

نحو تحليل موضوعي للسياسة النقدية المصرية 2005-2012

دكتور محمود أبو العيون
استاذ الاقتصاد - جامعة الزقازيق

9 مايو 2012

موضوعات التحليل

1. لانعاش الذاكرة
2. منهج تحليل السياسة النقدية
3. تحليل هدف السياسة النقدية في مصر 2005-2012
4. تحليل ادوات السياسة النقدية المستخدمة
5. تحليل اسلوب ادارة السياسة النقدية المصرية
6. تقييم قنوات الانتقال
7. السياسة النقدية في المستقبل

1- لانعاش الذاكرة

- أ- قدم الكاتب ورقة حول تعديل الاطار العام للسياسة النقدية في مصر في عام 2002، نشرت في ورقة العمل رقم 78 بالمركز المصري للدراسات الاقتصادية في فبراير 2003، قدم فيها لأهمية التحول الى استهداف التضخم كهدف وحيد للسياسة النقدية المستقبلية في مصر.
- ب- صدر قانون البنك المركزي ولجهاز لمصرفي والنقد رقم 88 في 15 يونيو 2003 ونص في مادته الخامسة على ان يعمل البنك المركزي على "تحقيق الاستقرار في الاسعار".
- ج- صدرت اللائحة التنفيذية لهذا القانون في 21 مارس 2004 ونصت في مادتها الاولى على " يضع البنك المركزي أهداف السياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة" ... وكانه يوجد أكثر من هدف للسياسة النقدية.
- د- بعد فترة من الصمت بلغت عامين بعد صدور القانون، صدر عن البنك المركزي في 2 يونيو 2005 بيانا حول هيكل السياسة النقدية ذكر فيه انه ينوى وضع وتنفيذ اطار متكامل لإدارة السياسة النقدية مستخدماً منهجية استهداف التضخم فور توافر المتطلبات الأساسية لذلك (لم تحدد ما هي).

1- لانعاش الذاكرة ... 2

د- ذكر البيان انه في المرحلة الانتقالية (لم يلتزم بمدة محددة)، سيعمل على تحقيق المعدل المستهدف للتضخم (لم يفصح عنه) عن طريق ادارة أسعار الفائدة قصيرة الأجل .

ه- أكد البنك المركزي في البيان على أن أسعار الفائدة الحقيقية السالبة لا تتسق والجهود المبذولة لخفض معدلات التضخم .

و- رأى البنك المركزي آنذاك أن التراجع المستمر الذي لوحظ لمعدلات التضخم في مصر في الأشهر الأخيرة السابقة لصدور البيان يعد أمراً هاماً لتوجيه توقعات التضخم في الأجل الطويل .

ز- أعلن البنك المركزي المصري في 2 يونيو 2005 إطاراً تشغيلياً جديداً لتنفيذ السياسة النقدية يتمثل في نظام الممر Corridor System. ويشمل هذا النظام سعرين للعائد لليلة واحدة في تعاملات البنك المركزي مع البنوك في سوق الانترنت المصري (يطلق على أسعار الفائدة المعلنه في هذا السوق اسم CAIBOR) أحدهما للإيداع والآخر للإقراض، ويمثل سعر عائد الإيداع الحد الأدنى لسعر الفائدة بالممر Corridor، بينما يمثل سعر عائد الإقراض الحد الأقصى له. وتقرر لجنة السياسة النقدية أسعار العائد في الممر Corridor .

1- لانعاش الذاكرة ...3

ح- قام البنك المركزي بتفعيل استخدام الأدوات التشغيلية لامتصاص أو ضخ السيولة في السوق بجدول زمني واضح يتسم بالشفافية وادخل العمل لأول مرة بأداة جديدة " صكوك البنك المركزي" في أغسطس 2005، وكذا إصدار شهادات إيداع ذات آجال حدها الأقصى سنة تحت مسمى " شهادات إيداع البنك المركزي المصري" في مارس 2006.

ط- أعلن البنك المركزي عن مقياس التضخم الاساسى Core Inflation فى اكتوبر 2009 حيث ذكر انه لا يغنى عن التضخم المقاس بالرقم القياسى لأسعار المستهلكين، وان الغرض من اعلانه هو تحسين معرفة الجمهور بديناميكيات التضخم والتقليل من انتقال أثر صدمات الاسعار الى توقعات التضخم.

ي- يقوم المجلس التنسيقي الذى يصدر بتشكيله قرار من رئيس الجمهورية بوضع اهداف السياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة.

ك- تتخذ لجنة السياسة النقدية القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية، لذلك فهى التى تدير العملية التنفيذية لإدارة السياسة النقدية. وتتكون تلك اللجنة من تسعة أعضاء تتضمن محافظ البنك المركزي ونائبى المحافظ وستة أعضاء من مجلس ادارة البنك المركزي

1- لانعاش الذاكرة ...4

معنى ما سبق أن :

اولا : لم يعلن البنك المركزى نهاية للمرحلة الانتقالية التى اعلن عنها فى عام 2005 حتى الآن.

ثانيا : لم يعلن البنك المركزى عن القيمة المستهدفة لمعدل التضخم حتى الآن

ثالثا : الهدف التشغيلى للسياسة النقدية واضح

رابعا : استحدث المركزى ادوات جديدة لامتصاص السيولة

خامسا : اسلوب ادارة السياسة النقدية معلن وواضح للجميع

سادسا : اعلن المركزى عن مقياس التضخم الاساسى.

2- منهجنا لتحليل السياسة النقدية

سنقوم فى الوريقات التالية بتحليل الإطار العام للسياسة النقدية المصرية استنادا الى اركانها:

□ الاهداف

■ الهدف النهائى

■ الهدف التشغيلى

□ الادوات

■ الادوات المباشرة

■ الادوات غير المباشرة

□ الادارة

□ قنوات الانتقال

□ النتائج

أهداف السياسة النقدية المصرية : الهدف النهائي

□ خلط في الصياغة القانونية

- بينما نص القانون على ان البنك المركزى لابد ان يعمل على "تحقيق الاستقرار فى الاسعار"، نصت اللائحة التنفيذية للقانون 88 لسنة 2003 على ان البنك المركزى والحكومة يحددان "أهداف السياسة النقدية"، فهل يوجد هدف واحد ام أهداف متعددة للسياسة النقدية؟

□ معدل منخفض للتضخم لم يحدد المركزى مستواه

- تقوم البنوك المركزية التى تستهدف التضخم بتحديد معدل مستهدف تسعى لتحقيقه.. فلماذا لم يعلن هذا الهدف حتى الآن؟
- هل سعر صرف الجنيه المصرى هو هدف غير معلن للسياسة النقدية المصرية؟

□ قياس معدل التضخم الاساسى و عيوبه

أهداف السياسة النقدية المصرية : الهدف النهائي

■ تحديد معدل التضخم الاساسى كمقياس جيد، لكن السلع المستبعدة منه (وبالذات المحدده اسعارها اداريا) لها اسعار سوقية معروفة (الخبز والبوتاجاز والسولار)، فلماذا تستبعد وهي تشكل جانب لا يستهان به من ميزانية الاسرة؟

□ لمن يحدد المركزى هدف السياسة النقدية؟

■ ما هي الجهة التي تحاسب البنك المركزى على عدم الاعلان حتى الآن عن هدف محدد سنوى لسياسته النقدية؟

■ ما هي الجهة التي يجب ان تحاسب المركزى في حالة فشله في تحقيق المعدل المستهدف؟

□ هل هناك هدف غير معلن للبنك المركزى بالإتفاق مع الحكومة ممثلة في المجلس التنسيقى يتمثل في استهداف ثبات سعر الصرف؟

أهداف السياسة النقدية المصرية : الهدف التشغيلي

□ سعر الفائدة لليلة واحدة فى سوق الائتربانك هو الهدف التشغيلي للسياسة النقدية منذ عام 2005.

■ لنرى كيفية تطور هذا الهدف التشغيلي لمعرفة مدى تفاعل هذا الهدف التشغيلي مع التطورات الاقتصادية:

■ بدء تطبيق هذا النظام فى 5 يونيو 2005

■ تكتيكيا بدأ بسعر مرتفع (9.5%-12.5%) وبهامش 3%

■ خفض بسرعة الى (8%-10%) وخفض الهامش الى 2%

■ رفع بسرعة شديدة الى (11.5%-13.5%) فى السنة المالية 2008/2009 .

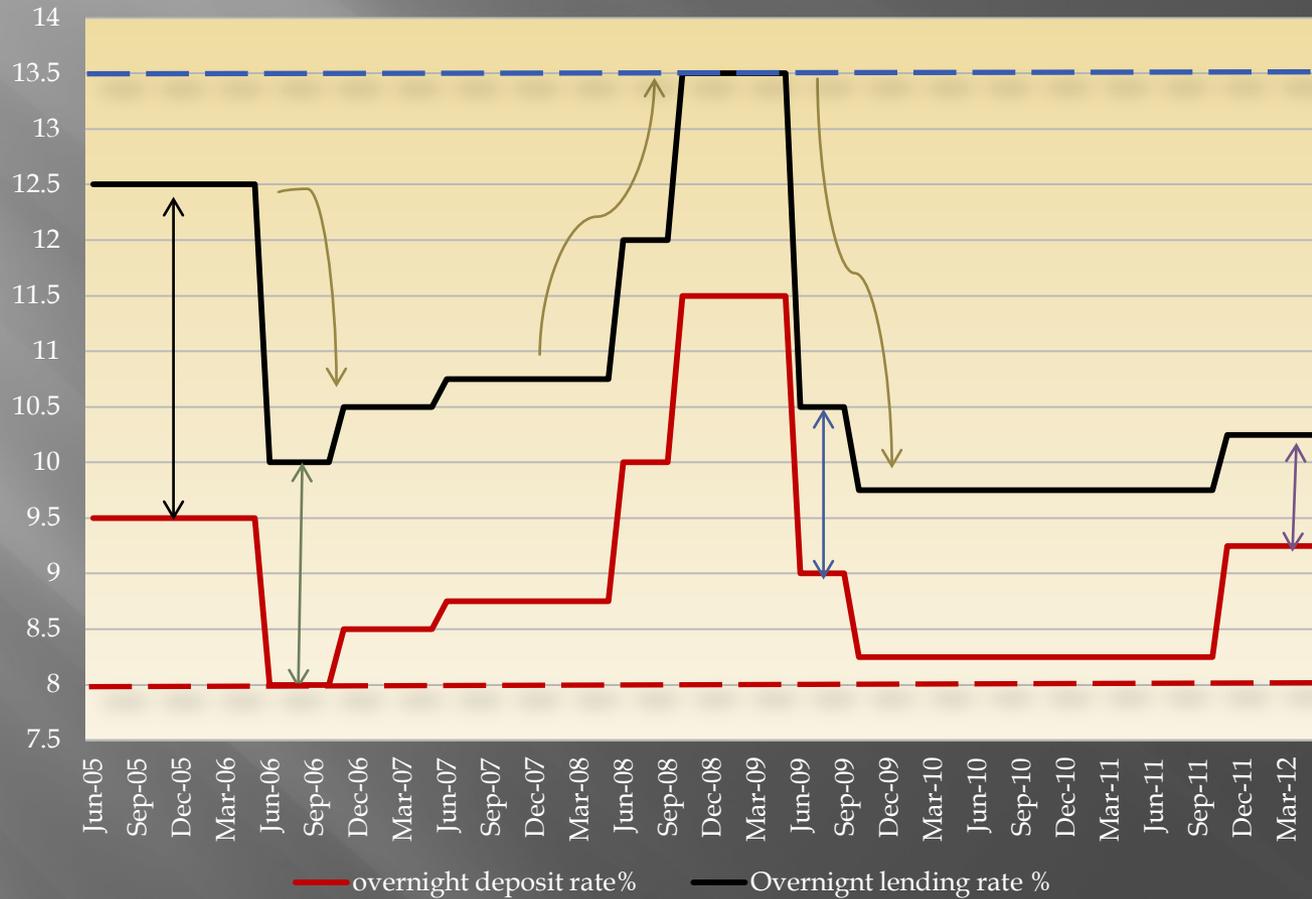
■ لم يعدل من اكتوبر 2009 حتى زيد بنسبة 1% ديسمبر 2011

□ هل هناك مغزى لتعديلات الكوريدور يستشف منها سياسة نقدية توسعية

او انكماشية او حتى اعطاء المتخصص صورة عن توجهات السياسة ؟

أهداف السياسة النقدية المصرية : الهدف التشغيلي

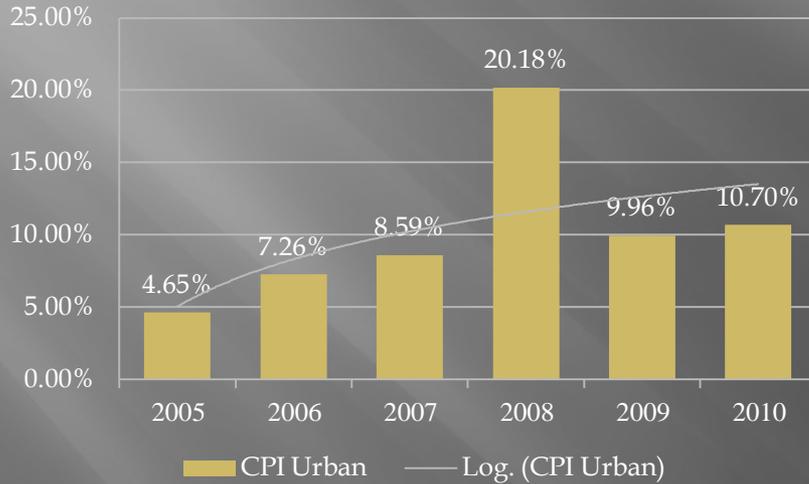
تطور حدود الكوريدور 2005-2012



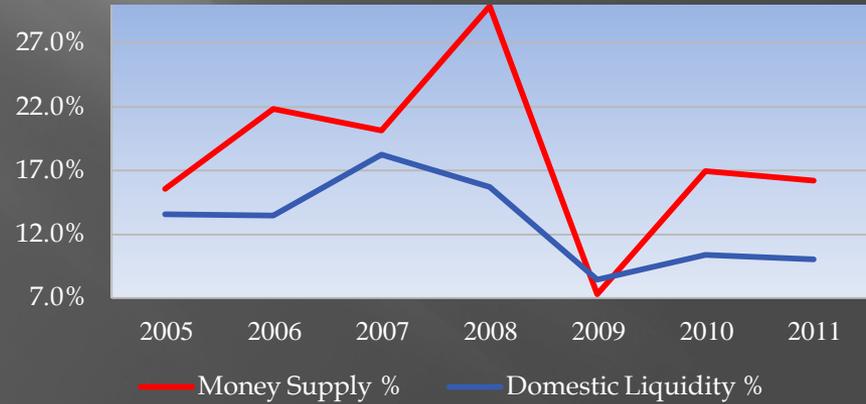
أهداف السياسة النقدية المصرية : الهدف التشغيلي

□ هل أثر هذا الهدف التشغيلي على معدلات نمو المعروض النقدي؟

CPI Urban



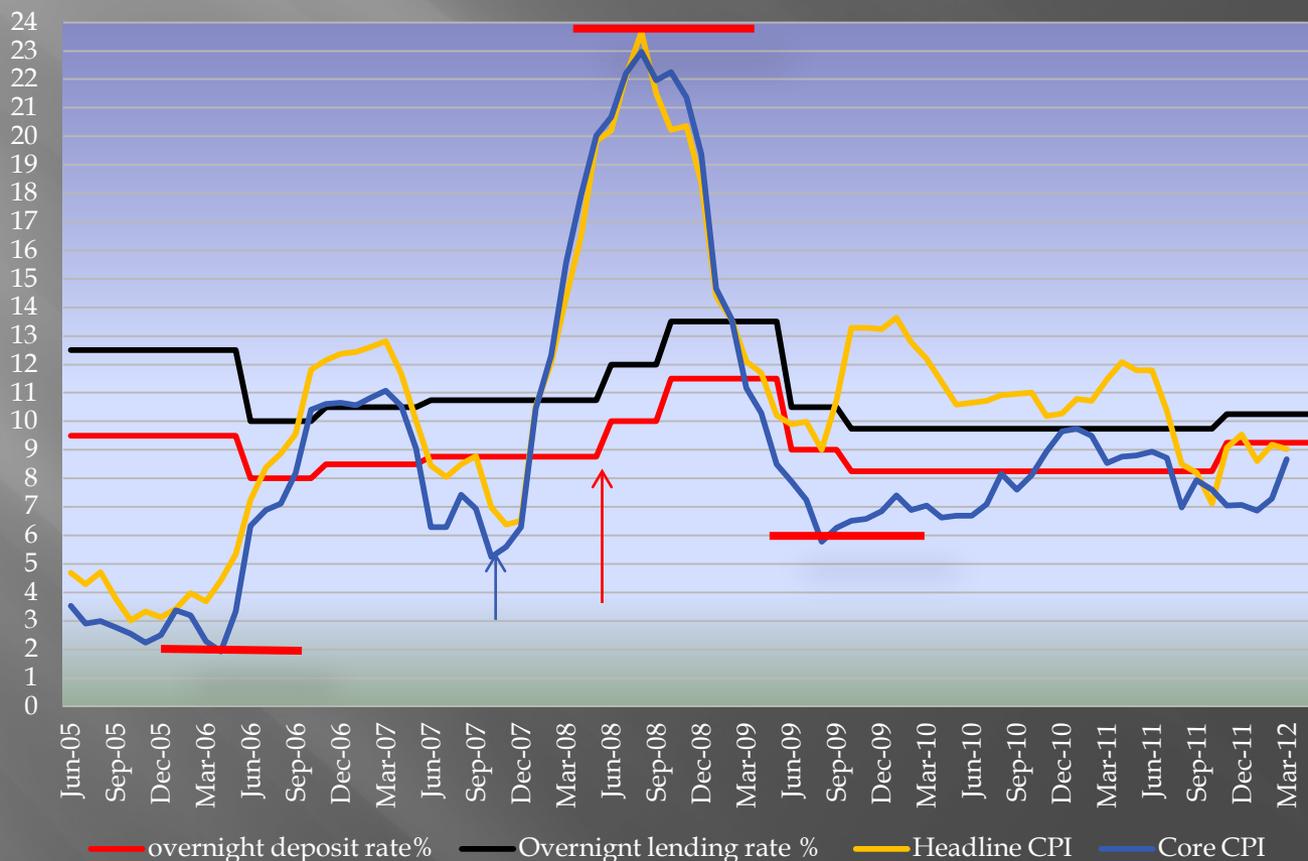
معدلات تغير السيولة المحلية والمعروض النقدي %



أهداف السياسة النقدية المصرية : الهدف التشغيلي

□ هل أثر الهدف التشغيلي على معدلات التضخم؟

تطور معدل التضخم السنوي وحدود الكوريدور 2005-2012



ادوات السياسة النقدية المصرية

□ تستطيع البنوك المركزية التأثير على كمية النقود، أو بالاحرى على القاعدة النقدية اما بأسلوب مباشر او بأسلوب غير مباشر.

- ويقصد **بالاساليب او الادوات المباشرة** تلك الاساليب التي تلجأ اليها السلطة النقدية لتوجيه البنوك للالتزام بتعليمات محددة تغل يد ادارات البنوك في توظيف مواردها.
- من هذه الادوات تحديد نسبة الاحتياطي الإلزامي التي يجب على البنوك الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي كنسبة من ودائعها بالعملة الوطنية او الأجنبية
- ومنها وضع سقوف ائتمانية تحد من قدرتها على خلق نقود الودائع وتحد بالتالى من الزيادة فى صافى الاصول المحلية.
- اما **الاساليب او الادوات غير المباشرة** للسيطرة على معدلات نمو المعروض النقدى، فترتبط جميعها بعدم التدخل المباشر فى اعمال البنوك لكن التدخل بالتأثير على تكلفة البنك وعوائده.
- من هذه الادوات تحديد سعر الخصم، وممارسة عمليات السوق المفتوحة بما فيها ممارسة عمليات الريبو (اتفاقات اعادة الشراء) وعمليات الريبو المعكوسة، والقيام بعمليات بيع وشراء النقد الأجنبي.

الادوات المباشرة : نسبة الاحتياطي الالزامى

□ النسبة فى مصر محددة للودائع بالعملة الوطنية وللودائع بالعملات الأجنبية

□ بالنسبة للودائع بالعملة الوطنية :

■ مفروضة على نوعيات محددة من الودائع وتعفى البنوك من تطبيقها على الودائع وشهادات الایداع والادخار لمدة 3 سنوات فأكثر

■ لا تدفع فائدة على الارصدة المقابلة لها المحتفظ بها لدى المركزى

■ فترة التزام محددة والحساب على متوسط ارصدة خلال ايام فترة الالتزام

□ بالنسبة للودائع بالعملة الأجنبية:

■ النسبة محددة 10%

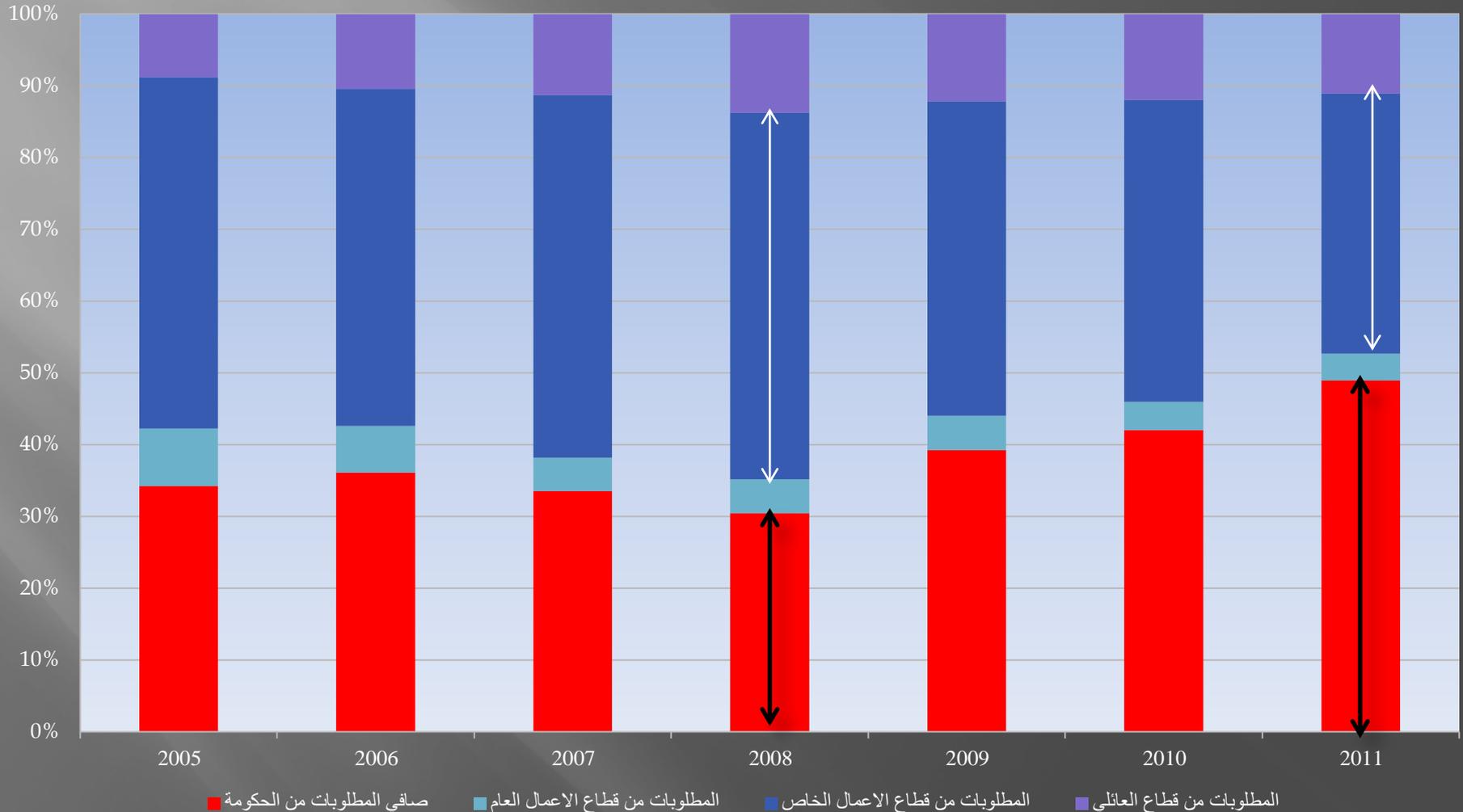
■ يدفع عن الارصدة المحتفظ بها لدى المركزى كمقابل للنسبة فائدة.

الادوات المباشرة : نسبة الاحتياطي الالزامى

- الاستخدام لدعم المالية العامة، وليس كأداة لتنظيم المعروض النقدي:
 - فى أبريل 2012 إتخذ قرار بخفض نسبة الاحتياطي الإلزامى على الودائع بالعملة الوطنية من 14% الى 12% دون إفصاح عن الاسباب، فى الوقت الذى أعلنت فيه البيانات الشهرية للسيولة النقدية التى اوضحت عدم نمو الإئتمان الموجه للقطاع الخاص، مع استحواز الحكومة على الجزء الاكبر من الزيادة فى الاصول المحلية المقابلة للسيولة المحلية .
 - معنى ما سبق، أنه فى غير وجود طلب على الإئتمان الخاص بسبب الاوضاع السياسية المصرية السائدة فى تلك الفترة، قام البنك المركزى بخفض نسبة الاحتياطي الإلزامى وتحرير جانب من إحتياطيات البنوك المحتفظ بها لدى البنك المركزى فى محاولة منه لتوفير موارد للبنوك كانت محتجرة لديه لاستخدامها بواسطة تلك البنوك لتمويل طلب الحكومة لتوفير التمويل المقابل للعجز فى الموازنة العامة المصرية .
 - انخفضت اسعار العائد على اذون الخزانة عقب ذلك الاجراء
 - التحيز لتمويل الحكومة واضح كما بالشكل التالى

الادوات المباشرة : نسبة الاحتياطي الالزامي

نسب الائتمان المحلي حسب القطاعات المدينة

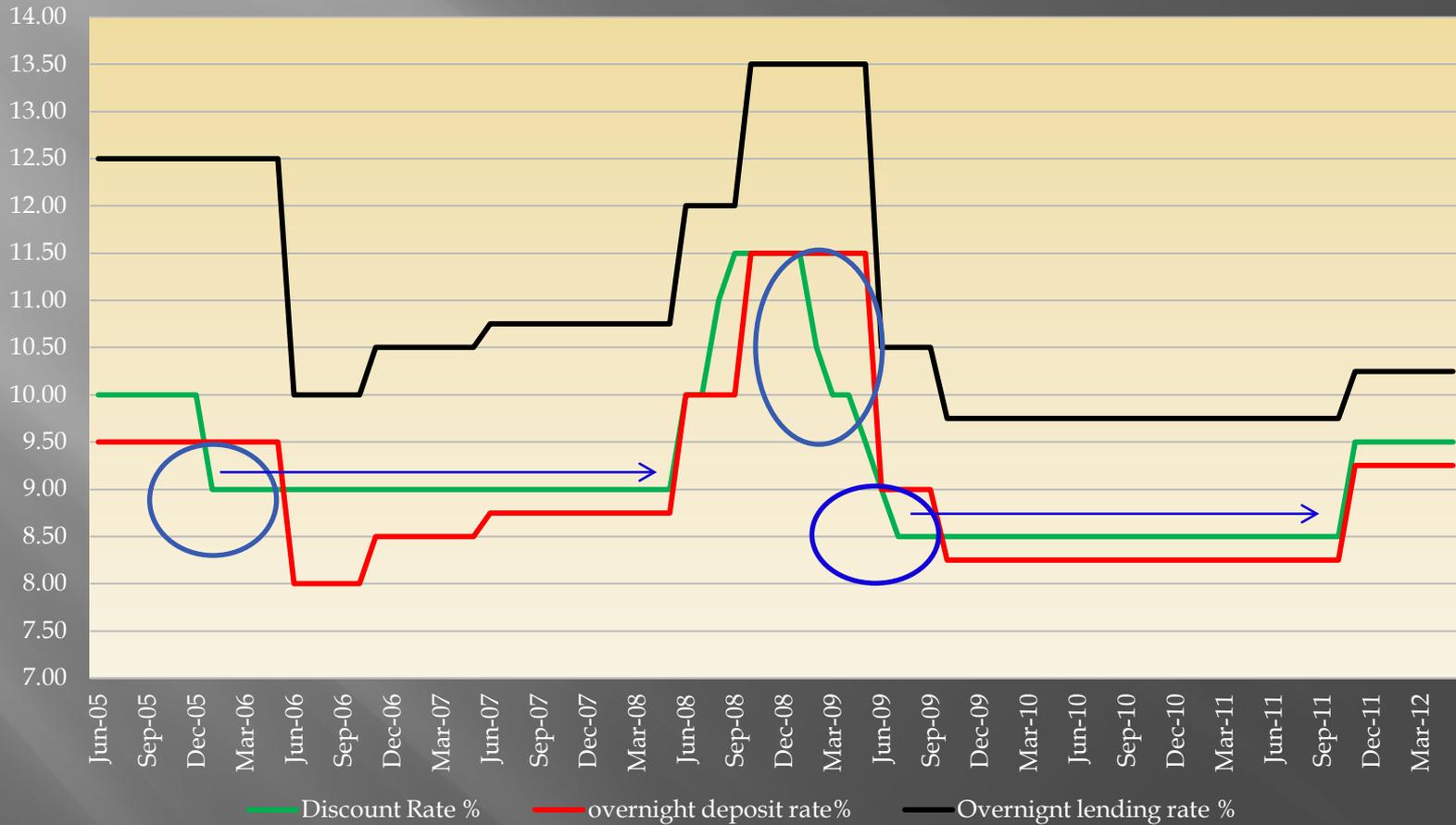


الادوات غير المباشرة : سعر الخصم

- ذات أهمية أقل: ممارسة السياسة النقدية من خلال سوق الائتربانك واعتماد البنوك على بعضها البعض يقلل من اهمية سعر الخصم، حيث لا توجد احصاءات عن وجود تسهيلات قائمة مقدمة للمركزي ولا توجد ادوات مالية يمكن خصمها.
- سعر الخصم هو سعر جزائي كما هو متعارف عليه، وبالتالي لا بد ان يمثل الحد الاقصى للسعر الذي يجب ان تدفعه البنوك
- عيوب أساسية : لا يجب ان يقل سعر الخصم بأى صورة عن سعر الايداع لليلة واحدة لدى البنك المركزي لانه سعر فائدة مدين على القروض والا تقترض البنوك بسعر الخصم وتودع لديه بسعر الايداع لليلة واحدة، وهو امر غير سليم
- وفي رايانا انه لا يجب ان يقل عن سعر الاقراض لليلة واحدة باعتبار ان البنوك لا تلجأ للمركزي إلا كملجأ أخير للإقراض

الادوات غير المباشرة : سعر الخصم

تطور سعر الخصم وحدود الكوريدور 2005-2012



الادوات غير المباشرة : سعر الخصم

17 Apr 2001	11.50%
26 Apr 2001	11.00%
11 Nov 2002	10.00%
22 Jan 2006	9.00%
29 Jun 2008	10.00%
10 Aug 2008	11.00%
21 Sep 2008	11.50%
15 Feb 2009	10.50%
29 Mar 2009	10.00%
17 May 2009	9.50%
21 Jun 2009	9.00%
2 Aug 2009	8.50%
28 Nov 2011	9.50%

الادوات غير المباشرة : عمليات السوق المفتوح

- يقصد بعمليات السوق المفتوح قيام البنوك المركزية بشراء أذون الخزانة وسنداتها أو بيعها من البنوك أو من الافراد او من المتعاملين الرئيسيين.
- ميزانية البنك المركزي بشقيها (قسم الاصدار وقسم العمليات المصرفية) تضم فى جانب الاصول سندات وأذون وأوراق مالية حكومية.
- ممارسة عمليات السوق المفتوحة ستؤثر فى قيمة القاعدة النقدية ذات العلاقة الوثيقة بالمعروض النقدى او بكمية النقود .
- لا يقوم البنك المركزى بطرح أذون او سندات خزانة الا نيابة عن وزارة المالية ولتغذية ارصدها المفتوحة لديه بحصيلة الاكتتابات، وبالتالي فهو لا يتدخل كبائع اصيل فى سوق الاصدار.
- عندما استحدثت المركزى أداة "صكوك البنك المركزى" فى أغسطس 2005، وعندما أصدر شهادات ايداع ذات اجال حدها الأقصى سنة تحت مسمى "شهادات ايداع البنك المركزى المصرى" فى مارس 2006، كان من المتصور ان هناك اصدارات متتالية من هذه الادوات المالية.

الادوات غير المباشرة : عمليات السوق المفتوح

□ الاحصاءات المنشورة تشير الى الآتى:

- الاداة الوحيدة المستخدمة بكثافة هي عمليات اعادة الشراء (الريبو) من خلال مزادات آخرها فى 2 مايو الجارى بمبلغ 22 مليار جنيه لمدة 6 ايام بفائدة 9.75%.
- لا توجد عمليات ريبو معكوس منذ اكثر من 6 سنوات (24 يونيو 2004 (182 يوم) و 30 يونيو 2005 (364 يوم))
- من 4 ابريل 2006 بدء فى استخدام شهادات ايداع المركزى ومزادات عمليات الشراء النهائى outright لم تحدث من 24 يوليو 2007.
- يعلن المركزى عن مزادات قبول ودائع بشكل دورى (قبل بدء الثورة مباشرة) بمبلغى 35 مليار جنيه لامتصاص فائض السيولة من البنوك، وتوقف عن ذلك منذ 26 يناير 2011

الادوات غير المباشرة : عمليات السوق المفتوح

- على الرغم من وصول اسعار العائد على اذون الخزانة الى حوالى 15.9% فيما قبل التخفيض الاخير لنسبة الاحتياطي الالزامى الا ان لجنة السياسة النقدية وصلت بسعر العائد لعمليات الريبو لمدة 7 أيام الى 9.75% سنويا؟ فهل تثاب البنوك الراغبة فى سيولة مؤقتة؟
- يخلص مما تقدم ان الاداة غير المباشرة الاساسية التى استخدمت بكثافة هى عمليات اعادة الشراء لأذون الخزانة . فهل استند البنك المركزى عليها فقط فى ضمان انضباط سعر الفائدة لليلة واحدة فى سوق الانترنتك؟؟

ادارة السياسة النقدية فى مصر

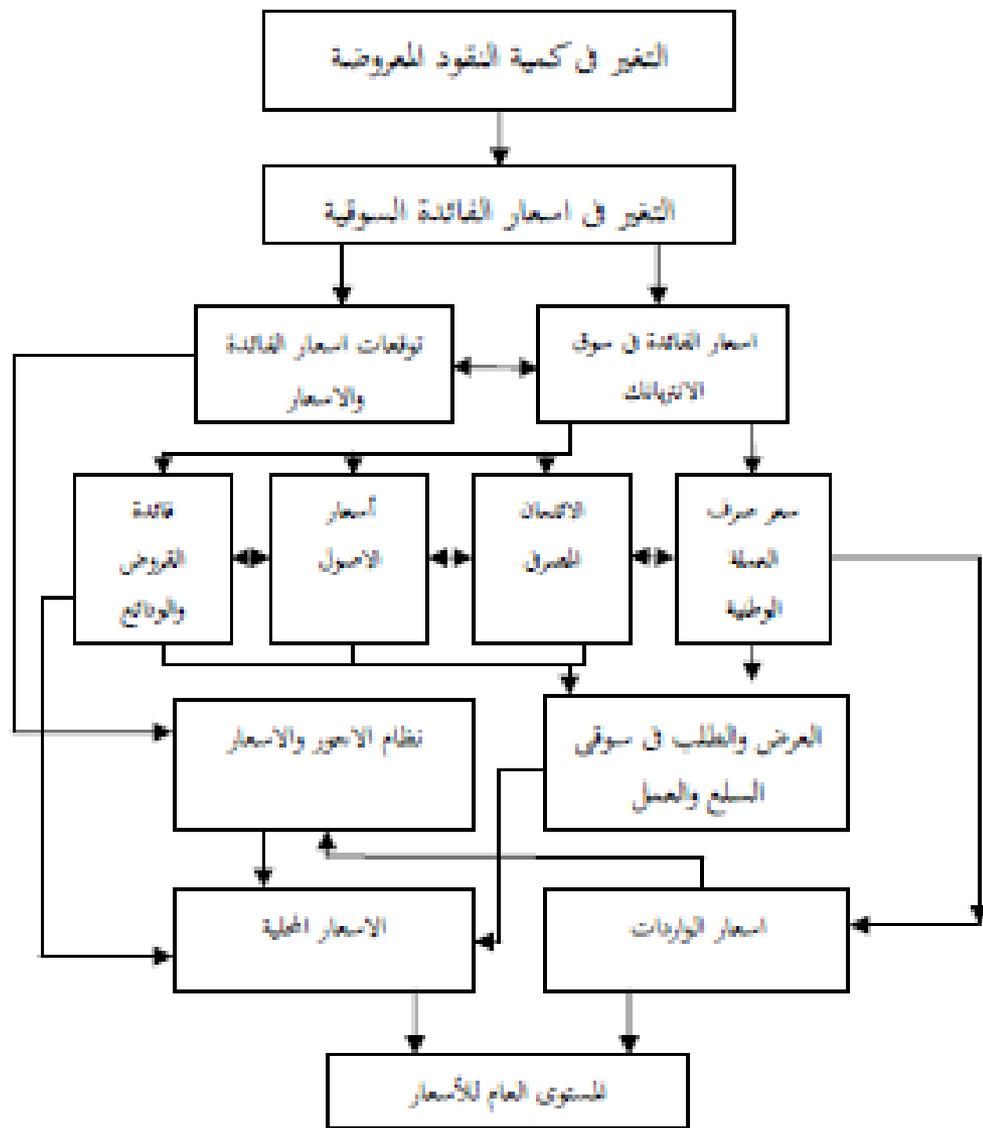
□ القانون واضح فى الاتفاق على الهدف مع الحكومة من خلال مجلس تنسيقى ... ولكن :

■ التشكيل غير معلى حاليا. وفى الماضى كان يضم مصريون لا يعيشون بمصر.

■ لم نر إفصاحا عن عناصر الاتفاق، او عن الاجتماعات، او حتى عن هدف معدل التضخم.

□ تشكيل لجنة السياسة النقدية الحالى من اعضاء مجلس ادارة المركزى ومن بينهم رئيسا بنكى القطاع العام الرئيسيين غير سليم، فالادارة المصرفية تختلف عن الادارة النقدية.

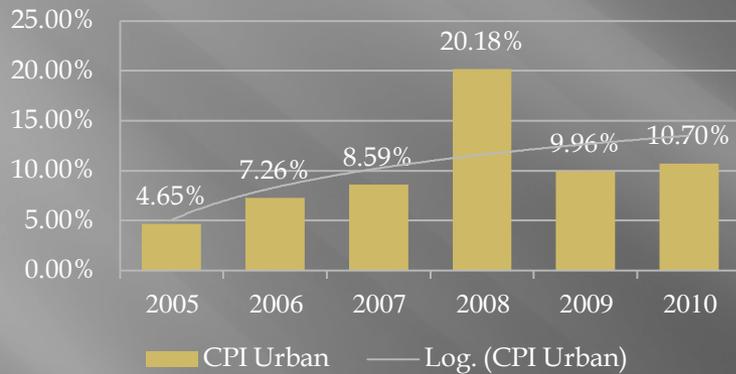
آليات الانتقال



آليات الانتقال : سعر الفائدة

□ تغير المعروض النقدي واثره على اسعار الفائدة فى سوق الائتربانك

CPI Urban



معدلات نمو السيولة المحلية



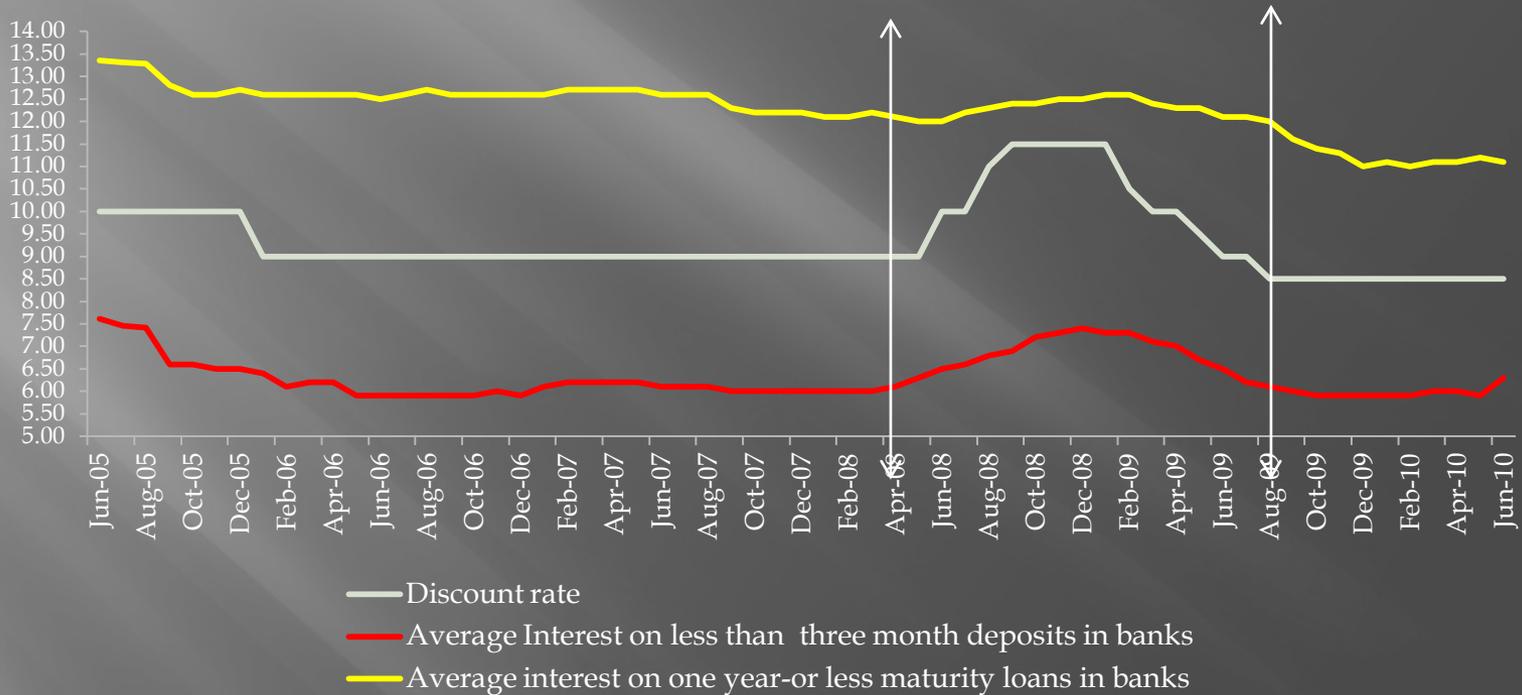
■ معدل نمو السيولة المحلية (يناير/يناير) ■ معدل نمو السيولة المحلية (يونيو/يونيو)

زيادة المعروض النقدي فى عام 2007 ترتب عليها
زيادة معدل التضخم فى 2008 وهو ما دعى الى رفع
حدود الكوريدور

آليات الانتقال : سعر الفائدة

هل تأثرت اسعار الفائدة المدينة والدائنة فى البنوك؟؟

اسعار الفائدة وسعر الخصم على الودائع والقروض بالجنيه المصرى 2005-2010



اسعار الفائدة على الودائع تستجيب بسرعة نسبيا ، لكن اسعار الفائدة على الاقراض تتصف باللزوجة.

آليات الانتقال : الائتمان المصرفي

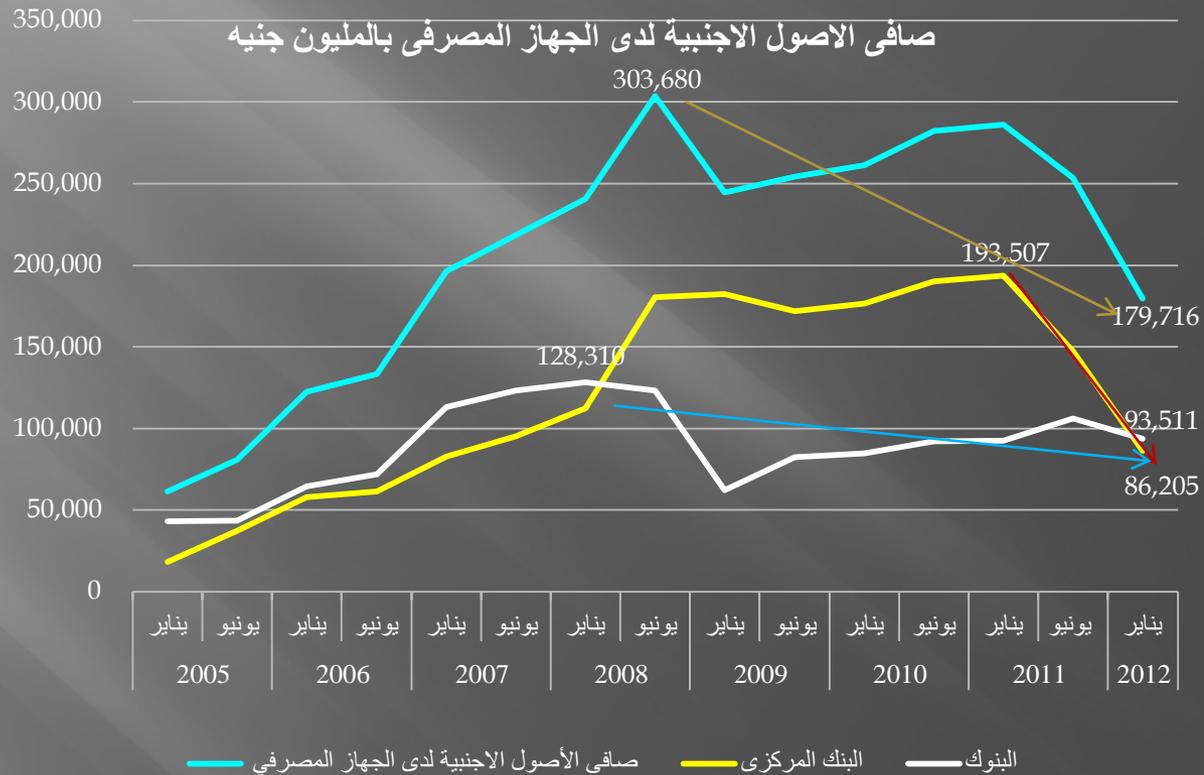
□ هل تأثر الطلب على الائتمان بتغيرات المعروض النقدي؟

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	يونيو
892,766	775,268	695,326	570,953	531,314	509,532	466,771	الائتمان المحلي عملة محلية واجنبية
437,337	326,141	273,122	174,005	178,323	184,131	159,889	صافي المطلوبات من الحكومة
<u>32,981</u>	<u>29,985</u>	<u>33,146</u>	<u>26,897</u>	<u>24,446</u>	<u>32,888</u>	<u>37,420</u>	المطلوبات من قطاع الاعمال العام
<u>323,241</u>	<u>326,350</u>	<u>304,470</u>	<u>291,719</u>	<u>268,607</u>	<u>239,338</u>	<u>228,195</u>	المطلوبات من قطاع الاعمال الخاص
<u>99,207</u>	<u>92,792</u>	<u>84,588</u>	<u>78,332</u>	<u>59,938</u>	<u>53,175</u>	<u>41,267</u>	المطلوبات من قطاع العائلي
%15.16	%11.50	%21.78	%7.46	%4.27	%9.16		معدل نمو الائتمان المحلي
%34.09	%19.41	%56.96	%2.42-	%3.15-	%15.16		معدل نمو صافي المطلوبات من الحكومة
%9.99	%9.54-	%23.23	%10.03	%25.67-	%12.11-		معدل نمو المطلوبات من القطاع العام
%0.95-	%7.19	%4.37	%8.60	%12.23	%4.88		معدل نمو المطلوبات من القطاع الخاص
%6.91	%9.70	%7.99	%30.69	%12.72	%28.86		معدل نمو المطلوبات من القطاع العائلي

بتحليل الاصول المقابلة للسيولة المحلية يتضح الائتمان الممنوح للحكومة اعتبارا من عام 2009 زاد بمعدلات رهيبه بينما لم يزد الائتمان الموجه للقطاعين الخاص والعائلي سوى بمعدلات معتادة ، فهل لهذا أثر انمائي حقيقي على الناتج؟؟ أم ان أثره تضخمى؟؟

آليات الانتقال : اسعار الصرف

- هل تأثر سعر صرف العملة الوطنية بتغيرات المعروض النقدي؟
- لنستطلع مستوى الاصول الاجنبية لدى الجهاز المصرفي:



لماذا زادت الاصول الاجنبية لدى البنوك المصرية في عام 2011 بينما انخفضت الاصول الاجنبية لدى البنك المركزي، ومن اين تدفقت الاموال على تلك البنوك في ظل هروب رؤوس الاموال بالعملات الاجنبية عقب الثورة، لا يتم ذلك الا بمبيعات نقد اجنبي من البنك المركزي للبنوك.

آليات الانتقال : اسعار الصرف

- معنى ذلك ان مبيعات البنك المركزى ربما تكون قد كبتت التغير فى سعر صرف الجنيه المصرى، فهل هذا صحيح فى ظل نسبة الانكشاف بالعملات الاجنبية وتصفية المراكز يوميا؟؟
- لننظر الى الآتى:

اسعار التعامل فى سوق الائتربانك بالنقد الاجنبى			
الاسبوع الاخير من	ادنى سعر للدولار الامريكى	اعلى سعر للدولار الامريكى	معدل التغير % منذ 2006
يونيو 2006	5.7422	5.7437	-
يونيو 2007	5.6964	5.6968	
يونيو 2008	5.3480	5.3620	
يونيو 2009	5.5975	5.6000	
يونيو 2010	5.6940	5.6970	
يونيو 2011	5.9670	5.9710	3.96%

آليات الانتقال : اسعار الصرف

□ لننظر ايضا الى الآتى:

اسعار التعامل فى سوق الائتربانك بالنقد الاجنبى			
الاسبوع الاخير من	ادنى سعر للدولار الامريكى	اعلى سعر للدولار الامريكى	معدل التغير %
27 يناير 2011	5.8360	5.8590	-
26 يناير 2012	6.0340	6.0400	3.09%
23 فبراير 2012	6.0350	6.0390	3.07%

□ معنى ذلك ان التحكم المقصود فى سعر الصرف من خلال المبيعات قد أخفى اثر التغير فى كمية المعروض النقدى على الاسعار، وهو ما يؤكد ان الحكومة والبنك المركزى يحاولان استهداف التضخم، ولكن من خلال كبت الاسعار!!! وليس من خلال السياسات الاقتصادية وقوى السوق الحر.

السياسة النقدية فى المستقبل

المستقبل يحمل مرحلتين :

- الاول : الوضع الحالى حتى يتحقق الاستقرار السياسى
- الثانى : مرحلة إعادة بناء الاقتصاد المصرى

تشخيص المرحلة الحالية:

- تباطؤ فى النمو الاقتصادى : ادى الى زيادة معدلات البطالة وتزايد الضغوط الاجتماعية
- اختلال التوازن المالى : الحصائل الضريبية والدخل من الدومين العام لا يقدران على مواجهة الانفاق العام المتزايد خصوصا مع تزايد الاجور والدعم ، مع تمويل العجز من مصادر محلية اعتمادا على الجهاز المصرفى لارتفاع تكلفة الاقتراض الخارجى
- اختلال التوازن الكلى : طلب كلى (المدعم بزيادات الاجور والانفاق العام الجارى) يفوق العرض المحلى (المتقلص بسبب عدم الاستقرار) من السلع والخدمات، والفجوة يغلقها الاستيراد
- اختلال التوازن الخارجى : عجز كلى فى ميزان المدفوعات عولج باستهلاك احتياطات النقد الاجنبى بدلا من السماح بتحريك سعر الصرف
- قوى السوق غير مفعلة (الاسعار الادارية للسلع المدعمة - كبت اثر ارتفاع الاسعار العالمية خصوصا للمنتجات البترولية)
- انخفاض فى التصنيف الائتمانى ، وانخفاض الثقة من الداخل ومن الخارج

السياسة النقدية فى المستقبل

المرحلة الحالية : حتى يتحقق الاستقرار السياسى

■ اهم المبادئ المقترحة للسياسة الاقتصادية فى المرحلة الانتقالية:

- لا بد من تصويب مسار الاقتصاد فى المرحلة الانتقالية
- على المستوى الاجمالى: السيطرة على الطلب الكلى بالمقارنة بالعرض الكلى للاقتصاد حتى لا يستمر الانفلات السعري او يستمر عجز فى ميزان المدفوعات لفترة اطول وتتضرب معه احتياطات النقد الاجنبى
- ضرورة تخفيض العجز فى الموازنة العامة واتباع سياسة مالية انكماشية
- أهمية استعادة فعالية قوى السوق
 - وضع تصور لمعالجة الدعم السعري
 - عدم تعطيل القوى السوقية او التدخل فيها حتى تعالج فجوة الطلب الكلى
- استعادة وتطبيق اسس سياسة استهداف التضخم كسياسة نقدية مع اتباع سياسة نقدية انكماشية تقيد انفلات الطاب
- حتى إن قصرت الفترة الانتقالية فالتصحيح الاقتصادى ضرورى للإطلاق مستقبلا

السياسة النقدية في المستقبل

المرحلة التالية : مرحلة اعادة بناء الاقتصاد

□ اولويات المرحلة:

□ الإصلاح في المرحلة الراهنة هو أساس سرعة بناء الاقتصاد في المرحلة القادمة

□ استعادة الاستقرار الاقتصادي من خلال :

- التوسع المالي مع التخفيض التدريجي للعجز في الموازنة العامة للدولة
- الادارة المالية والضريبية الجيدة والانفاق الاستثماري العام الذي يخلق تنمية مستدامة
- استعادة جاذبية السوق المصري للإستثمارات الخارجية المباشرة من خلال وضع اسس واضحة في الدستور للإدارة الاقتصادية للبلاد
- تشجيع الطلب الخارجي على السلع والخدمات المصرية من خلال تحسين ادارة سوق الصرف الاجنبي

السياسة النقدية فى المستقبل

- بالنسبة للسياسات الاقتصادية المرتبطة بما تقدم :
 - سياسة نقدية توسعية خالقة لظروف موائمة للاستثمار الخاص
 - سياسة مالية توسعية مع ضبط العجز
 - تمويل العجز من مصادر محلية وخارجية غير تضخمية
- يتوقع ارتفاع معدلات التضخم نسبيا وزيادة الدين الخارجى
- السؤال هو : كيف ستدار السياسة النقدية؟؟