتصادي وتحجيم التضخم عند مستوى مقبول.
- تحسين مركز ميزان المدفوعات وتنشيط سوق المعاملات بين البنوك بالنقد الأجنبي للحفاظ على درجة ملائمة من الاستقرار فى سوق الصرف.
- زيادة الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة، وخاصة عمليات السوق المفتوحة، للتأثير فى حجم التعاملات على النحو المنشود.
- تقليل الهامش بين سعري عائد الإيداع والإقراض للحفاظ على علاقة متوازنة بين المودعين والمستثمرين.
- الحفاظ على الاحتياطيات الدولية عند مستوى مناسب يكفل سداد الالتزامات الخارجية ولتغطية الواردات السلعية لفترة ٩ شهور على الأقل.
- تأكيد الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة على المؤسسات المصرفية (الشفافية والمساءلة والإفصاح عن المعلومات).
- تشجيع الاندماجات بين البنوك لتكوين كيانات اقتصادية قوية
- التوسع فى إنشاء صناديق استثمار وفق نظم متعددة ومرنة لتعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار.
- التوسع فى إنشاء إدارات متخصصة بالبنوك لتوفير التمويل المصرفي للمشروعات الصغيرة.

٢-٢ السياسة المالية: يمكن إيجاز أهم معالم السياسة المالية في مرحلة الخطة فيما يلي:

- الاستمرار فى تطبيق السياسات المحفزة للنمو من خلال تشجيع الاستثمار والتشغيل باستخدام الأدوات الضريبية والجمركية لتحقيق معدل نمو اقتصادي سنوي قدره ٨% فى المتوسط.
- زيادة مخصصات الدعم ومزايا الأمان والضمان الاجتماعي للفئات محدودة الدخل، مع إعادة هيكلة الدعم لضمان وصوله إلى مستحقيه، والتحول التدريجي للدعم النقدي، وخاصة النقدي المشروط.
- الاستمرار فى الإصلاحات المالية والضريبية لتحقيق تناقص مطرد فى عجز الموازنة العامة للدولة.

٢-٣ سياسات تحسين وتهيئة مناخ الاستثمار:

تتعلق هذه السياسات بسبل تنشيط الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي وإعادة هيكلة وبرامج إدارة الأموال المملوكة للدولة وبرامج إعادة هيكلة قطاع الأعمال العام وسياسات تفعيل سوق المال وسوق التأمين ونشاط المناطق الاقتصادية والحرّة. ونوجز أهمها فيما يلي:

- إعداد خرائط حديثة للأراضي المطروحة للاستثمار.
- التوسع في حملات الترويج والتسويق الدولية للتعريف بفرص الاستثمار في مصر.
- مواصلة تبسيط إجراءات الاستثمار والتيسير على المستثمرين.
- توفير تيسيرات وحوافز استثمارية، خاصة للمشروعات التنموية بجنوب مصر.
- تطوير نظم العمل بالبورصة لتفعيل سوق المال من خلال:
- استكمال برنامج الخصخصة للشركات وأصول قطاع الأعمال العام.
- إصلاح الهياكل الفنية والمالية لشركات قطاع الأعمال العام في إطار برنامج إعادة الهيكلة.
- استكمال بيع مساهمات المال العام في الشركات والبنوك المشتركة.

٣- السياسات الاقتصادية والاجتماعية للخطة الانتقالية (٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧):^١

تعتمد خطة (٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧)، في استهدافها لتحقيق معدل نمو اقتصادي ٤،٥%، على مجموعة من البرامج والسياسات أهمها ما يلي:

- طرح سندات جديدة على المصريين المقيمين بالخارج، تتمتع بعائد وشروط مجزية لتوفير تمويل مناسب للمشروعات التنموية التي تقام على أرض الوطن مع اتخاذ كافة التدابير لتسويق هذه السندات وتيسير الاكتتاب فيها.
- دراسة امكانية طرح صكوك اسلامية لتواكب حركة ومتطلبات التمويل.
- الاقتراض من مؤسسات التمويل الدولية، تؤكد الحكومة على ان الحرص على الاقتراض من صندوق النقد الدولي علاوة على إسهامه في توفير العملة الاجنبية ومواجهة عجز الموازنة العامة يهدف إلى الحصول على شهادة تفيد وتؤكد صلاحية الاقتصاد المصري وقدرته على التعافي.
- وضع العديد من الآليات بغرض تنشيط السيولة المحلية، منها تطبيق نظام الريبو بين البنك المركزي والبنوك، وتخفيض حجم الاحتياطي الذي تجنبه البنوك لدى البنك المركزي من

^١ وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، الخطة الخمسية السادسة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (٢٠١٢/٢٠١٣ - ٢٠١٦/٢٠١٧)، وخطة عامها الأول.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

١٤% إلى ١٢% وإجراءات طرح أذون وسندات بالدولار، والسعي إلى طرح سندات طويلة الأجل لتتواءم مع متطلبات تمويل المشروعات طويلة الأجل.

- تحفيز النشاط الاقتصادي في إطار الشراكة ما بين القطاعين العام والخاص.
- زيادة كفاءة الاستثمار من خلال ترشيد التوظيفات الاستثمارية.
- توجيه الانفاق الاستثماري العام نحو استكمال وتطوير وتنمية البنية الأساسية.
- الحفاظ على الأصول الاستثمارية للدولة.
- التركيز على تنمية المشروعات الصغيرة ومتناهية الصغر.

من العرض السابق لأهم السياسات الاقتصادية والنقدية بخطط التنمية يتضح لنا أنها تتضمن عدد واسع من السياسات تختلف باختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تواجه كل خطة. كما تختلف أيضا باختلاف التوجهات والأهداف التي تتمحور حولها كل خطة تنموية وان تركزت في عدد محدود من السياسات أهمها: المحافظة على درجة مناسبة من الاستقرار النقدي بتحديد معدل التوسع النقدي الذي يحقق المواءمة بين هدفي النمو الاقتصادي والسيطرة علي التضخم. وتعميق الاتجاه نحو الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة خاصة عمليات السوق المفتوحة. استمرار السعي الحثيث للمحافظة على التوازن في سوق الصرف الأجنبي. وتفعيل سعر الفائدة كأداة مؤثرة على توجيه الاستثمار. وقيام الجهاز المصرفي بدور متنامي في تنشيط وزيادة حجم الصادرات، باستخدام أساليب جديدة وبما يقلل من تكلفة التمويل للمصدرين. الحفاظ على متانة مركز الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي لتأمين موقف الدولة في سداد الالتزامات الخارجية وللمحافظة على استقرار سوق النقد.

ثالثا: العلاقة بين السياسات النقدية ومستهدفات خطط التنمية:

من أجل معرفة حقيقة العلاقة بين مستهدفات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وسياساتها والتي سبق الحديث عنها في المحور السابق، وفاعلية السياسة النقدية ومدى تأثيرها على النشاط الاقتصادي خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧. فإننا نستعرض أهم الأهداف العامة أو العملية للسياسة النقدية في الدول النامية والمنطقة العربية علي وجه الخصوص فيما يلي:

على صعيد الدول النامية، فإن أهداف السياسة النقدية متنوعة وتتبع أساسا من أنظمتها النقدية و المالية الغير متكاملة وتنحصر هذه الأهداف فيما يلي^١:

- تحقيق الاستقرار النقدي و الاقتصادي عن طريق التحكم في المستويات العامة للأسعار.
- تدعيم النمو الاقتصادي.
- المساهمة في إيجاد مؤسسات مالية ومصرفية متطورة.
- خلق أسواق نقدية ومالية قوية.
- تحقيق التوازن الخارجي و المحافظة على استقرار قيمة العملة المحلية.

وعلى مستوى الدول العربية ومنها مصر، تدل التشريعات على تبني تحقيق الاستقرار النقدي كهدف أولي لسياساتها النقدية إلى جانب أهداف أخرى تتمثل فيما يلي^٢:

- تشجيع النمو الاقتصادي المصحوب بالتوظيف.
- تحقيق الاستقرار النقدي لمحاربة التضخم.
- ضمان قابلية الصرف و المحافظة على قيمة العملة.
- إيجاد سوق مالي ونقدي متطور.
- دعم السياسة الاقتصادية للدولة.

ومن العرض السابق نجد أن أهم الأهداف المشتركة للسياسة النقدية وأهدف خطط التنمية تنحصر في تحقيق معدلات نمو جيدة للنتاج المحلي الإجمالي، وتحقيق الاستقرار النقدي، وضمان قابلية العملة الوطنية للصرف والمحافظة على قيمتها. ويمكن التعبير عن هذه المستهدفات بثلاثة متغيرات أساسية تلعب دور رئيسي في حياة الاقتصاد والمجتمع. وتتمحور هذه الأهداف في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومعدلات التضخم، والاستثمار كمتغيرات تابعة. أما السياسة النقدية التي تم استخدامها خلال فترة البحث فسيتم التعبير عنها بالتغيرات التي أحدثتها السلطات النقدية (البنك المركزي المصري) في الأدوات المباشرة وغير المباشرة للسياسة النقدية والمستوحاة من سياسة البنك المركزي عن طريق التحكم في نمو الكتلة النقدية ومعدل إعادة الخصم ومعدل سعر الصرف الرسمي للجنيه المصري. كأدوات أو أهداف وسيطة

^١ أسهمان بقبق، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتنا الداخلية - دراسة قياسية- رسالة دكتوراه في الاقتصاد، ٢٠١٤/٢٠١٥، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ص٢٣. عن: ناظم محمد نوري الشمري، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار زهران للنشر و التوزيع، ١٩٩٩، ص ص٤٢٩-٤٣٠

^٢ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط٢، ٢٠٠٤، ص١١٤.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

لبلوغ الأهداف النهائية في المجتمع^١. واستنادا على عدة دراسات سابقة في ميدان السياسة النقدية على دول عربية وأجنبية تم بناء نموذج كمي لقياس أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي وبيان مدي قوة وقدرة السياسة النقدية على احداث التغيير المطلوب الذي استهدفته خطط التنمية للاقتصاد الكلي والمجتمع.

١ - المنهجية العلمية المستخدمة:

يعتمد الباحث في هذا المحور على المنهج الكمي بهدف قياس أثر التغيير في السياسة النقدية متمثلة في المعروض النقدي بالمفهوم الواسع ومعدل سعر الصرف ومعدل التضخم ومعدل التغيير في سعر اعادة الخصم. بالإضافة إلى متغير وهمي ينوب عن المشاكل السياسية والأزمات الاقتصادية والمالية وبالطبع إدراج عنصر الخطأ العشوائي الذي ينوب عن العناصر الغير مدرجة في النموذج. والعنصر الثابت في النموذج يمثل الحد الأدنى من مستوى النشاط - عند حيادية النقود - وانعكاسها على العلاقة بمتغيرات النشاط الاقتصادي ومستهدفات خطة التنمية خلال الفترة من عام (٢٠٠٣/٢٠٠٤) وحتى عام (٢٠١٦/٢٠١٧)، بواسطة نموذج انحدار متعدد المعلمات وذلك بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى. ويعتمد النموذج على البيانات الربع سنوية للمتغيرات. وقد تم اختبار العلاقة بين التغيير في أدوات السياسة النقدية متمثلة في معدل التغيير في كمية النقود بالمفهوم الواسع، ومعدل إعادة الخصم، ومعدل التضخم خلال فترة البحث^٢. بالإضافة إلى متغير وهمي ينوب أو يعبر عن الأزمات الخارجية التي يمكن أن تؤثر في حركة النشاط الاقتصادي ومستهدفات خطة التنمية (ايجابا أو سلبا) خلال الفترة. والعنصر الثابت في النموذج يمثل الحد الأدنى من المستهدفات التي يمكن تحقيقها في الاقتصاد الوطني في حالة عدم حدوث أي تطور في قيمة المتغيرات المستقلة. وذلك بالطبع باستخدام بيانات ربع سنوية صادرة عن البنك المركزي المصري من خلال النشرة الشهرية والتقرير السنوي للبنك للفترة من (٢٠٠٣/٢٠٠٤)، بداية الإصلاحات الاقتصادية وحتى سنة (٢٠١٦/٢٠١٧).

^١ لمزيد من التعرف على المدارس المتنوعة للسياسات النقدية ونظرياتها المختلفة، وبيان دورها وأهميتها في تحريك النشاط الاقتصادي والمساهمة في تحقيق أهداف المجتمع ورفاهيته، راجع الفصل الأول من البحث، الاطار النظري للسياسة النقدية.

^٢ مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني: مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر. 1993 ص 67

٢- النموذج المستخدم في تقدير معاملات المتغيرات المستقلة

١-٢ توصيف النموذج

البحث يسعى إلى استخدام العمل التطبيقي لأثبات فرضية البحث والمتمثلة بأن مستهدفات خطة التنمية الاقتصادية وجملة النشاط الاقتصادي في مصر، والمعبر عنها في النموذج بالمتغير التابع (معدل النمو الاقتصادي)، يتأثران وبمعنوية احصائية (بعلاقة سالبة أو موجبة) بالتغيرات الحاصلة في السياسة النقدية وأدواتها. ويتم تطبيق صيغ رياضية متعددة وتوظيف أدوات تحليل السلاسل الزمنية من أجل تحقيق الهدف من البحث. وفي هذا المجال، يتم تطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في التقدير^١ أو نموذج تصحيح الخطأ وعلاقة السببية لجرانج إذا ما كانت متغيرات البحث تتمتع بخاصية التكامل المشترك^٢. والاستعانة في ذلك بالاعتماد على برنامج Eviews7 والنسخ الأحدث منه، واختبار نتائجها بإسقاطها على النظرية الاقتصادية في هذا الشأن والتأكد من انسجامها مع منطقها من جهة واجتيازها للاختبارات الإحصائية والقياسية من جهة أخرى.

اعتمد البحث أيضا علي كثير من الدراسات التجريبية التي تمت في عدد من الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية من أمثلة دراسة ميلتون فريدمان^٣ التي أكد فيها علي أن وضع السياسة النقدية في مسار ثابت والحفاظ عليها، يمكن السلطة النقدية أن تسهم إسهاما كبيرا في تعزيز الاستقرار الاقتصادي. كما أشارت الدراسات التي قام بها حديثا كل من (Ayodeji &)^٤

^١ من المعروف أن طريقة المربعات الصغرى العادية تقوم علي أساس افتراض مؤداه أن الظواهر الاقتصادية تتبع في سلوكها التوزيع المعتدل الطبيعي ، وهذا يتضمن أن بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية بيانات مستقرة. أي أنه يشترط تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية للحصول علي قيم حقيقية فعلية لمعاملات معادلات الانحدار المقدر بين متغيرات السلاسل الزمنية أن تكون بياناتها الزمنية مستقرة أو ساكنة "Stationary". ويقصد بالاستقرار هنا، أن يكون معدل التغير أو التقلب في بيانات السلاسل الزمنية قصيرة الأجل متناقصا تدريجيا بما يضمن تقاربها مع وضع التوازن طويل الأجل To Converge. ولمزيد من الإيضاح يرجي الرجوع الي عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٤. ص ٦٤٤- ٦٦٨.

^٢ ويقصد بخاصية التكامل المشترك التصاحب Association بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في أحدها إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمهم ثابتة عبر الزمن. المرجع السابق ص ٦٦٩- ص ٦٧٣.

^٣ Friedman, Milton, "the role of monetary policy" essential readings in economics
.Palgrave, London, 1995.215-231.

^٤ Ajibola Ayodeji, Adeyemi Oluwole, Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Nigeria, OALibJ, Vol.5 No.2, February 2018

Oluwole, 2018 و (Mardy & Pahlaj, 2018) ^١ والتي ناقشنا فيهما تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في كل من نيجيريا وكمبوديا واستخدما فيهما تحليل الانحدار متعدد المتغيرات. وتضمن متغيرات أدوات السياسة النقدية لتشمل: العرض النقدي (MS)، سعر الصرف (ER)، سعر الفائدة (IR)، ونسبة السيولة (LR)... الح كمتغيرات مستقلة. ثم معدل النمو الاقتصادي بالأسعار الثابتة كمتغير تابع. وخلصا الي أن السياسات النقدية تكون أكثر ملاءمة عندما تستخدم في استهداف التضخم وليس في حفز النمو في الأجل القصير. وهو ما يتفق أيضا مع البحث الذي قام به (Ergin) ^٢ ، 2018 عن فاعلية السياسة النقدية في ماليزيا وأظهر البحث أيضا وجود علاقة طويلة الأمد بين السياسة النقدية والنمو الاقتصادي في نيجيريا. بينما أشارت نتائج البحث الذي أجري علي كمبوديا، إلى أن العرض النقدي له تأثير إيجابي على نمو الناتج المحلي الإجمالي، ولكن قوة التأثير ضعيفة نسبياً، في حين أن التغير في سعر الفائدة خلال فترة البحث لم يؤثر على النمو الاقتصادي، مما يعني أنه لا يوجد تأثير هام لسعر الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي. في دراستنا الحالية عن فاعلية السياسة النقدية في مساندة خطط التنمية نعلم علي تحليل الانحدار باستخدام نموذج قياسي متعدد المتغيرات كما تبينه المعادلات التالية:

$$F(ER)_t = F(ER_t, RDR_t, INF_t, M_{2t})$$

Then:

$$\ln(ER)_t = B_0 + B_1 \ln ER_t + B_2 \ln RDR_t + B_3 \ln INF_t + B_4 \ln INF_t + B_5 \ln M_2 + B_6 Dt + u_{1t}$$

And,

$$F(INF)_t = F(ER_t, RDR_t, EGR_t, M_{2t})$$

Then,

$$\ln(INF)_t = B_0 + B_1 \ln ER_t + B_2 \ln RDR_t + B_3 \ln(EGR)_t + B_4 \ln M_2 + B_5 Dt + u_{it}$$

And,

$$F(INV)_t = F(ER_t, RDR_t, INF_t, M_{2t}, Dt)$$

Then,

$$\ln(INV)_t = B_0 + B_1 \ln ER_t + B_2 \ln RDR_t + B_3 \ln(INF)_t + B_4 \ln M_{2t} + B_5 Dt + u_{it}$$

حيث أن:

$$(EGR) = \text{تمثل قيمة معدل النمو الاقتصادي.}$$

¹ Mardy Lut & Pahlaj Moolio, 2015. "The Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Cambodia, " Journal of Management for Global Sustainable Development, Times Research Consultant (TRC), vol. 1(1), pages 40-63.

² Ergin Akalpler, Dilgash Duhok, (2018) "Does monetary policy affect economic growth: evidence from Malaysia", Journal of Economic and Administrative Sciences, <https://doi.org/10.1108/JEAS-03-2017-0013>

مجموعة المتغيرات المستقلة:

ER = تشير الي سعر الصرف الاسمي للجنيه المصري.

RDR = تشير الي سعر اعادة الخصم لدي البنك المركزي.

INF = تشير الي معدل التضخم.

INV = تشير الي معدل الاستثمار.

B_0 = تشير الي الحد الثابت في النموذج.

B_s = تشير الي معاملات المتغيرات في النموذج.

U_I = تشير الي المتغير العشوائي في النموذج.

متغيرات النموذج ومصادر البيانات:

تشتمل البيانات المستخدمة في تقدير النموذج علي البيانات الربع شهرية الصادرة عن النشرات الإحصائية الشهرية للبنك المركزي المصري^١ وكذلك مجلة البنك والتقارير السنوية التي يصدرها البنك والتي تتضمن كل القرارات والإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بخصوص معالجة الأوضاع والظروف الاقتصادية الطارئة وما يترتب علي ذلك من اتخاذ قرارات بالتدخل من جانب البنك المركزي باستخدام أدوات السياسة النقدية الملائمة للفترة الممتدة من عام (٢٠٠٣/٢٠٠٤) بداية الإصلاحات النقدية وحتى عام (٢٠١٦/٢٠١٧)، وذلك حسب درجة توفر البيانات. وقد تم الحصول علي بيانات المتغيرات التابعة الواردة بالنموذج من نفس سلسلة البيانات الإحصائية المنشورة في النشرات الشهرية للبنك المركزي المصري أيضا.

- مجموعة المتغيرات التابعة:

وتتمثل بصفة أساسية في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وكذلك معدلات نمو الاستثمار بالإضافة الي التغير في معدلات التضخم في مصر خلال فترة البحث بداية من عام (٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧)، وذلك كمتغيرات تابعة من المفترض أنها تتأثر بالسياسات النقدية المتخذة في فترات خطط التنمية من أجل تحقيق الأهداف التي وضعتها السلطات الاقتصادية كمستهدفات يرغب المجتمع بشدة في انجازها - في ظل الموارد الاقتصادية المتاحة - خلال فترات تنفيذ هذه الخطط. ويفترض أن تعبر هذه المتغيرات عن الأهداف الكلية في الاقتصاد من حيث درجة الاستقرار المالي والنقدي ومن حيث درجة التوظيف والتشغيل.

^١ البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد دورية مختلفة بداية من عام ٢٠٠٣ وحتى عام

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- **مجموعة المتغيرات المستقلة:** وتتمثل في مجموعة المتغيرات التالية:

- **سعر الصرف الاسمي للجنيه المصري:** وهو يعبر عن عدد الوحدات من العملة الرسمية (الدولار)، مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية (الجنيه). ومن المتوقع أن يأخذ التغير في سعر صرف الجنية المصري علاقة طردية مع المتغير التابع في النموذج حيث يشير ارتفاع قيمة العملة الوطنية الي زيادة القدرة الشرائية لها نتيجة التحسن في الأداء الاقتصادي الوطني. والعكس أيضا صحيح في ظل نظام السوق الحر.

- **ومعدل عرض النقود بالمعنى الموسع:** $Broad\ Money^1 (M2)$

- **معدل إعادة الخصم^٢:** وهو **سعر الفائدة (سعر البنك)** الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصم الأوراق التجارية (المخصومة لديه) وأذون الخزينة الموجودة لدى البنوك التجارية لزيادة نسبة السيولة لديها. ويستخدم البنك المركزي سياسة سعر إعادة الخصم كوسيلة من وسائل الرقابة غير المباشرة وهو أقدم أسلوب مارسه البنوك المركزية، فقد استخدمه بنك انجليز لأول مرة سنة ١٨٣٩، وعن طريق هذا الأسلوب يستطيع البنك التحكم في كمية النقود المتداولة ولا بد من الإشارة إلى أن هناك علاقة ترابط بين سعر الخصم الذي تتقاضاه البنوك التجارية مقابل خصم الأوراق التجارية التي تقدمها للعملاء وبين سعر إعادة الخصم الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصم تلك الأوراق نفسها والمقدمة من قبل البنوك التجارية لتوفير السيولة اللازمة لعملائها^٣.

^١ يشمل هذا المفهوم مجموع عرض النقود بالمعنى الضيق وعرض النقود بالمعنى الواسع. وعرض النقود بالمعنى الضيق (M1)، يعني النقود المتداولة " money in circulation " ، ويضاف إليها أيضا حجم النقود المحتفظ بها في البنوك على شكل حسابات جارية أو ودائع تحت الطلب وبالتالي فإن معادلة عرض النقود (M1) هي : $M1 = DD + CR$ ، بينما يشمل عرض النقود بالمعنى الواسع، هذا الحجم من النقود المتضمن بالمعادلة M1 إضافة إلى الحسابات أو الودائع لأجل " Time Deposits " ويرمز لها بالرمز (TD)، وكذلك حسابات التوفير "Savings" في البنوك ويرمز لها بالرمز (S) وتعرف هنا النقود بمعناها الموسع بعرض النقود (M2).

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%B9%D8%B1%D8%B6_%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D8%AF

^٢ صالح صالح، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، عدد مارس، ٢٠١٨.

^٣ Khan, Mohsin S , and Mirakhor Abbas , The Financial System and Monetary Policy in an Islamic Economy, In Mohsn Khan and Abbas Mirakhor Editors, Theoretical Studies in Banking and Finance The Institute for Research am Islamic Studies, Texas, U S A 1987 .p132

- **معدل التضخم في الاقتصاد:** و يعرف التضخم بأنه الارتفاع المستمر و الملموس في المستوى العام للأسعار في دولة ما لفترة من الزمن ولتكن سنة^١. وهو ثاني المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تمارس تأثيرا سلبيا أو ايجابيا (وذلك حسب طبيعة التغير فيه) علي المتغير التابع، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومن المتوقع أن يحمل معامل متغير معدل التضخم اشارة سالبة أي يكون في علاقة طردية مع المتغير التابع في النموذج حيث أنه كلما زاد معدل التضخم في الاقتصاد ينخفض معدل النمو الاقتصادي أو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

٣- نتائج النماذج: (خلاصة الفصل الثالث وأهم النتائج)

شمل البحث الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧. وقد تم تقدير ثلاث نماذج سبق الحديث عنها و كل نموذج يتعلق بمؤشر واحد يعبر عن بعض أهداف خطة التنمية الأساسية بدلالة بعض متغيرات السياسات النقدية.

أولاً: اختبار استقرارية متغيرات النموذج:

قبل تقدير نماذج البحث يجب أولاً اختبار استقراريه السلاسل الزمنية حتى لا يكون الانحدار زائفا وتكون النتائج مضللة، وقد تم تطبيق اختبار ديكى - فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller Test)، (ADF)، للتأكد من مدي استقرارية بيانات المتغيرات والجداول التالية تلخص نتائج الاختبار، وقد تم اختيار فترة الإبطاء المناسبة عند تطبيق هذا الاختبار وفقا لأقل قيمة لمعيارى أكايك وشارتزش Schwarz، Akaike

الجدول رقم (٣-١): اختبار ديكى فولر المطور " ADF " في المستوى

المتغيرات	درجات التأخير	النموذج ثابت واتجاه عام	
		قيم (ADF) المحسوبة	القيم الحرجة
EGR	2	-1.8	-2.917
GRM2	0	-1.6	-2.915
RDR	3	-0.82	-2.918
EXR	4	1.3	-2.919
INR	5	-1.4	-2.921
INV	0	-4.1	-2.915

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد علي مخرجات البرنامج الاحصائي E-VIEWS

^١ خنساء بابكر بشير رحمة، أدوات السياسة النقدية وأثرها في المتغيرات الاقتصادية خلال الفترة، ١٩٩٨-٢٠١٣، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا. ٢٠١٤. ص ٢٥.

^٢ D.A. DICKEY, W.A. FULLER, (1989), Likelihood Ratio statistic for Autoregressive time series with a unit root, *Econometrica*, vol, 49, p. 1057-1058.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

من الجدول السابق لاختبار ديكي - فولر، نلاحظ أن القيم المحسوبة ل (ADF) أقل من القيم الحرجة (بالقيم المطلقة) لأغلب سلاسل بيانات المتغيرات في النموذج وذلك عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، ومنه فإننا نقبل فرضية عدم وجود جذر وحدة في جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات مما يعني أن جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة في المستوى، وعلى هذا سوف نقوم بإجراء نفس الاختبار على الفروق من الدرجة الأولى لهذه المتغيرات، والنتائج المتحصل عليها من خلال اختبار ديكي فولر ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم (٣-٢)

اختبار اختبار ديكي فولر " ADF " في الفروقات الأولى

النموذج ثابت واتجاه عام		درجات التأخير	المتغيرات
القيم الحرجة	قيم ADF المحسوبة		
-2.91	-6.84	٣	EGR
-2.91	-5.43	3	GRM2
-2.91	-5.79	2	RDR
-2.91	-4.62	3	EXR
-2.921	-1.4	5	INR
-2.92	-3.91	4	INV

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي E-VIEWS

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن جميع سلاسل البيانات الزمنية للمتغيرات المستخدمة في النموذج والمتمثلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي EGR، و المعروض النقدي GRM2، ومعدل إعادة الخصم RDR، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية EXR، ومعدل التضخم INR، معدل نمو الاستثمار بالأسعار الثابتة INV كلها مستقرة في الفروق الأولى (متكاملة من الدرجة الأولى) حيث كانت جميع قيم اختبار ديكي - فولر المحسوبة أكبر من القيم الحرجة لكل المتغيرات.

ثانيا: تقدير النموذج الخاص بمؤشر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي:

٢-١ عرض نتائج نموذج الانحدار: تم تقدير نموذج الانحدار المتعدد وعرض النتائج الخاصة به وبمدى صلاحيته بالجدول رقم (٣):

١-١-٢ بالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحية^١:

تشير النتائج المقدرة للنموذج العام (الذى يضم كل المتغيرات الأساسية المقترحة)، والواضح من المعادلة التالية إلى ما يلي:

$$\ln (EGR)_t = B_0 + B_1 \ln ER_t + B_2 \ln RDR_t + B_3 \ln INF_t + B_4 \ln INF_t + B_5 \ln M_2 + B_6 D_t + U_{1t}$$

Then:

$$\ln (EGR)_t = -17.6 + 94.8 \ln ER_t + 0.34 \ln RDR_t + 0.10 \ln INF_t + 0.16 \ln M_2 + -0.15 D_t$$

أن ظاهرة تأثر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالتغيرات التي أحدثتها السياسة النقدية في أدواتها الوسيطة كانت واضحة ولكنها كانت ضعيفة، سواء من حيث إشاراتها أو من حيث معاملات الانحدار، أي أن المعلمات في الأجل الطويل محددة بشكل صحيح لمعظم المتغيرات (وذلك يرجع إلى معنوية اختبار t لهذه المعلمات) ويستثنى من ذلك معامل معدل إعادة الخصم والذى جاء معنويا أيضا وحاملا لإشارة موجبة ولكن عند مستوي معنوية ١٠%. وعلى عكس اشارات كل معاملات المتغيرات النقدية المستقلة، جاءت إشارة معامل المتغير الوهمي سالبة. وهذه النتيجة تشير إلى أن السياسة النقدية التي تم اتباعها خلال فترة البحث قد ساندت النمو خلال فترة تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وإن كانت هذه المساندة ليست بالكبيرة. والجانب الآخر يشير إلى معامل المتغير الوهمي وإشارته السالبة تؤكد أن الأزمات والظروف السياسية التي واجهها الاقتصاد الوطني كان لها تأثير سلبي على معدلات النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧، حيث تميزت هذه الفترات بكثرة الأزمات السياسية والظروف الاقتصادية السلبية ، بداية من تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام ٢٠٠٣ ومرورا بالأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، وثورة ٢٥ يناير عام ٢٠١١، ثم أخيرا ثورة ٣٠ يونيو عام ٢٠١٣.

٢-١-٢ القدرة التفسيرية للنموذج:

بالرجوع إلى الجدول السابق الذى يتضمن النتائج الخاصة بمعامل التحديد، نجد أن معامل التحديد يساوى 57.2%، ومعامل التحديد المعدل يساوى 53%، وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة، (معدل نمو المعروض النقدي GRM2، ومعدل إعادة الخصم RDR، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية EXR، ومعدل التضخم INR)، تفسر 53% من التغيرات التي حدثت في المتغير التابع (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة)، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى

^١ يجب توخى الحذر عند تفسير المعلمات المقدرة بسبب الاستعانة أحيانا بقيمة المتغيرات في النموذج بالأسعار الثابتة من أمثلة معدلات النمو الاقتصادي، وأحيانا بالأسعار الجارية في حالة كل معدلات النمو للمتغيرات النقدية.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

كثيرة تلعب دورا هاما في تنشيط النمو في الاقتصاد الوطني من أمثلة مستويات الادخار الوطنية، والبيئة الاستثمارية وبيئة المال والأعمال، والظروف الاقتصادية والاجتماعية خلال تلك الفترة وتوازن أو عدم توازن ميزان المدفوعات.... الخ، منها الخطأ العشوائي. وتتشابه هذه النتيجة مع نتيجة البحث التي أجريت على الاقتصاد الأردني بعنوان "أثر التطور النقدي في النمو الاقتصادي في الأردن في الفترة ١٩٩٢ إلى ٢٠٠٨" والتي استخدمت فيها منهجية مختلفة لتحديد العلاقات السببية بين متغيرات التطور النقدي ومتغير الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وتوصل البحث الى وجود علاقة سببية بين متغيرات التطور النقدي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، كما أن نتائج النموذج أوضحت وجود تأثيرات إيجابية لمتغيرات السياسة النقدية متمثلة بالعرض النقدي بالمفهوم الواسع في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الأجل الطويل تقدر ب 0.54 . وكان تأثير الأزمة المالية على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سلبى بقيمة -0.20 . كما أشارت دراسة القاطبري عن اليمن، بعنوان "دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية نظرية، تحليلية، قياسية، على الاقتصاد اليمني للفترة 1990 إلى 20٠٤" ^٢ الى أن إجراءات السياسة النقدية لعبت دورا ما في معالجة الاختلالات وتحقيق قدرا جيدا من الاستقرار الاقتصادي، حيث ساهم المعروض النقدي في الناتج المحلي الإجمالي ب 0.49 وبإشارة موجبة مما أثبت الدور الايجابي للنقود في الاقتصاد اليمني خلال فترة البحث.

جدول رقم (٣-٣) : نتائج انحدار المتغير التابع LOG EGR خلال الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٥/٢٠١٦

Variables /constant	Coefficients	Stand. Error	T - value	P-prob.
The Constant (B0)	-17.60137	3.593971	-4.897471	0
GRM2	0.16703	0.051927	3.216658	0.0023
RDR	0.341193	0.190553	1.790545	0.0794
EXR	94.9344	13.14703	7.220976	0
INR	0.109021	0.045678	2.386708	0.0208
DVR	-1.152823	0.4743	-2.430579	0.0187

R-squared = 0.57 Adjusted R-squared = 0.52 S.E. of regression = 1.3

F-statistic = 13.37, Prob. (F-statistic) = 0000, Durbin-Watson stat = 1.3

^١ طالب عوض ومالك ياسين المحادين بعنوان "أثر التطور النقدي في النمو الاقتصادي في الأردن"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38 ، العدد 2 ، ٢٠١١، ص٥٠٦.

^٢ القاطبري، محمد ضيف الله. دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، دار غيداء للنشر، ٢٠٠٩.

٣-١-٢ الشروط الرياضية:

أ- المعنوية الكلية للنموذج:

يتضح من جدول تحليل التباين في الصفحة السابقة: أن قيمة اختبار فيشر قد بلغت $F=13.37$ ، وهي أكبر من القيمة الجدولية لها حيث أن القيمة الاحتمالية $P\text{-Value}$ تساوى صفر، وهي أقل من مستوى المعنوية ١%، وبالتالي فإننا نرفض الفرض العدمي القائل بأن نموذج الانحدار غير معنوي و يقضى بعدم معنوية معاملات المتغيرات المفسرة المشتركة عند درجة معنوية ١%، ونقبل الفرض البديل بضرورة معنوية النموذج. وأن المتغيرات المفسرة في النموذج ككل ذات تأثير معنوي في المتغير التابع في المعادلة. وبالإضافة إلى ذلك، وبعيداً عن حقيقة أن العنصر المتبقي لا يتبع التوزيع الطبيعي، (Non-normality of Residuals) فإن الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests)، قد أعطت نتائج مرضية و متسقة مع كون أن المعادلة تعكس نموذج ملائم (Congruent Model). وهذا ما يؤكد بلوغ قيمة اختبار دريبون- واطسون ١.٣ وهي قيمة تشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بالسلاسل الزمنية للبيانات المستخدمة في النموذج.

ب- المعنوية الجزئية للنموذج:

١- بالنسبة ل (B0)، قيمة الاحتمالية لها $P\text{-Value}$ تساوى صفر تقريباً وهي أقل من مستوى المعنوية ٥%، وبالتالي فإننا نقبل الفرض البديل، القائل بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار معنوي، لكنه يمارس تأثيراً سلبياً على معدلات النمو في النموذج.

٢- بالنسبة لمعامل معدل نمو المعروض النقدي الواسع، (B1)، والذي تبلغ قيمته، ٠.١٧، فقد جاءت إشارته متفقة مع النظرية الاقتصادية والنقدية والتي تؤكد على التأثير الطردي لمعدل نمو التوسع النقدي وما يمارسه من تأثير إيجابي على النمو في الاقتصاد المصري. وبالإضافة إلى إيجابية الإشارة فقد جاءت قيمة معامل معدل نمو العرض الكلي للنقود إيجابية حيث أن قيمة الاحتمال للمعامل (P-Value) تساوى (٠.٠٠٢)، وهي أقل من مستوى المعنوية ٥%، وبالتالي فإننا نقبل الفرض البديل القائل بأن معامل معدل نمو عرض النقود (M2) معنوي أي له تأثير إيجابي على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في فترة البحث.

٣- بالنسبة لمعامل معدل إعادة الخصم الذي استخدمه البنك المركزي في ضبط السوق النقدي والمساعدة على تنفيذ أهداف خطط التنمية خلال فترة التنفيذ فقد حمل أيضاً إشارة موجبة ولكنه غير معنوي عند مستوي ٥% ولكن عند مستوي معنوية ١٠%، حيث بلغت قيمة

الاحتمال للمعامل (P-Value) ما قيمته ٠.٠٧ وهي أعلا من ٥%. مما يعني أن السلطات النقدية في مصر قد استخدمت معامل إعادة الخصم ليس بقصد التأثير المعنوي علي معدل النمو الاقتصادي ولكن بقصد أهداف أخرى من أمثلة كبح جماح الموجات التضخمية التي اجتاحت الاقتصاد الوطني في أوقات كثيرة خلال فترة تنفيذ خطط التنمية الثلاثة.

٤- وبالنسبة لمعامل سعر الصرف، (B3)، والذي بلغت قيمته، ٩٤.٩، فقد جاءت إشارته موجبة ويتفق في ذلك أيضا مع النظرية الاقتصادية. كما أنه قد جاء بمستوي معنوية عالي جدا مما يعكس أهمية هذا المتغير أو يعكس كثافة الاعتماد عليه في تحقيق الأهداف التنموية لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية. و تشير هذه النتيجة أيضا إلى أن التحسن في قيمة العملة الوطنية (الجنيه المصري) بوحدة واحدة يسهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي بما يقرب من ٩٥ وحدة من قيمة هذا المعدل. وهذه القيمة المرتفعة ربما ترجع الي انخفاض قيمة معدلات النمو الاقتصادي خلال فترة البحث وعلي وجه الخصوص في الفترة الأخيرة منها حيث شهدت تغيرات كبيرة علي قيمة معدلات سعر صرف العملة الوطنية في مقابل الدولار الأمريكي. فقد أهتتمت السلطات النقدية بالتركيز على إدارة سعر صرف الجنيه المصري، كوسيلة رئيسية للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار. حيث حرص البنك المركزي على بيع النقد الأجنبي للبنوك، لتوفير السيولة اللازمة لمواجهة طلبات السحب بالعملة الأجنبية من جانب العملاء^١. وبممارسة هذا الإجراء أثره في تخفيف حدة الارتفاع في المستوى العام للأسعار عبر قناتين، الأولى هي الحيلولة دون حدوث انخفاض حاد في قيمة الجنيه المصري، والثانية هي سحب سيولة بالعملة المحلية من البنوك مقابل مشترياتها للنقد الأجنبي.

٥- بالنسبة لمعامل معدل التضخم، (B4)، والذي تبلغ قيمته، ٠,١٠، فقد جاءت إشارته موجبة إلا أن قيمته كانت صغيرة جدا وذات أثر محدود علي معدل النمو الاقتصادي المستهدف وعلي الرغم من أن هذا مخالف للنظرية الاقتصادية إلا أنه أولا ذو أثر محدود، وثانيا، ربما يرجع الي مصاحبة هذه النتيجة المؤقتة للإجراءات التي اتخذتها السلطات النقدية لزيادة المعروض النقدي وارتفاع معدلات الخصم والتدهور الحاد في قيمة العملة الوطنية، مما ترتب علي ذلك من أثر مختلط، جمع بين ارتفاع معدلات التضخم وزيادة معدلات النمو في ذات الوقت. ويعني ذلك أن زيادة معدلات التضخم لا تساعد في الحقيقة علي زيادة معدلات النمو الاقتصادي في المجتمع كما تشير الي ذلك النظرية الاقتصادية، انما جاءت هذه

^١ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ١٦

الظاهرة كنتيجة للظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية الاستثنائية التي واجهها الاقتصاد الوطني في تلك الفترة. والتي حاولت فيها السلطات النقدية والاقتصادية السيطرة علي معدلات التضخم ورفع معدلات النمو الاقتصادي في نفس الوقت. فقد حاول البنك المركزي تحقيق التوازن بين تحقيق استقرار الأسعار من جهة، ومواجهة التراجع في معدلات النمو من جهة أخرى، وذلك من خلال:

أ- استخدام أداة نسبة الاحتياطي القانوني لمحاولة حفز البنوك على التوسع في إقراض المشروعات الصغيرة والمتوسطة^١.

ب- الاتجاه اعتبارا من فبراير ٢٠٠٩ إلى التخفيض المتوالي لسعر فائدة الكوريدور، في ظل توقعات بتراجع معدلات التضخم وتماسك سعر صرف الجنيه المصري^٢. واتسق هذا التوجه مع إعلان الحكومة عن ضخ استثمارات عامة إضافية قدرها ١٠ مليار جنيه خلال عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ في إطار خطة للتحفيز وتعويض جانب من التراجع في الاستثمار الخاص^٣.

ج- وبالنسبة لمعامل المتغير الوهمي - والذي يشير الي تأثير الأزمات الخارجة عن نطاق السلطات الاقتصادية في المجتمع علي الاقتصاد المحلي - فقد حمل اشارة سالبة. ويؤكد النموذج علي معنوية هذا المعامل حيث تصل القيمة الاحتمالية للمعامل (P-Value) الي ما قيمته ٠.٠٠٠١ ، وهي أقل من ٥%، في اشارة الي المعنوية الجيدة له. وتؤكد المعنوية السالبة لمعامل المتغير الوهمي علي الأثر السلبي الذي تركته الأزمات المالية والاقتصادية والسياسية علي الاقتصاد المصري خلال فترات انفجارها وتطورها أثناء تنفيذ أهداف وسياسات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ثالثا: تقدير النموذج الخاص بمؤشر معدل التضخم السنوي:

من أجل تحديد مدي مساندة السياسات النقدية لأهداف خطة التنمية خلال فترة البحث، فقد تم الاهتمام بأحد المتغيرات الهامة والتي تعتبر من أهم أهداف خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية ألا هو تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد من خلال توجيه البنك المركزي،

^١ - تم في ديسمبر ٢٠٠٨ إعفاء البنوك التي تمنح قروضا وتسهيلات ائتمانية للشركات والمنشآت الصغيرة والمتوسطة من نسبة الاحتياطي البالغة ١٤%، وذلك في حدود ما يتم منحه من قروض. انظر في ذلك

www.cbe.org.eg/public/CBEBODdecree2408

^٢ - تراجع سعر فائدة الكوريدور من ١١.٥% - ١٣.٥% في فبراير ٢٠٠٩ إلى ٨.٢٥% - ٩.٧٥% في نهاية سبتمبر ٢٠٠٩. البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٠/٢٠١١، ص ١٠.

^٣ - وزارة التخطيط، تقرير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية خلال عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٣١.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

والدولة لأدوات السياسة النقدية نحو العمل علي ضبط معدلات التضخم في المجتمع. وبناء علي ذلك فقد قرر البحث دراسة العلاقة بين معدلات التغير في الأدوات النقدية وبين التغير في معدلات التضخم خلال فترة البحث. وقد تم تقدير بيانات معدلات التضخم علي أساس ربع سنوي وتقدير نموذج الانحدار المتعدد علي اعتبار أن معدل التضخم متغير تابع وأن المتغيرات النقدية السابقة متغيرات مستقلة. ونظرا للأحداث الاقتصادية والسياسية التي حدثت في النصف الثاني من فترة تنفيذ خطط التنمية الثلاثة فقد تم تقسيم فترة البحث الي فترتين، الأولى، امتدت من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ حتي عام ٢٠٠٩/٢٠١٠ والثانية من عام ٢٠١٠/٢٠١١ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧، وتم تقدير النموذج باستخدام نفس المتغيرات النقدية السابقة بعد إضافة معدل النمو لنواتج المحلي الإجمالي، ومعدل الاستثمار، كمتغيرات مستقلة، ونعرض فيما يلي نتائج النموذج للفترتين.

١-٣ عرض نتائج نموذج الانحدار:

١-١-٣ بالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحيته^١:

تشير النتائج المقدرة للنموذج العام (الذي يضم كل المتغيرات السابق الحديث عنها)، والواضحة من المعادلة التالية، إلى ما يلي:

$$\ln (INF)_t = B_0 + B_1 ER_t + B_2 RDR_t + B_3 EGR_t + B_4 M_2 + B_5 INV + B_5 D_t$$

معدل التضخم في المرحلة الأولى:

$$\ln (INF)_t = ٣٤.٦ + ٦٩ ER_t - 3.9 RDR_t + 0.08 EGR_t - 0.22 M_2 - 0.001 INV + 9.95 D_t$$

معدل التضخم في المرحلة الثانية:

$$\ln (INF)_t = ٢٤ + ١٥٥ ER_t + 0.77 RDR_t + 0.35 EGR_t + 0.035 INV + 0.35 D_t$$

أن ظاهرة تأثير معدل التضخم بالتغيرات التي أحدثتها السياسة النقدية في أدواتها الوسيطة كانت محدودة سواء علي مستوي إشاراتها أو من حيث معاملات الانحدار، فقد انحصرت هذه التوجيهات في متغيرين فقط علي مستوي كل فترة من فترات البحث. وذلك يرجع إلى معنوية اختبار t للمعاملات التي تم استخدامها في النموذج.

٢-١-٣ القدرة التفسيرية للنموذج:

بالرجوع إلى الجدول السابق الذي يتضمن النتائج الخاصة بمعامل التحديد للنموذج، نجد أن معامل التحديد يساوي ٨١%، ومعامل التحديد المعدل يساوي ٧٥%، وذلك علي مستوي القدرة التفسيرية للنموذج في الفترة الأولى من البحث. بينما ارتفعت هذه القدرة علي مستوي الفترة الثانية

^١ يجب توخي الحذر عند تفسير المعاملات المقدرة بسبب الاستعانة أحيانا بقيمة المتغيرات في النموذج بالأسعار الثابتة من أمثلة معدلات النمو الاقتصادي، وأحيانا بالأسعار الجارية في حالة كل معدلات النمو للمتغيرات النقدية.

حيث وصلت الي ٨٩% و ٨٧% علي مستوي معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة، (معدل نمو المعروض النقدي GRM2 ، ومعدل اعادة الخصم RDR ، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية EXR ، ومعدل التضخم INR والاستثمار)، تفسر ٧٥% ، ٨٧% من التغيرات التي حدثت في المتغير التابع (معدل التضخم)، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى كثيرة تساهم في رفع معدلات التضخم من أمثلة نقص العرض في الأسواق أو ارتفاع تكلفة الواردات والإنتاج أو حتي زيادة الطلب الكلي في الاقتصاد أو كذلك الظروف السياسية والاجتماعية التي يواجهها الاقتصاد.... الخ، ومنها أيضا الخطأ العشوائي.

جدول رقم (٣-٤)

نتائج انحدار المتغير التابع (معدل التضخم) خلال الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠٠٩/٢٠١٠

Variables /constant	Coefficients	Stand. Error	T – value	P–prob.
(Constant)	34.678	25.333	1.369	.186
Economic_Growth	.080	.686	.117	.908
Growth_Rate_of_M2	-.228-	.183	-1.241-	.228
R_Discount_Rate	-3.923-	1.271	-3.086-	.006
Dummy_Variable	9.955	1.157	8.607	.000
modified_exchang_rate	69.597	100.582	.692	.497
Investment_Rate	-.001-	.046	-.026-	.980

R-squared = 0.٨١ Adjusted R-squared = 0.٧٥ S.E. of regression = ٢.٣

F-statistic = 1٥.١٤ Prob. (F-statistic) = 0000 ، Durbin-Watson stat = 1.٤

نتائج انحدار المتغير التابع (معدل التضخم) خلال الفترة ٢٠١٠/٢٠١١ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧

(Constant)	24.052	9.674	2.486	.021
Investment_Rate	-.093-	.109	-.857-	.401
modified_exchang_rate	-155.983-	38.183	-4.085-	.000
Dummy_Variable	1.974	1.532	1.289	.211
R_Discount_Rate	.777	.464	1.676	.108
Economic_Growth	.354	.443	.799	.433

R-squared = 0.٨٩ Adjusted R-squared = 0.٨٧ S.E. of regression = ٢.٩

F-statistic = ٣٦ Prob. (F-statistic) = 0000 Durbin-Watson stat = 1.3

٣-١-٣ الشروط الرياضية:

أ- المعنوية الكلية للنموذج:

يتضح من جدول تحليل التباين السابق: أن قيمة اختبار فيشر قد بلغت ١٥.٤ F-statistic =، وهي أكبر من القيمة الجدولية لها حيث أن القيمة الاحتمالية P-Value تساوى صفر، وهي أقل من مستوى المعنوية ١%، وبالتالي فإننا نرفض الفرض العدمي القائل بأن نموذج الانحدار غير معنوي و يقضى بعدم معنوية معاملات المتغيرات المفسرة المشتركة (Joint Repressors) عند درجة معنوية ١%، ونقبل الفرض البديل بضرورة معنوية النموذج. وأن المتغيرات المفسرة في النموذج ككل ذات تأثير معنوي في المتغير التابع في المعادلة. وكذلك الحال بالنسبة للنموذج المقدر في الفترة الثانية حيث تبلغ قيمة اختبار فيشر ٣٦ وهي بالتأكيد أكبر من القيمة الجدولية لها حيث تبلغ القيمة الاحتمالية P-Value الصفر. وبالإضافة إلي ما سبق، فإن بلوغ قيمة اختبار ديربون- واطسون تصل الي ١.٤ لنموذج الفترة الأولي و ١.٣ لنموذج الفترة الثانية، وهي تشير إلي عدم وجود ارتباط خطي بالسلاسل الزمنية للبيانات المستخدمة في النموذج.

ب- المعنوية الجزئية للنموذج في الفترتين:

لم تلعب السياسة النقدية وأدواتها دورا كبيرا في التأثير علي معدلات التضخم في الفترة الأولي ومن ثم لم تستطع التحكم في الاستقرار النقدي بدرجة كبيرة. تشير نتائج النموذج الي عدم معنوية معاملات الأدوات النقدية التي اعتمدت عليها السلطات النقدية في التأثير علي معدلات التضخم في الفترة الأولي، وذلك فيما عدا معامل معدل اعادة الخصم الذي تميز بالمعنوية العالية. وقد بلغت قيمة هذا المعامل ٣.٩ - ويحمل اشارة سالبة. ويؤكد هذا المعامل علي العلاقة العكسية بينه وبين معدل التضخم في الاقتصاد. فارتفاع قيمة هذا المعامل بوحدة واحدة تؤدي الي انخفاض في قيمة معدل التضخم بعدد ٣.٩ وحدة من معدله الجاري. وهذا ما يتفق أيضا مع النظرية الاقتصادية وأدبيات السياسة النقدية. فالسلطات النقدية تستخدم معدل اعادة الخصم في السيطرة علي التضخم في حالة الارتفاع والأسعار حيث تلجأ الي رفع معدلات الخصم من أجل خفض حجم الائتمان في الاقتصاد، وتشجيع المواطنين علي الادخار. والعكس صحيح أيضا في حالة الركود حيث تميل الي خفض معدلات الخصم من أجل زيادة الائتمان والاستثمار والنمو والتشغيل في المجتمع.

وبالإضافة الي معامل معدل اعادة الخصم، فإن معامل المتغير الوهمي أيضا كان معنويا ويحمل إشارة موجبة. أي أن معدلات التضخم في الاقتصاد المصري تتأثر ليس فقط بالمتغيرات النقدية بل أيضا بالمتغيرات الوهمية (التي تمثل أزمات اقتصادية أو اجتماعية)، سواء الداخلية أو الخارجية التي قد يمتد تأثيرها الي الاقتصاد الوطني.

أما علي مستوي الفترة الزمنية الثانية، فإن السياسات النقدية وأدواتها خلال فترة تنفيذ خطط التنمية لم تقم بدور كبير في التأثير علي معدلات التضخم أيضا ومن ثم لم تستطع التحكم في الاستقرار النقدي بدرجة كبيرة. حيث تشير نتائج النموذج الي عدم معنوية معاملات الأدوات النقدية التي اعتمدت عليها السلطات النقدية في التأثير علي معدلات التضخم في الفترة الثانية أيضا، وذلك فيما عدا معامل سعر الصرف الذي تميز بالمعنوية العالية. وقد بلغت قيمة هذا المعامل - ١٥٥.٩ ويحمل اشارة سالبة. ويؤكد هذا المعامل علي العلاقة العكسية بينه وبين معدل التضخم في الاقتصاد. فارتفاع قيمة هذا المعامل بوحدة واحدة تؤدي الي انخفاض في قيمة معدل التضخم بعدد ١٥٥ وحدة من معدله الجاري. وعلي الرغم من اتفاق العلاقة العكسية بين معدل سعر الصرف ومعدلات التضخم في الاقتصاد، إلا أن ارتفاع قيمة معامل سعر الصرف في النموذج ربما يرجع هذا الي الظروف الاستثنائية التي واجهت الاقتصاد المصري في هذه الفترة الزمنية، وما ترتب عليها من صدمات اقتصادية عديدة من أمثلة هروب رؤوس الأموال وندرة موارد النقد الأجنبي. بالإضافة الي صدمة اعادة التقييم للجنيه المصري.

ومن الجدير بالذكر - كما أشار الي ذلك البحث في الفصل الثاني - أنه طوال الفترة التي يغطيها البحث (٢٠٠٣/٢٠٠٤-٢٠١٦/٢٠١٧) ظل البنك المركزي يعتبر أنه لا يزال في الفترة الانتقالية، و لم يقم بإعلان معدل التضخم الذي تلتزم به السياسة النقدية أو بعدم تجاوزه، أو المدى الزمني اللازم لتحقيق هذا الهدف^١. وحرص البنك المركزي على التأكيد بأن إدارة السياسة النقدية باستخدام منهجية استهداف التضخم يستلزم توافر مجموعة من المتطلبات الأساسية تتمثل في تخفيض عجز الموازنة العامة لكي تتواءم مع معدلات نمو اقتصادي غير تضخمي، والاستمرار في تفعيل انتقال أثر أدوات السياسة النقدية من خلال الجهاز المصرفي، بالإضافة إلى تحسين الإحصاءات لمتغيرات الاقتصاد الكلي وعلى وجه الخصوص التضخم والناتج المحلي الإجمالي. كما حرص على التأكيد بأن استيفاء هذه المتطلبات يستلزم جهود جهات حكومية أخرى بخلاف البنك المركزي المصري^٢.

^١ - تجدر الإشارة إلى أن البنك المركزي قد صرح في ٦ يوليو ٢٠١٧، فور انتهاء أعمال بعثة المراجعة الأولى لقرض صندوق النقد الدولي، بأنه يستهدف تخفيض التضخم إلى ١٣% في الربع الأخير من عام ٢٠١٨. ثم عاد فأعلن في ١٧ أغسطس ٢٠١٧ أن معدل التضخم المستهدف هو ١٣% (+/- ٣%) في الربع الأخير من عام ٢٠١٨ ومعدلات أحادية بعد ذلك. انظر: البيان الصحفي لقرارات لجنة السياسات النقدية في يوليو، أغسطس، سبتمبر ٢٠١٧ على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي المصري www.cbe.org.eg. راجع الفصل الثاني من هذا البحث.

^٢ - البنك المركزي المصري، تقرير عن انجازات البنك المركزي المصري خلال الفترة من ديسمبر ٢٠٠٣ وحتى ديسمبر ٢٠١٢، ص ١٥.

ومن العرض السابق يتضح لنا أن السياسة النقدية في مصر خلال فترات تنفيذ خطط التنمية لم تمارس دورها الحيوي بكفاءة عالية في مساندة خطط التنمية في تحقيق أهدافها. فكما رأينا من نتائج النموذج في الفترتين، الأولى والثانية، لم يكن لأي من الأدوات التي تعتمد عليها السياسات النقدية - في تحقيق الاستقرار النقدي - تأثير معنوي من الناحية الإحصائية، وذلك فيما عدا معامل معدل إعادة الخصم في الفترة الزمنية الأولى، والذي كان أيضا محدود الأثر. ومعامل سعر الصرف في الفترة الزمنية الثانية، وكلاهما حملا الإشارة السالبة في علاقاتهما بمعدلات التضخم في الفترتين. هذا بالإضافة الي تصاعد الأسعار العالمية للمواد الغذائية، فضلا عن تداعيات رفع أسعار المنتجات البترولية علي الصعيد المحلي، ويفسر هذا الوضع استمرار معدلات التضخم في الارتفاع خلال فترات إعداد خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وبالإضافة الي ذلك يلاحظ أيضا انخفاض معدلات الاستثمار والتشغيل في الاقتصاد الوطني.

رابعاً: تقدير النموذج الخاص بمؤشر معدل الاستثمار:

أخيراً يحاول البحث بيان العلاقة بين السياسات النقدية التي تم اتخاذها خلال فترات تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية وبين تنفيذ أحد الأهداف الهامة لخطط التنمية وهو الترويج لزيادة معدلات الاستثمار والتشغيل. فمن بين العلامات الهامة لتحديد مدي مساندة السياسات النقدية لأهداف خطة التنمية خلال فترة البحث، بيان ما إذا كانت الأدوات النقدية التي تم استخدامها من قبل السلطات النقدية كانت فعالة ومؤثرة معنويًا في معدلات نمو الاستثمار في تلك الفترة. وبناء علي ذلك فقد قرر البحث دراسة العلاقة بين معدلات التغير في الأدوات النقدية وبين معدلات التغير في معدلات الاستثمار خلال فترة البحث. وقد تم تقدير بيانات معدلات الاستثمار بالأسعار الثابتة علي أساس ربع سنوي وتقدير نموذج الانحدار المتعدد علي اعتبار أن معدل الاستثمار متغير تابع وأن المتغيرات النقدية السابق الحديث عنها متغيرات مستقلة. و تم تجميع بيانات المتغيرات التابعة والمستقلة خلال فترة البحث والتي امتدت من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧ من بيانات البنك المركزي، النشرة الإحصائية الشهرية. تم تقدير النموذج باستخدام نفس المتغيرات النقدية السابقة كمتغيرات مستقلة، ومعدل الاستثمار، كمتغير تابع، ونعرض فيما يلي نتائج النموذج.

جدول رقم (٣-٥)

نتائج انحدار المتغير التابع (معدل الاستثمار) خلال الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٥/٢٠١٦

Variables /constant	Coefficients	Stand. Error	T - value	P-prob.
C	-1.974702	1.030402	-1.916438	0.061
LOG_GRM2_N	2.275039	0.549699	4.138699	0.0001
LOG_RDR_N	3.344353	1.718676	1.94589	0.0573
LOG_EXR_N	4.142388	1.243926	3.330093	0.0016
LOG_INR_N	0.232801	0.366104	0.635888	0.5277
DVR	-0.578818	0.157451	-3.67619	0.0006

R-squared = 0.٤١

Adjusted R-squared = 0.٣٦ S.E. of regression = ٠.٤٥

F-statistic = ٧.٠١

Prob. (F-statistic) = 0000 ، Durbin-Watson stat = 1.١

٤-١ عرض نتائج نموذج الانحدار:

٤-١-١ بالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحيته^١:

تشير النتائج المقدرة للنموذج العام (الذي يضم كل المتغيرات السابق الحديث عنها)، والواضحة من المعادلة التالية إلى ما يلي:

$$\ln (INV)_t = B_0 + B_1 \ln ER_t + B_2 \ln RDR_t + B_3 \ln EGR_t + B_4 \ln M_2 + B_4 D_t + U_1$$

Then:

$$\ln (INV)_t = -1.97 + 4.14 EXR_t + 3.34 RDR_t + 2.27 M_2 + 0.232 INF + -0.57 D_t$$

أن ظاهرة تأثير معدل الاستثمار بالتغيرات التي أحدثتها السياسة النقدية في أدواتها الوسيطة كانت واضحة بدرجة محدودة، سواء علي مستوي إشاراتها أو من حيث معاملات الانحدار، وانحصرت هذه التوجيهات في متغيرين فقط علي مستوي فترة البحث. وذلك يرجع إلى معنوية اختبار t للمعاملات التي تم استخدامها في النموذج.

٤-١-٢ القدرة التفسيرية للنموذج:

بالرجوع إلى الجدول السابق الذي يتضمن النتائج الخاصة بمعامل التحديد للنموذج، نجد أن معامل التحديد يساوي ٤١%، ومعامل التحديد المعدل يساوي ٣٦%، وذلك علي مستوي القدرة التفسيرية للنموذج وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة، (معدل نمو المعروض النقدي GRM2 ، ومعدل اعادة الخصم RDR ، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية EXR ، ومعدل التضخم INR)، تفسر ٣٦% من التغيرات التي حدثت في المتغير التابع (معدل الاستثمار)، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى كثيرة تساهم في رفع أو خفض معدلات الاستثمار من أمثلة مدي توافر البيئة

^١ يجب توخي الحذر عند تفسير المعاملات المقدرة بسبب الاستعانة أحيانا بقيمة المتغيرات في النموذج بالأسعار الثابتة من أمثلة معدلات النمو الاقتصادي، وأحيانا بالأسعار الجارية في حالة كل معدلات النمو للمتغيرات النقدية.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

المناسبة للاستثمار والمال والأعمال، والقوانين المنظمة لحركة الاستثمار في المجتمع بالإضافة إلي مدي توافر المدخرات اللازمة لعملية الاستثمار أو حتي الطلب الكلي في الاقتصاد وكذلك الظروف السياسية والاجتماعية التي يواجهها الاقتصاد.... الخ، ومنها أيضا الخطأ العشوائي. وتشير قيمة معامل التحديد المنخفضة (٣٦%)، الي عدم التوظيف الكامل لأدوات السياسة النقدية. فمعامل معدل إعادة الخصم خلال فترة البحث غير معنوي عند مستوي معنوية ٥%. مما يعني أن معدلات اعادة الخصم وأسعار الفائدة لم يمارسوا التأثيرات المتوقعة منهم في تنشيط حركة الاستثمار والتوظيف في المجتمع خلال فترات خطط التنمية. وربما يرجع ذلك الي حرص السلطات النقدية علي السيطرة علي التضخم من خلال رفع أسعار الفوائد علي الودائع وشهادات الاستثمار وبقية الأدوات الادخارية الأخرى من أجل امتصاص السيولة المتوفرة بالاقتصاد مما رفع من تكلفة الاقتراض من أجل الاستثمار.

٤-١-٣ الشروط الرياضية:

أ- المعنوية الكلية للنموذج:

يتضح من جدول تحليل التباين السابق: أن قيمة اختبار فيشر قد بلغت $F\text{-statistic} = 7.12$ ، وهي أكبر من القيمة الجدولية لها حيث أن القيمة الاحتمالية $P\text{-Value}$ تساوى صفر، وهي أقل من مستوى المعنوية ١%، وبالتالي فإننا نرفض الفرض العدمي القائل بأن نموذج الانحدار غير معنوي و يقضى بعدم معنوية معاملات المتغيرات المفسرة المشتركة (Joint Repressors) عند درجة معنوية ١%، ونقبل الفرض البديل بضرورة معنوية النموذج. بينما يشير معامل التحديد المعدل ومقداره ٣٦% الي أن المتغيرات المفسرة في النموذج ككل ذات تأثير معنوي في المتغير التابع في المعادلة وتستطيع تفسير فقط ٣٦% من قيمة التغيرات التي تحدث في معدل الاستثمار خلال تلك الفترة. وبالإضافة إلي ما سبق، فإن بلوغ قيمة اختبار ديربون- واطسون تصل الي 1.12 للنموذج خلال الفترة. وهي قيمة تشير إلي عدم وجود ارتباط خطي بالسلاسل الزمنية للبيانات المستخدمة في النموذج.

ب- المعنوية الجزئية للنموذج:

تشير المعنوية الكلية المنخفضة ومعامل التحديد الأقل للنموذج الي أن السياسة النقدية خلال فترة خطط التنمية قد ساندت الاستثمارات الكلية بالاقتصاد ولكن بمستوي منخفض. ومن نتائج النموذج أيضا يتضح أن السلطات النقدية قد اعتمدت بدرجة كبيرة علي العرض الكلي للنقد (M2) في تحفيز الاستثمار. فقد بلغ معامل عرض النقود ٢٠.٢٧ وحدة بالإضافة الي معنويته العالية. كما أنه قد حمل إشارة موجبة، مما يعني أن العلاقة بين العرض الكلي للنقد

والاستثمارات خلال تلك الفترة كانت ايجابية ومرتفعة المعنوية. أي أن زيادة عرض النقود بوحدة واحدة كانت تؤدي الي زيادة في معدل الاستثمار الكلي بمقدار ٢.٢ وحدة من معدله الجاري في ذلك الوقت. بينما معامل معدل اعادة الخصم لم يكن معنويا أي أنه لم يكن فعال عند مستوي معنوي ٥% وذلك نظرا للأسباب التي تم شرحها فيما سبق، بالإضافة الي ضعف سوق ما بين البنوك. وتشير بيانات المسح المصرفي^١ خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٠ الي التراجع المستمر في نصيب قطاع الأعمال ككل سواء عام أو خاص من الائتمان المحلي. فقد تراجع نصيب القطاع العام من إجمالي الائتمان المحلي، خلال نفس الفترة، من ٩.١% إلى ٣.٩%، كما تراجع نصيب قطاع الأعمال الخاص من ٥٥.٣% إلى ٤٢.١%، خلال نفس الفترة. والواقع أن أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٠ لم يسفر فقط عن تراجع نصيب قطاع الأعمال الخاص من إجمالي الائتمان المحلي، بل أسفر أيضا عن التراجع الكبير في معدلات تغطية التمويل المصرفي للاستثمارات المنفذة من جانب قطاع الأعمال الخاص. حيث تراجعت نسبة تلك التغطية إلى إجمالي الاستثمارات المنفذة لقطاع الأعمال الخاص من ٤٣% خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠٠٣ الي ١٧.٣% خلال السنة المالية المنتهية في يونيو ٢٠١٠.

والواقع أن هذا يبرز أهمية تواجد سوق مالية نشطة وهيكل سعر فائدة متوازن لتشجيع تدفق الودائع ومنح الائتمان للمستثمرين. ففاعلية سعر الفائدة في واقع الاقتصاد تتحدد من خلال جذب الودائع وتجميعها ومنح الائتمان للاستثمار ولزيادة حركة النشاط الاقتصادي في المجتمع. وتشير التجارب الفعلية أن تغيير هيكل الودائع لصالح الودائع لأجل علي حساب الودائع الجارية، يعني أن السياسة النقدية مسؤولة عن تركيز المدخرات في الودائع الطويلة الأجل في البنوك كقنوات مباشرة لتمويل الزيادات السنوية في الدين العام مما يمثل عائق أمام تطوير أسواق رأس المال، وحركة الاستثمار^٢. ويشير الواقع أيضا، أنه علي الرغم من ارتفاع أسعار الفائدة المدينة إلا أن المشروعات لم تتوقف عن الاعتماد علي الائتمان بالرغم من ارتفاع تكلفته، نظرا لضعف مواردها الذاتية وضعف سوق المال، مما يلقي الضوء علي أهمية التوسع الائتماني في تحديد مستوي النشاط الاقتصادي.

^١ - بيانات المسح المصرفي تشمل البنك المركزي بالإضافة إلى البنوك. لمزيد من الإيضاح انظر، تحليل السياسة النقدية، الفصل الثاني من هذا البحث.

^٢ عبد المعبود ناصف، السيد. السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينات (المرحلة الأولى)، قضايا التخطيط والتنمية في مصر رقم (٧٦)، معهد التخطيط القومي، ١٩٩٢، ص ١٥٨

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

العامل الآخر الذي مارس تأثيرا ايجابيا علي تنشيط حركة الاستثمار هو معامل معدل سعر الصرف حيث جاء معنويا عند مستوي ٥% . مما يعني أن تحسن سعر الصرف الوطني يدفع بحركة الاستثمار والنشاط الاستثماري الي الازدهار، وربما يرجع ذلك الي اعتماد النشاط الاستثماري في مصر بصفة رئيسية علي استيراد المكونات الأساسية للاستثمار من الخارج، وما يستتبعه ذلك من ضرورة توافر موارد النقض الأجنبي وارتفاع قيمة العملة الوطنية يشجع المستثمرين علي الاستثمار .

العامل الأخير الذي مارس تأثيرا معنويا، ولكنه سالب، علي حركة الاستثمار هو ما يطلق عليه "العامل الوهمي" وهو يشير الي تأثير جملة العوامل الخارجية (جملة المشاكل والأزمات) التي لا يمكن التحكم فيها داخل النظام الاقتصادي. وطبقا لنتائج النموذج، فقد كان معامل المتغير الوهمي معنويا وبطبيعة الحال يحمل إشارة سالبة وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية وطبيعة الاستثمار من حيث أن "رأس المال جبان" وأن الاستثمار يتطلب الاستقرار المالي والاقتصادي علاوة علي الاستقرار السياسي والاجتماعي. وعلي ذلك فوجود الأزمات أو الاضطرابات المالية أو الاقتصادية أو حتي السياسية يدفع بالاستثمار الي الهروب أو الرجوع للخلف.

ومن العرض السابق يتضح لنا أن السياسة النقدية في مصر خلال فترات تنفيذ خطط التنمية لم تمارس دورها الحيوي بكفاءة عالية في مساندة خطط التنمية في تحقيق أهدافها. فكما رأينا من نتائج النموذج في خلال فترات الخطط الثلاثة، لم يكن لمعدل اعادة الخصم أداة السياسة النقدية الرئيسية أثرا معنويا في تنشيط حركة الاستثمار خلال فترة البحث. وذلك فيما عدا معامل العرض الكلي للنقد و سعر الصرف. وكلاهما حملا الإشارة الموجبة في علاقاتهما بمعدلات الاستثمار في خلال فترة اعداد البحث. ويفسر هذا الوضع تواضع معدلات الاستثمار طيلة فترات تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وبالإضافة الي ذلك يلاحظ أيضا انخفاض معدلات الاستثمار والتشغيل في الاقتصاد الوطني.

ملخص البحث

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

يهدف البحث بصفة أساسية الي بيان أهم التطورات المتعلقة باستخدام أدوات السياسة النقدية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاستفادة من الدراسات التجريبية التي تمت في عدد من البلاد المتقدمة والنامية. وتشير هذه الدراسات الي أن بعض تجارب السياسات النقدية قد ركزت علي استهداف التضخم كهدف أولي وخاصة في الدول المتقدمة وأفادت هذه الدراسات بأهمية السياسة النقدية في السيطرة علي معدلات التضخم. والبعض الآخر قد استهدفت عدد آخر من الأهداف من أمثلة النمو والتوظيف وخاصة في الدول النامية. واعتمدت هذه الدراسات على المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالسياسة النقدية والتضخم. بالإضافة إلى الاعتماد علي الأسلوب الكمي التحليلي القائم على الأساليب القياسية الحديثة لتحديد العلاقة بين السياسة النقدية وباقي المتغيرات الاقتصادية. وقد أكدت هذه الدراسات علي أهمية السياسات النقدية وفعاليتها فيما يتعلق بالسيطرة علي معدلات التضخم كهدف أولي. بينما تقل هذه الفاعلية عندما تستهدف السياسات النقدية التأثير في متغيرات أخرى كلية من أمثلة زيادة معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الاستثمار والتوظيف.

ومن اهم التوصيات التي توصلت اليها هذه الدراسات، ضرورة تطبيق السياسات النقدية والمالية التي تعمل علي زيادة الانتاج في القطاعات الاقتصادية مما يؤدي الي انخفاض التضخم. والحد من سياسات تمويل عجز الموازنة حيث بدوره يؤدي الي ارتفاع التضخم. وضرورة إعطاء استقلالية أكبر للسلطة النقدية بغرض مساندة أهدافها عن الأهداف التي رسمتها واتخاذ إجراءات لمعالجة الأسباب الهيكلية لظاهرة التضخم بتفعيل جانب العرض الكلي.

كما يهدف البحث الي تحديد أهم أهداف وسياسات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وبيان أهم أدوات السياسة النقدية التي تم استخدامها خلال فترة إعداد البحث وتحديد مدي مساهمة السياسات النقدية في تحقيق أهداف خطط التنمية (بناء علي نتائج البحث في الفصول السابقة)، وماهي السياسات أو التعديلات التي يجب أن تلتزم بها السلطات النقدية من أجل الحصول علي نتائج أفضل من استخدام السياسة النقدية في المساهمة في تحقيق أهداف خطط

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

التنمية المستقبلية، وتتلخص أهم السياسات النقدية في واقع الاقتصاد المصري والتي تم صياغتها واستخدامها بناء علي ما يلي:

أ- أهداف وسياسات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

١- أهداف خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية - خاصة الأهداف الاقتصادية والعامة لها - والتي تمحورت علي وجه الخصوص حول تحقيق الاستقرار الاقتصادي (النقدي و المالي)، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي للناتج المحلي الإجمالي. بالإضافة الي أهداف تخفيض معدلات البطالة وزيادة التشغيل وتقليل العجز الكلي في ميزان المدفوعات.

٢- أن السياسات الاقتصادية والنقدية بخطط التنمية تضمنت عدد واسع من السياسات اختلفت باختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي واجهت كل خطة. كما اختلفت أيضا باختلاف التوجهات والأهداف التي تمحورت حولها كل الخطط التنموية وان تركزت في عدد محدود من السياسات أهمها: المحافظة على درجة مناسبة من الاستقرار النقدي بتحديد معدل التوسع النقدي الذي يحقق المواءمة بين هدفي النمو الاقتصادي والسيطرة علي التضخم. وتعميق الاتجاه نحو الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة خاصة عمليات السوق المفتوحة.

٣- استمرار السعي الحثيث للمحافظة على التوازن في سوق الصرف الأجنبي. وتفعيل سعر الفائدة كأداة مؤثرة على توجيه الاستثمار. وقيام الجهاز المصرفي بدور متنامي في تنشيط وزيادة حجم الصادرات، باستخدام أساليب جديدة وبما يقلل من تكلفة التمويل للمصدرين.

٤- الحفاظ على متانة مركز الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي لتأمين موقف الدولة في سداد الالتزامات الخارجية وللمحافظة على استقرار سوق النقد.

ب- محاور تنفيذ السياسات النقدية في فترات خطط التنمية:

بصفة عامة يمكن تقسيم السياسات النقدية التي تم تنفيذها خلال فترات اعداد خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية الي ثلاثة محاور أساسية وهي:

١- عناصر أو اجراءات دعم النمو الاقتصادي:

وقد هدفت السياسة النقدية خلال فترات تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية الي دعم النمو الاقتصادي وذلك من خلال مجموعة الإجراءات والأدوات التالية:

- في أعقاب اجتماع المجلس التنسيقي، في ١٧ ديسمبر ٢٠١٥ أعلن البنك المركزي المصري أنه قد تم الاتفاق بينه وبين الحكومة المصرية على "وضع برنامج يستهدف

استقرار الاقتصاد الكلى من أجل تحفيز النمو الاقتصادي وزيادة الإنتاج المحلى وخلق فرص عمل".

- أن السياسة النقدية التي تم اتباعها خلال فترة البحث قد ساندت النمو خلال فترة تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وإن كانت هذه المساندة ليست بالكبيرة. والجانب الآخر من البحث يشير الى معامل المتغير الوهمي وإشارته السالبة تؤكد أن الأزمات والظروف غير المريحة التي واجهت الاقتصاد الوطني كان لها تأثير سلبي علي معدلات النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧، حيث تميزت هذه الفترات بكثرة الأزمات والظروف الاقتصادية غير المريحة التي واجهها الاقتصاد الوطني.
- أن متغيرات السياسة النقدية التي تم استخدامها، (معدل نمو المعروض النقدي، ومعدل اعادة الخصم، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية، ومعدل التضخم)، فسرت 53% من التغيرات التي حدثت في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وأرجع البحث باقي التغير إلى عوامل أخرى ربما تلعب دورا هاما في تحديد النمو في الاقتصاد الوطني من أمثلة مستويات الادخار الوطنية، والبيئة الاستثمارية وبيئة المال والأعمال، والظروف الاقتصادية والاجتماعية خلال تلك الفترة.
- استخدمت السياسة النقدية أحد أدواتها الهامة في تنشيط النمو الاقتصادي، حيث كان معامل عرض النقود (M2) معنويا أي أن له تأثير ايجابي علي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في فترة البحث.
- أن السلطات النقدية في مصر قد استخدمت معامل اعادة الخصم ليس - فقط - بقصد التأثير المعنوي علي معدل النمو الاقتصادي ولكن بقصد أهداف أخرى من أمثلة كبح جماح الموجات التضخمية التي اجتاحت الاقتصاد الوطني في أوقات كثيرة خلال فترة تنفيذ خطط التنمية الثلاثة.
- أن التحسن في قيمة العملة الوطنية (الجنيه المصري) يسهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي ويمارس هذا الإجراء أثره في تخفيف حدة الارتفاع في المستوى العام للأسعار عبر قناتين، الأولى هي الحيلولة دون حدوث انخفاض حاد في قيمة الجنيه المصري، والثانية هي سحب السيولة المتوفرة بالعمله المحلية من البنوك مقابل مشترياتها للنقد الأجنبي.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- تؤكد المعنوية السالبة لمعامل المتغير الوهمي على الأثر السلبي الذي تركته الأزمات المالية والاقتصادية والسياسية على الاقتصاد المصري خلال فترات انفجارها وتطورها أثناء تنفيذ أهداف وسياسات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- حرصت السياسة النقدية، فيما يتعلق بحفز النشاط الاقتصادي، على إبقاء أسعار الفائدة الحقيقية على القروض منخفضة، وهو ما يدفع بذاته إلى خفض أكبر في أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع، حتى ولو تحولت إلى سالبة خلال معظم سنوات الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦. وربما يشير ذلك إلى أن السياسة النقدية تتعامل مع تدفق ودائع القطاع العائلي إلى البنوك باعتباره أمرا "حتميا" لعدم وجود المنافس البديل الذي يهدد استمرار الوضع القائم.
- شجعت السياسة النقدية التي تم تطبيقها خلال فترة البحث (من خلال سياسة خفض سعر الفائدة) على خلق حافز قوى للبنوك للتحويل إلى توظيف مواردها في أدون الخزانة و أدوات سوق النقد التي يطرحها البنك المركزي، باعتبارها توظيفات ذات عائد مجز خال من المخاطرة. حيث شكل التقلص التدريجي لهامش أسعار الفائدة بين الودائع والقروض خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٠) تهديدا لربحية البنوك، أخذ في الاعتبار التزامها باتباع المعايير المتعارف عليها عالميا لتكوين المخصصات وتغطية مخاطر الائتمان.

٢- عناصر أو إجراءات دعم السيطرة على التضخم:

- وفقا لقانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد قام البنك المركزي بوضع أهداف السياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة، من خلال مجلس تنسيقي تم تشكيله بقرار من رئيس الجمهورية. وقد تم تشكيل هذا المجلس بالفعل في بداية عام ٢٠٠٥ ثم أعيد تشكيله في نوفمبر ٢٠١٥ وفي كلا المراتين نص قرار رئيس الجمهورية على أن دور المجلس هو وضع أهداف السياسة النقدية " بما يحقق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي، وذلك في إطار السياسة الاقتصادية للدولة".
- اهتمت السياسة النقدية، فيما يتعلق بهدف استقرار المستوى العام للأسعار، بامتصاص الضغوط التضخمية الناتجة عن النمو وارتفاع الطلب، كما هو الحال خلال معظم سنوات الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٠. أما بالنسبة للضغوط الناجمة عن صدمات العرض فيتراوح موقف السياسة النقدية بين التسليم بعدم قدرتها منفردة على مواجهة هذه الضغوط، أو "استيعاب" صدمات العرض والتركيز على حفز نمو النشاط الاقتصادي وتوفير التمويل اللازم للموازنة العامة للدولة، حتى ولو أدى ذلك إلى التوسع في الإصدار النقدي، وهو الأمر الذي برز بشكل خاص خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦.

- مارست السياسة النقدية من خلال التأثير في أدواتها (معدل نمو المعروض النقدي، ومعدل اعادة الخصم، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية، ومعدل الاستثمار) تأثيرا معنويا علي معدلات التضخم في الفترة الأولى من البحث، وكذلك الحال في الفترة الثانية.
- فسرت أدوات السياسة النقدية التغير الذي حدث في معدلات التضخم بنسبة ٧٥%، ٨٧% من التغير الكلي في معدل التضخم خلال فترتي البحث. والباقي أرجعه البحث إلى عوامل أخرى كثيرة ساهمت في رفع معدلات التضخم من أمثلة صدمات العرض في الأسواق أو ارتفاع تكلفة الواردات والإنتاج أو حتي زيادة الطلب الكلي في الاقتصاد أو كذلك الظروف السياسية والاجتماعية التي يواجهها الاقتصاد.... الخ.
- اعتمدت السلطات النقدية في المجتمع علي معدل اعادة الخصم في السيطرة علي التضخم، لذا، فقد تميز معاملته بالمعنوية العالية وحمل اشارة سالبة، مما يؤكد علي العلاقة العكسية بين معدل اعادة الخصم وبين معدل التضخم في الاقتصاد.
- مارس المتغير الوهمي أيضا تأثيرا معنويا وحمل إشارة موجبة دلالة علي وجود علاقة طردية بين الأزمات ومعدل التضخم بالاقتصاد.
- تميز معامل سعر الصرف بالمعنوية العالية، فارتفاع قيمة العملة الوطنية تؤدي الي انخفاض التضخم بدرجة كبيرة.

٣- عناصر أو إجراءات دعم سياسة سعر الصرف الوطني:

- سعت السياسة النقدية، فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف، إلى محاولة التوفيق بين تحرير سعر الصرف وبين الحفاظ على استقراره النسبي والحيلولة دون انهياره، كسبيل رئيسي للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، ولا سيما خلال فترات الأزمات وهروب رؤوس الأموال الأجنبية، سواء في أعقاب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ أو في أعقاب ثورة يناير ٢٠١١.
- تعتمد السياسة النقدية إيجاد فارق إيجابي ملموس في سعر الفائدة لصالح الجنيه المصري كوسيلة لاجتذاب تدفقات النقد الأجنبي عبر الاستثمار في أدون الخزانة (استثمارات المحفظة)، وتشجيع الأفراد على التنازل عن النقد الأجنبي وحفز عملية الدورة العكسية من أجل الحفاظ علي قيمة العملة الوطنية دون الانهيار خاصة في ظل الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي سادت في مصر خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ وحتى عام ٢٠١٦.

- سعت السياسة النقدية - بشكل مستمر - الي تركيم الاحتياطات الدولية، سواء بالإفادة من فائض ميزان العمليات الرأسمالية والمالية، ولا سيما استثمارات المحفظة، خلال الفترة (٢٠٠٣ - ٢٠١٠)، أو باستخدام الودائع المحولة لدى البنك المركزي من جانب بعض الدول العربية والاقتراض من الخارج، خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٦).
- الاعتماد على الاحتياطات الدولية التي تم تركيمها في تدبير الموارد اللازمة لمواجهة تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج في أعقاب الأزمة المالية العالمية خلال عام ٢٠٠٩/٢٠١٠ ثم في أعقاب ثورة يناير ٢٠١١، فضلا عن تدبير احتياجات استيراد السلع الأساسية والوفاء بأقساط وفوائد الديون الخارجية. إلا أن تلك الصدمات قد أوضحت بذاتها خطورة الاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية كمصدر لتركيم الاحتياطات الدولية.

٤. عناصر أو إجراءات دعم وتشجيع الاستثمار:

- علي الرغم من معنوية العلاقة بين المتغيرات المفسرة ونمو الاستثمار إلا أن معامل التحديد المعدل ومقداره ٣٦% يشير الي أن المتغيرات المفسرة في النموذج ككل (معدل نمو المعروض النقدي، ومعدل اعادة الخصم، ومعدل سعر صرف العملة الوطنية، ومعدل التضخم) تسهم في دعم وتشجيع الاستثمار إلا أن هذه العوامل تفسر فقط ٣٦% من قيمة التغيرات التي حدثت خلال فترة البحث. وباقي التغيرات التي حدثت في متغير الاستثمار ربما ترجع إلى عوامل أخرى كثيرة تساهم في رفع أو خفض معدلات الاستثمار من أمثلة مدي توافر البيئة المناسبة والظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة في المجتمع.
- تشير المعنوية الكلية المنخفضة للنتائج ومعامل التحديد الأقل الي أن تأثير السياسة النقدية خلال فترة تنفيذ خطط التنمية في مساندة الاستثمارات الكلية بالاقتصاد كانت ضعيفة. ومن نتائج دراسة الواقع أيضا يتضح أن السلطات النقدية قد اعتمدت بدرجة كبيرة علي العرض الكلي للنقود (M2) في تحفيز الاستثمار. حيث كانت العلاقة بين عرض النقود ومعدلات الاستثمار معنوية للغاية وإيجابية.
- أن تحسن سعر الصرف الوطني يدفع بحركة الاستثمار والنشاط الاستثماري الي الازدهار، وربما يرجع ذلك الي اعتماد النشاط الاستثماري في مصر بصفة رئيسية علي استيراد المكونات الأساسية للاستثمار من الخارج، وما يستتبعه ذلك من ضرورة توافر موارد النقد الأجنبي وارتفاع قيمة العملة الوطنية يشجع المستثمرين علي الاستثمار.

- أن معدل إعادة الخصم أداة السياسة النقدية الرئيسية ليس لها أثرا معنويا في تنشيط حركة الاستثمار خلال فترة البحث.
- تمثلت المحصلة النهائية لأداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦ في استئثار الحكومة تدريجيا بالجزء الأعظم من التمويل الممنوح من الجهاز المصرفي المصري مقابل التراجع المستمر لنصيب قطاع الأعمال الخاص من ذلك التمويل . كما أسفر أداء تلك السياسة عن اتساع الفجوة بين تدفقات التمويل المصرفي والاستثمارات المنفذة لقطاع الأعمال الخاص وتواضع معدلات ذلك التمويل خلال معظم سنوات تلك الفترة.
- انحرفت السياسة النقدية أيضا عن أهدافها بسبب الاصرار على توفير التمويل المصرفي لتغطية عجز الموازنة العامة للدولة، حتى لو تجاوز التمويل الممنوح من البنك المركزي الحد الأقصى المسموح به قانونا، كما هو الحال خلال الفترة ٢٠١١ - ٢٠١٦، وحتى لو تجاوز ذلك التمويل حجم السيولة المتوافرة لدى البنك المركزي وأدى إلى زيادة معدلات إصدار النقود.
- تجاوزت السياسة النقدية وظائفها بسبب الانخراط في تخفيف أعباء الديون الخارجية التي تتحملها الموازنة العامة للدولة، من خلال تصدى البنك المركزي للاقتراض من الخارج لحساب الحكومة، بحيث يصبح هو الملتمزم قانونا بالسداد. وقد انعكس ذلك في التصاعد المستمر في نصيب البنك المركزي من جملة القروض الخارجية خلال الفترة (٢٠١١ - ٢٠١٦). ولعل هذا التطور هو ما يفسر تعهد البنك المركزي في برنامج قرض صندوق النقد الدولي بأن يتم استخدام القرض لتعزيز الاحتياطيات الدولية ومنح المقابل للحكومة بالجنيه المصري، وبأن يلتزم بتحقيق زيادات سنوية في الاحتياطيات الدولية، و أن يقتصر ما يقدمه للحكومة من تلك الاحتياطيات بشكل أساسي على متطلبات مدفوعات خدمة الدين.
- لم تفلح السياسة النقدية خلال فترة البحث - علي الرغم من خفض أسعار الفائدة الحقيقية - في توفير التمويل الجيد للاستثمار المنتج خاصة في القطاع الخاص، وذلك بسبب تراجع معدلات استثمار قطاع الاعمال الخاص وارتفاع ما يحيط به من مخاطر، خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦ .
- انحرفت السياسة النقدية عن أهدافها بسبب تقلص فرص الإقراض الجيد في قطاع الأعمال، ورغبة البنوك في المحافظة علي الأرباح مما أدي الي التوسع في شراء الأوراق المالية الحكومية، والتوسع في منح القروض الاستهلاكية بأنواعها المختلفة للأفراد الطبيعيين. مما ترتب علي ذلك من آثار سلبية علي الاقتصاد الوطني في ذلك الوقت.

وخلاصة كل ما سبق هو أن أداء السياسة النقدية خلال الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠١٦ يعبر عن سعى مستمر لتحقيق التوازن بين كل من استقرار المستوى العام للأسعار، وحفز النشاط الاقتصادي، وتوفير التمويل اللازم للموازنة العامة للدولة.

ونعرض فيما يلي لأهم المقترحات الرئيسية التي تم استخلاصها من أجل دعم وتطوير السياسة النقدية وزيادة مساهمتها في تحقيق أهداف خطط التنمية في واقع الاقتصاد المصري:

بناء على النتائج السابقة التي توصل إليها البحث، فإنها تقترح عددا من التعديلات اللازمة لتقوية دور السياسات النقدية في دعم ومساندة أهداف خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية في ظل إتباع الدولة لمنهجية التخطيط التأشير في إحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتحسين رفاهية الفرد والمجتمع في الأجلين المتوسط والقصير. ومن أهم التعديلات التي يري البحث ضرورة الأخذ بها في كل مجال من مجالات الاقتصاد الكلي ما يلي:

١- ضرورة اعتبار الهدف الرئيسي للسياسة النقدية تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، فضلاً عن الأهداف الأخرى التي تتعلق بتحقيق زيادة معدلات مرتفعة من نمو الناتج، وكذا الحفاظ على استقرار أسعار العملات المحلية، وكذا تكوين حجم من احتياطي النقد الأجنبي الآمن.

٢- أظهر البحث أن أدوات السياسة النقدية التي استخدمتها خطط التنمية لتحقيق أهدافها - والتي تمثلت في نسبة السيولة المتاحة لدى البنوك، وأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، والسقوف والهوامش الائتمانية، ونسبة الاحتياطي القانوني، وسعر الخصم، وعمليات السوق المفتوحة، والشراء النهائي، وعمليات الشراء مع إعادة البيع Repos وعمليات البيع مع إعادة الشراء Reverse Repos، ومبادلة العملات Swaps، ... ألخ - لها أهمية خاصة في المساعدة علي تحقيق الأهداف الكلية لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وبناءا علي ذلك يقترح البحث ضرورة زيادة الاهتمام بتوجيه استخدام نظم السياسة النقدية الملائمة لتحقيق الأهداف النقدية والاقتصادية، وعلي وجه الخصوص الأنظمة الأربعة الرئيسية لها وهي: استهداف سعر الصرف، واستهداف الإجماليات النقدية، واستهداف الناتج الإجمالي الاسمي، واستهداف التضخم.

٣- أن غالبية الدول ذات الاقتصاد الناشئ والتي تمر بتحولات اقتصادية جوهرية - متشابه مع ظروف مصر الاقتصادية - قد انتهجت سياسات استهداف التضخم والتي مثلت ركيزة أساسية في تكوين وإدارة السياسة النقدية بحيث يتمكن البنك المركزي من خفض معدلات التضخم في المدى القصير، والوصول إلى المحافظة على استقرار الأسعار في

الأجل المتوسط والطويل. وعلي ذلك يقترح البحث أن يستهدف البنك المركزي المصري معدلات التضخم الفعلي كهدف نهائي للسياسة النقدية في الأجل القصير.

٤- يتطلب نجاح تطبيق سياسة استهداف التضخم توافر مجموعة من الاشتراطات المسبقة تتمثل في توفر درجة كبيرة من الاستقلالية للبنك المركزي من الضغوط أو تأثيرات السياسة المالية وحسن التنسيق فيما بينهما، وتوفر الظروف التي تتيح المرونة في أسعار الفائدة ونظام سعر الصرف، إضافة إلى وجود أسواق مالية متطورة قادرة على استيعاب التطورات الكبيرة والمتلاحقة التي تشهدها الأسواق النقدية والتكيف معها، وتخفيض العوامل التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي وتقليل مخاطرها، وضمان وجود جهاز مصرفي قوي وسليم، وذلك مع ضرورة توافر البنية المعلوماتية الكاملة وجودة بياناتها، وتوافر وسائل ونماذج قياسية متطورة لإعداد تنبؤات دقيقة للتضخم والمتغيرات الاقتصادية الكلية بصفة عامة.

٥- ضرورة تطبيق السياسات النقدية والمالية التي تعمل على زيادة الانتاج في القطاعات الاقتصادية مما يؤدي الي انخفاض التضخم. والحد من سياسات تمويل عجز الموازنة لأنها تؤدي الي زيادة عرض النقود الذي بدوره يؤدي الي ارتفاع التضخم. وضرورة إعطاء استقلالية أكبر للسلطة النقدية بغرض مسائلتها عن الأهداف التي رسمتها - واتخاذ إجراءات تتعلق بمعالجة الأسباب الهيكلية لظاهرة التضخم من خلال تفعيل جانب العرض الكلي. تفعيل أدوات السياسة النقدية غير المباشرة خاصة ما يتعلق بسياسة السوق المفتوحة. وضرورة التنسيق بين استخدام أدوات السياسة النقدية وبين الظروف الاقتصادية والاجتماعية السائدة والأهداف المراد تحقيقها في الاقتصاد الوطني.

٦- أشار البحث الي أهمية السياسات النقدية وفاعليتها فيما يتعلق بالسيطرة علي معدلات التضخم كهدف أولي. بينما تقل هذه الفاعلية عندما تستهدف السياسات النقدية التأثير في متغيرات أخرى كلية من أمثلة زيادة معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الاستثمار والتوظيف، ومن ثم، يقترح البحث ضرورة التركيز علي عدد محدود من الأهداف التي يمكن للسياسة النقدية تحقيقها بنجاح.

٧- ضرورة قيام البنك المركزي بإعلان معدل التضخم الذي تلتزم به السياسة النقدية أو بعدم تجاوزه، أو المدى الزمني اللازم لتحقيق هذا الهدف. وأن يحرص البنك المركزي على التأكيد بأن إدارة السياسة النقدية - باستخدام منهجية استهداف التضخم - تستلزم توافر مجموعة من المتطلبات الأساسية تتمثل في تخفيض عجز الموازنة العامة لكي تتواءم مع معدلات نمو اقتصادي غير تضخمي، والاستمرار في تفعيل انتقال أثر أدوات

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

- السياسة النقدية من خلال الجهاز المصرفي، بالإضافة إلى تحسين الإحصاءات
لمتغيرات الاقتصاد الكلى وعلى وجه الخصوص التضخم والناتج المحلى الإجمالي.
- ٨- ضرورة تضافر جهود جهات حكومية أخرى بخلاف البنك المركزي المصري من أجل
استيفاء المتطلبات الأساسية لاستخدام منهجية استهداف التضخم من أمثلة وزارة المالية،
والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، وزارة التخطيط ... الح.
- ٩- ضرورة تواجد أسواق مالية نشطة وهيكل سعر فائدة متوازن لتشجيع تدفق الودائع ومنح
الائتمان للمستثمرين. ففاعلية سعر الفائدة في واقع الاقتصاد تتحدد من خلال جذب
الودائع وتجميعها ومنح الائتمان للاستثمار وزيادة حركة النشاط الاقتصادي في المجتمع.

قائمة مراجع الدراسة

أولاً: المراجع باللغة العربية:

١. أبو العيون، محمود، (٢٠٠٣). " تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية " ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقم عمل رقم (٧٨)، فبراير.
٢. البنك المركزي المصري. " نشرة التحليل الشهري للتضخم خلال الفترة يناير ديسمبر ٢٠١٦".
٣. البنك المركزي المصري، "النشرة الإحصائية الشهرية" ، أعداد متفرقة.
٤. البنداري، خالد عبد الوهاب، (٢٠١٦). " تأثير التغير في أسعار صرف الجنيه المصري على الاقتصاد المصري " ، اتحاد الغرف العربية، أكتوبر.
٥. العنترى، سلوى. (٢٠٠٧). " الإصلاح المؤسسي للجهاز المصرفي المصري " ، شركاء التنمية للبحوث والاستشارات والتدريب، القاهرة.
٦. القطابري، محمد ضيف الله، (٢٠٠٩). " دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)" ، دار غيداء للنشر،.
٧. المشاط ، رانيا، (٢٠١٢) "السياسة النقدية والمجال لتبنى إطار استهداف التضخم"، بنوك وأعمال: مجلة تصدر عن المعهد المصرفي المصري، العدد التجريبي أكتوبر - ديسمبر.
٨. المشهداني، أحمد اسماعيل، طعيمه، حيدر حسين، (٢٠١٢). "دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي (٢٠٠٣ - ٢٠٠٩)" ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة العاشرة، العدد الثالث والثلاثون.
٩. الهبتي، أحمد حسين. ايوب، أوس فخر الدين، (٢٠١٢). "دور السياسة المالية والنقدية في النمو الاقتصادي" ، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة الموصل.
١٠. بابر، خنساء، (٢٠١٤). "أدوات السياسة النقدية وأثرها في المتغيرات الاقتصادية خلال الفترة ١٩٩٨-٢٠١٣" جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

١١. بقيق، أسهمان، (٢٠١٥) .. "آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتها الداخلية - دراسة قياسية "جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر ، رسالة دكتوراه في الاقتصاد.
١٢. بن علي، بلعزوز، (٢٠١٤) .. "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية " ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط٢.
١٣. بوعمامة، نصر الدين، (٢٠١٣). "فعالية السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي".
١٤. جلال، احمد ، (٢٠٠٣). "ماذا بعد تحرير سعر الصرف؟ " ، المركزي المصري للدراسات الاقتصادية، سلسلة آراء في السياسة الاقتصادية، العدد ١٣، فبراير.
١٥. حسوبة، تغريد، (٢٠٠٨) .. " دور وآليات السياسة النقدية في ظل نظام سعر الصرف المعموم مع التطبيق علي الحالة المصرية" ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ، رسالة ماجستير.
١٦. خليفي، فايزة، . (٢٠١٥). " دراسة قياسية لمدى تأثير السياسة النقدية على التضخم في الجزائر".
١٧. رفعت، أسماء، . (٢٠١٧). "دور آليات السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد المصري مع التركيز على آلية أسعار الأصول" ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ، رسالة ماجستير.
١٨. عباس، توفيق. عبد الجبار، صفاء، (٢٠١١). " تقييم سياسة استهداف التضخم في بلدان مختارة "، مجلة جامعة كربلاء- العراق ، المجلد التاسع، العدد الثاني، ص ٦٩، ابريل.
١٩. عبد المنعم، رانيا، (٢٠٠٥) .. " دور الأدوات الكمية للبنك المركزي في فعالية السياسة النقدية (مع دراسة الحالة المصرية في ظل القانون الجديد للبنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد) " ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ، رسالة ماجستير.
٢٠. عبد المولى، ممدوح، (٢٠١٠). " دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية للحالة المصرية خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٠٨) ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، رسالة ماجستير.

٢١. عطية، عبد القادر، (٢٠٠٤). "الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الاسكندرية.
٢٢. عطوان، مروان، (١٩٩٣). "الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)"، مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية- الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية .
٢٣. عوض، طالب.، ياسين، مالك، (٢٠١١). " أثر التطور النقدي في النمو الاقتصادي في الأردن"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2 .
٢٤. محمد، مهند علي، (٢٠١٤). " السياسة النقدية وأثرها في المتغيرات الاقتصادية الكلية في السودان ٢٠٠٥م-٢٠١٢م " جامعة السودان العلوم والتكنولوجيا ، رسالة دكتوراة.
٢٥. محمد، أنور حميدة جابر. عبد الهادي، هويداء عبد العظيم. ابو العز، نهلة احمد، (٢٠١٦). اثر السياسة النقدية والمالية على معدل التضخم في السودان. مجلة العلوم الاقتصادية (2) Vol. 17 .
٢٦. مصطفى، أحمد فريد.، السيد، سهير، (٢٠٠٢). "السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو". ميثاق الجامعة ، الإسكندرية.
٢٧. منصور، عزة، (٢٠٠٩). " نظام استهداف التضخم في الدول النامية مع التطبيق على الحالة المصرية"، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ، رسالة ماجستير .
٢٨. ناصف، السيد عبد المعبود، السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينات (المرحلة الأولى)، (١٩٩٢). قضايا التخطيط والتنمية في مصر رقم (٧٦)، معهد التخطيط القومي.
٢٩. نور، احمد، (٢٠٠٤). "السياسة النقدية في مصر"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة.
٣٠. نور الدين، محمد، (٢٠٠٨). " بنوك مصر بين الاندماج وحل مشكلات الديون المتعثرة"، تقرير اتجاهات اقتصادية إستراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية.
٣١. نور الدين، محمد، (٢٠١٠) " أداء الجهاز المصرفي المصري بين التطوير والأزمة العالمية"، تقرير اتجاهات اقتصادية إستراتيجية ، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، الأهرام.

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

٣٢. وزارة المالية ، " التقرير المالي الشهري " ، أعداد متفرقة.

٣٣. وزارة التخطيط ، تقارير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أعداد متفرقة.

٣٤. كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن تشجيع البنوك على منح القروض

والتسهيلات للشركات والمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

٣٥. كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن محافظ البنوك الائتمانية.

٣٦. كتاب دورى بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٦ بشأن نسبة قيمة الأقساط المستحقة إلى الدخل

الشهرى للفرد فيما يتعلق بمحفظة القروض لأغراض استهلاكية.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Ajibola Ayodeji, Adeyemi OluwaleK (2018), " Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Nigeria" , OALibJ , Vol.5, No.2, February.
2. Al Mashat, R. (2008), " Monetary Policy in Egypt: A Retrospective and Preparedness for Inflation Targeting", ECES Working Paper , 134.
3. Bernanke, Ben S. and A.S. Blinder, (1992) "The federal funds Rate and the channels of Monetary Transmission, " American Economic Review.vol. 82(4).
4. Bernanke, Ben S., and Alan S.Blinder, (1992). "The federal funds rate and the channels of monetary transmission"the American economic review:901-921.
5. Bhattacharya. R, Patnaik.l, and Shah. A., (2010) "Monetary policy transmission in an emerging market setting", IMF working Paper, WP/11/5.
6. Clarida , Richard ، jordi gali , and mark gertler, (1999) ." The science of monetary policy: anew Keynesian perspective." Journal of economic literature 37.4.
7. D.A. DICKEY, W.A. FULLER, (1989). "Likelihood Ratio statistic for Autoregressive time series with a unit root" , Econometrica, vol, 49.
8. Egert, B. and R. MacDonald, (2006) "Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable, CESifo Working paper1739.
9. Ergin Akalpler, Dilgash Duhok, (2018) " Does monetary policy affect economic growth: evidence from Malaysia", Journal of Economic and Administrative Sciences.

- 10.Friedman, Milton, (1995). "The role of monetary policy" essential readings in economics .Palgrave, London.
- 11.Friedman, Milton, "the role of monetary policy, (1968). ".American Economic Review, Vol. 58, No. 1.
- 12.Gali, Jordi, and Tommaso Monacelli, (2005). "Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy." The Review of Economic Studies 72.3.
- 13.IMF Country Report no. 06/253, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation, July 2006, p. 3.
- 14.IMF Country Report no. 10/94, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation, April 2010, p. 1.
- 15.IMF, (2005) Country Report no. 05/177, Arab Republic of Egypt: 2005 Article IV Consultation, June.
- 16.IMF, (2011) "De facto Classification of Exchange rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks", April 30.
- 17.IMF, (2015). Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV consultation, February.
- 18.IMF, (2015). Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2014 Article IV Consultation, February, Annex Relations with the Fund.
- 19.IMF, (2015). Country Report no. 15/33, Arab Republic of Egypt: 2014 Article IV Consultation, February, Annex Relations with the Fund.
- 20.IMF, (2017). Country Report no. 17/17, Arab Republic of Egypt: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, January.
- 21.International Monetary Fund, (2009). Arab republic of Egypt Article IV Consultation Reports, June 2005, July 2006, December 2007& January 2009.
- 22.International Monetary Fund, (2017). IMF Country Report No. 17/17: Arab Republic of Egypt, January 2017, p. 9& 53.
- 23.John Taylor, (2005). "Monetary Policy in Emerging Market Countries With Implications for Egypt", ECES, Distinguished Lecture Series 23, May.
- 24.Jonson , Hany . G, " Essays in monetary economics". 2nd edition.
- 25.Khan, Mohsen S , and Mirakhor Abbas , (1987). "The Financial System and Monetary Policy in an Islamic Economy", Theoretical Studies in Banking and Finance the Institute for Research and Islamic Studies, Texas, U S A.
- 26.Khaysy Srithilat & Gang Sun, (2017). "The Impact of Monetary Policy on Economic Development", Global Journal of HUMAN-SOCIAL SCIENCE: Economics, Volume 17 Issue 2 Version 1.0 .

27. Luiz de Mello, (2008). "Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies", OECD.
28. Luiz de Mello, (2008). "Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies", OECD.
29. Lyziak, Tomasz, Jan Przystupa and Ewa Wrobel, (2008). "Monetary Policy transmission in Poland: A study of the importance of interest rate and credit channels", SUERF studies, The European Money and Finance Forum, Vienna.
30. M. FRIEDMAN, A.J. SCHWARTZ, Anna, (1973). "Money and Banking", A division of penguin books Ltd.
31. Mardy Lut & Pahlaj Moolio, (2015). "The Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Cambodia, " Journal of Management for Global Sustainable Development, Times Research Consultant (TRC), vol. 1(1).
32. Mishkin, F.S, (1999). "International Experiences with different Monetary Policy Regimes", Journal of Monetary Economics, No. 43.
33. Mishkin, F.S., (1995). "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, " Journal of Economic Perspectives, Vol.9 (4).
34. Mishkin, F.S., (2001). "The Transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy", National Bureau of Economic Research, Working paper no. 8617, Cambridge.
35. Mishkin, F.S., (2007). "Housing and monetary transmission mechanism", Finance and Economics Discussion series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
36. Mishra Prachi, Peter J. Montiel, and Antonio Spilimbergo, (2010). "Monetary transmission in Low Income Countries", International Monetary Fund, Working Paper/ 10/223.
37. Mishra Prachi, Peter J. Montiel, and Antonio Spilimbergo, (2011). "How effective is Monetary Transmission in Developing Countries? A survey of the empirical evidence ", July 26.
38. Mohamed Hasan, (2003). "Can Monetary Policy Play an Effective Role in Egypt", ECES, Working Paper No. 84, June 2003.
39. Ormaechea, Santiago Acost, and David Coble, (2003). "Monetary transmission in Dollarized and Non Dollarized Economics: The Case of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay", International Monetary Fund working paper, WP/11/87.
40. Rageh, Rania., (2010). "Interest rate rule for the conduct of monetary policy: analysis for Egypt (1997: 2007)".
41. Rokon, Bhuiyan, (2008). "Monetary Transmission Mechanism in a small Open Economy: A Bayesian Structural VAR Approach", Queen's University, Canada, K7L3N6.

42. Sylvester C. W., Eijff Inger, and Jakob De Haan, (1996). " The Political Economy of Central Bank Independence" , International Finance Section, Department of Economics of Princeton University, Special Papers in International Economics, No. 1.
43. The World Bank, (2010). " Egypt's Food Subsidies: Benefit Incidence and Leakages", p. 46, September.
44. Z. Yeşim Gürbüz., Thomas Jobert., and Ruhi Tuncer, (2008). " The Turkish Experience in Inflation Targeting: Uncertainties and the Efficiency of Monetary Policy" , Economies International.

ثالثاً: بعض المواقع الإلكترونية:

- 1- <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-banks-to-finance-SMEsAr.aspx>
- 2- <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-credit-portfoliosAr.aspx>
- 3- <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/Circular-debt-burden-ratioAr.aspx>
- 4- <http://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/GeneralDefinition.aspx>
- 5- <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/HighlightsPages/MPC-Dec2015Ar.aspx>
- 6- www.cbe.org.eg/public/CBEBODdecree2408
- 7- www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/MonthlyInflationNote.aspx?p=2
- 8- www.erfdportal.com/index.php/catalog/45/vargrp/VG19
- 9- www.cbe.org.eg
- 10- <http://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/GeneralDefinition.aspx>
- 11- https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%B9%D8%B1%D8%B6_%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D8%AF
- 12- [EconomicResearch/Statistics/Pages/OfficialRateshistorical.aspx](http://www.cbe.org.eg/EconomicResearch/Statistics/Pages/OfficialRateshistorical.aspx)
- 13- www.imf.org/external/pubs/ft/aa/
- 14- <http://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/CoreInflation.aspx>

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

ملاحق البحث

الملحق الأول

جدول رقم (١)

تطور المؤشرات الاقتصادية الرئيسية السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٦

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم (٢٩٧) - معهد التخطيط القومي

السنة المالية المنتهية في يونيو	معدل التضخم %	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي %	عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %	فائض أو (عجز) الميزان الكلى للمدفوعات مليار دولار
٢٠٠٣	٤.١	٣.١	١٠.٥ -	٠.٥
٢٠٠٤	* ١٦.١	٤.٢	٩.٥ -	٠.٢ -
٢٠٠٥	٤.٧	٤.٦	٩.٦ -	٤.٥
٢٠٠٦	٧.٢	٦.٩	٨.٢ -	٣.٢
٢٠٠٧	٨.٦	٧.١	٧.٥ -	٥.٣
٢٠٠٨	٢٠.٢	٧.٢	٦.٨ -	٥.٤
٢٠٠٩	٩.٩	٤.٧	٦.٩ -	٣.٤ -
٢٠١٠	١٠.٧	٥.١	٨.١ -	٣.٤
٢٠١١	١١.٨	١.٩	٩.٨ -	٩.٧ -
٢٠١٢	٧.٣	٢.٢	١٠.٦ -	١١.٣ -
٢٠١٣	٩.٨	٢.١	١٢.٩ -	٠.٢
٢٠١٤	٨.٢	٢.٢	١٢.٠ -	١.٥
٢٠١٥	١١.٤	٣.٤	١١.٥ -	٣.٧
٢٠١٦	١٤.٠	٢.٣	١٢.٥ -	٢.٨ -

* سلسلة جديدة اتخذ فيها الوسط الحسابى لأسعار شهور السنة المالية ٢٠٠٠/٩٩ كأساس جديد، واستخدمت الأوزان باستخدام متوسط عامى ٢٠٠٠/٩٩ - ٢٠٠١/٢٠٠٠.

المصدر:

- معدل التضخم مقاسا بالتغير فى الرقم القياسى لأسعار المستهلكين: بيانات الجهاز المركزى للتعبئة العامة والإحصاء فى، النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزى المصرى، أعداد متفرقة.
- معدل النمو الحقيقى: وزارة التخطيط، تقارير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أعداد متفرقة.
- عجز الموازنة: وزارة المالية، التقرير المالى الشهرى، أعداد متفرقة.
- ميزان المدفوعات: البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

جدول رقم (٢)

تطور البنود الرئيسية لميزان المدفوعات خلال السنوات المالية ٢٠١٦ - ٢٠٠٣

(مليار دولار)

السنة المالية	ميزان	ميزان العمليات الجارية	ميزان العمليات الجارية	ميزان العمليات	الميزان
---------------	-------	------------------------	------------------------	----------------	---------

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

المتنهيّة في يونيو	التجارة	بدون التحويلات	و التحويلات	الرأسمالية والمالية	الكلي
٢٠٠٣	٦.٦ -	١.٧ -	١.٩	٢.٧ -	٠.٥
٢٠٠٤	٧.٨ -	٠.٥ -	٣.٤	٥.٠ -	٠.٢ -
٢٠٠٥	١٠.٤ -	٢.٥ -	٢.٩	٣.٤	٤.٥
٢٠٠٦	١٢.٠ -	٣.٨ -	١.٧	٣.٥	٣.٢
٢٠٠٧	١٦.٣ -	٤.٨ -	٢.٣	٠.٨	٥.٣
٢٠٠٨	٢٣.٤ -	٨.٤ -	٠.٩	٧.٦	٥.٤
٢٠٠٩	٢٥.٢ -	١٢.٧ -	٤.٤ -	٢.٣	٣.٤ -
٢٠١٠	٢٥.١ -	١٤.٨ -	٤.٣ -	٩.٠	٣.٤
٢٠١١	٢٧.١ -	١٩.٢ -	٦.١ -	٤.٢ -	٩.٧ -
٢٠١٢	٣٤.١ -	٢٨.٦ -	١٠.١ -	١.٠	١١.٣ -
٢٠١٣	٣٠.٧ -	٢٥.٦ -	٦.٤ -	٩.٨	٠.٢
٢٠١٤	٣٤.٢ -	٣٣.١ -	٢.٧ -	٥.٣	١.٥
٢٠١٥	٣٩.١ -	٣٤.٠ -	١٢.١ -	١٧.٩	٣.٧
٢٠١٦	٣٨.٧ -	٣٦.٦ -	١٩.٨ -	٢١.٢	٢.٨ -

المصدر: البنك المركزي المصري: التقرير السنوي، أعداد متفرقة، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

جدول رقم (٣)

تطور صافى الاحتياطيات الدولية ٢٠٠٣ - ٢٠١٦

نهاية يونيو	مليار دولار	عدد شهور الواردات السلعية	القروض قصيرة الأجل كنسبة من صافى الاحتياطيات %
٢٠٠٣	١٤.٨	١٢.٠	١٢.٦
٢٠٠٤	١٤.٨	٩.٧	١٣.٣
٢٠٠٥	١٩.٣	٩.٦	٩.٦
٢٠٠٦	٢٢.٩	٩.٠	٧.١
٢٠٠٧	٢٨.٦	٨.٩	٥.١
٢٠٠٨	٣٤.٦	٧.٩	٧.٣
٢٠٠٩	٣١.٣	٧.٥	٦.٨
٢٠١٠	*٣٥.٢	٨.٦	٨.٤
٢٠١١	٢٦.٦	٥.٩	١٠.٤
٢٠١٢	١٥.٥	٣.١	١٨.٧
٢٠١٣	١٤.٩	٣.١	٤٧.٢
٢٠١٤	١٦.٧	٣.٣	٢١.٩
٢٠١٥	٢٠.١	٣.٩	١٢.٨
٢٠١٦	١٧.٥	٣.٧	٤٠.٠
ديسمبر ٢٠١٦	٢٤.٣	٥.١	٤٩.٢

* يرجع جزء من هذا الرصيد إلى قيام صندوق النقد الدولى فى اكتوبر ٢٠٠٩ بتوزيع حقوق سحب خاصة تعادل ٢٨٣ مليار دولار على الدول الأعضاء خص مصر منها ما يعادل ١.٢ مليار دولار. انظر التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ص ٢٨. المصدر: البنك المركزى المصرى: - التقرير السنوى، أعداد متفرقة، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

جدول رقم (٤)

تطور معدل الاستثمار ونصيب القطاع الخاص من إجمالي الاستثمارات خلال السنوات المالية ٢٠٠٣ - ٢٠١٦

نسب القطاع الخاص من الاستثمارات المنفذة*	معدل الاستثمار شاملا التغير في المخزن	% السنة المالية المنتهية في يونيو
٤٨.١	١٦.٩	٢٠٠٣
٤٦.٥	١٦.٩	٢٠٠٤
٤٧.٩	١٨.٠	٢٠٠٥
٥٧.٣	١٨.٧	٢٠٠٦
٦٢.٦	٢٠.٩	٢٠٠٧
٦٤.٣	٢٢.٤	٢٠٠٨
٤٨.٤	١٩.٢	٢٠٠٩
٥٧.٥	١٩.٥	٢٠١٠
٦٣.٠	١٧.١	٢٠١١
٦٢.٤	١٦.٤	٢٠١٢
٦٠.٣	١٤.٢	٢٠١٣
٦٢.٢	١٣.٨	٢٠١٤
٥٥.٧	١٤.٣	٢٠١٥
٥٨.٠	١٥.٠	٢٠١٦

* بدون المخزون، المصدر: وزارة التخطيط، تقارير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أعداد منفردة.

الملحق الثاني

جدول رقم (٥)*

العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والنمو في الاقتصاد الوطني خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٧								
Year	Month	Economic Growth	Growth Rate of M2	R .Discount Rate	Exchange Rate	Inflation Rate	Dummy Variable	Investment Rate
2004	March	4	13.2	10	0.16048	14.6	1	-5.9
	June	4.5	13.2	10	0.160385	13.25	1	6.6
	Sept.	5.4	12.4	10	0.160351	11.9	1	5.5
	Dec.	4.2	14	10	0.160351	17.3	1	5.5
2005	March	5.2	14	10	0.171863	5.6	0	6.6
	June	4.9	13.6	10	0.172061	4.7	0	7.2
	Sept.	4.8	14.2	10	0.172807	3.8	0	9.7
	Dec.	4.8	11.5	10	0.173133	3.1	0	9.3
2006	March	6.2	11.6	9	0.173946	3.7	0	15.9
	June	7.6	13.5	9	0.173226	7.2	0	14.85
	Sept.	5.3	13.1	9	0.173828	9.6	0	14.85
	Dec.	6.1	15.1	9	0.174462	12.4	0	13.8
2007	March	6.9	14.2	9	0.175153	12.8	0	36.8
	June	7.2	18.3	9	0.175214	8.6	0	22.1
	Sept.	7	17.1	9	0.176513	9.3	0	30.4
	Dec.	6.8	19.1	9	0.180333	6.9	0	32.4
2008	March	6	23.9	9	0.182146	14.4	1	15.4
	June	6.45	15.7	9	0.186428	20.2	1	14.5
	Sept.	6.9	14.1	9	0.184891	21.5	1	1.4
	Dec.	5.8	10.5	9	0.180629	18.3	1	2.3
2009	March	4.7	6.9	9	0.177456	12.1	0	1.7
	June	4.5	8.4	9	0.178069	9.9	0	-34.4
	Sept.	5.7	9	9	0.180284	10.8	0	-1.4
	Dec.	5.6	9.5	8.5	0.182695	13.5	0	-3

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

2010	March	5.5	9.8	8.5	0.181845	12	0	1.2
	June	5.4	10.4	8.5	0.176156	10.1	0	33.2
	Sept.	4.8	11.8	8.5	0.17481	11	0	20.3
	Dec.	4.8	12.4	8.5	0.17234	10.3	0	12.3
2011	March	2.5	11.2	8.5	0.168993	11.5	1	-4.1
	June	0.3	10	8.5	0.167811	11.8	1	-9.4
	Sept.	5.5	8	8.5	0.166853	8.2	1	-22.9
	Dec.	5.6	6.7	9.5	0.166121	9.6	1	-14.4
2012	March	1.9	6.8	9.5	0.165325	9	0	-4.3
	June	3.3	8.4	9.5	0.165199	7.3	0	13.7
	Sept.	0.3	9.8	9.5	0.163629	6.2	0	-2.9
	Dec.	0.3	12.3	9.5	0.162779	4.7	0	-2
2013	March	0.9	17.2	9.5	0.147388	7.6	1	-6.53333
	June	1.5	18.4	10.25	0.142491	9.8	1	-14.7
	Sept.	2.5	18.7	9.75	0.144061	10.1	1	-2.9
	Dec.	2.3	18.9	9.5	0.144061	9.95	1	-2
2014	March	2	16.3	9.25	0.143885	9.8	0	-11.55
	June	1.5	17	8.75	0.141844	8.2	0	-11.55
	Sept.	1	15.6	8.75	0.140845	11.1	0	-14.1
	Dec.	1.1	15.8	8.75	0.139317	10.1	0	-9
2015	March	3.7	16.9	9.25	0.131127	11.5	0	15
	June	3.5	16.4	9.25	0.13108	11.4	0	9.233333
	Sept.	3.2	19.9	9.25	0.127712	9.2	0	8.4
	Dec.	3	18.6	9.25	0.127712	11.1	0	4.3
2016	March	2.3	18.2	12.25	0.127712	9	0	7.6
	June	2.3	18.6	12.25	0.11262	14	0	26
	Sept.	3.1	18	15.25	0.112613	14.1	0	14.63333
	Dec.	2.5	39	15.25	0.055139	23.3	0	10.3
2017	March	3.1	38	15.25	0.061215	30.9	0	15
	June	4.8	39.4	17.25	0.058744	29.8		6.3
	Sept.	3.5	39.7	17.25	0.056466	31.6	0	10.65
	Dec.	2.6	39.0333	17.25	0.058744	30.7666	0	10.65

*المصدر: - البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، اعداد دورية متعددة من عام ٢٠٠٣ وحتى عام ٢٠١٧.

- بعض البيانات لم تتاح في هذه الأعداد فتم استخدام اسلوب المتوسطات لتقديرها.

جدول رقم (٦)

لوغاريتمات بيانات العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والنمو في الاقتصاد الوطني خلال الفترة

من عام 2004 وحتى عام 2017

Year	Month	Economic Growth	Growth Rate of M2	R.Discount Rate	Exchange Rate	Inflation Rate	Dummy Variable	Investment Rate
2004	March	0.60206	1.120574	1	-0.79458	1.164353	1	0
	June	0.653213	1.120574	1	-0.79484	1.122216	1	0.8195439
	Sept.	0.732394	1.093422	1	-0.79493	1.075547	1	0.7403627
	Dec.	0.623249	1.146128	1	-0.79493	1.238046	1	0.7403627
2005	March	0.716003	1.146128	1	-0.76482	0.748188	0	0.8195439
	June	0.690196	1.133539	1	-0.76432	0.672098	0	0.8573325
	Sept.	0.681241	1.152288	1	-0.76244	0.579784	0	0.9867717
	Dec.	0.681241	1.060698	1	-0.76162	0.491362	0	0.9684829
2006	March	0.792392	1.064458	0.954243	-0.75958	0.568202	0	1.2013971
	June	0.880814	1.130334	0.954243	-0.76139	0.857332	0	1.1717265
	Sept.	0.724276	1.117271	0.954243	-0.75988	0.982271	0	1.1717265
	Dec.	0.78533	1.178977	0.954243	-0.7583	1.093422	0	1.1398791
2007	March	0.838849	1.152288	0.954243	-0.75658	1.10721	0	1.5658478
	June	0.857332	1.262451	0.954243	-0.75643	0.934498	0	1.3443923
	Sept.	0.845098	1.232996	0.954243	-0.75322	0.968483	0	1.4828736
	Dec.	0.832509	1.281033	0.954243	-0.74393	0.838849	0	1.510545
2008	March	0.778151	1.378398	0.954243	-0.73958	1.158362	1	1.1875207
	June	0.80956	1.1959	0.954243	-0.72949	1.305351	1	1.161368
	Sept.	0.838849	1.149219	0.954243	-0.73308	1.332438	1	0.146128
	Dec.	0.763428	1.021189	0.954243	-0.74321	1.262451	1	0.3617278
2009	March	0.672098	0.838849	0.954243	-0.75091	1.082785	0	0.2304489
	June	0.653213	0.924279	0.954243	-0.74941	0.995635	0	0
	Sept.	0.755875	0.954243	0.954243	-0.74404	1.033424	0	0
	Dec.	0.748188	0.977724	0.929419	-0.73827	1.130334	0	0
2010	March	0.740363	0.991226	0.929419	-0.7403	1.079181	0	0.0791812
	June	0.732394	1.017033	0.929419	-0.7541	1.004321	0	1.5211381
	Sept.	0.681241	1.071882	0.929419	-0.75743	1.041393	0	1.307496
	Dec.	0.681241	1.093422	0.929419	-0.76362	1.012837	0	1.0899051
2011	March	0.39794	1.049218	0.929419	-0.77213	1.060698	1	0
	June	-0.52288	1	0.929419	-0.77518	1.071882	1	0
	Sept.	0.740363	0.90309	0.929419	-0.77767	0.913814	1	0
	Dec.	0.748188	0.826075	0.977724	-0.77957	0.982271	1	0
2012	March	0.278754	0.832509	0.977724	-0.78166	0.954243	0	0

تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام ٢٠٠٣ مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية

	June	0.518514	0.924279	0.977724	-0.78199	0.863323	0	1.1367206
	Sept.	-0.52288	0.991226	0.977724	-0.78614	0.792392	0	0
	Dec.	-0.52288	1.089905	0.977724	-0.7884	0.672098	0	0
2013	March	-0.04576	1.235528	0.977724	-0.83154	0.880814	1	0
	June	0.176091	1.264818	1.010724	-0.84621	0.991226	1	0
	Sept.	0.39794	1.271842	0.989005	-0.84145	1.004321	1	0
	Dec.	0.361728	1.276462	0.977724	-0.84145	0.997823	1	0
2014	March	0.30103	1.212188	0.966142	-0.84198	0.991226	0	0
	June	0.176091	1.230449	0.942008	-0.84819	0.913814	0	0
	Sept.	0	1.193125	0.942008	-0.85126	1.045323	0	0
	Dec.	0.041393	1.198657	0.942008	-0.856	1.004321	0	0
2015	March	0.568202	1.227887	0.966142	-0.88231	1.060698	0	1.1760913
	June	0.544068	1.214844	0.966142	-0.88246	1.056905	0	0.9653585
	Sept.	0.50515	1.298853	0.966142	-0.89377	0.963788	0	0.9242793
	Dec.	0.477121	1.269513	0.966142	-0.89377	1.045323	0	0.6334685
2016	March	0.361728	1.260071	1.088136	-0.89377	0.954243	0	0.8808136
	June	0.361728	1.269513	1.088136	-0.94838	1.146128	0	1.4149733
	Sept.	0.491362	1.255273	1.18327	-0.94841	1.149219	0	1.1653433
	Dec.	0.39794	1.591065	1.18327	-1.25854	1.367356	0	1.0128372
2017	March	0.491362	1.579784	1.18327	-1.21314	1.489958	0	1.1760913
	June	0.681241	1.595496	1.236789	-1.23103	1.474216	0	0.7993405
	Sept.	0.544068	1.598791	1.236789	-1.24822	1.499687	0	1.0273496
	Dec.	0.414973	1.591436	1.236789	-1.23103	1.48808	0	1.0273496

المصدر: الجدول السابق

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية في مصر

تصدر هذه السلسلة عن معهد التخطيط القومي بالقاهرة منذ عام ١٩٧٨، لتقديم الإنتاج الفكري للهيئة العلمية بالمعهد والذي يركز بصفة خاصة على تناول المشكلات التي تواجه التنمية في المجتمع المصري سواء على المستوى الكلي أو المستوي القطاعي أو الإقليمي، ويقترح السياسات الكفيلة بعلاج تلك المشكلات ودفع عملية التنمية في مصر في ظل التغيرات المحلية والإقليمية والدولية المؤثرة.

وتعتبر الأعمال المنشورة في هذه السلسلة في معظم الحالات نتاجاً لجهد جماعي لفرق العمل البحثية التي تتشكل في المعهد لبحث قضايا وتحديات تنمية بعينها تواجه المخطط أو متخذ القرار، وذلك من خلال منهج علمي سليم وبمشاركة من أصحاب المصلحة والمعنيين بتلك القضايا من خارج المعهد.

وقد تنوعت القضايا التي تناولتها الأعداد المختلفة لهذه السلسلة على النحو المبين في الصفحات الأخيرة لكل عدد من إصدارات السلسلة بحيث أصبحت تلك الإصدارات تشكل في مجموعها عبر العقود المتتالية مكتبة علمية شاملة ومتنوعة، ورصيذاً معرفياً هاماً في مجالات التنمية والتخطيط في مصر.

ويأمل معهد التخطيط القومي أن يجد المفكرون، والباحثون وطلاب العلم، وكذلك المخططون وصناع السياسات ومتخذو القرارات في هذه السلسلة مرجعاً أساسياً للمعرفة والعلم النافع والخبرات العملية يمكنهم الاستفادة منه على النحو الذي يثري البحث العلمي ويفتح آفاقاً جديدة في تناول وحل مشكلات التنمية من جهة، ويدعم العمل التخطيطي والتنموي نحو مزيد من الارتقاء بالمستوى الاقتصادي والاجتماعي والبيئي المستدام للمجتمع المصري من جهة أخرى.