

## السياسة النقدية في مصر: تحديات الحاضر وأولويات المستقبل

أصبح الاقتصاد المصري خلال العقد الماضي أكثر اندماجا في الأسواق العالمية، ومن ثم أصبح أكثر عُرضة للتأثر بتقلبات الدورات الاقتصادية. ومن هنا تأتي أهمية أن تتسم السياسة النقدية برؤية أكثر شمولية، مع إيلاء أولوية أكبر لتثبيت الناتج عند مستوى يتناسب مع الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة فضلا عن الحد من التضخم. وتحديدًا، فإن زيادة حجم التدفقات الرأسمالية الوافدة تؤدي إلى تفاقم تقلبات سعر الصرف، الأمر الذي يستدعي من البنوك المركزية التخفيف من حدة هذه التقلبات. وفي هذا السياق، يتعين على السياسة النقدية أن تظطلع بالدور الرئيسي في تثبيت الاقتصاد نظرا لأنها تتسم بمرونة أكثر من السياسة المالية العامة والتي تعاني من قيود تنفيذية مختلفة. غير أن التحدي المتمثل في صدمات الأسعار النسبية في مصر قد تزايد خلال الأعوام الأخيرة نظرا للزيادات الحادة التي شهدتها أسعار السلع والخضروات والتي تسببت في ارتفاعات حادة في معدلات التضخم. وللأسف لم تتلاش آثار هذه الصدمات مما يهدد بزيادة التوقعات التضخمية.

وفي هذا الإطار، يستعرض هذا العدد من آراء في السياسة الاقتصادية التطورات الأخيرة التي طرأت على الأهداف النهائية والتشغيلية للسياسة النقدية، والتحديات المتمثل في صدمات الأسعار النسبية المستمرة. وسوف يتناول التحليل بالمناقشة آليات انتقال آثار صدمات الأسعار النسبية الأخيرة والصدمات المتعددة الأخرى والتي تؤدي إلى تعقيد عملية إدارة السياسة النقدية. وفي الختام تقوم الدراسة بتقييم مدى كفاية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية والحاجة إلى استخدام الأدوات غير التقليدية للقضاء على التشوهات الهيكلية وزيادة فعالية الأدوات التقليدية.

### إطار السياسة النقدية

شهدت السياسة النقدية في مصر تقدما ملحوظا منذ أوائل عام ٢٠٠٤، حيث طرأ عليها تغييرات ملموسة أدت إلى إعادة صياغة الاستراتيجية الخاصة بها، بما في ذلك الهدف النهائي والمتوسط والتشغيلي لها. وتجدر الإشارة إلى أن الهدف النهائي يعكس الأولويات التي تهدف السياسة النقدية إلى تحقيقها، بينما يسعى الهدف المتوسط إلى ضمان تحقيق أولويات السياسة. وأخيرا، يحدد الهدف التشغيلي الأدوات التي تستهدفها لجنة السياسة النقدية في اجتماعاتها المنتظمة بغية تحقيق الهدفين المتوسط والنهائي. ولتعزيز فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها، تم أيضا تحديث الإطار التنفيذي وإستراتيجية التواصل.

وتتركز أولويات السياسة النقدية في مصر حاليا على تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على هذا الاستقرار. فبعد التوقف عن انتهاج سياسة سعر الصرف الثابت، أصبحت البنوك المركزية في العديد من بلدان العالم تركز اهتمامها على استقرار الأسعار في إطار الاستهداف الكامل للتضخم بغية الموازنة بين الأولويات المحلية والاستقرار الخارجي. وبالنسبة للهدف المتوسط، يشير البنك المركزي المصري في البيان النقدي الصادر عنه إلى التطورات التي يشهدها المعروض النقدي والائتمان بالإضافة إلى مجموعة من العوامل الأخرى منها التنبؤ بالتضخم وفجوة الناتج والتي يمكن أن تؤثر على معدل التضخم الأساسي.

وفي هذا السياق، تمثل مراقبة السيولة المحلية أحد العوامل الهامة اللازمة لضمان فعالية السياسة النقدية في تحقيق الأهداف النهائية. ويتمثل الهدف التشغيلي في سعر الإنترنتك لليلة واحدة. وتحديدًا، يعتمد البنك المركزي المصري على تسهيلي الإقراض والإيداع لليلة واحدة كأدوات رئيسية له ومن ثم يضع الحد الأعلى والسفلي لنطاق تقلبات سعر الإنترنتك لليلة واحدة. فسوق الإنترنتك يساعد البنوك على إدارة ما لديها من سيولة في ضوء تطورات الطلب. ويقترب سعر الإنترنتك من الحد الأدنى الذي يحدده البنك المركزي المصري، أي سعر الفائدة على الودائع، في حالة تجاوز السيولة الزائدة في النظام المصرفي الطلب المحتمل على القروض مما يشير إلى وجود طاقات عاطلة خلال فترات التباطؤ الاقتصادي.

المركز المصري للدراسات الاقتصادية مؤسسة بحثية مستقلة لا تهدف إلى الربح. وتتمثل المهمة الرئيسية للمركز في مساندة جهود التنمية في مصر من خلال إعداد ونشر الدراسات التطبيقية حول سياسات الإصلاح الملائمة للاقتصاد المصري وذلك في ضوء ما تسفر عنه الخبرات الدولية. ويقوم المركز بهذه المهمة من منطلق تحقيق الصالح العام.

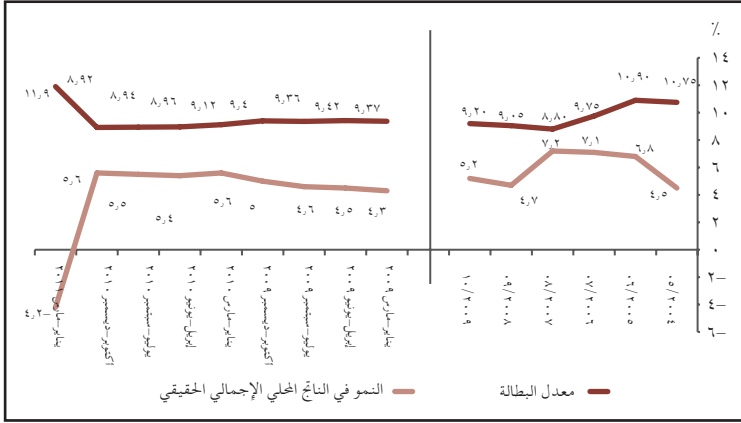
وتعتبر سلسلة "آراء في السياسة الاقتصادية" عن وجهة نظر المركز المصري للدراسات الاقتصادية ومجلس إدارته إزاء القضايا الهامة التي تواجه الاقتصاد المصري. كما تستند هذه السلسلة إلى الأبحاث التي يقوم بها المركز حول هذه القضايا.

### الإدارة

ماجدة قنديل، المدير التنفيذي ومدير البحوث  
أمينة حلمي، نائب المدير لشؤون البحوث وكبير الاقتصاديين  
ماجدة عوض الله، نائب المدير للشؤون المالية والإدارية

كتب هذا العدد من سلسلة آراء في السياسة الاقتصادية د. ماجدة قنديل، المدير التنفيذي ومدير البحوث بالمركز المصري للدراسات الاقتصادية، وذلك بمساعدة بحثية من زياد عامر.

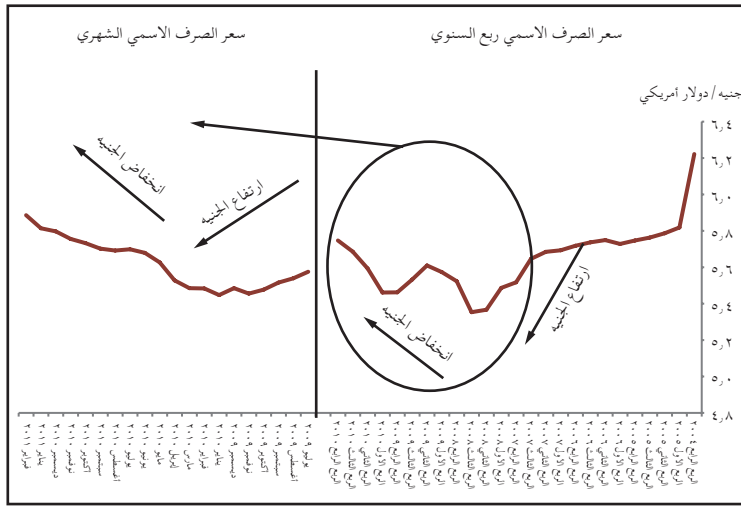
الشكل (٢) : النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل البطالة (سنتوي مقابل ربع سنوي)



المصدر: البنك المركزي المصري (النشرة الإحصائية الشهرية)؛ ووزارة المالية (التقرير المالي الشهري).

الصادرات خلال فترات النمو البطيء. وفي الحقيقة، فإن ارتفاع سعر صرف الجنيه أمام الدولار غالبا ما يتواكب مع دورات التضخم المرتفع، في حين أن فترات انخفاض سعر الصرف غالبا ما تقترن بضعف النمو الاقتصادي، الأمر الذي تفاقم بعد اندلاع الثورة بفعل تباطؤ الطلب الخارجي من ناحية وزيادة التدفقات الرأسمالية الخارجة من ناحية أخرى (الشكل ٣).

الشكل (٣) : سعر الصرف الاسمي (جنيه / دولار)، ربع سنوي مقابل شهري



المصدر: الإحصاءات المالية الدولية؛ البنك المركزي المصري (النشرة الإحصائية الشهرية).

ويخضع اتجاه أدوات السياسة النقدية لاعتبارات الدورة الاقتصادية. ففي ظل الأزمة المالية العالمية، أتبعَت سياسة التيسير النقدي لحفز الطلب على الائتمان وزيادة النمو في القطاع الخاص. وفي الوقت الذي بدأ فيه الاقتصاد في إظهار علامات التعافي، انتهت دورة التيسير النقدي في سبتمبر ٢٠٠٩، وبالتالي لم يتم الإعلان عن أي تغييرات أخرى في أسعار الفائدة الأساسية، وهو ما يدل على تبني موقف محايد، حيث لجأ البنك المركزي المصري إلى طرق غير تقليدية للحد من الضغوط التضخمية لتجنب رفع سعر الفائدة وما قد يترتب عليه من تباطؤ

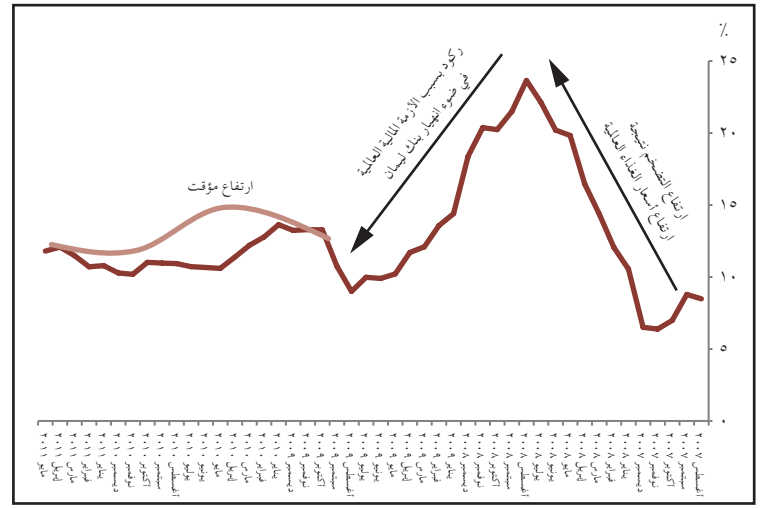
ولتدعيم قدرته على إدارة السيولة بفعالية، يجري البنك المركزي عمليات في السوق المفتوحة من خلال شراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية لأجل ضخ أو امتصاص السيولة المتاحة. ويُناط بلجنة السياسة النقدية التابعة للبنك المركزي المصري اتخاذ قرارات السياسة النقدية، حيث تُصدِر بيانًا بعد اجتماعها مباشرةً لإعلام الجمهور وتثبيت التوقعات التضخمية.

## التطورات الأخيرة في الأهداف النهائية والتشغيلية

يكشف استعراض الاتجاهات الأخيرة في السياسة النقدية عن التحديات التي تنطوي عليها عملية الموازنة بين مكافحة التضخم وحفز النمو في ظل الصدمات العالمية والقيود المفروضة على فعالية أدوات السياسة النقدية.

وتجدر الإشارة إلى أن معدلات التضخم في ظل الصدمات العالمية والضغوط المحلية قد تباينت مع الوقت. فقد ارتفع التضخم بفعل زيادة الأسعار العالمية، ثم أصبح معتدلا مع تباطؤ الاقتصاد وانخفاض الأسعار تدريجيا. ولكن تزايدت الضغوط التضخمية خلال الآونة الأخيرة في أعقاب الأحداث التي واكبت ثورة ٢٥ يناير، إذ باتت تعكس ارتفاع الأسعار العالمية وانخفاض قيمة الجنيه المصري ونقص المعروض وارتفاع الإنفاق الحكومي على الدعم الاستهلاكي (الشكل ١).

الشكل (١) : التضخم الكلي (على أساس سنوي مقارن)



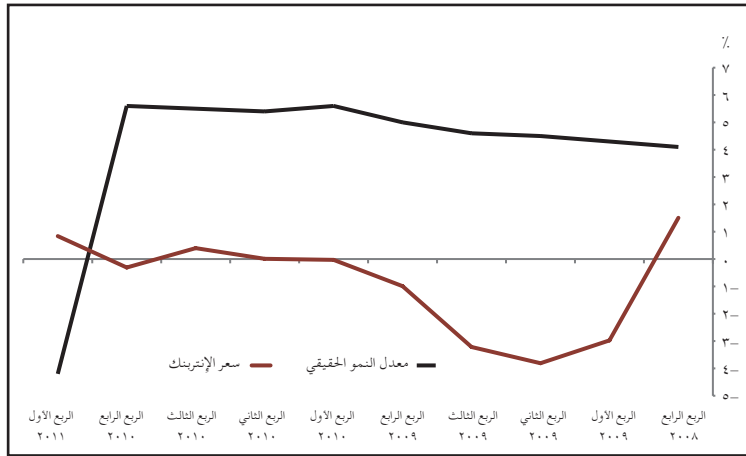
المصدر: البنك المركزي المصري؛ إحصاءات التضخم.

واتسم النمو الحقيقي بمعدلات مرتفعة مقارنة بدول أخرى خلال الأزمة العالمية واستعاد عافيته في عام ٢٠١٠ نتيجة حزمة التحفيز المالي التي أطلقتها الحكومة وانتهاج سياسة نقدية تيسيرية، وإن لم يولد فرص عمل كافية. ولكن مع اندلاع ثورة ٢٥ يناير، شهد الاقتصاد انكماشًا حادًا بسبب تباطؤ الطلب المحلي والخارجي وتعطل النشاط الإنتاجي (الشكل ٢).

وتم تصميم سياسة سعر الصرف بهدف الموازنة بين احتواء الضغوط التضخمية من ناحية ودعم النمو الاقتصادي من ناحية أخرى. فبينما يمثل زيادة سعر الصرف أمرا ضروريا لخفض تكلفة الواردات خلال الفترات التي تشهد معدلات مرتفعة من التضخم، نجد في المقابل أن خفض سعر الصرف مطلوبًا أحيانا لحفز تنافسية

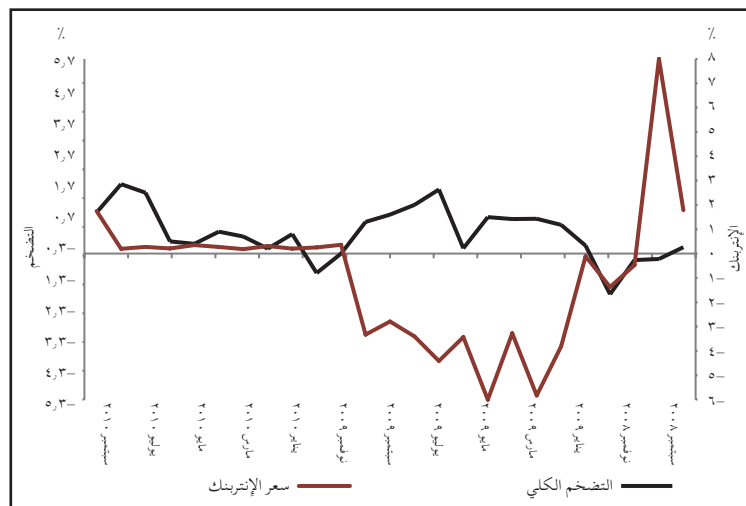
صورة ائتمان موجه للقطاع الخاص، وخاصة إلى المشروعات الصغيرة والمتوسطة لتعبئة النشاط الاقتصادي. وفي الواقع، ارتفعت معدلات النمو الحقيقي استجابة لعمليات التيسير النقدي المتتالية ولكن بعد فترة تباطؤ (الشكل ٦). وفي ظل بطء الطلب على الائتمان، أحجم البنك المركزي المصري عن زيادة سعر الفائدة الأساسي للسيطرة على الضغوط التضخمية المتكررة من جانب العرض بهدف الحفاظ على التعافي الاقتصادي (الشكل ٧).

الشكل (٦) : معدل النمو الحقيقي والمتوسط ربع السنوي لمعدل النمو في سعر الإنترنت ليلة واحدة



المصدر: البنك المركزي المصري (النشرة الإحصائية الشهرية)؛ ووزارة المالية (التقرير المالي الشهري).

الشكل رقم ٧ : التضخم الكلي وسعر فائدة الإنترنت ليلة واحدة



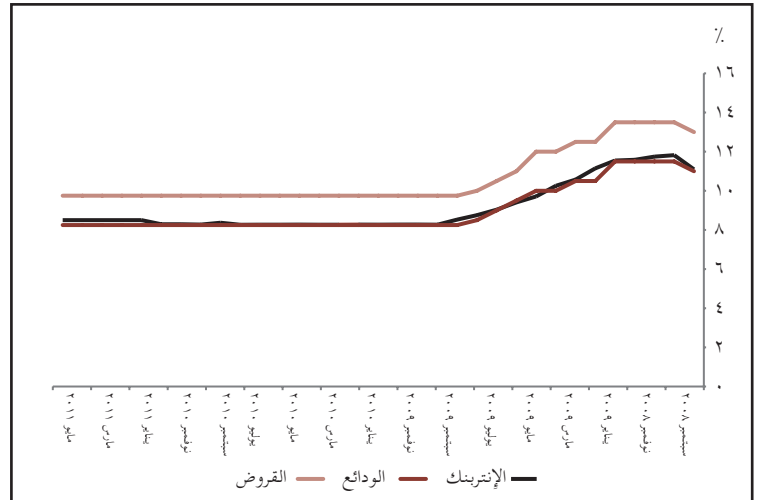
المصدر: البنك المركزي المصري (النشرة الإحصائية الشهرية).

## تحدي صدمات الأسعار النسبية المستمرة

بات واضحاً أن أدوات السياسة النقدية التقليدية غير كافية لمواجهة صدمات الأسعار النسبية المستمرة. فقد أدت تشوهات السوقية والسعرية إلى تفاقم الآثار التضخمية على المستوى المحلي، مما يؤدي إلى استمرار الآثار السلبية لصدمات الأسعار العالمية لفترات طويلة ويشكل تحدياً أمام إدارة السياسة النقدية.

وتيرة التعافي الاقتصادي. وبالفعل يتضح من أدوات السياسة النقدية أن البنك المركزي اتخذ موقفاً محايداً بعد دورة توسعية مطولة امتدت إلى ما بعد ثورة ٢٥ يناير لدعم التعافي الاقتصادي (الشكل ٤).

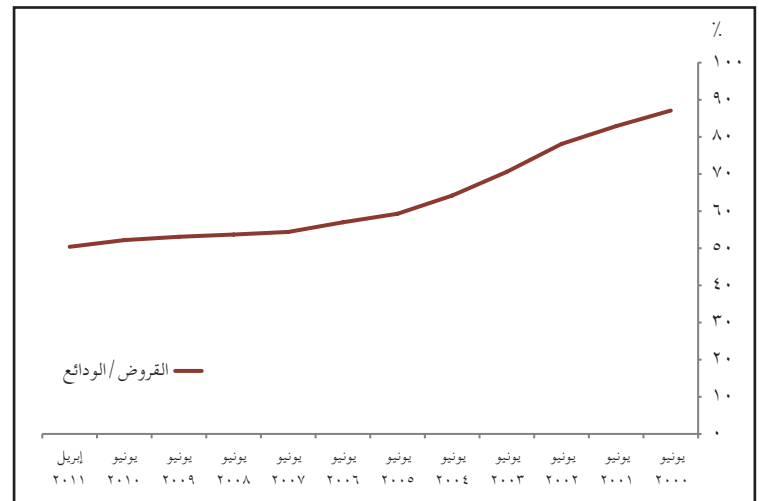
الشكل (٤) : أسعار فائدة الإنترنت و على الودائع والقروض



المصدر: البنك المركزي المصري (النشرة الإحصائية الشهرية).

وعلى الرغم من انتهاج سياسة نقدية توسعية خلال الأزمة العالمية، إلا أن الطلب على الائتمان لم يتسم بالمرونة تجاه تخفيض سعر الفائدة، الأمر الذي حد من فعالية السياسة النقدية. وفي الحقيقة، فإن فائض السيولة بات واضحاً وبدليل الانخفاض المستمر في نسبة القروض إلى الودائع، مما يعكس نقص الاستثمارات القائمة على التمويل بالديون وعدم قيام البنوك التجارية بتعظيم المنافع المرتبطة بالوساطة المالية (الشكل ٥). ورغم ذلك، فقد أدى فائض السيولة إلى تدعيم الاستقرار المالي للجهاز المصرفي بعد ثورة ٢٥ يناير.

الشكل (٥) : نسبة القروض إلى الودائع (مؤشر السيولة)

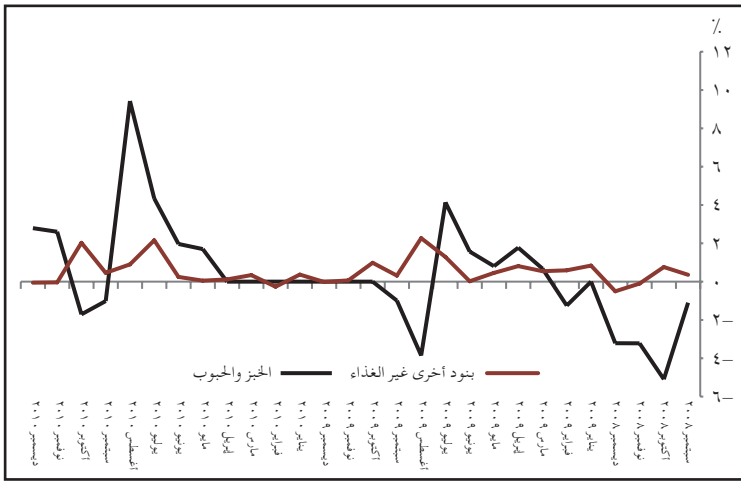


المصدر: البنك المركزي المصري؛ النشرة الشهرية.

غير أن فائض السيولة في النظام المصرفي أدى إلى تقويض فعالية السياسة النقدية التيسيرية. ويعكس هذا الفائض الإخفاق في استخدام السيولة المتاحة في

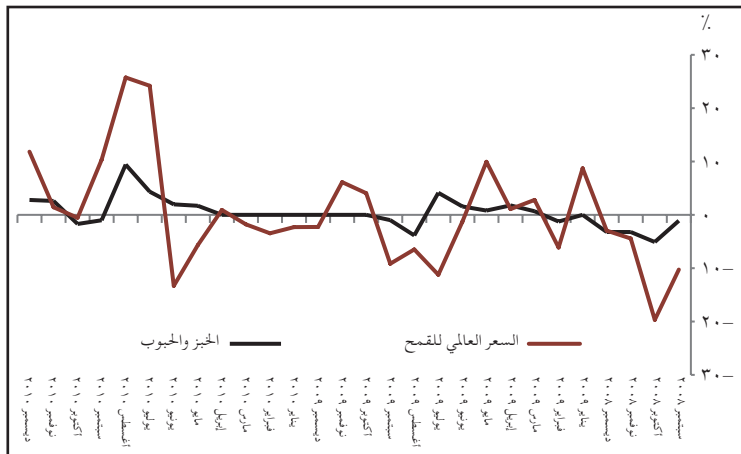
وتشير التطورات الأخيرة في تضخم أسعار الخبز والحبوب والخضروات إلى عدد من الحقائق الهامة التي يتعين أخذها في الاعتبار لزيادة فعالية السياسة النقدية. أولاً، هناك علاقة ترابط إلى حد ما بين تضخم أسعار الخبز والحبوب وتضخم أسعار الخضروات، وكلاهما يمثل مصدراً محتملاً لارتفاع التوقعات التضخمية (الشكل ٩). فأسعار الخبز تعتبر ركيزة للأسعار الأساسية والتوقعات التضخمية. وفي الحقيقة، يتم تمرير التضخم في أسعار الخبز إلى أسعار البنود غير الغذائية بعد فترة زمنية (الشكل ١٠).

الشكل (١٠): تضخم أسعار الخبز والحبوب وتضخم أسعار البنود غير الغذائية (على أساس شهري مقارن)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

الشكل (١١): تضخم سعر الخبز (على أساس شهري مقارن) ونسبة زيادة السعر العالمي للقمح

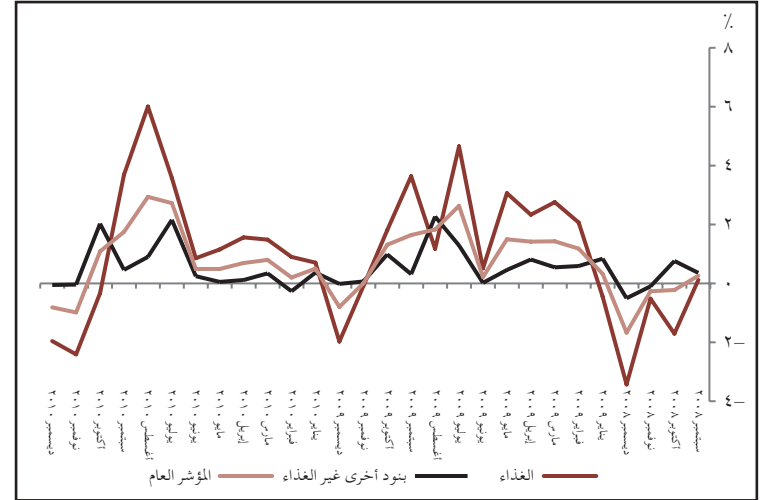


المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

ويبدو أن الصدمات الخارجية تؤثر على سعر الخبز والحبوب (الشكل ١١)، إذ تنتقل الزيادات في الأسعار العالمية للقمح لسعر الخبز على نحو سريع. وفضلاً عن تأثير أسعار السلع الأساسية على تضخم أسعار البنود غير الغذائية، إلا أن الأخير يتأثر كذلك بالنشاط الاقتصادي، الأمر الذي يتيح مجالاً لتطبيق سياسة

ويتكون الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في مصر من بنود الغذاء، وهي بصفة رئيسية الخبز والفاكهة والخضروات (٣٩,٩٢٪ من الوزن الكلي) وبنود أخرى<sup>١</sup> وقد شهد التضخم تقلبات دورية مكثفة ناتجة في الغالب عن التغير في أسعار المواد الغذائية. كما أنه ثمة علاقة ترابط ملموسة بين التضخم في أسعار المواد الغذائية وغير الغذائية (الشكل ٨).

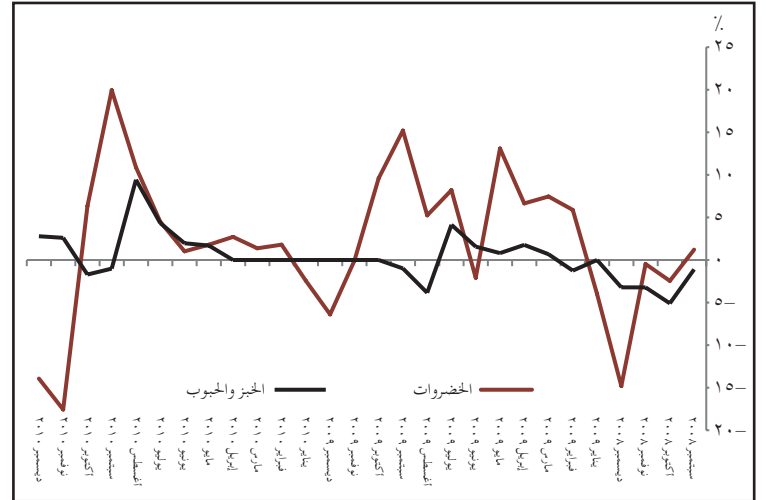
الشكل (٨): التضخم الكلي والتضخم في أسعار المواد الغذائية وغير الغذائية (على أساس شهري مقارن)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

ملاحظة: الغرض من تحليل التضخم الكلي إلى بنود غذائية وغير غذائية هو تحديد أيهما له تأثير أكبر على التضخم الكلي.

الشكل رقم ٩: تضخم أسعار الخبز والحبوب وتضخم أسعار الخضروات (على أساس شهري مقارن)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

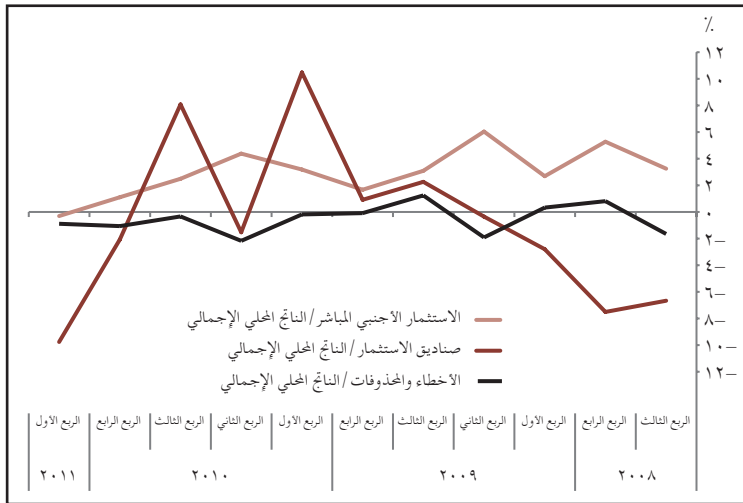
<sup>١</sup> يعتمد المؤشر على سلسلة بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء من أغسطس ٢٠٠٩ وحتى ديسمبر ٢٠١٠ (أحدث بيانات متاحة على المستوى التفصيلي). وكان الوزن الترجيحي القديم للغذاء والمشروبات ٤٣,٨٨٪ استناداً إلى مسح لنفقات الأسرة لعام ٢٠٠٤/٢٠٠٥ وتم تطبيقه على بيانات التضخم حتى يوليو ٢٠١٠. والوزن الجديد هو ٣٩,٩٢٪ بناءً على مسح نفقات الأسرة لعام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ ويتم تطبيقه على بيانات التضخم منذ أغسطس ٢٠١٠.

## صدمات متعددة أخرى تضفي تعقيدا على إدارة السياسة النقدية

تصبح إدارة السياسة النقدية أكثر تعقيدا في مواجهة الصدمات الخارجية التي يمكن أن تهدد الاستقرار الخارجي وتؤدي إلى تزايد الضغوط الداخلية في ظل تقلبات سعر الصرف. وفي حين قد تتأثر تدفقات التجارة والتدفقات الأخرى في الحساب الجاري بالسياسات الداخلية، إلا أن التدفقات في الحساب المالي تتعرض إلى تقلبات أكثر عشوائية نتيجة للظروف العالمية والمخاوف بشأن الاستقرار الداخلي والتي تزايدت في أعقاب الأحداث التي واكبت ثورة ٢٥ يناير.

وتجدر الإشارة إلى أن صافي الاستثمار الأجنبي المباشر لم يستعد مستواه فيما قبل الأزمة المالية العالمية. واتسمت استثمارات الحافظة بالتقلب مما يعكس حالة عدم اليقين التي يعاني منها المستثمرون (الشكل ١٣). وفي الحقيقة، فقد تراجعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بصورة أكبر في أعقاب الثورة بينما ارتفع حجم التدفقات المالية الخارجية، الأمر الذي أضفى مزيدا من التعقيد على تصميم السياسة النقدية وشكل تحديا أمام الجهود المبذولة لتحقيق الاستقرار الخارجي.

### الشكل (١٣): نسب عناصر الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي

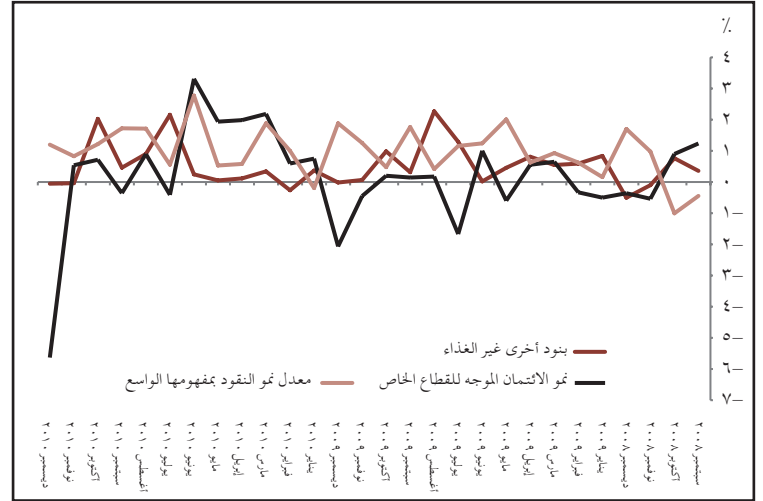


المصدر: وزارة المالية (التقرير المالي الشهري).

كما تزداد التقلبات في سعر الصرف الاسمي تعقيدا بفعل الضغوط التضخمية المصاحبة لها والتي يدعمها تذبذب سعر الصرف نظرا لانفتاح الاقتصاد المصري. وتشكل التقلبات في سعر الصرف تهديدا على الاستقرار الخارجي، كما أنها تمثل تحديا أمام تحقيق أولويات السياسة النقدية للبنك المركزي في إدارة الاقتصاد المحلي. فالأوجه نحو خفض قيمة الجنيه المصري في الآونة الأخيرة يؤدي إلى رفع تكلفة الواردات ومن ثم زيادة الضغوط التضخمية في الوقت الذي قد تشهد فيه الأسعار الخارجية ارتفاعا وخاصة أسعار الغذاء (الشكل ١٤). وبالفعل، ورغم انخفاض الجنيه أمام الدولار في الآونة الأخيرة، إلا أن ارتفاع سعر الصرف الفعّال الحقيقي يهدد القدرة التنافسية للصادرات المصرية (الشكل ١٥).

نقدية فعالة. أي أن نمو النقود بمفهومها الواسع والنمو في الائتمان المحلي ينتقلان إلى تضخم أسعار البنود غير الغذائية بعد فترة من الزمن (الشكل ١٢).

### الشكل (١٢): تضخم أسعار البنود غير الغذائية (على أساس شهري مقارن)، ونمو النقود بمفهومها الواسع والائتمان الموجه للقطاع الخاص



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

## آلية انتقال آثار صدمات الأسعار النسبية الأخيرة

تعد صدمات الأسعار النسبية للمقحم دائمة إلى حد ما نظرا لما يلي: (١) الاحترار العالمي والجفاف المترتب عليه، (٢) النمو المتواصل في الاقتصادات الناشئة والنامية، (٣) زيادة الطلب على البذور والحبوب الزيتية لإنتاج الوقود الحيوي، (٤) التحول في زراعة الأراضي من القمح والمحاصيل الأخرى إلى حبوب الوقود الحيوي، (٥) زيادة أسعار الأسمدة، (٦) زيادة تكاليف النقل على مستوى العالم.

وعادة ما تقترن صدمات أسعار الخبز والحبوب بتصاعد الضغوط التضخمية. كما تنتقل التغيرات في أسعار الخبز والحبوب إلى الأسعار الأخرى في النظام الاقتصادي بصورة سريعة نسبيا، مما يرفع سعر الكثير من المدخلات والسلع الوسيطة. وبعد وقوع الصدمة، يحدث انخفاض أكبر نسبيا في جانب العرض نظرا لانتقال الصدمة إلى العديد من المدخلات، الأمر الذي يستلزم العمل على مكافحة التضخم كأولوية قصوى للسياسة النقدية.

وعلى نحو مماثل، تعد صدمات الأسعار النسبية دائمة إلى حد ما في حالة الخضروات نظرا للعوامل التالية: (١) زيادة الصادرات من الخضروات، (٢) الطفرة التي تشهدها صناعة الأغذية، (٣) ظاهرة الاحترار العالمي، (٤) زيادة الأسعار المحلية للأسمدة، و (٥) فرض لوائح أكثر صرامة على استخدام المبيدات مما أدى إلى خفض المتاح من الخضروات وارتفاع التكلفة.

وخلافا لصددمات أسعار الخبز والحبوب، عادة ما ترتبط صدمات أسعار الخضروات بانخفاض كبير في جانب الطلب. حيث إن ارتفاع أسعار الفاكهة والخضروات يؤدي إلى خفض الدخل الحقيقي والحد من الطلب الاستهلاكي. وبعد وقوع الصدمة، فإن انكماش الطلب نظرا لضعف القوة الشرائية يستلزم إيلاء أولوية للسياسة النقدية لتحفيز الطلب بهدف زيادة النمو.



يتضح من بنود الإنفاق الأساسية أن النمو اعتمد إلى حد كبير على الزيادة في الاستهلاك الخاص (الشكل ١٦)، وهو ما تأثر بصورة سلبية من جراء ارتفاع معدلات البطالة وتدهور المستوى المعيشي في بيئة تتسم بارتفاع معدلات التضخم. لذا يجب أن تركز الأولويات بعد ثورة ٢٥ يناير على زيادة الاستثمارات بغية تدعيم محتوى الوظائف في النمو للحفاظ على استمرارية التعافي وزيادة الثقة على المستوى الدولي في قوة الاقتصاد المصري.

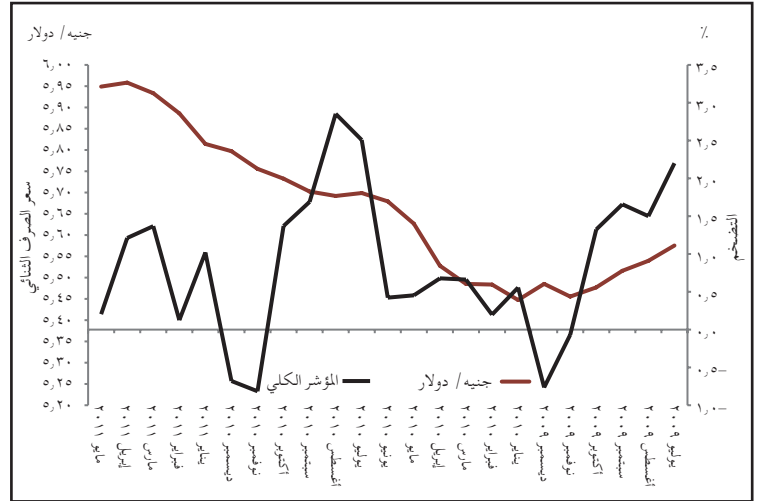
### ملاحظات ختامية

يجب أن تولي السياسة النقدية أولوية للمحافظة على استقرار الأسعار لاحتواء الضغوط التضخمية والحفاظ على القدرة التنافسية للصادرات بغية دعم النمو الاقتصادي وتثبيت الأوضاع الاقتصادية والحد من حالة اللايقين. كما يجب معالجة أوجه القصور التي تحد من فعالية الوساطة المالية لتعزيز آلية عمل السياسة النقدية وزيادة الائتمان الموجه للقطاع الخاص وخاصة لدعم الشركات الصغيرة والمتوسطة. فضلا عن ذلك، يجب أن تهدف سياسة سعر الصرف إلى تحقيق التوازن بين تشجيع الصادرات من جهة واحتواء الضغوط التضخمية من جهة أخرى للمحافظة على القدرة التنافسية وزيادة الطلب الخارجي.

غير أن التغيرات المستمرة في الأسعار النسبية تمثل تحديا أمام إدارة السياسة النقدية؛ أي أن الأمر يتلخص في كيفية امتصاص الصدمة وما إذا كانت صدمة دائمة أم مؤقتة. فالصدمة الدائمة تتطلب تغييرا في توجه السياسة النقدية، أي يُؤخذ تأثيرها في الاعتبار مع تحديد أفق واقعي لاستهداف التضخم. كما يجب أن تهدف السياسات الهيكلية إلى معالجة الجمود الحالي من خلال: (١) معالجة التشوهات الهيكلية التي تؤثر على التوزيع وهوامش الربح، و(٢) تفعيل أنظمة المراقبة وقواعد السوق لضمان أسواق أكثر تنافسية. أما الصدمات العابرة فيمكن استيعابها من خلال استخدام الأدوات غير التقليدية للسياسات مثل: (١) قواعد تنظيم التصدير والاستيراد، و(٢) توفير احتياطي سيولة مؤقت.

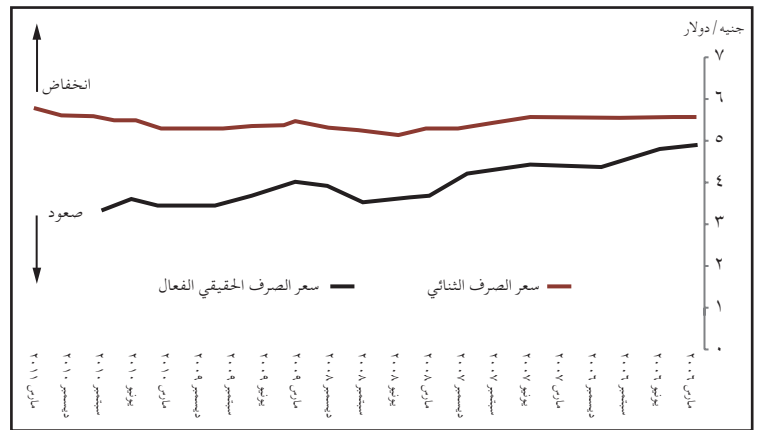
وخلاصة الأمر، فإن تفعيل الأدوات غير التقليدية من شأنه إزالة التشوهات الهيكلية وزيادة فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية. ويعد استهداف التضخم والمحافظة على استقرار النمو مع ضمان اتساق سعر الصرف مع الأساسيات الاقتصادية هدفا رئيسيا لتحقيق المواءمة بين الاستقرار الخارجي والأولويات الداخلية للسياسة النقدية في ضوء تطورات الاقتصاد ومتطلبات الأهداف الاقتصادية والاجتماعية.

الشكل (١٤): التضخم الكلي (على أساس شهري مقارن) مقابل سعر الصرف الثنائي الاسمي (جنيه / دولار)



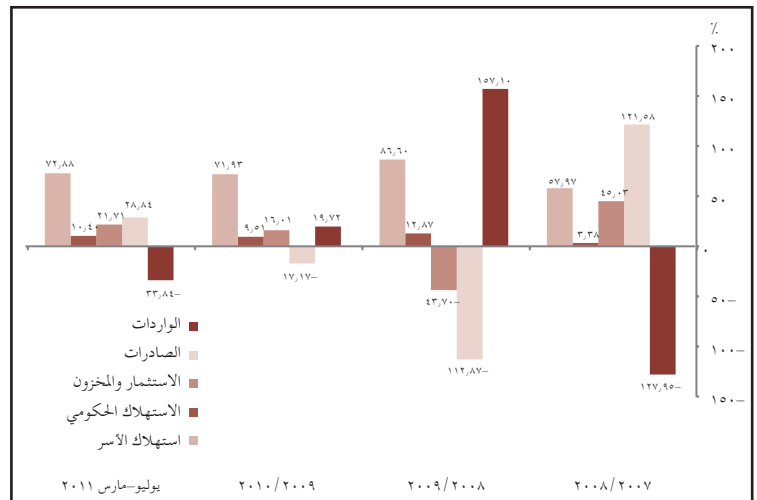
المصدر: البنك المركزي المصري (النشرة الإحصائية الشهرية)؛ إحصاءات التضخم.

الشكل (١٥): سعر الصرف الفعالي الحقيقي مقابل سعر الصرف الثنائي (جنيه / دولار)



المصدر: بيانات CEIC.

الشكل (١٦): المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي (سنوي وربع سنوي)



المصدر: حسابات المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ووزارة التنمية الاقتصادية، مصر.

لمزيد من المعلومات، يرجى الاتصال بالمركز المصري للدراسات الاقتصادية  
أبراج نايل سيتي، البرج الشمالي، الدور الثامن - كورنيش النيل، رملة بولاق  
القاهرة ١١٢٢١ - مصر  
تليفون ٢٤٦١٩٠٣٧ (٢٠٢) فاكس: ٢٤٦١٩٠٤٥ (٢٠٢)  
E-mail: eces@eces.org.eg http://www.eces.org.eg