

# السياسة النقدية في مصر

## التحديات ودلالات السياسات

د. ماجدة قنديل  
المدير التنفيذي ومدير البحوث  
المركز المصري للدراسات الاقتصادية

# نظرة عامة

- الدوافع
- إطار السياسة النقدية
- أهداف العرض الإيضاحي
- التطورات الأخيرة في الأهداف النهائية والتشغيلية
- تحدي صدمات الأسعار النسبية
- آليات انتقال آثار صدمات الأسعار النسبية الأخيرة
- صدمات متعددة أخرى تؤدي إلى تعقيد إدارة السياسة النقدية
- دلالات السياسات

## الدوافع

- الاقتصاد المصري ← مزيد من الاندماج في الأسواق العالمية ← مزيد من تقلبات الدورة الاقتصادية.
- زيادة الحاجة لاتخاذ نظرة أشمل على أهداف السياسة النقدية ← مع إيلاء أولوية أكبر لاستقرار الناتج حول إمكاناته إلى جانب، السيطرة على التضخم.

## الدوافع

- تزايد التدفقات الرأسمالية الوافدة ← تفاقم التقلبات في سعر الصرف ← مما يستلزم من البنوك المركزية الحد من التغييرات العشوائية في سعر الصرف.
- على السياسة النقدية أن تلعب **الدور الرئيسي** في **سياسة تحقيق الاستقرار**، حيث إنها تتسم **بمرونة أكبر** من السياسة المالية العامة، والتي تعاني من أنواع مختلفة من القيود على التنفيذ.

## الدوافع

- بالإضافة إلى ذلك، زاد تحدي صدمات الأسعار النسبية في السنوات الأخيرة من خلال الارتفاعات الحادة في أسعار السلع والخضروات.
- اقترنت هذه الزيادات بارتفاعات حادة في التضخم.
- ولسوء الحظ، لم تتلاش هذه الصدمات بسرعة، مما يهدد بزيادة التوقعات التضخمية.

## إطار السياسة النقدية

- شهدت السياسة النقدية تقدما ملحوظا منذ أوائل عام 2004.
- تمثلت التغييرات الملموسة في إعادة صياغة استراتيجية السياسة النقدية بما في ذلك الهدف النهائي والهدف المتوسط والهدف التشغيلي.
- وتم تحديث إطار التنفيذ واستراتيجية التواصل.

## استراتيجية السياسة النقدية

- **الهدف النهائي:** أصبح تحقيق استقرار الأسعار واستدامته هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية.
- **الهدف المتوسط:** يجب أن يكون الهدف المتوسط **متغيرا واحدا**. وفي الواقع، يشير البنك المركزي في بيانه النقدي إلى التطورات في **عرض النقود والائتمان** فضلا عن طائفة من العوامل الأخرى بما في ذلك التنبؤ بمعدل التضخم وفجوة الناتج، والتي قد تؤثر على معدل التضخم الأساسي.
- **الهدف التشغيلي:** سعر الفائدة بين البنوك (الإنتربنك) لليلة واحدة.

## تنفيذ السياسة النقدية

- يستخدم البنك المركزي اثنين من التسهيلات الدائمة (تسهيل الإقراض لليلة واحدة وتسهيل الإيداع لليلة واحدة) كأداتين رئيسيتين للسياسات توافرن الحد الأقصى والأدنى لنطاق يتغير في حدوده **سعر الإنترنت لليلة واحدة**.
- يقوم البنك المركزي المصري بإدارة السيولة من خلال **عملياته في السوق المفتوحة**.

## استراتيجية التواصل

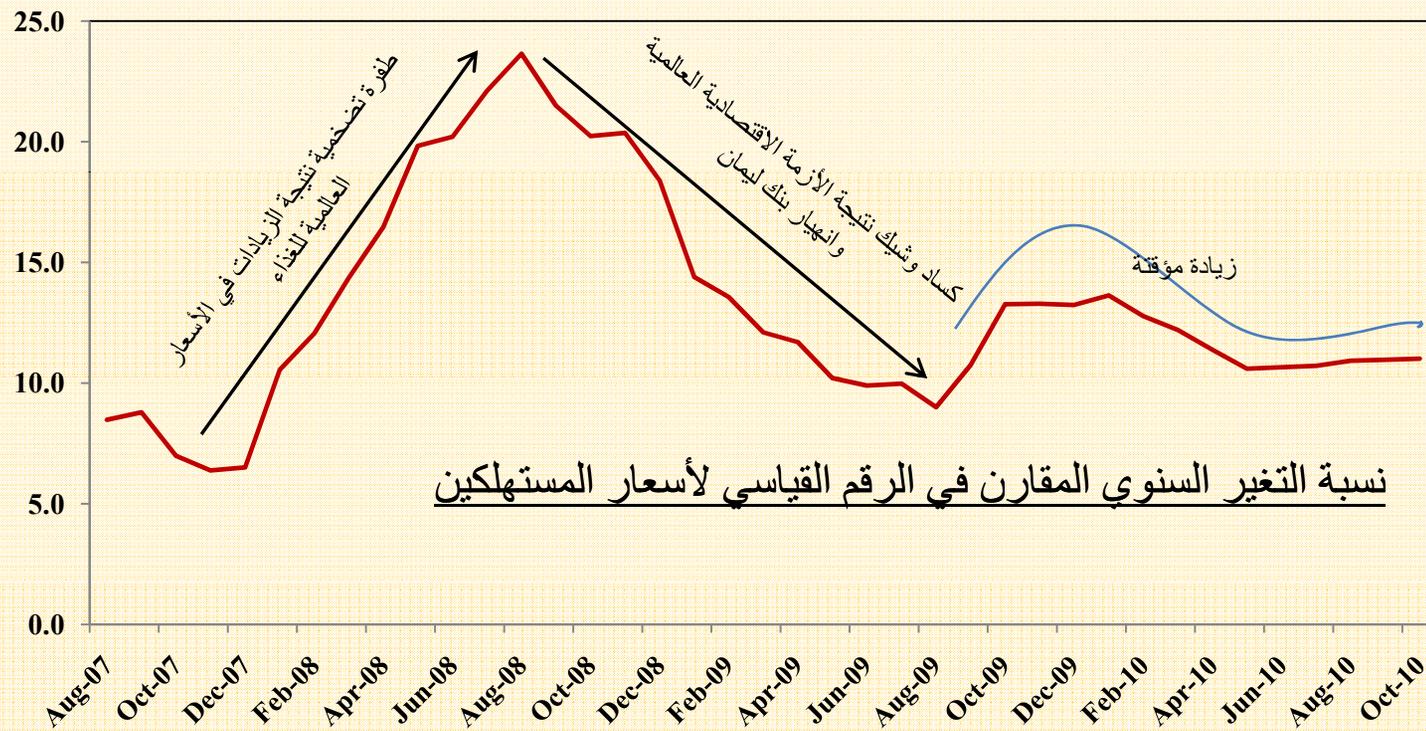
- تقوم لجنة السياسة النقدية باتخاذ قرارات السياسة النقدية، وتقوم اللجنة بإصدار بيان عقب اجتماعاتها مباشرة.
- يُتوقع نشر تقرير التضخم في وقت ما مستقبلاً.
- ومن المنتظر كذلك إصدار تقرير لتوقعات التضخم والنمو يعكس آراء الشركات.

## أهداف العرض الإيضاحي

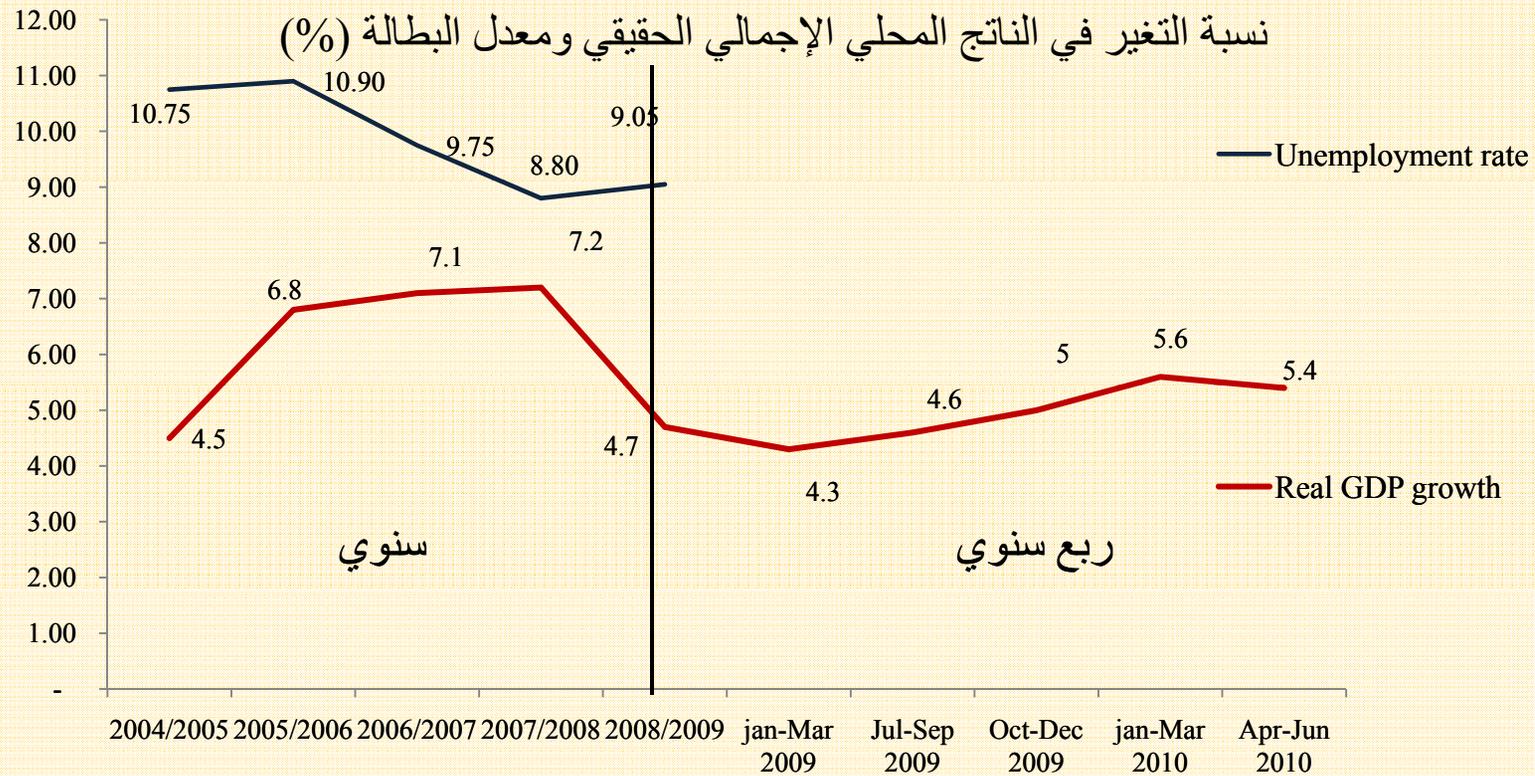
- تقديم أدلة على صدمات الأسعار النسبية المستمرة والتي قد تتسم بأمدها الطويل
- تقدير إلى أي مدى تمثل هذه الصدمات تحدياً لإطار السياسة النقدية الحالي.
- تقدير إلى أي مدى تؤدي الصدمات المتعددة الأخرى إلى تعقيد إدارة السياسة النقدية.
- تقدير مدى كفاية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.

# التطورات الأخيرة في الأهداف النهائية والتشغيلية

# زاد معدل التضخم نتيجة ارتفاع الأسعار العالمية، ولكنه تراجع مع التباطؤ الاقتصادي والانخفاض التدريجي للأسعار العالمية

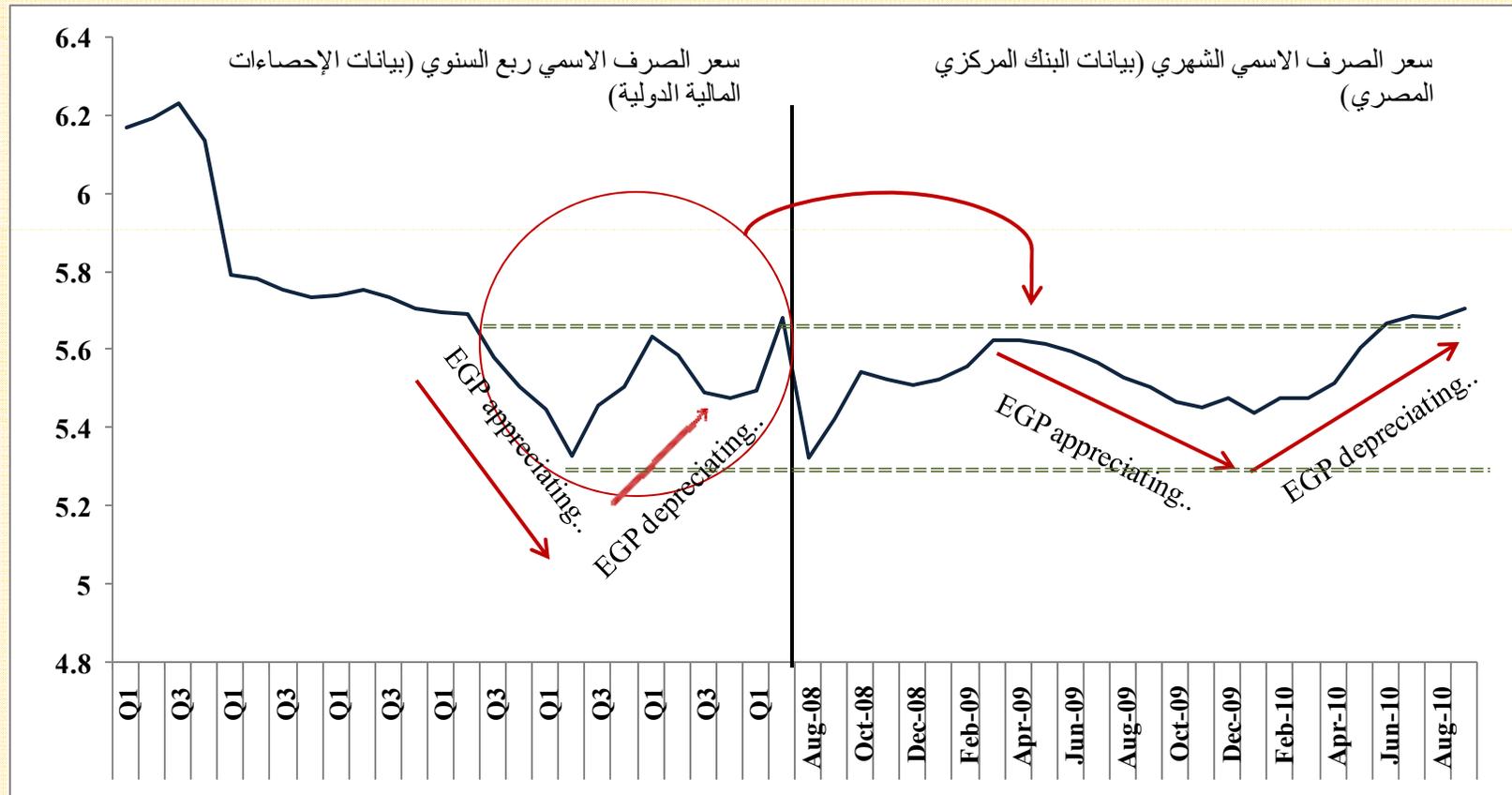


ثبتت قدرة الاقتصاد المصري على الحفاظ على معدل مرتفع للنمو الحقيقي، وذلك في ضوء مؤشرات النمو خلال الأزمة العالمية، واكتسب الاقتصاد مزيدا من التعافي في عام 2010. ومع ذلك، لا يوفر النمو عددا كافيا من الوظائف

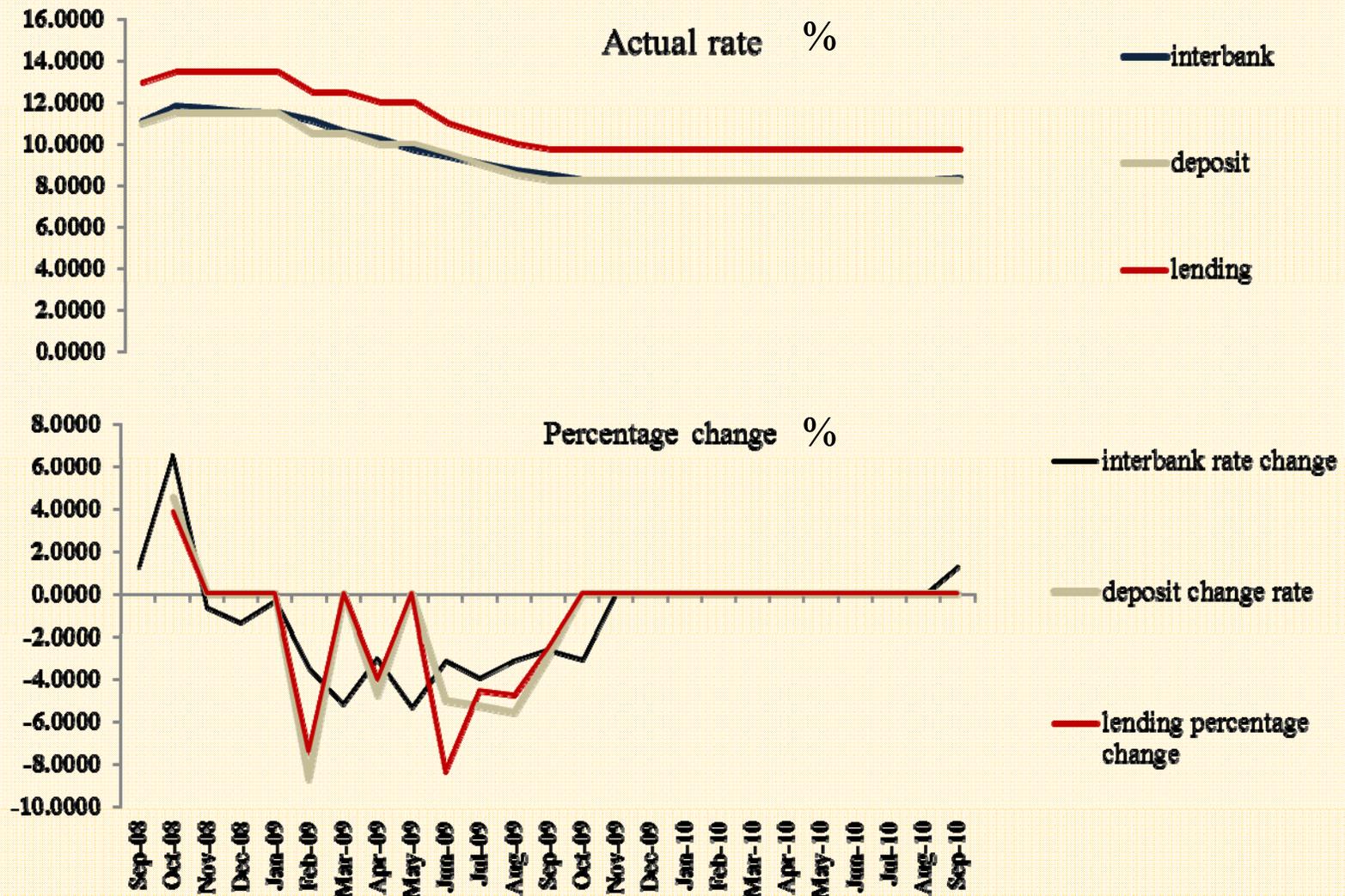


# ترتبط فترة الزيادة في قيمة العملة بدورات ارتفاع التضخم، في حين ترتبط فترة الانخفاض في قيمة العملة بضعف النمو الاقتصادي

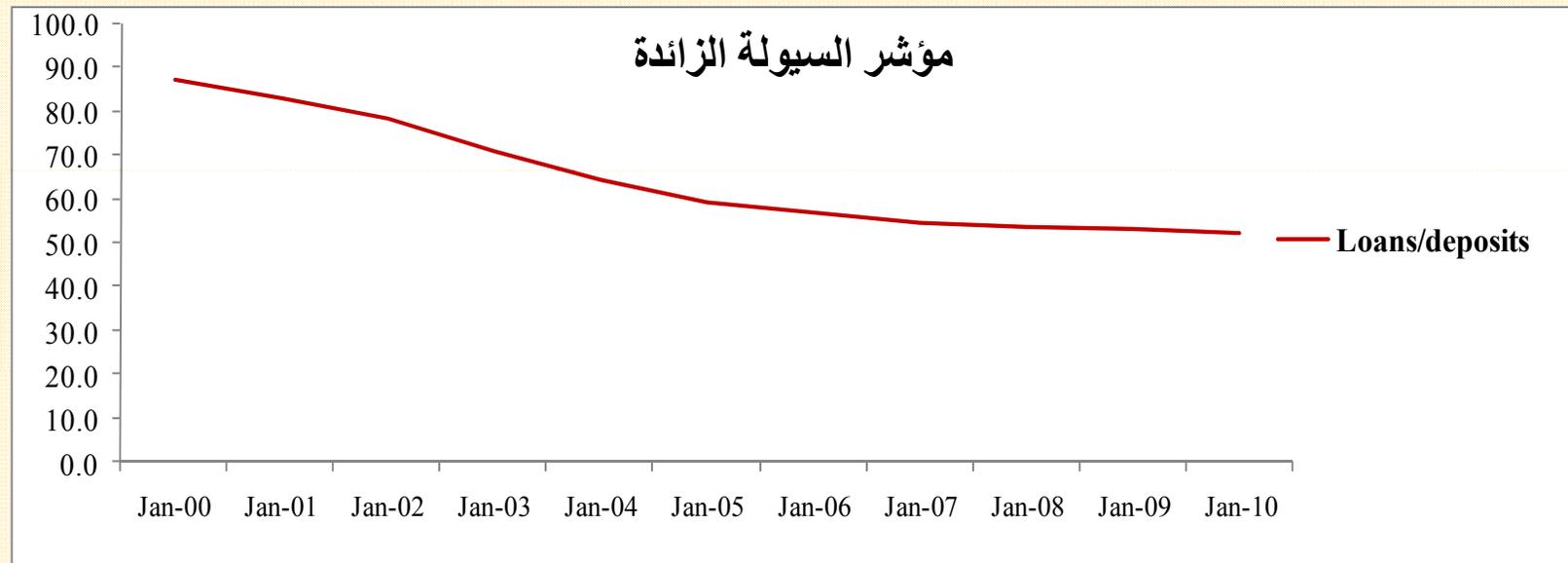
الجنيه مقابل الدولار



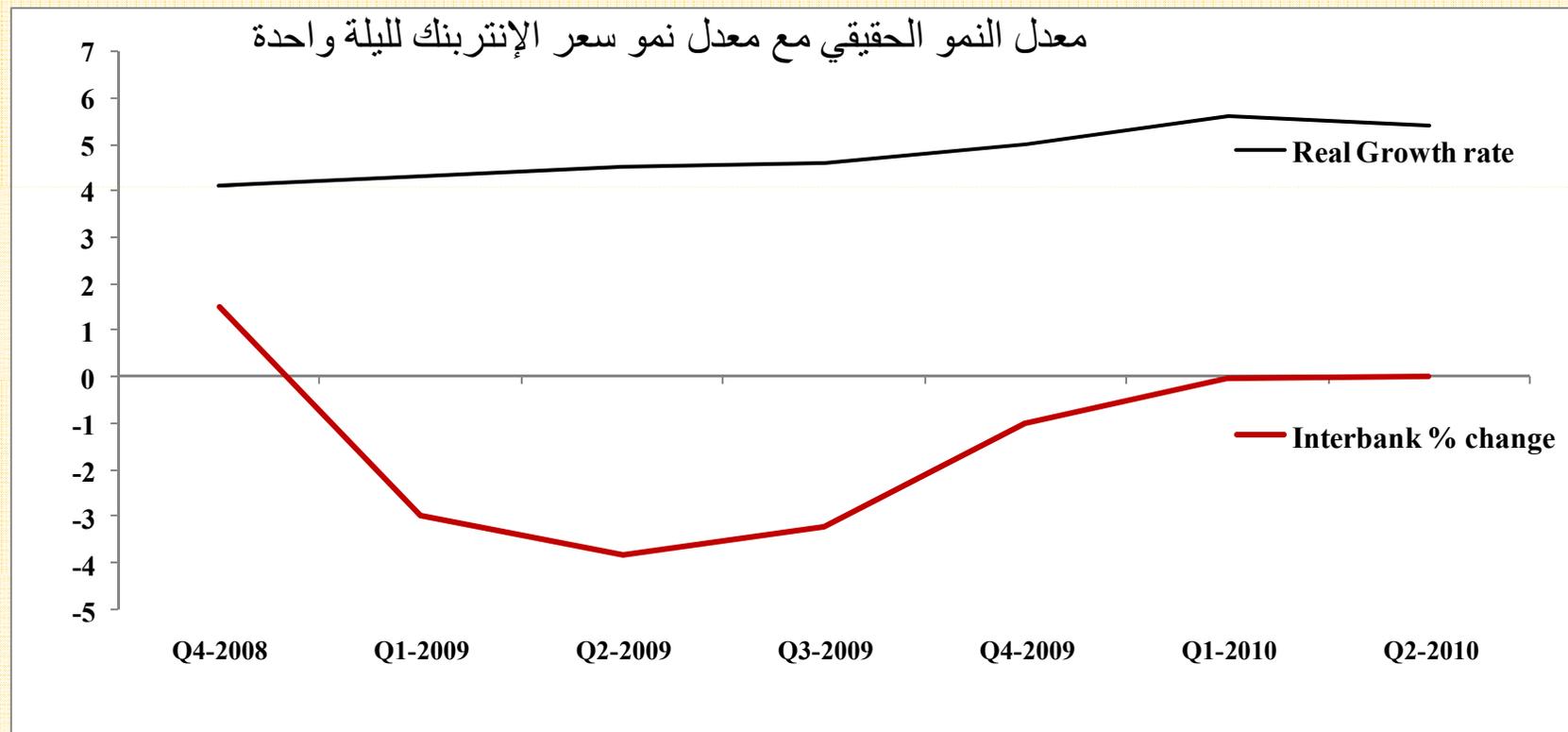
## أدوات التنفيذ: يلاحظ اتباع سياسة محايدة عقب دورة توسعية طويلة للبنك المركزي حتى سبتمبر 2009



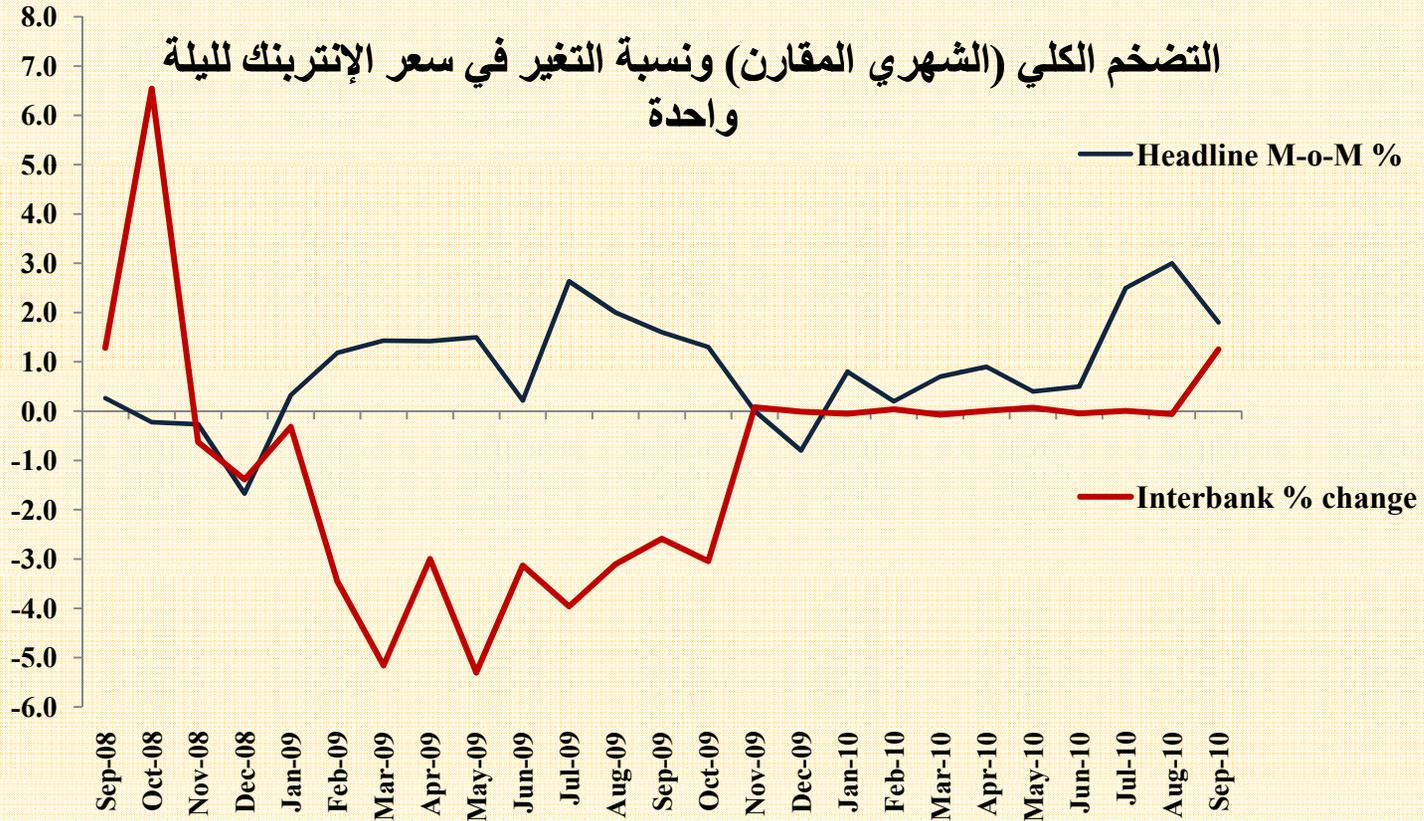
# ومع ذلك، يعد فائض السيولة واضحا ... نقص الاستثمارات عالية المديونية



# زاد النمو الحقيقي بصورة مطردة، برغم تباطؤ معدل الاستجابة لعمليات التيسير النقدي المتتالية



أدت الجهود الرامية للحد من بواذر الضغوط التضخمية والتي عكست مؤخرًا تقلبات العرض إلى التزام البنك المركزي بثبات سعر الفائدة خوفًا من التأثير السلبي على التعافي الاقتصادي



# تحدي صدّامات الأسعار النسبية المستمرة

# الرقم القياسي لأسعار المستهلكين

1- يتكون من الآتي:

• الغذاء (39.2% من الوزن الترجيحي للتضخم الكلي)

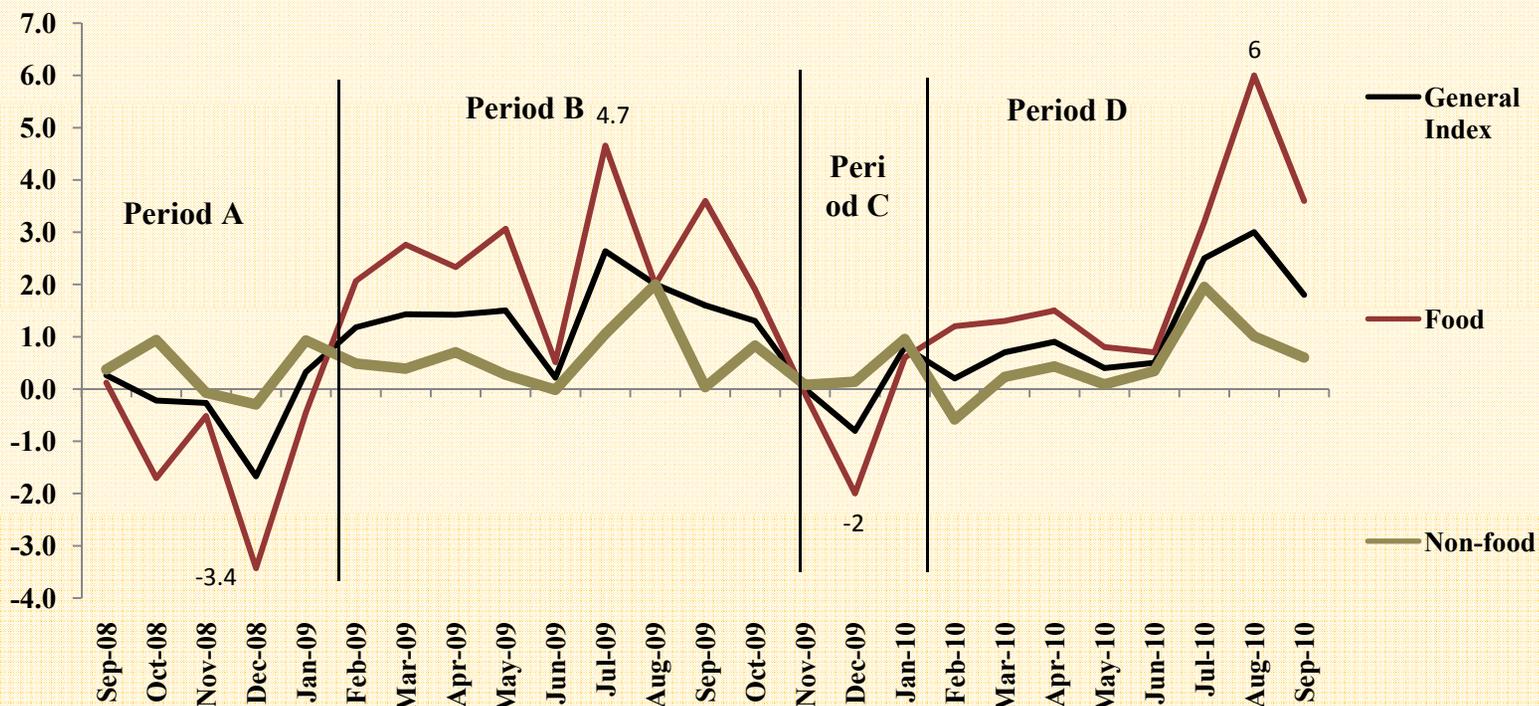
← الخبز والفواكه والخضروات

• بنود أخرى\* (60.8% من الوزن الترجيحي للتضخم الكلي):

\* مؤشر قائم على سلاسل بيانات الجهاز المركزي للتعينة العامة والإحصاء بدءاً من أغسطس 2009 حتى الوقت الحالي. وباستخدام التغيرات السعرية السنوية المقارنة، قمنا بإعداد مؤشر التضخم الكلي ومكوناته ثم مؤشر التغيرات السعرية الشهرية المقارنة وهو المستخدم في هذا العرض الإيضاحي.

# أظهر التضخم الكلي قدرا كبيرا من التغير الدوري الناجم عن تغير أسعار المواد الغذائية

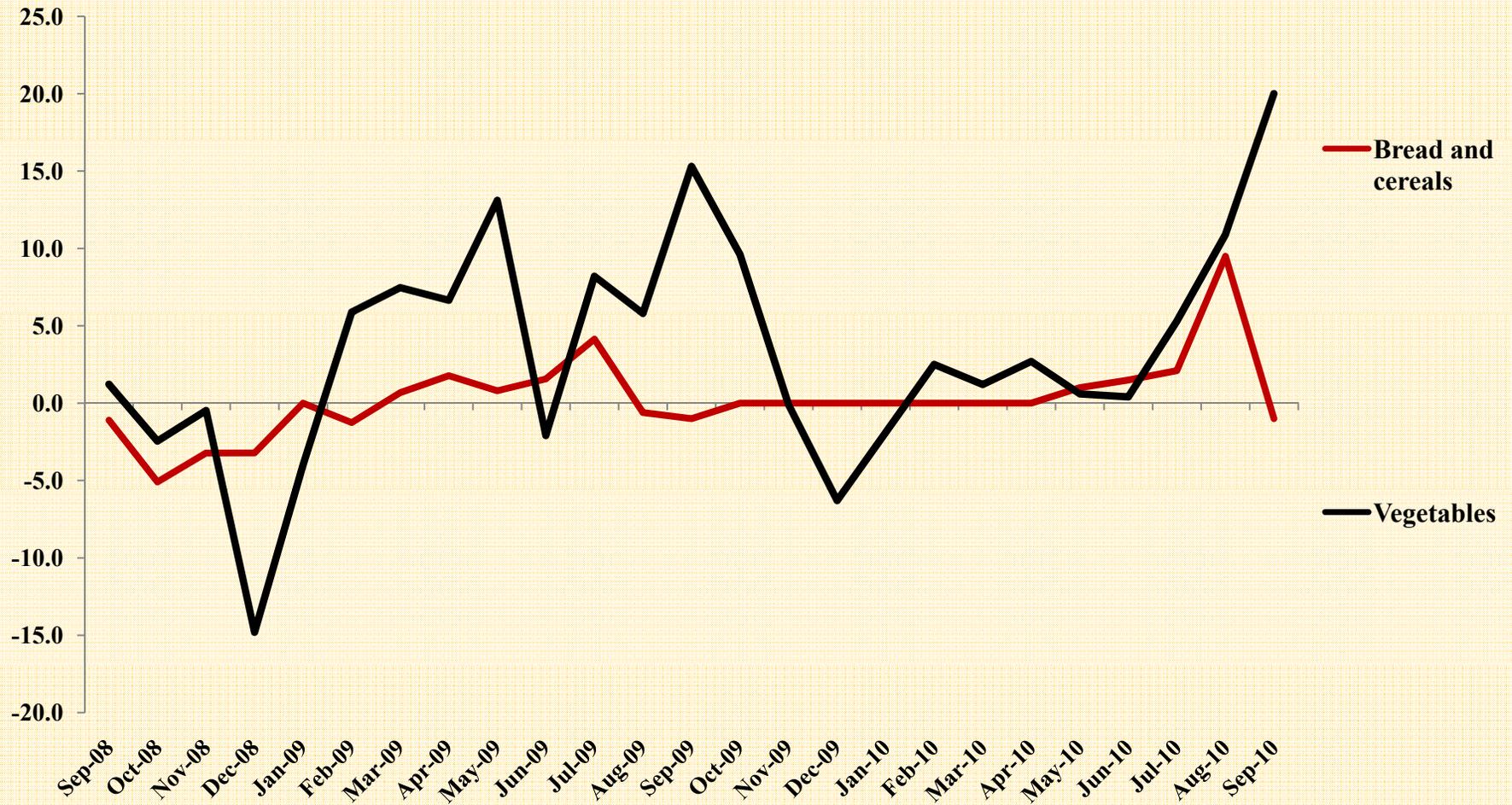
كما أن هناك ارتباطا كبيرا بين التضخم في أسعار الغذاء وغير الغذاء



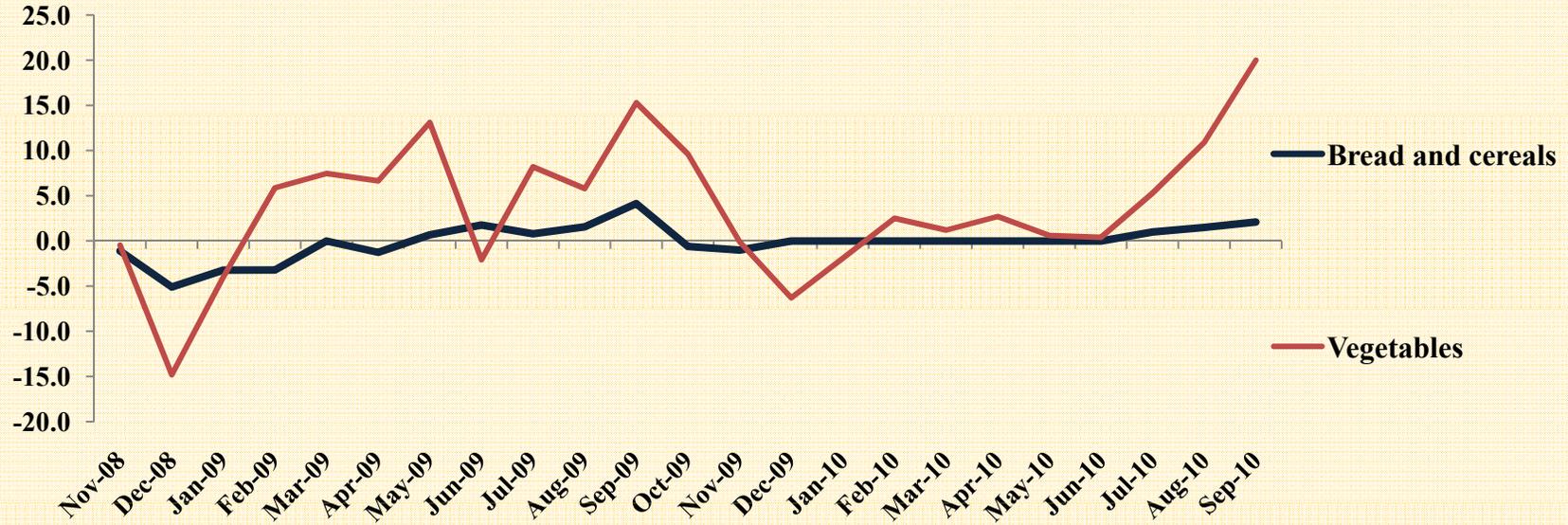
• \* معنوي عند مستوى 10%، \*\*\* معنوي عند مستوى 5%

مصفوفة الارتباط (عدد صفري من فترات التباطؤ)	التضخم الكلي (الشهري المقارن)	تضخم أسعار الغذاء (الشهري المقارن)	تضخم الأسعار بخلاف الغذاء (الشهري المقارن)
التضخم الكلي (الشهري المقارن)	1	0.96***	0.64***
تضخم أسعار الغذاء (الشهري المقارن)		1	0.39**
تضخم الأسعار بخلاف الغذاء (الشهري المقارن)			1

## التطورات الأخيرة في تضخم أسعار الخبز والحبوب والخضروات



هناك ارتباط، إلى حد ما، بين معدل تضخم الخبز والحبوب وبين معدل تضخم الخضروات، وهما مصدران محتملان للتوقعات التضخمية

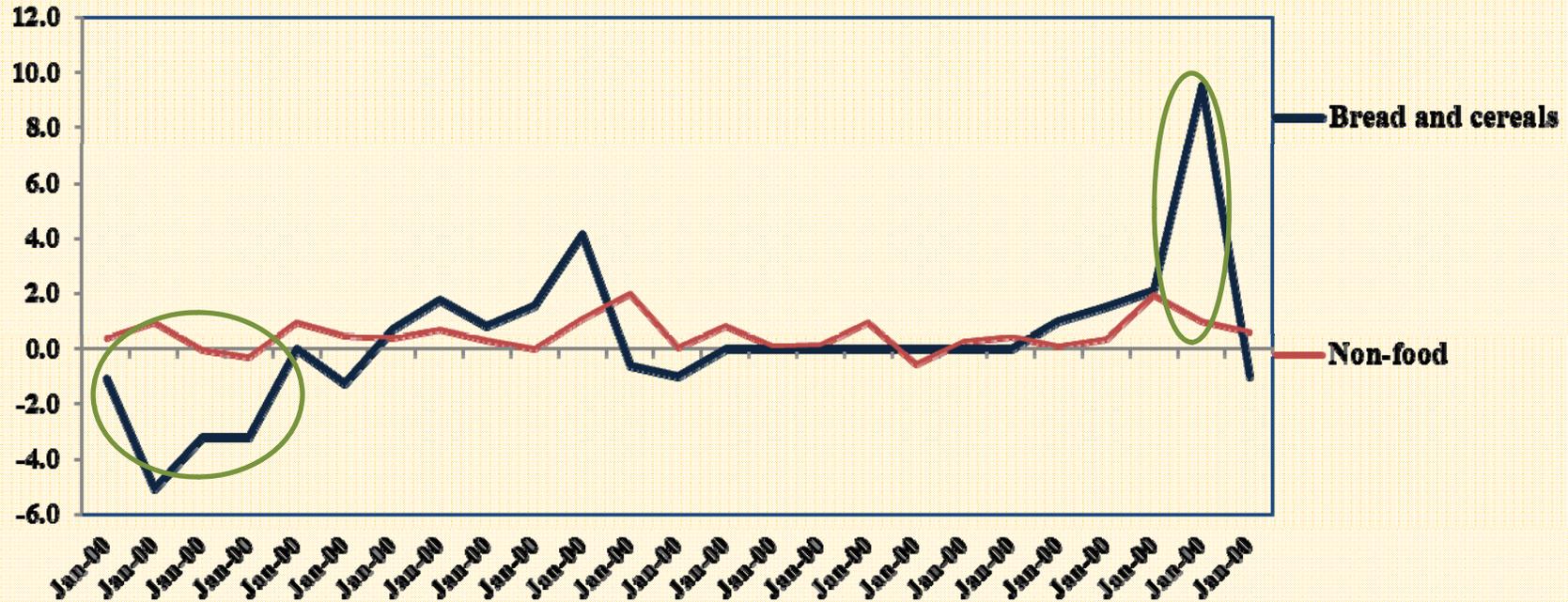


فترات تباطؤ تضخم أسعار الخبز	الارتباط بين تضخم أسعار الخضروات وتضخم أسعار الخبز (على أساس شهري مقارن)
0	<b>0.35*</b>
1	<b>0.63**</b>
2	<b>0.66**</b>
3	<b>0.39*</b>
4	0.11
5	-0.30
6	-0.18

فترات تباطؤ تضخم أسعار الخضروات	الارتباط بين تضخم أسعار الخضروات وتضخم أسعار الخبز (على أساس شهري مقارن)
0	0.35
1	0.13
2	0.19
3	-0.01
4	-0.06

\* Significant at 10% level. \*\*Significant at 5% level

يتم تمرير تضخم أسعار الخبز إلى تضخم الأسعار، بخلاف الغذاء، بعد فترة من التباطؤ. كذلك، يبدو أن هناك صدمات خارجية تؤثر على أسعار الخبز والحبوب.



فترات تباطؤ تضخم أسعار الخبز	الارتباط بين تضخم أسعار الخبز وتضخم الأسعار بخلاف الغذاء
0	0.27
1	<b>0.36*</b>
2	0.21
3	0.13
4	0.07

فترات تباطؤ تضخم الخضروات الخبز	الارتباط بين تضخم أسعار الخضروات وتضخم الأسعار بخلاف الغذاء
0	0.27
1	-0.02
2	-0.02
3	0.23
4	-0.06

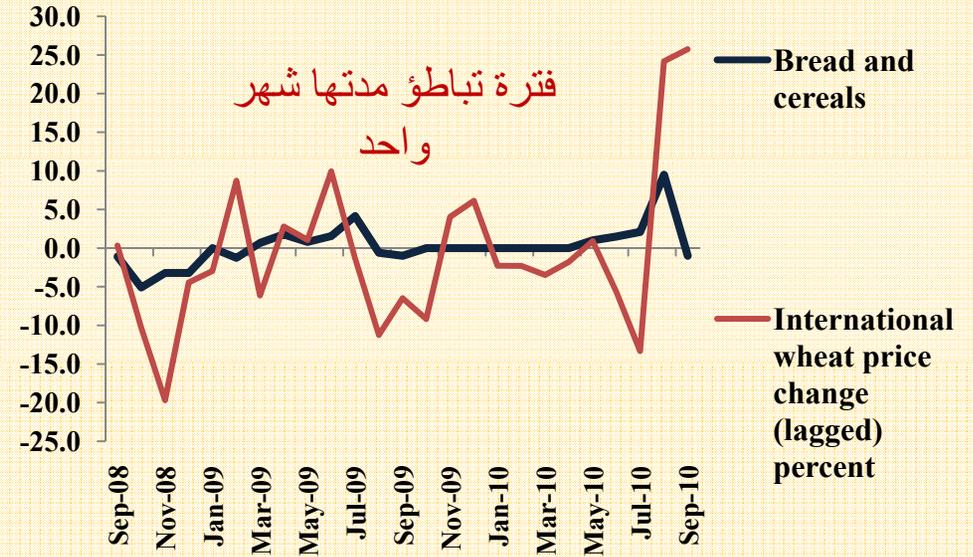
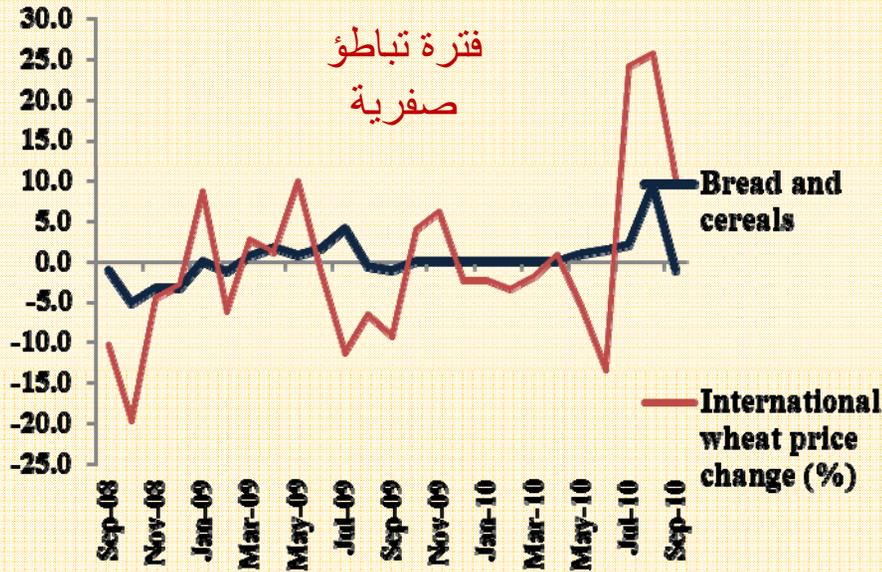
\* Significant at 10% level. \*\*Significant at 5% level

## هناك ارتباط موجب بين أسعار الخبز والسعر العالمي للقمح

مصفوفة الارتباط	الخبز	الخضروات	السلع بخلاف الغذاء
التغير في سعر الجنيه للدولار	-0.23	-0.15	-0.14
التغير في 2ن	0.17	0.10	-0.39
التغير في السعر العالمي للقمح	<b>0.57***</b>	0.31	0.30

• \* معنوي عند مستوى 10%، \*\*\* معنوي عند مستوى 5%، \*\*\* معنوي عند مستوى 1%

# ثمة تمرير سريع وقوي من السعر العالمي للقمح إلى سعر الخبز



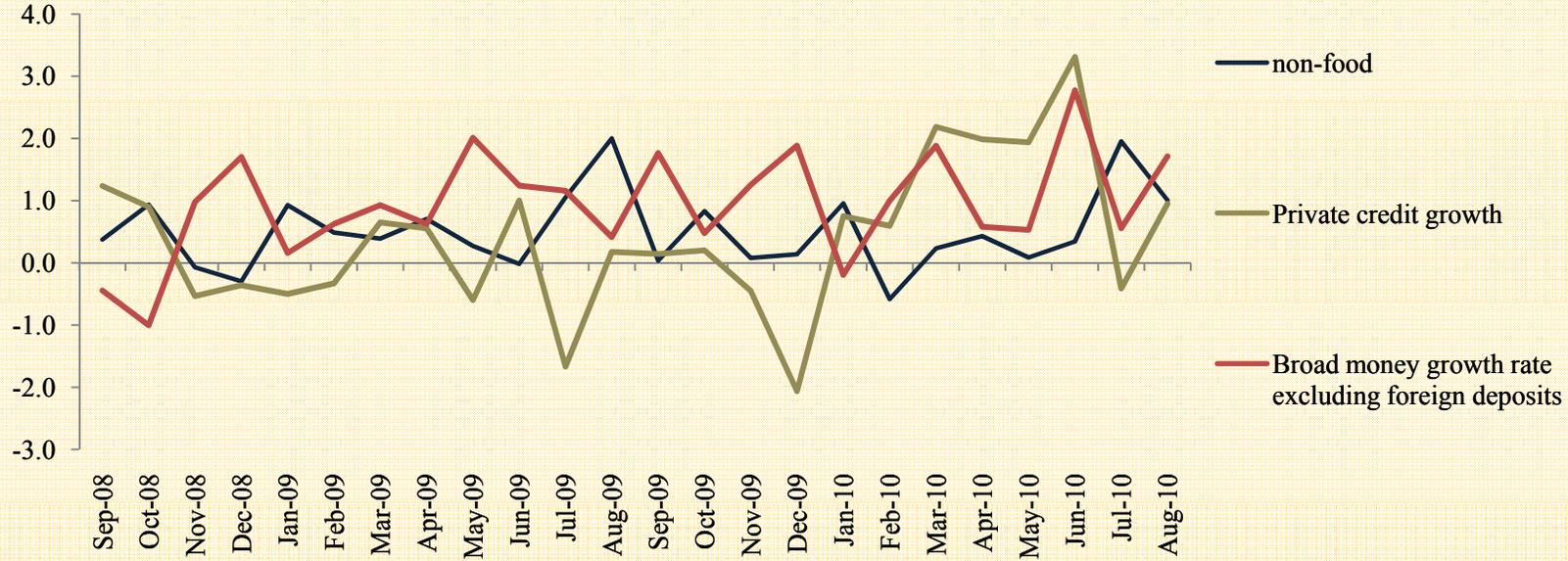
ومع ذلك، يبدو أن دعم الخبز يعمل على استقرار سعر الخبز في مصر نسبة إلى الارتفاعات الحادة في السعر العالمي.

فترات تباطؤ التغيير في السعر العالمي للقمح	الارتباط بين سعر الخبز ومعدل النمو العالمي في سعر القمح
0	0.57***
1	0.48**
2	0.03
3	0.15
4	0.21

\* معنوي عند مستوى 10%، \*\* معنوي عند مستوى 5%، \*\*\* معنوي عند مستوى 1%

## هل هناك آثار مستترة ممكنة أخرى تظهر بعد فترة من التباطؤ؟

ينتقل تأثير معدل نمو النقود بمفهومها الواسع إلى التضخم، بخلاف أسعار الغذاء، بعد فترة من التباطؤ



• \* معنوي عند مستوى 10%، \*\*\* معنوي عند مستوى 5%، \*\*\* معنوي عند مستوى 1%

فترات تباطؤ معدل نمو الائتمان (نسبة التغير)	التضخم بخلاف أسعار الغذاء ومعدل نمو الائتمان الخاص
0	-0.12
1	0.00
2	0.29
3	0.11
4	<b>0.53**</b>

فترات تباطؤ معدل نمو النقود (نسبة التغير)	التضخم بخلاف أسعار الغذاء ومعدل نمو النقود بمفهومها الواسع
0	-0.39
1	<b>0.47**</b>
2	0.21
3	-0.02
4	0.17

# آليات انتقال آثار صددمات الأسعار النسبية الأخيرة

# لماذا تشكل صدمات الأسعار النسبية خطرا مستمرا ... حالة ارتفاع أسعار القمح؟

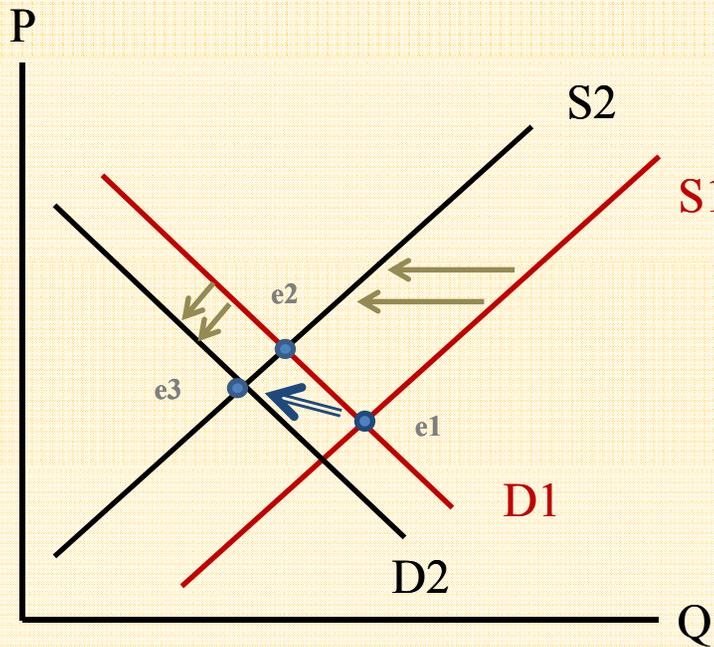
- الاحترار العالمي ← الجفاف.
- النمو المستدام في الاقتصادات الصاعدة والنامية.
- زيادة الطلب على البذور والحبوب الزيتية لإنتاج الوقود الحيوي.
- التحول التالي في استخدام الأراضي من القمح والمحاصيل الأخرى إلى الحبوب المستخدمة في الوقود الحيوي.
- زيادة أسعار الأسمدة.
- زيادة تكاليف النقل عالميا.

# لماذا تعتبر صدمات الأسعار النسبية دائمة نوعا ما بالنسبة للخضروات؟

- زيادة الصادرات من الخضروات.
- صناعة الغذاء آخذة في الزيادة.
- تتأثر مصر بشدة بظاهرة الاحترار العالمي.
- زيادة الأسعار المحلية للأسمدة.
- مزيد من اللوائح الصارمة بشأن استخدام المبيدات الحشرية  
← نقص توافرها ← تكاليف أعلى.

# تأثير صدمات أسعار الخبز والحبوب على التضخم ونمو الناتج ..

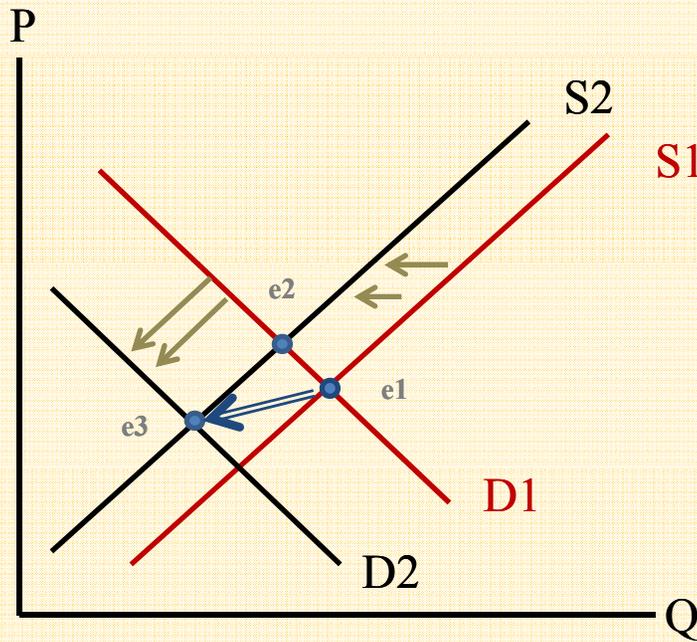
ضغوط تضخمية كبيرة



انخفاض أكبر نسبيا في العرض نتيجة لانتشار صدمة أسعار القمح إلى العديد من المدخلات اللازمة، مما يؤكد على أولوية مكافحة التضخم ...

# تأثير صدمات أسعار الخضروات على التضخم ونمو الناتج ..

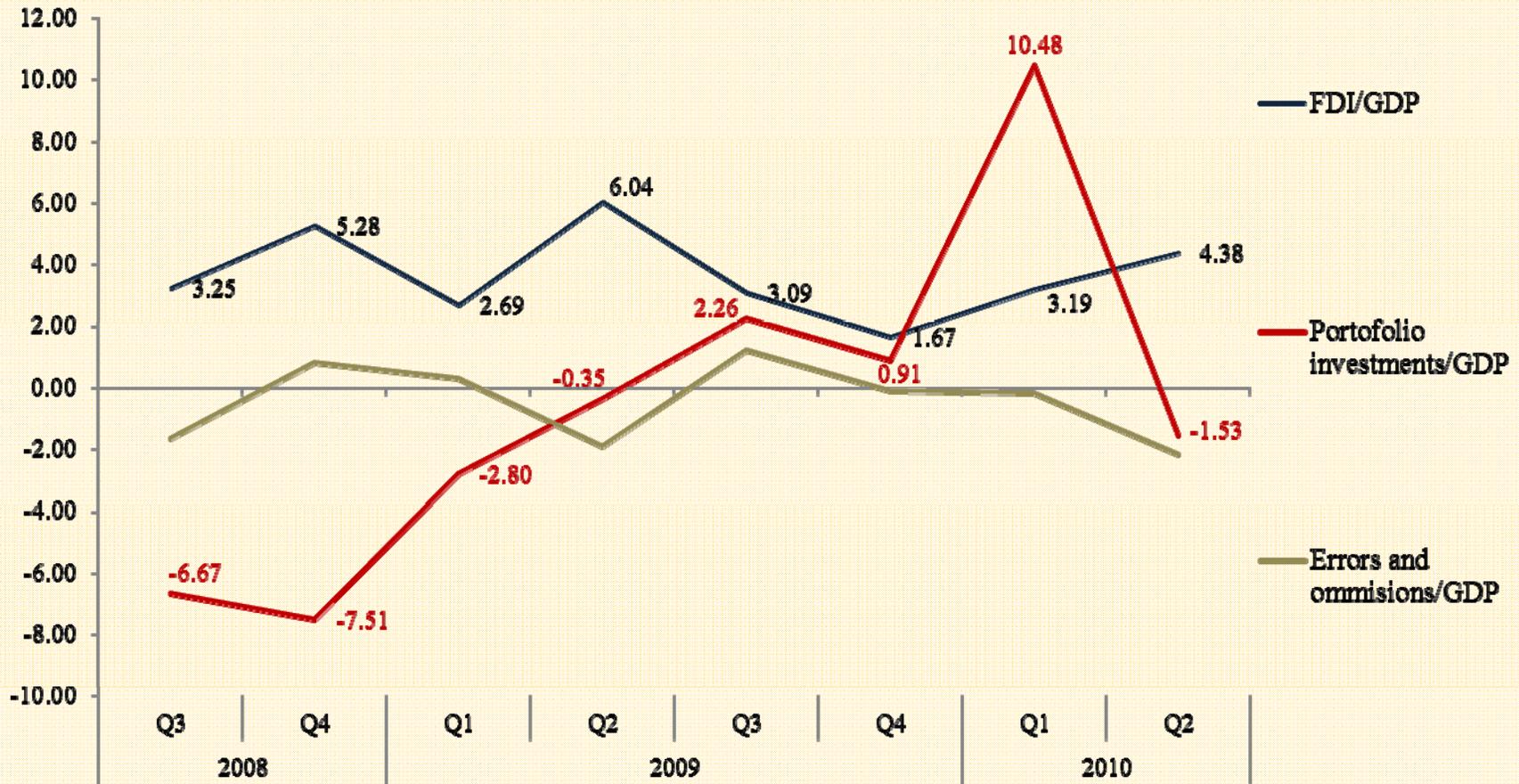
انكماش كبير في الناتج ...



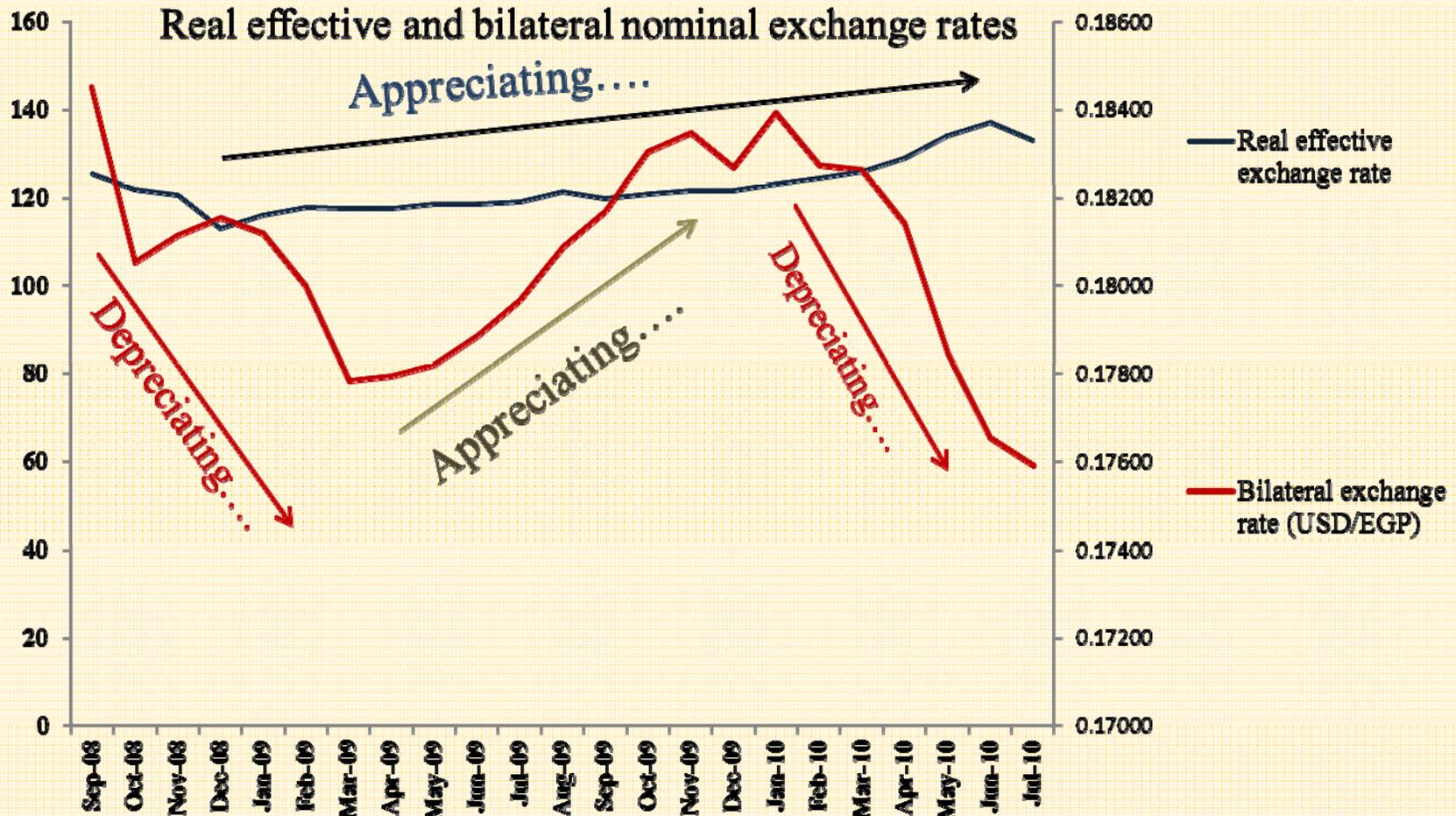
انخفاض أكبر نسبيا في الطلب نتيجة لتأثير القوة الشرائية، مما يؤكد على أولوية تعزيز النمو ...

صدمات متعددة أخرى تؤدي إلى تعقيد إدارة السياسة النقدية

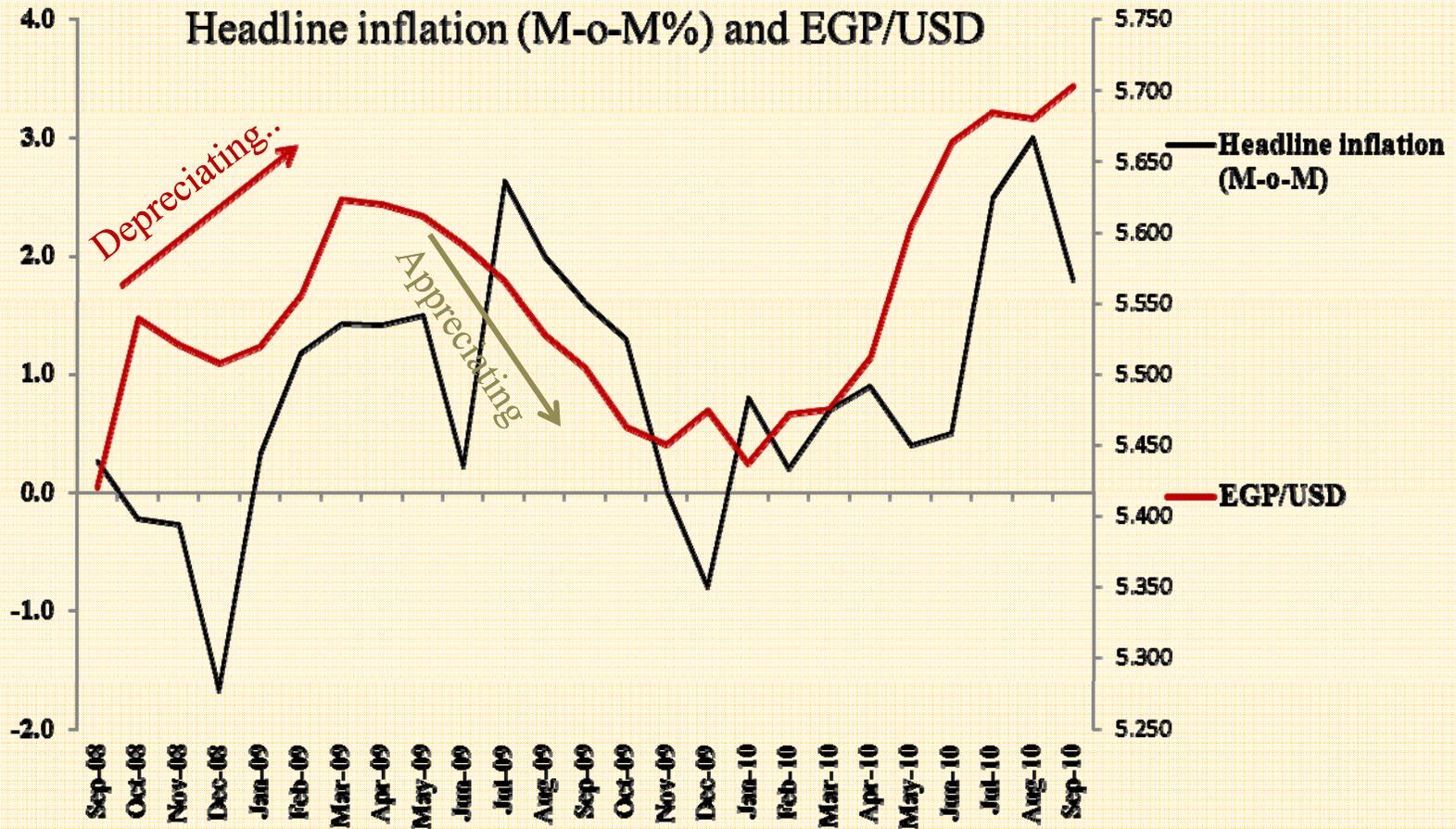
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر يعود إلى مستويات ما قبل الأزمة ...  
ومع ذلك، لا تزال استثمارات الحافظة متقلبة مما يعكس حالة عدم اليقين بين  
المستثمرين ..



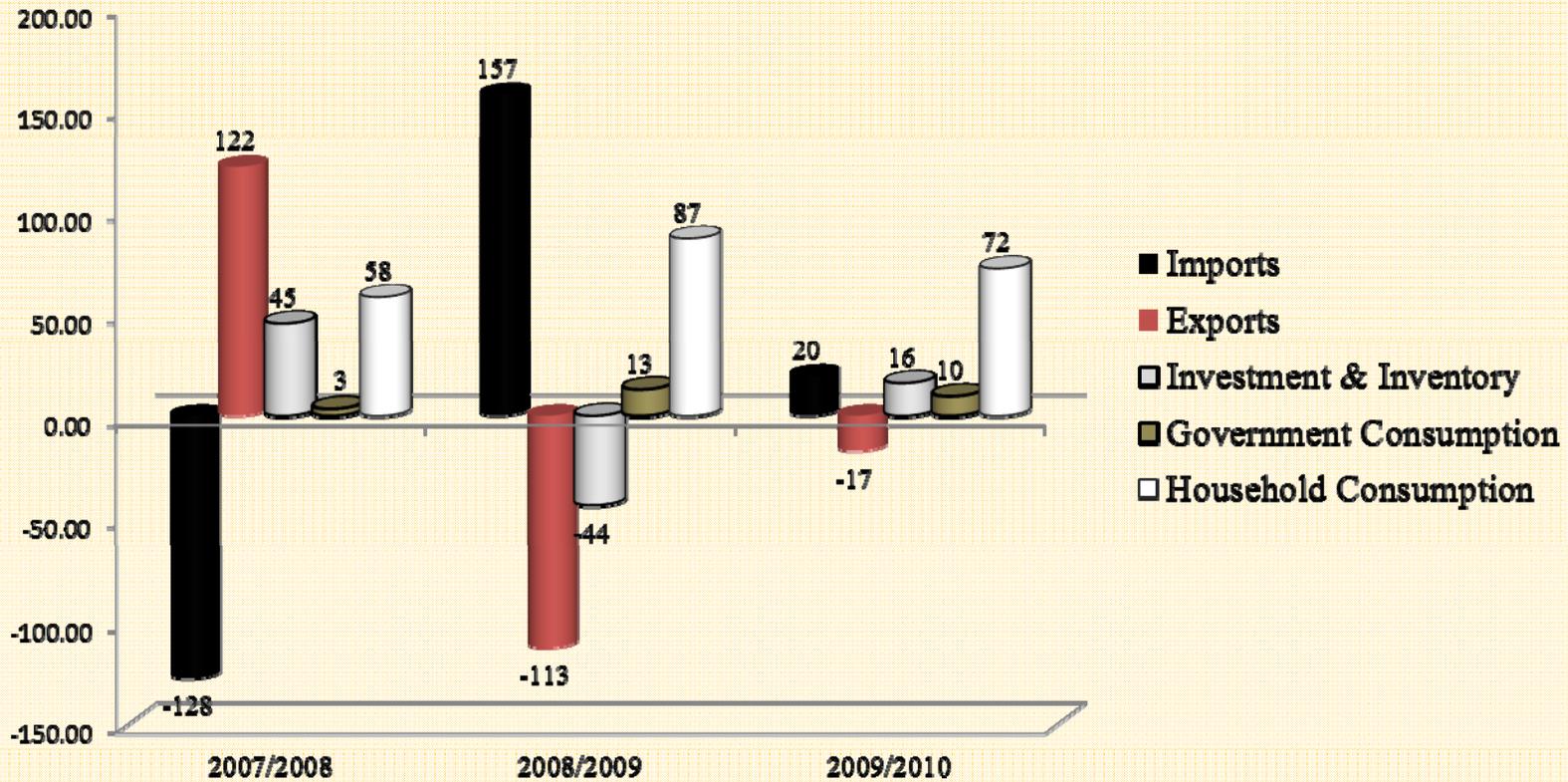
على الرغم من انخفاض قيمة الجنيه مقابل الدولار في الآونة الأخيرة، فإن ارتفاع قيمة سعر الصرف الفعال الحقيقي يشكل تهديدا على القدرة التنافسية.



يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة الجنيه المصري في الآونة الأخيرة إلى آثار تضخمية في وقت تتسم فيه الأسعار العالمية باستقرارها بشكل عام، باستثناء أسعار الغذاء ...



وفقا لمكوناته الأساسية، اعتمد النمو إلى حد كبير على الزيادة في الاستهلاك الخاص والذي يتعذر استمراره مستقبلا ...



## دلالات السياسات

- يتعين أن تستمر الأولويات في التركيز على:
  - استقرار الأسعار للحد من الضغوط التضخمية والحفاظ على التنافسية لأجل دعم النمو الاقتصادي.
  - بالإضافة إلى خفض التقلبات الاقتصادية بغية الحد من عدم اليقين.
- ورغم ذلك، يتعين معالجة أوجه القصور في عمليات الوساطة لتعزيز آلية انتقال آثار السياسة النقدية وزيادة نمو الائتمان الخاص.
- يتعين على سياسة سعر الصرف أن تهدف إلى تحقيق التوازن بين زيادة الصادرات والحد من التوقعات التضخمية.
- ومع ذلك، تشكل تحركات الأسعار النسبية المستمرة تحدياً لإدارة السياسة النقدية.

# دلالات السياسات

- يتمثل السؤال الأساسي في كيفية مواجهة الصدمة وإلى أي مدى تعتبر الصدمة دائمة.
- تستلزم الصدمات الدائمة تغييرا في توجه السياسة النقدية، وتحديدًا أخذ آثارها في الاعتبار وتحديد أفق زمني واقعي لاستهداف التضخم، فضلا عن اتباع السياسات الهيكلية الرامية لمعالجة أوجه الجمود المتمثلة فيما يلي:
  - معالجة التشوهات الهيكلية المؤثرة على هوامش ربح التوزيع.
  - تشديد خطط المراقبة ولوائح السوق لضمان أن تتسم الأسواق بمزيد من التنافسية.
- يمكن مواجهة الصدمات المؤقتة باستخدام أدوات غير تقليدية للسياسات؛ على سبيل المثال:
  - لوائح التصدير والاستيراد.
  - توفير تسهيلات السيولة على أساس مؤقت.