

**تطورات
السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية
والتوجهات المستقبلية**

**دكتور محمود أبو العيون
محافظ البنك المركزي المصري**

**صندوق النقد العربي
أبوظبي، 2004**

**تطورات
السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية
والتوجهات المستقبلية**

دكتور محمود أبو العيون
محافظ البنك المركزي المصري

دراسة قدمت إلى الاجتماع السنوي السادس والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية
ومؤسسات النقد العربية، الذي عقد في المنامة بمملكة البحرين في سبتمبر 2002

صندوق النقد العربي
أبوظبي، 2004

تقديم

أرسى مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية تقليداً منذ عدة سنوات، بدعوة أحد أصحاب المعالي والسعادة المحافظين لتقديم ورقة عمل حول تجربة دولته في مجال السياسة النقدية. كذلك، يعد صندوق النقد العربي وفي السياق نفسه ضمن ممارسته لنشاطه كأمانة فنية لهذا المجلس، عدداً من التقارير والأوراق في مختلف الجوانب النقدية والمصرفية التي تتعلق بأنشطة المصارف المركزية ومؤسسات النقد. وتعد هذه التقارير والأوراق من أجل تسهيل اتخاذ القرارات والتوصيات التي يصدرها المجلس. وفي ضوء ما تضمنته هذه الأوراق والتقارير من معلومات مفيدة عن هذه الموضوعات، فقد رأى المجلس أنه من المصلحة أن تتاح لها أكبر فرصة من النشر والتوزيع. ولذلك، فقد باشر الصندوق بنشر هذه السلسلة التي تتضمن الأوراق التي يقدمها السادة المحافظين إلى جانب التقارير والأوراق التي يعدها الصندوق حول القضايا النقدية والمصرفية والتي تثير اهتماماً في مختلف الأوساط. وليس الغرض من هذه التقارير والأوراق طرح وجهة نظر معينة، وإنما إلقاء الضوء، بأكبر قدر من الموضوعية والتجرد حول هذه الموضوعات. فهذه السلسلة ليست لطرح الآراء والمواقف، وإنما لتوفير المعلومات وزيادة الوعي ببعض القضايا النقدية والمصرفية. لذا، فالهدف الرئيسي منها هو تزويد القارئ بأكبر قدر من المعلومات المتاحة حول الموضوع. ونأمل أن تساعد هذه السلسلة على تعميق الثقافة الاقتصادية العربية.

والله ولي التوفيق،،

د. جاسم المناعي

المدير العام رئيس مجلس الإدارة

المحتويات

رقم الصفحة	
أ	تقديم
1	مقدمة
4	هدف السياسة النقدية قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1991
5	أدوات السياسة النقدية المستخدمة
5	1- أسعار الفائدة والخصم
8	2- سقف الائتمان
9	3- نسبة الاحتياطي
10	4- عمليات السوق المفتوحة
10	5- التسهيلات القائمة (Standing Facilities)
11	تقييم فعالية السياسة النقدية فيما قبل الإصلاح الاقتصادي
11	مدى تحقيق هدف السياسة النقدية
12	مدى فعالية أدوات تنفيذ السياسة النقدية
12	في مجال أسعار الفائدة
12	في مجال نمو الائتمان المصرفي
13	في مجال الإزاحة (Crowding Out)
14	في مجال سعر الصرف
16	الإصلاحات التي أدخلت على الأسواق المالية اعتباراً من عام 1990
16	سوق النقد والائتمان
17	سوق رأس المال
18	سوق الصرف الأجنبي
19	الإطار العام للسياسة النقدية أثناء تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي
20	سوق النقود ودور أذون وسندات الخزانة العامة
22	هدف السياسة النقدية
23	الأدوات التي طبقت لتحقيق هدف السياسة النقدية
23	1- نسبة الاحتياطي

24	2- عمليات السوق المفتوحة
25	3- التسهيلات القائمة
25	4- سعر الخصم
27	سوق الصرف الأجنبي وعلاقته بالسياسة النقدية الجديدة
30	تقييم السياسة النقدية في ظل الإصلاح الاقتصادي
30	مدى تحقيق هدف السياسة النقدية
32	مدى فعالية السياسة النقدية
32	في التأثير على أسعار الفائدة في القطاع المصرفي
36	في مجال الازاحة وتمويل أنشطة القطاع الخاص
38	مقتضيات التطوير
39	الخدمات الخارجية والتفاعل مع الاقتصاد العالمي
	الحاجة لتحويل البنك المركزي من الدور السلبي Accommodating
42	إلى الدور الإيجابي الفاعل Active
42	الأخذ بالتطورات التكنولوجية وتحسن تدفق المعلومات
43	استحداث آليات جديدة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة
44	القناعة الكاملة بالثالوث المستحيل The Impossible Trinity
44	التعديلات التشريعية المزمعة
45	القناعة بقدرة الاقتصاد المصري وقوة أوضاعه الخارجية
45	ملامح الإطار العام للسياسة النقدية الجديدة
45	الأهداف
46	الأدوات
46	- نسبة الاحتياطي
47	- عمليات السوق المفتوحة
48	- التسهيلات القائمة
50	- تعديلات سعر الخصم
50	إدارة السياسة النقدية
51	عوامل النجاح

مقدمة

في الوقت الذي اتجهت فيه البنوك المركزية في عدد كبير من الدول الصناعية إلى تعديل أهداف سياساتها النقدية وتحسين الأدوات التي تستخدمها لتنفيذ هذه السياسة، زاد التوجه نحو تدعيم استقلالية البنوك المركزية بما يمكنها من تحقيق تلك الأهداف ليس فقط بدرجة أكبر من الدقة والفعالية ولكن أيضاً بمزيد من الشفافية والإفصاح.

فمن سياسات نقدية مباشرة تستهدف متغيرات نقدية كاستراتيجية Monetary Targeting تحولت العديد من البنوك المركزية إلى استخدام السياسات النقدية غير المباشرة التي تستهدف كاستراتيجية السيطرة على معدلات متفق عليها للتضخم Inflation Targeting في تلك الدول، ومن سياسات نقدية تتأثر كثيراً بالسياسات المالية في بعض الدول إلى استقلالية أكبر للبنوك المركزية في تنفيذ السياسات النقدية واتفاق كامل حول أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، ومن أدوات تقليدية حكومية لتنفيذ السياسات النقدية تنحصر في سعر الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني بالإضافة إلى تحديد سقف لمعدلات نمو الائتمان وتحديد لأسعار الفائدة المدينة والدائنة، انقلب الوضع إلى الاعتماد الأكبر على التأثير غير المباشر في المؤشرات السعرية والتطوير المستمر في الأدوات التي تستخدمها السياسات النقدية في تحقيق فعاليتها، ومن التكتم الشديد على أهداف السياسات النقدية، إلى الإعلان الواضح والصريح بداية عن الهدف الذي تسعى السياسات النقدية كل عام.

ولقد ساعدت هذه التطورات وتجارب تطبيقها في الدول الصناعية وفي بعض الاقتصاديات الناشئة إلى التوصل إلى مبادئ عامة للممارسات السليمة في مجال رسم وتنفيذ السياسات النقدية تسترشد بها البنوك المركزية على مستوى العالم.

ولقد مرت إدارة الاقتصاد المصري بالعديد من التطورات على مدار سنوات ليست قصيرة، وكان من الضروري ان ينعكس أسلوب إدارة هذا الاقتصاد على السياسات الاقتصادية المطبقة بما في ذلك السياسة النقدية، فمن اقتصاد موجه لا تعتبر فيه أسعار السوق موجهاً ومرشداً للقرارات الاقتصادية، إلى اقتصاد مفتوح يعتمد اعتماداً كبيراً على قوى السوق والمؤشرات السعرية الناتجة عنه. ومن اقتصاد تمتلك الدولة نواصي قوى الإنتاج وموارد الثروة، إلى اقتصاد يلعب فيه الأفراد إلى جانب المنشآت الخاصة الدور الأكبر في اتخاذ القرار الاقتصادي. ونتيجة لهذا التغيير، وانعكاساته على استراتيجيات السياسة النقدية ومتغيراتها المستهدفة وأدواتها.

وسوف تنقسم هذه الورقة إلى ثلاثة أقسام، يتناول **القسم الأول** منها استعراضاً تاريخياً موجزاً للسياسة النقدية التي طبقت في مصر فيما قبل تطبيقها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي في عام 1991 بما في ذلك من توصيف للسياسة وتحديد أهدافها والأدوات التي استخدمت في تلك الحقبة لتحقيق تلك الأهداف وتقييم فعاليتها في تحقيق أهدافها والتأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية، ثم يتعرض **القسم الثاني** إلى فلسفة الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ تطبيقه في بداية التسعينيات، والإصلاحات التي أدخلت على الأسواق المالية وسوق الصرف الأجنبي، ثم يتم استعراض الإطار العام للسياسة النقدية وأهدافها والأدوات التي تم تطويرها، ثم يتم تقييم فعاليتها، ثم يعرج **القسم الثالث** إلى الرؤية المستقبلية للسياسة النقدية في مصر. فبعد استعراض مقتضيات وأسباب التطوير، يتم استعراض الملامح الرئيسية للسياسة النقدية الجديدة وأسلوب إدارتها وأدوات تنفيذها وأساليب إحكام السيطرة على المتغيرات النقدية، كما يتم التعرض للعوامل المساندة لنجاح تلك السياسة.

ولا يفوتني في هذا المجال أن أشكر صندوق النقد العربي والقائمين على إدارته على مبادرتهم الكريمة بطلبهم إعداد هذه الورقة، كما لا يفوتني أن أشكر زملائي بالبنك المركزي المصري على الأوراق المساندة والدراسات القيمة التي أعدها كخلفية لهذه الورقة.

وأخيراً، نسأل الله التوفيق فيما نصبو لتحقيقه من تطوير وتحديث للجهاز المصرفي المصري وللبنك المركزي المصري لمواكبة أحدث النظم العالمية وأفضل الممارسات الدولية.

دكتور محمود أبو العيون
محافظ البنك المركزي المصري

القسم الأول: مراجعة تاريخية

اتسمت إدارة الاقتصاد المصري فيما قبل عام 1991 وعلى الرغم من تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي بدأ من عام 1974 بالاعتماد على أسلوب التوجيه المركزي وضعف الاعتماد على قوى السوق ومؤشراته. واستندت إدارة الاقتصاد على ملكية الدولة للغالبية العظمى من وسائل وأدوات الإنتاج في مختلف الأنشطة الاقتصادية. ولذلك، اتسمت أسواق النقد والمال وأسواق الائتمان بالجمود وعدم المساهمة الفعالة في تخصيص الموارد بالكفاءة الاقتصادية المنشودة نتيجة لعدم الاعتماد على قوى السوق والمؤشرات السعرية، وزاحمت الحكومة القطاع الخاص في التمويل.

هدف السياسة النقدية قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1991

ولم تخرج إدارة السياسة النقدية في ذلك الوقت عن الإطار العام الذي يحكم فلسفة إدارة الاقتصاد المصري، وعلى الرغم من أن مسؤولية البنك المركزي المصري تمثلت منذ صدور قانون البنوك في عام 1957، وتعديل دور البنك كما تحقق بالقانون رقم 120 لسنة 1975 بشأن البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنظيم السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها وفقاً للخطة العامة للدولة، بما يساعد على تنمية الاقتصاد القومي واستقرار النقد المصري. وللبنك المركزي المصري في مجال رسم وتنفيذ السياسة النقدية اتخاذ ما يرى اتباعه من وسائل مثل التأثير في توجيه الائتمان من حيث كميته ونوعه وسعره، وكذا اتخاذ التدابير المناسبة لمكافحة الاضطرابات الاقتصادية أو المالية العامة

والمحلية، ومعاونة الأجهزة الحكومية المعنية في رسم الخطط المالية والاقتصادية للدولة وإدارة احتياطات الدولة من الذهب والنقد الأجنبي وإدارة الدين العام نيابة عن الحكومة.

إلا أن التطبيق استند إلى استخدام السياسة النقدية المباشرة واستهداف النقود Monetary Targeting دون وضوح كامل للعلاقة بين الهدف الوسيط M_2 والهدف النهائي وهو تحقيق استقرار الأسعار.

أدوات السياسة النقدية المستخدمة

استخدم البنك المركزي المصري أدوات مباشرة في تحقيق هدف السياسة النقدية مثل التحديد الحكي والإداري لأسعار الفائدة ووضع سقف انتمانية، كما استخدم أيضاً بعض الأدوات التقليدية غير المباشرة مثل نسبة الاحتياطي وسعر الخصم لتوجيه وحدات القطاع المصرفي. ونعرض فيما يلي بإيجاز لتلك الأدوات:

1- أسعار الفائدة والخصم

تأخر استخدام البنك المركزي المصري لسعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية حتى عام 1975 بعدما أجاز القانون رقم 120 لسنة 1975 للبنك المركزي المصري تحديد أسعار الخصم وأسعار الفائدة المدينة والدائنة دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر، حيث كانت نصوص القانون المدني المصري تضع سقفاً على سعر الفائدة تلتزم البنوك بعدم تخطيه.

جدول رقم (1)
أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض وسعر الخصم
قبل رفع السقف القانوني عنها

1976		1975		تاريخ سريان الفائدة
		28- ديسمبر		
الأشخاص الاعتباريين	الأشخاص الطبيعيين	الأشخاص الاعتباريين	الأشخاص الطبيعيين	
2.0	2.0	2.0	2.0	لمدة 15 يوم وأقل من شهر
2.5	3.0	2.5	3.0	لمدة شهر وأقل من 3 شهور
3.0	4.0	3.0	4.0	لمدة 3 شهور وأقل من 6 شهور
3.5	4.5	3.5	4.5	لمدة 6 شهور وأقل من سنة
*4	*5	*4	*5	لمدة سنة وأقل من سنتين
	**4		**4	ودائع التوفير

* لمدة سنة فأكثر.

** بحد أقصى 10,000 جنيه للوديعة.

1976		1975		سعر الخصم
6.0		6.0		
الحد الأقصى	الحد الأدنى	الحد الأقصى	الحد الأدنى	أسعار الفائدة على القروض والسلفيات
8	7	8	7	قطاعات الزراعة والصناعة
8	7	8	7	قطاع الخدمات
8	7	8	7	قطاع التجارة

واتبع البنك المركزي المصري عقب تعديل قانون البنك المركزي سياسة التدرج في رفع أسعار الفائدة لتشجيع الادخار، وللمساعدة في حصول المودعين على أسعار فائدة حقيقية موجبة. ويبين الجدولين رقمي (2،3) التالي تطور أسعار الفائدة بعد رفع السقف الذي فرضه القانون المدني عليها.

وفيما يتعلق بأسعار الفائدة على الإقراض، حدد البنك المركزي أسعار فائدة متميزة لكل قطاع من قطاعات النشاط الاقتصادي بغرض تشجيع وتوجيه التمويل نحو القطاعات الإنتاجية والحد من النمو في الائتمان الاستهلاكي والتجاري. ولم يقتصر التدخل في تحديد أسعار الفائدة على مجرد تحديد الحدود الدنيا والقصى لأسعار الفائدة المدينة بل تعداه إلى التمييز بين القروض بحسب آجالها بهدف حفز الجهاز المصرفي لتقديم التمويل للأجل الطويلة بغض النظر عن أن طبيعة البنوك التجارية تفرض عليها أن تكون مواردها قصيرة أو متوسطة الأجل. وقد استتثيت شركات تجارة وتصدير الأقطان، وعمليات التصدير، وأنشطة الإسكان الاقتصادي من الحدود الدنيا سالفة الذكر.

أما سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي المصري فكان يحدد موسمياً وفقاً لمقتضيات تمويل القطاع المصرفي لمحصول القطن الذي كان يمثل في تلك الحقبة المحصول الرئيسي للقطاع الزراعي، والمصدر الرئيسي للنقد الأجنبي للبلاد باعتباره المحصول التصديري الأول. فكان سعر الخصم يخفض في مواسم جني المحصول وتسويقه، ثم يرفع في باقي الفترات.

2- سقوف الائتمان

لم يقتصر التدخل في سوق الائتمان المصرفي فقط على التحديد الحكمي لأسعار الفائدة، لكن تعدى الأمر ذلك إلى تحديد سقوف لمعدلات نمو الائتمان المصرفي، وذلك من خلال قيام البنك المركزي بتحديد مقدار التوسع المقبول في قيمة الائتمان خلال فترة زمنية معينة، ثم يقوم بتوزيع هذا المقدار على البنوك بحيث لا يجوز لأي بنك تجاوز قيمة الائتمان المقدر له.

ولقد استخدم البنك المركزي المصري هذه الأداة ابتداء من عام 1974⁽¹⁾، ثم استخدم بكثافة منذ عام 1976 في محاولة لضبط معدلات نمو الائتمان الخاص كأحد عناصر الأصول المكونة للسيولة المحلية، باعتبار أن صافي المطلوبات من الحكومة وصافي الأصول الأجنبية هي من المتغيرات التي لا يستطيع البنك المركزي التأثير فيها بشكل مباشر.

ومع بداية يونيو 1988، عدلت سياسة السقوف الائتمانية سالفة الذكر بحيث تم وضع تلك السقوف في شكل علاقة بين نسبة القروض إلى الودائع، وأصبح لا يجوز لأي بنك أن يمنح عملائه من شركات القطاعين العام والخاص ما يزيد عن 60% من أرصدة ودائع هذين القطاعين. وإلى جانب ذلك استمر البنك المركزي في تحديد سقف

(1) أنظر في تفاصيل تجربة ضبط التوسع الائتماني في مصر قبل الإصلاح الاقتصادي في: محمود أبو العيون، "توزيع الائتمان المصرفي بين الحكومة والقطاع الخاص"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، القاهرة، نوفمبر 1988.

لمعدل نمو الائتمان الخاص قدره 8% سنوياً دون أن ينطبق هذا السقف على معدل نمو الائتمان الموجه لشركات القطاع العام.

3- نسبة الاحتياطي

كان استخدام هذه الأداة غير المباشرة في تنفيذ السياسة النقدية في مصر الأقدم من بين الأدوات التي طبقها البنك المركزي المصري للسيطرة على قدرة وحدات الجهاز المصرفي المصري على منح الائتمان. فالبنوك المصرية ملتزمة وفقاً لأحكام قانون البنوك والائتمان رقم 163 لسنة 1957 بالاحتفاظ لدى البنك المركزي المصري – وبدون فائدة – بنسبة من ودائعها بالأخير كما ونوعاً.

وعلى الرغم من أنه لم يتم تعديل هذه النسبة لفترات زمنية طويلة وظلت محددة بنسبة 20%، إلا أنه اعتباراً من مارس 1979 أجريت تعديلات شاملة على هذه النسبة شملت رفع النسبة إلى 25% من المتوسط اليومي لأرصدة ودائع عملاء البنك بالجنيه المصري خلال الشهر، مع إجراء بعض التعديلات على بسط ومقام حساب النسبة. وقد تمثل بسط النسبة في النقدية بالجنيه المصري والأرصدة لدى البنك المركزي بالجنيه المصري⁽²⁾ والأرصدة بالعملات الأجنبية التي لا يتقاضى عنها البنك عائد من واقع سجلات البنك المعنى، وادرج في مقام النسبة الودائع بالجنيه المصري مستبعداً منها الودائع لمدة سنتين فأكثر سواء كانت في صورة شهادات ادخار أو ودائع آجلة. ومعنى ذلك أن البنك المركزي كان يعفي الودائع سالفة الذكر من الخضوع لنسبة

(2) مستبعداً منها رصيد حساب البنك المركزي المصري المخصص للتمويل الذي لا يقابله نقدية بخزائن البنوك.

الاحتياطي تشجيعاً للبنوك على جذب الودائع طويلة الأجل. والجدير بالذكر أن نسبة الاحتياطي كانت تعدل أيضاً أثناء فترات التمويل الموسمي لمحصول القطن بغرض تمكين البنوك من توفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجات شركات تجارة وتصدير الأقطان.

4- عمليات السوق المفتوحة

لم تمارس قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي عمليات السوق المفتوحة بالمعنى المتعارف عليه بشكل صريح أو منتظم فيما عدا بعض عمليات بيع وشراء النقد الأجنبي للبنوك لأغراض تشغيلية. كما لم تمارس عمليات التدخل في سوق الأوراق المالية الثانوية لبيع وشراء السندات الحكومية وأذون الخزانة العامة لضبط مستوى السيولة لانحسار فعالية تلك السوق من ناحية، ولعدم وجود سندات حكومية وعدم الاعتماد على الأذون في تمويل العجز الموسمي للموازنة العامة للدولة من ناحية أخرى.

5- التسهيلات القائمة (Standing Facilities)

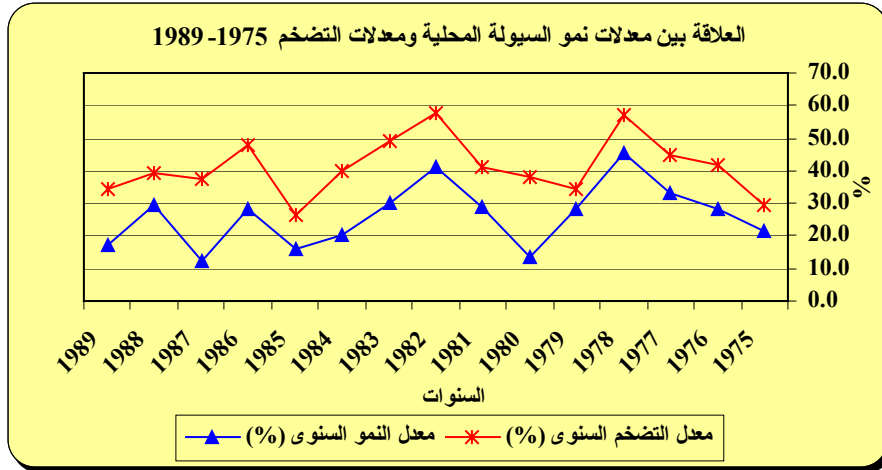
مارس البنك المركزي أسلوب إقراض البنوك التي تتقدم له قروضا لمدة عام بسعر الإقراض والخصم بالضمانات التي يحددها مجلس إدارة البنك المركزي المصري، كما كان يمارس بشكل انتقائي وبدون إعلان مسبق سياسة قبول الودائع من البنوك لمدد قصيرة.

تقييم فعالية السياسة النقدية فيما قبل الإصلاح الاقتصادي

مدى تحقيق هدف السياسة النقدية

يبين الشكل رقم (1) التالي العلاقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم في السنوات من عام 1975 إلى عام 1989، ويتضح من تحليل بيانات تلك الفترة عدم الاستقرار الذي شهده النمو المستهدف في السيولة المحلية M2 والتذبذب الحاد في معدلات النمو من سنة لأخرى، كما يتضح أيضاً علاقة الارتباط الوثيقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم. ومعنى ما سبق أن ممارسات تنفيذ السياسة النقدية في تلك الفترة لم تحقق الاستقرار النقدي المنشود، ولم تحقق هدف استقرار الأسعار.

شكل رقم (1)



المصدر: البنك المركزي المصري: إدارة البحوث الاقتصادية.

مدى فعالية أدوات تنفيذ السياسة النقدية

في مجال أسعار الفائدة

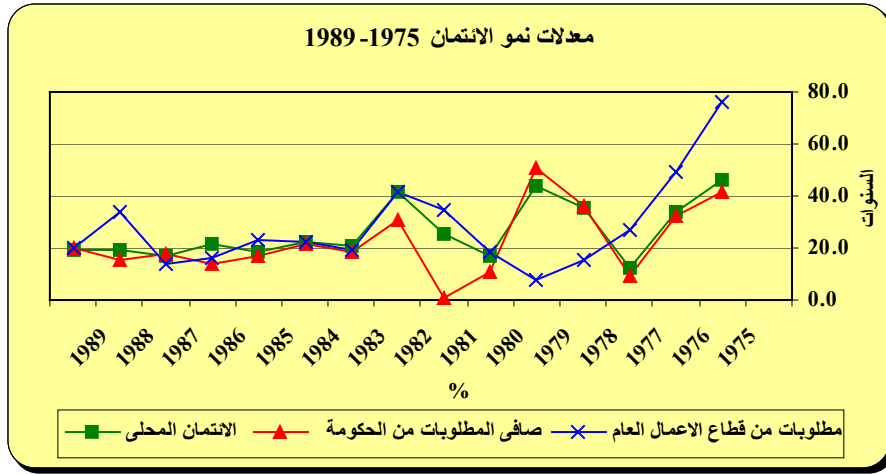
كما سبق القول، اتسمت أسعار الفائدة بالثبات وعدم الاعتماد على قوى السوق، مما جعل هيكل سعر الفائدة في تلك الحقبة مشوهاً بدرجة كبيرة ولم يؤت أثره على معدلات نمو الائتمان على النحو الذي سوف نتناوله بعد قليل. والواضح أن تحديد أسعار الفائدة على النحو الذي سبق إيضاحه كان يخدم أساساً أهداف التنمية الاقتصادية التي ترسمها الخطط الخمسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية التي كانت تمثل الأساس في توجيه الطلب الكلي استهلاكياً واستثمارياً.

في مجال نمو الائتمان المصرفي

تأثر معدل نمو الائتمان الإجمالي بشكل كبير بالائتمان الموجه للحكومة والقطاع العام، ويتضح من الشكل رقم (2) كيفية هذا التأثير. ويتضح من بيانات الفترة محل التحليل أن الارتباط وثيق بين السياستين النقدية والمالية، وقد توصلت بعض الدراسات في ذلك الوقت إلى نتيجة أن هناك تبعية كاملة للسياسة النقدية للسياسة المالية للدولة، مما استنتج معه عدم فعالية السياسة النقدية في مصر⁽³⁾.

(3) محمود ابو العيون، "التشابك المالي والنقدي، وفعالية السياسة النقدية في مصر"، مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العددان 415-416، القاهرة: يناير-أبريل 1989.

شكل رقم (2)



في مجال الإزاحة (Crowding Out)

زاحمت الحكومة والقطاع العام والهيئات الحكومية القطاع الخاص في حجم الائتمان والتمويل المقدم من القطاع المصرفي، وبلغت نسبة نصيب الحكومة وتوابعها إلى إجمالي المطلوبات في عام 1975 نحو 74.3%، وفي الفترة السابقة لتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي بلغت حصة الحكومة في الزيادة السنوية بإجمالي المطلوبات من القطاعات المدينة نحو 52.4% في عام 1988، وإذا ما أضيف إلى الدين الحكومي مديونية شركات القطاع العام، تصل الحصة إلى 71.7%. وخلاصة ذلك، أن التمويل المصرفي للمالية العامة قد أراح نمو التمويل المتاح للقطاع الخاص قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي⁽⁴⁾.

(4) محمود ابو العيون، توزيع الائتمان...، مرجع سبق ذكره.

في مجال سعر الصرف

اتصفت سوق الصرف الأجنبي قبل بدء الإصلاح الاقتصادي بالانقسام إلى عدد من الأسواق، كما اتصفت بتعدد أسعار الصرف مع تحديدها بشكل ادارى. ولم تحقق الإصلاحات الجزئية التي أدخلت على أسواق الصرف الأجنبي تغييراً يذكر في عدد الاقسام التي انقسم اليها سوق الصرف الأجنبي في مصر، ولم تقض تلك الإصلاحات على تعدد أسعار الصرف.

القسم الثاني: السياسة النقدية في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي

أجمع الاقتصاديون بنهاية عقد الثمانينيات على أن الاقتصاد المصري يعاني من اختلالات هيكلية متعددة على المستوى الداخلي وعلى المستوى الخارجي. وتمثلت الاختلالات الهيكلية الداخلية في أن الطلب المحلي يفوق قدرات الإنتاج المحلي، مما ينعكس سلباً على القطاع الخارجي في شكل اختلال في ميزان العمليات الجارية وميزان المدفوعات. واستند العديد من الاقتصاديين على أن مظاهر الاختلال المحلي تنعكس على مستوى التضخم السنوي المغذى من مختلف مصادر التمويل بالعجز والذي تساهم السلطات النقدية في تمويله بمصادر غير حقيقية. وطالب الاقتصاديون بضرورة الاعتماد على قوى السوق في مختلف الأسواق المالية بما فيها سوق الصرف الأجنبي الذي عانى من تشوهات كبيرة ومستمرة على الرغم من محاولات الإصلاح الجزئية التي أدخلت عليه، وكذلك في أسواق السلع والخدمات.

واستندت فلسفة الإصلاح الاقتصادي على ضرورة احتواء الطلب المحلي اعتماداً على المؤشرات السعرية المستندة على قوى السوق، مع العمل على تقليص درجة تغلغل الحكومة وتدخلها في النشاط الاقتصادي من خلال تطبيق برنامج مكثف لخصخصة الملكية العامة لوسائل الإنتاج، وتحسين أسلوب إدارة المالية العامة للدولة وتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة.

وحتى يتحقق هذا الهدف كان من الضروري البدء في تحرير الأسواق المالية وأسواق السلع من التشوهات التي اعترتها، فحررت أسواق النقد والصرف الأجنبي من القيود الإدارية، وحررت أسعار السلع من خلال تقليص القيود السعرية ونظم التقنين الإداري في توزيع

السلع، وفتح الباب أمام مشاركة القطاع الخاص في مختلف نواحي النشاط الاقتصادي. وسوف نتعرض فيما يلي بإيجاز للإصلاحات الجوهرية التي أدخلت على مختلف الأسواق ثم نتعرض بالتفصيل للتغيرات التي لحقت بالسياسة النقدية وأسلوب إدارتها وأدواتها.

الإصلاحات التي أدخلت على الأسواق المالية اعتباراً من عام 1990

سوق النقد والائتمان

يمكن إيجاز أهم الإصلاحات التي أدخلت على هذه السوق فيما يلي:

- 1- تحرير أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض بالبنوك من أي قيود، وقد استلزم هذا الوضع إدخال تعديلات تشريعية على قانون البنوك والائتمان للنص على حرية البنوك في تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة، وحريتها في تحديد أسعار كافة الخدمات المصرفية دون تدخل مباشر من البنك المركزي المصري.
- 2- رفع كافة السقوف الائتمانية التي كانت سائدة على معدلات نمو الائتمان بكافة أنواعه، مع التحول إلى السيطرة على نمو الائتمان باستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة.
- 3- استحداث أسلوب تمويل العجز الموسمي في الموازنة العامة للدولة من خلال مزادات أذون الخزانة العامة بأجال تتراوح بين 91 يوم كحد أدنى و عام كحد أقصى.
- 4- ربط سعر الخصم لدى البنك المركزي بأسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة لتخفيض درجة الجمود التي كان يعاني منها سعر الخصم ولربطه بتوجهات السوق.

- 5- تحرير أسعار الخدمات المصرفية.
- 6- وباعتبار أن البنوك هي اللاعب الرئيسي في سوق النقد والائتمان، فقد تم إلزام البنوك بمعايير الملاء المالية وفقاً لقواعد لجنة بازل.

سوق رأس المال

شهدت البورصة المصرية خلال الفترة من بداية الستينات حتى عام 1973 مرحلة ركود حقيقية، ومع البدايات الأولى لتطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال في أواخر السبعينات كجهة رقابية وشرافية على سوق رأس المال، وفي عام 1992 صدر القانون رقم 95 لتنظيم قواعد إصدار وتداول الأوراق المالية، وفي عام 1998 تم إجراء تعديل على هذا القانون لترسيخ الوضع القانوني لنظام الحفظ المركزي.

ومع مطلع عام 1992 كان نظام التداول في كل من بورصتي القاهرة والاسكندرية يدوياً، وكان التداول في كل منهما بمعزل عن الآخر، كما كان نظام التسوية والمقاصة للصفقات المنفذة يعتمد على التسليم اليدوي بين السماسرة، أما عمليات تسلم ثمن الأوراق فكانت تتم بواسطة شيكات توكل كل شركة سمسرة مندوباً لصرفها من حساب شركة السمسرة المدينة لها بالبنك.

وفي بداية عام 1993 تقرر توحيد نظام التداول بين بورصتي القاهرة والاسكندرية وبدأ العمل في أوائل عام 1994 بنظام للتداول الإلبي يربط بين بورصتي القاهرة والاسكندرية. كما بدأت شركة مصر للمقاصة والتسوية إدخال نشاط الحفظ المركزي للأوراق المالية بما

يحقق الحفاظ على زمن تسوية مناسب مقارنة مع المعايير الدولية وتحقيق سيولة التعاملات ورفع كفاءة السوق . وفي مارس 1997 صدر القرار الجمهورى رقم 51 بتنظيم إدارة بورصتى القاهرة والإسكندرية.

سوق الصرف الأجنبي

سبق تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي – كما سبق القول – وجود عدد من أسواق الصرف الأجنبي كل يختص بتوفير التمويل اللازم لأنشطة معينة، وبأسعار صرف متعددة. ومع هذا التشوه شهدت وحدات الجهاز المصرفي تزايداً كبيراً في قيمة الودائع بالنقد الأجنبي بالمقارنة بإجمالي الودائع حيث استخدم لقي النقد الأجنبي طلباً عليه كمخزن للقيمة بالمقارنة بالجنيه المصري الذي أدت معدلات التضخم المرتفعة إلى تآكل قوته الشرائية عاما بعد عام، ومع هذه الدولة فقدت السياسة النقدية جانب كبير من فعاليتها.

وكان من الضروري أيضاً أن تتم معالجة تشوهات سوق الصرف من خلال توحيد الأسواق، والسماح للمؤسسات المالية غير المصرفية بالدخول إلى هذا السوق والمشاركة فيه على أساس قانوني، مع ترك الأسعار في هذا السوق لتتحدد بناء على قوى السوق من عرض وطلب.

فبدء من شهر نوفمبر 1991 تم توحيد أسواق الصرف المتعددة في سوق واحد، وسمح بإنشاء شركات للصرافة سمح لها بالتعامل بيعا وشراء في النقد الأجنبي جنبا إلى جنب مع وحدات الجهاز المصرفي، ونتيجة لهذا تزايد عدد المشاركين في سوق الصرف الأجنبي

وزدادت درجة المنافسة. ومن ناحية أخرى حدد سعر الصرف الابتدائي بواسطة السلطات عند إطلاق حرية التعامل عند مستوى فاق كل مستويات الأسعار التي سادت كل الأسواق قبل إطلاق حرية المتعاملين في تحديد الأسعار. ومن الناحية التشريعية عدلت ضوابط التعامل في النقد الأجنبي، وأوقفت اشتراطات تسليم حصائل النقد الأجنبي المترتبة على أنشطة التصدير والسياحة وأطلقت حرية حيازة النقد الأجنبي والتعامل فيه من خلال البنوك وشركات الصرافة.

الإطار العام للسياسة النقدية أثناء تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي

على ضوء الإصلاحات الهيكلية سالفة الذكر كان من الضروري في المراحل الأولى من تطبيق الإصلاح الاقتصادي من السيطرة على معدلات نمو الطلب الإجمالي باستخدام المؤشرات السعرية. ومع إحياء الأسواق المالية لتلعب دورها التلقائي في تخصيص الموارد من خلال إصلاح أسواق النقود ورأس المال والصرف الأجنبي على النحو الذي سبق ذكره، كان من المستحيل أن تعتمد السياسة النقدية على استخدام أدوات التوجيه المباشر في تحقيق أهداف السياسة النقدية. لذلك اعتمد برنامج الإصلاح النقدي على استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة.

ولقد استلزم التحول نحو استخدام الأدوات غير المباشرة في تنفيذ أهداف السياسة النقدية التي سيتم التعرض لها فيما بعد ضرورة استحداث أداة محورية لربط العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية، وللاسترشاد بقوى السوق في تفعيل دور سوق النقود. واستقر الأمر على استخدام أدون الخزانة العامة كأداة عامة في تنظيم السياسة النقدية وتفعيل دورها.

سوق النقود ودور أذون وسندات الخزانة العامة

كما هو متعارف عليه، ينقسم سوق النقود إلى سوقين يتم فيهما التعامل في الأدوات قصيرة الأجل، الأول هو سوق أذون الخزانة الحكومية، والثاني هو سوق النقد ما بين البنوك Interbank Market. وينقسم الأول إلى سوق الإصدار والسوق الثانوي.

ومع حتمية تطوير سوق النقود في مصر، حتى يمكن تنفيذ السياسة النقدية تم إدخال أذون الخزانة لأول مرة في بداية عقد التسعينيات، واستخدمت مصر في سوق إصدار هذه الأذون آليات السوق معتمدة على أسلوب المناقصات القائم على أساس قيام المُصدِر (وزارة المالية) بتحديد قيمة الطرح مع قيام الراغبين في التنافس بتحديد الحصة التي يريدون الاكتتاب فيها، وسعر الفائدة الذي يرغبون في التنافس مع الغير على أساسه. وتحددت آجال الأذون Maturities بمدد هي 91 يوماً و182 يوماً و360 يوماً. وسمح للبنوك وللشركات وللأفراد بالتنافس على الاستثمار في تلك الأذون.

وقام البنك المركزي المصري بدور المنظم لسوق الإصدار نيابة عن وزارة المالية، وضبطت عمليات طرح الأذون والتنافس على الفوز من خلال البنك بنظام يتسم بالوضوح والشفافية. وفي بدايات الطرح، والذي ارتبط بتحرير أسعار الفائدة، بلغت أسعار الفائدة على الإصدارات مستويات مرتفعة، ساهمت في تحول سعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار بالجنيه المصري لمختلف الآجال لأول مرة إلى مستوى موجب يزيد كثيراً على مستويات الفائدة الحقيقية على العديد من العملات الأجنبية.

وبمرور الوقت أصبحت أذون الخزانة هي الأداة الأكثر قبولا في سوق النقود سواء لاعتماد المشاركين في تلك السوق عليها أو للدور الذي لعبته في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وزيادة المعروض من النقد الأجنبي، كما لعبت أذون الخزانة كذلك دورا هاما في تخفيف ضغوط الطلب على أسواق السلع وأسواق العقار، فزادت المدخرات بالعملة الوطنية، وانخفض الإقبال على الأسواق العقارية وعلى الادخار بالعملات الأجنبية، وكذلك انخفض الإقبال على الاستيراد السلعي مما خفف من عجز الميزان التجاري للبلاد، وأدى ذلك كله إلى زيادة أرصدة صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك.

أما السوق الثانوي لأذون الخزانة، فلم تكن هناك حاجة في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي لتفعيله، حيث أن التركيز على خفض الطلب الكلي واحتواء السيولة المتاحة بالأسواق جعل الإصدار يحتل مكانته بدرجة أكبر. وبدء البنك المركزي في التفكير في التدخل في السوق الثانوية في بداية عام 1993 بأسلوب اتفاقات إعادة شراء أذون الخزانة Repo بأسلوب التجريب الذي لم يكن الإقبال عليه كبيرا في البداية.

ولم تشهد سوق ما بين البنوك بالعملة الوطنية في بداية الإصلاح نموا ملحوظا على الرغم من عدم وجود أي عوائق قانونية أو مؤسسية تعوق نشاطه وفعاليته. وقد ساعد على انحسار دور هذه السوق عناصر ثلاثة هي أولاً النمو الكبير في الودائع بالجنيه المصري لدى الجهاز المصرفي كرد فعل من المدخرين لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية مما زاد من مستويات سيولة البنوك بالعملة الوطنية، وثانياً إلى قواعد حساب نسبة الاحتياطي التي تعطى البنوك فترة طويلة نسبياً لإدارة مستويات السيولة اليومية، وثالثاً إلى اعتياد البنوك الاحتفاظ باحتياطيات فائضة أكبر مما تقتضيه نسبة الاحتياطي التي يحددها البنك المركزي خصوصاً لدى البنوك العامة التي كانت تهيمن على حصة كبيرة من سوقي الودائع والإقراض في بداية التسعينيات.

هدف السياسة النقدية

لم يتم تعديل هدف السياسة النقدية في التعديلات التشريعية التي أدخلت على قانون البنوك والائتمان في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، والتي كان آخرها قرار رئيس الجمهورية رقم 59 لسنة 1993 بالنظام الأساسي للبنك المركزي المصري.

ونظراً للفناعة بأن المتغير الذي يتم الاتفاق عليه كهدف تشغيلي للسياسة النقدية لا بد أن يكون هو المتغير الذي يمكن التأثير فيه بصورة سريعة ومباشرة ويمكن التحكم في اتجاهاته، وهو المتغير الذي يجب أن يكون ذو ارتباط بالمتغيرات الأخرى التي تهتم بها السياسة النقدية، فقد اختار البنك المركزي المصري **الهدف التشغيلي** للسياسة النقدية لمصر ليكون فوائض احتياطات البنوك المقررة قانوناً Banks Excess Reserves والمحتفظ بها لدى البنك المركزي المصري. واستخدمت إصدارات أنون الخزانة على النحو الذي سبق ذكره في امتصاص هذه الفوائض. وفيما يتعلق **بالهدف الوسيط** فقد اختير الهدف الوسيط للسياسة النقدية الأكثر ارتباطاً بالهدف التشغيلي وبالهدف النهائي في نفس الوقت. فمن خلال علاقة "المضاعف النقدي Money Multiplier" تم الاستقرار في بدايات الإصلاح على يكون الهدف الوسيط هو صافي الأصول المحلية في الجهاز المصرفي⁽⁵⁾ Banking System NDA حيث مع استقرار المضاعف النقدي ستقوم البنوك بتقييد معدلات نمو ودائعها عند مستوى يتناسب مع حجم احتياطياتها. ثم عدل الهدف الوسيط بعد ذلك ليكون قيمة السيولة

⁽⁵⁾ في بداية تطبيق برنامج الإصلاح كان اللجوء الى التقييد الكمي لمعدلات نمو عناصر صافي الأصول المحلية مهما، فالى جانب التأثير غير المباشر في معدل نمو لصافي الأصول المحلية، تم اللجوء الى التقييد الكمي لمعدل نمو صافي المطلوبات من الحكومة وهيئة السلع التوينية وصافي الائتمان الموجه لشركات القطاع العام.

المحلية M2 ومعدلات نموها باعتبارها ذات التأثير الأعظم على الهدف النهائي للسياسة النقدية وهو العمل على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

الأدوات التي طبقت لتحقيق هدف السياسة النقدية

لقد لعبت إصدارات أذون الخزانة العامة – كما سبق القول- الدور الأكبر في تنظيم الأوضاع النقدية في مصر اعتباراً من بدايات تطبيق الإصلاح. وتطورت أدوات تنفيذ السياسة النقدية بما يتناسب مع التطور الذي استحدث في سوق النقود وفي الهدف التشغيلي للسياسة النقدية. ونتعرض فيما يلي إلى الأدوات غير المباشرة التي طبقت خلال تلك الفترة.

1- نسبة الاحتياطي

مع التحول نحو استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة، خفضت نسبة الاحتياطي اعتباراً من ديسمبر 1990 لتصبح 15% من إجمالي الودائع بالجنيه المصري، كما عدل أسلوب حساب النسبة ليستند على المتوسط اليومي لأرصدة البنوك خلال أيام العمل الفعلية كل أسبوع، وأوجد فارق زمني بمقدار أسبوعين بين أرصدة مكونات بسط النسبة وأرصدة مكونات مقامها.

وفي مارس 2001، قرر البنك المركزي عدل البنك المركزي تعديل أساس حساب مقام نسبة الاحتياطي وذلك باستبعاد أرصدة الأنظمة الادخارية ذات أجل 3 سنوات فأكثر - على أساس أجل التعاقد- من مقام نسبة الاحتياطي بهدف توفير قدر أكبر من مصادر الأموال طويلة الأجل المحررة من نسبة الاحتياطي ولتشجيع الادخار بالعملية الوطنية.

ونظراً لما لوحظ من قصر في فترة حساب نسبة الاحتياطي وأثر ذلك على معدلات تذبذب أسعار الفائدة في سوق النقد بين البنوك خلال أيام العمل الفعلية في الأسبوع الواحد، فقد قام البنك المركزي في يوليو 2002 بتعديل أسلوب حساب النسبة ليستند على المتوسط اليومي لأرصدة البنوك خلال أسبوعين بما فيها أيام العطل الأسبوعية، ويبدأ حساب النسبة من يوم الثلاثاء.

2- عمليات السوق المفتوحة

بدأ البنك المركزي - كما سبق القول - في التفكير في التدخل في السوق الثانوية في عام 1993 بأسلوب اتفاقات إعادة شراء أذون الخزانة Repo بأسلوب التجريب الذي لم يكن الإقبال عليه كبيراً في البداية، ونشطت عمليات اتفاقات إعادة الشراء إلى حد ما عام 1996 ثم استخدمت بكثافة ابتداءً من عام 1997 حيث تراوح عدد العمليات الأسبوعية ما بين عملية واحدة وأربع عمليات، وتراوحت آجالها بين 3، 14 يوماً. واستخدمت البنوك أسلوب التقدم بعطاءاتها شاملة الكمية والسعر إلى البنك المركزي المصري الذي طبق أسلوباً يتسم بالشفافية والوضوح في عمليات الترسية.

واستحدثت في عام 2001 نظاماً يسمح للبنوك وفقاً لضوابط معينة بإجراء عمليات إعادة شراء لأذون الخزانة لمدة يوم واحد Overnight وفقاً لسعر الإقراض والخصم المعلن من البنك المركزي.

3- التسهيلات القائمة

ظل وضع التسهيلات القائمة خلال السنوات الأولى للإصلاح كما هو عليه تقريباً قبل تطبيق البرنامج، ومع هذا استخدمت عمليات إعادة خصم أذون الخزانة لدى البنك المركزي المصري حتى أجل الاستحقاق كأداة هامة لتوفير التمويل اللازم للبنوك في الحالات الطارئة، وبالإضافة إلى ذلك استمر البنك المركزي في تقديم قروض للبنوك الراغبة بسعر الإقراض والخصم ولمدة عام وبالضمانات التي يقبلها مجلس إدارة البنك المركزي المصري.

4- سعر الخصم

تم ربط سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي المصري باتجاهات أسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة لمدة 91 يوماً، بحيث أصبح تغير سعر الفائدة الوسطى لهذه الأذون مؤشراً لتغير سعر الخصم المعلن. ومورست هذه السياسة بنجاح خلال السنوات الأولى لتطبيق برنامج الإصلاح، ولوحظ اعتباراً من عام 1995 بدء فض الارتباط بين هذين المتغيرين، حيث انخفضت أسعار الفائدة على أذون الخزانة بينما جمد سعر الخصم. ويبين الجدول رقم (4) التالي تطور سعر الخصم اعتباراً من يناير 1991.

جدول رقم (4)
تطور سعر الخصم

سعر الخصم %	في نهاية	سعر الخصم %	في نهاية
16.3	يناير 1994	17.0	يناير 1991
16.0	مارس 1994	20.0	مارس 1991
15.3	يونيو 1994	21.0	يونيو 1991
14.5	سبتمبر 1994	21.3	سبتمبر 1991
14.0	ديسمبر 1994	20.0	ديسمبر 1991
14.0	يناير 1995	20.7	يناير 1992
14.0	مارس 1995	20.0	مارس 1992
14.0	يونيو 1995	19.8	يونيو 1992
14.0	سبتمبر 1995	19.1	سبتمبر 1992
13.5	ديسمبر 1995	18.4	ديسمبر 1992
13.5	يناير 1996	18.4	يناير 1993
13.5	مارس 1996	18.0	مارس 1993
13.5	يونيو 1996	17.0	يونيو 1993
13.5	سبتمبر 1996	16.9	سبتمبر 1993
13.0	ديسمبر 1996	16.5	ديسمبر 1993

وعلى الرغم من طول الفترات الزمنية التي استغرقتها عمليات تعديل سعر الإقراض والخصم، إلا أن ثبات سعر الإقراض والخصم قد أصبح واضحاً منذ ديسمبر 1998. ومع التطورات التي لحقت بالأداء الاقتصادي العام تم تخفيض السعر في أبريل 2001 مرتين بواقع نصف في المائة في كل مرة ليستقر حول 11% كما يتضح من الجدول رقم (5).

جدول رقم (5)
فترات تعديل سعر الإقراض والخصم

سعر الخصم %	الفترة
14.00	نوفمبر 1993 وحتى أكتوبر 1995
13.50	نوفمبر 1995 وحتى أكتوبر 1996
13.25	نوفمبر
13.00	ديسمبر 1996 وحتى فبراير 1997
12.75	مارس 1997 وحتى أبريل 1997
12.25	مايو 1997 وحتى نوفمبر 1998
12.00	ديسمبر 1998 وحتى مارس 2001
11.00	أبريل 2001 وحتى أغسطس 2002

سوق الصرف الأجنبي وعلاقته بالسياسة النقدية الجديدة

أدى استخدام مبيعات أذون الخزانة العامة وبأسعار الفائدة المرتفعة - كما سبق القول - إلى تدفق النقد الأجنبي من الخارج، وإلى تحول المدخرين بالنقد الأجنبي في مصر إلى الادخار

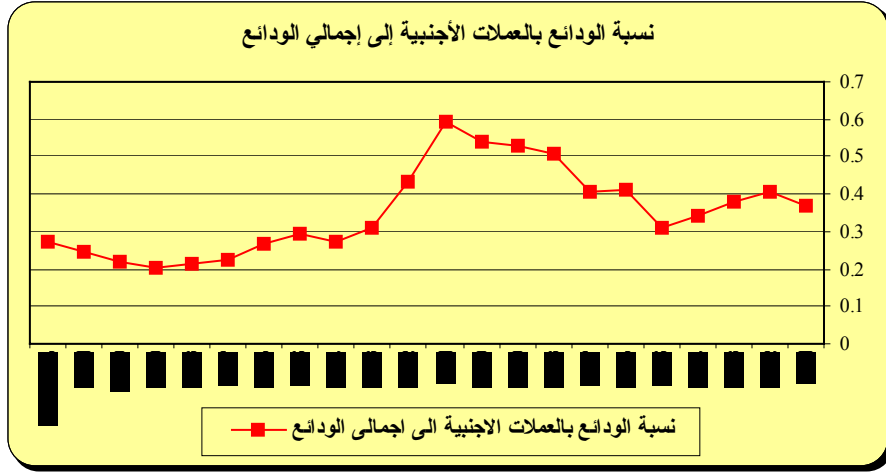
بالعملة الوطنية Dedollarization⁽⁶⁾ (شكل رقم 3)، فزاد حجم النقد الأجنبي ورؤوس الأموال الأجنبية المعروضة في سوق الصرف الأجنبي، وخلال 3 سنوات من الإصلاح وحتى نهاية يونيو 1994 بلغت جملة تدفقات النقد الأجنبي المتأتية من رؤوس الأموال الأجنبية نحو 5 بليون دولار⁽⁷⁾، فقام البنك المركزي بشراء فوائض النقد الأجنبي من القطاع المصرفي منعا لارتفاع سعر صرف الجنيه المصري مما يفقد صادرات البلاد ميزتها التنافسية التي اكتسبتها بعد تحرير سوق الصرف في بداية تطبيق برنامج الإصلاح. وتم تعقيم الزيادة في السيولة المحلية من خلال مبيعات أذون وسندات الخزنة العامة. وساهمت وفرة النقد الأجنبي في السوق إلى انخفاض فروق أسعار البيع عن أسعار الشراء سواء للمعاملات النقدية أو لمعاملات التحويلات.

⁽⁶⁾ انخفضت نسبة الدولار من 52.7% من إجمالي الودائع في عام 1991 إلى نحو 26.5% في الربع الثاني من عام 1994. أنظر في ذلك:

Abul-Eyoun, M., 'Dollarization in Egypt: the Effects of Economic Reforms', Middle East Studies Journal, No. 190/1995, Middle East Research Center, Ain Shams University, December 1995.

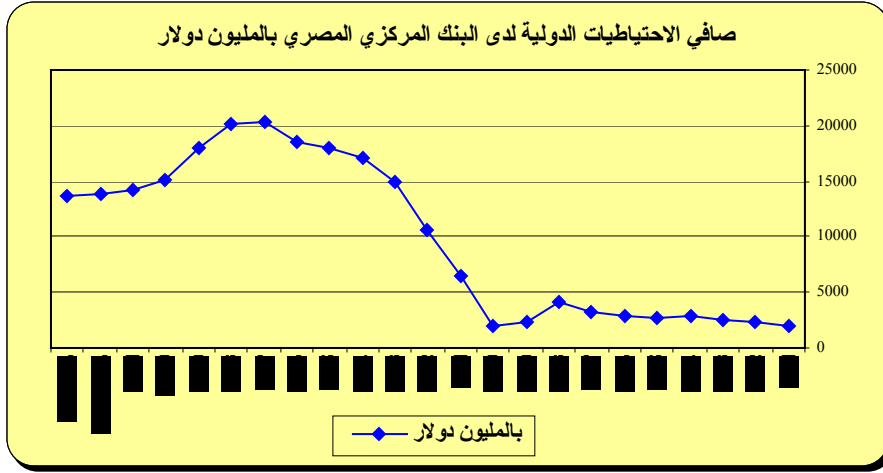
⁽⁷⁾ Howard Handy, 'Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead', ECES Working Paper Series, WP# 51, January 2001. p. 3.

شكل رقم (3)



ومع تزايد التدفقات، ودخول البنك المركزي مشترياً في السوق، أصبح الاستقرار في سعر صرف الجنيه المصري وضعاً طبيعياً. وتراكمت الاحتياطات الخارجية بالنقد الأجنبي لدى البنك المركزي المصري حتى قاربت نحو 21 مليار دولار في منتصف عام 1997 (شكل رقم 4)، وبنهاية ذلك العام، وبعد الصدمات الخارجية التي تعرض لها الاقتصاد المصري أصبحت أوضاع ميزان المدفوعات ومعالجته ذات تأثير كبير على سوق الصرف الأجنبي على النحو الذي سيتم إيضاحه في القسم الثالث من هذه الورقة.

شكل رقم (4)

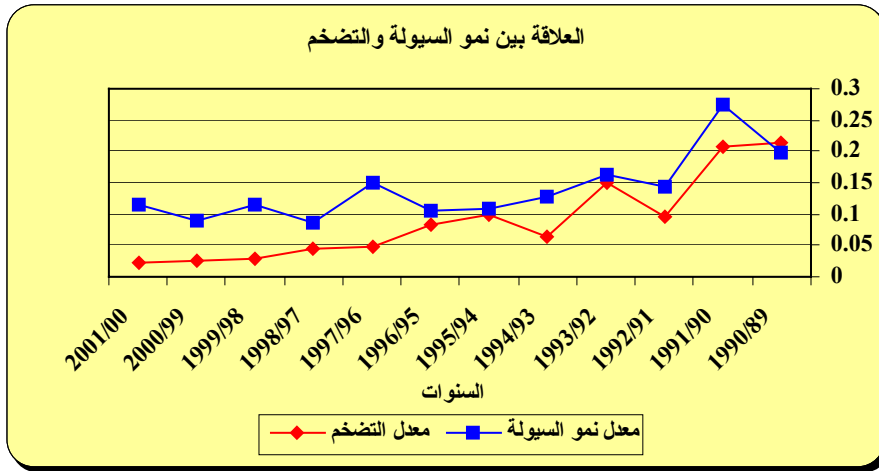


تقييم السياسة النقدية في ظل الإصلاح الاقتصادي

مدى تحقيق هدف السياسة النقدية

يبين الشكل رقم (5) التالي العلاقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم في السنوات من العام المالي 1990 وحتى نهاية يونيو 2001، ويتضح من تحليل بيانات تلك الفترة أن السيطرة على معدلات نمو السيولة المحلية قد نجحت إلى حد كبير ليس فقط في الحد من معدلات التضخم المرتفعة، ولكن أيضاً في خفضه إلى معدلات منخفضة للغاية.

شكل رقم (5)



ومعنى ما سبق أن السياسة النقدية في سنوات الإصلاح، وباستخدام الأدوات غير المباشرة، قد نجحت في تحقيق هدف استقرار الأسعار. وعلى الرغم من التذبذب في السنوات الأخيرة في معدلات نمو السيولة المحلية M2 لأسباب ترجع إلى تعديلات سعر الصرف وأثره على تقييم بعض عناصر ومكونات السيولة المحلية، إلا أن هذه التعديلات لم تنعكس بسرعة على معدلات التضخم.

في التأثير على أسعار الفائدة في القطاع المصرفي

على عكس الحال قبل تطبيق برنامج الإصلاح، وعقب تحرير أسعار الفائدة في عام 1990، أوضح الاتجاه العام لأسعار الفائدة المدينة والدائنة بوجه عام اتجاهها تناقصياً مع الانخفاض الذي تحقق مع تخفيض البنك المركزي لسعر الإقراض والخصم.

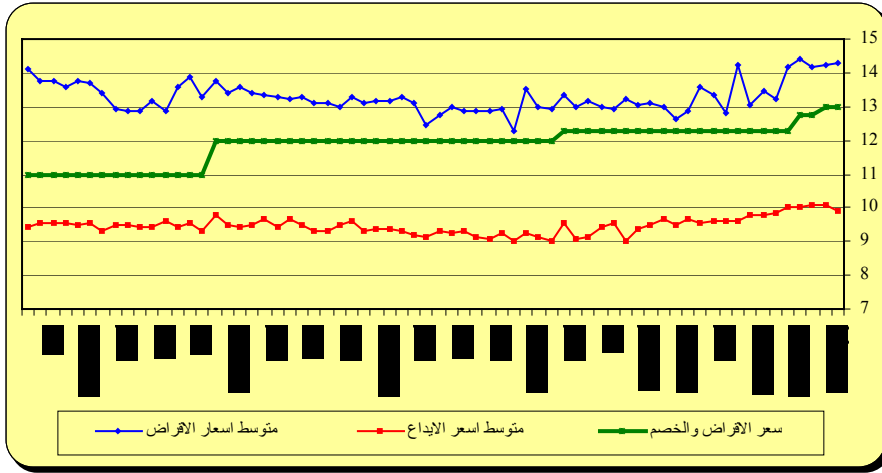
وفي المقابل، يلاحظ أيضاً الثبات النسبي فيما بعد عام 1997 لأسعار الإيداع والإقراض على الرغم من قيام البنك المركزي المصري بتخفيض سعر الإقراض والخصم أكثر من مرة آخرها في عام 2001 لحفز النشاط الاقتصادي للخروج من حالة الإبطاء التي مر بها.

ولعل الاتجاه الذي شهدته متوسطات أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض في عامي 2000 و2001 مرجعه تنافس البنوك على جذب ودائع طويلة الأجل بعدما قرر البنك المركزي تعديل أساس حساب نسبة الاحتياطي باستبعاد شهادات الادخار ذات الأجل التي تبلغ ثلاث سنوات فأكثر من مقام نسبة الاحتياطي، وهو الأمر الذي دعا البنوك إلى التنافس على رفع أسعار الفائدة. كما أن تحديد الدولة لأسعار الفائدة على بعض الأوعية الادخارية المنافسة مثل شهادات الاستثمار التي يصدرها بنك الاستثمار القومي التابع لوزارة المالية، وصندوق توفير البريد والذين يعتبران من مصادر التمويل الحقيقي الذي تستخدمه الخزنة العامة في مقابلة أي عجز مالي قد ساعد كثيراً في عدم قدرة البنوك على تخفيض أسعار الفائدة.

ويبين الشكل رقم (6) السلسلة الشهرية لمتوسطات أسعار الفائدة على الودائع لمدة 3 شهور، ومتوسطات أسعار الإقراض في البنوك المصرية لمدة عام فأقل.

شكل رقم (6)

أسعار الخصم والفائدة على الإيداع والإقراض في البنوك المصرية
(1997-2002)



ويبين الجدول رقم (6) التطورات سالفة الذكر على أساس ربع سنوي.

جدول رقم (6)
معدلات الخصم والعائد على الودائع والقروض بالجنيه المصري (% سنوياً)

معدل العائد على ودائع توفير البريد صندوق*	معدل العائد على شهادات الاستثمار		متوسط معدل العائد لدى البنوك		في نهاية
	ذات القيمة المتزايدة	ذات العائد الجارى	القروض لمدة سنة فأقل المتوسط أو الحدين الأدنى والأقصى	الودائع لمدة ثلاثة أشهر المتوسط أو الحدين الأدنى والأقصى	
11.00	17.50	17.50	19.50	13.6	يونية 1991
12.00	17.50	17.50	20.16	15.4	سبتمبر
“	“	“	20.56	16.18	ديسمبر
“	“	“	21.02	17.09	مارس 1992
12.00	17.50	17.50	20.27	16.74	يونية
12.00	17.50	17.50	20.24	16.3	سبتمبر
“	“	“	19.07	15.12	ديسمبر
“	14.50	15.50	19.05	14.5	مارس 1993
“	14.50	15.50	18.20	13.49	يونية
12.00	14.50	15.50	17.84	12.76	سبتمبر
12.00	13.50	14.00	17.45	12.07	ديسمبر
“	“	“	17.18	11.22	مارس 1994
12.00	13.50	14.00	16.60	10.81	يونية
12.00	13.50	14.00	18.50-13.00	11.00-9.50	سبتمبر
12.00	13.50	14.00	17.00-12.50	11.00-9.00	ديسمبر
“	“	“	17.00-12.00	11.00-9.00	مارس 1995
“	“	“	17.00-12.25	11.00-9.00	يونية
“	“	“	16.00-12.50	11.00-10.00	سبتمبر
“	“	“	15.50-12.25	11.00-9.81	ديسمبر
12.00	12.00	12.50	15.50-12.00	10.50-9.81	مارس 1996

تابع/ جدول رقم (6)

معدلات الخصم والعائد على الودائع والقروض بالجنيه المصري (% سنوياً)

معدل العائد على ودائع توفير البريد صندوق*	معدل العائد على شهادات الاستثمار		متوسط معدل العائد لدى البنوك		في نهاية
	ذات القيمة المتزايدة	ذات العائد الجاري	القروض لمدة سنة فأقل المتوسط أو الحدين الأدنى والأقصى	الودائع لمدة ثلاثة أشهر المتوسط أو الحدين الأدنى والأقصى	
12.00	12.00	12.50	15.50-12.00	10.50-9.81	يونية
12.00	12.00	12.50	15.50-10.75	10.50-9.30	سبتمبر
“	“	“	15.50-11.50	10.50-9.30	ديسمبر
“	“	“	14.15	10.1	مارس 1997
“	“	“	13.20	9.85	يونية
“	“	“	14.25	9.6	سبتمبر
“	“	“	13.60	9.55	ديسمبر
“	“	“	13.00	9.65	مارس 1998
“	“	“	13.20	9.00	يونيو
10.50	“	“	13.15	9.15	سبتمبر
10.50	11.00	11.50	12.90	9.00	ديسمبر
“	“	“	12.28	9.01	مارس 1999
“	“	“	12.84	9.14	يونيو
“	“	“	12.72	9.31	سبتمبر
“	“	“	13.31	9.33	ديسمبر
“	“	“	13.08	9.33	مارس 2000
“	“	“	13.11	9.29	يونيو
“	“	“	13.25	9.68	سبتمبر
“	“	“	13.42	9.51	ديسمبر
“	“	“	13.73	9.76	مارس 2001
“	“	“	13.57	9.43	يونيو
“	“	“	12.88	9.44	سبتمبر
“	“	“	13.38	9.34	ديسمبر
“	“	“	13.59	9.54	مارس 2002
“	“	“	14.10	9.42	يونيو

المصدر: البنك المركزي المصري والهيئة القومية للبريد.
*تحسب فوائد اضافية بمعدل 0.25% للودائع التي تستقر لمدة سنة.

في مجال الاذاحة وتمويل أنشطة القطاع الخاص

تأثر معدل نمو الائتمان الإجمالي فيما قبل الإصلاح الاقتصادي بشكل كبير بالائتمان الموجه للحكومة والقطاع العام، ونتيجة لتركيز الإصلاح الاقتصادي على الإصلاح المالي واستعادة التوازن المالي، وبعد نجاح الإصلاحات الهيكلية في تحقيق جانب كبير من برنامج الخصخصة، مع التعديلات التشريعية التي أطلقت قدرات القطاع الخاص، بدأ نصيب الحكومة من صافي الائتمان المحلي في التناقص تدريجياً حتى بلغ في عام 1999 نحو 22%، في نفس الوقت الذي زاد فيه نصيب القطاع الخاص من إجمالي الائتمان المحلي في التزايد تدريجياً حتى بلغ نحو 56% في عام 2000. وفي نفس الوقت يلاحظ أن معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص قد تزايدت بشكل كبير في النصف الثاني من التسعينيات، حيث ترادف ذلك مع تزايد معدلات نمو السيولة المحلية دون أن ينجح أسلوب التعقيم في امتصاصها، وخلال الفترة من عام 1996 وحتى عام 1999، زادت معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص عن 25% سنوياً، وإن تناقصت هذه المعدلات بشكل ملحوظ خلال العامين الأخيرين. ويتضح من الجدول رقم (7) توزيع أنصبة الحكومة والقطاع الخاص من إجمالي الائتمان، وكذا معدلات النمو السنوية في أرصدة هذين القطاعين.

جدول رقم (7)
تطور إجمالي الائتمان المحلي

(بالمليون جنيه في نهاية يونيو)

مارس 2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	
352,236	321,707	286,438	256,569	211,525	183,506	155,777	الائتمان المحلي الإجمالي
%26.3	%25.9	%22.0	%22.0	%22.2	%23.8	%27.4	نسبة صافي المطلوبات من الحكومة لإجمالي الائتمان
%55.4	%55.5	%56.6	%55.4	%53.1	%47.9	%43.9	نسبة المطلوبات من القطاع الخاص لإجمالي الائتمان
%9.4	%10.2	%14.0	%26.4	%27.8	%28.5	%29.2	معدل نمو ائتمان القطاع الخاص %
%10.6	%32.1	%11.6	%20.5	%7.4	%2.2		معدل نمو صافي المطلوبات من الحكومة %
%8.8	%12.3	%11.6	%21.3	%15.3	%17.8		معدل نمو إجمالي الائتمان %

المصدر: البنك المركزي المصري.

القسم الثالث: الرؤية المستقبلية للسياسة النقدية

مما لا شك فيه أن تجربة مصر في الإصلاح الاقتصادي في التسعينيات من القرن العشرين كانت تجربة ناجحة، فالسياسة الاقتصادية الكلية كانت ذات هدف واضح، وساعدت على نجاحها في بدايتها بعض الظروف الخارجية المواتية وبالذات فيما يتعلق بالدين الخارجي وأعباؤه والتي أمكن تخفيضها بشكل ملموس بمساندة دولية متميزة، كما ساعد على تنفيذها أيضاً - وعلى الصعيد الداخلي - الالتزام الكامل من كافة الجهات بتوجهات سياسة الإصلاح. ولقد نتج عن تطبيق التجربة تعديلات هيكلية انعكست بشكل واضح في التحسن الكبير في أوضاع المالية العامة، وفي الاستقرار النقدي والسعري، بالإضافة إلى التحسن الكبير في أوضاع ميزان المدفوعات⁽⁸⁾. ونظراً لأنه لا توجد سياسة اقتصادية تصلح للتطبيق في كل وقت، وعلى ضوء بعض المستجدات التي أعاققت تنفيذ سياسة الإصلاح الاقتصادي بالسرعة المطلوبة، فإن السياسة النقدية، في إطار من السياسة الاقتصادية للدولة الهادفة إلى الإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي، سوف تشهد بعض التوجهات الجديدة في المستقبل القريب.

مقتضيات التطوير

لا شك أن صياغة السياسة النقدية وتحديد أدواتها وتوجهاتها يمثل الشغل الشاغل للبنوك المركزية، وعلى الرغم من أن السياسة النقدية في مصر قد نجحت تماماً في إعادة هيكلة

⁽⁸⁾ Howard Handy et. al, 'Egypt: Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy' IMF Occasional Paper #163, May 1998.

الاقتصاد المصري ضمن دورها المخطط في برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي طبقته مصر في بداية العقد الأخير من القرن الماضي، إلا أن هناك العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي تحتم إعادة النظر في صياغة السياسة النقدية وتحديث وتطوير أدوات تنفيذها وتحديد توجهاتها بما يتفق مع الوجة التي ينبغي أن يسير فيها الأداء الاقتصادي أخذاً في الاعتبار كل العوامل الخارجية والداخلية، وأخذاً في الاعتبار مسلمات السياسة الاقتصادية للبلاد. وسوف نتعرض في بداية هذا القسم إلى بعض العوامل التي ترسي الأساس المنطقي للتطوير الذي سيدخل على السياسة النقدية في مصر، ثم نتعرض للأفكار الأولية للإطار العام للسياسة النقدية المقترح تنفيذها.

الصدمات الخارجية والتفاعل مع الاقتصاد العالمي

تأثر الاقتصاد المصري، باعتباره جزء من الاقتصاد العالمي، بعدة صدمات خارجية، كما تعرض أيضاً لعدد من الأحداث الداخلية، وأثرت جميع تلك الهزات على أداء القطاعات الاقتصادية المصرية، وقد وضعت هذه الصدمات السياسة النقدية محل اختبار قوى اعتباراً من عام 1997.

فعلى سبيل المثال تأثر الاقتصاد المصري بالأزمة المالية التي تعرضت لها بعض دول جنوب شرق آسيا في منتصف 1997، حيث أدت تلك الأزمة إلى زيادة التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية إلى خارج مصر، ففي العامين الماليين 1998/1997 و1999/1998 بلغ إجمالي التدفق الخارج لاستثمارات الحافظة نحو 422 مليون دولار، ومن ثم حدث انخفاض

حجم الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل في بورصة الأوراق المالية مما أدى إلى هبوط مؤشرات الاستثمار في البورصة وتحقيق بعض المستثمرين فيها لخسائر كبيرة.

كما أدى الانخفاض الحاد في أسعار صرف عملات عدد من دول جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997 إلى تشجيع الاستيراد من تلك الدول، وسجلت الواردات المصرية الإجمالية نمواً ملحوظاً في العام المالي 1998/1997 حيث بلغت 16.9 بليون دولار بعدما كانت قد بلغت نحو 15.7 بليون دولار في العام السابق أي بزيادة قدرها 1.7 بليون دولار في عام واحد. وقد انعكس ذلك على الميزان التجاري الذي حقق عجزاً بلغ 11.8 بليون دولار في العام الأول بعدما كان قد بلغ نحو 10.2 بليون دولار في العام السابق مباشرة.

وقد أعقب أحداث جنوب شرق آسيا مباشرة تعرض السوق السياحي المصري لحادث الأقصر الإرهابي قرب نهاية عام 1997، وهو الأمر الذي ترتب عليه تدهور كبير في الدخل السياحي لمدة ليست قصيرة، فبعد أن سجل ميزان المدفوعات المصري في عام 1997/1996 نحو 3.6 بليون دولار من دخل السياحة والسفر، انخفضت الموارد في العام التالي إلى 2.9 بليون دولار كنتيجة مباشرة لحادث الأقصر الذي أدى إلى انخفاض عدد الليالي السياحية من نحو 26 مليون ليلة في العام الأول إلى نحو 21.5 مليون ليلة في العام التالي. وقد تأثر نتيجة لذلك قطاع السياحة والفنادق والأنشطة الاقتصادية المرتبطة بهما.

وفي نفس العام أيضاً أدى الانخفاض العالمي في أسعار تصدير النفط إلى التأثير السلبي لموارد الدولة من هذه الصادرات. فقد توالى انخفاض سعر تصدير برميل النفط من نحو

15.6 دولار للبرميل في المتوسط في عام 1998/1997 إلى نحو 9.7 دولار للبرميل في السنة المالية التالية.

وبوجه عام بدأ ميزان العمليات الجارية في تحقيق عجز بلغ نحو 2.48 بليون دولار في عام 1998/1997 بعدما سبق أن سجل هذا الميزان فائضا بلغ 118.6 مليون دولار في العام السابق. كما حقق ميزان المدفوعات عجزا بلغ نحو 3.6 بليون دولار بعد استبعاد البنوك التي ساهمت باستخدام أصولها الأجنبية في التخفيف من آثار نقص موارد النقد الأجنبي.

وأخيراً تأثر الاقتصاد المصري سلباً بمستتبعات حادث الحادي عشر من سبتمبر 2001 . وأدت كل هذه الصدمات إلى اهتزاز معدلات نمو الاقتصاد المصري في اتجاه ركودي بدأت مؤشراتته في الظهور في النصف الثاني من عام 1998.

ومن المتعارف عليه انه مع تزايد درجة الاندماج في أسواق السلع وأسواق رأس المال العالمية، تكون الاقتصاديات الوطنية أكثر عرضة للصدمات الخارجية، وهو ما يؤثر حتماً على معدلات نموها. وينصح الكثير من الاقتصاديين بأهمية اتباع سياسات نقدية وسياسات للمصرف الأجنبي فعالة تساعد على امتصاص أي صدمات خارجية⁽⁹⁾.

(9) El-Erian & El-Gamal, ' Prospects for Arab Monetary Policy in the International Financial System' ECES Working Paper Series, WP#52, February 2001. p.22.

الحاجة لتحول البنك المركزي من الدور السلبي Accommodating إلى الدور الإيجابي الفاعل Active

يقوم البنك المركزي في الوقت الحالي بدور سلبي Passive متمثل في التدخل في سوق النقد لتحقيق هدف محدد لمستوى فائض احتياطيات البنوك، وبحيث يمنع تغيرات سعر الفائدة من التغير بصورة كبيرة بغض النظر عن توجهات المتغيرات المؤثرة في مستويات الفوائض. وحتى يتم التحول نحو دور فاعل وإيجابي بالنسبة لاتجاهات أسعار الفائدة وبما يساهم في تحقيق هدف مرونة المؤشرات النقدية في توجيه النشاط الاقتصادي، فمن الضروري التحول بأسلوب مدروس وفعال نحو ممارسة هذا الدور.

الأخذ بالتطورات التكنولوجية وتحسن تدفق المعلومات

أثبتت ممارسة السياسة النقدية في السنوات العشر الأولى من تجربة الإصلاح الاقتصادي في مصر إلى الحاجة الماسة إلى سرعة تدفق المعلومات المالية والنقدية والعينية إلى متخذ قرار السياسة النقدية. فمن المعروف أن فترات الإبطاء في توافر المعلومات والمؤشرات التي تؤثر في القرار النقدي أو الائتماني تؤثر بدرجة كبيرة في جودة هذا القرار. ونتيجة للحاجة إلى السيطرة على الهدف التشغيلي للسياسة النقدية بدأ البنك المركزي المصري في تطوير البنية التحتية لتحسين أدائه باستحداث الآتي:

- إنشاء شبكة البنك المركزي الإلكترونية للمعلومات، والتي تم افتتاحها في يوليو 2002 لتكون قناة الاتصال المباشرة بين البنوك المصرية وبين البنك المركزي.

- إنشاء غرفة المقاصة الإلكترونية، والتي تم افتتاحها في يونيو 2002 والتي تعتبر الخطوة الأولى في الاتجاه نحو تطبيق نظام التسوية الإجمالية خلال الوقت الحقيقي (Real Time Gross Settlement (RTGS).
- استكمال شبكات ربط فروع البنوك بمراكزها الرئيسية، وربط المراكز الرئيسية للبنوك المصرية بشبكة معلومات البنك المركزي المصري، ونظراً للانتشار الواسع جغرافياً لتوزيعات فروع البنوك، والعدد الكبير لفروع البنوك المسجلة لدى البنك المركزي⁽¹⁰⁾، فقد أمهلت البنوك مدة زمنية للانتهاء من ربط جميع هذه الفروع قبل نهاية عام 2003.
- استحداث البنك المركزي المصري لنظام القيد الإلكتروني Electronic Book Entry System للمعاملات في سوق إصدار وتداول أذون وسندات الخزانة العامة منذ يوليو 2002، وهو الأمر الذي أدى إلى عدم التداول الورقي لتلك الأوراق Dematerialising Transactions وهو ما سوف يساعد في تفعيل وتسريع عمليات التعامل في السوق المفتوحة.

استحداث آليات جديدة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة

ومن بين مقتضيات تطوير السياسة النقدية أيضاً توجه الخزانة العامة نحو استحداث نظام "المتعاملون الرئيسيون Primary Dealers" في سوق إصدار السندات الحكومية، حيث ستلجأ الدولة إلى هذا النظام للاقتراض من السوق خلال السنة المالية 2003/2002 بما يساعد على تسعير الدين الحكومي وفقاً لاتجاهات وظروف سوق السندات. وسوف يساعد

⁽¹⁰⁾ بلغ عدد الفروع المسجلة للبنوك العاملة في مصر نحو 2544 فرع يملكها 57 بنكا في يونيو 2002.

هذا النظام على زيادة قدرة البنك المركزي المصري على التعامل بأدوات أكثر في السوق المفتوحة. مما سيقصر لجوء الخزانة العامة لتمويل أي عجز مالي على سوق رأس المال وبعيدا عن التمويل المصرفي.

القناعة الكاملة بالثالث المستحيل The Impossible Trinity

من المتعارف عليه فنياً، ونتيجة لتجارب العديد من الدول، انه من المستحيل تحقيق ثبات سعر الصرف، وثبات أسعار الفائدة مع المحافظة في نفس الوقت على أرصدة احتياطيات الدولة من النقد الأجنبي دون تغيير. فالقناعة باستحالة تحقق ذلك يملى على متخذ القرار ضرورة اختيار هدف واحد يتم السعي لتحقيقه. أما وقد استقر الرأي في مصر على الحفاظ على احتياطيات الدولة من النقد الأجنبي باعتبارها تمثل استثمارات للأجيال القادمة، ومع القناعة بسياسة مرونة سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى، فمن الضروري أيضاً العمل على تفعيل مرونة أسعار الفائدة ومنع أي قيود مؤسسية أو إدارية تعوق مرونتها في الأجلين القصير والطويل.

التعديلات التشريعية المزمعة

نتيجة للقناعة بأهمية تطوير السياسة النقدية، أصبح من الضروري تفعيل الإطار القانوني الذي تنفذ من خلاله تلك السياسة. وعند إعداد مشروع القانون المعدل لدور البنك المركزي، أدخلت النصوص التي تضمن استقلالية البنك ودوره في وضع وتنفيذ السياسة النقدية. لذلك نصت المادة الخامسة من مشروع لقانون الموحد للبنك المركزي والجهاز المصرفي على ان

هدف البنك المركزي يتمثل في "تحقيق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية المطردة في إطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة"، ويختص البنك المركزي بوضع السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها. ومن المتوقع أن يعرض مشروع القانون الجديد على مجلس الشعب خلال دورته القادمة التي تبدأ في خريف عام 2002.

القناعة بقدرة الاقتصاد المصري وقوة أوضاعه الخارجية

تؤكد معظم التقارير الدولية أن الأوضاع الخارجية للاقتصاد المصري قوية، وأن إمكانيات تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي كبيرة، وأن بإمكان هذا الاقتصاد الذي تخطى آثار ثلاث صدمات خارجية خلال خمس سنوات أن يحقق المزيد من السيطرة على توجهات النمو. ومن ثم، فإن أي تطوير للسياسة النقدية يستهدف في الأساس تحسين إدارة الاقتصاد المصري سيساعد دون شك على تحقيق ما سبق.

ملامح الإطار العام للسياسة النقدية الجديدة

الأهداف

الهدف الأساسي للسياسة النقدية الجديدة للبنك المركزي المصري هو العمل على المحافظة على استقرار الأسعار. وفي هذه الحالة يعتبر استقرار الأسعار هو المرتكز النقدي Monetary Anchor لتوقعات ارتفاع الأسعار والتضخم في الاقتصاد المصري. ويعتبر

التأثير على توجهات أسعار الفائدة الاسمية في سوق النقد المصري في الأجل القصير Steering nominal interest rates هو الهدف التشغيلي للسياسة النقدية، أما الهدف الوسيط للسياسة النقدية فيتمثل في مستوى السيولة المحلية M2 .

الأدوات

حتى يمكن تحقيق أهداف السياسة النقدية سيقوم البنك المركزي المصري باستخدام أدوات غير المباشرة للسياسة النقدية المطبقة في الوقت الحالي بعد تطويرها وتحسينها، بالإضافة إلى قيامه باستحداث أدوات جديدة تفعل من قدراته على السيطرة على توجهات المتغيرات النقدية التي تؤثر في الهدف الأساسي والنهائي للسياسة النقدية. وتتحصر أدوات السياسة النقدية لدى البنك المركزي المصري في 3 أدوات رئيسية هي نسبة الاحتياطي، وعمليات السوق المفتوحة، والتسهيلات القائمة.

- نسبة الاحتياطي

وفقاً للنصوص القانونية القائمة في الوقت الحالي لا يدفع البنك المركزي أي فوائد للبنوك مقابل احتفاظه بالودائع البنكية المقابلة لنسبة الاحتياطي. ومن المخطط مع التعديل التشريعي المزمع إدخاله أن يتم إقرار مبدأ دفع فوائد يقررها مجلس إدارة البنك المركزي مقابل تلك الودائع.

وفي المقابل، فإن قواعد حساب مقام نسبة الاحتياطي وفقاً لآخر تعديلات اقرها مجلس إدارة البنك المركزي تتضمن استبعاد بعض النوعيات من المدخرات وبعض الأصول

المالية الأخرى. ومن الضروري أن تتم مراجعة تلك الاستبعادات مستقبلاً لتتقيد النسبة وتيسير حسابها وذلك لضمان عدم وجود أي تعارض بين آثار قواعد حسابها وتوجهات السياسة النقدية للبنك.

ونظراً لأن حساب نسب الاحتياطي ترتبط بالزمن الذي تتحقق فيه الودائع لدى الجهاز المصرفي، وحفاظاً على حتمية حفاظ البنوك على نسبة الاحتياطي الإلزامية وتوجهات أسعار الفائدة في سوق النقد التي تمثل الهدف التشغيلي للسياسة النقدية المقترحة، كان من الضروري إعادة النظر في فترة حساب نسبة الاحتياطي Reserve Requirement Maintenance Period . وقد زيدت هذه الفترة في يوليو 2002 إلى خمسة عشر يوماً مع تغيير مواعيد البدء والانهاء بما يشتمل على أيام العطلات الأسبوعية والدورية. وقد يمكن النظر في مستوى النسبة إذا ما قام البنك بإصدار شهادات إيداع للبنوك.

- عمليات السوق المفتوحة

تعتبر عمليات السوق المفتوحة أهم عوامل توجيه أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل في سوق النقد المصري، كما أنها تساعد على إدارة السيولة في الاقتصاد المصري، بالإضافة إلى أنها تعطي المتعاملين في سوق النقد الإحياءات والمؤشرات اللازمة لتوجهات السياسة النقدية. ونظراً لأن البنك يقوم بعمليات اتفاقات الشراء لليلة واحدة ولمدة أسبوع في الوقت الحالي دونما ربط بتوجهات أسعار الفائدة، وإنما بالربط بتقديرات فائض احتياطي البنوك، وتنسيقاً مع التوجه العام للسياسة المقترحة، فسوف

تعتمد عمليات السوق المفتوحة على الأدوات القائمة جنباً إلى جنب مع عدة أدوات سيتم استحداثها هي:

- استحداث اتفاقات إعادة الشراء العكسية Reverse Repos.
- استحداث عمليات إعادة الشراء للسندات الحكومية.
- استحداث عمليات الشراء النهائي لأذون الخزانة والسندات الحكومية Outright.
- عمليات مبادلة النقد الأجنبي FX Swaps.
- استحداث شهادات إيداع أو شهادات دين Debt certificates.

ويمكن أن تنفذ هذه العمليات من خلال عطاءات أو من خلال اتفاقات ثنائية وفي مواعيد وبإجراءات تعلن مسبقاً للجهات المشاركة فيها.

- التسهيلات القائمة

تساعد التسهيلات القائمة التي يقدمها البنك المركزي على ضخ أو امتصاص السيولة من السوق لمدة ليلة واحدة، كما أنها تساعد على التوجيه غير المباشر لأسعار الفائدة في سوق النقد لليلة واحدة. وحتى يتحقق هذا الهدف سوف يتم استحداث أداتين جديدتين من الأدوات التي يمكن استخدامها ضمن التسهيلات القائمة التي يقدمها البنك المركزي المصري للبنوك هما نظام إقراض البنوك لليلة واحدة لضخ السيولة في السوق، ونظام الإيداع لليلة واحدة لامتصاص السيولة من السوق.

- نظام الإقراض الليلة واحدة، ومن خلاله يمكن للبنك المركزي – على أساس وجود الضمانة المقبولة لدى المقترض- وبسعر فائدة يمثل سقفا لأسعار الفائدة السوقية لليلة واحدة. ومن الضروري ألا توجد حدود قصوى لاقتراض البنوك لليلة واحدة من البنك المركزي، كما لا يجب منع أي بنك من الاستفادة من هذا النظام حتى يمكن السيطرة على السوق واحتوائه داخل سيطرة البنك المركزي المصري. وسوف تحدد أساليب التقدم بطلبات الاقتراض وتوقيتاتها حتى يكون النظام فعالاً، وسوف يتم العمل على تنويع الأصول الضامنة في هذه الحالة.
- نظام الإيداع الليلة واحدة، حيث يمكن للبنوك إيداع أموال لدى البنك المركزي بأي قيمة لليلة واحدة، وبحيث يمثل سعر الفائدة الحد الأدنى لأسعار الفائدة في سوق النقد للمعاملات لليلة واحدة. ومن المنصور ألا توجد حدود قصوى للإيداع، وان يحدد أسلوب الإعلان وإجراءاته لجميع البنوك.
- استحداث نظم إقراض وإيداع أطول أجلاً حسبما تظهر الحاجة باعتبار أن عمليات إعادة التمويل وعمليات التمويل ذات الغرض المحدد بالإضافة إلى عمليات التمويل الهيكلية ستساعد في تحسين قدرة المركزي على ضمان تحسين السيطرة على توجهات السيولة في السوق.
- ومن المخطط أيضاً أن يتم الإفصاح عن كافة إجراءات استفادة البنوك من هذه الآليات الجديدة بشكل كامل، وبحيث يتم ذلك في فترة تجريبية أولاً ثم يتم التعميم.

- تعديلات سعر الخصم

من الضروري تفعيل سعر الإقراض والخصم وربطه بتوجهات أسعار الفائدة بما يعبر للمشاركين في سوق النقد عن حالة السياسة النقدية Stance وتوجهاتها.

إدارة السياسة النقدية

يأخذ البنك المركزي المصري في الاعتبار ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية، والذي سبق أن أقره صندوق النقد الدولي في عام 2000. وبناءً على ذلك، فإن التطوير المزمع إدخاله على الإطار العام للسياسة النقدية يأخذ في الاعتبار المبادئ الآتية:

- الشفافية ووضوح القواعد والإجراءات للجميع.
- الإفصاح وإتاحة المعلومات الممكنة للنشر.
- سهولة الإدارة والتنفيذ.
- التفاعل زمنياً مع توجهات السوق ومؤشرات الأداء الاقتصادي.

وحتى تتحقق العناصر سالفة الذكر، فمن الضروري إعادة النظر في التنظيم الداخلي لإدارة السياسة النقدية بالبنك المركزي بحيث يتحقق من إعادة تنظيمها 3 أهداف:

- 1- توافر المعلومات الكافية والدقيقة وفي التوقيتات المخططة مع توافر الخبرة البشرية والفنية ذات القدرة على تحليل تلك البيانات والمعلومات بما يمكن من توفير أساسيات صياغة السياسة.

- 2- عدم تداخل الاختصاصات مع وحدات أو إدارات أخرى داخل البنك المركزي المصري، مع الوضوح الكامل لدور الوحدات أو الإدارات الخادمة.
- 3- ضرورة اشتراك الإدارة العليا للبنك المركزي في اتخاذ القرار الخاص بتنفيذ السياسة النقدية، مع ضمان فعالية التنفيذ بواسطة الإدارات أو الوحدات التنفيذية بالبنك.

عوامل النجاح

لاشك أن هناك عوامل عديدة تحكم توجهات البنوك المركزية في إدارة السياسة النقدية، ولعل من أهم هذه العوامل على المستوى الكلى فض التشابكات بين السياستين المالية والنقدية وذلك من خلال زيادة قدرات البنوك المركزية وضمان استقلاليتها، والتنسيق الكامل بين الجهات المسؤولة عن رسم وتنفيذ السياسة المالية والبنوك المركزية في إطار السياسة الاقتصادية للدولة. أما على المستوى الجزئي، فإن أحكام السيطرة على المتغيرات النقدية وضمان فعالية التأثير فيها باستخدام الأدوات غير المباشرة يعتبر من أهم عوامل النجاح بالإضافة أيضاً إلى الآتي:

- ضمان جودة المعلومات.
- ضمان سرعة تدفق المعلومات.
- ضمان فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية.
- الفعالية في اتخاذ القرار سواء من حيث الجودة أو من حيث التوقيت.
- العمل على تحييد آثار الصدمات الخارجية.

المراجع ومصادر المعلومات

- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة.
- محمود ابو العيون، " توزيع الائتمان المصرفي بين الحكومة والقطاع الخاص"، المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، القاهرة، نوفمبر 1988.
- محمود أبو العيون، "التشابك المالي والنقدي، وفعالية السياسة النقدية في مصر"، مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع، العددان 415-416، القاهرة: يناير - أبريل 1989.
- Abul-Eyoun, M., 'Dollarization in Egypt: the Effects of Economic Reforms', Middle East Studies Journal, No. 190/1995, Middle East Research Center, Ain Shams University, December 1995.
- El-Erian & El-Gamal, ' Prospects for Arab Monetary Policy in the International Financial System' ECES Working Paper Series, WP#52, February 2001.
- European Central Bank, The single Monetary Policy in Stage Three, November 2000.

- Handy Howard, et. al, 'Egypt: Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy' IMF Occasional Paper #163, May 1998.
- Handy, Howard., 'Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead', ECES Working Paper Series, WP# 51, January 2001.
- IMF, Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles.