



الآثار المتوقعة لرفع سعر الفائدة وتحرير سعر الجنيه على الاقتصاد المصري في ضوء التحديات المعاصرة

إعداد

د. أحمد عيد إبراهيم

مدرس الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ

drahmedeidabocelela@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الرابع - العدد الأول – الجزء الرابع - يناير ٢٠٢٣

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

إبراهيم، أحمد عيد (٢٠٢٣). الآثار المتوقعة لرفع سعر الفائدة وتحرير سعر الجنيه على الاقتصاد المصري في ضوء التحديات المعاصرة. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤(١)٣، ٢١٥-٢٥٢.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

الآثار المتوقعة لرفع سعر الفائدة وتحرير سعر الجنيه على الاقتصاد المصري في ضوء التحديات المعاصرة

د. أحمد عيد إبراهيم

ملخص البحث:

إن الهدف الأساسي من البحث هو دراسة مدى نجاح سياسة رفع أسعار الفائدة وتحرير سعر الجنيه في استهداف التضخم واستقرار سعر الصرف من أجل فهم متطلبات وتحديات السياسة النقدية، حيث تم تسليط الضوء على الأدبيات النظرية المتعلقة بالسياسة النقدية والتركيز على سياسة رفع سعر الفائدة كأبرز الأدوات المستخدمة، وبينت النتائج أن تأثير سياسة رفع أسعار الفائدة يظهر في المدى القصير وذلك لسهولة تكيف السياسة النقدية مع الأوضاع الاقتصادية لكن مع الأخذ في الاعتبار أن باقي أدوات السياسة النقدية ليست حلاً سريعاً فهي تحتاج إلى وقت حتى تصبح نافذة المفعول وتحتاج كذلك لمزيد من تشديد الشروط النقدية وأن عدم رفع أسعار الفائدة كان سيضع ضغوطات على الجنيه المصري كما كان سيدفع المستثمرين إلى بيع أصولهم وتوظيف عائداتها في الاستثمارات المقومة بالدولار ذات العوائد المرتفعة.

١- الإطار العام للبحث:

١-١ مقدمة:

يواجه البنك المركزي، ومن خلفه الحكومة المصرية، خيارات صعبة في ظل تداعيات الحرب الروسية على أوكرانيا التي عمقت تأثيرات التضخم العالمي على خلفية أزمة سلاسل الإمداد وموجة تضخمية حادة على وشك الارتفاع أكثر فأكثر من ناحية، وشح في العملة الأجنبية، وفي هذا السياق استخدم البنك المركزي اليتيم في آن واحد: رفع سعر الفائدة من ناحية، والمزيد من المرونة في سعر الصرف من ناحية أخرى.

ومنذ التخلي عن نظام برينتن وودز وانتشار قاعدة التعويم في السبعينات من القرن الماضي عرف العالم حالة من الركود صاحبها ارتفاع حاد في مستويات التضخم، وقد عرفت هذه الحالة في الأدبيات الاقتصادية بالركود التضخمي Stagflation ومنذ ذلك الحين أصبح ضمان استقرار المستويات العامة للأسعار الشغل الشاغل للاقتصاديين وصناع السياسة الاقتصادية وخاصة السياسة النقدية.

وقد ظهر مصطلح السياسة النقدية مع بداية القرن التاسع عشر، وتطور الاهتمام منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة للنظرية الكمية للنقود من المفهوم الحيادي إلى المفهوم غير الحيادي ذو التأثير الأقل أهمية بالمقارنة بالسياسة المالية، ثم إلى مرحلة تعظيم دور النقود والسياسة النقدية في النشاط الاقتصادي، وتعرف السياسة النقدية بأنها تلك البرامج أو الإجراءات التي تنتهجها السلطات النقدية لتنظيم النقد في المجتمع وصولاً للأهداف المرغوبة، وفي معظم البلدان يقوم بهذه الإجراءات البنك المركزي^١.

وفي مصر يعهد قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ للبنك المركزي المصري بوضع وتنفيذ السياسة النقدية، وينص القانون على أن استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية الذي يتقدم على غيره من الأهداف، وبناءً عليه يلتزم البنك المركزي المصري - في المدى المتوسط - بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تساهم في بناء الثقة وبالتالي خلق البيئة المناسبة لتحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي.

وقد أعلن البنك المركزي المصري في ٢ يونيو ٢٠٠٥، إطاراً تشغيلياً جديداً لتنفيذ السياسة النقدية يتمثل في Corridor System. ويشمل هذا النظام سعرين للعائد لليلة واحدة في تعاملات البنك المركزي مع البنوك أحدهما للإيداع والآخر للإقراض. ويمثل سعر عائد الإيداع الحد الأدنى لسعر الفائدة بالـ Corridor، بينما يمثل سعر عائد الإقراض الحد الأقصى له. ومنذ بداية العمل بنظام الـ Corridor نجح هذا النظام في التغلب على تذبذبات أسعار العائد بين البنوك لليلة واحدة بعدما كانت تتراوح ما بين ٦ - ١٤٪. ويعد الـ Corridor بمثابة الأداة الرئيسية لتنفيذ السياسة النقدية التي تتبنى هدفاً تشغيلياً يتمثل في سعر العائد على المعاملات بين البنوك لليلة واحدة. وتقرر لجنة السياسة النقدية أسعار العائد في الـ Corridor.

وقد تم تشكيل لجنة السياسة النقدية بقرار من مجلس إدارة البنك المركزي المصري وتتكون من سبعة أعضاء وهم محافظ البنك المركزي المصري، نائبي المحافظ، وأربعة أعضاء من مجلس الإدارة. ويتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية بواسطة تلك اللجنة. وتجتمع لجنة السياسة النقدية يوم الخميس كل ستة أسابيع، والجدول الزمني للاجتماعات للجنة معلن على موقع البنك المركزي.

وتعرض على لجنة السياسة النقدية التقارير والدراسات الاقتصادية والمالية التي تعدها وحدة السياسة النقدية بالبنك المركزي المصري وتتضمن تلك الدراسات آخر التطورات المحلية والعالمية وتقدر كافة المخاطر المرتبطة باحتمالات التضخم وذلك قبل اتخاذ قرار أسعار العائد. فيتم على الجانب المحلي، متابعة المتغيرات التالية: التضخم، أسعار الفائدة، التطورات النقدية والائتمانية، أسعار الأصول ومؤشرات القطاع الحقيقي. أما على الجانب الدولي، فيتم دراسة ومتابعة معدلات النمو والتضخم العالمية، أسعار الفائدة العالمية والتوقعات المستقبلية. وينشر البنك المركزي المصري بياناً وملخصاً لأسباب القرارات بعد كل اجتماع للجنة السياسة النقدية على موقع البنك المركزي.

^١ يمن الحماقي، ١٩٩٤، "استقلالية البنك المركزي وأثره على السياسة النقدية"، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري.

د. أحمد عيد إبراهيم

وقد قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأميركي في منتصف يونيو ٢٠٢٢ رفع معدلات الفائدة بمقدار ٧٥ نقطة في أكبر زيادة منذ العام ١٩٩٤، وهذه الزيادة جاءت في إطار محاولة الفيدرالي السيطرة على معدل التضخم الجامح الذي يسيطر على الأسواق الأمريكية والذي يعد الأعلى من نوعه منذ ٤١ سنة، وكان قد سبقها قرار بالإجماع في ٤ مايو ٢٠٢٢ برفع أسعار الفائدة على الأموال الاتحادية وهو سعر الإقراض القياسي بمقدار نصف نقطة مئوية. وهي المرة الأولى منذ ٢٢ عاما التي ترتفع فيها أسعار الفائدة بشكل متكرر بهذا القدر، حيث سبق أن رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي في مارس سعر الإقراض القياسي للمرة الأولى منذ أواخر عام ٢٠١٨، وزاده بمقدار ربع نقطة مئوية. وتجدر الإشارة إلى أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي كان قد رفع أسعار الفائدة للمرة الأولى منذ الأزمة المالية العالمية خلال شهر ديسمبر ٢٠١٥، ثم في ديسمبر ٢٠١٦، وفي مارس ٢٠١٧. وجاء قرار الرفع الأخير في إطار السير قدماً نحو كبح الائتمان، ومن المتوقع أن يستكمل الفيدرالي الأميركي وتيرة التشديد النقدي عبر رفع أسعار الفائدة في المستقبل. ويكافح الأمريكيون مع ارتفاع التكاليف في كل مكان من محل البقالة إلى مضخة الغاز. حيث يعد الحفاظ على استقرار الأسعار مهمة بنك الاحتياطي الفيدرالي.

وفي خطوة مماثلة، وعلى الرغم من اختلاف الدورة الاقتصادية، رفع البنك المركزي المصري أسعار الفائدة تزامناً مع القرار الأميركي وكذلك العديد من البنوك المركزية الخليجية في كل من السعودية، والإمارات، والبحرين، بالإضافة إلى البنك المركزي الأردني، رفعوا أسعار الفائدة بواقع ربع نقطة مئوية، تزامناً مع القرار الأميركي، فيما ثبت البنك المركزي الكويتي أسعار الفائدة، ولم يعلن البنك المركزي العُماني عن أي قرار جديد حول أسعار الفائدة..

ويأتي قرار رفع البنك المركزي المصري والمصارف المركزية الخليجية برفع أسعار الفائدة في إطار ربط عملاتها بالدولار الأميركي مما يحد من قدرتها على التمتع بسياسات نقدية مستقلة، بينما يعود تثبيت الكويت لأسعار الفائدة إلى ربط عملتها بسلة من العملات مما يمنحها مرونة إضافية في اختيار سياستها النقدية وإلى سعي الكويت للحفاظ على جاذبية الدينار الكويتي وجاء قرار التثبيت نتيجة عوامل عدة أبرزها انخفاض أسعار النفط وضعف النمو الاقتصادي^٢.

في هذا الإطار ينقسم هذا البحث إلى ثلاثة أجزاء على النحو التالي:

- أولاً: أهمية وأهداف أدوات السياسة النقدية والارتباط بين سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية
- ثانياً: الآثار الاقتصادية المتوقعة لرفع أسعار الفائدة وسبب ارتفاع معدل التضخم في مصر ودور السياسة النقدية في استهداف التضخم في مصر في ضوء التحديات العالمية.
- ثالثاً: توصيات بالإجراءات والسياسات المقترحة التي من شأنها أن تعزز مكاسب الاقتصاد المصري وتجنبه الخسائر جراء الرفع المتكرر لأسعار الفائدة وسعر الصرف؟

² اتحاد المصارف العربية www.uabonline.org

٢-١ المشكلة البحثية:

يواجه الاقتصاد المصري تحدياً جديداً إضافياً يضاف إلى حزمة كبيرة من التحديات القديمة ويتمثل هذا التحدي في مواجهة ارتفاع معدل التضخم، فالبنوك المركزية مضطرة للاختيار بين سياستين: إما الإبقاء على سياستها النقدية المتبعة في تبسيط سياسة القروض من خلال معدلات فائدة متدنية، وإما رفع هذه الأخيرة. وهذا ما فعلته الولايات المتحدة، ولم تفعله منطقة اليورو. مع معدلات تضخم غير مسبوق في المنطقتين حوالي ٨٪ في الولايات المتحدة، وحوالي ٦٪ في دول العملة الموحدة الأوروبية، وفي مصر وعلى الرغم من اختلاف الدورة الاقتصادية سجل الاقتصاد المصري في إبريل ٢٠٢٢ ارتفاعاً في معدل التضخم بلغ حوالي ١٣,١١٪، وقد لجأ البنك المركزي المصري إلى رفع أسعار الفائدة تزامناً مع القرار الأميركي وكذلك العديد من البنوك المركزية الخليجية في وقد تعددت الآراء في الآونة الأخيرة، إن كان السبب يقف خلف جائحة كورونا، أم الاجتياح الروسي لأوكرانيا الذي تسبب برفع أسعار الطاقة والحبوب عالمياً، ليصبح هذان العاملان في قفص الاتهام.

وإذا عُذنا إلى فترة ما قبل كورونا، عندما كان التضخم شبه عادي، وأقرب للمعدل الوسطي (٢ ٪)، كانت ردة فعل دول العالم على تداعيات الحرب في أوكرانيا هي مساندة النشاط الاقتصادي من خلال مصاريف حكومية جديدة، واحتمال متابعة سياسة التوسع النقدي والإبقاء على معدلات الفائدة متدنية. إنما الذي حدث مؤخراً مخالف تماماً، حيث ارتفعت الأسعار إلى مستويات لم تشهدها بلدان العالم منذ عقود، وباتت تُهدد الانتعاش الاقتصادي ما بعد الجائحة، الأمر الذي دفع الاحتياطي الفدرالي من جهته إلى رفع أسعار الفائدة في خطوه غير مسبوق منذ العام ٢٠١٨ بهدف تحقيق أقصى قدر من التوظيف والوصول إلى المعدل الوسطي من التضخم على المدى الطويل.

إن عدم رفع أسعار الفائدة كان سيضع ضغوطات على الجنيه المصري والعملات الخليجية، كما كان سيدفع المستثمرين إلى بيع أصولهم في وتوظيف عائداتها في الاستثمارات المقومة بالدولار ذات العوائد المرتفعة. وتجدر الإشارة إلى أن أدوات السياسة النقدية ليست حلاً سريعاً فهي تحتاج إلى وقت حتى تصبح نافذة المفعول وتحتاج كذلك لمزيد من تشديد الشروط النقدية وفي هذا الإطار يمكن طرح عدد من التساؤلات:

- ما مدى قوة الارتباط بين سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية في الوقت الحالي؟
- ما سبب ارتفاع معدل التضخم في مصر مقارنة بمتوسط التضخم للشركاء التجاريين؟
- كيف تنجح السياسة النقدية في استهداف التضخم في مصر؟
- هل سيحقق الاقتصاد المصري مكاسب أم خسائر من الرفع المتكرر لأسعار الفائدة وسعر الصرف؟ وما هي الاجراءات والآليات المقترحة لتحقيق المكاسب وتجنب الخسائر؟

٣-١ فرضية البحث:

تتمثل فرضية البحث في أنه " رفع سعر الفائدة سيكون له آثار إيجابية على خفض معدلات التضخم في مصر لكنه ليس حلاً سريعاً وكافياً "

٤-١ أهمية البحث:

مع استمرار احتدام الصراع بين روسيا وأوكرانيا، من غير المرجح أن تتحسّر ضغوط الأسعار على الغذاء والطاقة في أي وقت قريب. حيث إن لانعكاسات على الاقتصاد غير مؤكدة بدرجة كبيرة فالأحداث ذات الصلة تخلق ضغطاً تصاعدياً إضافياً على التضخم ومن المرجح أن تؤثر على النشاط الاقتصادي، كما أن عمليات الإغلاق المتعلقة بالوباء في الصين أثرت على سلاسل التوريد المتضررة بالفعل. ومن هنا جاء الدافع وراء إعداد هذا البحث لإبراز أهمية ودور السياسة النقدية بصفة عامة وسعر الفائدة بصفة خاصة في معالجة الاختلال الاقتصادي بعد قرار البنك المركزي المصري برفع أسعار الفائدة تزامناً مع القرار الأميركي والعديد من البنوك المركزية الخليجية برفع أسعار الفائدة، ولتوضيح تأثير هذا القرار على الاقتصاد المصري في ظل التحولات السياسية والاقتصادية العالمية الجديدة وما يستتبع ذلك من توصيات بالإجراءات والسياسات المقترحة التي من شأنها أن تعزز مكاسب الاقتصاد المصري وتجنبه الخسائر جراء الرفع المتكرر لأسعار الفائدة وسعر الصرف؟

٥-١ الهدف من البحث:

يهدف هذا البحث إلى بيان ملامح تأثير الرفع المتكرر لأسعار الفائدة وسعر الصرف والتحويلات الاقتصادية والسياسية والتغيرات في الخريطة التجارية العالمية على الاقتصاد المصري بصفة عامة وعلى معدلات التضخم وسعر الصرف بصفة خاصة، وكذلك إثبات صحة أو خطأ الفرضية السابقة من خلال دراستها وتحليلها للوصول إلى الحقائق والنتائج بهدف:

- تقييم الوضع الحالي للسياسة النقدية المصرية وآلية عمل أدوات هذه السياسة خاصة سعر الفائدة
- التعرف على الارتباط القائم بين سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية
- التعرف على سبب ارتفاع معدل التضخم في مصر ودور السياسة النقدية في استهداف التضخم في مصر في ضوء التحديات العالمية والتعرف على أهم هذه التحديات
- تقييم النتائج والآثار الاقتصادية المتوقعة للرفع المتكرر لأسعار الفائدة وسعر الصرف
- التعرف على المكاسب المحتملة للاقتصاد المصري وشروط تحقق هذه المكاسب وكيفية تجنب الخسائر جراء الرفع المتكرر لأسعار الفائدة وسعر الصرف والتعرف على الإجراءات المقترحة

٦-١ منهجية البحث:

استخدم الباحث المنهج الوصفي في جمع المعلومات لكتابة الإطار النظري وتحديد خصائص الظاهرة، ووصف طبيعتها ونوعية العلاقة بين متغيراتها، وأسبابها، واتجاهاتها، كما استخدم الباحث المنهج الاستقرائي وذلك لاستقراء العلاقات والاتجاهات ودراسة وتحليل العلاقة والمقارنة بين البيانات والمعلومات؛ بهدف الوصول إلى نتائج تحقق الهدف من البحث وسوف يأتي استخدام منهج دراسة الحالة نظراً لاعتماده على أسلوب المقارنة كأحد أكثر الأساليب استخداماً في ضوء هذا المنهج لذا فإن الباحث سوف يركز على بعض المتغيرات مثل معدلات الفائدة ومعدلات التضخم ومعدل سعر الصرف واحصائيات التجارة العالمية والصادرات والواردات ومؤشر الاستثمار والعمالة، وكذلك دراسة التجارب العالمية كحالة مقارنة ينبغي الاستفادة منها ومقارنتها بالنتائج التي تحدثت في الحالة المصرية.

٧-١ الدراسات السابقة:

المسار الذي اتخذته الدراسة الحالية لعرض الدراسات السابقة هو عرض زمني للدراسات المتخصصة التي تناولت ظاهرة سعر الفائدة وانعكاساتها على الاقتصاد، وكذلك بيان العلاقة والارتباط بين سعر الفائدة وسعر الصرف والتضخم، سواء في صورة تقارير أو دراسات متخصصة، ولقد تعددت الدراسات في هذا السياق على النحو الآتي:

١-٧-١ الدراسات العربية السابقة:

- دراسة (فاطمة عبدالله محمد عطية) عام ٢٠٢٠ بعنوان "اثر السياسات النقدية التوسعية على الاستهلاك الخاص لعينة من الدول النامية في الفترة ١٩٩٠-٢٠٢٠" تناولت الدراسة أثر السياسات النقدية التوسعية على معدل الاستهلاك الخاص في عينة من الدول النامية تضم مصر وشيلي والبرازيل وتركيا و اندونيسيا والأردن و المغرب، حيث استخدمت الدراسة بيانات سنوية مجمعة لهذه الدول في الفترة من ١٩٩٠ وحتى ٢٠٢٠، وقد أوضحت الدراسة الى أي مدى يمكن التوسع في السياسة النقدية لتحفيز الاستهلاك الخاص، وتوصلت الدراسة إلى أن للسياسات النقدية التوسعية اثر ايجابي على الاستهلاك الخاص وزيادة الطلب الكلى في تلك الدول.

- دراسة (منال جابر مرسى) عام ٢٠١٧ بعنوان "تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف" تناولت الدراسة مفهوم السياسة النقدية وأهم أدواتها وأهدافها وطبيعة سعر الصرف وتجربة مصر خلال (١٩٩٠-٢٠١٧) وأثر السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار، وتوصلت الدراسة إلى أن سعر الخصم هو المتغير الأساسي الذي يسبب تدهور سعر صرف الجنيه أمام الدولار في الأجل الطويل وأن العلاقة بين عرض النقود وسعر الصرف علاقة عكسية في الأجل القصير بما يعنى أن سعر الصرف يؤثر في عرض النقود ويتأثر به، كما أن سعر الصرف قد يتأثر بالصدمات المحلية والخارجية في الأجلين القصير والطويل.

- دراسة (نادر شعبان إبراهيم) عام ٢٠١٦ بعنوان "دراسة تحليلية لتقييم أداء آلية الإنترنتك الدولارى والسياسات النقدية المصاحبة لها وأثرها على السلامة المالية لشركات قطاع التأمين" تناولت الدراسة طبيعة آلية الإنترنتك من حيث مفهومها وأهدافها وأنشطتها والسياسات النقدية المكملة والداعمة لها مثل آلية العطاءات الدولارية والحد الأقصى للإيداع والسحب النقدي بالعملة الأجنبية وسعر صرف الجنيه المصري وتوصلت الدراسة إلى أن تعويم الجنيه المصري أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم وأن نقص المعروض النقدي من الدولار عقب ثورة يناير أدى إلى قيام البنك المركزي المصري باستحداث بعض السياسات لدعم آلية العمل بالإنترنتك بعضها جاء بنتائج إيجابية والآخر جاء بنتائج سلبية.

- دراسة (سيف راضي محي) عام ٢٠١٤ بعنوان "استهداف سعر الفائدة واثره في الاستقرار النقدي بالعراق للمدة ١٩٩٠-٢٠١١" تناولت الدراسة توضيح العلاقة السببية بين سعر الصرف والتضخم ومعرفة استراتيجية السياسة النقدية وسلوكها إزاء المتغيرات النقدية والمتغيرات الحقيقية، وقد توصلت الدراسة الى عدم فاعلية اسعار الفائدة في استهداف التضخم والنتائج في الاقتصاد العراقي، لذا لا يمكن تطبيق قاعدة تايلور في الاقتصاد العراقي بسبب المعوقات التي تواجهها كما ان استقلالية البنك المركزي العراقي كان استقلالاً غير فعال بسبب ضعف بنية الاقتصاد والنتائج وعدم استجابة الاخير الى التغيرات التي تحصل في الادوات النقدية المباشرة وغير المباشرة كما توصلت الدراسة الى ضعف فاعلية سعر الفائدة وفاعلية سعر الصرف لاستهداف التضخم في البلاد

- دراسة (علي سلمان حسين) عام ٢٠٠٨ بعنوان "دور سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في حركة التدفقات المالية والدولية (مصر و اليابان حالة دراسية)" تناولت الدراسة تحليل طبيعة التطورات التي حدثت على التدفقات المالية الدولية مع إلقاء الضوء على التوزيع الجغرافي وما مدى تمركزها في مناطق دون غيرها، وكذلك مناقشة ودراسة دور العوامل المؤثرة في تحركات رؤوس الأموال الدولية والأسباب التي تؤدي إلى تدفقها من اقتصاد لآخر وقد توصلت الدراسة الى أن هناك علاقة وطيدة ما بين كل من (سعر الفائدة، سعر الصرف الأجنبي، ومعدلات التضخم) من جهة، و بين التدفقات المالية الدولية (المباشرة وغير المباشرة) من جهة أخرى.

- دراسة (سمير فخري نعمة) عام ٢٠٠٧ بعنوان "العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات (مصر حالة دراسية للمدة ١٩٧٥-٢٠٠٦)" تناولت الدراسة العلاقة التبادلية بين سعر الصرف في السوق الموازي وأسعار الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، وتوصلت الدراسة الى أن سعر الفائدة يمارس تأثيراً هاماً في تحديد سعر الصرف، فزيادة سعر الفائدة في دولة ما يؤدي إلى تنشيط حركة رؤوس الأموال باتجاه هذه الدولة مما يزيد الطلب على عملتها، ويؤدي إلى زيادة سعر الصرف، والعكس في حال تخفيض سعر الفائدة.

- دراسة (سهير محمد احمد) عام ٢٠٠٦ بعنوان "قياس خطر سعر الفائدة وإدارته لتحديد الهيكل المناسب لميزانية المصرف تطبيق في عينة من المصارف العربية للمدة من ٢٠٠٠-٢٠٠٣" تناولت الدراسة تطور السياسة النقدية في مصر قبل تطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي في التسعينيات وفترة ما بعد الإصلاح ثم استعرضت الملامح الرئيسية للسياسة النقدية الجديدة في

د. أحمد عيد إبراهيم

مصر والتي تمثلت أساسا في التحول من استخدام سعر الصرف كمحور ارتكاز اسمي إلى استهداف معدلات التضخم وإلى الاعتماد

- دراسة (محمود أبو العيون) عام ٢٠٠٣ بعنوان "تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية" تناولت الدراسة تطور السياسة النقدية في مصر قبل تطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي في التسعينيات وفترة ما بعد الإصلاح ثم استعرضت الملامح الرئيسية للسياسة النقدية الجديدة في مصر والتي تمثلت أساسا في التحول من استخدام سعر الصرف كمحور ارتكاز اسمي إلى استهداف معدلات التضخم وإلى الاعتماد المتزايد على استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة. وتوصلت الدراسة الى أن نجاح السياسة النقدية الجديدة يتوقف بشكل رئيسي على توافر عدة عوامل من أهمها استقلالية البنك المركزي، شفافية السياسات، فضلا عن توافر المعلومات الكافية والدقيقة وفي التوقيت المناسب.

١-٧-٢ الدراسات الأجنبية السابقة:

- دراسة (Mahmoud A. Jaradat & Saleh A. Al-Hhosban) عام ٢٠١٤ بعنوان

RELATIONSHIP AND CAUSALITY BETWEEN INTEREST RATE AND INFLATION RATE CASE OF JORDAN

تناولت الدراسة العلاقة القائمة بين سعر الفائدة ومعدل التضخم داخل الاقتصاد الأردني خلال المدة ١٩٩٠-٢٠١٢، وتأثير التضخم ونمو الاقتصاد، وعرض النقود والعجز في الميزانية على سعر الفائدة من أجل تحديد العلاقة بين معدل الفائدة والتضخم. وقد توصلت الدراسة إلى أن التضخم يؤثر في أسعار الفائدة، كما أظهرت النتائج أن سعر الفائدة له تأثير على معدل النمو.

- دراسة (Tarek Abdelfattah Moursi & Mai El)

(Mossallamy) عام ٢٠١٠ بعنوان

MONETARY POLICY RESPONSE TO EXCHANGE RATE MOVEMENTS: THE CASE OF EGYPT

تناولت الدراسة تحليل تصميم وأداء السياسة النقدية في مصر، والتحقق فيما إذا كان "الخوف من التعويم" يدفع البنك المركزي المصري إلى القيام بتعديلات منتظمة في السياسات كوسيلة للتغلب على التقلبات في سعر الصرف، وتناولت بالتقييم ومدى مصداقية التزام البنك المركزي المصري بتعويم الجنيه، ومدى مراعاة التحركات في سعر الصرف عند وضع السياسة النقدية. وتناولت الدراسة هذين الأمرين في سياق نموذج توازن عام عشوائي ديناميكي يحاكي أداء السياسة النقدية في مصر في إطار اقتصاد صغير مفتوح يتسم بسعر صرف مرن، وحرية كاملة لانتقال رأس المال، وآلية استهداف معدل التضخم توضحها دالة عامة من نوع تايلور تحدد استجابة سعر الفائدة.

د. أحمد عيد إبراهيم

- دراسة (Rania Al-Mashat) عام ٢٠٠٨ بعنوان

MONETARY POLICY IN EGYPT: A RETROSPECTIVE AND PREPAREDNESS FOR INFLATION TARGETING

تناولت الدراسة الخطوات التي اتخذها البنك المركزي المصري على صعيد تطوير إطار السياسة النقدية بهدف استهداف التضخم في الأجل المتوسط. وعلى هذه الخلفية قامت الدراسة بتحليل ديناميكيات التضخم في مصر من خلال تقدير عدد من النماذج النقدية. واستعرضت الدراسة برنامج الإصلاح المصرفي الذي قام به البنك المركزي في عام ٢٠٠٤ وخبرات الأسواق الناشئة التي تستهدف التضخم وقامت بتقييم مدى استعداد مصر لتبني إطار استهداف التضخم بالمقارنة مع البلدان الأخرى. وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج الفجوة النقدية الذي يستند إلى السيولة المحلية يتفوق من حيث الأداء على صيغ النماذج الأخرى، كما أنه يرصد ديناميكيات التضخم على نحو أفضل. بالإضافة إلى أن التحليل في الدراسة خلص إلى أن الاقتصاد المصري لا يعاني من أي عوائق تجعله غير مؤهل لتبني إطار استهداف التضخم، إلا أن ذلك يتطلب اتخاذ مجموعة من الإصلاحات منها تحسين أوضاع المالية العامة وتطوير قاعدة بيانات الاقتصاد الكلي.

- دراسة (Mohamed A. El-Erian & Mahmoud A. El-Gamal) عام ٢٠٠١ بعنوان

Prospects for Arab Monetary Policy in the International Financial System

تناولت الدراسة المحددات الأساسية للسياسة النقدية في الدول العربية بما في ذلك تحديد الأدوات ونمو تأثير العوامل الخارجية والفنية، كما تناولت القضايا في السياسة النقدية والتي تواجه الاقتصادات العربية من منظور الأجل المتوسط، مع إيضاح المزايا والعيوب تفصيلاً. وتوصلت الدراسة إلى أنه على العكس مما هو معتقد فيه بشكل واسع، تضمنت إدارة الربط بين السياسة النقدية وسعر الصرف في الكثير من الدول قواعد نمطية من نوع قاعدة تايلور (Taylor Rule). وقد لوحظ هذا في كافة الدول فيما يتعلق بتخفيض التضخم، رغم أن ذلك يعني الاستغناء عن هدف آخر، وبالتالي اختلف مستوى وتوزيع التكلفة فيما بين الدول عاكساً في ذلك الاختلافات في الاعتبارات المحلية. وبالنظر إلى الأمام خلصت الدراسة إلى القول بأن هذه النظم النمطية يمكنها توفير الأساس لتطويع السياسة بحيث تساعد على ان تلعب عملية الربط بين السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف دوراً فعالاً في وضع الأهداف في هذه الدول بما يضمن مستوى مرتفع ومتوازن للنمو الاقتصادي.

٨-١ الفجوة البحثية:

الفجوة البحثية هي قضية بحثية لم يتم التطرق إليها سابقاً، تشكل نقصاً في حقل ما ويكمل بها الباحث ما توقف عنده الباحثون السابقون بالنظر إلى زاوية بحثية جديدة، فهي ترتبط بالمشكلة البحثية وتعد جزءاً منها، ويقوم الباحث بإجراء بحث بهدف سد هذه الفجوة، وقد قام الباحث بتحديد الفجوة البحثية وهي استعراض أهم ملامح السياسة النقدية في مواجهة ارتفاع معدل التضخم، مع معدلات تضخم غير مسبوق في العالم ومصر، واستعراض الآثار المتوقعة لرفع أسعار الفائدة

د. أحمد عيد إبراهيم

تزامناً مع القرار الأميركي، وتحليل وتقييم أثر جائحة كورونا والاحتياح الروسي لأوكرانيا الذي تسبب برفع أسعار الطاقة والحبوب عالمياً، ليصبح هذان العاملان تحديان مستجدان في التحليل المرتبط بعلاقة سعر الفائدة بالتضخم وسعر الصرف.

وبناء عليه قام الباحث بإجراء بحثه وتوصل إلى النتائج التي تعمل على معالجة وسد هذه الفجوة، وجاء تحليل الفجوة البحثية بمثابة الأداة التي تساعد الباحث على مقارنة النتائج التي توصلت إليها البحوث السابقة التي بحثت في تحليل العلاقة الوطيدة ما بين كل من سعر الفائدة، سعر الصرف الأجنبي، ومعدلات التضخم مع النتائج المتوقع التوصل إليها في البحث الحالي.

ومن خلال استعراض البحوث والدراسات السابقة نجد أن بعض تجارب السياسات النقدية قد ركزت على استهداف التضخم كهدف أولي وخاصة في الدول المتقدمة وأفادت هذه الدراسات بأهمية السياسة النقدية في السيطرة على معدلات التضخم. والبعض الآخر قد استهدفت عدد آخر من الأهداف من أمثلة النمو والتوظيف وخاصة في الدول النامية.

وتغطي الدراسة الحالية دور السياسة النقدية الانكماشية وخاصة ارتفاع أسعار الفائدة خلال فترة زمنية حديثه عن مجموعة الدراسات السابقة، كما تتميز الدراسة الحالية باختلاف الظروف التي تميز هذه المرحلة. ويسعى الباحث إلى توضيح إيجابيات سياسات ارتفاع أسعار الفائدة التي فرضتها الظروف الحالية ومحاولة تجنب سلبيات هذه السياسات وذلك باستخدام بيانات هذه الفترة وتحليلها وهو ما لم يتحقق في البحوث والدراسات السابقة.

٩-١ الخطة البحثية:

تشمل الخطة البحثية عدة نقاط حيث يتناول البحث العناصر التالية بالإضافة للملخص:

- الإطار العام للبحث: المقدمة، المشكلة البحثية، الفرضية، الهدف من البحث، أهمية ومنهجية البحث والدراسات السابقة والخطة البحثية.
- الإطار التطبيقي للبحث: الآثار الاقتصادية المتوقعة لرفع أسعار الفائدة وسبب ارتفاع معدل التضخم في مصر ودور السياسة النقدية في استهداف التضخم في مصر في ضوء التحديات العالمية، دراسة تجارب بعض واستخلاص مقومات النجاح والدروس المستفادة.
- النتائج والتوصيات

٢- قاعدة تايلور وسياسة استهداف التضخم

منذ نهاية السبعينات كان المصدر الرئيسي لقلق البنوك المركزية يتركز على البحث عن وسائل مراقبة التضخم بسبب التخلي عن نظام بريتن وودز وانتشار قاعدة التعويم حيث عرف العالم حالة من الركود صاحبها ارتفاع حاد في مستويات التضخم، وهي الحالة التي عرقت في الأدبيات الاقتصادية بالركود التضخمي ومنذ ذلك الحين أصبح ضمان استقرار المستويات العامة للأسعار الشغل الشاغل للاقتصاديين وصناع السياسة الاقتصادية وخاصة السياسة النقدية.

د. أحمد عيد إبراهيم

وقد قام الاقتصادي جون تايلور أستاذ الاقتصاد في جامعة ستانفورد بوضع قاعدة في عام ١٩٩٣ وتم تبنيها لاحقاً على نطاق واسع في الأوساط الاقتصادية. وتوصل تايلور لصياغة قاعدته من خلال القول بأن البنوك المركزية يمكنها تطبيق أفضل السياسات النقدية عندما تقوم برفع أسعار الفائدة قصيرة المدى عند ارتفاع التضخم بوتيرة سريعة للغاية أو كان النمو الاقتصادي بصدف فجوة في الناتج المحلي. ويستخدم معدل البطالة باعتباره المؤشر الرئيسي للدلالة على حجم فجوة الإنتاج. وبالتالي ينبغي على السياسة النقدية الرشيدة أن ترفع أسعار الفائدة بنسبة أكبر من معدلات التضخم المتوقعة^٤.

وتهدف قاعدة تايلور إلى قياس المستوى اللازم لأسعار الفائدة لتحقيق التوازن بين التضخم والنمو الاقتصادي، وتعتبر هذه القاعدة فعالة للسياسة النقدية التي تربط بطريقة ميكانيكية مستوى معدل الفائدة للمدى القصير من طرف البنك المركزي بالتضخم وكذلك فجوة الإنتاج، وفي الوقت الحالي هناك أكثر من صيغة لقاعدة تايلور حيث أضاف بعض الأكاديميين عوامل أخرى وإن ظل المبدأ الرئيسي كما هو — تكمن مهمة السياسة النقدية في احتواء التضخم دون خنق النمو الاقتصادي. إلا أن قاعدة تايلور لا تقدم إجابة حول المستوى الأمثل لسعر الصرف.

عندما يكون التضخم مرتفعاً للغاية، تميل البنوك المركزية إلى رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل لاحتوائه، بينما إذا كان النمو الاقتصادي منخفضاً للغاية أو كان هناك ركود، فإن البنوك المركزية تخفض أسعار الفائدة لتعزيز الائتمان والاستهلاك.

ومنذ ظهور قاعدة تايلور تم استخدامها على نطاق واسع من قبل البنوك المركزية. والقاعدة العامة التي تتبعها البنوك المركزية هي رفع أسعار الفائدة عندما يكون التضخم أعلى من الهدف (٢٪ في البنك المركزي الأوروبي على سبيل المثال) وخفضها عندما يكون التضخم أقل بكثير من الهدف. من ناحية أخرى ومنذ نشأتها لم تعمل قاعدة تايلور فقط كدليل للبنوك المركزية لمعايرة أسعار الفائدة ولكن أيضاً كدليل لعرض النقود نظراً لأن أسعار الفائدة والعرض النقدي مرتبطان على نطاق واسع.

وتستند قاعدة تايلور إلى ثلاثة عوامل لحساب المستوى الأمثل لسعر الفائدة. هذه العوامل الثلاثة هي الفرق بين التضخم المتوقع والمستهدف، والناتج المحلي الإجمالي المتوقع وطويل الأجل، وأخيراً سعر فائدة محايد قصير الأجل بما يتفق مع التوظيف الكامل. يوصي تايلور باستخدام التضخم لسنة واحدة.

٣- مراجعة تاريخية للسياسة النقدية في مصر

اتسمت إدارة الاقتصاد المصري قبل عام ١٩٩١ بالاعتماد على أسلوب التوجيه المركزي وضعف الاعتماد على قوى السوق ومؤشراته. واستندت إدارة الاقتصاد إلى ملكية الدولة للغالبية العظمى من وسائل وأدوات الإنتاج في مختلف الأنشطة الاقتصادية. ولذلك اتسمت أسواق النقد

⁴ Ftiti Zead, 2008« Taylor rule and inflation targeting : Evidence from New Zealand ». International Business and economics research journal, Vol.7, no1, pp131-150

د. أحمد عيد إبراهيم

والمال وأسواق الائتمان بالجمود والبعد عن التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية نتيجة لعدم الاعتماد على قوى السوق والمؤشرات السعرية، وأخيراً بمزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في التمويل .

وبعد ١٩٩١م 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 ١٩٥٧ وتعديل دور البنك طبقاً للقانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ 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

في الوقت الذي اتجهت فيه العديد من الدول الصناعية لتعديل سياساتها النقدية واهداف تلك السياسات والأدوات المستخدمة لتحقيق تلك الأهداف، اتجهت دول أخرى ومنها مصر الى تدعيم استقلالية البنك المركزي فبدأت بالتحول من استخدام سياسات نقدية مباشرة تستهدف متغيرات نقدية الى سياسات نقدية غير مباشرة تستهدف السيطرة على معدلات التضخم والمحددة مسبقاً، كما انها اخذت نتجه نحو تحقيق استقلالية اكبر للبنوك المركزية فضلاً عن الاتجاه الى الإعلان الصريح عن الأهداف التي تسعى السياسة النقدية الى تحقيقها بدلاً من التكتم على تلك الأهداف في المدة السابقة وكان الاقتصاد المصري يعاني العديد من الاختلالات قبل البدء بتنفيذ برامج الإصلاح ومن هذه الاختلالات ما يأتي^٥:

- بلغ اجمالي المديونية الخارجية ما يقارب ٤٩ مليار دولار

- بلغت نسبة الدين الخارجي الى الناتج المحلي الإجمالي ما يقارب ١٥٠ %

- وصل عجز الموازنة الى ٢٠ % من اجمالي الناتج المحلي

- بلغ معدل التضخم ما يزيد عن ٢٠ %

- بلغ معدل الفائدة الحقيقي ٦ %

ونلاحظ عن طريق تتبع تطور عرض النقد في الاقتصاد المصري انه ارتفع من (٨,٨٢٥٠٧) مليون دولار عام ١٩٩٠ الى (٩,٢٩٥٤٩٠) مليون دولار عام ٢٠٠١ محققاً معدل نمو مركب وصل الى ٣٧,١٠ % واستمر عرض النقد في الاقتصاد المصري بالارتفاع بوتيرة متزايدة حتى بلغ (١٩٠٥٨٩٧) مليون دولار عام ٢٠١٥ وذلك نتيجة لتطبيق مصر برامج الإصلاح الاقتصادي.

^٥ سمير فخري، ٢٠٠٧، "العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات (مصر حالة دراسية للمدة ١٩٧٥-٢٠٠٦) رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية (م، ٤، ١٤، ج، ٤، يناير ٢٠٢٣)

د. أحمد عيد إبراهيم

ويلاحظ عن طريق تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤ انه قد ارتفع من ٥,٠ % الى ٤,٧ % محققا معدل نمو مركب بلغ (٤١,٧%) اما خلال الفترة ١٩٩٥-١٩٩٩ فقد ارتفع من ٦,٤ % الى ١٢ % محققا معدل نمو مركب (١٣,٢%) ثم انخفض خلال المدة ٢٠٠٠-٢٠٠٤ من ٩,٧ الى ٥,١ % بمعدل مركب (-٢٧,٢%) واستمر بالانخفاض حتى وصل الى ٦% عام ٢٠١٥

ان السيطرة على معدلات نمو السيولة المحلية نجح الى حد كبير في السيطرة على معدلات التضخم المرتفعة فضلا عن خفضها الى مستويات متدنية مما يدل على ان استعمال أدوات السياسة النقدية غير المباشرة حققت استقرارا في المستوى العام للأسعار اذ انخفضت معدلات التضخم من ١٦,٨ عام ١٩٩٠ الى ٨,٢ عام ١٩٩٤ واستمرت بالانخفاض حتى وصلت الى ٣,١ عام ١٩٩٩ ، الا انه على الرغم من تحقيق ذلك الانخفاض الكبير في معدلات التضخم فان السياسة النقدية عمدت الى تطبيق سياسة استهداف التضخم وطبقت هذه السياسة نهاية عام ٢٠٠١ ، الامر الذي أدى الى ارتفاع معدلات التضخم الى ١٨,٣ عام ٢٠٠٨ ، ثم بعد ذلك انخفضت الى ٧,١ عام ٢٠١٢ الا انها سرعان ما عادت الى الارتفاع خلال الأعوام ٢٠١٣-٢٠١٤-٢٠١٥ وذلك بسبب قيام البنك المركزي المصري بطباعة النقود بدون غطاء، فضلا عن ارتفاع حجم الاستهلاك اكثر من الإنتاج بحيث وصلت نسبة الاستهلاك الى الناتج المحلي الإجمالي ٩٠% وهي نسبة كافية لرفع معدلات التضخم

ويعد اختيار نظام الصرف الأمتل من اهم التحديات التي تواجه حكومات الدول لاسيما مع تعدد هذه الأنظمة وتراوحها ما بين نظام سعر الصرف الثابت والمعوم، كما ان عددا كبيرا من الحكومات غير قادرة على إعطاء الحرية التامة لحركة العملات فضلا عن إصرارها بالتدخل لتحديد أسعار الصرف للدور الكبير الذي تلعبه تلك الأسعار في اقتصاديات هذه الدول وقد حافظ الجنيه المصري منذ خروجه من منطقة الإسترليني بعد الحرب العالمية الثانية وحتى عام ١٩٩١ على ارتباطه بالدولار، في الوقت الذي كان سعر صرف الدولار الأمريكي مثبتا، ويتغير كل عدة سنوات ويظل ثابتا خلالها، أي ان الجنيه المصري يتبع الدولار صعودا وهبوطا في الأسواق العالمية ومنذ عام ١٩٩١ وحتى يومنا هذا لم تعد علاقة الجنيه بالدولار ثابتة وانما أصبح سعر الدولار الأمريكي مثله مثل أسعار العملات الأخرى يتحدد وفق نظام السوق.

ومن خلال متابعة تطور سعر صرف الجنيه مقابل الدولار نلاحظ ان سعر الصرف ارتفع من ١,٥٥ جنيه لكل دولار عام ١٩٩٠ الى ٣,٣٩ جنيه لكل دولار عام ١٩٩٥ واستمر بالارتفاع حتى وصل الى ٤,٥ جنيه لكل دولار في عام ٢٠٠٢، الا انه في عام ٢٠٠٣ قامت الحكومة بتخفيض قيمة الجنيه مقابل الدولار وبشكل جذري نتيجة الاحداث التي تعرض لها الاقتصاد المصري عام ٢٠٠٣ الامر الذي أدى الى ارتفاع سعر الصرف الى ٥,٥٨ جنيه عام ٢٠٠٣ ليسجل سعر الصرف استمراره بالارتفاع حتى وصل الى ٧,٦٩ عام ٢٠١٥. ويعود هذا

^٦ سمير فخري، ٢٠٠٧، "العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات (مصر حالة دراسية للمدة ١٩٧٥-٢٠٠٦)" رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

الارتفاع في قيمة الجنيه المصري الى عدة أسباب منها: انخفاض احتياطي النقد الأجنبي في مصر استمرار تزايد الواردات المصرية مما أدى الى زيادة الطلب على العملة الأجنبية الامر الذي جعل المستوردين يلجأون الى السوق السوداء لتوفير حاجتهم من النقد الأجنبي، كذلك فقدان تدفق النقد الأجنبي لمصر من المصادر المهمة المتمثلة بالسياحة والاستثمار الأجنبي المباشر بسبب الاحداث التي تعرضت لها مصر.

وفي مجال استخدام البنك المركزي المصري أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف السياسة النقدية استخدم أدوات مباشرة مثل التحديد الحتمي والإداري لأسعار الفائدة ووضع سقف ائتمانية، كما استخدم أيضا بعض الأدوات التقليدية غير المباشرة مثل نسبة الاحتياطي وسعر الخصم لتوجيه وحدات القطاع المصرفي. ونعرض فيما يلي بإيجاز لتلك الأدوات.

٣-١ أسعار الفائدة والخصم

تأخر استخدام البنك المركزي المصري لسعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية حتى عام ١٩٧٥ بعدما أجاز القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ 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 سقفا على سعر الفائدة تلتزم البنوك بعدم تخطيه، 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. 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 وضع الحدود الدنيا والقصى لأسعار الفائدة المدينة، بل تعداه إلى التمييز بين القروض بحسب آجالها بهدف تشجيع الجهاز المصرفي لتقديم التمويل للأجل الطويلة بغض النظر عن أن طبيعة البنوك التجارية تفرض عليها أن تكون مواردها قصيرة أو متوسطة الأجل. وقد استثنيت شركات تجارة وتصدير الأقطان، وعمليات التصدير، وأنشطة الإسكان الاقتصادي من الحدود الدنيا سالفة الذكر. أما سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي المصري فكان يحدد موسميا وفقا 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^٧.

^٧ مصطفى هاشم، ٢٠٠١، " قياس آثار السياسة المالية والنقدية على أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٧٤-١٩٩٧/٩٦"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بالإسماعيلية

٢-٣ سقف الائتمان

لم يقتصر التدخل في سوق الائتمان المصرفي فقط على التحديد الحكمي لأسعار الفائدة، لكن تعدى الأمر ذلك إلى تحديد سقف لمعدلات نمو الائتمان المصرفي من خلال قيام البنك المركزي بتحديد حجم التوسع المقبول في قيمة الائتمان خلال فترة زمنية معينة، وتوزيع هذا الحجم على البنوك بحيث لا ينبغي لأي بنك تجاوز قيمة الائتمان المقدرة له، وبدأ البنك المركزي المصري في استخدام هذه الأداة في عام ١٩٧٤ وازاد استخدامها منذ عام ١٩٧٦ في محاولة لضبط معدلات نمو الائتمان الخاص كأحد عناصر الأصول المكونة للسيولة المحلية، وذلك باعتبار أن صافي المطلوبات من الحكومة وصافي الأصول الأجنبية هي من المتغيرات التي لا يستطيع البنك المركزي التأثير فيها بشكل مباشر، ومع بداية يونيو ١٩٨٨ تم تعديل سياسة السقف الائتمانية سائلة الذكر بحيث تم وضع تلك السقف في شكل علاقة بين نسبة القروض إلى الودائع، وأصبح لا يجوز لأي بنك أن يمنح عملاءه من شركات القطاعين العام والخاص ما يزيد عن ٦٠% من أرصدة ودايع هذين القطاعين. وإلى جانب ذلك استمر البنك المركزي في تحديد سقف لمعدل نمو الائتمان الخاص قدره ٨ % سنويا دون أن ينطبق هذا السقف على معدل نمو الائتمان الموجه لشركات القطاع العام .

٣-٣ 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 وفقا لأحكام قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ بالاحتفاظ لدى البنك المركزي المصري - وبدون فائدة- بنسبة من ودايعها يحددها الأخير كما ونوعا، وعلى الرغم من أنه لم يتم تعديل هذه النسبة لفتترات زمنية طويلة وظلت محددة بنسبة ٢٠% إلا أنه اعتبارا من مارس ١٩٧٩ أجريت تعديلات شاملة على هذه النسبة شملت رفع النسبة إلى ٢٥% من المتوسط اليومي لأرصدة ودايع 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 والأرصدة بالعملات الأجنبية التي لا يتقاضى عنها البنك عاندا من واقع سجلات البنك المعني، وأدرج في مقام النسبة الودائع بالجنيه المصري مستبعدا منها الودائع لمدة سنتين فأكثر سواء كانت في صورة شهادات ادخار أو ودايع آجلة. ومعنى ذلك أن البنك المركزي كان يعفي الودائع سائلة الذكر من الخضوع لنسبة الاحتياطي تشجيعا للبنوك على جذب الودائع طويلة الأجل، والجدير بالذكر أن نسبة الاحتياطي كانت تعدل أيضا أثناء فترات التمويل الموسمي لمحصول القطن بغرض تمكين البنوك من توفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجات شركات تجارة وتصدير الأقطان^٨.

^٨ فاطمة عبد الله محمد، ٢٠٢٠، "أثر السياسات النقدية التوسعية على الاستهلاك الخاص لعينة من الدول النامية في الفترة ١٩٩٠-٢٠٢٠"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول مارس ٢٠٢٢

٤-٣ عمليات السوق المفتوحة

لم تمارس هذه الأداة قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي 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.

٥-٣ التسهيلات القائمة

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

كما سبق القول ولتوضيح إلى أي مدى تم تحقيق هدف السياسة النقدية يتضح من تحليل بيانات الفترة عدم الاستقرار الذي شهده النمو المستهدف في السيولة المحلية والتذبذب الحاد في معدلات النمو من سنة لأخرى، كما يتضح أيضا وجود علاقة ارتباط وثيقة بين معدلات نمو السيولة المحلية ومعدلات التضخم وهو ما يفيد أن ممارسات السياسة النقدية في تلك الفترة لم تحقق الاستقرار النقدي المنشود، ولم تحقق هدف استقرار الأسعار، وفي مجال أسعار الفائدة اتسمت أسعار الفائدة بالثبات وعدم الاعتماد على قوى السوق مما جعل هيكل سعر الفائدة في تلك الحقبة مشوها بدرجة كبيرة ولم يؤت أثره على معدلات نمو الائتمان. والواضح أن تحديد أسعار الفائدة على النحو الذي سبق إيضاحه كان يخدم أساسا أهداف التنمية الاقتصادية التي ترسمها الخطط الخمسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية التي كانت تمثل الأساس في توجيه الطلب الكلي استهلاكيا واستثماريا وفي مجال نمو الائتمان المصرفي تأثر معدل نمو الائتمان الإجمالي بشكل كبير بالائتمان الموجه للحكومة والقطاع العام، فقد كان هناك تبعية كاملة من السياسة النقدية للسياسة المالية للدولة مما أدى إلى عدم فعالية السياسة النقدية في مصر، وفي مجال سعر الصرف اتصف سوق الصرف الأجنبي قبل بدء الإصلاح الاقتصادي بالانقسام إلى عدد من الأسواق، كما اتصفت بتعدد أسعار الصرف مع تحديدها بشكل إداري ولم تحقق الإصلاحات الجزئية التي أدخلت على أسواق الصرف الأجنبي تغيرا يذكر في ظاهرة تعدد وانقسام سوق الصرف الأجنبي في مصر ولم تقض تلك الإصلاحات على تعدد أسعار الصرف.

٤- التحديات والأزمات الاقتصادية المستجدة

لقد تأثر الاقتصاد المصري منذ الثمانينيات من القرن العشرين - باعتباره جزءا من الاقتصاد العالمي - بعدة صدمات خارجية، كما لم يسلم من تأثير عدد من الأحداث الداخلية والخارجية. ولقد أثرت جميع تلك الهزات على أداء القطاعات الاقتصادية المصرية، مما وضع السياسة النقدية محل اختبار قوي وبالذات اعتبارا من عام ١٩٩٧ فعلى سبيل المثال تأثر الاقتصاد المصري بالأزمة المالية التي تعرضت لها بعض دول جنوب شرق آسيا في منتصف ١٩٩٧ حيث

أدت تلك الأزمة إلى زيادة التدفقات النقدية بالعملات الأجنبية إلى خارج مصر، ففي العامين الماليين ١٩٩٧/١٩٩٨ و ١٩٩٨/١٩٩٩ بلغ إجمالي التدفق الخارجي لاستثمارات الحافظة نحو ٤٢٢ مليون دولار، ومن ثم حدث انخفاض في حجم الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل في بورصة الأوراق المالية، مما أدى بالتالي 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 ١٩٩٧ إلى تشجيع الاستيراد من تلك الدول، وسجلت الواردات المصرية الإجمالية نموا ملحوظا في العام المالي ١٩٩٧/١٩٩٨ حيث بلغت ١٦,٩ مليار دولار بعدما كانت قد بلغت نحو ١٥,٧ مليار دولار في العام السابق أي بزيادة قدرها ١,٧ مليار دولار في عام واحد. وقد انعكس ذلك على الميزان التجاري الذي حقق عجزا بلغ ١١,٨ مليار دولار بعدما كان قد بلغ نحو ١٠,٢ مليار دولار في العام السابق مباشرة، وقد أعقب أحداث جنوب شرق آسيا مباشرة تعرض السوق السياحي المصري لحادث الأقصر الإرهابي قرب نهاية عام ١٩٩٧ وهو الأمر الذي ترتب عليه تدهور كبير في الدخل السياحي لمدة ليست قصيرة وفي نفس العام أيضا أدى الانخفاض العالمي في أسعار تصدير النفط إلى التأثير السلبي على موارد الدولة من صادرات النفط ومنتجاته، كما تأثر الاقتصاد المصري سلبا بتبعات حادث الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١^٩

وأخيرا فإن التحديات والأزمات الاقتصادية المستجدة تتمثل في العملية العسكرية الروسية في أوكرانيا حيث تعد الأزمة الاقتصادية الثانية بعد تداعيات جائحة كورونا، إذ بدأت الأزمة الاقتصادية العالمية في يونيو ٢٠٢١ بعد تعافي دول العالم من انتشار فيروس كورونا وعادت الحياة إلى طبيعتها. وقد تسبب ارتفاع الطلب على شراء السلع وسط تراجع المعروض نتيجة غلق المصانع وقت جائحة كورونا، في الارتفاع المستمر بمعدلات التضخم العالمي بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الشحن عالميا، مما جعل البنك الفيدرالي الأميركي يتخذ قرارا بتنفيذ برنامج تقليص المشتريات (أي وقف طباعة الدولار) بحيث ينتهي في مارس ٢٠٢٢ على أن يرفع سعر الفائدة وهذا ما حدث، لكن القرار جاء بعد اندلاع الأزمة الروسية الأوكرانية بشهور، وهو ما جعل البنك الفيدرالي الأميركي يسرع من قرار رفع الفائدة بمعدل نصف في المائة.

رفع سعر الفائدة الأميركي وارتفاع التضخم العالمي بصورة مزرية لن يكون الأخير في عام ٢٠٢٢، وبالتالي باتت جميع الأنظمة الاقتصادية مطالبة بترشيد الاستهلاك والإنفاق وإعادة ترتيب أولويات الشراء والاستيراد والاعتماد بشكل أكبر على قطاعات إنتاجية قوية اقتصاديا؛ أهمها الزراعة والصناعة والمشروعات الصغيرة والمتوسطة وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

⁹ Mohamed A. El-Erian & Mahmoud A. El-Gamal, 2001, "Prospects for Arab Monetary Policy in the International Financial System, Egyptian Center For Economic Studies - ECES Working Paper No. 52

د. أحمد عيد إبراهيم

وأدت كل هذه الصدمات قديمها وحديثها إلى اهتزاز معدلات نمو الاقتصاد المصري في اتجاه ركودي ومن المتعارف عليه أنه 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 للصرف الأجنبي فعالة تساعد على امتصاص أي صدمات خارجية

٥- مواجهة التضخم وتداعيات القرار الأميركي

يأتي القرار الأميركي برفع سعر الفائدة كنوع من التحوط الاقتصادي ومحاولة لاحتواء أزمة التضخم العالمي وتلافي الآثار السلبية لأزمة "كورونا" والعمليّة العسكرية الروسية في أوكرانيا، ويحاول البنك المركزي المصري كذلك كبح جماح نسبة التضخم البالغة حوالي ١٣,١١٪ من خلال رفع أسعار الفائدة تزامناً مع القرار الأميركي وكذلك تزامناً مع قرار العديد من البنوك المركزية الخليجية، حيث قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأميركي رفع الفائدة على الدولار بمقدار نصف نقطة مئوية ٠,٥٠٪ لتصل إلى ١٪ الأميركي لكبح جماح نسبة التضخم البالغة ٨,٥٪ في الاقتصاد الأميركي، وتعد الأعلى منذ ٤٠ عاماً، ويتوقع أن يكون هناك مزيد من الزيادات في سعر الفائدة خلال العام ٢٠٢٢. هذا القرار الأميركي دفع ٥ دول خليجية إلى رفع أسعار الفائدة بعد ساعة فقط من قرار الفيدرالي، وبينما كانت البنوك المصرية في عطلة رسمية (عطلة عيد الفطر)، لكن ما أن اختبر البنك المركزي المصري تأثير القرار على حركة الأموال الساخنة وبناء عليه قام برفع سعر الفائدة ٢٪ على الإقراض والإيداع، ورفع سعر فائدة الإيداع إلى ١١,٢٥٪ من ٩,٢٥٪، فيما رفع سعر فائدة الإقراض إلى ١٢,٢٥٪ من ١٠,٢٥٪.

وفيما يتعلق بمنطقة اليورو فلم تتفاعل مع معدلات التضخم لديها كما تفاعلت الولايات المتحدة، حيث قرر البنك المركزي الأوروبي الإبقاء على أسعار الفائدة دون تغيير، مع إنهاء شراء الأصول المرتبطة بالجائحة في نهاية مارس ٢٠٢٢.

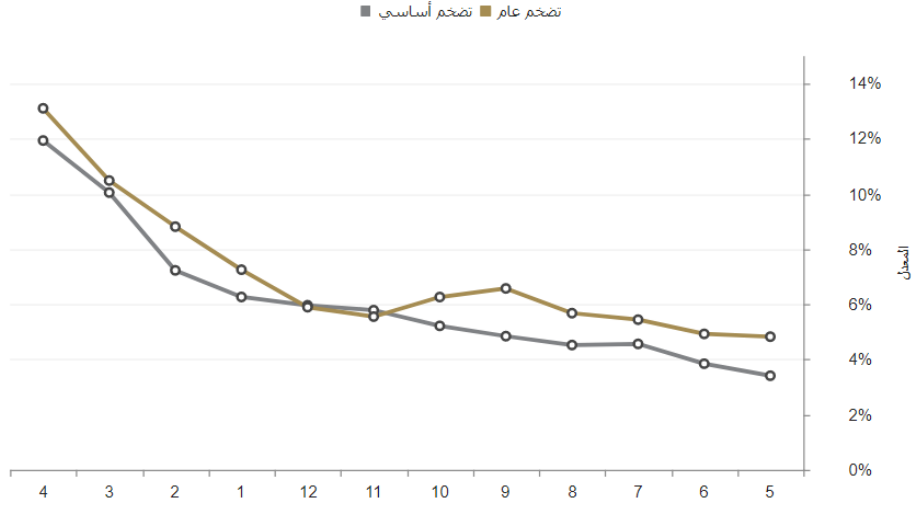
البنك المركزي الأوروبي الذي تعود له كما لباقي البنوك المركزية حول العالم إدارة مستويات معدل التضخم، أبقى منتصف مارس أسعار الفائدة لإقراض البنوك عند ٠ % دون تغيير، فيما أبقى على سعر فائدة ودائع البنوك لديه عند مستوى سلبي^{١١}.

إلا أنه يتوقع أن يشهد البرنامج تعديلاً على برنامج التيسير الذي يُجرىه منذ الفترة التي سبقت تفشي وباء كورونا. فقد يعود البنك المركزي الأوروبي إلى سياسة القرار بالفوائد المركزية عندما ينتهي من سياسته في التيسير الكمي، وبذلك تكون الصورة أكثر وضوحاً، ولا سيما مع مجريات الحرب في أوكرانيا وتداعياتها على الأسعار، والتي تنعكس مباشرة على معدل التضخم.

^{١٠} الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء ٢٠٢٢

^{١١} www.ecb.europa.eu

د. أحمد عيد إبراهيم



وعليه فإن البنك المركزي الأوروبي يجب أن يكون مستعداً أيضاً ليورو قوي كحصيلية مباشرة لرفع الفائدة، وما لذلك من تأثير على حركة التجارة. كما أن مؤسسة التغذية الأوروبية لم تُغلق الباب كلياً على سياسة التيسير الكمي، حيث تركت هامشاً للتحرك، معتبرة أنه إذا تغيرت توقعات التضخم على المدى المتوسط، وأصبحت شروط التمويل غير متوافقة والمهادفة إلى معدل ٢٪ فإن البنك المركزي الأوروبي على استعداد لمراجعة جدولته الزمني الخاص بالبرنامج.

أما في ما يخص سعر الفائدة، فقد يجد البنك المركزي نفسه مضطراً في اجتماعاته المقبل، للقيام بخطوة ما، ولا سيما أن منطقة اليورو أصبحت على موعد مع عودة النشاط الاقتصادي كما كان قبل جائحة كورونا، مع ضبط تداعيات الحرب في أوكرانيا إلى حد ما، إلا إذا طال أمد الحرب، وأدى ذلك إلى هبوط مزدوج للعرض والطلب على السلع معاً، وعندها ترتفع مستويات العجز، وتُصبح سياسة البنوك المركزية غير فعالة، إلى جانب تحوّل التضخم إلى تضخم غير قابل للاندباط مما يؤدي بعدها إلى تراجع الثقة في العملة، وتُصبح الحكومات مضطرة إلى اللجوء إلى سياسة رفع الضرائب لتمويل حجم الضرر الذي تسببته الحرب.

٦- التضخم العام لمصر وشركاء مصر التجاريين

شهد المعدل السنوي للتضخم العام في مصر ارتفاعاً مستمراً ليسجل ١٣,١١٪ في إبريل ٢٠٢٢ ونلاحظ عن طريق تتبع تطور معدلات التضخم في مصر أنه كان قد اقترب من المستهدف في أغسطس ٢٠٢٠ عندما سجل ٣,٣٦٪ وهو أفضل معدل للتضخم خلال السنوات الأخيرة إلا أنه مع حلول يناير ٢٠٢٢ بدأ يتجاوز الحدود الآمنة حيث سجل ٧,٢٥٪ واستمرت هذه الزيادة إلى أن سجلت ١٠,٤٩٪ في مارس ٢٠٢٢ ثم ١٣,١١٪ في إبريل ٢٠٢٢ وهو أعلى معدل للتضخم منذ مايو ٢٠١٩.

وقد شهد المعدل السنوي للتضخم العام لشركاء مصر التجاريين ارتفاعاً مستمراً ليسجل ٣,٥% خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢١ مقابل ٢,٨% خلال الربع الثاني و ١,٦% خلال الربع الأول من نفس العام. حيث ارتفع معدل التضخم في اقتصاديات الدول المتقدمة الى ٣,٢% خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢١ مقارنة بمعدل ٢,٣% خلال الربع الثاني من ذات العام، مدفوعاً بارتفاع التضخم في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو، وقد حد منهم جزئياً الانخفاض في معدل التضخم في اليابان^{١٢}. وفي ذات الوقت، فقد ارتفع معدل التضخم في اقتصاديات الدول الناشئة ليسجل ٤,٢% خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢١ مقارنة ب ٤% خلال الربع الثاني؛ ويرجع ذلك الى ارتفاع معدلات التضخم في كلٍّ من روسيا والبرازيل، في حين انخفضت معدلات التضخم في الصين والهند بشكل طفيف.

والجدير بالذكر أن معظم التوقعات تشير إلى أن الارتفاع في معدلات التضخم عالمياً هو ارتفاع مؤقت وليس مستدام، إلا أن ارتفاع أسعار الطاقة واضطرابات سلاسل الإمداد قد أثارت المخاوف بخصوص استمرار تلك الضغوط التضخمية.

٧- سعر الفائدة ومعضلة سعر الصرف

يأتي القرار الأمريكي برفع سعر الفائدة كمحاولة لإنعاش الدولار أمام العملة الأوروبية اليورو والين الياباني. وهو ما كان له تأثير على تراجع الجنيه أمام الدولار وربما يكون التراجع محدوداً لكن ذلك سيتوقف على كمية الأموال الساخنة التي ستخرج من السوق ونسبة رفع أسعار الفائدة، بجانب دور الدولة المصرية في اتخاذ إجراءات قوية للحد من تراجع الجنيه أمام الدولار حيث ستعرض بعض العملات الأخرى لمزيد من الضغط مما يدفع بعض البنوك المركزية لرفع سعر الفائدة أيضاً على عملاتها.

إن القرار الأمريكي برفع الفائدة سيؤدي إلى انخفاض الاحتياطي النقدي في العديد من الدول ومن بينها مصر، وأيضاً الضغط على عملاتها المحلية أمام سعر الدولار، وكان الاحتياطي من النقد الأجنبي قد فقد في مارس وأبريل من عام ٢٠٢٠ -بعد نقشي فيروس كورونا- ثمانية مليارات دولار، بسبب محاولة البنك المركزي المصري حماية الجنيه وقتها.

قرار تحرير سعر الصرف بالرغم مما يعايناه الاقتصاد المصري من آثار تضخمية كبيرة، يرجح بشدة أن يكون ممهداً لاتفاق مع صندوق النقد حول قرض جديد يتضمن على الأغلب ما يقتضي المزيد من المرونة في سعر الصرف، حيث لم يكن تحرير سعر الجنيه أو السماح بانخفاض سعره متوقفاً بصورة عامة قبل الإعلان عن قرار لجنة السياسة النقدية في البنك المركزي برفع سعر الفائدة، بسبب آثاره التضخمية الكبيرة في الوقت الحالي، في ظل ارتفاع فعلي في معدل التضخم. فعلى سبيل المثال، كانت شركة «برايم» للأوراق المالية قد توقعت في تقريرها الاستراتيجي عن العام ٢٠٢٢ في بدايته أن يكون لدى البنك المركزي مساحة للسماح بالمزيد من

^{١٢} البنك المركزي المصري www.cbe.org.eg

المرونة في سعر الصرف، لكنها تراجعت عن توقعاتها تلك في تقرير صدر في مايو ٢٠٢٢ بعد صدور بيانات التضخم عن ابريل الماضي، قائلة إن هذه المساحة تقلصت وهي في أفضل الظروف الممكنة في ظل الأثر الكبير لسعر الصرف على التضخم وتوقعات التضخم.

ومن الناحية النظرية، يمثل تراجع سعر الجنيه عموماً أمراً جذاباً لتجار الفائدة من حائزي العملات الأجنبية، الذين يمكن لعملاتهم المحلية بناء على السعر المنخفض للجنيه، شراء أوراق الدين المصرية بتكلفة أقل. وفي المقابل فإن ثبات سعر الجنيه المصري لوقت طويل عند مستوى معين حتى ولو كان منخفضاً بشكل ينظر إليه باعتباره ناجماً عن تدخل من البنك المركزي في سعره عبر ضخ النقد الأجنبي في السوق لمساندة الجنيه يثير رغبة تجار الفائدة. ويصبح الاحتمال حينها أن يضطر البنك المركزي لرفع يده فجأة عن الجنيه بسبب عجزه في لحظة ما عن الضخ الدائم للعملة المحلية وذلك يعني انخفاضاً عنيفاً ومفاجئاً في سعر الجنيه مما يمثل بالنسبة لتجار الفائدة الذين يملكون بالفعل أوراق دين حكومية مصرية انخفاضاً لقيمتها مقابل العملة الأجنبية. وبالتالي فالسيناريو الأفضل من وجهة نظرهم هو سعر منخفض نسبياً للجنيه قائم إلى أقصى حد ممكن على عوامل العرض والطلب العادية، على نحو يتحرك معه السعر بشكل طفيف طوال الوقت، بشكل يسمح لهم بشراء أوراق الدين بسعر منخفض بالنسبة لعملاتهم الأصلية، وفي الوقت نفسه بتوقع سعر الجنيه، وبالتالي سعر أوراق الدين التي اشتروها وقتما يرغبون في بيعها ومغادرة السوق^{١٣}.

وقد واجه الجنيه المصري الكثير من الضغوط بسبب تداعيات تفشي فيروس كورونا ورفع أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة بما يعنيه من تأثير على جاذبية أوراق الدين المصرية ثم الحرب الروسية. وكان اتخاذ البنك المركزي قراره فيما يتعلق بسعر الصرف ناشئاً عن ضرورة حماية الاحتياطي من النقد الأجنبي، بما يعنيه تحرير سعر الصرف من توقف البنك المركزي عن ضخ العملة الأجنبية في السوق لحماية سعر الجنيه من احتياطياته من النقد الأجنبي.

إن المتغيرات الجديدة بشأن سعر الصرف بالرغم من التوقعات باحتمال استقرار سعر الجنيه لاحقاً بعض الشيء بالإضافة للقرارات المتتالية برفع أسعار الطاقة من قبل لجنة التسعير التلقائي للمواد البترولية، من المتوقع أن ترفع معدل التضخم أكثر وهو ما يعني تجاوزه مستهدفات البنك المركزي، وفي المقابل فإن الآثار التضخمية لانخفاض سعر الجنيه تبدو أقل بكثير من السبب الأصلي في ارتفاع معدلات التضخم وهو ارتفاع أسعار السلع العالمية، ففي حين تراجع سعر الجنيه ١٠٪ تقريباً فقد ارتفعت بعض السلع في السوق العالمي والتي تستوردها مصر ٥٠٪ إلى ٢٠٠٪.

¹³ Abul-Eyoun, Mahmoud. 1995. "Dollarization in Egypt: The Effects of Economic Reforms." Middle East Studies Journal. No. 190/1995. Middle East Research Center. Ain Shams University. December.

وقد شهدت مصر مؤخرًا شحاً في العملة الأجنبية بسبب هروب الاستثمارات الأجنبية في أوراق الدين المصري وهو أمر معتاد في أوقات الأزمات، خاصة بعد قرار البنك الفيدرالي الأمريكي رفع الفائدة مما يعني جاذبية أكبر للديون الأمريكية. وتتمثل خطورة هذا الهروب للاستثمارات الأجنبية من سوق الدين المصري في حجم الاعتماد الكبير عليها، وهو ما توضحه وكالة فيتش للتصنيف الائتماني في تقريرها بأن حجم الاستثمار غير المقيم في سوق السندات المحلية في مصر بلغ ٢٨,٨ مليار دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠٢١، وهو يمثل حوالي ٥٦٪ من احتياطات النقد الأجنبي وأصول العملات الأجنبية الأخرى للبنك المركزي المصري. وأضاف التقرير أن هروب هذه الاستثمارات بدأ قبل الحرب في أوكرانيا بشهور، ليصل إجمالي تلك الأموال الهاربة خمس مليارات في الفترة بين سبتمبر وديسمبر الماضيين.

٨- قياس الآثار الاقتصادية المتوقعة

سيستخدم الباحث نموذج لقياس الآثار الاقتصادية المتوقعة باستخدام البيانات السنوية لمصر في الفترة ١٩٩١ - ٢٠٢٢ لقياس العلاقة بين سعر الفائدة (r) وسعر الصرف (Ex) وبعض المتغيرات الاقتصادية ويمكن استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد (Vector-Auto (VAR Regression حيث يتميز نموذج VAR باختبار التأثير المزدوج بين المتغيرات. حيث يعامل جميع المتغيرات على أنها متغيرات داخلية. وقد تم تطوير هذا النموذج بواسطة Sims ، لتوضيح العلاقة بين المتغيرات في النموذج، إلى جانب الاعتماد المتبادل بين السلاسل الزمنية المتعددة، وتم استخدام سعر الصرف الاسمي وليس الحقيقي لأن البحث سيقاس أثر سعر الفائدة على سعر الصرف (متغير تابع) وسيستخدم سعر الصرف الحقيقي عندما يتم قياس أثر سعر الصرف على المتغيرات الأخرى (أي أن سعر الصرف متغير مستقل) وتم استخدام سعر الفائدة المحلي والأجنبي كما تم استخدام فروق أسعار الفائدة واستخدام نسبة الودائع الأجنبية إلى إجمالي الودائع. وبناء على ما سبق يتبنى البحث مواصفات النموذج المستخدمة من قبل^{١٤} (Hacker , R. K., et al) بعد تعديلها لتلائم أهداف البحث:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t$$

حيث y_t هو k متجه للمتغيرات الداخلية، x_t هي d متجه للمتغيرات الخارجية، A_1 و A_p و B هي مصفوفات المعاملات المطلوب تقديرها، و ε_t هو متجه للصدمات العشوائية غير المرتبطة بقيمها المتأخرة $lagged values$ وجميع المتغيرات على الجانب الأيمن، ولكن قد تكون مرتبطة بشكل متزامن. وفي نموذج VAR كل متغير داخلي هو دالة للقيم المتأخرة لجميع المتغيرات الداخلية حتى المتغير التابع نفسه لذلك تظهر على الجانب الأيمن من المعادلة فقط القيم المتأخرة للمتغير الداخلي مما يتجنب مشكلة التزامن. ويعطي OLS تقديرات متسقة (E Views)

¹⁴ Hacker , R., Kim, H., and Månsson, K. (2010), The Relationship between Exchange Rate and Interest Rate Differentials. CESIS Working Paper:127 .

د. أحمد عيد إبراهيم

ويحدد النموذج الشكل الوظيفي التالي للعلاقة بين تقلبات أسعار الصرف (EX) وسعر الفائدة المحلي (INT(d)) ، وسعر الفائدة على الودائع الأجنبية والودائع الأجنبية في مصر، INT(f) ، ونسبة الودائع الأجنبية إلى إجمالي الودائع . DEP(f)/DEP(t) ويمكن وصف الشكل المصغر غير المقيد لنموذج VAR على النحو التالي:

$$y_t = A_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t$$

حيث

$y_t = \{EX, INT(d), INT(f), DEP(f)/DEP(t)\}$ is a $(n \times 1)$ vector containing each of the n variables included in the VAR.- $A_0 = (n \times 1)$ vector of intercept terms - $A_i = (n \times n)$ matrices of coefficients- $\varepsilon_t = (n \times 1)$ vector of error terms

ويتم استخدام المتغيرات في شكل لوغاريتمي طبيعي

٨-١ اختبار جذر الوحدة

من أجل ضمان موثوقية تقدير نموذج VAR والتنبؤ بالقيم المستقبلية المعقولة، يجب فحص استقرار متغيرات النموذج، والسلسلة المستقرة هي سلسلة لها متوسط وتغاير تلقائي لا يتغير مع الوقت (ثابت مع الوقت). وإذا كانت السلسلة المستقرة عند الفروق، فيقال إنها متكاملة من الترتيب d ويُشار إليها بالرمز $I(d)$ ، حيث d هو عدد اختبارات جذر الوحدة المضمنة في السلسلة، أو عدد العمليات المختلفة التي تتطلبها سلسلة مستقرة. وتم اختبار للسلاسل الزمنية خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٢٢ باستخدام اختبار Augmented Dickey-Fuller Test ، وثبت أن السلاسل الزمنية لسعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الاجنبي والودائع الأجنبية تتسم بالسكون عند المستوي ١٥ ، أما متغير سعر الصرف فهو غير ساكن عند المستوي، ومن ثم تم اجراء الاختبار عند الفروق الأولى First differences وكانت النتيجة أن سعر الصرف اصبح ساكن عند الفروق الاولى ١

د. أحمد عيد إبراهيم

ADF at level				
Variables	Intercept		Trend and Intercept	
LnEX	0.731171	[0]	-2.221215	[1]
LnINT(d)	-3.477115	[1] **	-3.779440	[1] **
LnINT(f)	-1.871799	[1]	-4.264688	[2] **
LnDEP(f)/Dep(t)	-3.769786	[0] *	-4.096994	[0] **
ADF at first difference				
LnEX	-3.507735	[0] **	-3.632706	[0] **

(1) The results of second column are based on assuming the existence of a constant in the regressions, while the results of third column are based on assuming the existence of a constant and a time trend in the regressions. (2) The * indicates rejection the null hypothesis of unit root at 1% significant level. (3) The ** indicates rejection the null hypothesis of unit root at 5% significant level. (4) The *** indicates rejection the null hypothesis of unit root at 10% significant level. (5) The lag length of the ADF regression is specified in brackets []. (6) The lag length of the ADF regression is based on the Schwarz Information Criterion (SIC) for appropriate lag length. Source: Authors Analysis using eviews 10

٢-٨ فترات الإبطاء

لتقدير نموذج VAR من المهم تحديد طول فترة الإبطاء/التأخر حيث سيكون لها تأثير على النتائج، ويمكن تقديم نتائج متحيزة عند إجراء اختيار غير مناسب لطول الإبطاء. لذلك، ولتجنب المشكلة من الضروري الحصول على معلومات دقيقة حول ترتيب الإبطاء في السلسلة. الحد الأقصى لطول الفاصل الزمني الذي اقترحه العلماء هو ٢ سنة ويوضح الجدول التالي نتائج اختيار فترات الإبطاء وتحديد فترة الإبطاء.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	.654998	NA	9.65e-06	-0.196667	-0.004691	-0.139582
1	6.80553	114.3194	1.78e-07	-4.207817	-3.247938*	-3.922395
2	7.60360	27.73075*	1.36e-07*	-4.563230*	-2.835447	-4.049469*

- LR indicates the sequential modified LR test * indicates the lag order selected by the criteria. statistic; FPE the final prediction error; AIC the Akaike information criterion; SC the Schwarz information criterion; and HQ the Hannan-Quinn information criterion.

Source: Authors Analysis using eviews 10.

٣-٨ نتائج تقدير النموذج

تم تقدير نموذج VAR من خلال فترة إبطاء ويتضمن أربع متغيرات داخلية ثلاثة هي سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبية ونسبة الودائع الأجنبية إلى إجمالي الودائع، بينما سعر الصرف في شكل الفرق الأول بالإضافة إلى المقطع باستخدام البيانات السنوية عن الفترة يونيو ١٩٩١ - ٢٠٢٢ وكل المتغيرات في الشكل اللوغاريتمي الطبيعي. ويوضح الجدول التالي ملخص نتائج تقدير نموذج VAR.

د. أحمد عيد إبراهيم

	LnINT(d)	LnINT(f)	LnDEP(f)/DEP(t)	D(LnEX)
LnINT(d) (-1)	1.075481 * (0.39915) [0.0088]	0.617792 (2.04117) [0.7630]	-0.382443 (0.42876) [0.3754]	0.502004 (0.35012) [0.1560]
LnINT(d) (-2)	-0.464974 (0.31407) [0.1431]	-1.043998 (1.60610) [0.5177]	0.012341 (0.33737) [0.9709]	-0.257883 (0.27549) [0.3524]
LnINT(f) (-1)	0.045974 (0.05727) [0.4247]	1.105634 * (0.29284) [0.0003]	0.116877 (0.06151) [0.0614]	-0.075848 (0.05023) [0.1354]
LnINT(f) (-2)	-0.053705 (0.05207) [0.3058]	-0.357923 (0.26628) [0.1831]	-0.054950 (0.05593) [0.3292]	0.041252 (0.04567) [0.3694]
LnDEP(f)/DEP(t) (-1)	-0.266845 (0.32563) [0.4152]	0.420139 (1.66521) [0.8015]	0.157655 (0.34978) [0.6535]	0.874947 * (0.28563) [0.0031]
LnDEP(f)/DEP(t) (-2)	0.330266 (0.30508) [0.2826]	1.358033 (1.56012) [0.3869]	0.612426 (0.32771) [0.0657]	-0.525466 (0.26760) [0.0534]
D(LnEX(-1))	-0.474944 (0.47478) [0.3205]	-1.582056 (2.42794) [0.5167]	-1.114367 ** (0.51000) [0.0321]	1.131235 * (0.41646) [0.0083]
D(LnEX(-2))	0.144646 (0.23131) [0.5337]	-0.807931 (1.18287) [0.4968]	0.096074 (0.24847) [0.7001]	-0.018182 (0.20289) [0.9288]
C	0.718961 (0.60396) [0.2378]	-4.504463 (3.08851) [0.1491]	1.472142 ** (0.64875) [0.0263]	-1.625161 * (0.52976) [0.0030]
R-squared	0.778260	0.828787	0.721778	0.551033

د. أحمد عيد إبراهيم

وتشير النتائج إلى أن سعر الصرف لا يتأثر بسلوك سعر الفائدة المحلية أو الأجنبية، ويتأثر إيجابياً بسلوكه في السنة الماضية، ويتأثر سلباً بسلوك الودائع الأجنبية في السنة الماضية. وتتأثر الودائع الأجنبية إيجابياً بسلوك معدل الصرف العام الماضي، ولا تتأثر بسلوكها ولا بسلوك سعر الفائدة الأجنبية ولا بسلوك سعر الفائدة المحلية

كما يتضح استجابة سعر الصرف لسعر الفائدة المحلي أو لفرق سعر الفائدة سلبياً في العامين الأولين ثم يتحول إلى إيجابي. كما أن معدل الودائع الأجنبية إلى إجمالي الودائع يُظهر استجابة سلبية متزايدة لصدمة إيجابية في أسعار الصرف. وكانت استجابة الودائع الأجنبية للصدمة سواء في سعر الفائدة المحلي أو فرق سعر الفائدة إيجابية في البداية ثم تحولت بعد ذلك إلى سلبية.

إن القرار الأميركي برفع الفائدة سيؤدي إلى انخفاض الاحتياطي النقدي في العديد من الدول ومن بينها مصر، وأيضاً الضغط على عملاتها المحلية أمام سعر الدولار والمزيد من التضخم وتراجع تدفق الأموال إلى الدول الناشئة وهروب الاستثمارات الأجنبية. وقد تؤدي هذه الخطوة إلى ركود اقتصادي تجاري عالمي، خاصةً مع مخاطر عدم الاستقرار في سلاسل الإمداد العالمية، والطلب المرتبط بتبعات الحرب الروسية الأوكرانية وتأثيرها على أسعار السلع الأساسية من الغذاء إلى الطاقة والضغط الأوسع على الأسعار.

وإلى جانب اضعاف العملات، من المتوقع أن يؤدي هذا القرار أيضاً إلى تراجع أسعار الذهب بالبورصة العالمية، لكن في الأسواق المحلية سيعتمد الذهب على سعر الصرف أمام الدولار، وبالتالي ارتفاع أسعار السلع الأخرى. هذه الزيادة تضع المزيد من الضغوط على اقتصادات الدول الناشئة، ومن بينها مصر وأغلب الدول العربية، فقد تتعرض لمخاطر خروج الأموال الساخنة وهي الأموال التي تضارب في الأسواق العربية أو الأسواق الناشئة، وبالتالي تجد تلك الأموال تهرب إلى من يحقق لها معدلات فائدة أعلى، فضلاً عن زيادة تكلفة الاقتراض وخدمة الديون، خاصةً الدول التي لديها حجم دين خارجي كبير مثل مصر.

القرار الأميركي سيسبب أيضاً ضعف القوة الشرائية للدولار أمام جميع المنتجات، على سبيل المثال إذا كان الدولار يشتري لتر بنزين أصبح يشتري نصف لتر، وبحسب محللين فإن ذلك حدث بعد ما طبعت أميركا دولارات في زمن وبراء "كورونا" دون أن يقابله إنتاج سلع وخدمات، وتسود توقعات بالمزيد من رفع البنك المركزي الأميركي الفائدة خلال العام ٢٠٢٢ للسيطرة على التضخم الذي سجل ٨,٥٪ في مارس ٢٠٢٢ وهو أعلى مستوى منذ العام ١٩٨١.

ومن بين تداعيات القرار سيكون هناك تأثير على تراجع الجنيه أمام الدولار وربما يكون التراجع محدوداً، وسيتوقف ذلك على كمية الأموال الساخنة التي ستخرج من السوق ونسبة رفع أسعار الفائدة، بجانب دور الدولة المصرية في اتخاذ إجراءات قوية للحد من تراجع الجنيه أمام الدولار، ومن المتوقع أن يؤدي القرار إلى تراجع أسعار الذهب بالبورصة العالمية، لكن في الأسواق المحلية سيعتمد الذهب على سعر الصرف أمام الدولار، وبالتالي ارتفاع أسعار السلع الأخرى.

د. أحمد عيد إبراهيم

إن تأثير رفع سعر الفائدة على الاستهلاك والاستثمار في مصر يعتمد على مرونة كل قطاع: فمن المتوقع أن يقوم القطاع العائلي بخفض المديونية والإنفاق، وأن يتردد قطاع الأعمال في اتخاذ أي قرار استثماري جديد، بينما بالنسبة للحكومة يكون التأثير غير واضح لأن لديها عجز مزمن قد تضطر إلى تمويله بسعر الفائدة المرتفع.

وبالنسبة للصناعة، يعتمد تأثير رفع سعر الفائدة على الهيكل المالي للشركات، فإذا كانت الشركة تعتمد أكثر على التمويل بالمساهمة سيكون الأثر محدوداً، أما إذا كان الاعتماد الأكبر على التمويل بالديون فسيكون الأثر كبيراً وسوف يؤثر على التكلفة والتي سوف يتم تمريرها إلى المستهلك في صورة ارتفاع في الأسعار. والمناخ الحالي لا يشجع على تدفق استثمارات كبيرة وقد يشكل مانعاً لصغار المستثمرين.

إدارة التوقعات التضخمية تمثل نقطة محورية، فوجود توقعات تضخمية كبيرة يؤدي إلى الاستهلاك في الوقت الحاضر خوفاً من زيادة الأسعار في المستقبل، وقد يؤدي ذلك إلى معدلات تضخمية ١٠٠٪ و ٢٠٠٪ (Hyper Inflation) بالرغم من أن ارتفاع مستوى الأسعار كان من المتوقع أن يخفض الطلب الكلي، ويمثل التضخم مشكلة كبيرة في الاستثمار، حيث يحتاج المستثمر لوضوح رؤية ونوع من أنواع الاستقرار في السياسات وفي الأسعار كي يستطيع أن يخطط.

ومن الناحية النظرية فإن أسعار الفائدة المرتفعة هي العامل الأهم في جذب تجار الفائدة أو المستثمرين الأجانب الذين يقترضون من الأسواق المتقدمة أموالاً بفائدة منخفضة ويضخونها في الأسواق الناشئة -ومن ضمنها مصر- لشراء أذون وسندات بالعملة المحلية مقابل فائدة مرتفعة. لكن، مع ذلك يبقى تأثير رفع الفائدة الإيجابي في زيادة جاذبية أوراق الدين المصرية ضعيفاً الآن، بسبب الأولوية القصوى للمستثمرين من تجار الفائدة في أوقات الأزمات العالمية وأوقات التحولات السياسية الكبرى لتجنب المخاطر واللجوء للأسواق المتقدمة، خاصة بعد قرار الفيدرالي الأمريكي رفع أسعار الفائدة^{١٥}.

وكانت عدة جهات اقتصادية دولية قد أطلقت تحذيرات إلى دول العالم من رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة، وأطلقت مديرة صندوق النقد الدولي تحذيراً للدول ذات المستوى المرتفع من الديون المقومة بالدولار من المخاطر التي تهدد اقتصاداتها حال قرر البنك المركزي الأمريكي رفع سعر الفائدة وطالبت خلال كلمة لها بمنندى "دافوس" الاقتصادي هذه الدول بضرورة اتخاذ الإجراءات اللازمة لتقليل التدايعات السلبية للقرار الأمريكي. كما دعت الدول المثقلة بالديون إلى البحث عن محاولات لتمديد آجال الديون المستحقة لمواجهة الاضطرابات المترتبة على رفع سعر الفائدة الأمريكية.

^{١٥} أحمد عبد الحلیم، ٢٠٠٣، "استقلالية البنك المركزي وأثرها على كفاءة إدارة السياسة النقدية: دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لمصر"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة

وفي السياق نفسه، توقعت وكالة "S&P Global" للتصنيفات الائتمانية أن تحقق البنوك المصرية والخليجية انتعاشاً في العام الجاري ٢٠٢٢، بفضل التحسن الاقتصادي الإقليمي ووسط ارتفاع أسعار النفط واستمرار الإنفاق الحكومي، كما توقعت الوكالة ارتفاع نسبة القروض المتعثرة خلال الشهر، وبينت الوكالة أن "بنوك المنطقة ستستفيد من رفع أسعار الفائدة في ٢٠٢٢، إضافة إلى أن الدول ستستجيب لإجراءات رفع الفائدة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، نظراً لارتباط عملات دول المنطقة بالدولار، ورأت أن انخفاض السيولة العالمية سيكون لها أثر على البنوك بسبب مراكز الأصول الخارجية الصافية ومركز الدين الخارجي الصافي والقروض^{١٦}.

ويتوقع صندوق النقد الدولي أن يستمر التضخم المرتفع لفترة أطول من توقعاته السابقة الصادرة في أكتوبر ٢٠٢١ مع استمرار الانقطاعات في سلاسل الإمداد، إلى جانب ارتفاع أسعار الطاقة في عام ٢٠٢٢، وفي هذا الإطار أشار الصندوق إلى أنه: من المتوقع أن يظل معدل التضخم مرتفعاً على المدى القريب بمتوسط ٩,٣ % في الاقتصادات المتقدمة، و٩,٥ % في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في عام ٢٠٢٢ مع احتمالية أن يتراجع في عام ٢٠٢٣. وبافتراض أن توقعات التضخم ستشهد مستوى جيد من الثبات حول المعدلات المستهدفة في المدى المتوسط، ومع توقعات بتراجع شدة جائحة كورونا، فإنه يتوقع أن ينحسر التضخم المرتفع مع تراجع الانقطاعات في سلاسل الإمداد، وتشديد السياسة النقدية، وعودة الطلب المتوازن بعيداً عن الاستهلاك الكثيف للسلع وفي اتجاه الخدمات^{١٧}.

٩- تقييم الوضع الراهن

الدول التي نجحت في إحداث نقلة نوعية في معدلات النمو لفترة ممتدة هي الدول التي استطاعت أن تحافظ على معدلات ادخار عالية، وفي مصر يبلغ معدل الادخار ٦ % فقط، حيث يعاني الاقتصاد المصري من انخفاض معدل الادخار والسبب في ذلك هو عجز الموازنة وعدم الفصل بين السياسة المالية والنقدية. يحتاج القطاع الخاص إلى الائتمان لكي ينمو، ولكن القطاع العام هو من يهيمن على الائتمان؛ حيث يبلغ نصيب القطاع الخاص ٢٢ % فقط من الائتمان. وإذا قارنا نسبة التمويل المصرفي للقطاع الخاص من الناتج المحلي في مصر ٢٠ % - ٣٠ % بالبلدان الأخرى: نجده يتجاوز ٦٠ % في تركيا والمغرب، وأكثر من ١٠٠ % في جنوب أفريقيا وتشيلي.

إن معالجة التضخم يتطلب العمل على القطاع الحقيقي في الاقتصاد مثل أسواق التجارة الداخلية حيث لا نستطيع أن نتحكم في التضخم في مصر من خلال السياسة النقدية فقط فمصر بحاجة إلى زيادة الإنتاجية من خلال التركيز على قطاعي الزراعة والصناعة؛ حيث ترتبط محددات النمو بالإنتاجية على المدى الطويل. وتعاني مصر من تراجع شديد في الإنتاجية، فنلاحظ أن نمط الاستثمار الحالي يركز على الاستثمار العقاري ولا توجد استثمارات مقابلة في القطاعين الزراعي والصناعي.

¹⁶ www.spglobal.com/ratings

¹⁷ www.imf.org

ونلاحظ عن طريق تتبع تطور عرض النقد في الاقتصاد المصري أن حجم السيولة المحلية قد ارتفعت خلال الفترة يوليو/يناير من العام المالي ٢٠٢٢/٢٠٢١ لتصل إلى ٥٨٧٦,٦ مليار جنيه وقد انعكست هذه الزيادة في نمو أشباه النقود بنحو ٣٩٤,٦ مليار جنيه بمعدل ٩,٦٪ والمعروض النقدي M1 بمقدار ١٢٥,٤ مليار جنيه بمعدل ١٠٪ وتعد الزيادة في أشباه النقود محصلة لارتفاع الودائع غير الجارية بالعملة المحلية بنحو ٣٧٨,٤ مليار جنيه بمعدل ١١,٠٪ والودائع بالعملة الأجنبية بما يعادل ١٦,٢ مليار جنيه بمعدل ٢,٥٪ أما الزيادة في المعروض النقدي فقد جاءت نتيجة لتصاعد الودائع الجارية بالعملة المحلية بمقدار ٩٠,٩ مليار جنيه بمعدل ١٥,٦٪ والنقد المتداول خارج الجهاز المصرفي بمقدار ٣٤,٥ مليار جنيه بمعدل ٥,١٪.

وتعد الزيادة في السيولة المحلية خلال الفترة يوليو/يناير من العام المالي ٢٠٢٢/٢٠٢١ محصلة لارتفاع صافي الأصول المحلية وانخفاض صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي حيث ارتفع صافي الأصول المحلية لدى الجهاز المصرفي بمقدار ٧٦٢,٠ مليار جنيه وانخفض صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي بما يعادل ٢٤٢,٠ مليار جنيه.

ويلاحظ عن طريق تطور سعر الخصم في الاقتصاد المصري انه قد ارتفع من ٨,٧٥٪ في ٢٠٢٠/١١/١٥ إلى ١١,٧٥٪ في ٢٠٢٢/٠٥/٢٢، وقد ارتفعت أسعار الفائدة للودائع من شهر-٣ شهور إلى ٧,٦٪ ومن ٦-٣ شهور إلى ٧,٢٪ ومن ٦-١٢ شهر ٧,٥٪ و ٩,٩٪ على القروض لسنة خلال شهر ابريل ٢٠٢٢ وبلغ سعر العائد في سوق الإنترنتك لليلة واحدة ١١,٣٪ بتاريخ ٢٠٢٢/٥/٢٩

ونلاحظ عن طريق تتبع تطور معدلات التضخم أنه كان قد اقترب من المستهدف في أغسطس ٢٠٢٠ عندما سجل ٣,٣٦٪ وهو أفضل معدل للتضخم خلال السنوات الأخيرة إلا أنه مع حلول يناير ٢٠٢٢ بدأ يتجاوز الحدود الآمنة حيث سجل ٧,٢٥٪ واستمرت هذه الزيادة إلى أن سجلت ١٠,٤٩٪ في مارس ٢٠٢٢ ثم ١٣,١١٪ في ابريل ٢٠٢٢ وهو أعلى معدل للتضخم منذ مايو ٢٠١٩.

ومما سبق يتضح أن البنك المركزي قد فقد السيطرة نسبيا على معدلات نمو السيولة المحلية و على معدلات التضخم المرتفعة الى حد كبير مما يدل على ان استعمال أدوات السياسة النقدية غير المباشرة غير كافي لتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار على الرغم من أن السياسة النقدية عمدت الى تطبيق سياسة استهداف التضخم الامر الذي أدى الى انخفاض معدلات التضخم الى أدنى مستوياتها في أغسطس ٢٠٢٠ عندما سجل ٣,٣٦٪ ، الا انها سرعان ما عادت الى الارتفاع خلال الأعوام ٢٠٢١-٢٠٢٢ وذلك بسبب قيام البنك المركزي المصري بطباعة النقود بدون غطاء، فضلا عن ارتفاع حجم الاستهلاك اكثر من الإنتاج بحيث وصلت نسبة الاستهلاك الى الناتج المحلي الإجمالي ٩٠٪ وهي نسبة كافية لرفع معدلات التضخم بالإضافة إلى استمرار الانقطاعات في سلاسل الإمداد ، وارتفاع أسعار الطاقة في عام ٢٠٢٢

ومن خلال متابعة تطور سعر صرف الجنيه مقابل الدولار نلاحظ ان سعر الصرف ارتفع إلى ١٨,٦ جنيه لكل دولار في ٣١ مايو ٢٠٢٢ بعد أن كان ١,٥٥ جنيه لكل دولار عام ١٩٩٠ و في عام ٢٠٠٣ قامت الحكومة بتخفيض قيمة الجنيه مقابل الدولار وبشكل جذري نتيجة الاحداث التي تعرض لها الاقتصاد المصري عام ٢٠٠٣ الامر الذي أدى الى ارتفاع سعر الصرف الى ٥,٥٨ جنيه لكل دولار عام ٢٠٠٣ ليسجل سعر الصرف استمراره بالارتفاع حتى وصل الى ٧,٦٩ عام ٢٠١٥ ونفس الأمر تكرر مرة أخرى في نوفمبر ٢٠١٦ الامر الذي أدى الى ارتفاع سعر الصرف من ٨,٨٨ جنيه لكل دولار في ٢٠١٦/١١/٠٢ الى ١٤,٢٧ جنيه لكل دولار في ٢٠١٦/١١/٠٣ واستمر بالارتفاع حتى وصل ١٩,٥ جنيه لكل دولار في ٢٠١٦/١٢/٢١ ثم أخذ يتحرك صعودا وهبوطا بنسب طفيفة ليصل إلى ١٥,٧٥ جنيه لكل دولار في ٢٠٢٢/٠٣/٢٠ قبل اتخاذ القرار الأخير بتحرك سعر الصرف ليصل إلى ١٨,٢٦ جنيه لكل دولار في ٢٠٢٢/٠٣/٢١^{١٨}

الإجراءات التي تتخذها مصر من حيث رفع سعر الفائدة أو خفض سعر الجنيه لاستعادة الأجنبي إلى سوق الدين إجراءات غير مؤثرة على نحو يذكر لأن المستثمرين في الدين المصري لا يغادرون هذا السوق لأسباب تتعلق بالسوق نفسه وإنما ضمن ما يعرف باستراتيجية الأسواق الناشئة إجمالاً والتي تحكم سلوك هؤلاء المستثمرين حيال الاستثمار في ديون الأسواق الناشئة عموماً في أوقات الأزمات الشبيهة بالأزمة الحالية. في تلك الحالات تُتخذ قرارات صارمة بمغادرة تلك الأسواق، أياً ما كانت المغريات فيها إلى ملاذات أكثر أمناً.

وغالبا ما تقوم عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين من تجار الفائدة وهم صناديق استثمار فيما يتعلق بتوزيع استثماراتهم في أسواق الدين على أوزان نسبية تُمنح للأسواق ضمن تصنيفها كأسواق متقدمة وأسواق ناشئة ومن ضمنها مصر. وقد تختلف صناديق الاستثمار تلك فيما يتعلق بتلك الأوزان وتُمنح مصر كغيرها وزناً نسبياً فرعياً ضمن الوزن النسبي الممنوح للدول النامية، بناء على جاذبية العوامل المتعلقة بها من قبيل سعر الفائدة والعملية على سبيل المثال. وما يحدث حالياً هو خفض كبير للوزن النسبي الإجمالي للأسواق الناشئة. وبالتالي، فقرار مغادرة سوق الدين المصري ليس قائماً على ظروف متعلقة بالسوق المصري يمكن معالجتها

وتكمن أهمية رفع سعر الفائدة وتحرير سعر الجنيه الآن ليس في استعادة المستثمرين الأجنبي إلى سوق الدين المصري حالياً لأن الوضع الحالي هو تراجع جاذبية كل الأسواق الناشئة - بما فيها مصر- بما قد لا يؤثر معه كثيراً القرارات التي تتخذ في مصر، وإنما يعود لتأثير هذه الإجراءات على صعيد الفائدة وتراجع سعر الجنيه في زيادة جاذبية أوراق الدين المصرية بعد زوال الظروف الاستثنائية الحالية، بمعنى زيادة أهمية الوزن النسبي لأوراق الدين المصرية ضمن الوزن النسبي للأسواق الناشئة عموماً بالنسبة لإجمالي محفظة المستثمرين الأجنبي.

^{١٨} البنك المركزي المصري www.cbe.org.eg

١٠- النتائج والتوصيات:

١-١٠ النتائج:

اهتم هذا البحث بدراسة تأثير دور السياسة النقدية في تحقيق اهم اهدافها وهو المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار وتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تساهم في بناء الثقة في اتجاه بناء الاطار اللازم لتنفيذ منهجية استهداف التضخم. وكذلك تحليل الاهمية النسبية لسياسة رفع سعر الفائدة وتخفيض قيمة الجنيه المصري وانتقال اثرهما على معدلات التضخم في اقتصاد صغير ومفتوح كمصر، وقد بحثنا في سبيل تحقيق ذلك طبيعة التفاعلات بين ادوات السياسة النقدية كمتغيرات مستقلة والتضخم كمتغير تابع ويمكننا تحديد اهم نتائج البحث فيما يلي :

- على الرغم من نجاح السياسة النقدية خلال الفترات التاريخية ١٩٩٠-٢٠٠٢ و ٢٠٠٢-٢٠١٧ في تحقيق استقرار الأسعار عن طريق تقليص حجم الطلب وخفض معدل نمو المعروض النقدي والمحافظة على ثبات سعر الصرف عن طريق اعتماد نظام سعر الصرف الثابت حيث تم استخدام سعر الصرف كقاعدة للسياسة النقدية وتم تحديد مستوى لسعر الصرف يتوافق مع هدف استقرار الاسعار، وقد أدى ذلك لبقاء معدل التضخم عند مستوى منخفض ، كما سهل عملية توقع التضخم في المستقبل ، الامر الذى ساعد البنك المركزي في رسم السياسة النقدية لمواجهة الارتفاع المحتمل في معدلات التضخم ، إلا أن السياسة النقدية في الوقت الراهن اتسمت بدور محدود لآلياتها.

- ارتفاع الاسعار وارتفاع معدلات التضخم ليس نتيجة للسياسة النقدية ورفع سعر الفائدة بالدرجة الاولى، وانما يرجع الى تخفيض قيمة العملة في المقام الاول، حيث تتأثر معدلات التضخم بتغيرات كلا من سعر الصرف واسعار الواردات بدرجة أكبر من تأثيرها بأي من المتغيرات الاخرى.

- الاقتصاد في مصر يعاني من معدل تضخم مرتفع ومعدل نمو منخفض ٣٪- ٤٪ ولا يوجد تصور واضح إذا كان النمو تضخمي أم لا، وهل الاقتصاد به فجوة إيجابية أم سلبية؟ ففي حالة وجود فجوة إيجابية يتم رفع سعر الفائدة لامتصاص الطلب.

- السياسة النقدية لديها قنوات مؤثرة على الاقتصاد مثل أسعار الصرف، وأسعار الفائدة وقد توصلت الدراسة أن سعر الفائدة في مصر تأثيره ضعيف، والأكثر تأثيراً على الاقتصاد هو سعر الصرف.

- تعارضت اولوية هدف استقرار الاسعار مع هدف الحد من تقلبات سعر الصرف، وقد اعطى ذلك اشارة الى استهداف سعر الصرف الاسمي بجانب استقرار الاسعار، وهو ما يخالف الاهداف والمتطلبات اللازمة لتبنى ركيزة استهداف التضخم

- تباطؤ البنك المركزي في اتخاذ خطوات جادة نحو بناء اطار ملائم لتنفيذ منهجية استهداف التضخم ، وندل على ذلك بعدم الاستفادة من نظام التعويم المدار خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٦) على الرغم من انه الشكل الامثل لسياسة سعر الصرف في اطار الاتجاه نحو بناء ركيزة استهداف التضخم وفقا للنظرية الاقتصادية ، كما لم يحدد البنك المركزي معدل تضخم مستهدف برقم معين

او مدى معين ولم يعلن عن هدف رقمي محدد للتضخم تعمل السلطات النقدية على بلوغه باستخدام ادوات السياسة النقدية الملائمة.

-أكدت النتائج وجود علاقة عكسية بين التغير في قيمة العملة الوطنية (سعر الصرف) ومعدل التضخم، وتحليل الأهمية النسبية لأدوات السياسة النقدية، وجد ارتفاع الأهمية النسبية لأداة سعر الصرف بالمقارنة مع الأدوات الأخرى مثل سعر الفائدة أو الائتمان المحلى للقطاع الخاص أو المعروض النقدي، وذلك نظرا لارتفاع درجة الانفتاح العالمي وبخاصة ارتفاع نسبة الواردات الاستهلاكية والوسيطه والرأسمالية في مصر.

- بينما يمثل رفع سعر الفائدة إجراء يُتخذ في مواجهة التضخم كونه يفيد على مستوى إغراء المودعين بتخفيض إنفاقهم والاستفادة من مميزات الادخار والفوائد العالية وتخفيض مخاطر تخلي المودعين عن ودائعهم بالجنيه المصري منعا لسيناريو «الدولرة»^{١٩} أي تحويل المدخرات بالجنيه إلى الدولار مثلما تم في إعلان البنك الأهلي وبنك مصر عن شهادات ادخار بعائد مرتفع يبلغ ١٨٪ لمدة عام، إلا أنه في الواقع الحالي رفع سعر الفائدة لن يفيد كثيرا على مستوى تخفيض التضخم، لأن موجة التضخم الحالية مدفوعة بارتفاع تكلفة الإنتاج لا بسبب ارتفاع الطلب.

- إن رفع سعر الفائدة لا يمثل حتى الآن عبئا كبيرا، لأن رفع البنك المركزي المصري للفائدة بواقع ١٪ لا يمثل إلا زيادة ١٠٪ وهو ما يختلف كثيرا عما حدث مع زيادة البنك الفدرالي الأمريكي للفائدة من ٢,٥٪ إلى ٥,٥٪ التي تمثل ارتفاعا قدره ١٠٠٪ في سعر الفائدة، وبالنسبة للمستثمرين، يمكن أن يكون الأمر محتملا على ألا يتخطى إجمالي الزيادة في سعر الفائدة طوال العام الحالي ٣٪، أي ٢٪ إضافية بعد قرار رفع سعر الفائدة ليوم.

- تمارس التقلبات التي تحدث في سعر الفائدة تأثيرا مهما في تدفق الاستثمارات من اقتصاد إلى اقتصاد آخر، وذلك لسعي المستثمرين دائما إلى البحث عن الربح الأعلى.

- إن سعر الفائدة كان وما زال نقطة اختلاف بين الاقتصاديين، وهذا الاختلاف اساسه اختلاف في تفهم طبيعة السوق الذي تجري فيه تحديد سعر الفائدة وفي حصر العوامل المؤثرة والفعالة في هذا السوق وكذلك مدى تفهم طبيعة العوامل المؤثرة فيه^{٢٠}، فسعر الفائدة له دور يمارسه في الاقتصاد الا ان هذا الدور يختلف في الدول المتقدمة عنه في الدول النامية وذلك بسبب اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية لذا نجد ان تأثير سعر الفائدة في الدول النامية اقل مما هو عليه في الدول المتقدمة

¹⁹ Abul-Eyoun, Mahmoud. 1995. "Dollarization in Egypt: The Effects of Economic Reforms." Middle East Studies Journal. No. 190/1995. Middle East Research Center. Ain Shams University. December.

²⁰ Handy, Howard. 2001. "Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead. Working paper series. No. 51, January. Egypt: The Egyptian Center for Economic Studies.

د. أحمد عيد إبراهيم

وبشكل نظري فإن رفع سعر الفائدة يقلل أيضا من شهية المستثمرين في الإنفاق الاستثماري، الذي يخلق طلبا على مدخلات الإنتاج في السوق، ومن ثم المزيد من التضخم، لأن أي اقتراض من البنوك لتمويل هذا الإنفاق الاستثماري سيكلفهم فائدة أعلى. ولا بد من مراعاة الآثار الجانبية لرفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة على ارتفاع تكلفة الاقتراض المحلي، في الوقت الذي يعد ملامدا للحكومة في ظل صعوبة الاقتراض من الخارج. وإن كانت الأولوية في الاقتراض لخيار اللجوء لصندوق النقد والشركاء الاستراتيجيين في الخليج لأن الاقتراض من السوق المفتوح يبدو أصعب الآن في ظل ارتفاع الفائدة لذلك قد يبدو الاقتراض هو الحل، وفي هذا السياق قالت شركة أكسفورد إيكونوميكس في مذكرة لعملائها إن مصر لن يكون أمامها في حال تعرضت لصدمة خارجية على صعيد الموارد من النقد الأجنبي إلا اللجوء إلى صندوق النقد الدولي^{٢١}.

وبعد نشوب الحرب الروسية على أوكرانيا بأيام، وعلى نحو متزامن أظهر تقرير الوضع الخارجي للاقتصاد المصري الصادر عن البنك المركزي مد أجل وديعة سعودية لدى مصر قيمتها ٢,٣ مليار دولار حتى ٢٠٢٦، وهي الوديعة التي كانت السعودية قد أعلنت عن تجديدها في أكتوبر الماضي. وبحسب تقرير الوضع الخارجي للاقتصاد المصري بلغ رصيد الودائع الخليجية في البنك المركزي المصري ١٢ مليار دولار بنهاية سبتمبر ٢٠٢١ منها ٥,٧ مليار دولار من الإمارات، ٤ مليار دولار من الكويت، و٢,٣ مليار دولار من السعودية. ومع ذلك، فتلك البيانات تظهر انخفاضا في رصيد الودائع السعودية بقيمة ثلاث مليارات دولار قياسا إلى سبتمبر من العام ٢٠٢٠.

وكان الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي المصري قد ارتفع تزامنا مع تداعيات تفشي فيروس كورونا، من ٣٤,٢٪ عام ٢٠١٩/٢٠٢٠ إلى ٣٦,١٪ في ٢٠٢٠/٢٠٢١. وبحلول منتصف العام الماضي، قبل شهور من الحرب الروسية على أوكرانيا، وقبل ظهور تداعيات أزمة سلاسل الإمداد العالمية، بدت التوقعات أكثر تفاؤلا، إذ توقع صندوق النقد تراجع الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي ليصل إلى ٣٣٪ في العام المالي الحالي ٢٠٢١/٢٠٢٢. ثم إلى ٢٩,١٪ في عام ٢٠٢٢/٢٠٢٣، وفقاً لتقرير إتمام المراجعة الثانية والنهائية لاتفاق الاستعداد الائتماني مع صندوق النقد الدولي.

ومن خلال دراستنا لقاعدة Taylor وسياسة استهداف التضخم توصلنا إلى أن قاعدة Taylor تتطلب استقراراً في الاقتصاد ونماذج دقيقة وموثوقة للاقتصاد كما تتطلب هذه القاعدة دورا فعالا لأسعار الفائدة قصيرة الأجل. أما فيما يخص استهداف التضخم فمن شروطه الأساسية عدم استهداف متغيرات أخرى كسعر الصرف، وبالنسبة لسعر الفائدة عموما في مصر يتخذ موقعا متأخرا في أولويات المستثمرين وقت اتخاذ قرار استثماري، فالفائدة الأعلى عموما في مصر أقل تأثيرا من سياسات تخصيص الأراضي المملوكة للدولة وسياسات تسعير الطاقة ومزاومة الدولة للقطاع الخاص في الاستثمار والإجراءات البيروقراطية والسياسات الضريبية على سبيل المثال. وقد يختلف سعر الفائدة مع النظرية الاقتصادية لأن زيادة سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة مستوى الادخار ومن ثم تخفيض الاستهلاك في الحاضر مما يؤدي إلى زيادة دخل الفرد المستقبلي مقارنة بدخله الحالي، ولكن بحسب الأدبيات الاقتصادية فإن سعر الفائدة قد يؤثر على المدخرات الكلية للمجتمع إيجابيا أو سلبا وعلى هذا فإن تغير سعر الفائدة عند مستوى دخل معين لا يكون له أثر على مستوى الادخار الكلي لأن هناك قوى تعمل في الاتجاهين بحيث أثر هذه القوى يلغى بعضها البعض وهذا ما ينتج عنه أثر صافي ضعيف مما يجعل أثر سعر الفائدة ضعيفا.

²¹www.oxfordeconomics.com

د. أحمد عيد إبراهيم

وقد حاول البنك المركزي في السابق امتصاص السيولة من السوق بدون رفع الفائدة من خلال شهادات استثمار بفائدة ٢٠%؛ حيث إن ارتفاع سعر الكوريدور يؤثر على المستهلك ويؤدي إلى رفع فائدة أدون الخزانة مما يؤثر سلباً على ميزانية الدولة، وبحسب قراءة البنك المركزي، تعرض الاقتصاد لصدمة إصلاحية (تحرير سعر الصرف + علاج عجز الموازنة) ومن الطبيعي أن يؤدي ذلك إلى تراجع الطلب وتباطؤ معدلات النمو والسيولة. وجاءت محاولة البنك المركزي لكبح تسارع الاقتراض في القطاع الخاص. ولكي يخرج الاقتصاد المصري من هذه العثرة نحتاج إلى استثمار أجنبي مباشر يستهدف صناعات محددة وسياسات واضحة ومستقرة تشعر المستثمر بالاستقرار. ومن المعروف أن جذب الاستثمار الأجنبي المباشر ينتج عن تواجد استثمارات محلية كبيرة. وهو ما يحتاج إلى توافر المعلومات وإلى إيجاد خريطة استثمار حقيقية في سياق سلاسل القيمة وليست قطاعات بأكملها، كما يجب إيجاد محفزات تجذب المستثمرين للقطاعات التي تريد الدولة تنميتها.

هناك معوقات كثيرة يعاني منها الاستثمار حالياً، أصبح أهمها تكلفة التمويل نتيجة الارتفاع المستمر لسعر الفائدة. وقد أدى تحرير سعر الصرف إلى انخفاض سعر العملة وزاد من تنافسية الاقتصاد، ولكن يجب ألا نبالغ في أثره على النمو ويجب الأخذ في الاعتبار أن تلك الميزة ستناكف إذا استمرت معدلات التضخم المرتفعة، كما يجب الأخذ في الاعتبار أن جزءاً كبيراً من المكونات يتم استيرادها مما يؤدي إلى زيادة التكلفة.

فترات النمو التي شهدتها مصر كانت تجارب مؤقتة لأن الإصلاح الحقيقي والمؤسسي لم يحدث، ومن الضروري استكمال عملية الإصلاح الاقتصادي وأن يكون الإصلاح في قطاع الاقتصاد الحقيقي وليس المالي فقط. فمن الضروري أن يتحول المجتمع إلى اقتصاد غير نقدي. ومن الضروري أيضاً مراجعة بعض التشريعات واستعمال القوانين المطلوبة في الإصلاح المؤسسي مثل قانون الإفلاس بالأخص، وآلية توزيع الأراضي، والتراخيص غير المكتملة.

١٠-٢ التوصيات:

- توصي الدراسة وفقاً لما تم استنتاجه من نتائج تطبيقية وتحليل للدراسات السابقة بالتالي:
- لا حرج على البلدان النامية ومن بينها مصر التي تنتهج سياسات التحول والتعديل الهيكلي في انتهاج سياسات رفع سعر الفائدة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة حسب المرحلة التي تمر بها والظروف الاقتصادية.
 - ينبغي أن يكون هدف السياسة النقدية الأهم هو الاستقرار السعري وأن يتخذ هذا الهدف أرقاماً محددة بدلالة معدل مستهدف للتضخم يتسم بالوضوح والاستقرار عبر الزمن.
 - يجب الاستفادة من البيئة الاقتصادية الحالية وأهم عناصرها نظام تعويم سعر الصرف والتي تم اعتماده في نوفمبر ٢٠١٦.
 - يجب على الحكومة مراعاة مجموعة من العوامل عند تحديد حزمة السياسات النقدية المتبعة أهمها ارتفاع الأسعار وموجات الركود التضخمي الذي يؤثر على استهلاك القطاع الخاص.
 - لا توجد سياسة اقتصادية تصلح للتطبيق في كل وقت، وعلى ضوء بعض المستجدات والأزمات التي أعاققت الوصول لبعض الأهداف بالسرعة المطلوبة، فإن السياسة النقدية في إطار من السياسة الاقتصادية للدولة ضروري أن تشهد بعض التوجهات الجديدة في المستقبل القريب.

المراجع

أولاً المراجع العربية:

- ١- أحمد عبد الحليم (٢٠٠٣)، "استقلالية البنك المركزي وأثرها على كفاءة إدارة السياسة النقدية: دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لمصر"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة
- ٢- أحمد عيد إبراهيم (٢٠٢٠)، محاضرات في السياسات المالية والسياسات النقدية، جامعة كفر الشيخ.
- ٣- محمود أبو العيون (١٩٨٩)، "التشابك المالي والنقدي وفعالية السياسة النقدية في مصر، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العددان ٤١٥-٤١٦ يناير-إبريل. القاهرة.
- ٤- محمود أبو العيون (٢٠٠٣)، "تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية" ورقة عمل رقم ٧٨، البنك المركزي المصري.
- ٥- سعدون حسين فرحان (٢٠١٣)، "تحقيق التكامل بين سياسة التضخم المستهدف واستقرار معدلات النمو في الاقتصاد المصري"، مركز الدراسات المستقبلية، العدد ٣٩
- ٦- سمير فخري (٢٠٠٧)، "العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات (مصر حالة دراسية للمدة ١٩٧٥-٢٠٠٦) رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- ٧- سهير محمد احمد (٢٠٠٦)، "قياس خطر سعر الفائدة وادارته لتحديد الهيكل المناسب لميزانية المصرف تطبيق في عينة من المصارف العربية للمدة من ٢٠٠٠-٢٠٠٣" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الموصل.
- ٨- سيف راضي محي (٢٠١٤)، "استهداف سعر الفائدة وأثره في الاستقرار النقدي بالعراق للمدة ١٩٩٠-٢٠١١" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- ٩- علي سلمان حسين (٢٠٠٨) "دور سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في حركة التدفقات المالية والدولية (مصر واليابان حالة دراسية) رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- ١٠- فاطمة عبد الله محمد (٢٠٢٠)، "أثر السياسات النقدية التوسعية على الاستهلاك الخاص لعينة من الدول النامية في الفترة ١٩٩٠-٢٠٢٠"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول مارس ٢٠٢٢
- ١١- مصطفى هاشم (٢٠٠١)، "قياس آثار السياسة المالية والنقدية على أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٧٤-٩٦/١٩٩٧ واتجاهاتها المستقبلية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس
- ١٢- منال جابر مرسي (٢٠١٧)، "تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد ٤٧، العدد ٤، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- ١٣- نادر شعبان إبراهيم (٢٠١٦)، "دراسة تحليلية لتقييم أداء آلية الإنترنتك الدولار والسياسات النقدية المصاحبة لها وأثرها على السلامة المالية لشركات قطاع التأمين" مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد الثاني، كلية التجارة، جامعة المنوفية.
- ١٤- يمن الحمافي (١٩٩٤)، "استقلالية البنك المركزي وأثره على السياسة النقدية"، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري.
- ١٥- اتحاد المصارف العربية www.uabonline.org

ثانياً) المراجع الأجنبية:

1. Abul-Eyoun, Mahmoud. 1995. "Dollarization in Egypt: The Effects of Economic Reforms" Middle East Studies Journal. No. 190/1995. Middle East Research Center. Ain Shams University. December.
2. Ftiti Zead, 2008, "Taylor rule and inflation targeting : Evidence from New Zealand". International Business and economics research journal, Vol.7, no1, pp131-150
3. Hacker , R., Kim, H., and Månsson, K. (2010), The Relationship between Exchange Rate and Interest Rate Differentials. CESIS Working Paper:127.
4. Handy, Howard. 2001. "Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead. Working paper series. No. 51, January. Egypt: The Egyptian Center for Economic Studies.
5. Mohamed A. El-Erian & Mahmoud A. El-Gamal, 2001, "Prospects for Arab Monetary Policy in the International Financial System, Egyptian Center For Economic Studies - ECES Working Paper No. 52
6. Mahmoud A. Jaradat & Saleh A. Al-Hhosban, 2014, "RELATIONSHIP AND CAUSALITY BETWEEN INTEREST RATE AND INFLATION RATE CASE OF JORDAN, INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS VOL 6, NO 4/pages:54-65
7. Rania Al-Mashat, 2008, "MONETARY POLICY IN EGYPT: A RETROSPECTIVE AND PREPAREDNESS FOR INFLATION TARGETING, Egyptian Center For Economic Studies - ECES Working Paper No. 134
8. Tarek Abdelfattah Moursi & Mai El Mossallamy, 2010, "MONETARY POLICY RESPONSE TO EXCHANGE RATE MOVEMENTS: THE CASE OF EGYPT, Egyptian Center For Economic Studies - ECES Working Paper No. 158
9. www.ecb.europa.eu
10. www.spglobal.com/ratings
11. www.unctad.org
12. www.oxfordeconomics.com

The Expected Effects of Raising the Interest Rate and the Depreciation of the Egyptian Pound on the Egyptian Economy

Dr. Ahmed Eid Ibrahim

Abstract:

The main objective of this paper is to study the effectiveness and extent of the success of the policy of raising interest rates and the depreciation of the Egyptian pound in targeting inflation and stability of the exchange rate in order to understand the requirements and challenges of monetary policy, Where We first shed light on the theoretical literature related to monetary policy and focusing on the policy of raising the interest rate as the most prominent tools used, and the results showed that the effect of the policy of raising interest rates appears in the short term, due to the ease of monetary policy adapting to economic conditions, but taking into account that the rest of the monetary policy tools are not a solution Quickly, it needs time to take effect, and it also needs further tightening of monetary conditions. The failure to raise interest rates would have put pressure on the Egyptian pound, as it would have prompted investors to sell their assets and invest their returns in dollar-denominated investments with high returns.

Keywords: Monetary Policy; interest rate; exchange rate; inflation targeting; contemporary challenges.