



المركز المصري للدراسات الاقتصادية

ECES

The Egyptian Center for Economic Studies

أولويات السياسة النقدية واستهداف التضخم

د. ماجدة قنديل

المدير التنفيذي ومدير البحوث

٩ مايو ٢٠١٢

ملخص

- ١ - نظرة عامة على السياسة النقدية في مصر
- ٢ - التطورات في أهداف السياسة النقدية خلال الأونة الأخيرة
- ٣ - المؤشرات النقدية الرئيسية
- ٤ - تأثير الهيمنة المالية على السياسة النقدية
- ٥ - تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الكلي
- ٦ - توصيات السياسات

١- نظرة عامة على السياسة النقدية في مصر

أ- إطار عمل السياسة النقدية

ب- إستراتيجية السياسة النقدية

ت- تنفيذ السياسة النقدية

أ- إطار عمل السياسة النقدية

- شهدت السياسة النقدية تقدماً ملحوظاً منذ أوائل عام ٢٠٠٤.
- حدثت تغييرات ملموسة أدت إلى إعادة تشكيل إستراتيجية السياسة النقدية، بما في ذلك الأهداف النهائية والمتوسطة والتشغيلية.
- تم تحديث الإطار التنفيذي وإستراتيجية التواصل.

ب- إستراتيجية السياسة النقدية

الهدف النهائي

أصبح تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على هذا الاستقرار هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية.

الهدف المتوسط

لا يلزم أن يكون الهدف المتوسط بالضرورة متغيرا وحيدا. وفي الحقيقة، يشير البنك المركزي المصري في بيانه النقدي إلى التطورات في المعروض النقدي والائتمان ومجموعة من العوامل الأخرى من بينها توقعات التضخم وفجوة الناتج والتي قد تؤثر على معدل التضخم الأساسي.

الهدف التشغيلي

سعر الإئربنك لليلة الواحدة.

ج- تنفيذ السياسة النقدية

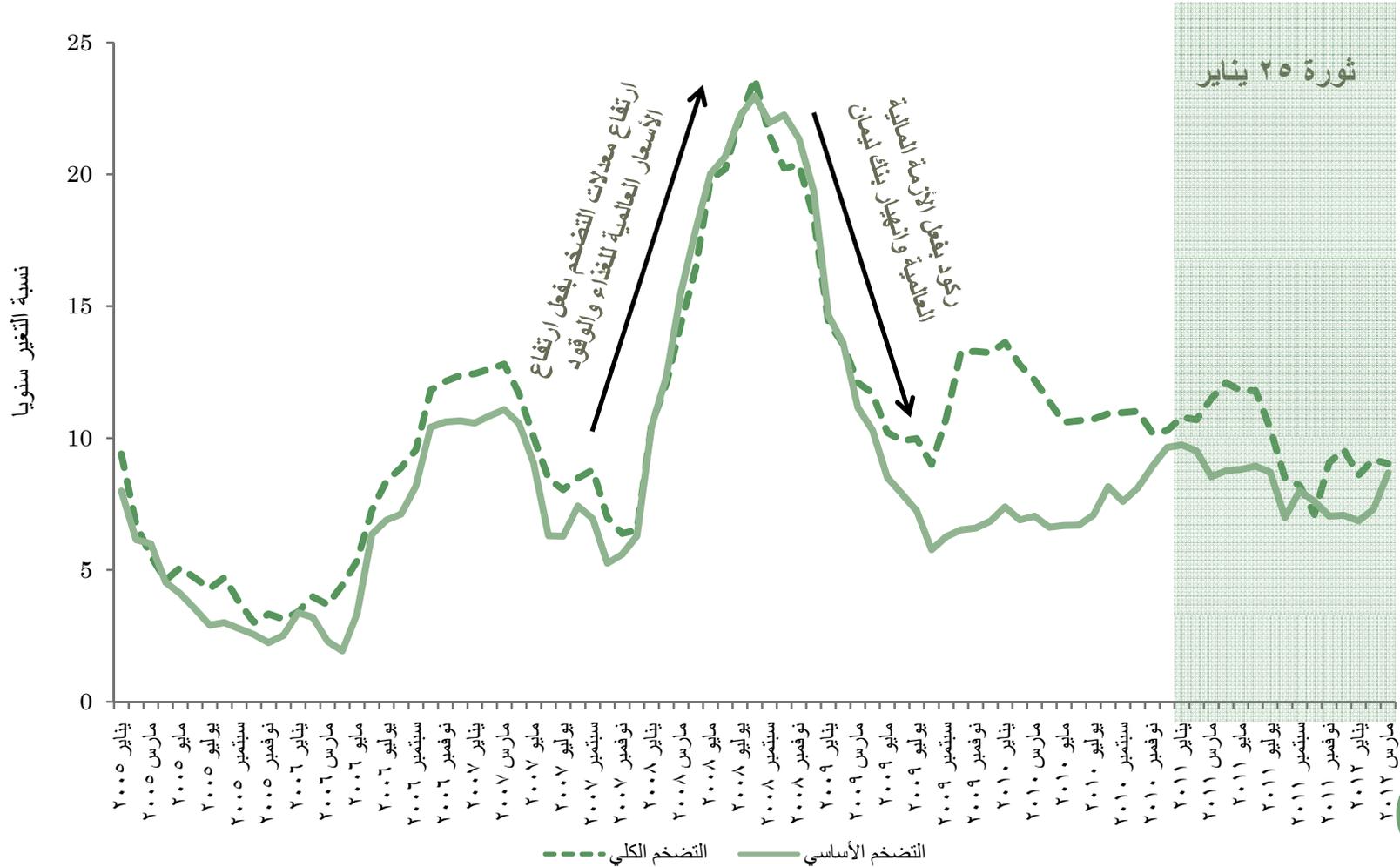
- يستخدم البنك المركزي اثنين من التسهيلات الائتمانية الدائمة (الإقراض لليلة واحدة والإيداع لليلة واحدة) كأداتين رئيسيتين للسياسة النقدية، ويمثلان حدين لنطاق تقلبات **سعر الإنترنت لليلة واحدة**.
- يدير البنك المركزي المصري سيولة السوق من خلال **عمليات السوق المفتوح** التي يقوم بها.

٢ - التطورات في أهداف السياسة النقدية خلال الآونة الأخيرة

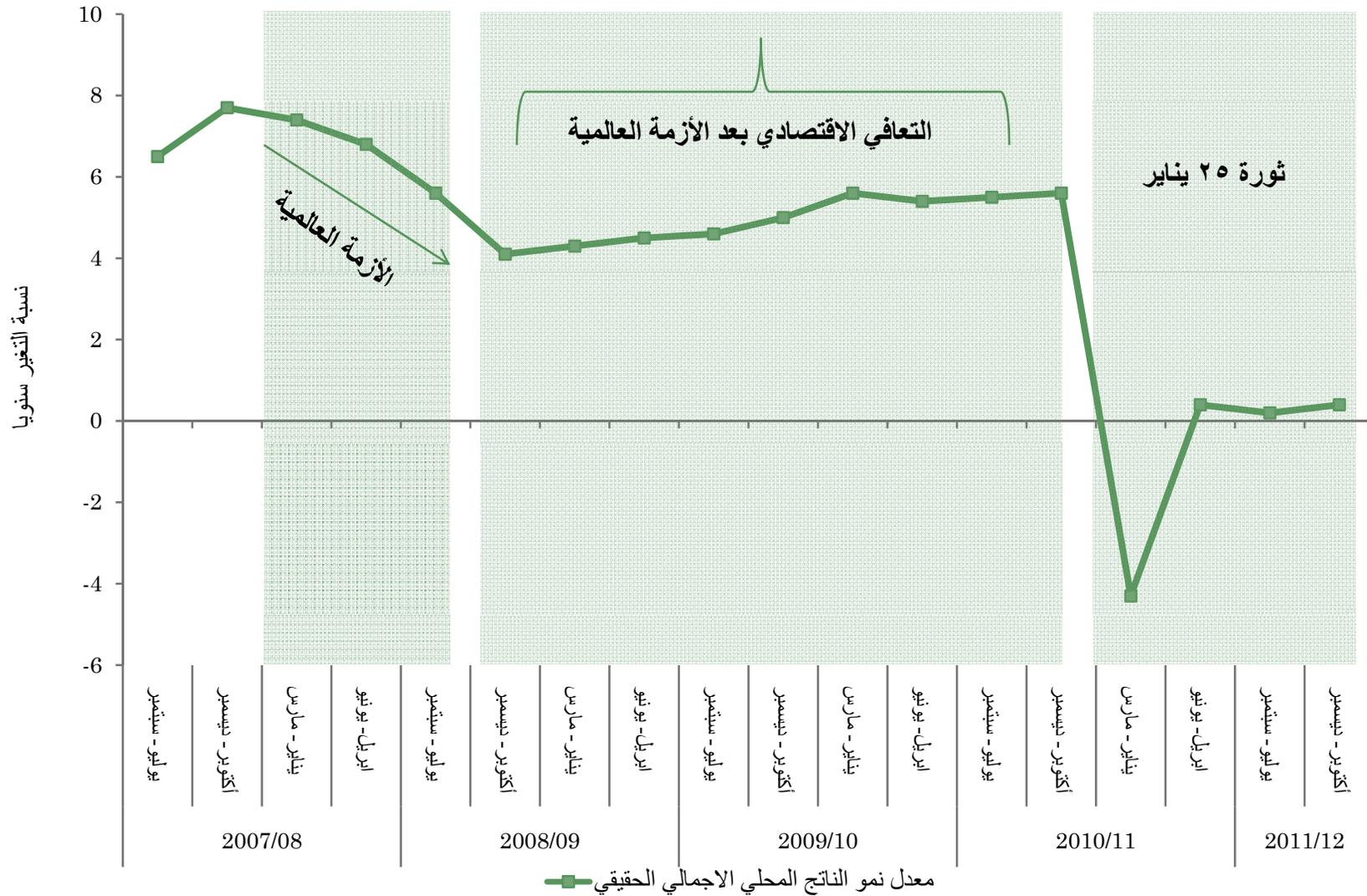
أ- استقرار الأسعار

ب- النمو الاقتصادي

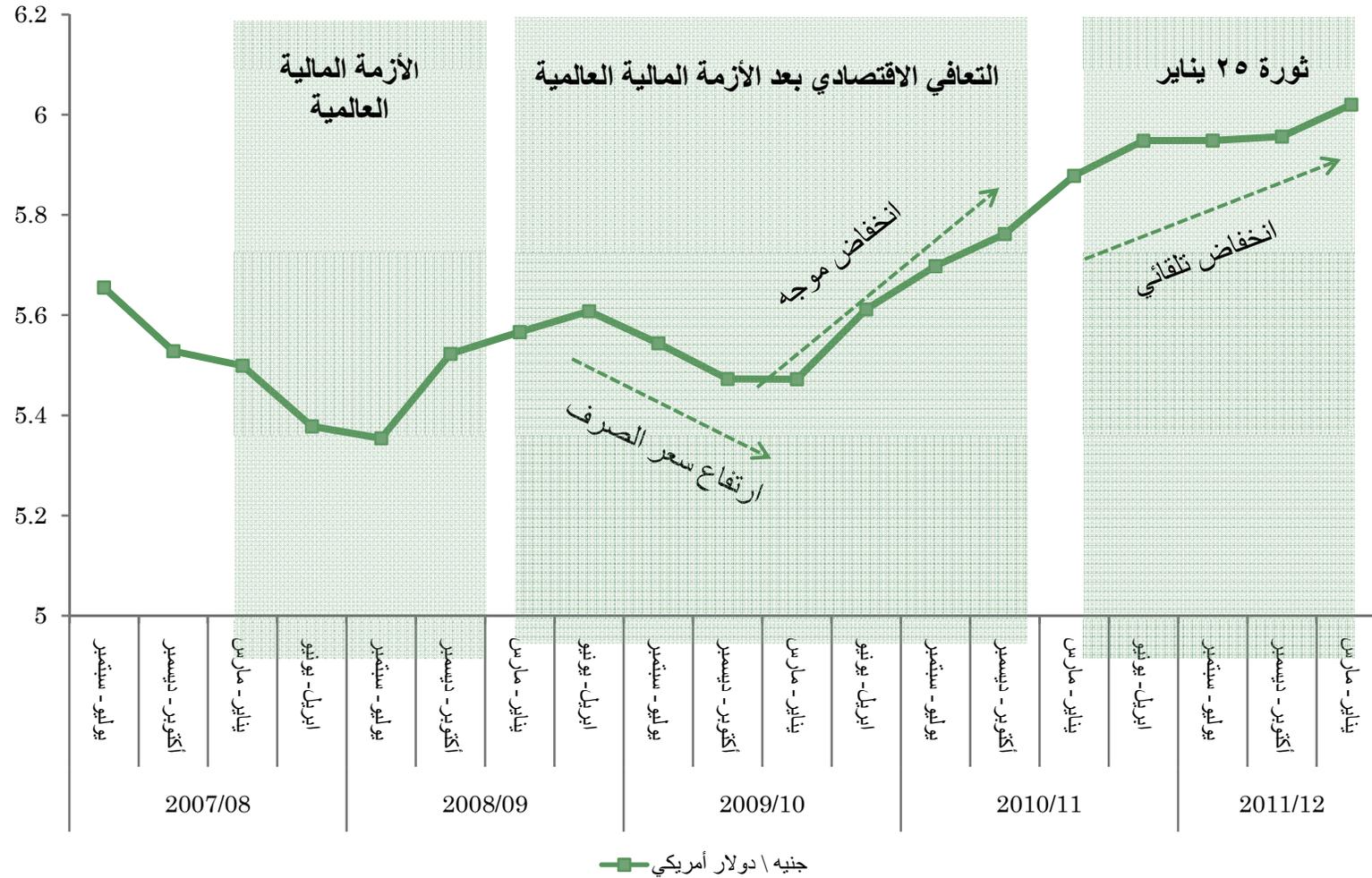
تباينت معدلات التضخم مع الصدمات العالمية والضغوط المحلية. وفي أعقاب الثورة، تصاعدت الضغوط التضخمية نتيجة ارتفاع الأسعار العالمية وانخفاض سعر صرف الجنيه مع نقص المعروض السلعي



اتسم النمو الحقيقي بالمرونة خلال الأزمة العالمية وبدأ الاقتصاد في التعافي في عام ٢٠١٠. غير أنه بعد الثورة، شهد الاقتصاد انكماشاً حاداً بفعل تباطؤ الطلب على المستويين المحلي والخارجي



في أعقاب الثورة، انخفض سعر صرف الجنيه بضعف النمو الاقتصادي، وأدى تباطؤ الطلب الخارجي وارتفاع التدفقات الرأسمالية الخارجة إلى تفاقم الوضع



٣ - المؤشرات النقدية الرئيسية

أ- أسعار الفائدة الأساسية

ب- المسح النقدي والسيولة

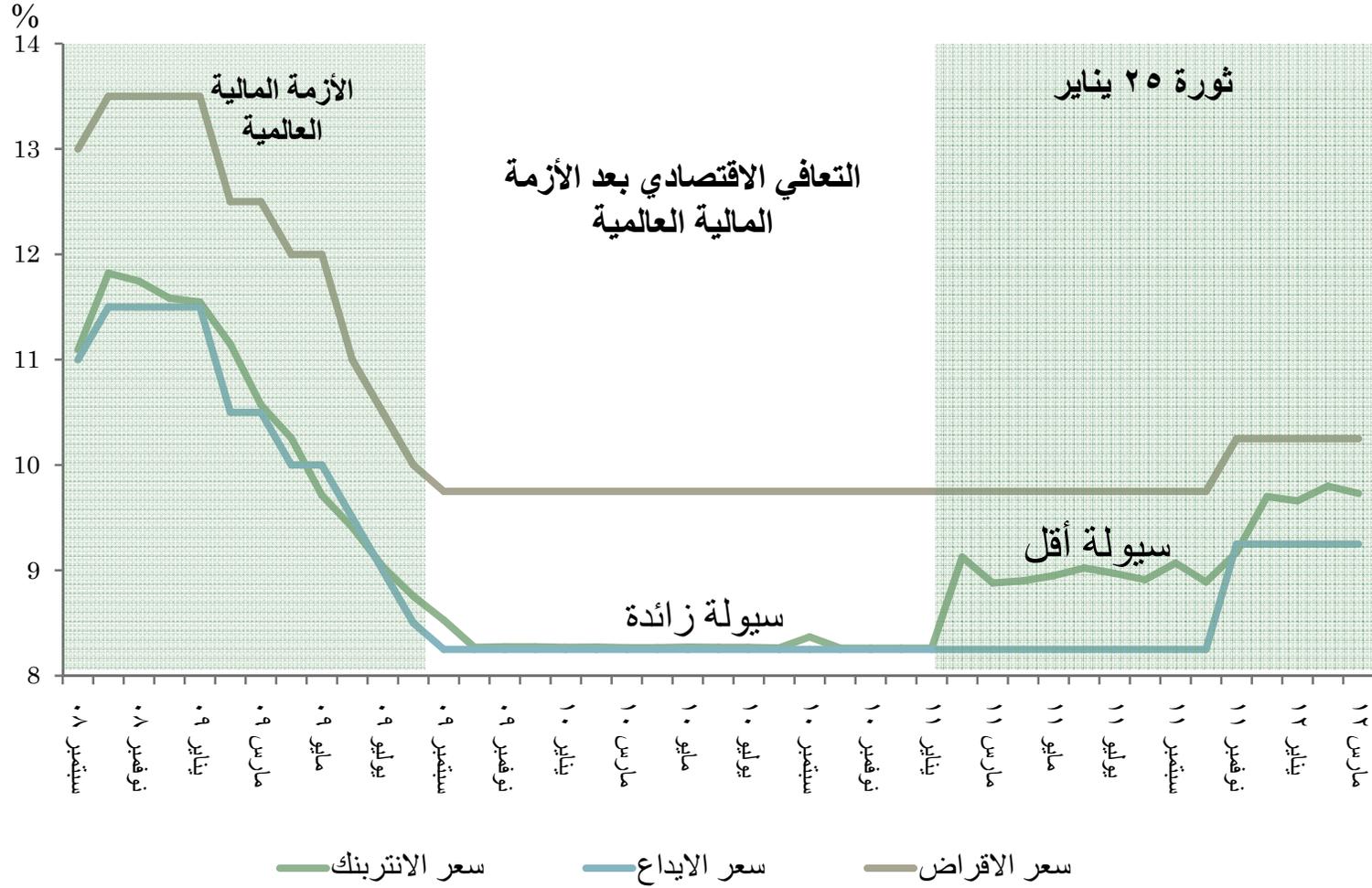
أ- أسعار الفائدة الأساسية

- اتجاهات السياسة النقدية في الآونة الأخيرة
- أسعار الفائدة الأساسية ومعدل النمو
- أسعار الفائدة الأساسية والتضخم
- أسعار الفائدة الأساسية وسعر الصرف

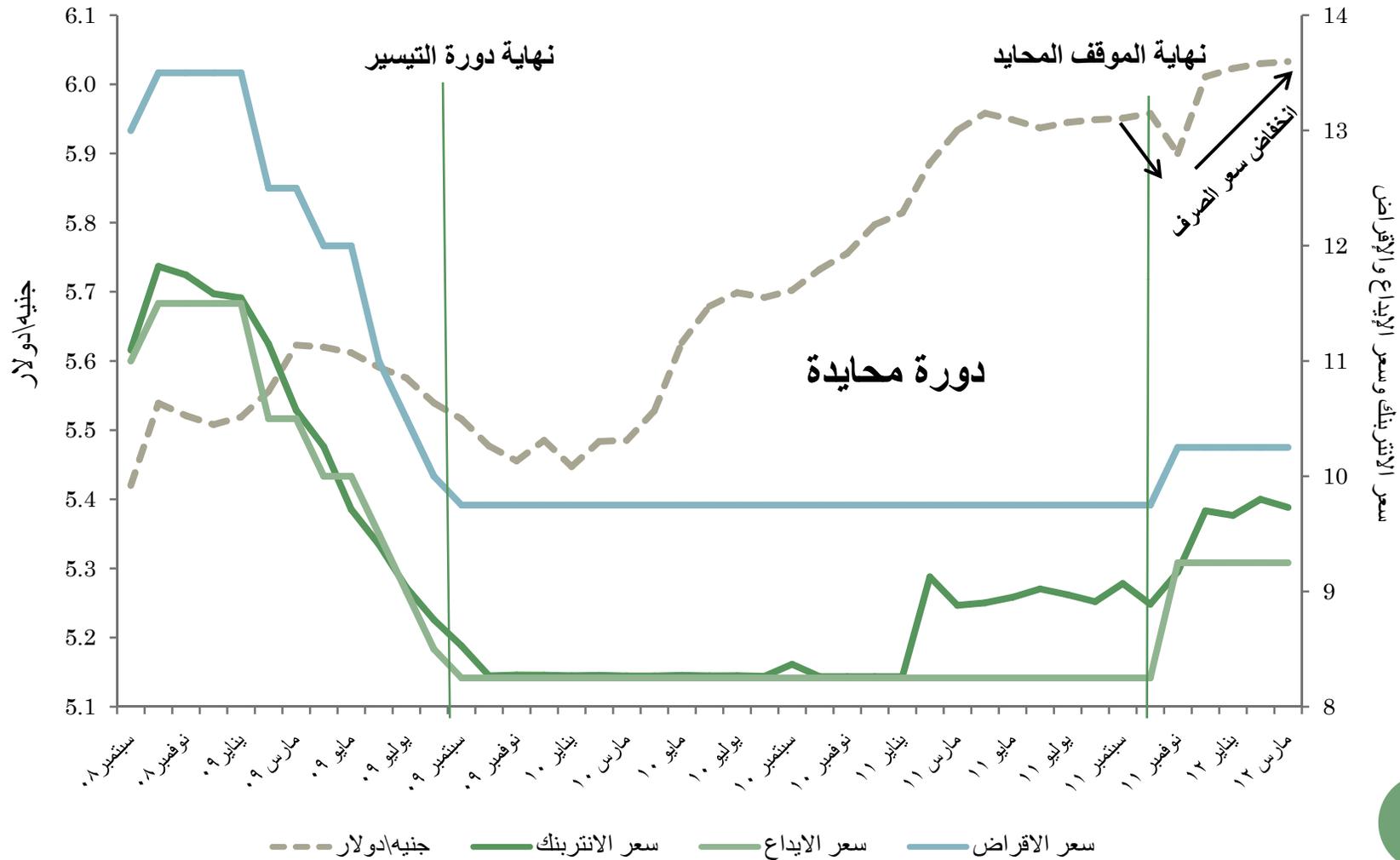
اتجاهات السياسة النقدية في الآونة الأخيرة

نسبة الاحتياطي الإلزامي (ودائع العملة المحلية)		سعر الخصم		اتفاقات إعادة الشراء (سبع أيام)		سعر الإقراض لليلة واحدة		سعر الإيداع لليلة واحدة		اجتماعات لجنة السياسة النقدية
نسبة التغير (نقاط الأساس)	المعدل (%)	نسبة التغير (نقاط الأساس)	المعدل (%)	نسبة التغير (نقاط الأساس)	المعدل (%)	نسبة التغير (نقاط الأساس)	المعدل (%)	نسبة التغير (نقاط الأساس)	المعدل (%)	
--	14	--	8.5	--	--	25-	9.75	25-	8.25	نهاية دورة التيسير ١٧ سبتمبر ٢٠٠٩
--	14	--	8.5	--	9.25	--	9.75	--	8.25	استحداث اتفاقات إعادة الشراء (مدة سبعة أيام) ٢٢ مارس ٢٠١١
--	14	100	9.5	50	9.75	50	10.25	100	9.25	نهاية الموقف المحايد ٢٤ نوفمبر ٢٠١١
200	12	--	9.5	--	9.75	--	10.25	--	9.25	تيسير قيود السيولة ٢٢ مارس ٢٠١٢

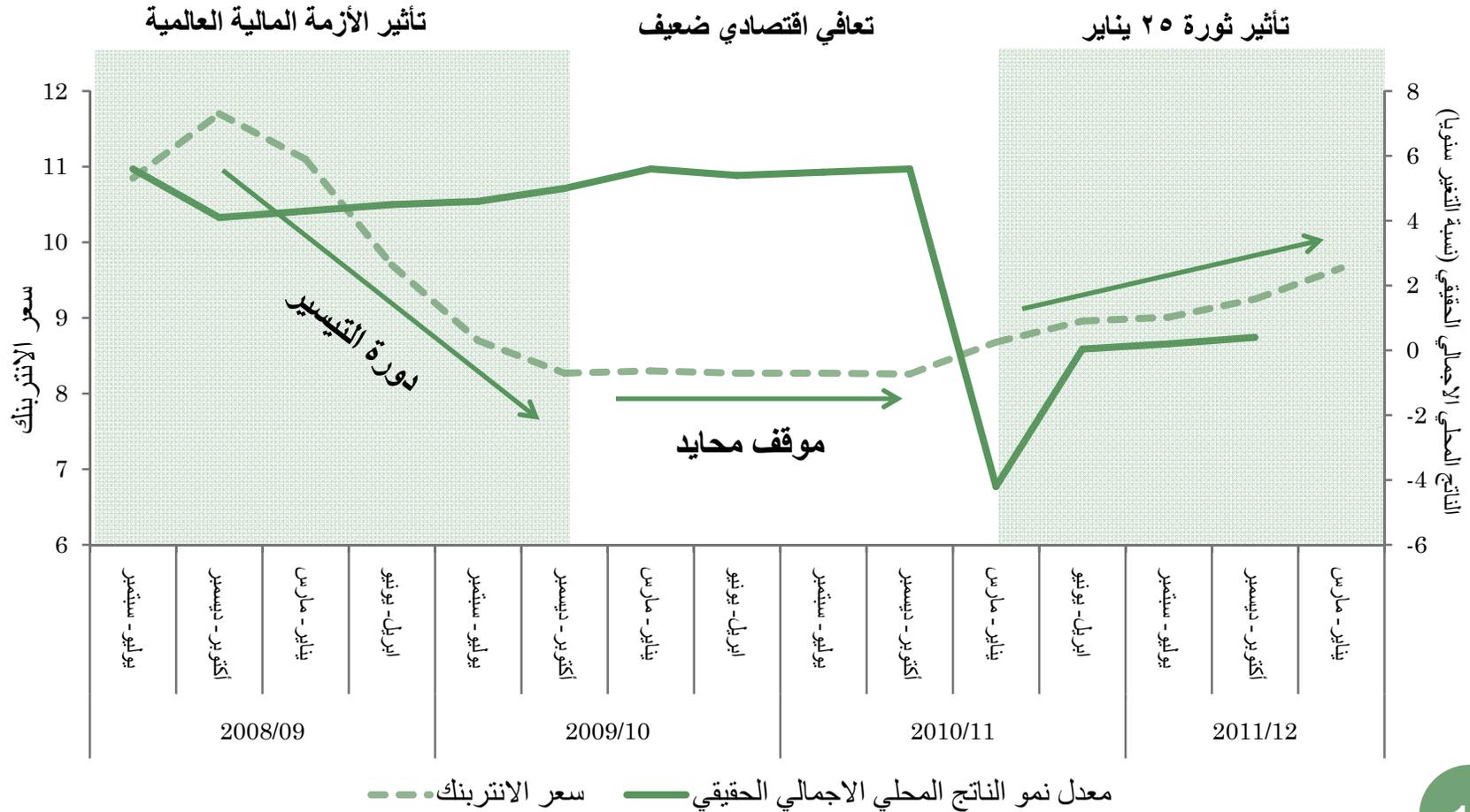
بعد عدة موجات متتالية من التيسير الكمي لتحفيز الاقتصاد خلال الأزمة المالية العالمية، ثم تبني موقف محايد لفترة طويلة لاحقا، اتجه البنك المركزي لرفع سعر الفائدة في الآونة الأخيرة للحد من مخاطر انخفاض سعر الصرف



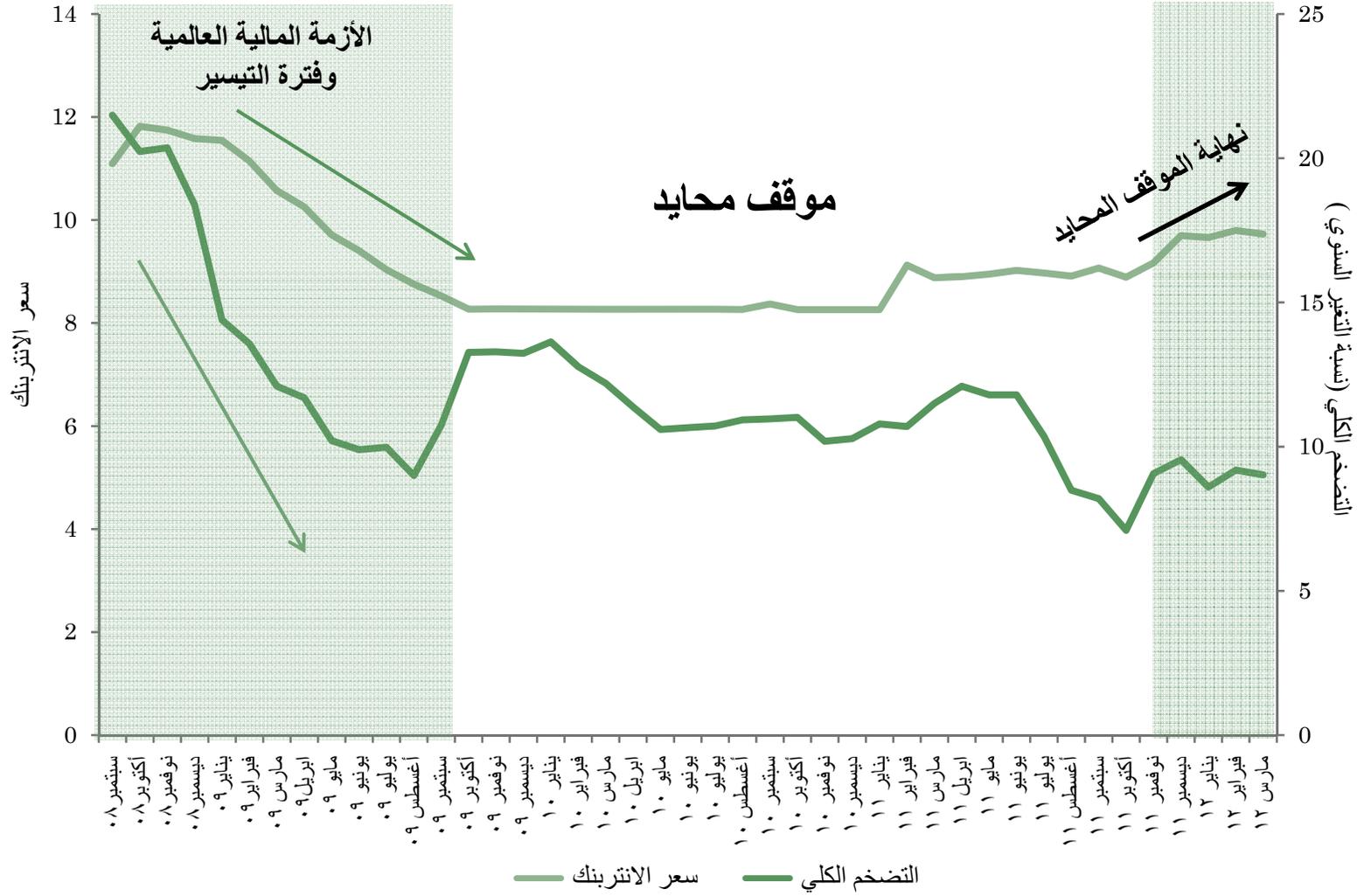
غير أن هذه المحاولات لم تستطع الحد من انخفاض سعر صرف الجنيه بصورة أكبر نتيجة الضغوط الخارجية المتتالية



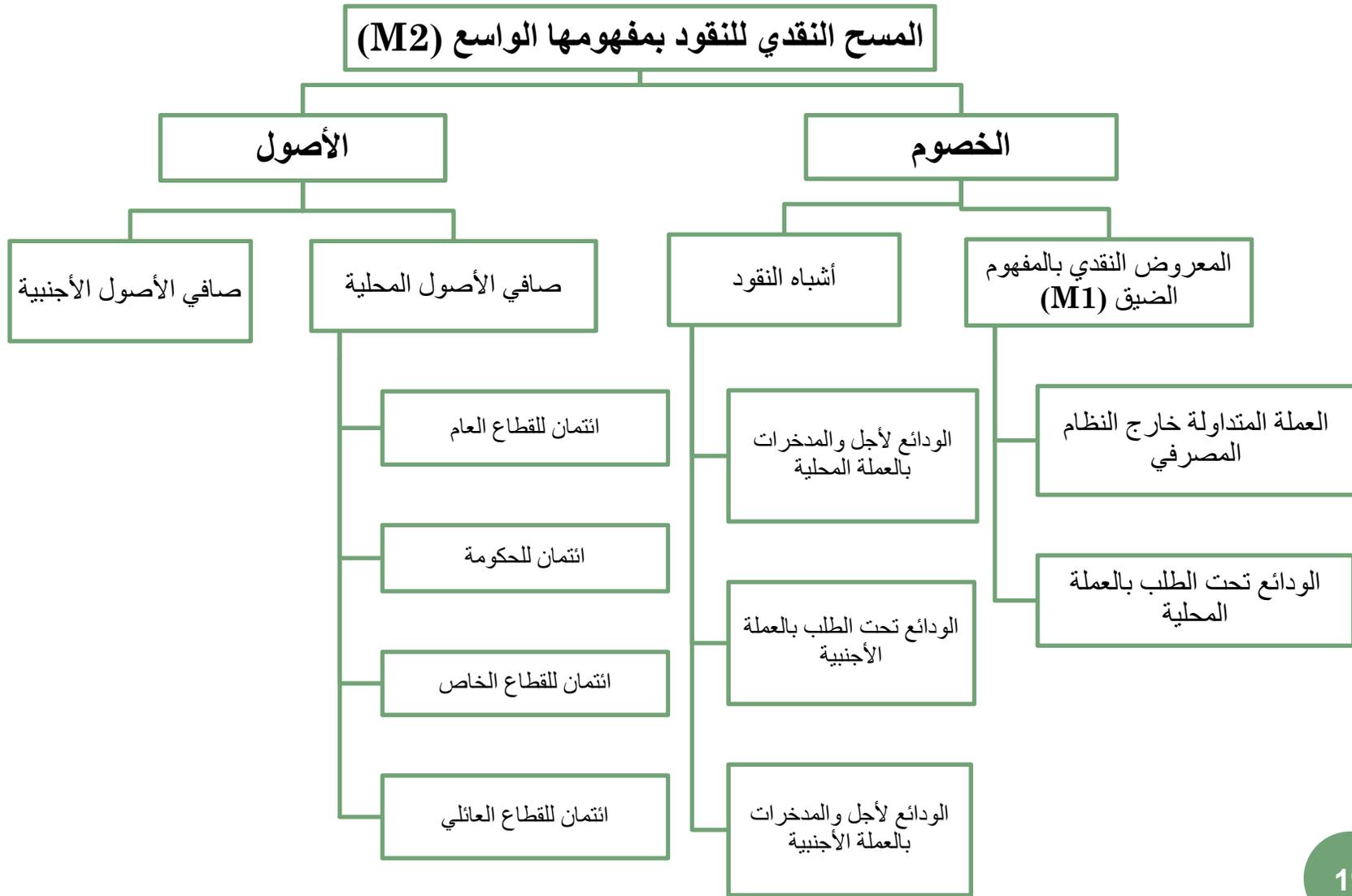
كانت السياسة النقدية تركز على الحد من التضخم وغيرت اتجاهها خلال الأزمة المالية العالمية بغية تحفيز النمو. واستمرت دورة التيسير الكمي لتخفيف تأثير الصدمة العالمية على الاقتصاد حتى سبتمبر ٢٠٠٩.



وبينما بدت علامات التعافي الاقتصادي، تم تبني موقف محايد لتحقيق توازن بين الحد من الضغوط التضخمية من جانب ودعم تعافي النمو من جانب آخر

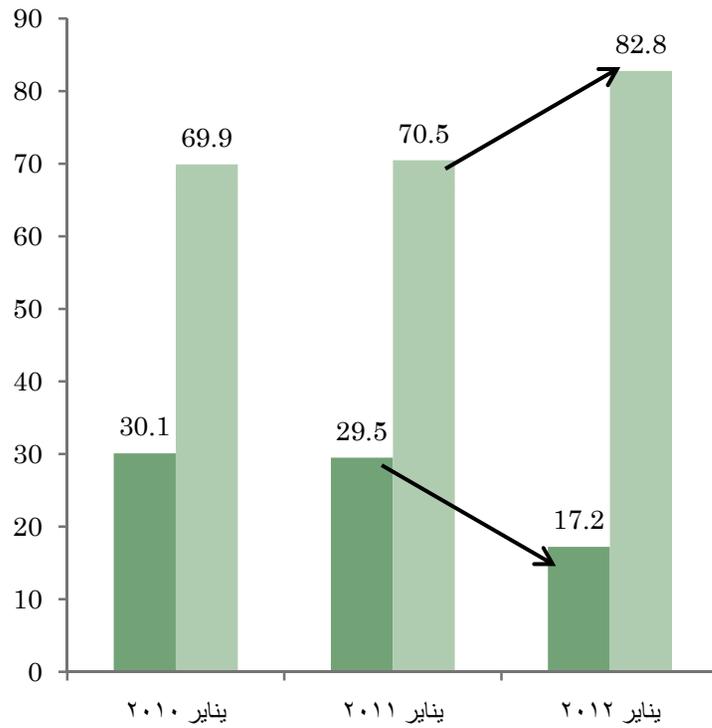


ب- المسح النقدي والسيولة



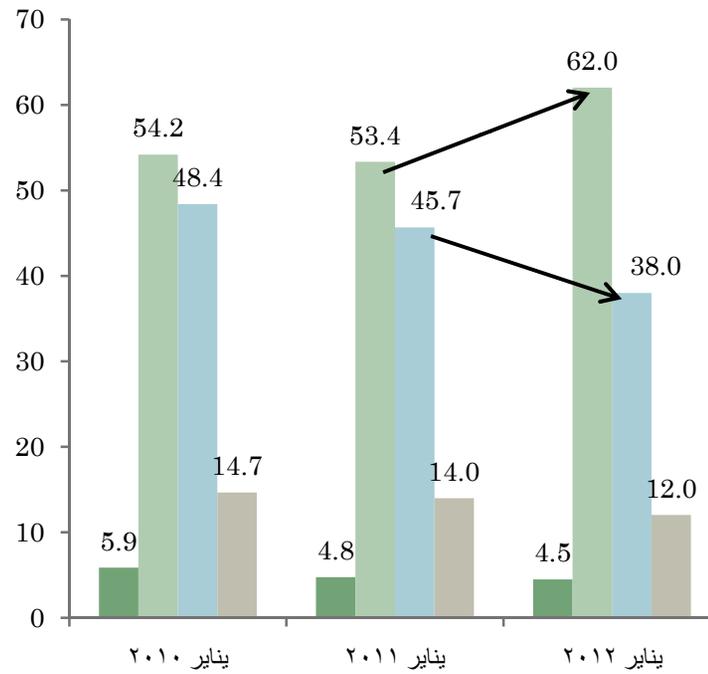
في أعقاب الثورة كان هناك انخفاض كبير في صافي الأصول بالنقد الأجنبي، في حين عكست الزيادة في صافي الأصول المحلية ارتفاعا حادا في صافي الاستحقاقات على الحكومة مع تباطؤ الائتمان المتاح للقطاع الخاص

الأصول (% من M2)



■ صافي الأصول الأجنبية ، كنسبة من M2
■ صافي الأصول المحلية ، كنسبة من M2

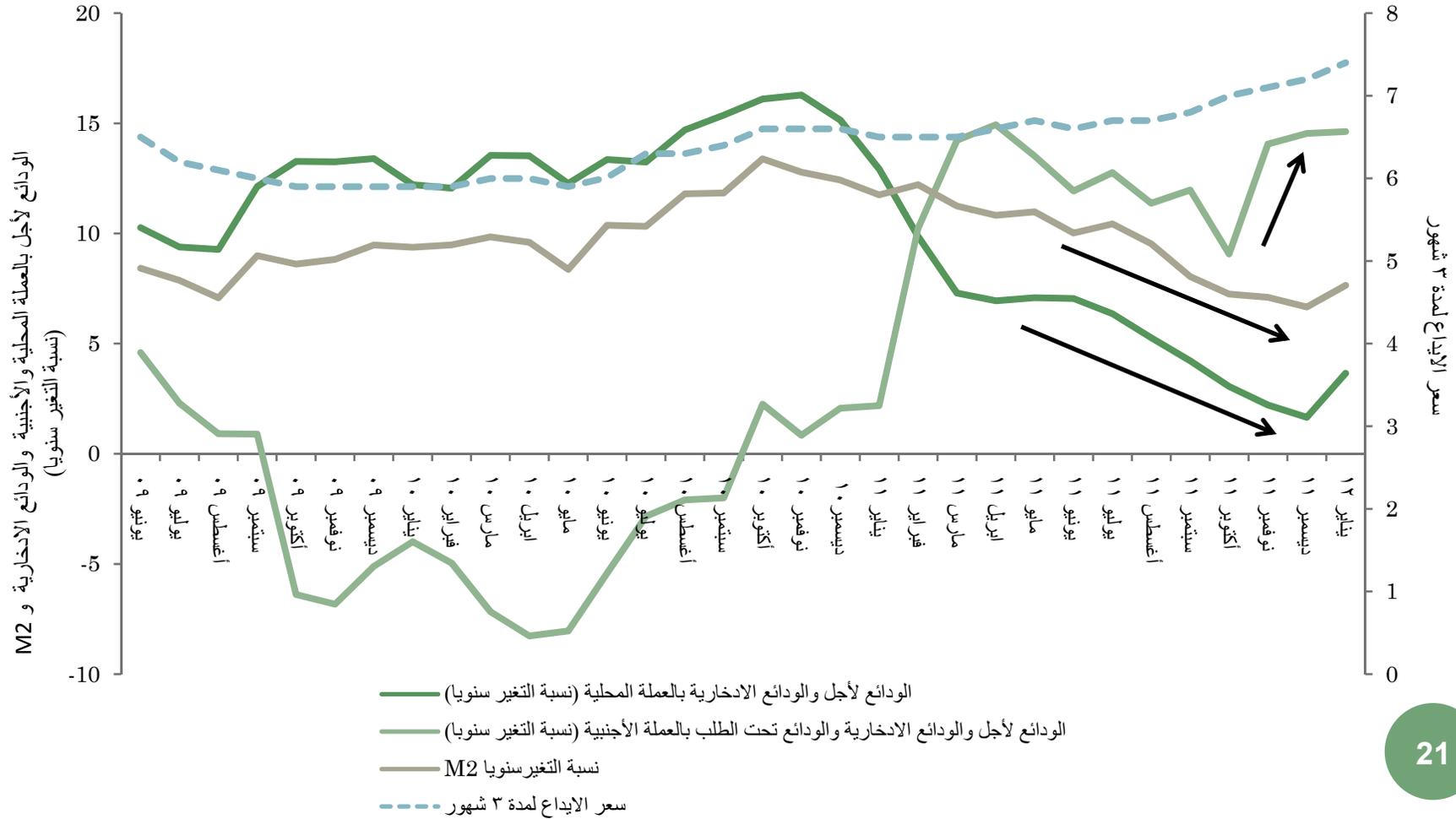
الائتمان المحلي (% من اجمالي الأصول المحلية)



■ الائتمان للقطاع العام
■ صافي الاستحقاقات على الحكومة
■ الائتمان للقطاع الخاص
■ الائتمان للقطاع العائلي

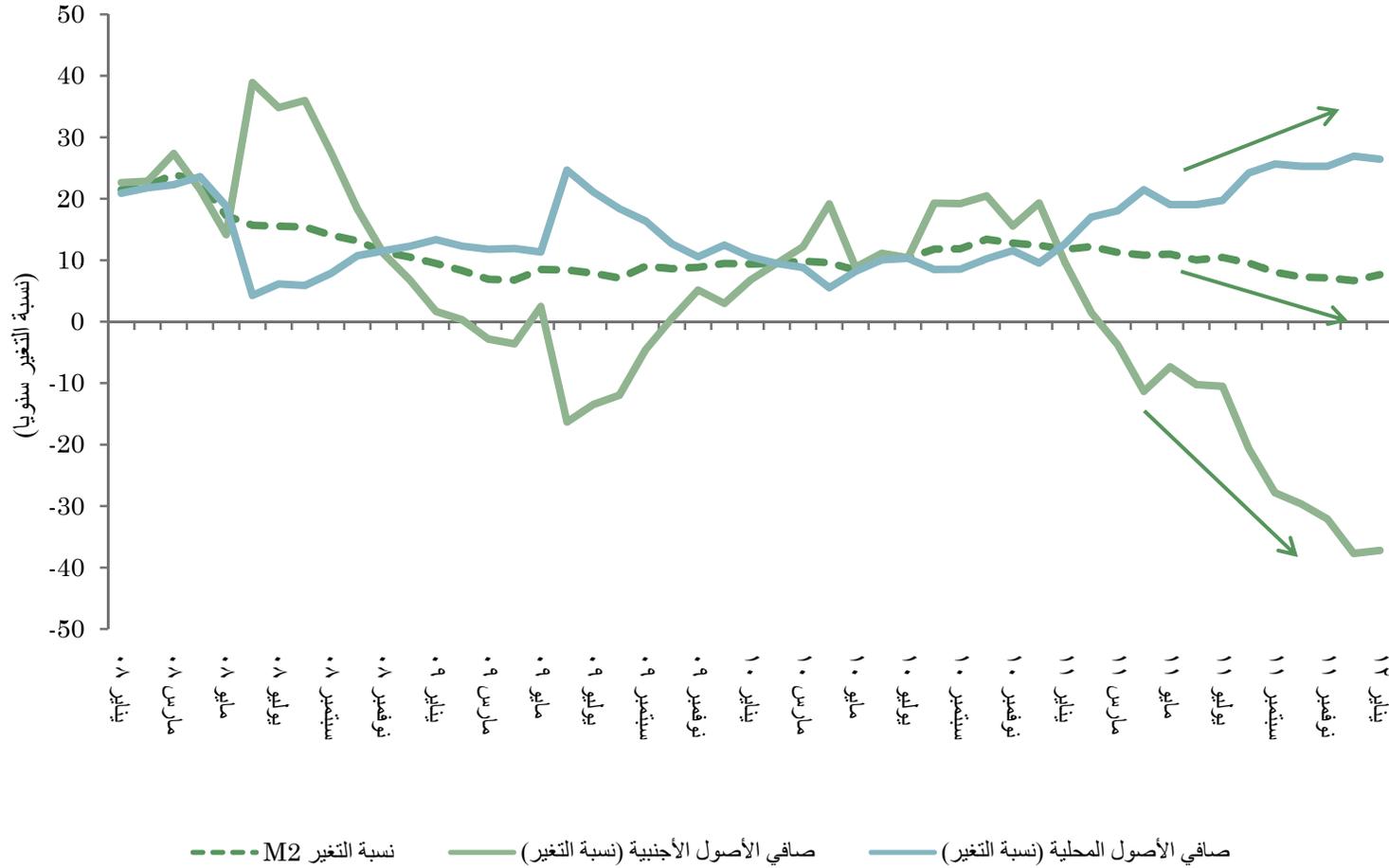
المصدر: بيانات البنك المركزي المصري.

وفي الآونة الأخيرة، تقلصت السيولة في النظام المصرفي برغم ارتفاع سعر الفائدة على الودائع مما يعكس تراجعاً كبيراً في الودائع بالعملة المحلية مع وجود دلائل واضحة على زيادة الودائع بالنقد الأجنبي



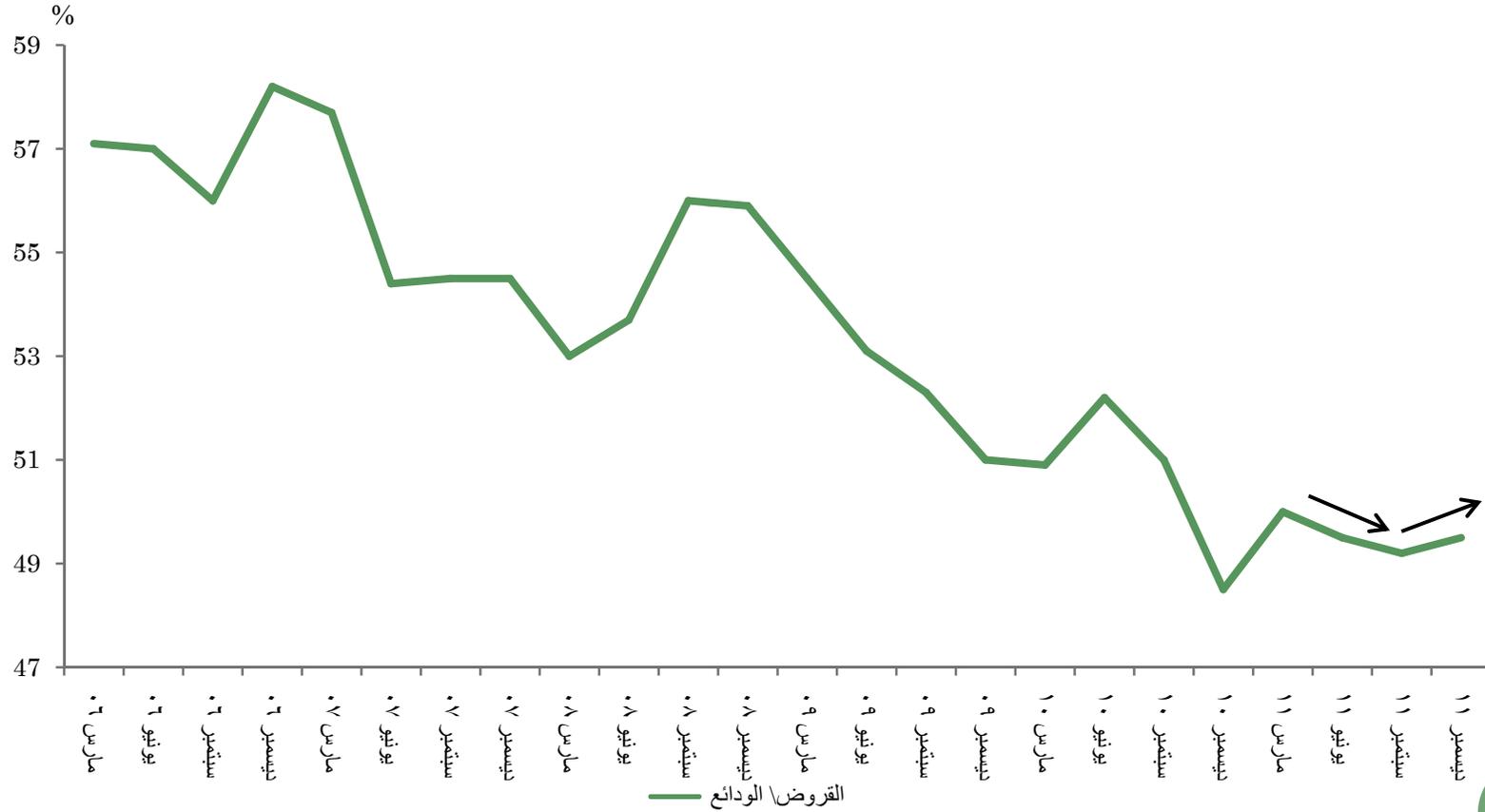
المصدر: البنك المركزي المصري.

القوة الرئيسية الدافعة لتراجع السيولة وارتفاع الدولار هي التراجع الكبير في صافي الأصول بالنقد الأجنبي في وقت شهد زيادة الاقتراض الحكومي بصورة كبيرة



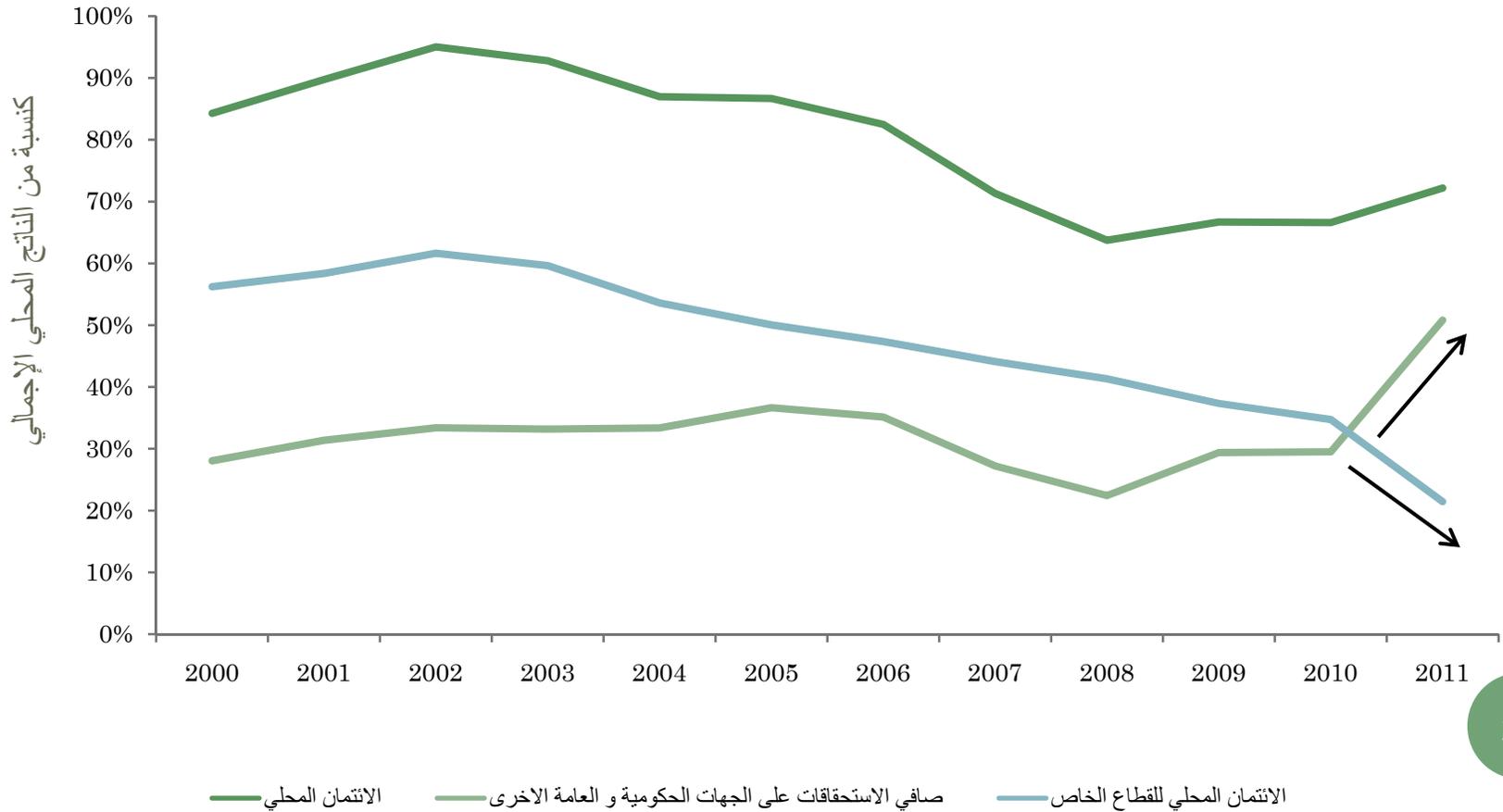
وفضلا عن ذلك اتسمت الوساطة المالية بالضعف بصورة متتالية مع الوقت، مما يعكس استمرار الانخفاض في نسبة القروض للودائع وعدم فعالية الوساطة المصرفية

القروض\الودائع



وبالتوازي، ارتفع حجم التوسع الائتماني، مما يعكس بصفة رئيسية ارتفاع الائتمان الموجه للحكومة والذي أدى إلى مزاحمة القطاع الخاص في الحصول على الائتمان المتاح.

الائتمان المحلي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)

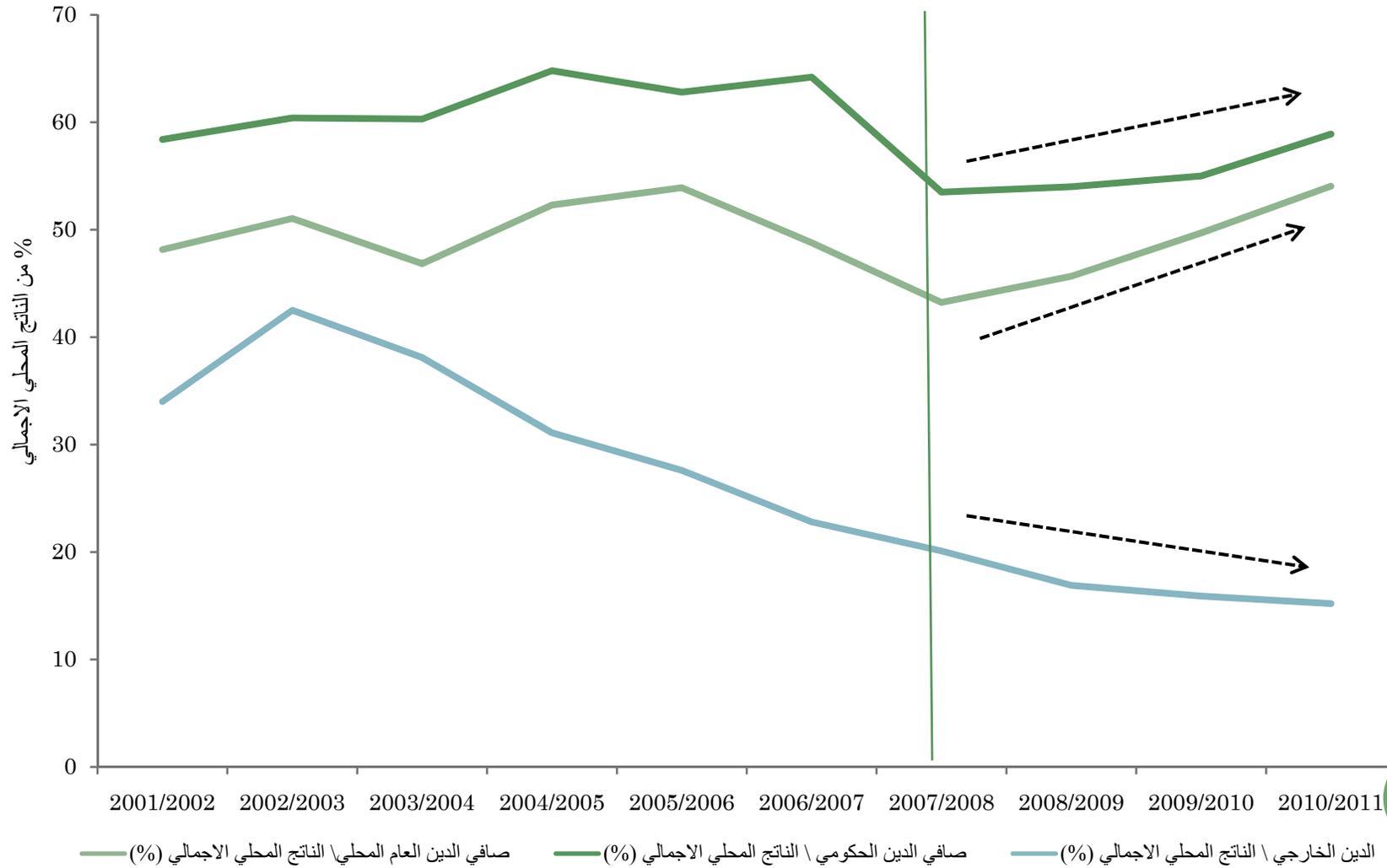


٤- تأثير الهيمنة المالية على السياسة النقدية

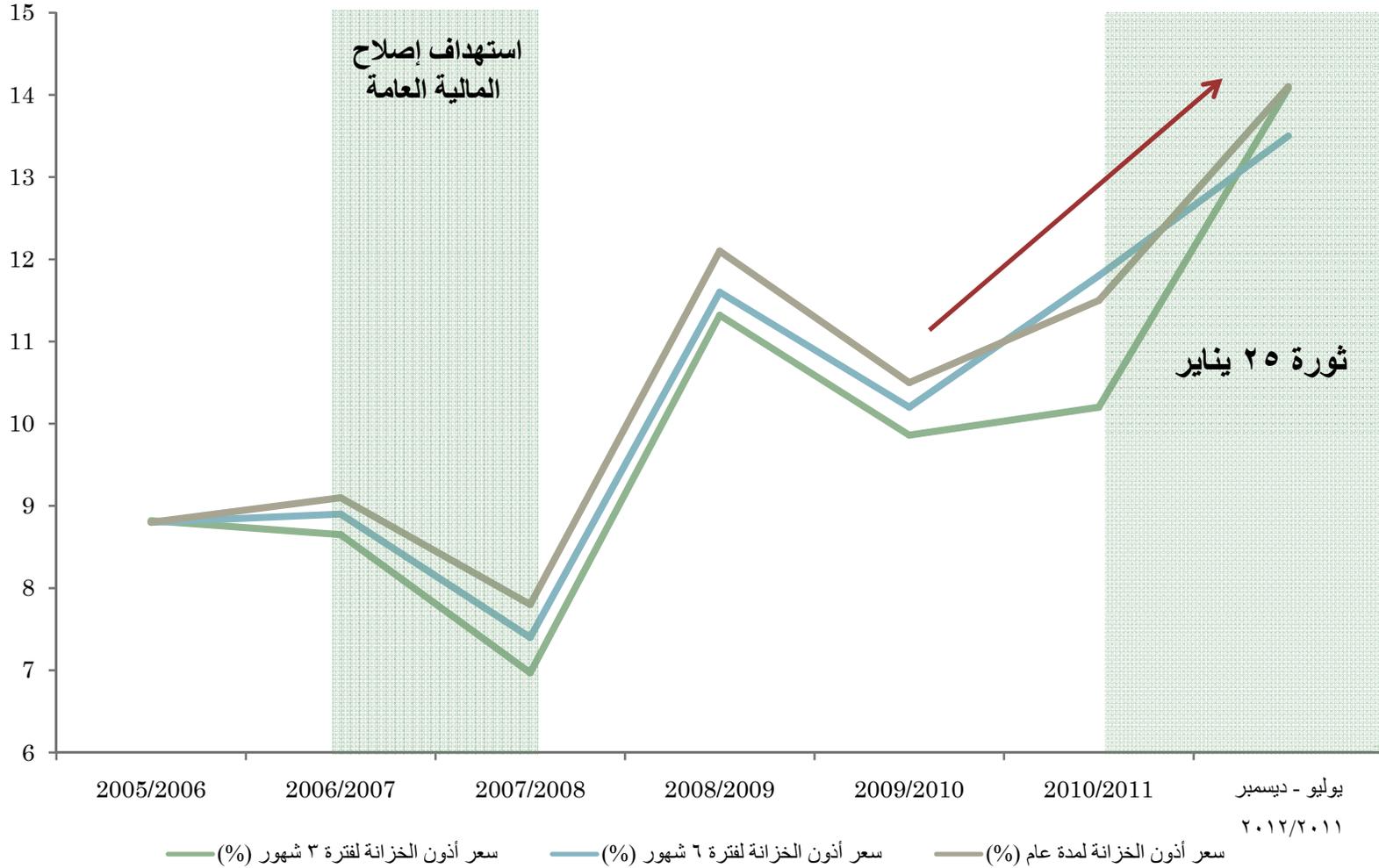
اعتمدت الحكومة مع مرور الوقت على الاقتراض المحلي لتمويل عجز الموازنة المتزايد، مما أدى إلى المزاحمة في الحصول على الموارد المتاحة التي يمكن استغلالها في تمويل نشاط القطاع الخاص.



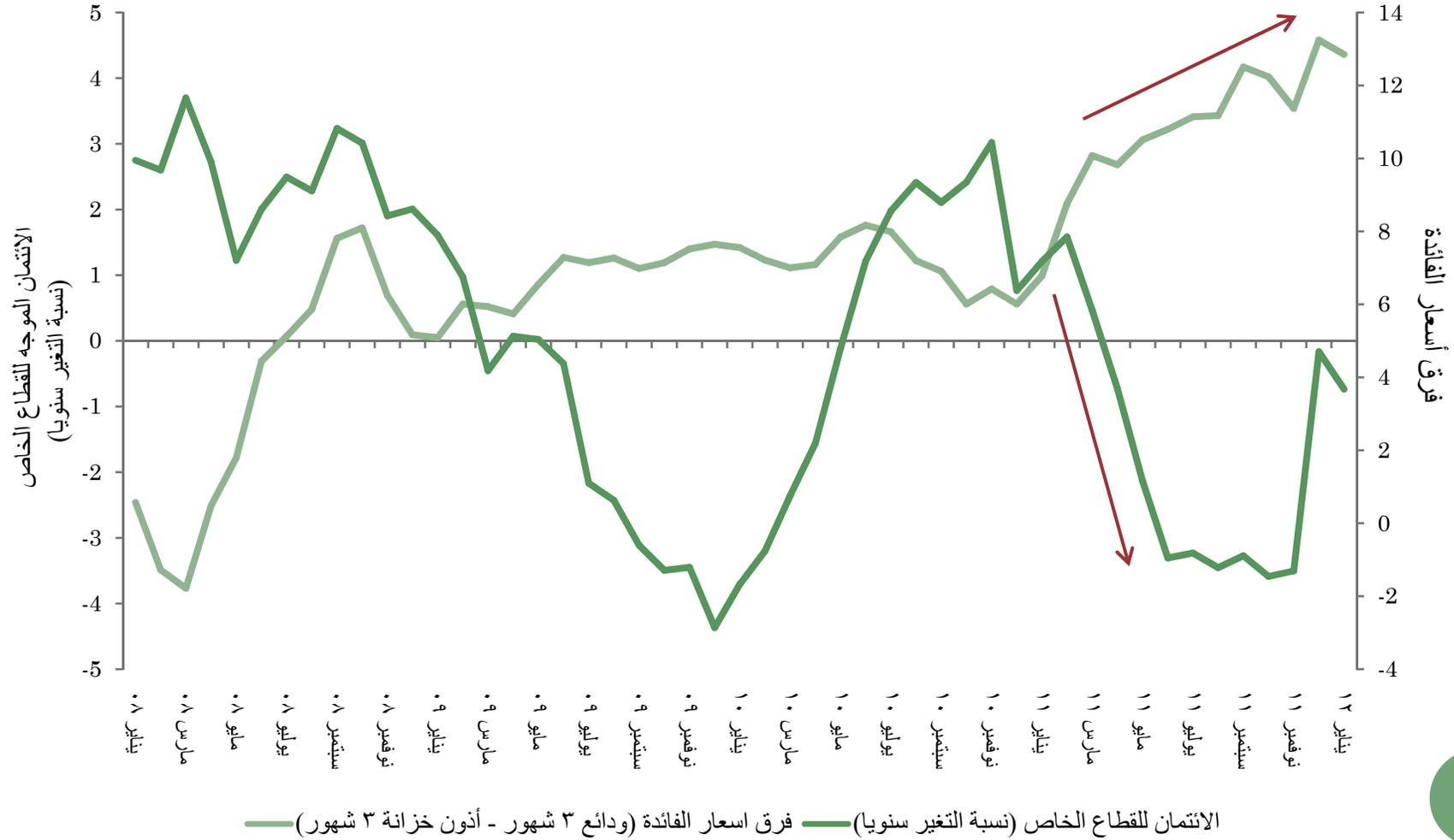
وبالتوازي، ارتفعت نسبة الدين العام المحلي للناتج المحلي الإجمالي مع الوقت مع الزيادة
المتتالية في العجز المالي منذ العام المالي ٢٠٠٧/٢٠٠٨



بالإضافة إلى زيادة الائتمان الموجه للحكومة وتراجع السيولة في النظام المصرفي، استمرت أسعار الفائدة على الاقتراض الحكومي في الارتفاع مؤخرا



فضلت البنوك الإقراض السيادي لسد فجوة العجز المالي وهو ما يعكس ارتفاع الفرق بين سعر الفائدة للإقراض الحالي وبين سعر الفائدة على الودائع، مما أدى إلى مزاحمة القطاع الخاص في الحصول على الائتمان المتاح



٥- تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد الكلي

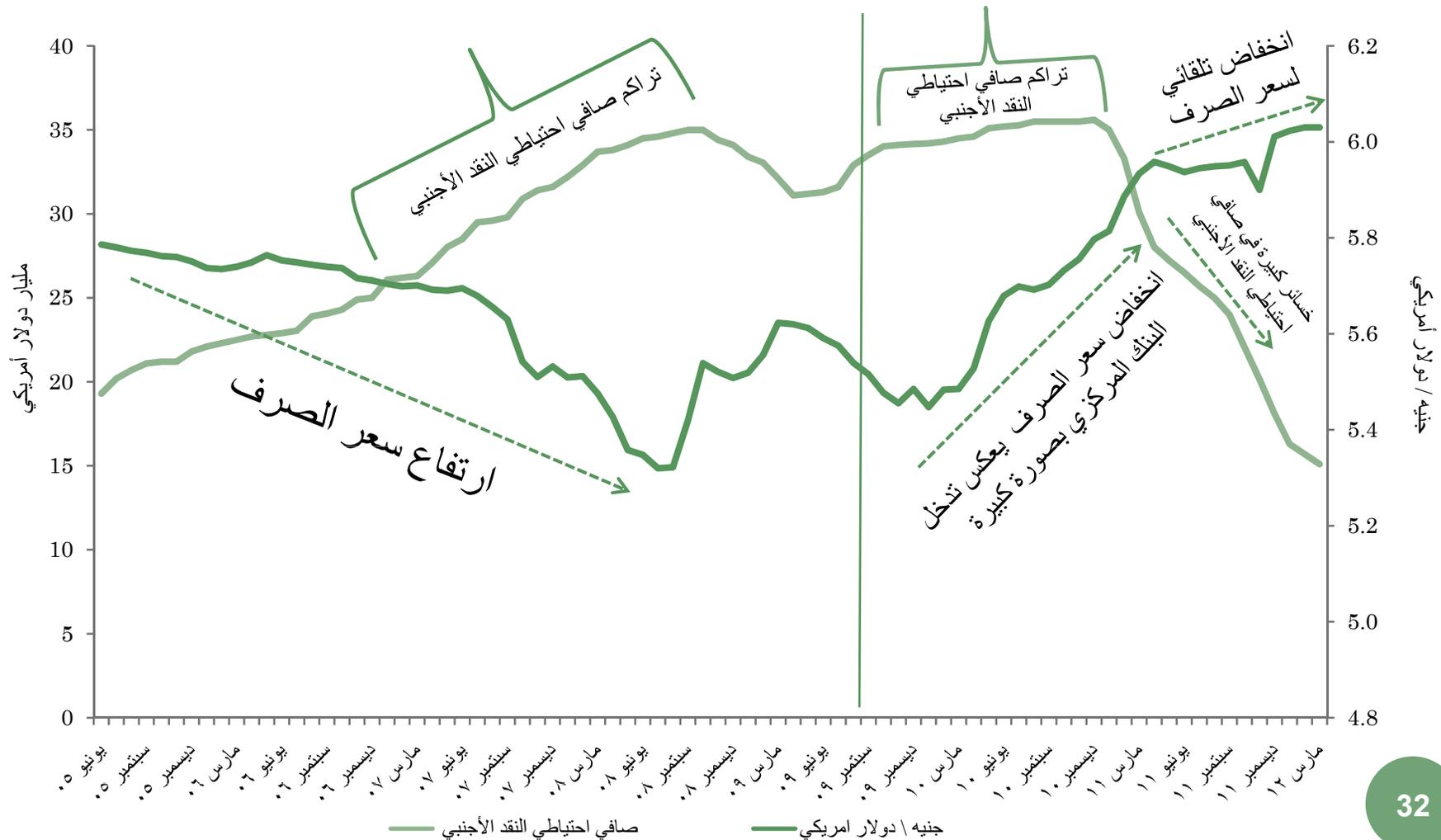
أ- الاستقرار الخارجي

ب- تضخم الأسعار

ت- النمو الاقتصادي

أ- الاستقرار الخارجي

توضح إدارة سعر الصرف تدخل البنك المركزي للحد من ارتفاع سعر الصرف قبل الثورة مما أدى إلى تراكم مزيد من احتياطي النقد الأجنبي. غير أن البنك المركزي فقد جزءا كبيرا من الاحتياطي للحد من الضغوط في اتجاه انخفاض سعر الصرف بعد الثورة



تتمثل الضغوط الرئيسية على سعر الصرف بعد الثورة في ارتفاع معدلات التدفقات
الرأسمالية الخارجة بصورة كبيرة وتباطؤ التدفقات الرأسمالية الوافدة بشكل كبير



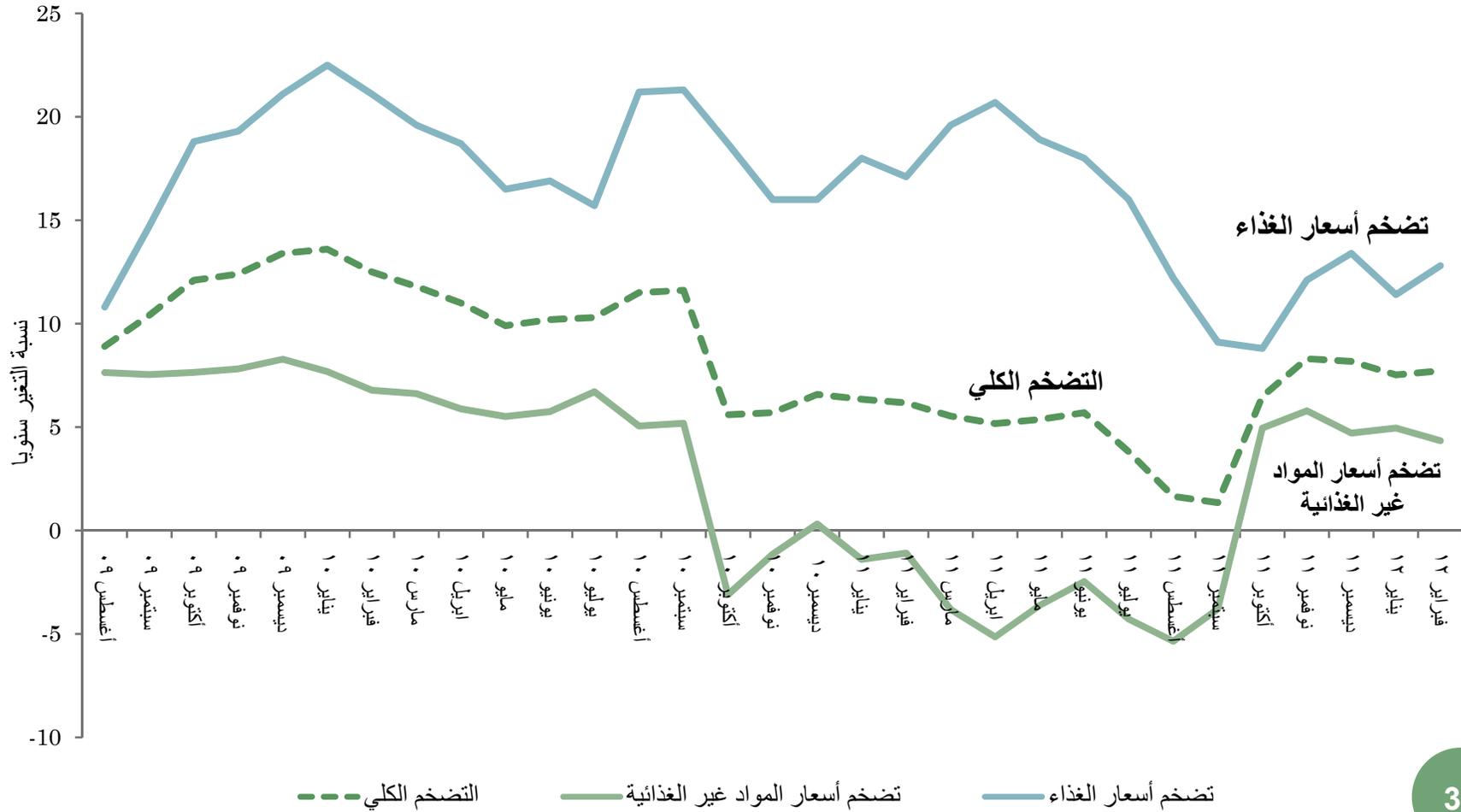
ب- تضخم الأسعار

□ صدمات الأسعار العالمية

□ الائتمان المحلي

□ سعر الصرف

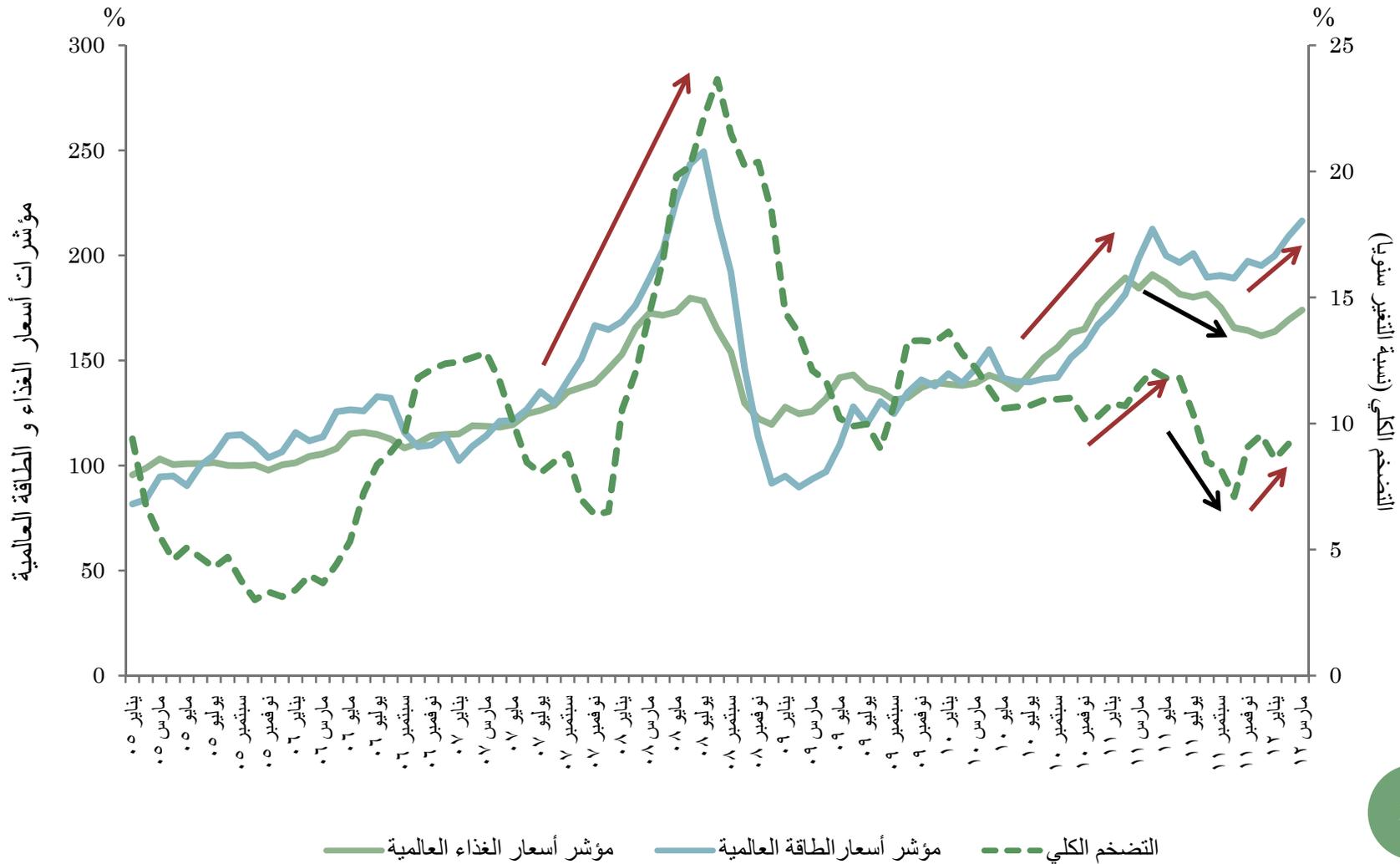
شهد التضخم الكلي تقلبات دورية شديدة مدفوعة بصفة رئيسية بتضخم أسعار الغذاء



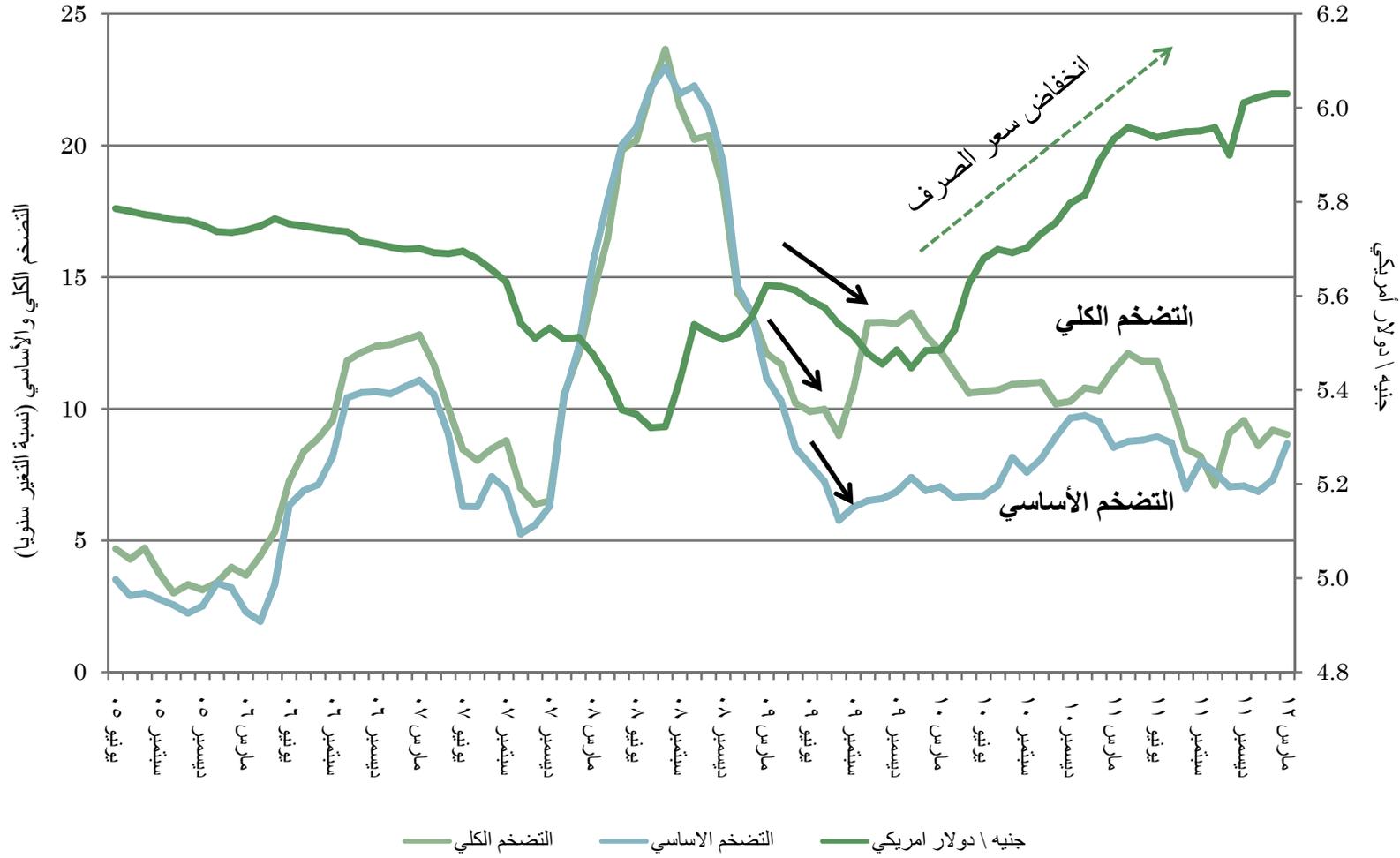
* وزن البنود الغذائية = ٣٩.٩% (من المؤشر الكلي)

** وزن البنود غير الغذائية = ٦٠.٨% (من المؤشر الكلي)

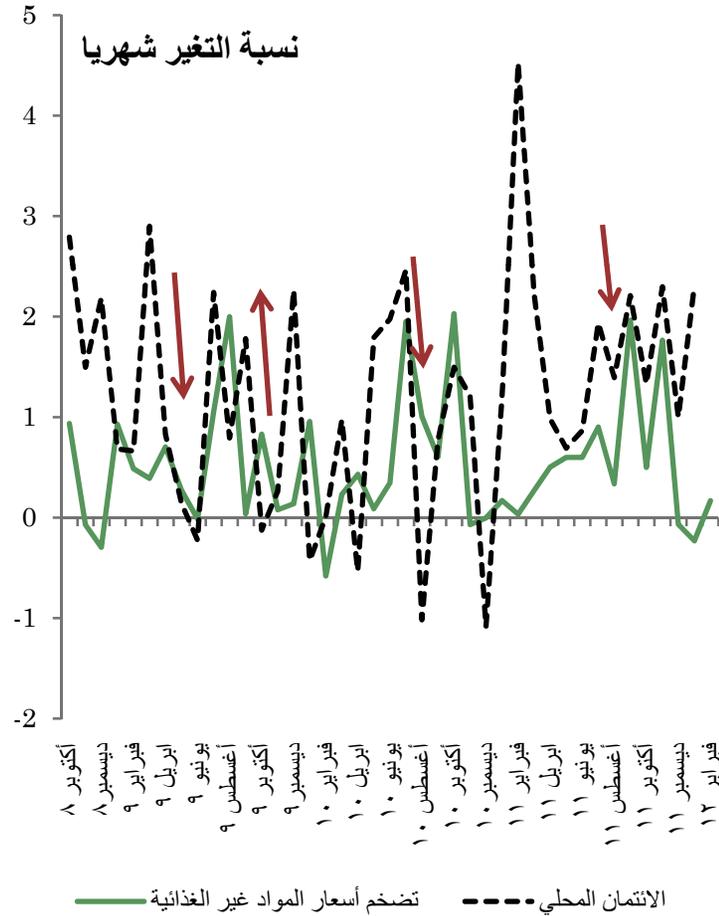
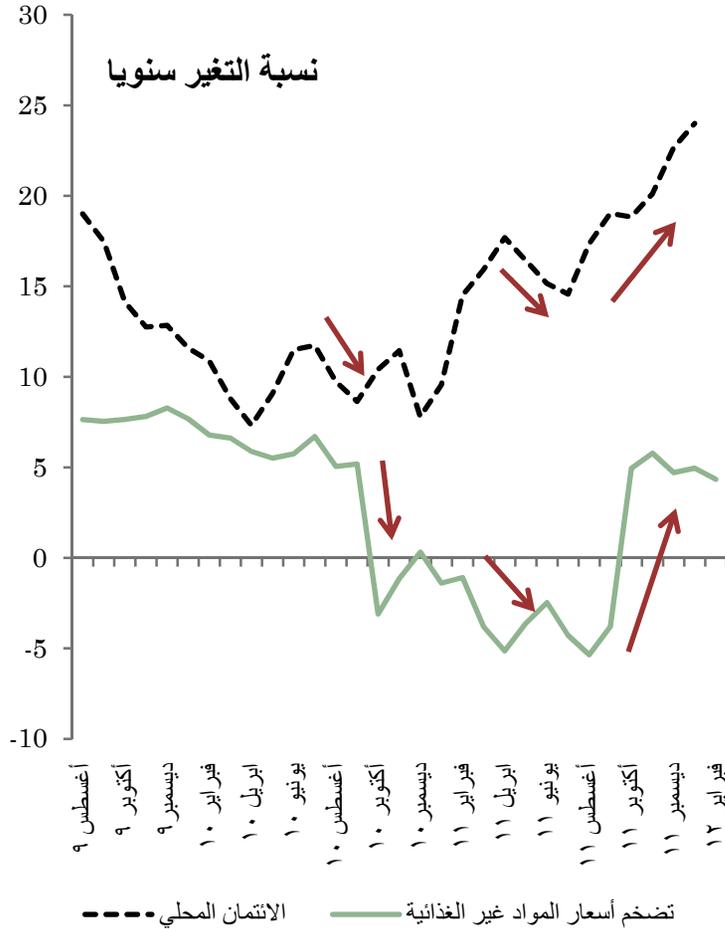
تكرار تقلبات الضغوط التضخمية في الأسعار العالمية للغذاء والطاقة أدى إلى تعقيد جهود البنك المركزي لاستهداف التضخم، على الرغم من الدعم المفرط لأسعار الوقود في مصر



أفضى انخفاض سعر صرف الجنيه إلى زيادة الضغوط التضخمية مما يعكس ارتفاع مرونة الأسعار لتقلبات سعر الصرف



كما ان عدم استقرار النمو في الائتمان المحلي أدى إلى تقلبات متتالية في تضخم أسعار المواد غير الغذائية وهو ما يتيح المجال للبنك المركزي لاستهداف التضخم

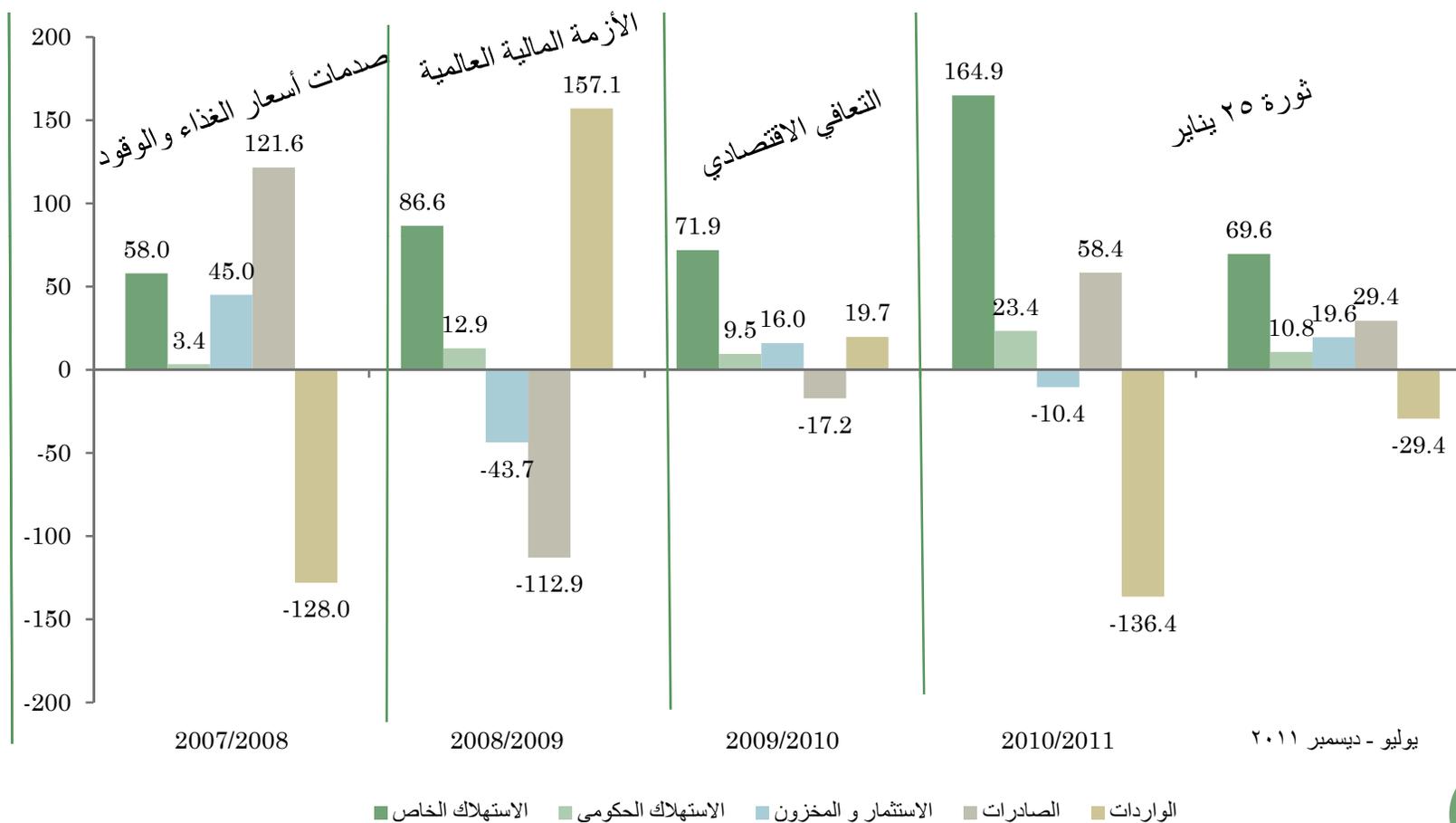


ج- النمو الاقتصادي

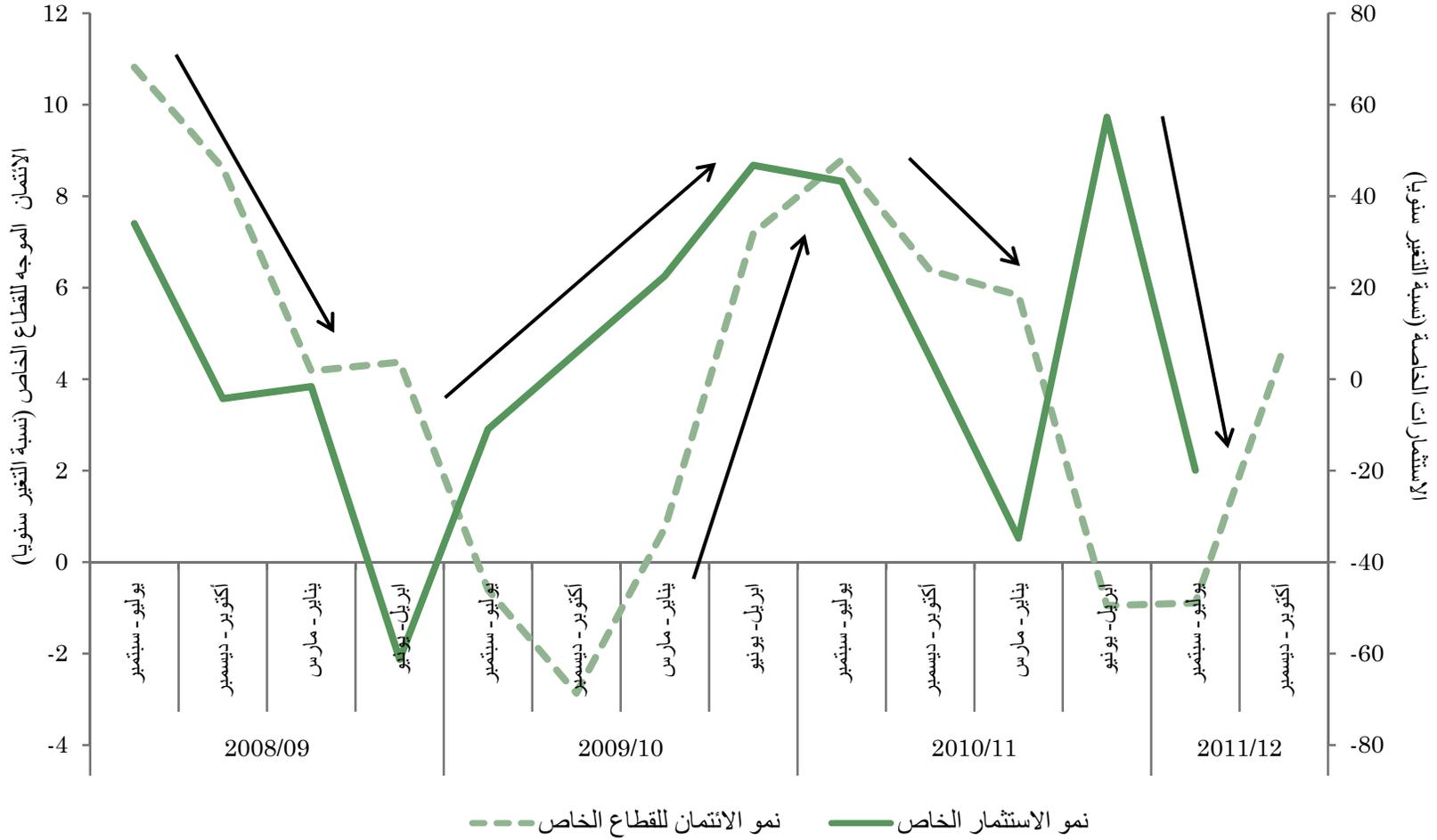
- السياسة النقدية ونمو الإنفاق الخاص
 - انخفاض سعر الصرف
 - نمو الائتمان الموجه للقطاع الخاص
- السياسة النقدية والإنفاق الحكومي
 - الائتمان الموجه للحكومة
 - الاستهلاك العام
 - الاستثمارات العامة
- انخفاض سعر الصرف ونمو الصادرات
- انخفاض سعر الصرف ونمو الواردات

يعتمد النمو بصورة أساسية على الاستهلاك الخاص ويدعمه نمو الصادرات والاستثمارات وهو ما يتأثر بالصدمات والتقلبات الدورية

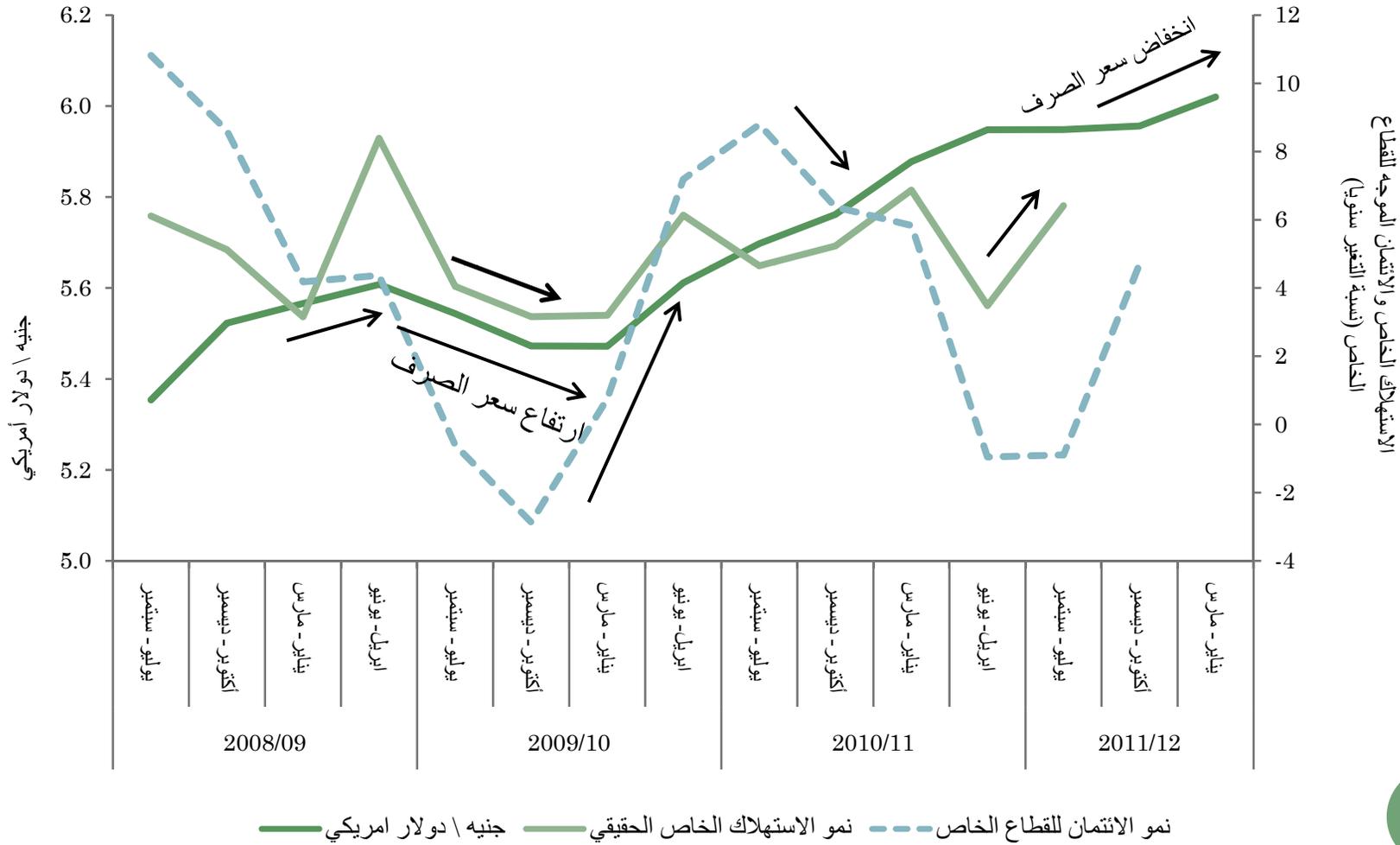
مساهمة بنود الإنفاق في النمو الحقيقي



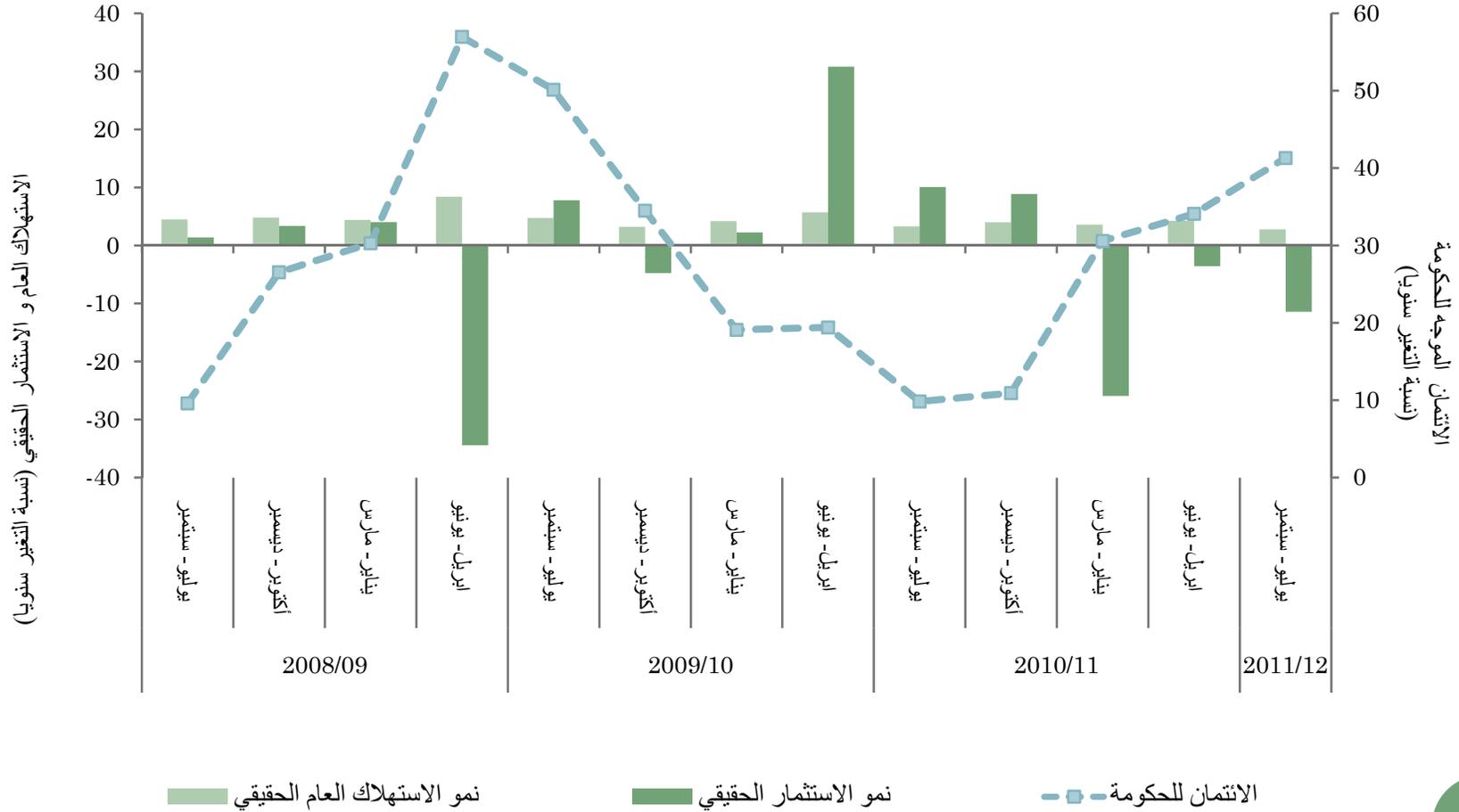
ساهم الائتمان الموجه للقطاع الخاص مع الوقت في حدوث تقلبات دورية في نمو الاستثمار الخاص



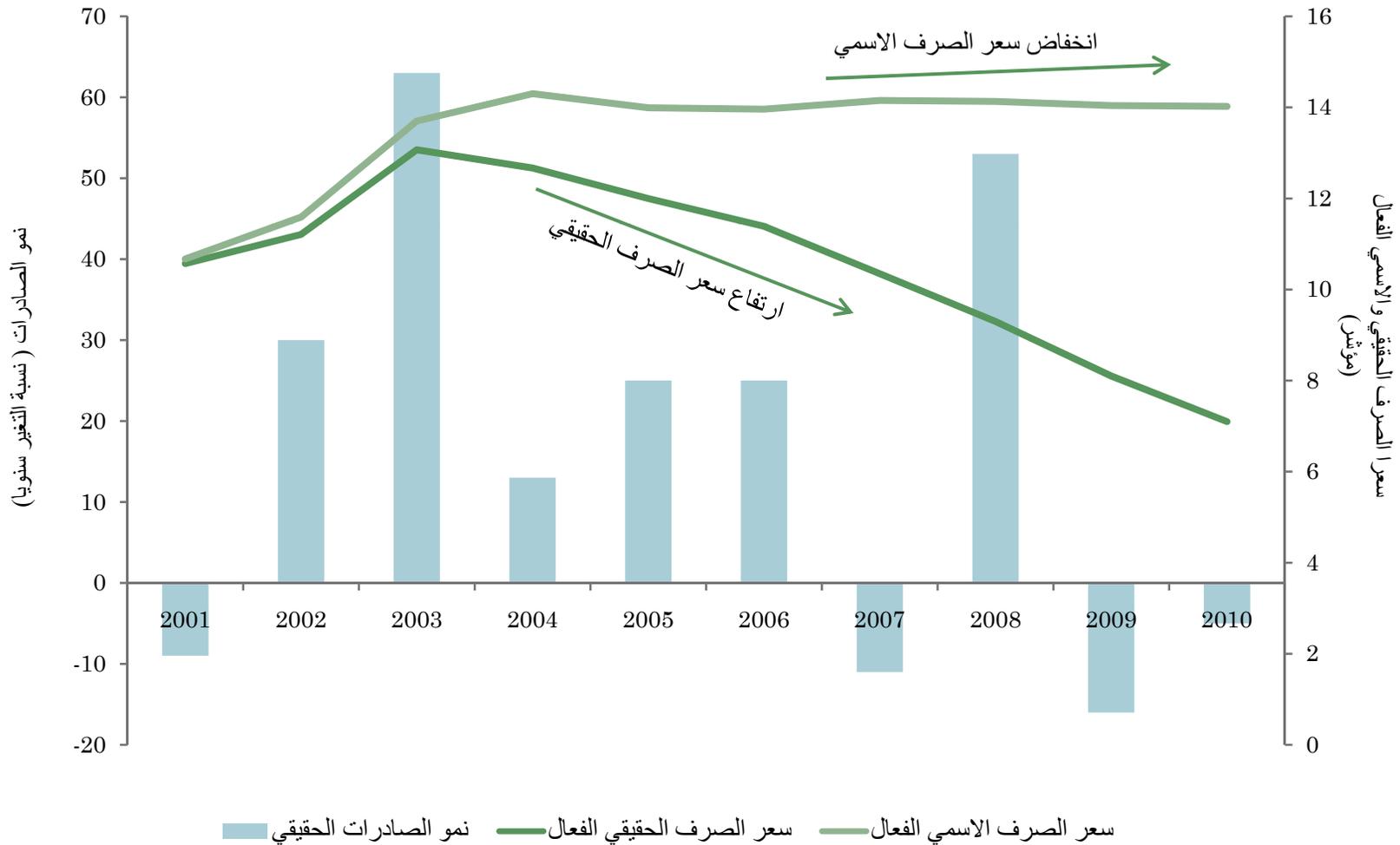
نمو الائتمان الموجه للقطاع الخاص يعمل على تحفيز نمو الاستهلاك الخاص وهو ما لا يتسم بالمرونة في مواجهة سلسلة الانخفاضات الاسمية



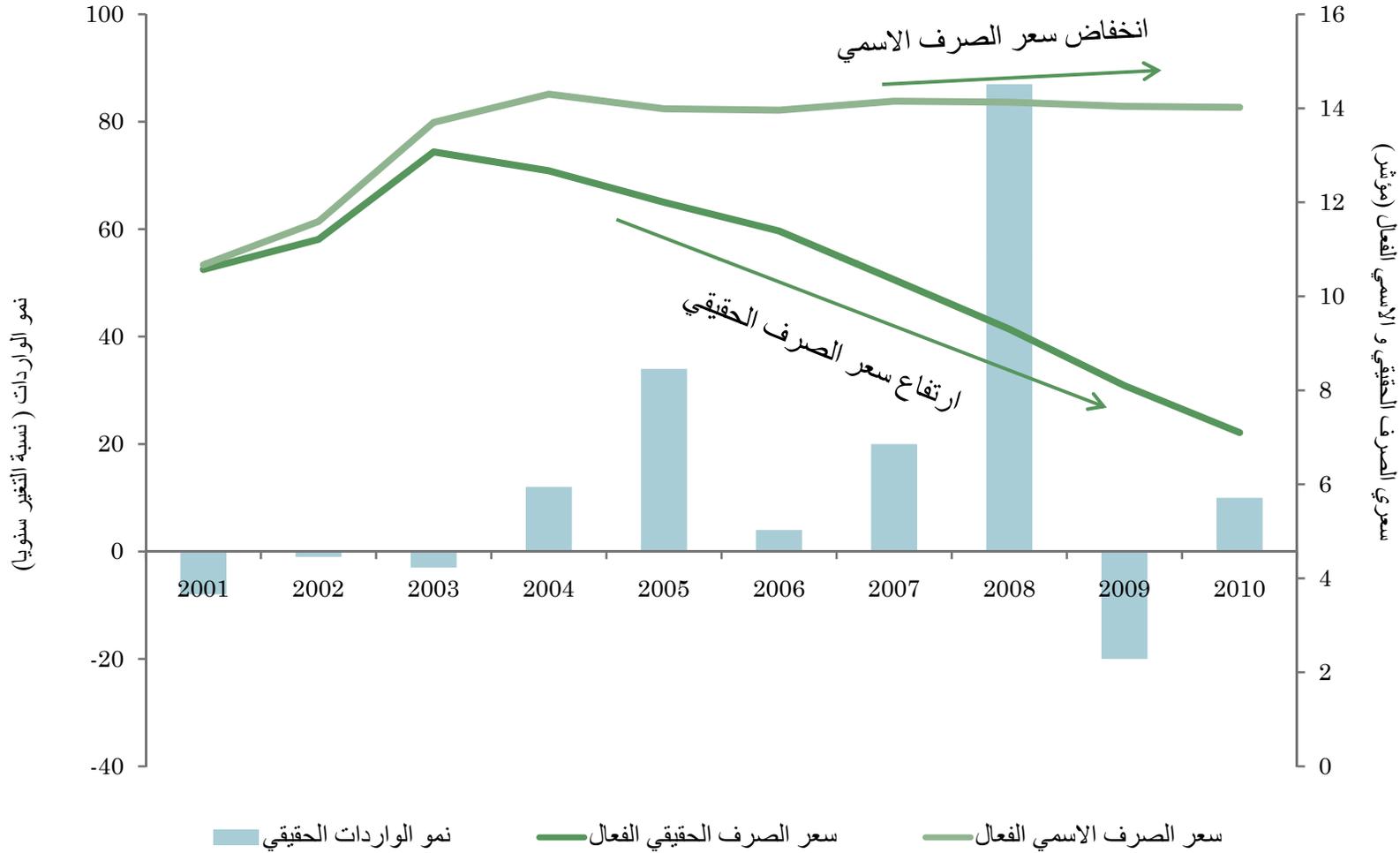
نمو الائتمان الموجه للقطاع العام ساعد بصفة رئيسية على تمويل نمو الاستهلاك العام بينما شهد الاستثمار العام انكماشاً في الآونة الأخيرة



يعمل الانخفاض في سعر الصرف الاسمي على زيادة القدرة التنافسية للصادرات بينما يعمل ارتفاع سعر الصرف الحقيقي على تقويض نمو الصادرات



تتسم الواردات بعدم المرونة تجاه الانخفاض الاسمي لسعر الصرف، بينما تعكس زيادة الواردات تأثير ارتفاع سعر الصرف الحقيقي في خفض تكلفة الواردات



٦ - توصيات السياسات

- يجب إدارة سياسة سعر الصرف بما يتفق مع الركائز الأساسية للعرض والطلب من العملة الأجنبية لتجنب التشوهات في سعر الصرف، حيث أدت صدمات الأسعار العالمية والتقلبات التي يشهدها الاقتصاد العالمي فضلا عن مرونة الأسعار المحلية تجاه تقلبات سعر الصرف إلى الحد من قدرة البنك المركزي على استهداف التضخم.
- من الضروري استهداف سعر صرف توازني يساعد على تعزيز النمو الاقتصادي واحتواء التكلفة التضخمية للواردات والتخفيف من حدة مخاطر الصدمات على جانب العرض، وذلك عن طريق تحقيق توازن بين تشجيع الصادرات واحتواء توقعات التضخم.
- يجب أن تركز أولويات السياسة النقدية على استهداف التضخم لزيادة القدرة التنافسية للصادرات واحتواء التوقعات بارتفاع الأسعار.

توصيات السياسات (تابع)

- **لتفعيل آلية استهداف التضخم**، يجب أن تهدف التشريعات والقوانين إلى القضاء على التشوهات السوقية والممارسات الاحتكارية التي يعاني منها التوزيع وتتعارض مع قواعد المنافسة، مع ضرورة إنفاذ الرقابة على الأسعار ولاسيما للسلع الأساسية.
- **لتدعيم دور الوساطة المالية في تنشيط الاقتصاد**، يجب العمل على زيادة الائتمان الموجه للقطاع الخاص، وخاصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، ووضع إطار مؤسسي يزيد من فاعلية السياسة النقدية مع تقديم حوافز ضريبية لشركات الأعمال المؤثرة على معدلات التشغيل والتصدير.
- **لتعزيز استقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية**، لا بد من تصحيح أوضاع المالية العامة بهدف الحد من مستوى العجز المالي وحاجة الحكومة المستمرة للاقتراض المصرفي والمحلي بغية إتاحة موارد تمويلية أكبر القطاع الخاص وخفض تكلفة الاقتراض المحلي.