

تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية

والتوجهات المستقبلية

د. محمود أبو العيون

ورقة عمل رقم (78)

فبراير 2003

د. محمود أبو العيون يشغل حاليا منصب محافظ البنك المركزي المصري. ويود الكاتب أن يتوجه بالشكر للباحثين في البنك المركزي على جهودهم البحثية في إعداد هذه الورقة. وتتطبق التحفظات المعتادة على هذه الدراسة.

ملخص

تتناول هذه الورقة تطور السياسة النقدية في مصر خلال العقدين الأخيرين، كما تطرح التوجهات الجديدة للسياسة النقدية في المستقبل. وتبدأ الورقة باستعراض تطور السياسة النقدية قبل تطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي في التسعينيات، ثم خلال فترة ما بعد الإصلاح وإلى الوقت الحالي. ثم تستعرض الملامح الرئيسية للسياسة النقدية الجديدة في مصر، والتي تتمثل أساساً في التحول من استخدام سعر الصرف كمحور ارتكاز اسمي إلى استهداف معدلات التضخم، وإلى الاعتماد المتزايد على استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة. وتؤكد الدراسة على أن نجاح السياسة النقدية الجديدة يتوقف بشكل رئيسي على توافر عدة عوامل، من أهمها: استقلالية البنك المركزي، شفافية السياسات، فضلاً عن توافر المعلومات الكافية والدقيقة وفي التوقيت المناسب.

Abstract

This paper reviews historical developments of monetary policy in Egypt over the last two decades and offers a new vision for the future. The analysis covers the monetary regime prior to the reforms of the early 1990s, as well as the post-reform era until now. The main features of the new monetary policy involve a major shift from using the exchange rate as a nominal anchor to inflation-targeting and increasing reliance on indirect instruments. The study stresses that the success of the new policy hinges on a number of factors, including central bank operational independence, policy transparency, and accuracy and timeliness of information.

1- المقدمة

في الوقت الذي اتجهت فيه البنوك المركزية في عدد كبير من الدول الصناعية إلى تعديل أهداف سياساتها النقدية وتحسين الأدوات التي تستخدمها لتنفيذ هذه السياسات، زاد التوجه نحو تدعيم استقلالية البنوك المركزية بما يمكنها من تحقيق تلك الأهداف ليس فقط بدرجة أكبر من الدقة والفعالية ولكن أيضا بمزيد من الشفافية والإفصاح.

فمن سياسات نقدية مباشرة تستهدف متغيرات نقدية money targeting تحولت عديد من البنوك المركزية إلى استخدام السياسات النقدية غير المباشرة التي تستهدف السيطرة على معدلات متفق عليها للتضخم inflation targeting في تلك الدول. ومن سياسات نقدية تتأثر كثيرا بالسياسات المالية في بعض الدول إلى استقلالية أكبر للبنوك المركزية في تنفيذ السياسات النقدية واتفق كامل حول أهداف السياسة الاقتصادية للدولة. ومن أدوات تقليدية حكومية لتنفيذ السياسات النقدية تنحصر في سعر الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني بالإضافة إلى تحديد سقف لمعدلات نمو الائتمان وتحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة، اختلف الوضع إلى الاعتماد الأكبر على التأثير غير المباشر في المؤشرات السعرية والتطوير المستمر في الأدوات التي تستخدمها السياسات النقدية في تحقيق فعاليتها. ومن التكتم الشديد على أهداف السياسات النقدية، إلى الإعلان الواضح والصريح بداية عن الهدف الذي تسعى السياسات النقدية إلى تحقيقه كل عام.

ولقد ساعدت هذه التطورات وتجارب تطبيقها في الدول الصناعية وفي بعض الاقتصاديات الناشئة إلى التوصل إلى مبادئ عامة للممارسات السليمة في مجال رسم وتنفيذ السياسات النقدية تسترشد بها البنوك المركزية على مستوى العالم.

ولقد مرت إدارة الاقتصاد المصري بالعديد من التطورات على مدار سنوات ليست قصيرة، وكان من الضروري أن ينعكس أسلوب إدارة هذا الاقتصاد على السياسات الاقتصادية المطبقة بما في ذلك السياسة النقدية. فمن اقتصاد موجه لا تعتبر فيه أسعار السوق موجهًا ومرشداً للقرارات الاقتصادية، إلى اقتصاد مفتوح يعتمد اعتمادا كبيرا على قوى السوق والمؤشرات السعرية الناتجة عنه. ومن اقتصاد تمتلك فيه الدول نواصي قوى الإنتاج وموارد الثروة، إلى اقتصاد يلعب فيه الأفراد إلى جانب المنشآت الخاصة الدور الأكبر في اتخاذ القرار الاقتصادي. وقد انعكس هذا التغير على إستراتيجيات السياسة النقدية ومتغيراتها المستهدفة وأدواتها.

وتبدأ هذه الورقة باستعراض تاريخي موجز للسياسات النقدية التي طبقت في مصر في الفترة السابقة على تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام 1991. ثم تتعرض إلى فلسفة الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ تطبيقه في بداية التسعينيات، وكذلك إلى الإصلاحات التي أدخلت على الأسواق المالية وسوق الصرف الأجنبي. يلي ذلك استعراض الإطار العام للسياسة النقدية وأهدافها والأدوات التي تم تطويرها فضلا عن مدى فعاليتها. ثم تعرج الدراسة بعد ذلك إلى الرؤية المستقبلية

للسياسة النقدية في مصر. وبعد استعراض مقتضيات وأسباب التطوير، يتم عرض الملامح الرئيسية للسياسة النقدية الجديدة وأسلوب إدارتها وأدوات تنفيذها وأساليب إحكام السيطرة على المتغيرات النقدية، كما يتم التعرض للعوامل المساندة لنجاح تلك السياسة.

2- مراجعة تاريخية

اتسمت إدارة الاقتصاد المصري فيما قبل عام 1991، وعلى الرغم من تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي بدءاً من عام 1974، بالاعتماد على أسلوب التوجيه المركزي وضعف الاعتماد على قوى السوق ومؤشراته. واستندت إدارة الاقتصاد إلى ملكية الدولة للغالبية العظمى من وسائل وأدوات الإنتاج في مختلف الأنشطة الاقتصادية. ولذلك اتسمت أسواق النقد والمال وأسواق الائتمان بالجمود والبعد عن التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية نتيجة لعدم الاعتماد على قوى السوق والمؤشرات السعرية، وأخيراً بمزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في التمويل.

مخ عليك نيزر بك قوحي بك مصري ف امدل ثي لأ شلاحي لإفة شخى عا 1991

لم تخرج إدارة السياسة النقدية في ذلك الوقت عن الإطار العام الذي يحكم فلسفة إدارة الاقتصاد المصري. وعلى الرغم من أن مسؤولية البنك المركزي المصري تمثلت (منذ صدور قانون البنوك في عام 1957 وتعديل دور البنك طبقاً للقانون رقم 120 لسنة 1975 بشأن البنك المركزي والجهاز المصرفي) في تنظيم السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها وفقاً للخطة العامة للدولة، بما يساعد على تنمية الاقتصاد القومي واستقرار النقد المصري. وفي مجال رسم وتنفيذ السياسة النقدية كان للبنك المركزي الحق في اتخاذ ما يرى اتباعه من وسائل مثل التأثير في توجيه الائتمان من حيث كميته ونوعه وسعره وكذا اتخاذ التدابير المناسبة لمكافحة الاضطرابات الاقتصادية أو المالية العامة والمحلية، ومعاونة الأجهزة الحكومية المعنية في رسم الخطط المالية والاقتصادية للدولة وإدارة الاحتياطات الدولية من الذهب والنقد الأجنبي وإدارة الدين العام نيابة عن الحكومة. إلا أن التطبيق استند إلى استخدام السياسة النقدية المباشرة واستهداف النقود money targeting دون وضوح كامل للعلاقة بين الهدف الوسيط M2 والهدف النهائي وهو تحقيق استقرار الأسعار.

نح عك نيزر بك قوحي بك لزة نخ لب

استخدم البنك المركزي المصري أدوات مباشرة في تحقيق هدف السياسة النقدية مثل التحديد الحتمي والإداري لأسعار الفائدة ووضع سقف ائتمانية، كما استخدم أيضاً بعض الأدوات التقليدية غير المباشرة مثل نسبة الاحتياطي وسعر الخصم لتوجيه وحدات القطاع المصرفي. ونعرض فيما يلي بإيجاز لتلك الأدوات.

أسعار الفائدة والخصم

تأخر استخدام البنك المركزي المصري لسعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية 1975م عندما أجاز القانون رقم 120 لسنة 1975 للبنك المركزي المصري تحديد أسعار الخصم وأسعار الفائدة المدينة والدائنة دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر، حيث كانت نصوص القانون المدني المصري تضع سقفا على سعر الفائدة تلتزم البنوك بعدم تخطيه (جلول)

جدول رقم (1): أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض وسعر الخصم قبل رفع السقف القانوني عنها

1976		1975		تاريخ سريان الفائدة
الأشخاص الاعتباريين	الأشخاص الطبيعيين	الأشخاص الاعتباريين	الأشخاص الطبيعيين	
2.0	2.0	2.0	2.0	لمدة 15 يوم وأقل من شهر
2.5	3.0	2.5	3.0	لمدة شهر وأقل من 3 شهور
3.0	4.0	3.0	4.0	لمدة 3 شهور وأقل من 6 شهور
3.5	4.5	3.5	4.5	لمدة 6 شهور وأقل من سنة
*4	*5	*4	*5	لمدة سنة وأقل من سنتين
	**4		**4	ودائع توفير

* لمدة سنة فأكثر. ** بحد أقصى 10000 جنية للوديعة.

1976		1975		
الحد الأدنى	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الحد الأقصى	سعر الخصم
6.0		6.0		أسعار الفائدة على القروض والسلفيات
8	7	8	7	قطاعات الزراعة والصناعة
8	7	8	7	قطاع الخدمات
8	7	8	7	قطاع التجارة

واتبع البنك المركزي المصري عقب تعديل قانون البنك المركزي سياسة التدرج في رفع أسعار الفائدة لتشجيع الادخار، وللمساعدة في حصول المودعين على أسعار فائدة حقيقية موجبة. ويتبين من الجدولين رقمي (2، 3) أسعار الفائدة بعد رفع السقف الذي فرضه القانون المدني عليها.

وفيما يتعلق بأسعار الفائدة على الإقراض، حدد البنك المركزي أسعار فائدة متميزة لكل قطاع من قطاعات النشاط الاقتصادي بغرض تشجيع وتوجيه التمويل نحو القطاعات الإنتاجية والحد من النمو في الائتمان الاستهلاكي والتجاري. ولم يقتصر التدخل في تحديد أسعار الفائدة على مجرد وضع الحدود الدنيا والقوى لأسعار الفائدة المدينة، بل تعداه إلى التمييز بين القروض بحسب آجالها بهدف حفز الجهاز المصرفي لتقديم التمويل للأجل الطويلة بغض النظر عن أن طبيعة البنوك التجارية تفرض عليها أن تكون مواردها قصيرة أو متوسطة الأجل. وقد استثنيت شركات تجارة وتصدير الأقطان، وعمليات التصدير، وأنشطة الإسكان الاقتصادي من الحدود الدنيا سالفة الذكر.

أما سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي المصري فكان يحدد موسميا وفقا لمقتضيات تمويل القطاع المصرفي لمحصول القطن الذي كان يمثل في تلك الحقبة المحصول الرئيسي للقطاع الزراعي، والمصدر الرئيسي للنقد الأجنبي للبلاد باعتباره المحصول التصديري الأول. فكان سعر الخصم يخفض في مواسم جني المحصول وتسويقه، ثم يرفع في باقي الفترات.

جدول رقم (2): تطور أسعار الفائدة على الودائع من عام 1977 إلى 1989

1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980		1979	1978	1977	تاريخ سريان الفائدة
15 مايو							1 يوليو	1 يناير ***	1 يونيو	1 إبريل	1 يناير	17 يونيو	1 مارس	
5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	4.5				لمدة 7 أيام وأقل من 15 يوم
6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	5.5	5.5	5.0	4.0	3.0	لمدة 15 أيام وأقل من شهر
7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	6.5	6.0	5.5	4.5	4.0	لمدة شهر وأقل من 3 شهور
8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	7.5	7.0	6.0	5.5	5.0	لمدة 3 شهور وأقل 6شهور
10.0	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.0	8.0	7.5	6.5	6.0	5.5	لمدة 6 شهور وأقل من سنة
12.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.5	9.0	8.0	7.0	6.5	6.0	لمدة سنة وأقل من سنتين
13.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	10.5	9.5	8.5	7.5	7.0	6.0	لمدة سنتين وأقل من 3 سنوات
14.0	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	11.0	10.0	9.0	8.0	7.0	6.0	لمدة 3 سنوات وأقل من 5 سنوات
15.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	11.5	10.5	9.5	8.5	7.0	6.0	لمدة 5 سنوات وأقل من 7 سنوات
16.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	11.5	10.5	9.5	8.5	7.0	6.0	لمدة 7 سنوات فأكثر
11.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.5	8.0	7.0	6.0	5.0	5.0	ودائع التوفير
يوليو 16.25							يوليو 13.25	فبراير 12.0	يوليو 11.0	مايو 10.0	9.0	نوفمبر 9.0	إبريل 7.0	شهادات الاستثمار

* لمدة سنة فأكثر

** بحد أقصى 10000 جنية للوديعة

*** تم رفع سعر الفائدة على الودائع لمدة 6 شهور وأقل من سنة من 9% إلى 9.5% سنويا وعلى الودائع لمدة سنة وأقل من سنتين من 9.5% إلى 10% سنويا اعتبارا من 1981/8/1.

جدول رقم (3): تطور أسعار الخصم والفائدة على القروض من عام 1977 وحتى عام 1989

1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980		1979	1978	1977	تاريخ سريان الفائدة
15 مايو		1 مايو					1 يوليو*	1 يناير	1 يونيو	1 إبريل	1 يناير	17 يونيو	1 مارس	
14	13	13	13	13	13	13	13	12	11	10	9	8	7	سعر الخصم
أسعار الفائدة على القروض والسلفيات														
قطاعات الزراعة														8
والصناعة														
13-15	11-13	11-13	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	سنة فأقل
14-16	12-14	12-14	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	أكثر من سنة وحتى سنتين
15-17	13-15	13-15	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-لا يوجد	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	أكثر من سنتين
قطاع الخدمات														8
15-17	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	سنة فأقل
16-18	14-16	14-16	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	أكثر من سنة وحتى سنتين
17-19	15-17	15-17	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	أكثر من سنتين
قطاع التجارة														8
لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	سنة فأقل
لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	أكثر من سنة وحتى سنتين
لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	13-15	12-14	11-13	10-12	9-11	8-9	أكثر من سنتين

سقوف الائتمان

لم يقتصر التدخل في سوق الائتمان المصرفي فقط على التحديد الحكمي لأسعار الفائدة، لكن تعدى الأمر ذلك إلى تحديد سقوف لمعدلات نمو الائتمان المصرفي، وذلك من خلال قيام البنك المركزي بتحديد حجم التوسع المقبول في قيمة الائتمان خلال فترة زمنية معينة، وتوزيع هذا الحجم على البنوك بحيث لا ينبغي لأي بنك تجاوز قيمة الائتمان المقدرة له.

وبدأ البنك المركزي المصري في استخدام هذه الأداة في عام 1974¹، وزاد استخدامها منذ عام 1976 في محاولة لضبط معدلات نمو الائتمان الخاص كأحد عناصر الأصول المكونة للسيولة المحلية، وذلك باعتبار أن صافي المطلوبات من الحكومة وصافي الأصول الأجنبية هي من المتغيرات التي لا يستطيع البنك المركزي التأثير فيها بشكل مباشر.

ومع بداية يونيو 1988، عدلت سياسة السقوف الائتمانية سالفة الذكر، بحيث تم وضع تلك السقوف في شكل علاقة بين نسبة القروض إلى الودائع، وأصبح لا يجوز لأي بنك أن يمنح عملاءه من شركات القطاعين العام والخاص ما يزيد عن 60% من أرصدة ودائع هذين القطاعين. وإلى جانب ذلك استمر البنك المركزي في تحديد سقف لمعدل نمو الائتمان الخاص قدره 8% سنويا دون أن ينطبق هذا السقف على معدل نمو الائتمان الموجه لشركات القطاع العام.

نسبة الاحتياطي

كان استخدام هذه الأداة غير المباشرة في تنفيذ السياسة النقدية في مصر الأقدم من بين الأدوات التي طبقها البنك المركزي المصري للسيطرة على قدرة وحدات الجهاز المصرفي المصري على منح الائتمان. فالبنوك المصرية ملتزمة وفقا لأحكام قانون البنوك والائتمان رقم 163 لسنة 1957 بالاحتفاظ لدى البنك المركزي المصري - وبدون فائدة- بنسبة من ودائعها يحددها الأخير كما ونوعا.

وعلى الرغم من أنه لم يتم تعديل هذه النسبة لفترات زمنية طويلة وظلت محددة بنسبة 20%، إلا أنه اعتبارا من مارس 1979 أجريت تعديلات شاملة على هذه النسبة شملت رفع النسبة إلى 25% من المتوسط اليومي لأرصدة ودائع عملاء البنك بالجنيه المصري خلال الشهر، مع إجراء بعض التعديلات على بسط ومقام حساب النسبة. وقد تمثل بسط النسبة في النقدية بالجنيه المصري والأرصدة لدى البنك المركزي بالجنيه المصري² والأرصدة بالعملة الأجنبية التي لا يتقاضى عنها البنك عائدا من واقع سجلات البنك المعني، وأدرج في مقام النسبة الودائع بالجنيه المصري مستبعدا منها الودائع لمدة سنتين فأكثر سواء كانت في صورة شهادات ادخار أو ودائع آجلة. ومعنى ذلك أن البنك المركزي كان يعفي الودائع سالفة الذكر من الخضوع لنسبة الاحتياطي تشجيعا للبنوك على

¹ انظر في تفاصيل تجربة ضبط التوسع الائتماني في مصر قبل الإصلاح الاقتصادي في (أبو العيون 1988).
² مستبعدا منها رصيد حساب البنك المركزي المصري المخصص للتمويل الذي لا يقابله نقدية بخزائن البنوك.

جذب الودائع طويلة الأجل. والجدير بالذكر أن نسبة الاحتياطي كانت تعدل أيضا أثناء فترات التمويل الموسمي لمحصول القطن بغرض تمكين البنوك من توفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجات شركات تجارة وتصدير الأقطان.

عمليات السوق المفتوحة

لم تمارس قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي عمليات السوق المفتوحة بالمعنى المتعارف عليه بشكل صريح أو منتظم فيما عدا بعض عمليات بيع وشراء النقد الأجنبي للبنوك لأغراض تشغيلية. كما لم تمارس عمليات التدخل في سوق الأوراق المالية الثانوية لبيع وشراء السندات الحكومية وأذون الخزانة العامة لضبط مستوى السيولة لانحسار فعالية تلك السوق من ناحية، ولعدم وجود سندات حكومية وعدم الاعتماد على الأذون في تمويل العجز الموسمي للموازنة العامة للدولة من ناحية أخرى.

التسهيلات القائمة *standing facilities*

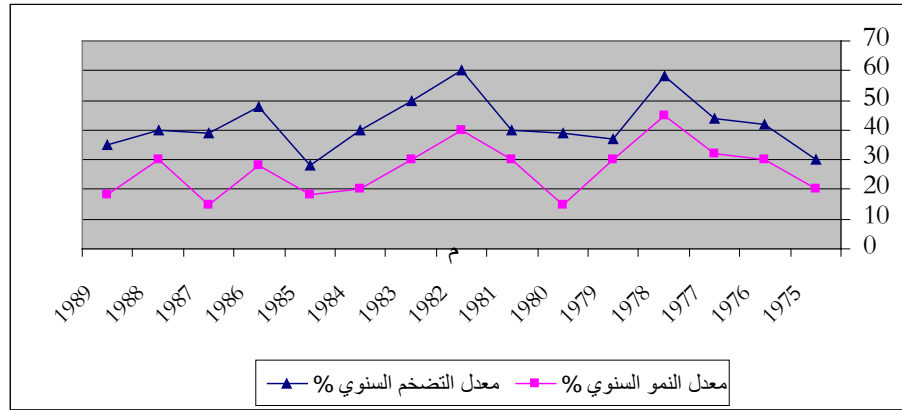
مارس البنك المركزي أسلوب إقراض البنوك لمدة عام بسعر الإقراض والخصم مقابل ضمانات يحددها مجلس إدارة البنك المركزي المصري، كما كان يمارس بشكل انتقائي وبدون إعلان مسبق سياسة قبول الودائع من البنوك لمدد قصيرة.

تحويل لوائح بنك زيرز بك في لئ فكى لأ شلاجى لإفة شئخى

مدى تحقيق هدف السياسة النقدية

يبين الشكل رقم (1) العلاقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم في السنوات من عام 1975 إلى عام 1989، ويتضح من تحليل بيانات تلك الفترة عدم الاستقرار الذي شهده النمو المستهدف في السيولة المحلية M2 والتذبذب الحاد في معدلات النمو من سنة لأخرى، كما يتضح أيضا وجود علاقة ارتباط وثيقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم. وهو ما يفيد أن ممارسات السياسة النقدية في تلك الفترة لم تحقق الاستقرار النقدي المنشود، ولم تحقق هدف استقرار الأسعار.

شكل رقم (1): العلاقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم 1975-1989



المصدر: البنك المركزي المصري: إدارة البحوث الاقتصادية .

نخ و نمائى بآئح ة سىخك زبىك بىق بى

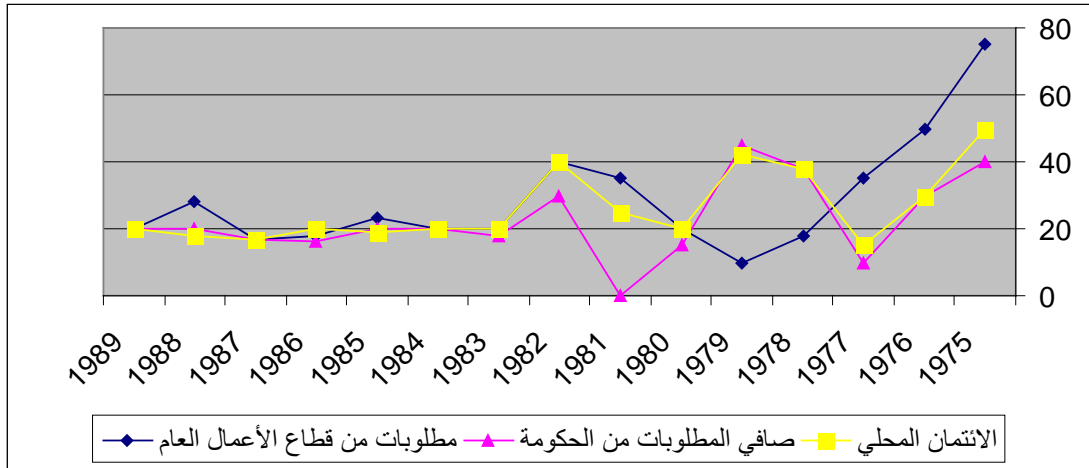
في مجال أسعار الفائدة

كما سبق القول، اتسمت أسعار الفائدة بالثبات وعدم الاعتماد على قوى السوق، مما جعل هيكل سعر الفائدة في تلك الحقبة مشوها بدرجة كبيرة ولم يؤت أثره على معدلات نمو الائتمان على النحو الذي سوف نتناوله بعد قليل. والواضح أن تحديد أسعار الفائدة على النحو الذي سبق إيضاحه كان يخدم أساسا أهداف التنمية الاقتصادية التي ترسمها الخطط الخمسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية التي كانت تمثل الأساس في توجيه الطلب الكلي استهلاكيا واستثماريا.

في مجال نمو الائتمان المصرفي

تأثر معدل نمو الائتمان الإجمالي بشكل كبير بالائتمان الموجه للحكومة والقطاع العام، وتتضح من الشكل رقم (2) كيفية هذا التأثير. كما يتضح من بيانات الفترة محل التحليل أن الارتباط وثيق بين السياستين النقدية والمالية، وقد توصلت بعض الدراسات في ذلك الوقت إلى نتيجة مفادها أن هناك تبعية كاملة من السياسة النقدية للسياسة المالية للدولة، مما أدى إلى عدم فعالية السياسة النقدية في مصر (أبو العيون 1989).

شكل رقم (2): معدلات نمو الائتمان 1975-1989



في مجال الإزاحة crowding-out

زاحمت الحكومة والقطاع العام والهيئات الحكومية القطاع الخاص في حجم الائتمان والتمويل المقدم من القطاع المصرفي، وبلغت نسبة نصيب الحكومة وتوابعها إلى إجمالي المطلوبات في عام 1975 نحو 74.3%. وفي الفترة السابقة لتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي بلغت حصة الحكومة في الزيادة السنوية لإجمالي المطلوبات من القطاعات المدينة نحو 52.4% في عام 1988. وإذا ما أضيف إلى الدين الحكومي مديونية شركات القطاع العام، تصل الحصة إلى 71.7%. وخلاصة ذلك أن التمويل المصرفي للمالية العامة قد أزاح نمو التمويل المتاح للقطاع الخاص قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي (أبو العيون 1988).

في مجال سعر الصرف

انصفت سوق الصرف الأجنبي قبل بدء الإصلاح الاقتصادي بالانقسام إلى عدد من الأسواق، كما انصفت بتعدد أسعار الصرف مع تحديدها بشكل إداري. ولم تحقق الإصلاحات الجزئية التي أدخلت على أسواق الصرف الأجنبي تغييرا يذكر في ظاهرة تعدد وانقسام سوق الصرف الأجنبي في مصر، ولم تقض تلك الإصلاحات على تعدد أسعار الصرف.

3- السياسة النقدية في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي

أجمع الاقتصاديون في نهاية عقد الثمانينيات على أن الاقتصاد المصري يعاني من اختلالات هيكلية متعددة على المستوى الداخلي وعلى المستوى الخارجي. وتمثلت الاختلالات الهيكلية الداخلية في زيادة الطلب المحلي عن قدرات الإنتاج المحلي، مما انعكس سلبا على القطاع الخارجي في شكل اختلال في ميزان العمليات الجارية وميزان المدفوعات. وقد رأى العديد من الاقتصاديين أن مظاهر هذا الاختلال المحلي تنعكس على مستوى التضخم السنوي المغذى من مختلف مصادر التمويل بالعجز والذي تساهم السلطات النقدية في تمويله بمصادر غير حقيقية، وطالب الاقتصاديون بضرورة

الاعتماد على قوى السوق في مختلف الأسواق المالية بما فيها سوق الصرف الأجنبي الذي عانى من تشوهات كبيرة مستمرة على الرغم من محاولات الإصلاح الجزئية التي أدخلت عليه، وكذلك في أسواق السلع والخدمات.

واعتمدت فلسفة الإصلاح الاقتصادي على ضرورة احتواء الطلب المحلي بناء على المؤشرات السعرية المستندة إلى قوى السوق، مع العمل على تقليص درجة تغلغل الحكومة وتدخلها في النشاط الاقتصادي من خلال تطبيق برنامج مكثف لخصخصة الملكية العامة لوسائل الإنتاج، وتحسين أسلوب إدارة المالية العامة للدولة وتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة.

وحتى يتحقق هذا الهدف كان من الضروري البدء في تحرير الأسواق المالية وأسواق السلع من التشوهات التي اعترتها، فحررت أسواق النقد والصرف الأجنبي من القيود الإدارية، وحررت أسعار السلع من خلال تقليص القيود السعرية ونظم التقنين الإداري في توزيع السلع، وفتح الباب أمام مشاركة القطاع الخاص في مختلف نواحي النشاط الاقتصادي. وسوف نتعرض فيما يلي بإيجاز للإصلاحات الجوهرية التي أدخلت على مختلف الأسواق ثم نستعرض بالتفصيل التغيرات التي لحقت بالسياسة النقدية وأسلوب إدارتها وأدواتها.

١٠. إصلاحات السياسة النقدية وأدواتها

سوق النقد والائتمان

يمكن إيجاز أهم الإصلاحات التي أدخلت على هذه السوق فيما يلي:

١ - تحرير أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض بالبنوك من أية قيود، وقد استلزم هذا الوضع إدخال تعديلات تشريعية على قانون البنوك والائتمان للنص على حرية البنوك في تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة، وحريتها في تحديد أسعار كافة الخدمات المصرفية دون تدخل مباشر من البنك المركزي المصري.

٢ - رفع كافة السقوف الائتمانية التي كانت سائدة على معدلات نمو الائتمان بكافة أنواعه، مع التحول إلى السيطرة على النمو الائتماني باستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة.

٣ - استحداث أسلوب تمويل العجز الموسمي في الموازنة العامة للدولة من خلال مزادات أدون الخزنة العامة بأجال تتراوح بين 91 يوم كحد أدنى وعام كحد أقصى.

٤ - ربط سعر الخصم لدى البنك المركزي بأسعار الفائدة على أدون الخزنة العامة لتخفيض درجة الجمود التي كان يعاني منها سعر الخصم ولربطه بتوجهات السوق.

٥ - تحرير أسعار الخدمات المصرفية.

٦ - وباعتبار أن البنوك هي اللاعب الرئيسي في سوق النقد والائتمان، فقد تم إلزام البنوك بمعايير الملاءة المالية وفقا لقواعد لجنة بازل.

سوق رأس المال

شهدت البورصة المصرية خلال الفترة من بداية الستينيات حتى عام 1973 مرحلة ركود حقيقية، ومع البدايات الأولى لتطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال في أواخر السبعينيات كجهة رقابية وإشرافية على سوق رأس المال. وفي عام 1992 صدر القانون رقم 95 لينظم قواعد إصدار وتداول الأوراق المالية، وفي عام 1998 تم تعديل هذا القانون لترسيخ الوضع القانوني لنظام الحفظ المركزي.

ومع مطلع عام 1992 كان نظام التداول في كل من بورصتي القاهرة والإسكندرية يدويا، وكان التداول في كل منهما بمعزل عن الآخر، كما كان نظام التسوية والمقاصة للصفقات المنفذة يعتمد على التسليم اليدوي بين السماسرة، أما عمليات تسلم ثمن الأوراق فكانت تتم بواسطة شيكات توكل كل شركة سمسرة مندوبا لصرفها من حساب شركة السمسرة المدينة لها بالبنك.

وفي بداية عام 1993 تقرر توحيد نظام التداول بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبدأ العمل في أوائل عام 1994 بنظام للتداول الآلي يربط بين بورصتي القاهرة والإسكندرية. كما بدأت شركة مصر للمقاصة والتسوية إدخال نشاط الحفظ المركزي للأوراق المالية بما يحقق الحفاظ على زمن تسوية مناسب مقارنة مع المعايير الدولية وتحقيق سيولة التعاملات ورفع كفاءة السوق. وفي مارس 1997 صدر القرار الجمهوري رقم 51 بتنظيم إدارة بورصتي القاهرة والإسكندرية.

سوق الصرف الأجنبي

سبق تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي - كما أشرنا آنفا - وجود عدد من أسواق الصرف الأجنبي كل يختص بتوفير التمويل اللازم لأنشطة معينة، وبأسعار صرف متعددة. ومع هذا التشوه شهدت وحدات الجهاز المصرفي تزايدا كبيرا في قيمة الودائع بالنقد الأجنبي بالمقارنة بإجمالي الودائع حيث لقي النقد الأجنبي طلبا عليه كمخزن للقيمة بالمقارنة بالجنيه المصري الذي أدت معدلات التضخم المرتفعة إلى تآكل قوته الشرائية عاما بعد عام، ومع هذه الدوارة فقدت السياسة النقدية جانبا كبيرا من فعاليتها.

وكان من الضروري أيضا أن تتم معالجة تشوهات سوق الصرف من خلال توحيد الأسواق، والسماح للمؤسسات المالية غير المصرفية بالدخول إلى هذا السوق والمشاركة فيه على أساس قانوني، مع ترك الأسعار في هذا السوق لتحدد بناء على قوى السوق من عرض وطلب.

فبدءا من شهر نوفمبر 1991 تم توحيد أسواق الصرف المتعددة في سوق واحد، وسمح بإنشاء شركات للصرافة للتعامل بيعا وشراء في النقد الأجنبي جنبا إلى جنب مع وحدات الجهاز المصرفي، ونتيجة لهذا تزايد عدد المشاركين في سوق الصرف الأجنبي وازدادت درجة المنافسة. ومن ناحية أخرى حدد سعر الصرف الابتدائي بواسطة السلطات عند مستوى فاق كل مستويات الأسعار التي سادت كل الأسواق قبل إطلاق حرية المتعاملين في تحديد الأسعار. ومن الناحية

التشريعية عدلت ضوابط التعامل في النقد الأجنبي، وأوقفت اشتراطات تسليم حصائل النقد الأجنبي المترتبة على أنشطة التصدير والسياحة وأطلقت حرية حيازة النقد الأجنبي والتعامل فيه من خلال البنوك وشركات الصرافة.

محلى النقد الأجنبي بأكمله بآتمد طرلي ف امدل ثى لأ شلايح لإففة شخى

على ضوء الإصلاحات الهيكلية سالفة الذكر كان ضروريا في المراحل الأولى من تطبيق الإصلاح الاقتصادي السيطرة على معدلات نمو الطلب الإجمالي باستخدام المؤشرات السعرية. ومع إحياء الأسواق المالية لتلعب دورها التلقائي في تخصيص الموارد من خلال إصلاح أسواق النقود ورأس المال والصرف الأجنبي على النحو الذي سبق ذكره، كان من المستحيل أن تعتمد السياسة النقدية على استخدام أدوات التوجيه المباشر في تحقيق أهداف السياسة النقدية. لذلك اعتمد برنامج الإصلاح النقدي على استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة.

ولقد استلزم التحول نحو استخدام الأدوات غير المباشرة في تنفيذ أهداف السياسة النقدية التي سيتم التعرض لها فيما بعد ضرورة استحداث أداة محورية للربط بين السياسة المالية والسياسة النقدية، وللاسترشاد بقوى السوق في تفعيل دور سوق النقود. واستقر الأمر على استخدام أذون الخزانة العامة كأداة لتنظيم السياسة النقدية وتفعيل دورها.

سوق النقود ودور أذون وسندات الخزانة العامة

كما هو متعارف عليه، ينقسم سوق النقود إلى سوقين يتم فيهما التعامل في الأدوات قصيرة الأجل، الأول هو سوق أذون الخزانة الحكومية، والثاني هو سوق النقد ما بين البنوك inter-bank market. وينقسم الأول إلى سوق الإصدار والسوق الثانوي.

ومع حتمية تطوير سوق النقود في مصر حتى يمكن تنفيذ السياسة النقدية تم إدخال أذون الخزانة لأول مرة في بداية عقد التسعينيات، واستخدمت مصر في سوق إصدار هذه الأذون آليات السوق معتمدة على أسلوب المناقصات القائم على أساس قيام المصدر (وزارة المالية) بتحديد قيمة الطرح مع قيام الراغبين في التنافس بتحديد الحصة التي يريدون الاكتتاب فيها، وسعر الفائدة الذي يرغبون في التنافس مع الغير على أساسه. وتحددت آجال الأذون بمدد هي 91 يوما و182 يوما و364 يوما. وسمح للبنوك والشركات والأفراد بالتنافس على الاستثمار في تلك الأذون.

وقام البنك المركزي المصري بدور المنظم لسوق الإصدار نيابة عن وزارة المالية، وضبطت عمليات طرح الأذون والتنافس على الفوز من خلال البنك بنظام يتسم بالوضوح والشفافية. وفي بداية الطرح، والذي ارتبط بتحرير أسعار الفائدة، بلغت أسعار الفائدة على الإصدارات مستويات مرتفعة، ساهمت في تحول سعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار بالجنيه المصري لمختلف الآجال لأول مرة إلى مستوى موجب يزيد كثيرا على مستويات الفائدة الحقيقية على العديد من العملات الأجنبية.

وبمرور الوقت أصبحت أدون الخزانة هي الأداة الأكثر قبولا في سوق النقود سواء لاعتیاد المشاركين في تلك السوق عليها أو للدور الذي لعبته في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وزيادة المعروض من النقد الأجنبي. كما لعبت أدون الخزانة دورا هاما في تخفيف ضغوط الطلب على أسواق السلع وأسواق العقار، فزادت المدخرات بالعملة الوطنية، وانخفض الإقبال على الأسواق العقارية وعلى الادخار بالعملات الأجنبية، وكذلك انخفض الإقبال على الاستيراد السلعي مما خفف من عجز الميزان التجاري للبلاد، وأدى ذلك كله إلى زيادة أرصدة صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك.

أما السوق الثانوي لأدون الخزانة، فلم تكن هناك حاجة في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي لتفعيله، حيث إن التركيز على خفض الطلب الكلي واحتواء السيولة المتاحة بالأسواق جعل الإصدار يحتل مكانته بدرجة أكبر. وبدأ البنك المركزي التفكير في التدخل في السوق الثانوية بدءا من عام 1993 بأسلوب اتفاقات إعادة شراء أدون الخزانة repo بأسلوب التجريب والذي لم يكن الإقبال عليه كبيرا في البداية.

ولم تشهد سوق ما بين البنوك بالعملة الوطنية في بداية الإصلاح نموا ملحوظا على الرغم من عدم وجود أية عوائق قانونية أو مؤسسية تحد من نشاطه وفعاليتته. وقد ساعد على انحسار دور هذه السوق عناصر ثلاثة هي: أولا، النمو الكبير في الودائع بالجنيه المصري لدى الجهاز المصرفي كرد فعل من المدخرين لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية مما زاد من مستويات سيولة البنوك بالعملة الوطنية. وثانيا، قواعد حساب نسبة الاحتياطي التي تعطي البنوك فترة طويلة نسبيا لإدارة مستويات السيولة اليومية. وثالثا، اعتياد البنوك الاحتفاظ باحتياطيات فائضة أكبر مما تقتضيه نسبة الاحتياطي التي يحددها البنك المركزي، وخصوصا لدى البنوك العامة التي كانت تهيمن على حصة كبيرة من سوقي الودائع والإقراض في بداية التسعينيات.

مخ على زبيل قبي ب

لم يتم تعديل هدف السياسة النقدية ضمن التعديلات التشريعية التي أدخلت على قانون البنوك والائتمان في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، والتي كان آخرها قرار رئيس الجمهورية رقم 59 لسنة 1993 بالنظام الأساسي للبنك المركزي المصري.

ونظرا للقناعة بأن المتغير الذي يتم الاتفاق عليه كهدف تشغيلي للسياسة النقدية لا بد أن يكون هو المتغير الذي يمكن التأثير فيه بصورة سريعة ومباشرة ويمكن التحكم في اتجاهاته، والذي يرتبط بالمتغيرات الأخرى التي تهتم بها السياسة النقدية، فقد اختار البنك المركزي المصري **مخ على** $banks\ excess$ والمحتفظ بها لدى البنك المركزي المصري. واستخدمت إصدارات أدون الخزانة على النحو الذي سبق ذكره في امتصاص هذه الفوائض. وفيما يتعلق **مخ على** $reserves$ فقد اختير الهدف

الوسيط للسياسة النقدية الأكثر ارتباطا بالهدف التشغيلي والهدف النهائي في نفس الوقت. فمن خلال علاقة "المضاعف النقدي money multiplier" تم الاستقرار في بدايات الإصلاح على أن يكون الهدف الوسيط هو صافي الأصول المحلية في الجهاز المصرفي³ حيث مع استقرار المضاعف النقدي ستقوم البنوك بتقييد معدلات نمو ودائعها عند مستوى يتناسب مع حجم احتياطياتها. ثم عدل الهدف الوسيط بعد ذلك ليكون قيمة السيولة المحلية M2 ومعدلات نموها باعتبارها ذات التأثير الأعظم على **النمو الاقتصادي** للسياسة النقدية وهو العمل على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

في الختام فإننا نرى أن السياسة النقدية في مصر على نهج جديد

لقد لعبت إصدارات أدون الخزانة العامة، كما أشرنا من قبل، الدور الأكبر في تنظيم الأوضاع النقدية في مصر اعتبارا من بدايات تطبيق الإصلاح. وتطورت أدوات تنفيذ السياسة النقدية بما يتناسب مع التطور الذي استحدث في سوق النقود وفي الهدف التشغيلي للسياسة النقدية. وفيما يلي نستعرض الأدوات غير المباشرة التي طبقت خلال تلك الفترة.

نسبة الاحتياطي

مع التحول نحو استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة، خفضت نسبة الاحتياطي اعتبارا من ديسمبر 1990 لتصبح 15% من إجمالي الودائع بالجنيه المصري، كما عدل أسلوب حساب النسبة ليستند إلى المتوسط اليومي لأرصدة البنوك خلال أيام العمل الفعلية كل أسبوع وأوجد فارق زمني بمقدار أسبوعين بين أرصدة مكونات بسط النسبة وأرصدة مكونات مقامها.

وفي مارس 2001، قرر البنك المركزي تعديل أساس حساب مقام نسبة الاحتياطي وذلك باستبعاد أرصدة الأنظمة الادخارية ذات أجل 3 سنوات فأكثر - على أساس أجل التعاقد - من مقام نسبة الاحتياطي بهدف توفير قدر أكبر من مصادر الأموال طويلة الأجل المحررة من نسبة الاحتياطي ولتشجيع الادخار بالعملة الوطنية.

ونظرا لقصر فترة حساب نسبة الاحتياطي وأثر ذلك على معدلات تذبذب أسعار الفائدة في سوق النقد بين البنوك خلال أيام العمل الفعلية في الأسبوع الواحد، فقد قام البنك المركزي في يوليو 2002 بتعديل أسلوب حساب النسبة ليستند إلى المتوسط اليومي لأرصدة البنوك خلال أسبوعين بما فيها أيام العطلات الأسبوعية، ويبدأ حساب النسبة من يوم الثلاثاء.

عمليات السوق المفتوحة

³ في بداية تطبيق برنامج الإصلاح كان اللجوء إلى التقييد الكمي لمعدلات نمو عناصر صافي الأصول المحلية مهما، فإلى جانب التأثير غير المباشر في معدل نمو صافي الأصول المحلية، تم اللجوء إلى التقييد الكمي لمعدل نمو صافي المطلوبات من الحكومة وهيئة السلع التموينية وصافي الائتمان الموجه لشركات القطاع العام.

بدأ البنك المركز - كما سبق القول - التفكير في التدخل في السوق الثانوية عام 1993 بأسلوب اتفاقات إعادة شراء أذون الخزانة repo بأسلوب التجريب والذي لم يكن الإقبال عليه كبيرا في البداية، ونشطت عمليات اتفاقات إعادة الشراء إلى حد ما عام 1996 ثم استخدمت بكثافة ابتداء من عام 1997 حيث تراوح عدد العمليات الأسبوعية ما بين عملية واحدة وأربع عمليات، وتراوحت آجالها بين 3-14 يوما. واستخدمت البنوك أسلوب التقدم بعبءاتها شاملة الكمية والسعر إلى البنك المركزي المصري الذي طبق أسلوبا يتسم بالشفافية والوضوح في عمليات الترسية. واستحدثت في عام 2001 نظام يسمح للبنوك وفقا لضوابط معينة بإجراء عمليات إعادة شراء لأذون الخزانة لمدة يوم واحد وفقا لسعر الإقراض والخصم المعلن من البنك المركزي.

التسهيلات القائمة

ظل وضع التسهيلات القائمة خلال السنوات الأولى للإصلاح كما هو عليه تقريبا قبل تطبيق البرنامج، ومع هذا استخدمت عمليات إعادة خصم أذون الخزانة لدى البنك المركزي المصري حتى أجل الاستحقاق كأداة هامة لتوفير التمويل اللازم للبنوك في الحالات الطارئة، بالإضافة إلى ذلك استمر البنك المركزي في تقديم قروض للبنوك الراغبة بسعر الإقراض والخصم ولمدة عام وبالضمانات التي يقبلها مجلس إدارة البنك المركزي المصري.

سعر الخصم

تم ربط سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي المصري باتجاهات أسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة لمدة 91 يوما، بحيث أصبح تغير سعر الفائدة الوسطى لهذه الأذون مؤشرا لتغير سعر الخصم المعلن. ومورست هذه السياسة بنجاح خلال السنوات الأولى لتطبيق برنامج الإصلاح، ولوحظ اعتبارا من عام 1995 بدء فض الارتباط بين هذين المتغيرين، حيث انخفضت أسعار الفائدة على أذون الخزانة بينما جمد سعر الخصم. ويبين الجدول رقم (4) التالي تطور سعر الخصم اعتبارا من يناير 1991.

جدول رقم (4): تطور سعر الخصم

سعر الخصم %	في نهاية شهر	سعر الخصم %	في نهاية شهر
16.25	يناير 1994	17.0	يناير 1991
16.0	مارس 1994	20.0	مارس 1991
15.25	يونيو 1994	21.0	يونيو 1991
14.5	سبتمبر 1994	21.3	سبتمبر 1991
14.0	ديسمبر 1994	20.0	ديسمبر 1991
14.0	يناير 1995	20.7	يناير 1992
14.0	مارس 1995	20.0	مارس 1992
14.0	يونيو 1995	19.8	يونيو 1992
14.0	سبتمبر 1995	19.1	سبتمبر 1992
13.5	ديسمبر 1995	18.4	ديسمبر 1992
13.5	يناير 1996	18.4	يناير 1993
13.5	مارس 1996	18.0	مارس 1993
13.5	يونيو 1996	17.0	يونيو 1993
13.5	سبتمبر 1996	16.9	سبتمبر 1993
13.0	ديسمبر 1996	16.5	ديسمبر 1993

وعلى الرغم من طول الفترات الزمنية التي استغرقتها عمليات تعديل سعر الإقراض والخصم، إلا أن ثبات سعر الإقراض والخصم قد أصبح واضحاً منذ ديسمبر 1998. ومع التطورات التي لحقت بالأداء الاقتصادي العام تم تخفيض السعر في إبريل 2001 مرتين بواقع نصف في المائة في كل مرة ليستقر حول 11% كما يتضح من الجدول رقم (5).

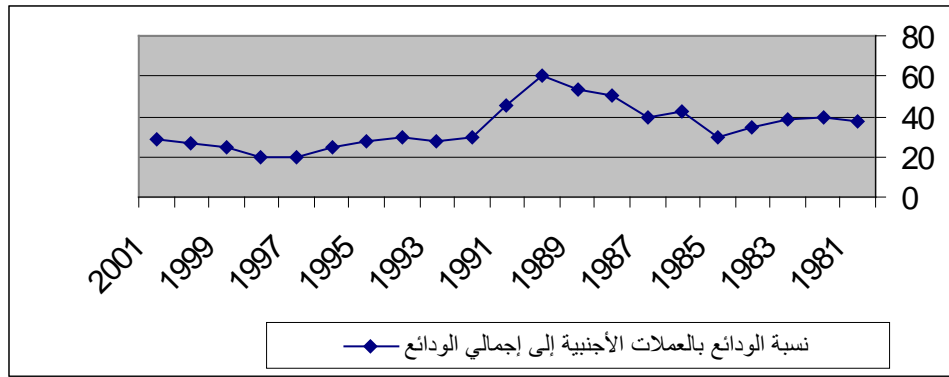
جدول رقم (5): فترات تعديل سعر الإقراض والخصم

سعر الخصم %	الفترة من
14.00	نوفمبر 1993 وحتى أكتوبر 1995
13.50	نوفمبر 1995 وحتى أكتوبر 1996
13.25	نوفمبر
13.00	ديسمبر 1996 وحتى فبراير 1997
12.75	مارس 1997 وحتى إبريل 1997
12.75	مايو 1997 وحتى نوفمبر 1998
12.00	ديسمبر 1998 وحتى مارس 2001
11.00	إبريل 2001 وحتى أغسطس 2002

زه فلي شدة غي لأجمالى هعلافة نك نيزر بليق نيزر بليق نيزر

أدى استخدام مبيعات أذون الخزانة العامة وبأسعار الفائدة المرتفعة، كما سبق القول، إلى تدفق النقد الأجنبي من الخارج، وإلى تحول المدخرين بالنقد الأجنبي في مصر إلى الادخار بالعملة الوطنية dedollarization⁴ (شكل رقم 3)، فزاد حجم النقد الأجنبي ورؤوس الأموال الأجنبية المعروضة في سوق الصرف الأجنبي. وخلال 3 سنوات من الإصلاح وحتى نهاية يونيو 1994 بلغت جملة تدفقات النقد الأجنبي المتأتية من رؤوس الأموال الأجنبية نحو 5 مليار دولار، فقام البنك المركزي بشراء فوائض النقد الأجنبي من القطاع المصرفي منعا لارتفاع سعر صرف الجنيه المصري مما يفقد صادرات البلاد مزاياها التنافسية التي اكتسبتها بعد تحرير سوق الصرف في بداية تطبيق برنامج الإصلاح. وتم تعقيم الزيادة في السيولة المحلية من خلال مبيعات أذون وسندات الخزانة العامة. وساهمت وفرة النقد الأجنبي في السوق إلى انخفاض فروق أسعار البيع عن أسعار الشراء سواء للمعاملات النقدية أو لمعاملات التحويلات.

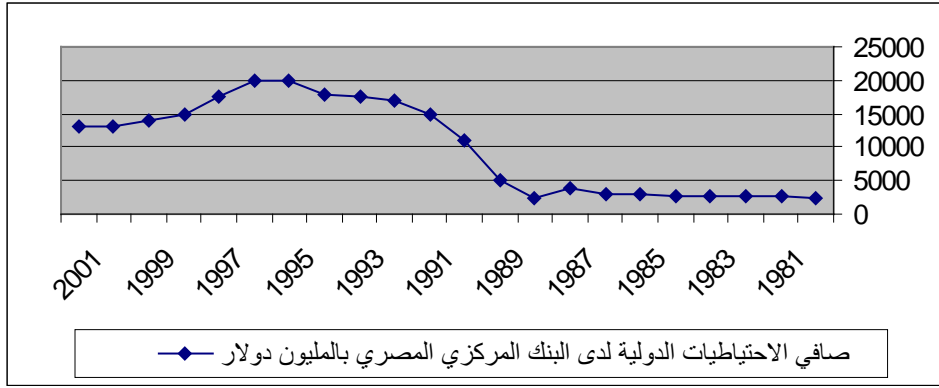
شكل رقم (3): نسبة الودائع بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الودائع



ومع تزايد التدفقات، ودخول البنك المركزي مشتريا في السوق، أصبح الاستقرار في سعر صرف الجنيه المصري وضعا طبيعيا. وتراكمت الاحتياطيات الخارجية بالنقد الأجنبي لدى البنك المركزي المصري حتى قاربت نحو 21 مليار دولار في منتصف عام 1997 (شكل رقم 4). وبنهاية ذلك العام، وبعد الصدمات الخارجية التي تعرض لها الاقتصاد المصري أصبحت أوضاع ميزان المدفوعات ومعالجته ذات تأثير كبير على سوق الصرف الأجنبي على النحو الذي سيتم إيضاحه في القسم الرابع من هذه الورقة.

⁴ انخفضت نسبة الدولار من 52.7% من إجمالي الودائع في عام 1991 إلى نحو 26.5% في الربع الثاني من عام 1994. انظر في ذلك: Abul-Eyoun (1995) و Handy (2001).

شكل رقم (4): صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي المصري بالمليون دولار

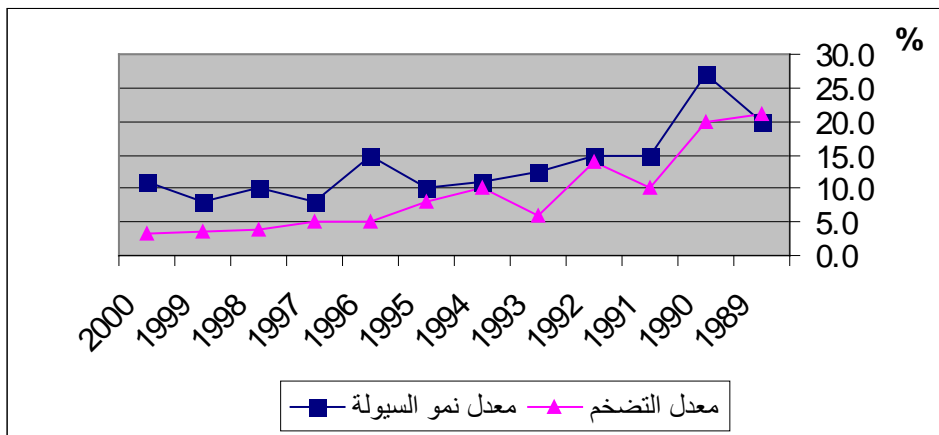


تأثير ليك زويتز بيلتوف في تحقيق هدف السياسة النقدية

مدى تحقيق هدف السياسة النقدية

يبين الشكل رقم (5) العلاقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم في السنوات من العام المالي 1990 وحتى نهاية يونيو 2001. ويتضح من تحليل بيانات تلك الفترة أن السيطرة على معدلات نمو السيولة المحلية قد نجحت إلى حد كبير ليس فقط في الحد من معدلات التضخم المرتفعة، ولكن أيضا في خفضه إلى معدلات متدنية للغاية. وهو ما يوضح أن السياسة النقدية في سنوات الإصلاح، وباستخدام الأدوات غير المباشرة، نجحت في تحقيق هدف استقرار الأسعار. وعلى الرغم من التذبذب في السنوات الأخيرة في معدلات نمو السيولة المحلية M2 لأسباب ترجع إلى تعديلات سعر الصرف وأثره على تقييم بعض عناصر ومكونات السيولة المحلية، إلا أن هذه التعديلات لم تنعكس بسرعة على معدلات التضخم.

شكل رقم (5): العلاقة بين نمو السيولة والتضخم



تأثير معدل التضخم على أسعار الفائدة في القطاع المصرفي

في التأثير على أسعار الفائدة في القطاع المصرفي

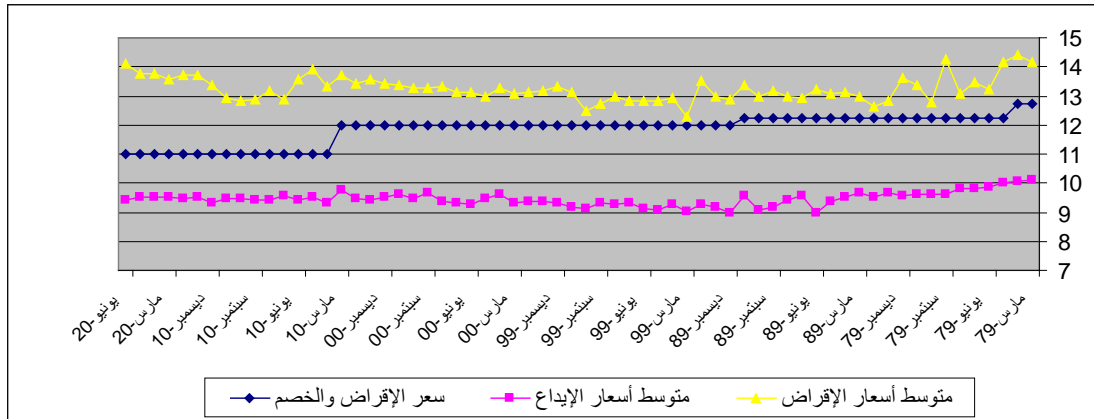
على عكس الوضع قبل تطبيق برنامج الإصلاح، وعقب تحرير أسعار الفائدة في عام 1990، شهد الاتجاه العام لأسعار الفائدة المدينة والدائنة بوجه عام اتجاها تنازليا مع الانخفاض الذي تحقق في سعر الإقراض والخصم.

وفي المقابل، كان هناك ثبات نسبي فيما بعد عام 1997 لأسعار الإيداع والإقراض على الرغم من قيام البنك المركزي المصري بتخفيض سعر الإقراض والخصم أكثر من مرة آخرها في عام 2001 لحفز النشاط الاقتصادي للخروج من حالة الإبطاء التي مر بها.

ولعل الاتجاه الذي شهدته متوسطات أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض في عامي 2000 و 2001 مرجعه تنافس البنوك على جذب ودائع طويلة الأجل بعدما قرر البنك المركزي تعديل أساس حساب نسبة الاحتياطي باستبعاد شهادات الادخار ذات الآجال التي تبلغ ثلاث سنوات فأكثر من مقام نسبة الاحتياطي، وهو الأمر الذي دعى البنوك إلى التنافس على رفع أسعار الفائدة. كما أن تحديد الدولة لأسعار الفائدة على بعض الأوعية الادخارية المنافسة مثل شهادات الاستثمار التي يصدرها بنك الاستثمار القومي التابع لوزارة المالية، وصندوق توفير البريد واللذين يتعبران من مصادر التمويل الحقيقي الذي تستخدمه الخزانة العامة في مقابلة أي عجز مالي قد ساعد كثيرا في عدم قدرة البنوك على تخفيض أسعار الفائدة.

ويبين الشكل رقم (6) السلسلة الشهرية لمتوسطات أسعار الفائدة على الودائع لمدة 3 شهور، ومتوسطات أسعار الإقراض في البنوك المصرية لمدة عام فأقل.

شكل رقم (6): أسعار الخصم والفائدة على الإيداع والإقراض في البنوك المصرية (1997-2002)



ويبين الجدول رقم (6) التطورات سالفة الذكر على أساس ربع سنوي.

جدول رقم (6): معدلات الخصم والعائد على الودائع والقروض بالجنيه المصري (% سنويا)

معدل العائد على ودائع توفير صندوق البريد*	معدل العائد على شهادات الاستثمار		متوسط معدل العائد لدى البنوك		في نهاية شهر
	ذات القيمة المتزايدة	ذات العائد الجاري	القروض لمدة سنة فأقل المتوسط أو الحدين الأدنى والأقصى	الودائع لمدة 3 أشهر المتوسط أو الحدين الأدنى والأقصى	
11.00	17.50	17.50	19.50	13.6	يونيو 1991
12.00	17.50	17.50	20.16	15.4	سبتمبر
"	"	"	20.56	16.18	ديسمبر
"	"	"	21.02	17.09	مارس 1992
12.00	17.50	17.50	20.27	16.74	يونيو
12.00	17.50	17.50	20.24	16.3	سبتمبر
"	"	"	19.07	15.12	ديسمبر
"	14.50	15.50	19.05	14.5	مارس 1993
"	14.50	15.50	18.20	13.49	يونيو
12.00	14.50	15.50	17.84	12.76	سبتمبر
12.00	13.50	14.00	17.45	12.07	ديسمبر
"	"	"	17.18	11.22	مارس 1994
12.00	13.50	14.00	16.60	10.81	يونيو
12.00	13.50	14.00	13.00-18.50	11.00-9.50	سبتمبر
12.00	13.50	14.00	12.50-17.00	11.00-9.00	ديسمبر
"	"	"	12.00-17.00	11.00-9.00	مارس 1995
"	"	"	12.25-17.00	11.00-9.00	يونيو
"	"	"	12.50-16.00	11.00-10.00	سبتمبر
"	"	"	12.25-15.50	11.00-9.81	ديسمبر
12.00	12.00	12.50	12.00-15.50	10.50-9.81	مارس 1996
12.00	12.00	12.50	12.00-15.50	10.50-9.81	يونيو
12.00	12.00	12.50	10.75-15.50	10.50-9.30	سبتمبر

"	"	"	11.50-15.50	10.50-9.30	ديسمبر
"	"	"	14.15	10.1	مارس 1997
"	"	"	13.20	9.85	يونيو
"	"	"	14.25	9.6	سبتمبر
"	"	"	13.60	9.55	ديسمبر
"	"	"	13.00	9.65	مارس 1998
"	"	"	13.20	9.00	يونيو
10.50	"	"	13.15	9.15	سبتمبر
10.50	11.00	11.50	12.90	9.00	ديسمبر
"	"	"	12.28	9.01	مارس 1999
"	"	"	12.84	9.14	يونيو
"	"	"	12.72	9.31	سبتمبر
"	"	"	13.31	9.33	ديسمبر
"	"	"	13.08	9.33	مارس 2000
"	"	"	13.11	9.29	يونيو
"	"	"	13.25	9.68	سبتمبر
"	"	"	13.42	9.51	ديسمبر
"	"	"	13.73	9.76	مارس 2001
"	"	"	13.57	9.43	يونيو
"	"	"	12.88	9.44	سبتمبر
"	"	"	13.38	9.34	ديسمبر
"	"	"	13.59	9.54	مارس 2002
"	"	"	14.10	9.42	يونيو

المصدر: البنك المركزي المصري والهيئة القومية للبريد.

* تحسب فوائد إضافية بمعدل 0.25% للودائع التي تستقر لمدة سنة.

في مجال الإزاحة وتمويل أنشطة القطاع الخاص

تأثر معدل نمو الائتمان الإجمالي فيما قبل الإصلاح الاقتصادي بشكل كبير بالائتمان الموجه للحكومة والقطاع العام، ونتيجة لتركيز الإصلاح الاقتصادي على الإصلاح المالي واستعادة التوازن المالي، وبعد نجاح الإصلاحات الهيكلية في تحقيق جانب كبير من برنامج الخصخصة، مع التعديلات التشريعية التي أطلقت قدرات القطاع الخاص، بدأ نصيب الحكومة من صافي الائتمان المحلي في التناقص تدريجياً حتى بلغ في عام 1999 نحو 22%، في الوقت الذي زاد فيه نصيب القطاع الخاص من إجمالي الائتمان المحلي حتى بلغ نحو 56% في عام 2000. وفي نفس الوقت، يلاحظ أن معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص قد تزايد بشكل كبير في النصف الثاني من التسعينيات، حيث ترادف ذلك مع تزايد معدلات نمو السيولة المحلية دون أن ينجح أسلوب التعقيم في امتصاصها، وخلال الفترة من عام 1996 وحتى عام 1999، زادت معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص عن 25% سنوياً، وإن تناقصت هذه المعدلات بشكل ملحوظ خلال العامين الأخيرين. ويتضح من الجدول رقم (7) توزيع أنصبة الحكومة والقطاع الخاص من إجمالي الائتمان، وكذا معدلات النمو السنوية في أرصدة هذين القطاعين.

جدول رقم (7) تطور إجمالي الائتمان المحلي، بالمليون جنيه في نهاية يونيو

مارس 2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	
352.236	321.707	286.438	256.569	211.525	183.506	155.777	الائتمان المحلي الإجمالي
26.3	25.9	22.0	22.0	22.2	23.8	27.4	نسبة صافي المطلوبات من الحكومة لإجمالي الائتمان
55.4	55.5	56.6	55.4	53.1	47.9	43.9	نسبة المطلوبات من القطاع الخاص لإجمالي الائتمان
9.4	10.2	14.0	26.4	27.8	28.5	29.20	معدل نمو ائتمان القطاع الخاص (نسبة مئوية)
10.6	32.1	11.6	20.5	7.4	2.2		معدل نمو صافي المطلوبات من الحكومة (نسبة مئوية)
8.8	12.3	11.6	21.3	15.3	17.8		معدل نمو إجمالي الائتمان (نسبة مئوية)

المصدر: البنك المركزي المصري.

4- الرؤية المستقبلية للسياسة النقدية

تعد تجربة مصر في الإصلاح الاقتصادي في التسعينيات من القرن العشرين من التجارب الناجحة، فالسياسة الاقتصادية الكلية كانت ذات هدف واضح، وساعدت على نجاحها في البداية بعض الظروف

الخارجية المواتية وبالذات فيما يتعلق بالدين الخارجي وأعبائه والتي أمكن تخفيضها بشكل ملموس بمساندة دولية متميزة. كما ساعد على تنفيذها أيضا، على الصعيد الداخلي، الالتزام الكامل من كافة الجهات بتوجهات سياسة الإصلاح. ولقد أسفرت هذه التجربة عن تعديلات هيكلية انعكست بشكل واضح في صورة تحسن كبير في أوضاع المالية العامة، وفي الاستقرار النقدي والسعري، بالإضافة إلى التحسن الكبير في أوضاع ميزان المدفوعات (Handy et al. 1998).

ونظرا لأنه لا توجد سياسة اقتصادية تصلح للتطبيق في كل وقت، وعلى ضوء بعض المستجدات التي أعاققت تنفيذ سياسة الإصلاح الاقتصادي بالسرعة المطلوبة، فإن السياسة النقدية، في إطار من السياسة الاقتصادية للدولة الهادفة إلى الإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي، من الضروري أن تشهد بعض التوجهات الجديدة في المستقبل القريب.

في آصيفة قصى في ذلك نويةز بك قوى ب

لا شك أن صياغة السياسة النقدية وتحديد أدواتها وتوجهاتها يمثل الشغل الشاغل للبنوك المركزية. وعلى الرغم من أن السياسة النقدية في مصر قد نجحت تماما في إعادة هيكلة الاقتصاد المصري ضمن دورها المخطط في برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي طبقتته مصر في بداية العقد الأخير من القرن الماضي، إلا أن هناك العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي تحتم إعادة النظر في صياغة السياسة النقدية وتحديث وتطوير أدوات تنفيذها وتحديد توجهاتها بما يتفق مع الوجهة التي ينبغي أن يسير فيها الأداء الاقتصادي أخذا في الاعتبار كل العوامل الخارجية والداخلية، وأخذ في الاعتبار مسلمات السياسة الاقتصادية للبلاد. وسوف نتعرض في البداية إلى سبعة عوامل نعتقد في أنها ترسي الأساس المنطقي للتطوير المخطط إدخاله على السياسة النقدية في مصر، ثم نتعرض بعد ذلك للإطار العام للسياسة النقدية المقترح تنفيذها.

الصدمات الخارجية وأهمية التفاعل مع الاقتصاد العالمي

تأثر الاقتصاد المصري منذ الثمانينيات من القرن العشرين - باعتباره جزءا من الاقتصاد العالمي - بعدة صدمات خارجية، كما لم يسلم من تأثير عدد من الأحداث الداخلية. ولقد أثرت جميع تلك الهزات على أداء القطاعات الاقتصادية المصرية، مما وضع السياسة النقدية محل اختبار قوي وبالذات اعتبارا من عام 1997.

فعلى سبيل المثال تأثر الاقتصاد المصري بالأزمة المالية التي تعرضت لها بعض دول جنوب شرق آسيا في منتصف 1997، حيث أدت تلك الأزمة إلى زيادة التدفقات النقدية بالعملات الأجنبية إلى خارج مصر، ففي العامين الماليين 1998/1997 و1999/1998 بلغ إجمالي التدفق الخارجي لاستثمارات الحافظة نحو 422 مليون دولار، ومن ثم حدث انخفاض في حجم الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل في بورصة الأوراق المالية، مما أدى بالتالي إلى هبوط مؤشرات الاستثمار في البورصة وتحقيق بعض المستثمرين فيها لخسائر كبيرة.

كما أدى الانخفاض الحاد في أسعار صرف عملات عدد من دول جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997 إلى تشجيع الاستيراد من تلك الدول، وسجلت الواردات المصرية الإجمالية نموا ملحوظا في العام المالي 1998/1997 حيث بلغت 16.9 مليار دولار بعدما كانت قد بلغت نحو 15.7 مليار دولار في العام السابق أي بزيادة قدرها 1.7 مليار دولار في عام واحد. وقد انعكس ذلك على الميزان التجاري الذي حقق عجزا بلغ 11.8 مليار دولار في العام الأول بعدما كان قد بلغ نحو 10.2 مليار دولار في العام السابق مباشرة.

وقد أعقب أحداث جنوب شرق آسيا مباشرة تعرض السوق السياحي المصري لحادث الأقصر الإرهابي قرب نهاية عام 1997، وهو الأمر الذي ترتب عليه تدهور كبير في الدخل السياحي لمدة ليست قصيرة. فبعد أن سجل ميزان المدفوعات المصري في عام 1997/1996 نحو 3.6 مليار دولار من دخل السياحة والسفر، انخفضت الموارد في العام التالي إلى 2.9 مليار دولار كنتيجة مباشرة لحادث الأقصر الذي أدى إلى انخفاض عدد الليالي السياحية من نحو 26 مليون ليلة في العام الأول إلى نحو 21.5 مليون ليلة في العام التالي. وقد تأثر نتيجة لذلك قطاع السياحة والفنادق وكذلك الأنشطة الاقتصادية المرتبطة بهما، مما أثر على معدلات النمو الاقتصادي بوجه عام.

وفي نفس العام أيضا أدى الانخفاض العالمي في أسعار تصدير النفط إلى التأثير السلبي على موارد الدولة من صادرات النفط ومنتجاته. فقد توالى انخفاض سعر تصدير برميل النفط من نحو 15.6 دولار للبرميل في المتوسط في عام 1998/1997 إلى نحو 9.7 دولار للبرميل في السنة المالية التالية.

وبوجه عام بدأ ميزان العمليات الجارية في تحقيق عجز بلغ نحو 2.48 مليار دولار في عام 1998/1997 بعدما سبق أن سجل هذا الميزان فائضا بلغ 118.6 مليون دولار في العام السابق. كما حقق ميزان المدفوعات عجزا بلغ نحو 3.6 مليار دولار بعد استبعاد البنوك التي ساهمت باستخدام أصولها الأجنبية في التخفيف من آثار نقص موارد النقد الأجنبي. وأخيرا تأثر الاقتصاد المصري سلبا بمستتبعات حادث الحادي عشر من سبتمبر 2001، وإن كان قد تم احتواء الأثر المباشر لها على الموارد الصافية للبلاد من النقد الأجنبي. وأدت كل هذه الصدمات إلى اهتزاز معدلات نمو الاقتصاد المصري في اتجاه ركودي بدأت مؤشراتته في الظهور في النصف الثاني من عام 1998.

ومن المتعارف عليه أنه مع تزايد درجة الاندماج في أسواق السلع وأسواق رأس المال العالمية، تكون الاقتصاديات الوطنية أكثر عرضة للصدمات الخارجية، وهو ما يؤثر حتما على معدلات نموها. وينصح الكثير من الاقتصاديين بأهمية اتباع سياسات نقدية وسياسات للصرف الأجنبي فعالة تساعد على امتصاص أي صدمات خارجية (El Erian and El Gamal 2001).

الحاجة لتحول البنك المركزي من الدور السلبي accommodative إلى الدور الإيجابي الفاعل active

يقوم البنك المركزي في الوقت الحالي بدوره في تحقيق معدل النمو المستهدف للسيولة النقدية من خلال التدخل في سوق النقد لتحقيق هدف محدد لمستوى فائض احتياطات البنوك، وبحيث يمنع سعر الفائدة من التغير بصورة كبيرة بغض النظر عن توجهات المتغيرات المؤثرة في مستويات الفوائض.

وحتى يتم التحول نحو دور فاعل وإيجابي بالنسبة لاتجاهات أسعار الفائدة وبما يساهم في تحقيق هدف مرونة المؤشرات النقدية في توجيه النشاط الاقتصادي، فمن الضروري التحول بأسلوب مدروس وفعال نحو ممارسة هذا الدور.

الأخذ بالتطورات التكنولوجية في تدفق المعلومات وتعظيم الاستفادة بها.

أثبتت ممارسة السياسة النقدية في السنوات العشرة الأولى من تجربة الإصلاح الاقتصادي في مصر الحاجة الماسة إلى سرعة تدفق المعلومات المالية والنقدية والعينية إلى متخذ قرار السياسة النقدية. فمن المعروف أن فترات الإبطاء في توافر المعلومات والمؤشرات التي تؤثر في القرار النقدي أو الائتماني تؤثر بدرجة كبيرة في جودة هذا القرار. ونتيجة للحاجة إلى السيطرة على الهدف التشغيلي للسياسة النقدية بدأ البنك المركزي المصري في تطوير البنية التحتية لتحسين أدائه باستحداث الآتي:

١ - إنشاء شبكة البنك المركزي الإلكترونية للمعلومات، والتي تم افتتاحها في يوليو 2002

لتكون قناة الاتصال المباشرة بين البنوك المصرية وبين البنك المركزي.

٢ - إنشاء غرفة المقاصة الإلكترونية، والتي تم افتتاحها في يونيو 2002 والتي تعتبر

الخطوة الأولى في الاتجاه نحو تطبيق نظام التسوية الإجمالية خلال الوقت الحقيقي

.real time gross settlement (RTGS)

٣ - استكمال شبكات ربط فروع البنوك بمراكزها الرئيسية، وربط المراكز الرئيسية للبنوك

المصرية بشبكة معلومات البنك المركزي المصري. ونظرا للانتشار الواسع جغرافيا

لتوزيعات فروع البنوك، والعدد الكبير لفروع البنوك المسجلة لدى البنك المركزي،^٥ فقد

أمهلت البنوك مدة زمنية للانتهاء من ربط جميع هذه الفروع قبل نهاية سبتمبر من عام

2003.

٤ - استحداث البنك المركزي المصري لنظام القيد الإلكتروني electronic book entry

system للمعاملات في سوق إصدار وتداول أدون وسندات الخزنة العامة منذ يوليو

2002، وهو الأمر الذي أدى إلى عدم التداول الورقي لتلك الأوراق dematerializing

transactions وهو ما سوف يساعد على تفعيل وتسريع عمليات التعامل في السوق

المفتوحة.

⁵ في يونيو 2002 بلغ عدد الفروع المسجلة للبنوك العاملة في مصر نحو 2544 فرعا يملكها 57 بنكا.

٥ - استكمال متطلبات تعرف البنوك لحظيا على أرصدة حساباتها لدى البنك المركزي المصري بما يمكنها من تحسين أساليب إدارة السيولة وتعظيم مردوديتها.

ومع تطوير البنية التحتية اللازمة لتحسين أداء البنك المركزي، واستخدامها في تحسن درجة سرعة انتقال المعلومات بين البنوك والبنك المركزي من ناحية، وبين كافة الأطراف المؤثرة في سوق النقد من ناحية أخرى، فإن إدارة السياسة النقدية تصبح أكثر يسرا.

استحداث آليات جديدة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة

ومن بين مقتضيات تطوير السياسة النقدية أيضا توجه الخزانة العامة نحو استحداث نظام "المتعاملين الرئيسيين primary dealers" في سوق إصدار السندات الحكومية، حيث ستلجأ الدولة إلى هذا النظام للاقتراض من السوق خلال السنة المالية 2003/2002 بما يساعد على تسعير الدين الحكومي وفقا لاتجاهات وظروف سوق السندات. وسوف يساعد هذا النظام على زيادة قدرة البنك المركزي المصري على التعامل بأدوات أكثر في السوق المفتوحة. مما سيقصر لجوء الخزانة العمدة لتمويل أي عجز مالي على سوق الأوراق الحكومية كجزء من سوق رأس المال وبعيدا عن التمويل المصرفي.

القناعة الكاملة بالثالوث المستحيل The Impossible Trinity

من المتعارف عليه فنيا، ونتيجة لتجارب العديد من الدول، أنه من المستحيل تحقيق ثبات سعر الصرف، وثبات أسعار الفائدة مع المحافظة في نفس الوقت على أرصدة احتياطيات الدولة من النقد الأجنبي دون تغيير. فالقناعة باستحالة تحقق ذلك تملي على متخذ القرار ضرورة اختيار هدف واحد يتم السعي لتحقيقه.

ولما قد استقر الرأي في مصر على الحفاظ على احتياطيات الدولة من النقد الأجنبي باعتبارها تمثل استثمارات للأجيال القادمة، ومع القناعة بسياسة مرونة سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى، فمن الضروري أيضا العمل على تفعيل مرونة أسعار الفائدة ومنع أية قيود مؤسسية أو إدارية تعوق مرونتها في الأجلين القصير والطويل.

التعديلات التشريعية المزمعة لدعم استقلالية البنك المركزي المصري

نتيجة للقناعة بأهمية تطوير السياسة النقدية، أصبح من الضروري تفعيل الإطار القانوني الذي تنفذ من خلاله تلك السياسة. وعند إعداد مشروع القانون المعدل لدور البنك المركزي، أدخلت النصوص التي تضمن استقلالية البنك ودوره في وضع وتنفيذ السياسة النقدية. لذلك نصت المادة الخامسة من مشروع القانون الموحد للبنك المركزي والجهاز المصرفي على أن هدف البنك المركزي يتمثل في "تحقيق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية المطردة في إطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة"، ويختص البنك المركزي بوضع السياسة النقدية

والإثمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها. ومن المتوقع أن يعرض مشروع القانون الجديد على مجلس الشعب خلال دورته التي تبدأ في خريف عام 2002.

القناعة بقدرة الاقتصاد المصري وقوة أوضاعه الخارجية

تؤكد معظم التقارير الدولية أن الأوضاع الخارجية للاقتصاد المصري قوية، وأن إمكانيات تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي كبيرة، وأن بإمكان هذا الاقتصاد الذي تخطى آثار ثلاث صدمات خارجية خلال خمس سنوات أن يحقق المزيد من السيطرة على توجهات النمو. ومن ثم فإن أي تطوير للسياسة النقدية يستهدف في الأساس تحسين إدارة الاقتصاد المصري سيساعد دون شك على تحقيق ما سبق.

الإلحاح على تسريع التركيز على تحقيق الأهداف

يبنى الإطار العام للسياسة النقدية في أي اقتصاد على أركان أساسية ألا وهي الأهداف التي يجب أن تسعى السياسة النقدية إلى تحقيقها، والأدوات التي يمكن الاعتماد عليها لتحقيق الأهداف المرسومة على ضوء وضوح كامل في آليات انتقال آثار كل أداة على الهدف ومدى تأثيره، وأخيرا يعتمد الإطار العام للسياسة النقدية على أسلوب إدارتها، ودرجة فعالية وجودة القرار الذي يتخذ لتحقيق الأهداف المرجوة. وسوف نستعرض فيما يلي تلك الأركان.

الأهداف التشغيلية والوسيطية والنهائية للسياسة النقدية

من المتعارف عليه أن هناك 3 مستويات لأهداف السياسة النقدية، تبدأ بالهدف التشغيلي اليومي الذي يكون دائما محل التركيز اليومي للسلطة المختصة بإدارة السياسة النقدية. أما المستوى الثاني للأهداف هو الهدف الوسيط، وعادة ما يختار هذا الهدف الوسيط لتأثيره الرئيسي على الهدف النهائي.

الهدف التشغيلي: إذا كان الهدف النهائي للسياسة النقدية الجديدة للبنك المركزي المصري هو العمل على المحافظة على استقرار الأسعار، فمعنى ذلك أن استقرار الأسعار هو المرتكز النقدي monetary anchor لتوقعات ارتفاع الأسعار والتضخم في الاقتصاد المصري.

الهدف الوسيط: ونظرا لعلاقة الارتباط الوثيقة بين كمية النقود ومعدلات التضخم، فإن معدل النمو الفتري في مستوى السيولة المحلية M2 كمعبر عن المعروض النقدي بمعناه الواسع في مصر هو الهدف الوسيط للسياسة النقدية بما يمكن السلطة النقدية من متابعة أثر نمو كمية النقود على الهدف النهائي وهو استقرار الأسعار.

الهدف على المدى بعيد: وحتى تتحقق السيطرة على معدلات نمو السيولة المحلية، وفي ظل عدم تفضيل التدخل المباشر في العوامل المؤثرة على نمو السيولة المحلية، فإن هذه السيطرة يمكن أن تتحقق من خلال التأثير غير المباشر على العوامل الأساسية المؤثرة في درجة الاستقرار النقدي. ويتحقق التأثير غير المباشر على الإجماليات النقدية من خلال التأثير في توجهات أسعار الفائدة الاسمية في سوق

النقد المصري في الأجل القصير steering nominal interest rates وهو ما يمكن الاعتماد عليه كهدف تشغيلي للسياسة النقدية.

أدوات السياسة النقدية

حتى يمكن تحقيق أهداف السياسة النقدية المشار إليها أعلاه، سيقوم البنك المركزي المصري باستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية المطبقة في الوقت الحالي بعد تطويرها وتحسينها، بالإضافة إلى قيامه باستحداث أدوات جديدة تفعل من قدراته على السيطرة على توجهات المتغيرات النقدية التي تؤثر في الهدفين الوسيط والنهائي للسياسة النقدية.

وأدوات السياسة النقدية لدى البنك المركزي المصري، مثله في ذلك مثل باقي البنوك المركزية أو السلطات النقدية في مختلف دول العالم تنحصر في 3 أدوات رئيسية هي: نسبة الاحتياطي، عمليات السوق المفتوحة والتسهيلات القائمة.

- نسبة الاحتياطي: وفقا للنصوص القانونية القائمة في الوقت الحالي لا يدفع البنك المركزي أية عوائد للبنوك مقابل احتفاظه بالحسابات البنكية المقابلة لنسبة الاحتياطي، مما يحرم البنوك من عوائد توظيف تلك النسبة من ودائعها والتي تصل إلى 14%. ومن المخطط مع التعديل التشريعي المزمع إدخاله على قانون البنك المركزي أن يتم إقرار مبدأ دفع عوائد يقرها مجلس إدارة البنك المركزي مقابل تلك الأرصدة الاحتياطية.

وفي المقابل، فإن قواعد حساب مقام نسبة الاحتياطي وفقا لآخر تعديلات أقرها مجلس إدارة البنك المركزي تتضمن استبعاد بعض النواعيات من المدخرات وبعض الأصول المالية الأخرى. ومن الضروري أن تتم مراجعة تلك الاستبعادات مستقبلا لتتقيد النسبة وتيسير حسابها وذلك لضمان عدم وجود أي تعارض بين آثار قواعد حسابها وتوجهات السياسة النقدية للبنك.

ونظرا لأن حساب نسب الاحتياطي يرتبط بالزمن الذي تتحقق فيه الودائع لدى الجهاز المصرفي، وحفاظا على حتمية حفاظ البنوك على نسبة الاحتياطي الإلزامية وتوجهات أسعار الفائدة في سوق النقد التي تمثل الهدف التشغيلي للسياسة النقدية المقترحة، كان من الضروري في البداية أن تتم إعادة النظر في فترة حساب نسب الاحتياطي reserve requirement maintenance period. فقد زيدت هذه الفترة في يوليو 2002 إلى أربعة عشر يوما مع تغيير مواعيد البدء والانتهاج بما يشتمل على أيام العطلات الأسبوعية والدورية. وقد يمكن النظر في مستوى النسبة حسب توجهات السوق ومقتضيات ضمان السلامة المالية للبنوك.

- عمليات السوق المفتوحة: تعتبر عمليات السوق المفتوحة أهم عوامل توجيه أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل في سوق النقد كهدف تشغيلي للسياسة النقدية، حيث إنها تساعد على إدارة السيولة في الاقتصاد، بالإضافة إلى كونها تعطي المتعاملين في سوق النقد الإيحاءات والمؤشرات اللازمة لتوجهات السياسة النقدية.

ونظرا لأن البنك المركزي يقوم بعمليات اتفاقات الشراء لليلة واحدة ولمدة أسبوع في الوقت الحالي دونما ربط ذلك بتوجهات أسعار الفائدة، وإنما بالربط بتقديرات فائض احتياطي البنوك كما سبق ذكره، وتنسيقا مع التوجه العام للسياسة المقترحة، فسوف تعتمد عمليات السوق المفتوحة على الأدوات القائمة جنبا إلى جنب مع عدة أدوات سيتم استحداثها مثل:

- _ اتفاقات إعادة الشراء العكسية reverse repos
- _ عمليات إعادة الشراء للسندات الحكومية
- _ عمليات الشراء النهائي لأذون الخزانة والسندات الحكومية outright
- _ عمليات مبادلة النقد الأجنبي FX swaps
- _ شهادات الإيداع أو شهادات الدين debt certificates

ويمكن أن تنفذ هذه العمليات من خلال عطاءات أو من خلال اتفاقات ثنائية وفي مواعيد وبإجراءات تعلن مسبقا للجهات المشاركة فيها.

- التسهيلات القائمة: إذا كان التأثير غير المباشر على الإجماليات النقدية سيتم من خلال التأثير في توجهات أسعار الفائدة الاسمية في سوق النقد المصري في الأجل القصير steering nominal interest rates وهو الهدف التشغيلي المختار للسياسة النقدية، فإن التسهيلات القائمة standing facilities التي يقدمها البنك المركزي تساعد بشكل كبير على ضخ أو امتصاص السيولة من السوق. فإذا كان تعريف الأجل القصير في اختيار سعر الفائدة الهدي يمكن أن يكون سعر الفائدة في سوق النقد لمدة ليلة واحدة، فإن التسهيلات القائمة يمكن أن تحقق هذا الغرض.

وحتى يتحقق هذا الهدف سوف يتم استحداث أداتين جديدتين من الأدوات التي يمكن استخدامها ضمن التسهيلات القائمة التي يقدمها البنك المركزي المصري للبنوك هما نظام إقراض البنوك لليلة واحدة لضخ السيولة في السوق، ونظام الإيداع لليلة واحدة لامتنصاص السيولة من السوق.

- نظام الإقراض لليلة واحدة: ومن خلاله يمكن للبنك المركزي -على أساس وجود الضمانة المقبولة لدى المقترض- وبسعر فائدة يمثل سقفا لأسعار الفائدة السوقية لليلة واحدة أن يقوم بإقراض البنوك. ومن الضروري ألا توجد حدود قصوى لاقتراض البنوك لليلة واحدة من البنك المركزي، كما لا يجب منع أي بنك من الاستفادة من هذا النظام حتى يمكن السيطرة على السوق واحتوائه داخل سيطرة البنك المركزي المصري. وسوف تحدد أساليب التقدم بطلبات الاقتراض وتوقيتاتها وتعلن للكافة حتى يكون النظام فعالا وأكثر شفافية، وسوف يتم العمل على تنويع الأصول الضامنة في هذه الحالة.

- نظام الإيداع لليلة واحدة: حيث يمكن للبنوك إيداع أموال لدى البنك المركزي بأي قيمة لليلة واحدة، وبحيث يمثل سعر الفائدة الحد الأدنى لأسعار الفائدة في سوق النقد للمعاملات لليلة واحدة. ومن المتصور ألا توجد حدود قصوى للإيداع، وأن يحدد أسلوب الإعلان وإجراءاته لجميع البنوك.

ويمكن استحداث نظم إقراض وإيداع أطول أجلا حسبما تظهر الحاجة باعتبار أن عمليات التمويل financing وعمليات إعادة التمويل refinancing ذات الغرض المحدد بالإضافة إلى عمليات التمويل الهيكلية structural financing ستساعد في تحسين قدرة البنك المركزي على ضمان تحسين السيطرة على توجهات السيولة في السوق. ومن المخطط أيضا أن يتم الإفصاح عن كافة إجراءات استفادة البنوك من هذه الآليات الجديدة بشكل كامل، وبحيث يتم ذلك في فترة تجريبية أولا ثم يتم التعميم.

- تعديلات سعر الخصم: من الضروري تفعيل سعر الإقراض والخصم وربطه بتوجهات أسعار الفائدة بما يعبر للمشاركين في سوق النقد عن حالة السياسة النقدية stance وتوجهاتها.

إدارة السياسة النقدية

لابد أن يأخذ البنك المركزي المصري في الاعتبار ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية، والذي سبق أن أقره صندوق النقد الدولي في عام 2000. وبناء على ذلك فإن التطوير المزمع إدخاله على الإطار العام للسياسة النقدية سيأخذ في الاعتبار المبادئ الآتية:

- الشفافية ووضوح القواعد والإجراءات للجميع
 - الإفصاح وإتاحة المعلومات الممكنة للنشر
 - سهولة الإدارة والتنفيذ
 - التفاعل زمنيا مع توجهات السوق ومؤشرات الأداء الاقتصادي
- وحتى تتحقق العناصر سالفة الذكر، فمن الضروري إعادة النظر في التنظيم الداخلي لإدارة السياسة النقدية بالبنك المركزي بحيث يتحقق من إعادة تنظيمها ثلاث أهداف:

أ - توافر المعلومات الكافية والدقيقة وفي التوقيتات المخططة مع توافر الخبرة البشرية والفنية ذات القدرة على تحليل تلك البيانات والمعلومات بما يمكن من توفير أساسيات صياغة السياسة.

ب - عدم تداخل الاختصاصات مع وحدات أو إدارات أخرى داخل البنك المركزي المصري، مع الوضوح الكامل لدور الوحدات أو الإدارات الخادمة.

ج - ضرورة اشتراك الإدارة العليا للبنك المركزي في اتخاذ القرار الخاص بتنفيذ السياسة النقدية، مع ضمان فعالية التنفيذ بواسطة الإدارات أو الوحدات التنفيذية بالبنك.

في هذة مرجحك نيز بك قو فيك فية دح ب

لا شك أن هناك عوامل عديدة تحكم توجهات البنوك المركزية في إدارة السياسة النقدية، ويمكن تقسيم عوامل النجاح على مستويين:

على المستوى الكلي *macro level*

أ - فض التشابكات بين السياستين المالية والنقدية وذلك من خلال زيادة قدرات البنك المركزي وضمان استقلاليتها، وقصر علاقته بالخزانة العامة على الفائض السنوي الذي يحققه، والتمويل الموسمي المسموح به قانونا.

ب - لا بد من الاتفاق الكامل بين البنك المركزي كجهة مسؤولة عن تنفيذ هدف السياسة النقدية وباقي الجهات الحكومية المسؤولة عن رسم وتنفيذ السياسة المالية والسياسة التجارية وسياسة سعر الصرف في إطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

ج - وطالما أن هدف استقرار الأسعار لا بد أن يحدد في إطار اتفاق كامل بين البنك المركزي والحكومة سنويا، فإنه من الضروري ألا ينظر إلى استقرار الأسعار على أنه رقم ثابت يتفق على تحقيقه بين الطرفين، ولكن من الواجب أن يعرف الاستقرار السعري بالمدى *range* الذي يمكن القول بعدم تخطيه إذا ما رغب في تحقيق استقرار الأسعار.

د - وإلى جانب ذلك، فإن تحديد المدى لا بد أن يسبقه اتفاق كامل بين البنك المركزي والسلطة التنفيذية على المقياس الذي سوف يعتمد عليه في قياس درجة الاستقرار السعري المطلوبة.

ه - من عناصر النجاح أيضا اختيار التوقيت المناسب لبدء تطبيق هذه السياسة، ومن المفضل أن يبدأ التوقيت مباشرة بعد إقرار الحكومة لأهمية إزالة التشوهات الحالية في سوق الصرف الأجنبي.

على المستوى الجزئي *micro level*

يعتبر إحكام السيطرة على المتغيرات النقدية وضمان فعالية التأثير فيها باستخدام الأدوات غير المباشرة من أهم عوامل النجاح بالإضافة أيضا إلى الآتي:

أ - ضمان جودة المعلومات

ب - ضمان سرعة تدفق المعلومات

- ج - ضمان فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية
- د - الفعالية في اتخاذ القرار سواء من حيث الجودة أو من حيث التوقيت
- هـ - العمل على تحديد آثار الصدمات الخارجية

المراجع

البنك المركز المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة.

محمود أبو العيون. 1988. "توزيع الائتمان المصرفي بين الحكومة والقطاع الخاص." المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين. القاهرة. نوفمبر.

محمود أبو العيون. 1989. "التشابك المالي والنقدي وفعالية السياسة النقدية في مصر المعاصرة." الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع. العددان

415-416. القاهرة. يناير - إبريل.

References

Abul-Eyoun, Mahmoud. 1995. "Dollarization in Egypt: The Effects of Economic Reforms." *Middle East Studies Journal*. No. 190/1995. Middle East Research Center. Ain Shams University. December.

El-Erian, Mohamed and Mahmoud El-Gamal. 2001. *Prospects for Arab Monetary Policy in the International Financial System*. Working paper series. No. 52. February. Egypt: The Egyptian Center for Economic Studies.

European Central Bank. 2000. *The Single Monetary Policy in Stage Three*. November.

Handy, Howard. 2001. *Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead*. Working paper series. No. 51, January. Egypt: The Egyptian Center for Economic Studies.

Handy, Howard et al. 1998. *Egypt: Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy*. IMF Occasional Paper No.163. May.

IMF. *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*. The International Monetary Fund.