

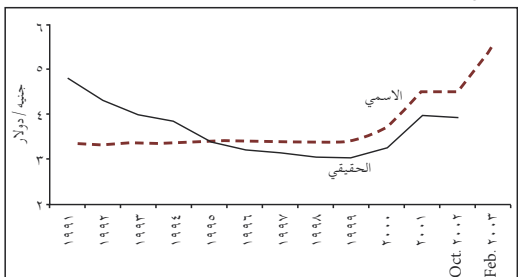
ماذا بعد تحرير سعر الصرف؟

السياسة النقدية في الأجلين القصير والمتوسط في إطار النظام الجديد لسعر الصرف؟

ما مدى نجاح النظام الجديد حتى الآن؟

لم يمتض على قرار الحكومة بتحرير سعر الصرف سوى أسابيع قليلة. لذا، فمن السابق لأوانه تقييم كفاءة العمل في سوق الصرف، ناهيك عن تقدير آثار النظام الجديد على كل من التضخم والنتائج المحلي والتجارة الخارجية. ومع ذلك، من الواضح أن الانخفاض في قيمة الجنيه مقابل الدولار لم يكن بالحدة المتوقعة (overshooting) طبقاً للنظريات الاقتصادية ومقارنة بما حدث في بعض الدول الأخرى بعد تحرير سعر الصرف بها. فقد انخفض السعر الرسمي للجنيه بنسبة ١٩٪ فقط، وذلك من ٤,٦٤ جنيه/دولار في ٢٨ يناير ٢٠٠٣ إلى ٥,٥٢ جنيه/دولار في ٢٥ فبراير ٢٠٠٣، في حين انخفضت قيمة الريال البرازيلي بعد تعويمه بنسبة ٨٧,٥٪ منذ بداية يناير ١٩٩٩ وحتى ذروة الانخفاض خلال نفس الشهر. ويمكن إرجاع الانخفاض المحدود نسبياً في قيمة الجنيه المصري إلى مجموعتين من الأسباب. المجموعة الأولى تتمثل في أن الجنيه قد تم تخفيضه بنسبة ٣٦٪ خلال عامي ٢٠٠١-٢٠٠٢ (انظر الشكل رقم ١). علاوة على ذلك، فقد سُمح للبنوك - قبل تحرير سعر الصرف - بتقاضي عمولة على معاملات الصرف الأجنبي مما جعل سعر الصرف في البنوك مشابه لذلك السائد في السوق الموازية.

شكل (١): سعر الصرف الاسمي والحقيقي في مصر*، ١٩٩١-٢٠٠٣



* سعر الصرف الحقيقي = سعر الصرف الاسمي X (الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الدول الصناعية / الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في مصر).
Source: International Monetary Fund, International Financial Statistics, different issues.

بشكل مفاجئ، كما تملية النظريات الاقتصادية والتجارب الدولية، أعلن رئيس مجلس الوزراء تحرير الجنيه المصري في ٢٨ يناير ٢٠٠٣. ويسجل للحكومة في هذا الصدد أن التحول إلى نظام صرف مرن لم يأت في أعقاب أزمة مالية أو مصرفية أو كلاهما معاً على غرار ما حدث، على سبيل المثال، في المكسيك عام ١٩٩٤، والبرازيل عام ١٩٩٩، والأرجنتين مؤخراً، بل جاء هذا القرار لمعالجة عدم اتساق السياسات الكلية والناجم عن جمود سعر الصرف، مع العزوف عن استخدام الاحتياطات الدولية للدفاع عن الجنيه مقابل الدولار، فضلاً عن محاولة الحكومة تخفيض سعر الفائدة لتحفيز النشاط الاقتصادي. كان من المطلوب اتخاذ قرار ما، ومن هنا جاء قرار تحرير سعر الصرف.

والسؤال الآن هو: هل يعتبر تحرير سعر الصرف نهاية المطاف؟ الجواب نعم ولا. فمن ناحية، جاء تحرير سعر الصرف ليضع نهاية للتساؤل حول أيهما أكثر ملاءمة للاقتصاد المصري: التعويم أم التثبيت؛ كما أن التراجع أو مجرد التفكير في التراجع ستكون تكلفته باهظة، وخاصة فيما يتعلق بمصادقية السياسات الاقتصادية. أما من الناحية الأخرى، فقد أبرز هذا القرار أهمية الإجابة عن تساؤل آخر وهو كيف يمكن ضمان نجاح هذا النظام، لاسيما وأن تحرير سعر الصرف يمنح السلطات النقدية لأول مرة فرصة لإدارة سياسة نقدية فعالة، وهو ما يستلزم اختيار محور ارتكاز اسمي جديد، وقاعدة نقدية جديدة، وفهم متعمق لآليات السياسة النقدية (transmission mechanisms)، وإلى بنك مركزي تتوافر لديه الطاقات المؤسسية اللازمة لإدارة هذه السياسة. ويتوقف نجاح النظام الجديد على مدى توافر هذه المقومات ومدى كفاءة العمل في سوق الصرف.

ويهدف هذا العدد من آراء في السياسة الاقتصادية إلى المساهمة في الجهود الساعية إلى إنجاح نظام سعر الصرف الجديد، وذلك من خلال الإجابة عن ثلاثة أسئلة رئيسية، وهي: ما مدى نجاح النظام الجديد حتى الآن؟ ما هي الآثار المحتملة لتحرير سعر الصرف؟ وأخيراً، ما هو الأسلوب الأفضل لإدارة

تعتبر 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.

أعضاء المركز المصري للدراسات الاقتصادية

مصطفى خليل - الرئيس الفخري
طاهر حلمي - رئيس مجلس الإدارة
جلال الزرية - نائب رئيس مجلس الإدارة
محمد لطفي منصور - الأمين العام
عمر مهنا - أمين الصندوق الفخري

أحمد المغربي

أحمد بهجت

أحمد جلال

أحمد عز

أيمن لاط

جمال مبارك

حاتم نيازي مصطفى

حازم حسن

رائد يحيى

رشيد محمد رشيد

شفيق البغدادي

عادل الليان

فاروق الباز

مجدى إسكندر

محمد العريان

محمد تيمور

محمد شفيق جبر

محمد فريد خميس

معتز الألفي

منير عبد النور

الإدارة

أحمد جلال

المدير التنفيذي ومدير البحوث

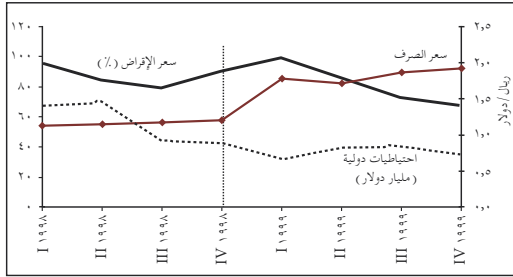
سميحة فوزي

نائب المدير التنفيذي وكبير الاقتصاديين

ماذا بعد تحرير سعر الصرف؟

الصرف في الأجل المتوسط، فهو اتباع قاعدة نقدية واضحة المعالم، وذلك في إطار سياسة نقدية تستهدف معدل التضخم كمحور ارتكاز اسمي كما سنناقش بمزيد من التفصيل فيما بعد .

شكل (٢) : التدني الحاد في قيمة الريال البرازيلي عقب تعويمه في يناير ١٩٩٩



Source: International Monetary Fund, International Financial Statistics, March 2002.

ما هي الآثار المحتملة لتحرير سعر الصرف؟

يأتي التحول في مصر نحو نظام مرن لسعر الصرف متسقاً مع تجارب كثير من الاقتصاديات الناشئة في الفترة الأخيرة، إذ توضح بيانات صندوق النقد الدولي ارتفاع نسبة الدول النامية التي أعلنت تحولها إلى هذا النظام من ١١٪ في عام ١٩٧٦ إلى ٦٢٪ عام ٢٠٠١. وفي الوقت نفسه، انخفضت نسبة الدول التي أعلنت اتباعها لنظام ثابت لأسعار الصرف من ٨٦٪ في ١٩٧٦ إلى ٣٥٪ في ٢٠٠١. وقد ترتب على ما سبق انخفاض نسبة الدول التي تطبق أنظمة سعر صرف وسيطة.

ومن النتائج الإيجابية التي سوف تترتب على اتباع النظام الجديد زيادة الثقة في الاقتصاد المصري وقدرته على جذب الاستثمارات وامتصاص الصدمات الخارجية، فضلاً عن زيادة الصادرات. علاوة على ذلك، فإن النظام الجديد سيمكن البنك المركزي من القيام بدور المقرض الأخير للبنوك، وبالتالي يعزز من قدرته على إدارة دفة الاقتصاد في الاتجاه الصحيح. وفي المقابل، هناك آراء مفادها أن تلك الفوائد قد يصاحبها بعض التكاليف مثل ارتفاع معدلات التضخم، وانكماش الناتج، فضلاً عن الآثار السلبية على بعض فئات المجتمع. والسؤال هو: هل سيتأثر الاقتصاد المصري بشدة نتيجة لهذه الآثار السلبية؟ والإجابة المختصرة "ليس كثيراً".

التضخم

تشير الدراسات إلى أن معدلات التضخم تزيد في الدول التي تطبق أنظمة سعر صرف مرنة عنها في الاقتصاديات ذات الأنظمة الثابتة. ولهذا، فإنه من المتوقع زيادة معدل التضخم في مصر عقب تحرير سعر الصرف. ويلاحظ من حركة الأسعار عقب التعويم أن ذلك يحدث بالفعل. ولكن، إلى أي مدى سيرتفع معدل التضخم، وكيف يمكن السيطرة عليه في إطار النظام الجديد؟

هناك ما يدعونا للاعتقاد بأن درجة تأثير تخفيض قيمة الجنيه على التضخم لن تكون مرتفعة للغاية في مصر، وذلك لعدة أسباب: أولها ضعف العلاقة بين معدل التضخم وسعر الصرف الاسمي (شكل ٣). كما أن الاقتصاد المصري لا يعد منفتحاً بصورة كبيرة على الاقتصاد العالمي، إذ لا تتعدى نسبة الواردات من السلع والخدمات إلى الناتج المحلي الإجمالي ٢٣٪. كذلك، سبقت قرار التعويم مجموعة من التخفيضات المتتالية في

أما المجموعة الثانية من الأسباب فتتمثل في أن سوق الصرف مازالت لا تعمل بالكفاءة المنشودة، ولعل خير دليل على ذلك عدم قدرة بعض الشركات على الحصول على العملة الأجنبية من البنوك بالأسعار المعلنة، واستمرار بعض المعاملات في السوق الموازية وبأسعار تزيد عن متوسط الأسعار المعلنة من قبل البنك المركزي، وضعف الاتجاه لتحويل الودائع الدولارية إلى ودائع بالجنيه المصري على الرغم من أن فارق سعر الفائدة بينهما يبلغ حوالي ٨ نقاط مئوية. وبالمقارنة، فإن تخفيض سعر الصرف في عام ١٩٩١ قد أدى إلى تراجع نسبة الدولار من ٥٣,٧٪ في ١٩٩١/٩٠ إلى ٣٧,٣٪ في ١٩٩٢/٩١. ويتضح مما تقدم وجود بعض الاختلالات في سوق الصرف الأجنبي، وهو ما يستدعي البحث عن كيفية علاجها.

وهناك اختياران أساسيان لعلاج هذه الاختلالات: الأول يعتمد على القرارات الإدارية، أما الثاني فيستند إلى آليات السوق. ويتضمن الأسلوب الأول اتخاذ إجراءات تفضيلية لاستخدام العملة الأجنبية، وإلزام الشركات التي تحصل على إيرادات بالعملة الصعبة ببيع حصيلتها من النقد الأجنبي للبنوك. ويؤخذ على هذا الأسلوب أنه لم ينجح في الماضي، حيث إنه لم يحقق الكفاءة في استخدام الموارد أو الاستقرار المنشود في سوق الصرف، ولم يقض كذلك على السوق الموازية على الرغم من العقوبات الصارمة التي فرضتها الحكومة على مخالفتها التعامل في النقد الأجنبي. بالإضافة إلى ذلك، يتعارض الأسلوب الإداري مع طبيعة وروح التحول إلى نظام مرن لسعر الصرف، كما أنه يؤجل عملية الوصول إلى سعر صرف توازني. ولهذه الأسباب مجتمعة تبرز الحاجة إلى تجربة البديل الثاني والذي يستند إلى آليات السوق، ويرتكز على مبدأ تحفيز المتعاملين في السوق للتعامل من خلال القنوات الرسمية. ويتضمن هذا الأسلوب اتخاذ إجراءات تسمح بتغيير سعر الصرف بأقل قيود ممكنة، مع التدخل بصورة غير مباشرة على سبيل المثال عن طريق إتاحة مزيد من النقد الأجنبي من خلال عمليات السوق المفتوحة عندما يحدد سعر الصرف كثيراً عن مستواه التوازني. ويشمل هذا الأسلوب أيضاً اتخاذ الإجراءات المناسبة لتدعيم المنافسة، وليس الاتفاقات، بين البنوك فيما يتعلق بسعر الصرف أو الهوامش المعلنة. وأخيراً، يمكن للسلطات النقدية رفع سعر الفائدة مؤقتاً أو الحصول على موارد إضافية من الخارج لتخفيف حدة الضغط على الجنيه المصري.

ومن الجدير بالذكر أن الاعتماد على قوى السوق أو المنافسة لا يعني أن السوق ليست في حاجة إلى قواعد. بل على العكس، يجب أن يلتزم المتعاملون بمجموعة من القواعد الواضحة ومنها، على سبيل المثال، ما يتعلق بالإفصاح والمعاملات النقدية والتعاملات بين البنوك فضلاً عن العلاقة بين البنوك والعملاء. وربما يكون الوقت ملائماً الآن لإعادة النظر في العلاقة بين البنك المركزي والبنوك، وهي علاقة يشوبها الدور المزدوج الذي يلعبه البنك المركزي كمشرّف على البنوك، وكذلك كما لو كان مالكا لبنوك القطاع العام بعد إلغاء وزارة الاقتصاد.

ويرجع التخوف من الاعتماد كلية على آليات السوق إلى احتمال حدوث انخفاض حاد في قيمة العملة وتقلبات شديدة في سعر الصرف. وعلى الرغم من كون هذا التدني المبالغ فيه شائعاً بين الدول التي تحولت من نظام سعر صرف ثابت إلى نظام مرن، إلا أن هذه الظاهرة مؤقتة، وسرعان ما يعود سعر الصرف (وسعر الفائدة في حالة رفعه) إلى الانخفاض عندما يشعر المتعاملون بأن سعر الصرف يعكس أساسيات الاقتصاد (كما يتبين من مثال البرازيل في شكل ٢). أما أفضل الطرق لتجنب التقلبات الشديدة في سعر

المركز المصري للدراسات الاقتصادية

ولتفادي الانخفاض الحاد في قيمة الجنيه. وأخيراً، حتى ولو سلمنا جدلاً بانخفاض مرونة الصادرات في مصر، فإن انخفاض قيمة الجنيه سوف يشجع بعض الشركات على زيادة صادراتها. أما في الأجل المتوسط، فمن المتوقع أن يؤدي النظام الجديد إلى زيادة معدل النمو، وذلك إذا ما نجح في زيادة الصادرات وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

الآثار التوزيعية

من الواضح أن الشركات التي سوف تستفيد من تحرير سعر الصرف هي الشركات التي تقوم بالتصدير أو تلك التي تعمل في قطاع السياحة، بينما من المتوقع أن يتعرض للخسارة كل من الشركات ذات المديونيات الدولار، وأصحاب الدخل الثابتة، وخاصة موظفي الحكومة وأصحاب المعاشات نتيجة لتآكل دخولهم الحقيقية من جراء التضخم. وعلى الرغم من أن المستوردين سيواجهون ارتفاعاً في أسعار الواردات، إلا أن درجة تأثيرهم بهذا الارتفاع تتوقف على مدى قدرتهم على نقل الزيادة في الأسعار للمستهلكين. أما فيما يتعلق بالآثار الصافية على الموازنة العامة للدولة فمن الصعب القطع بها، إذ يتوقف تقديرها على الزيادة المتوقعة في الإيرادات كنتيجة لارتفاع قيمة الرسوم الجمركية وعائدات قناة السويس وصادرات البترول والغاز الطبيعي، وذلك مقارنة بالزيادة المنتظرة في الإنفاق لخدمة الدين الخارجي وتكلفة الواردات من السلع الأساسية.

وفي محاولة للتخفيف من الآثار السلبية على أصحاب الدخل الثابتة، أعلنت الحكومة عن اعتمائها تحمل الزيادة في أسعار السلع الأساسية المستوردة (مثل القمح والسكر وزيت الطعام)، إلا أن هذا الإجراء قد يكون غير كافي بمفرده، وهو ما قد يتطلب النظر في إمكانية زيادة الرواتب. أما بالنسبة للشركات التي ترتفع مديونياتها الدولار، فقد أعلنت الحكومة أن عليها سداد ديونها بنفس عملة الاقتراض. وعليه، فسوف تواجه الشركات التي تحصل على إيراداتها بالعملة المحلية صعوبة في الوفاء بالتزاماتها الخارجية، الأمر الذي قد يتطلب إبرام اتفاقيات تسوية مع الدائنين كي تتمكن من تخطي هذه المرحلة الانتقالية.

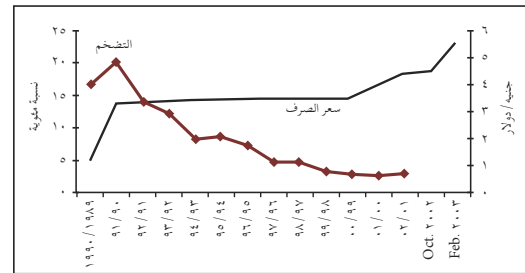
ما هو الأسلوب الأفضل لإدارة السياسة النقدية في الأجلين القصير والمتوسط في إطار النظام الجديد لسعر الصرف؟

بالنسبة للأجل القصير، تؤكد تجارب كثير من الدول أن الأسلوب الأفضل لإدارة السياسة النقدية في مصر يستلزم السماح لسعر الصرف بالتحرر بأقل قدر من القيود، حتى ولو أدى ذلك إلى انخفاض قيمة الجنيه بشكل كبير. وفي ذات الوقت، يمكن زيادة سعر الفائدة مؤقتاً، مع قيام البنك المركزي بضخ كميات من العملة الصعبة (من خلال استخدام الاحتياطي الدولي، الاقتراض من الخارج، أو الخصخصة) للتخفيف من الضغط على سعر الصرف. وهذه المجموعة من السياسات مطلوبة سواء حصلت مصر على مساندة من المؤسسات الدولية أو لم تحصل. أما في حالة اندلاع الحرب في العراق، فسوف تبرز أهمية حصول مصر على مساندة خارجية، وخاصة أن الخسائر الناجمة عن الحرب المحتملة هي ذات طبيعة انتقالية ولا ترتبط بأساسيات الاقتصاد القومي.

أما في الأجل المتوسط، فإن إدارة السياسة النقدية في ظل نظام من سعر الصرف تحتاج إلى رؤية جديدة، وهو ما أعلن عنه بالفعل محافظ البنك المركزي (أبو العيون، ٢٠٠٣). وعليه، فإن الخطوة التالية هي ترجمة هذه الرؤية إلى خيارات واضحة فيما يتعلق بمحور الارتكاز الاسمي،

قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار، مما يحد من ضرورة حدوث انخفاض شديد في قيمة الجنيه لتعويض التأخر في تحرير سعر الصرف. كذلك، وعلى خلاف غالبية دول أمريكا اللاتينية، لا يعد ربط الأجور بمعدل التضخم سمة شائعة من سمات الاقتصاد المصري، مما يحد من إمكانية حدوث تضخم حلزوني (spiral inflation). بالإضافة إلى ذلك، جاء تحرير نظام الصرف في وقت يعاني فيه الاقتصاد المصري من الركود، حيث بلغ متوسط معدل النمو نحو ٣٪ مقارنة بـ ٥٪ خلال التسعينيات. وعليه، فإن تحول الطلب من السلع المستوردة إلى السلع المنتجة محلياً لن يؤدي إلى نفس الآثار التضخمية التي كانت ستنتج إذا ما كان الاقتصاد في حالة توظيف كامل. وأخيراً، فقد أعلن البنك المركزي أن السيطرة على معدلات التضخم هو الهدف الحالي للسياسة النقدية (أبو العيون، ٢٠٠٣).

شكل (٣): سعر الصرف الاسمي والتضخم* في مصر، ١٩٩٠/٨٩ - ٢٠٠٢/٠١



* نهاية الفترة.

Sources: Ministry of Foreign Trade, Monthly Economic Bulletin; Ministry of Economy, Quarterly Economic Digest.

انكماش الناتج

وفضلاً عن التخوف من التضخم، يرى البعض أن التحول لنظام من سعر الصرف قد يؤدي إلى آثار انكماشية. فانخفاض قيمة الجنيه بشكل مغالي فيه قد يدفع الشركات ذات المديونيات الدولار إلى الإفلاس، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الناتج. كذلك، سترتب على ارتفاع أسعار الفائدة بهدف الحد من الانخفاض في قيمة الجنيه تراجع الاستثمارات، وبالتالي انخفاض معدلات النمو. كما يضيفون أن انخفاض مرونة الصادرات لن يمكن الشركات من الاستفادة من تحرير سعر الصرف. وبالرغم من صعوبة تجاهل هذه الآراء، إلا أنها تفتقر إلى الأدلة العملية، ولاسيما في الأجلين المتوسط والطويل، كما أوضحت تجربتنا كل من المكسيك والبرازيل خلال التسعينيات.

وبالنسبة لمصر، فعلى الرغم من عدم وجود دراسات توضح العلاقة بين أنظمة سعر الصرف المختلفة والناتج، إلا أن هناك عدة عوامل تدعونا للقول بأن تحرير سعر الصرف لن يؤدي إلى انكماش شديد في الناتج. ومن أهم هذه العوامل انخفاض نسبة المديونيات الدولار للشركات (مقاسة بنسبة المديونيات الدولار إلى إجمالي القروض) وذلك من ٣٠,٦٪ في ١٩٩٤ إلى ٢١,٢٪ في عام ٢٠٠٢. وعليه، فبينما من المتوقع أن تواجه بعض الشركات صعوبات من جراء انخفاض قيمة الجنيه، إلا أن معظم الشركات لن يواجه نفس القدر من المصاعب. أما العامل الثاني فهو اتساع الفجوة بين أسعار الفائدة على الودائع بالجنيه والدولار بفضل انخفاض سعر الفائدة في الولايات المتحدة. ومن ثم، فلا يوجد مبرر لرفع سعر الفائدة على الجنيه بصورة كبيرة للحيلولة دون هروب رؤوس الأموال إلى الخارج

ماذا بعد تحرير سعر الصرف؟

بما يمكن البنك من القيام بتحليلات دقيقة بالنسبة للواقع والمستقبل. وتشمل عملية التحول أيضا إعادة النظر في نظام الحوافز الممنوحة لموظفي البنك المركزي بما يساعد على تشجيعهم وجذب خبرات جديدة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن قطاع البحوث واللجنة المنوط بها وضع السياسات يلعبان دورا مهما في البنك المركزي بعد تطويره.

وجدير بالذكر أن البنك المركزي المصري قد بدأ بالفعل عملية التحول، وذلك من خلال الاهتمام بتنمية المهارات والتدريب، وتطوير وتدقيق المعلومات بالاعتماد على تكنولوجيا المعلومات، وإنشاء لجنة للسياسات. ورغم ذلك، فمازالت هناك تحديات كبيرة يجب التغلب عليها، مثل اختيار العناصر العاملة في البنك المركزي، وتقديم الحوافز المطلوبة لهم وتطوير قدرات قطاع البحوث.

ملاحظات ختامية

طبقت مصر على مدار الخمسة عشرة عاما الماضية نظاما مختلفا لسعر الصرف. فبعد أن كانت تتبع سياسة تتسم بتعدد أسعار الصرف، قامت الدولة في عام ١٩٩١ بتوحيد وتخفيض سعر الصرف، وتثبيتته بهدف السيطرة على معدل التضخم. وفي يناير ٢٠٠١، تم التخلي عن النظام الثابت لسعر الصرف والتحول إلى نظام سعر صرف بسيط. ولكن هذا النظام لم يختبر عمليا، الأمر الذي أدى إلى تعويم سعر الصرف في يناير ٢٠٠٣. ويتمثل التحدي الحالي في العمل على إنجاح هذا النظام الجديد.

وفي محاولة للمساهمة في إنجاح النظام الجديد، طرحت الورقة مجموعة من المقترحات حول أسلوب إدارة السياسة النقدية في ظل النظام الجديد للصرف الأجنبي في الأجلين القصير والمتوسط. إلا أنه لا بد من التأكيد في نهاية هذه الورقة على أن نجاح النظام الجديد يتوقف أساسا على كيفية إدارة التوقعات. وفي هذا الشأن تبرز أهمية الإعلان عن إطار كلي متسق وواضح الأهداف، والاعتماد على آليات السوق في إدارة النظام، وكذلك أهمية الحصول على مساندة من المؤسسات المالية الدولية. وكلما أسرعنا في اتخاذ مثل هذه الإجراءات، كلما تمكنا من جني ثمار النظام الجديد في أقرب وقت ممكن.

المراجع:

د. أبو العيون، محمود. ٢٠٠٣. "السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية"، سلسلة أوراق العمل، رقم ٧٨، المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

د. كاردوسو، إليانا ود. أحمد جلال. محرران. ٢٠٠٢. السياسة النقدية وأنظمة سعر الصرف: خيارات لدول الشرق الأوسط. المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

كتب هذا العدد من "آراء في السياسة الاقتصادية" الدكتور أحمد جلال، المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

لمزيد من المعلومات عن المركز وإصداراته اتصل بالمركز المصري للدراسات الاقتصادية:
مركز التجارة العالمي - ١١٩١ كورنيش النيل - الدور ١٤ - القاهرة ١١٢٢١ - مصر
تليفون: ٥٧٨١٢٠٢ (٢٠٢) فاكس: ٥٧٨١٢٠٥ (٢٠٢)

E-mail: eces@eces.org.eg

<http://www.eces.org.eg>

والقاعدة المثلى للتدخل في سوق الصرف، وقاعدة إدارة السياسة النقدية، والإجراءات اللازمة لتدعيم الطاقات المؤسسية للبنك المركزي. وفيما يلي نقاش هذه القضايا بإيجاز، ولمزيد من التفاصيل يرجى الرجوع إلى: (Cardoso and Galal, 2002).

محور الارتكاز الاسمي

ترجع الحاجة إلى تحديد محور ارتكاز اسمي إلى أهميته في توجيه التوقعات. وفي ظل نظام حر لسعر الصرف، فإن استهداف معدلات التضخم هو البديل الأكثر انتشارا بين الاقتصاديات الناشئة، وذلك لوضوحه وسهولة مراقبته. وتمثل أهم الشروط اللازم توافرها لاستهداف معدلات التضخم في: عدم اتباع محور ارتكاز اسمي آخر (سواء أكان سعر الصرف أو الأجور)؛ والقدرة على تطبيق سياسة نقدية مستقلة وغير خاضعة لاعتبارات السياسة المالية. هذا وبينما يتوافر الشرط الأول في مصر كنتيجة لتحرير سعر الصرف مؤخرا، إلا أن درجة استقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية لازالت محل نقاش في إطار قانون البنوك الجديد.

التدخل في سعر الصرف

لا يخلو نظام سعر الصرف المرن من تدخل البنك المركزي. بمعنى أنه لا يوجد ما يسمى بالتعويم النظيف (clean float). ففي إطار استهداف معدلات التضخم، تتدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف لأن سعر الصرف يؤثر على التضخم من خلال تأثيره على الأسعار النسبية للسلع المحلية مقارنة بالسلع الأجنبية، وبالتالي على الطلب المحلي والأجنبي على السلع المحلية، ومن ثم على الطلب الكلي والتضخم. كما يؤثر سعر الصرف بصورة مباشرة على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (consumer price index) من خلال تأثيره على أسعار الواردات.

وفضلا عن تأثير تحرير سعر الصرف على التضخم، ترجع أهمية تدخل البنك المركزي إلى الحاجة لتفادي التشوّهات طويلة المدى في أسعار الصرف، والتي غالبا ما تنجم عن التقلبات المصاحبة لتدفقات رؤوس الأموال. ويمكن التغلب على هذه التشوّهات باتباع نطاق متحرك ذي حدود واضحة ومحددة حول سعر توازني (floating bands)، أو اتباع ما يسمى بنطاق المراقبة (monitoring bands) مع التدخل التكتيكي داخل النطاق دون الالتزام بالدفاع عن حدوده.

القواعد النقدية

يتطلب استهداف معدل التضخم تطبيق شكل أو آخر من أشكال قاعدة تيلور (Taylor's Rule). ووفقا لهذه القاعدة، يمكن تحديد سعر الفائدة مع الأخذ في الاعتبار الفجوة في الناتج (أي الفرق بين الناتج المحلي الإجمالي الفعلي والناتج عن مستوى التشغيل الكامل)، ودرجة انحراف معدل التضخم المتوقع عن المستهدف وكذلك انحراف سعر الصرف عن السعر المستهدف. وليس من الضروري أن يكون معدل التضخم المستهدف هو الرقم القياسي السنوي لأسعار المستهلكين، أو رقم بعينه؛ بل يمكن استهداف نطاق من معدلات التضخم لمجموعة من السنوات.

البنك المركزي

عادة ما تمر البنوك المركزية بتحويلات جذرية حتى تتمكن من إدارة السياسة النقدية في ظل نظم الصرف المرنة. ويشمل هذا التحول إعادة التنظيم الداخلي بهدف تدعيم قدرة البنك على وضع السياسات وتنمية المهارات