



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (25) – العدد الرابع – أكتوبر 2024



دراسة دور السياسة النقدية في الاستقرار المالي للعملة الأجنبية في ظل
التحديات الفكرية "دراسة تطبيقية لمصر"

Study the Role of Monetary Policy in the Financial Stability of Foreign Currencies In Light of Intellectual Challenges: “An Applied Study for Egypt”

إعداد

د/ الاء ممدوح محمد القاضي

مدرس – المعهد الكندي العالي للإدارة بالسادس من أكتوبر

2024-08-01	تاريخ الإرسال
2024-08-29	تاريخ القبول
رابط المجلة: https://jsst.journals.ekb.eg/	

ملخص البحث :

تتناول هذه الدراسة دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي للعملة الأجنبية في مصر، وذلك في ضوء التحديات الفكرية والاقتصادية التي تواجه البلاد. تهدف الدراسة إلى تحليل كيفية تأثير السياسة النقدية، التي تشمل أدوات مثل أسعار الفائدة وعمليات السوق المفتوحة، على استقرار سعر صرف الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية .

كما تتناول الدراسة التحديات التي تواجه صناع السياسة النقدية في مصر، مثل الضغوط التضخمية، نقص الاحتياطيات الأجنبية، وتأثير الأحداث الاقتصادية العالمية على الاقتصاد المصري. باستخدام بيانات تطبيقية وتحليل اقتصادي، حيث تستعرض الدراسة الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي المصري ومدى فعاليتها في تحقيق الاستقرار المالي.

في النهاية، تقدم الدراسة توصيات حول كيفية تحسين السياسة النقدية لتعزيز استقرار العملة الأجنبية، مع الأخذ في الاعتبار التجارب السابقة والتحديات المستقبلية.



• **Abstract :**

This study examines the role of monetary policy in achieving financial stability for foreign currencies in Egypt, considering the intellectual and economic challenges facing the country. The study aims to analyze how monetary policy, which includes tools such as interest rates and open market operations, impacts the stability of the Egyptian pound's exchange rate against foreign currencies.

The study also addresses the challenges faced by monetary policymakers in Egypt, such as inflationary pressures, shortages of foreign reserves, and the impact of global economic events on the Egyptian economy. Using empirical data and economic analysis, the study reviews the actions taken by the Central Bank of Egypt and evaluates their effectiveness in achieving financial stability.

In conclusion, the study offers recommendations on how to improve monetary policy to enhance the stability of foreign currencies, taking into account past experiences and future challenges.

● مقدمة البحث :

تهدف البنوك المركزية دائما لإدارة السياسة النقدية لتحقيق هدف استقرار الأسعار، كما تعمل باستخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على تكييف الأوضاع الاقتصادية، وتعتمد في ذلك على تغيير سعر الفائدة في الأجل القصير لتحقيق أهدافها الاقتصادية .

حيث يؤثر معدل الفائدة المعلن من قبل البنك المركزي على أسعار الفائدة الأخرى في الاقتصاد مثل أسعار الفائدة لقروض الإسكان أو قروض قطاع الأعمال، ومعدلات الفائدة على حسابات التوفير وأسعار بعض الأصول الأخرى في الاقتصاد، وهو ما يتم من خلا موازنة المحفظة المالية للأفراد وقطاع الأعمال؛ مما يؤثر على قرارات الاستثمار والاستهلاك ويؤثر في النهاية على النشاط الاقتصادي، وبالتالي و من خلال تغيير أسعار الفائدة .

حيث تساعد السياسة النقدية التقليدية البنك المركزي على تحقيق أهدافه الرئيسية، مثل التأثير على حجم الطلب الكلي والعمالة والتضخم و من ثم فإن رفع أسعار الفائدة يحد من النمو في الطلب الكلي والعمالة ويساعد بدوره على الحد من معدلات التضخم والعكس صحيح، ويتم ذلك في الظروف العادية للاقتصاد.

في ضوء أهمية التحولات الرقمية خلال العقد الثاني من القرن الحالي، زادت أهمية الخدمات المالية الرقمية ونشاط شركات التقنيات المالية الحديثة ، لقدرتها على زيادة كفاءة الخدمات المالية من خلال تقليل كلفة الحصول عليها والوقت اللازم لإنجازها من هنا تحول اهتمام البنوك المركزية إلى دعم التحول المالي الرقمي من خلال تبني سياسات وإجراءات لتشجيع تحول المؤسسات المالية نحو تقديم الخدمات المالية الرقمية، وأصبح ذلك أحد الأهداف التي تسعى إليها البنوك المركزية خاصة بعد انتشار جائحة كوفيد19 في عام 2020 حيث اهتمت البنوك المركزية بإصدار عملة رقمية كأحد الوسائل المستحدثة للبنوك المركزية.

في هذه الورقة البحثية إلي تحديد السياسة النقدية المثلى التي تحقق الاستقرار المالي في الاقتصاد المصري، بالاعتماد علي بيانات سنوية تغطي الفترة من 2000-2023. وعلى الرغم من وجود دراسات عديدة تتعلق بالسياسة النقدية المثلى ، إلا أن الرؤية تعد غير واضحة بشأن هدف الاستقرار المالي في دولة كمصر، والذي تزداد أهميته مع تكرار الأزمات المالية ، فضلاً عن المشاكل العديدة المصاحبة لاختيار مقياس محدد يعبر عن الاستقرار المالي ، وتسعي الورقة إلي قياس الاستقرار المالي بالاعتماد علي مقياس هيكلي جديد للعديد من المؤشرات (تشمل النظام المصرفي ، المخاطرة والعائد، والسلطات النقدية وجوانب أخرى) من خلال أسلوب



التحليل العاملي وأسلوب قيم ومتجهات أيجن للأوزان المثلي للتوليفة المطلوبة لمقياس الاستقرار المالي مع مراعاة فترات الإبطاء اللازمة لكل مؤشر. وقد تم قياس العلاقة بين الاستقرار المالي والسياسة النقدية (بجوانبها المختلفة) ومتغيرات رقابية أخرى من خلال أسلوب الانحدار الخطي المتعدد .

• مشكلة البحث و الفجوة البحثية :

تشير الورقة البحثية هنا إلى أن السياسة النقدية يمكن أن يكون لها تأثير كبير على استقرار العملات الأجنبية. وايضاً يمكن أن تؤثر تعديلات أسعار الفائدة على تدفقات رأس المال ، والتي بدورها يمكن أن تؤثر على أسعار الصرف. ومع ذلك ، فإن تأثير السياسة النقدية على العملات الأجنبية يتأثر بمجموعة من العوامل الاخرى بما في ذلك معنويات السوق والظروف الاقتصادية العالمية. في بعض الحالات ، قد تكون السياسة النقدية غير فعالة في تثبيت أسعار الصرف لا سيما في مواجهة التحديات الفكرية الكبيرة و هي عدم اليقين.

اما الفجوة البحثية تكمن في عدم وجود تحليل شامل لتأثير السياسة النقدية على استقرار العملات الأجنبية في سياق اقتصاد نامٍ مثل مصر، مع مراعاة التحديات الفكرية والاقتصادية الخاصة بهذا السياق.

هذه الفجوة تتطلب دراسة تعتمد على بيانات محلية وتحليل متخصص لقياس تأثير السياسة النقدية على الاستقرار المالي للعملات الأجنبية، مع التركيز على الظروف الاقتصادية الفريدة لمصر والتحديات التي تواجهها في هذا المجال.

• أهداف البحث:

تلعب السياسة النقدية دورًا حاسمًا في الحفاظ على استقرار العملات المحلية. ومع ذلك فإن تأثير السياسة النقدية على العملات الأجنبية أكثر تعقيدًا ويتأثر بمجموعة من العوامل. يهدف هنا البحث الى الإشارة الى أن السياسة النقدية يمكن أن يكون لها تأثير كبير على استقرار العملات الأجنبية ، ولكن يجب على صانعي السياسات أن يكونوا على دراية بالتحديات التي يواجهونها في الحفاظ على الاستقرار في مواجهة التحديات الفكرية. هناك حاجة إلى مزيد من البحث لاستكشاف تأثير التحديات الفكرية على فعالية السياسة النقدية في استقرار العملات الأجنبية.

و ذلك في ظل الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي لتنظيم عرض النقود وأسعار الفائدة من أجل تحقيق أهداف اقتصادية مثل تحقيق استقرار الأسعار والسيطرة على التضخم وتعزيز النمو.

• أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في استكشاف دور السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار العملات الأجنبية ، حيث ستحلل هذه الدراسة البيانات المتعلقة بأسعار الصرف وأسعار الفائدة وتدفقات رأس المال عبر مجموعة من الفترات الزمنية لجمهورية مصر العربية. سترجع الدراسة أيضاً الأدبيات المتعلقة بتأثير السياسة النقدية على العملات الأجنبية ، بما في ذلك التحديات التي تواجه صانعي السياسات في الحفاظ على الاستقرار.

• فرضية البحث:

1. هناك علاقة معنوية واضحة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي للعملات الأجنبية والتي قد تنطبق نتائجها على اقتصاد نامي صغير ومفتوح مثل مصر.

2. التحديات التي تواجه السياسة النقدية في استقرار العملات الأجنبية لها تأثير على تدفقات رأس المال.

• حدود البحث: الفترة الزمنية من (2000 – 2023).

• تصميم البحث:

1. منهجية البحث:

استخدام الأسلوب التحليلي و الاستقراضي و العاملي وأسلوب قيم ومتجهات أيجن للأوزان المثلي للتوليفة المطلوبة لمقياس الاستقرار المالي مع مراعاة فترات الإبطاء اللازمة لكل مؤشر. وقد تم قياس العلاقة بين الاستقرار المالي والسياسة النقدية ومتغيرات رقابية أخرى مجتمع البحث وعينته:

2. متغيرات البحث:

○ المتغيرات المستقلة: السياسات النقدية.

○ المتغيرات التابعة: الاستقرار المالي للعملات الأجنبية.

3. الأدوات الإحصائية المستخدمة: من خلال أسلوب الانحدار الخطي

المتعدد باستخدام اختبار السببية لجرنجر “ Granger Causality Test “



• الدراسات السابقة:

1. دراسة Aaron Mehrotra و Jochen Schanz بعنوان "تطوير الأسواق المالية والسياسة النقدية"

"هدفت الدراسة الى اظهار العلاقة بين تطوير الأسواق المالية (FMD) وأنظمة السياسة النقدية والسياسة النقدية التنفيذ متشابكة بشكل وثيق. حيث ناقشت تطورهم في الظهور اقتصادات السوق (EMEs) منذ أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين.

حيث بدا أن تطوير الأموال المحلية بشكل كاف وأسواق الديون كشرط أساسي لاستهداف التضخم. ولكن العديد من اختارت البنوك المركزية في الأسواق الناشئة في أوروبا أيضًا الأدوات والأهداف النقدية لتطوير هذه الأسواق. ووضحت بأن مرض الحمى القلاعية أدى إلى تحسن كبير في السياسة النقدية المحلية الانتقال. في الوقت نفسه ، أدى الشمول المالي إلى زيادة أهمية العوامل العالمية للظروف النقدية المحلية. و خلصت الدراسة بمناقشة كيف مكن مرض الحمى القلاعية البنوك المركزية من استخراج معلومات مفيدة منها لاسوق المالي .

2. دراسة Jan Frait و Mora Marek بعنوان "العودة إلى التعويم: الالتزام المؤقت لسعر الصرف من البنك المركزي التشيكي"

ناقشت هذه الورقة البحثية تجربة البنك المركزي التشيكي بسعر الصرف الموحد والمطبق من نوفمبر 2013 إلى أبريل 2017 باعتباره أداة إضافية للسياسة النقدية لتخفيف الظروف النقدية. تم مناقشة تطورات النظام المصرفي في تلك الفترة و كذلك والتطورات في سندات الحكومة التشيكية وأسواق المال فيما يتعلق بالتزامه بسعر الصرف المؤقت و هي بمثابة دراسة حالة لتدبير سياسي ناجح في نطاق صغير من التضخم المفتوح الذي يستهدف الاقتصاد بما يواجهه من مخاطر شديدة من الانكماش و تأثير معدل الفائدة الصفري على السياسة النقدية .

3. دراسة Mathias Drehmann و Agustin Villar بعنوان "تطوير الأسواق المالية في اقتصادات الأسواق الناشئة - نظرة عامة"

الهدف من الورقة البحثية هو التعرف على تطوير الأسواق المالية (FMD) و هو الذي يجمع المدخرات المحلية ورأس المال الأجنبي لتمويل الاستثمار طويل الأجل والاستهلاك، وهذا يتيح تقاسم المخاطر.

اذ تتضمن الدراسة مجموعة واسعة من المؤشرات لدعم المناقشات حول كيفية تأثير مرض الحمى القلاعية على السياسة النقدية والاستقرار المالي في اقتصادات الأسواق النامية (EMEs) على مدى العقدين الماضيين.

تعطي الدراسة نظرة عامة واسعة النطاق على الاتجاهات الرئيسية للأسواق المالية في الأسواق النامية بالاعتماد على البيانات المقدمة من البنوك المركزية المشاركة بواسطة BIS والبيانات الرسمية الأخرى ولكن توجد اختلافات كبيرة بين الدول النامية كما يتضح من الرسوم البيانية في الدراسة .

4. دراسة Giovanni Nina Boyarchenko و Moritz Schularick بعنوان "اعتبارات الاستقرار

المالي للسياسة النقدية: دراسة تجريبية بالأدلة وأهم التحديات"

تستعرض هذه الورقة البحثية العلاقة التجريبية بين نقاط الضعف في السياسة المالية والاقتصاد الكلي حيث تؤثر السياسة النقدية على هذا الارتباط. فعندما تتراكم نقاط الضعف بمرور الوقت مع ارتفاع كلاً من الرغبة في المخاطرة و التوسعات الاقتصادية؛ إلى حد ما يمكن معه التنبؤ بالأزمات المالية والتي لها عواقب حادة.

حيث وُجد أنه من الصعب تجريبياً ربط السياسة النقدية بالسياسة المالية لوجود نقاط ضعف في السياسة المالية، ويرجع ذلك جزئياً إلى طول فترة الدورات المالية مما يجعل من الصعب فصلها عن آثار التغييرات في السياسة النقدية من حيث تأثيرات دورة الأعمال الأخرى.

5. دراسة Ouarda Bacchetta, Philipp Rachel Cordonier بعنوان "ارتفاع سندات

العملات الأجنبية: دور السياسة النقدية الأمريكية وضوابط رأس المال" من النتائج غير المقصودة للسياسة النقدية الأمريكية الفضاضة زيادة التعرض لمخاطر العملات في الخارج.

باستخدام بيانات على مستوى الشركة حول إصدارات سندات الشركات في 16 من اقتصادات الأسواق الناشئة (EMEs) بين عامي 2003 و 2017 ، حيث أن شركات الأسواق الناشئة أكثر عرضة لإصدار سندات بالعملة الأجنبية عندما تكون أسعار الفائدة الأمريكية منخفضة.

اذ أن هذا التأثير مدفوع من قبل غير المصدرين ومن المثير للاهتمام أن ضوابط رأس المال على تدفقات السندات تقلل بشكل كبير من احتمالية إصدارها بالعملة الأجنبية ويمكنها حتى القضاء على التأثير السلبي لأسعار الفائدة المنخفضة في الولايات المتحدة في المقابل تعمل لوائح الصرف الأجنبي الاحترازية الكلية على زيادة إصدارات العملات الأجنبية بين الشركات غير المالية.

6. دراسة Aaron Mehrotra و Jochen Schanz بعنوان "تطوير الأسواق المالية

والسياسة النقدية" والتي تهدف إلى إظهار العلاقة بين تطوير الأسواق المالية وأنظمة السياسة النقدية وكيفية تشابكها بشكل وثيق.



- 7.دراسة Jan Frait و Marek Mora بعنوان "العودة إلى التعويم: الالتزام المؤقت لسعر الصرف من البنك المركزي التشيكي"، والتي تناقش تجربة البنك المركزي التشيكي بسعر الصرف الموحد كأداة إضافية للسياسة النقدية لتخفيف الظروف النقدية.
- 8.دراسة Mathias Drehmann و Agustin Villar بعنوان "تطوير الأسواق المالية في اقتصادات الأسواق الناشئة – نظرة عامة"، والتي تستعرض تأثير تطوير الأسواق المالية على السياسة النقدية والاستقرار المالي في اقتصادات الأسواق الناشئة.
- 9.دراسة Nina Boyarchenko و Moritz Schularick بعنوان "اعتبارات الاستقرار المالي للسياسة النقدية: دراسة تجريبية بالأدلة وأهم التحديات"، والتي تستعرض العلاقة التجريبية بين نقاط الضعف في السياسة المالية والاقتصاد الكلي.
- 10.دراسة Bacchetta Philipp و Rachel Cordonier و Ouarda بعنوان "ارتفاع سندات العملات الأجنبية: دور السياسة النقدية الأمريكية وضوابط رأس المال"، التي تتناول دور السياسة النقدية الأمريكية في زيادة التعرض لمخاطر العملات في الخارج.
- نقد الدراسات السابقة :

1. عدم تحديد العلاقة بين السياسة النقدية واستقرار العملات الأجنبية بشكل دقيق معظم الدراسات تركز على تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية أو الاقتصاد بشكل عام، ولكنها لا تقدم تحليلاً شاملاً لتأثير السياسة النقدية على استقرار العملات الأجنبية تحديداً. هذا قد يترك فجوة في الفهم الكامل للعوامل التي تؤثر على استقرار العملات الأجنبية.
2. التحديات الفكرية وتأثيرها على فعالية السياسة النقدية: بعض الدراسات تشير إلى التحديات الفكرية مثل حالة عدم اليقين الاقتصادي وتأثيرها على السياسة النقدية، ولكن هذه التحديات غالباً ما تُناقش بشكل نظري دون تقديم بيانات أو تحليل عملي يدعم هذه الفرضيات. وهذا يشير إلى نقص في الأدلة التجريبية التي توضح كيفية تأثير هذه التحديات على السياسة النقدية واستقرار العملات.
4. التركيز على الاقتصادات المتقدمة: العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين السياسة النقدية واستقرار العملات الأجنبية تركز على الاقتصادات المتقدمة، بينما تهمل الاقتصادات النامية مثل مصر. هذا يشير إلى فجوة في البحث تتعلق بكيفية تأثير السياسة النقدية في سياق اقتصادي مختلف، مثل اقتصاد الدول النامية الذي قد يواجه تحديات مختلفة تماماً.

الإطار النظري للبحث

وُلا : فعالية السياسة النقدية في استقرار العملات الأجنبية في مواجهة التحديات الفكرية:

السياسة النقدية هي مجموعة من الإجراءات التي تتخذها البنوك المركزية لتنظيم عرض النقود والائتمان في الاقتصاد. أحد الأهداف الأساسية للسياسة النقدية هو الحفاظ على استقرار الأسعار. يتم تحقيق ذلك من خلال تعديل أسعار الفائدة ومتطلبات الاحتياطي وعمليات السوق المفتوحة وغيرها من التدابير الأخرى، تمت دراسة فعالية السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار الأسعار على نطاق واسع وتبين أن لها تأثيرًا كبيرًا على الاقتصاد.

ومع ذلك ، فإن تأثير السياسة النقدية على العملات الأجنبية أكثر تعقيدًا. حيث يتأثر استقرار العملات الأجنبية بمجموعة من العوامل، بما في ذلك الأرصدة التجارية وتدفقات رأس المال و أدوات السوق و يمكن أيضاً أن تؤثر التحديات الفكرية ،مثل عدم اليقين الذي يحيط بالتوقعات الاقتصادية العالمية ، على استقرار العملات الأجنبية.

1. التحدي الأول: تحديد المستوى الأمثل لسعر:

إن تطبيق السياسة النقدية في سياق العملات الأجنبية لا يخلو من التحديات. يتمثل أحد التحديات الرئيسية في التحدي الفكري المتمثل في تحديد المستوى الأمثل لسعر الصرف للحفاظ على الاستقرار المالي. تحتاج البنوك المركزية إلى تحقيق توازن بين الحفاظ على سعر صرف تنافسي يدعم الصادرات مع الحفاظ على سعر صرف مستقر لا يؤدي إلى تقلبات مفرطة في تدفقات رأس المال. (Bernanke ,2004)

2. التحدي الثاني: حالة عدم اليقين:

التحدي الكبير الآخر هو حالة عدم اليقين في الأسواق المالية العالمية التي يمكن أن تخلق عدم استقرار في سعر الصرف. بالإضافة إلى ذلك ، يمكن لعوامل أخرى مثل الأحداث السياسية والحروب التجارية والكوارث الطبيعية أن تؤثر أيضاً على سعر صرف العملة الأجنبية للبلد ، مما يجعل من الصعب تحقيق استقرار سعر الصرف. (Bernanke ,2004)

على الرغم من هذه التحديات ، تواصل البنوك المركزية استخدام السياسة النقدية كأداة للحفاظ على الاستقرار المالي واستقرار سعر الصرف. مع تطوير الأدوات التحليلية المتقدمة و



أصبحت البنوك المركزية الآن مجهزة بشكل أفضل لإدارة المخاطر والتحديات المرتبطة بالسياسة النقدية في سياق العملات الأجنبية.

ثانياً: إمكانية تحقيق الاستقرار المالي في ظل أسعار الفائدة العالمية :

لقد سجلت أسعار الفائدة الحقيقية صعوداً عالمياً سريعاً مؤخراً و الذي كان نتيجة تشديد السياسة النقدية و ذلك استجابة لارتفاع مستويات التضخم. والسؤال المهم يطرح نفسه هو ما إذا كانت هذه الظفرة مؤقتة أم انعكاساً جزئياً لعوامل هيكلية.

فمنذ منتصف ثمانينات القرن العشرين، سجلت أسعار الفائدة الحقيقية تراجعاً مطرداً في جميع فئات آجال الاستحقاق وفي معظم الاقتصاديات المتقدمة. وتنعكس تلك التغيرات طويلة الامد في أسعار الفائدة الحقيقية على انخفاض سعر الفائدة الطبيعي، أي سعر الفائدة الحقيقي الذي تستقر معه معدلات التضخم عند مستوياتها المستهدفة ويتحقق معها مستوى التوظيف الكامل في الاقتصاد دون توسع أو انكماش.

اذ أن سعر الفائدة الطبيعي هو نقطة مرجعية تستخدمها البنوك المركزية في قياس موقف السياسة النقدية، وأداة مهمة لأغراض سياسة المالية العامة أيضاً. فعادة ما تسدد الحكومات ديونها على مدار عدة عقود، وبالتالي يساعد سعر الفائدة الطبيعي في تحديد تكلفة الاقتراض ومدى قدرة الحكومات على تحمل أعباء الدين العام. (Bernanke, 2004)

يمكن القول أن القوى العالمية لها دور مهم، لكن صافي تأثيرها على سعر الفائدة الطبيعي ظل محدوداً نسبياً. فالاقتصاديات الأسواق الصاعدة متسارعة النمو كانت بمثابة قوى جاذبة لمدخرات الاقتصاديات المتقدمة التي شهدت بالتالي ارتفاعاً في أسعار الفائدة الطبيعية نتيجة اتجاه المستثمرين إلى الاستفادة من أسعار العائد الأعلى في الخارج. ولكن نظراً لأن وتيرة تراكم المدخرات في الأسواق الصاعدة كانت أسرع من قدرة هذه البلدان على توفير أصول آمنة وسائلة، أعيد استثمار جزء كبير من هذه المدخرات في السندات الصادرة عن حكومات الاقتصادات المتقدمة مما أدى إلى تراجع أسعار الفائدة الطبيعية في هذه الاقتصادات، لا سيما منذ الأزمة المالية العالمية في عام 2008. هنا يمكننا تقسيم أثر سعر الفائدة على معدلات النمو لعدة محاور وهي :

- 1) عوامل الإنتاج: حيث يمكن تفسير التحركات المترابطة في أسعار الفائدة الطبيعية على مدار الأربعين عاما الماضية. بالإضافة إلى القوى العالمية المؤثرة على التدفقات الرأسمالية الصافية، إلى أن نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج (أي مجموع ما تنتجه جميع مدخلات عوامل الإنتاج في الاقتصاد) والقوى الديمغرافية، مثل التغيرات في معدلات الخصوبة والوفاء أو المدة التي يقضيها الأفراد في فترة التقاعد، من أهم العوامل وراء تراجع أسعار الفائدة الطبيعية.
- 2) الاحتياجات التمويلية: أيضاً أدى تزايد الاحتياجات التمويلية للمالية العامة إلى رفع أسعار الفائدة الحقيقية في بعض البلدان، مثل اليابان والبرازيل.
- 3) عوامل أخرى، مثل تزايد عدم المساواة أو تراجع أنصبة العمالة، دور أيضاً، وإن كانت أقل تأثيراً. وتبدو الصورة أكثر تبايناً في الأسواق

ثالثاً: التنسيق بين المالية العامة و السياسة النقدية :

تحتاج البلدان وقد بدأت تغلت من برائن الجائحة إلى معايرة دقيقة لسياسات المالية العامة. ومن السهل إدراك السبب: فالتدابير المالية الاستثنائية ساعدت على الحيلولة دون حدوث موجة أخرى من "الكساد الكبير"، لكنها تسببت أيضاً في رفع مستويات المديونية. فقد شهدنا في عام 2020 أكبر طفرة في الدين خلال عام واحد منذ الحرب العالمية الثانية، مع ارتفاع الدين العالمي - العام والخاص - إلى 226 تريليون دولار أمريكي.

ويعني هذا بالنسبة لكثير من البلدان ضمان الاستمرار في تقديم الدعم للنظم الصحية والفئات الأكثر هشاشة، مع تخفيض مستويات العجز والدين لتلبية احتياجاتها المحددة. فعلى سبيل المثال، هناك ما يدعو إلى التعجيل بخفض الدعم المالي في البلدان التي أحرزت تقدماً أكبر على مسار التعافي. وسيؤدي هذا بدوره إلى تيسير التحول في السياسة النقدية في هذه البلدان من خلال تخفيض الطلب ومن ثم المساعدة في احتواء الضغوط التضخمية.

وتواجه بلدان أخرى ولا سيما في العالم النامي مفاضلات أصعب بكثير فقد عانت هذه البلدان من ندرة مواردها المالية طوال الأزمة مما تسبب في إضعاف التعافي وتعميق الندوب الناجمة عن طول أمد كوفيد الاقتصادي. ولا يوجد مجال أمام هذه البلدان لكي تستعد لاقتصاد أكثر خضرة واعتماداً على الوسائل الرقمية في مرحلة ما بعد الجائحة.



فعلى سبيل المثال، وصف الصندوق في عام 2022 كيف تستطيع سياسات الإمداد الخضراء، بما في ذلك برنامج للاستثمارات العامة على مدار عشر سنوات، رفع الناتج العالمي السنوي بمتوسط 2% تقريبا مقارنة بالسيناريو الأساسي في المتوسط على مدار الفترة 2021-2030.

وكل هذه الإجراءات على صعيد السياسات يمكن أن تساعدنا في العثور على أسلوب حياة جديد لعالم أكثر عرضة للصدمات. غير أن الديون قد تشكل عائقا أمام هذه الإجراءات. إذ تشير تقديراتنا إلى أن حوالي 60% من البلدان منخفضة الدخل إما في حالة ديونوية حرجة بالفعل أو معرضة لمخاطر عالية تهدد ببلوغها، وهي نسبة تعادل ضعف المستويات المسجلة عام 2015. وستحتاج هذه الاقتصادات وغيرها الكثير إلى تعبئة المزيد من الإيرادات المحلية، والحصول على مزيد من المنح والتمويل الميسر، وكذلك المزيد من المساعدات من أجل التعامل الفوري مع الديون.

ويتضمن ذلك تعزيز الإطار المشترك الذي وضعته مجموعة العشرين لمعالجة الديون. وينبغي أن يبدأ العمل في هذا الخصوص بتجميد مدفوعات خدمة الديون أثناء التفاوض في ظل الإطار. وثمة حاجة لاعتماد إجراءات أسرع وأكثر كفاءة، مع مراعاة الوضوح في الخطوات المطلوبة، حتى يكون الجميع على دراية بالمسار المستقبلي، من تشكيل لجان الدائنين إلى إبرام اتفاقية لتسوية الديون. وينبغي أيضا إتاحة استخدام الإطار لعدد أكبر من البلدان المثقلة بالديون

رابعاً دور صندوق النقد الدولي في اصلاح الاختلالات و تحقيق الاستقرار الاقتصادي

:

يساهم الصندوق بدور هام في هذا المجال عن طريق تقديم أطر اقتصادية كلية وتحليلات لإمكانية الاستمرار في تحمل الديون. ونحن نشجع البلدان على زيادة الشفافية بشأن الديون، عن طريق طلب زيادة الإفصاح عن ديونها ودائنيها حال رغبتها في الحصول على تمويل من الصندوق وكذلك العمل مع البلدان الأعضاء من خلال المنهج متعدد الأبعاد للتعامل مع مكامن الخطر المتعلقة بالديون الذي يشترك في إعداده البنك الدولي .

ويمكن الدول الاعضاء من الاستفادة من التوزيع التاريخي لمخصصات حقوق السحب الخاصة بقيمة 650 مليار دولار أمريكي. فإلى جانب حياة وحدات حقوق السحب الخاصة الجديدة ضمن الاحتياطيات، بدأ عدد من البلدان بالفعل استخدامها لأغراض نافعة، مثل استيراد

اللقاحات في نيبال، والإنفاق على القطاع الصحي والإمدادات الحيوية لمواجهة الجائحة في مقدونيا الشمالية، وتعزيز القدرة على إنتاج اللقاحات في السنغال.

ولتعزيز أثر هذا التوزيع، نشجع على تحويل حقوق السحب الخاصة الجديدة من خلال الصندوق الاستثماري للنمو والحد من الفقر الذي نتيج من خلاله تسهيلات تمويلية ميسرة للبلدان منخفضة الدخل، والصندوق الاستثماري للصلاية والاستدامة الذي أنشئ مؤخرًا. ويستطيع "الصندوق الاستثماري للصلاية والاستدامة"، من خلال أسعار فائده الأدنى وآجال استحقاقه الأطول، أن يمول سياسات المناخ والتأهب للجوائح والتحول الرقمي التي من شأنها تعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي لعقود قادمة. وقد قدمت مجموعة العشرين دعماً قوياً للصندوق الاستثماري للصلاية والاستدامة، ونأمل أن يدخل حيز التنفيذ الكامل في الاعوام القادمة .

1- معالجة التضخم :

كثير من جوانب التضخم الحالي ليس مفهوماً تماماً فلماذا تضررت بعض الأسر بشدة في حين أن أسراً أخرى لا تكاد تشعر بأثره بل ربما تستفيد منه كيف تأثرت المعركة ضد التضخم بثخمة المدخرات والمدفوعات الحكومية التي أتت بها الجائحة؟ ما أهمية صدمات العرض ذات الصلة بالجائحة والغزو الروسي لأوكرانيا؟

إن الأهداف المتطورة للسياسة النقدية تزيد من صعوبة فهمنا للتضخم، فطالما ركزت السياسة النقدية على السيطرة على التضخم من خلال تحقيق الاستقرار على مستوى الطلب الكلي. ولكن في الآونة الأخيرة وسعت البنوك المركزية من نطاق أهدافها لتشمل الاستقرار المالي والمخاطر المناخية والجغرافية السياسية والشمول الاجتماعي.

وتسهم نماذج الاقتصاد الكلي بدور رئيسي في المساعدة على اجتياز هذا المشهد المعقد. فالنماذج تساعد صناع السياسات على تفسير الملاحظات التجريبية بشأن حالة الاقتصاد، وتشير إلى الكيفية التي ستؤثر بها مرتكزات السياسات المختلفة على أهدافهم ومن ثم تكون مرشداً لقراراتهم بشأن السياسات وتقيس النماذج الكمية نقاط القوة المختلفة المؤثرة، وتساعد على تقييم المفاضلات بين الأهداف المتنافسة غير أن النماذج التقليدية تتغاضى عن



أوجه عدم المساواة في الدخل والثروة وتفترض أن ما يعود بالنفع على المستهلك التقليدي حسب تعريفه في النماذج لا بد أن يعود بالنفع على الاقتصاد ككل (Eggertsson, 2013).

وهناك فئة جديدة من النماذج الكمية ملائمة بشكل خاص لإرشاد القائمين على البنوك المركزية في هذه الأجواء الجديدة على السياسة النقدية حيث يمثل توزيع الثروات والدخل اعتباراً أساسياً. وتجمع النماذج المعروفة باسم النماذج الكينزية الجديدة غير المتجانسين (HANK models) بين نماذج الوكلاء غير المتجانسين (المرتكز الرئيسي لخبراء الاقتصاد الكلي في دراسة توزيعات الدخل والثروة) وبين النماذج الكينزية الجديدة (الإطار الأساسي لدراسة السياسة النقدية والتغيرات في الطلب الكلي).

وتقدم "النماذج الكينزية الجديدة غير المتجانسين" دروساً جديدة عن إعادة التوزيع والتأثيرات غير المتجانسة للسياسة النقدية، وتسلط ضوءاً جديداً على الأهداف التقليدية للبنوك المركزية بشأن السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار على مستوى الناتج وفيما يلي أربعة دروس عامة وبعض الأفكار الأولية عن الكيفية التي يمكن أن توضح من خلالها هذه النماذج معالم بيئة التضخم المرتفع التي نعيشها حالياً.

وتنشأ القنوات غير المباشرة من خلال تأثير سعر السياسة النقدية على أسعار الفائدة الأخرى (مثل أسعار السندات والقروض العقارية)، وأسعار الأصول (مثل المساكن والأسهم)، وتوزيعات الأرباح والأجور، والضرائب الحكومية، والتحويلات. ويعتمد الحجم النسبي للقنوات غير المباشرة مقارنةً بالقنوات المباشرة اعتماداً أساسياً على مجمل الميل الحدي إلى الاستهلاك، والذي يُستخدم لقياس مقدار ما تنفقه الأسرة من دخلها الزائد وقياس ما تدخره أيضاً. وفي النماذج التقليدية التي تحاول التنبؤ بتأثير السياسة النقدية على المستهلك العادي، يكون الميل الحدي إلى الاستهلاك ضئيلاً وبالتالي تكون القنوات غير المباشرة غير ذات أهمية. وبدلاً من ذلك، صُممت النماذج الكينزية الجديدة غير المتجانسين على نحو يتسق مع الأدلة التجريبية على سلوك الاستهلاك والادخار. ويكون فيها مجمل الميل الحدي إلى الاستهلاك أكبر بنحو 10 مرات، وبالتالي فإن مختلف التأثيرات غير المباشرة تهيمن على آلية انتقال الآثار.

ماذا يعني هذا بالنسبة للسياسة النقدية؟ من خلال عدسة النماذج القديمة، فإن كل ما يحتاج البنك المركزي إلى معرفته للتنبؤ بالاستجابة للاستهلاك الكلي هو تقدير لمعلم واحد، وهو رغبة المستهلك في تأجيل المشتريات عندما ترتفع أسعار الفائدة "المرونة الإحلالية عبر الفترات

الزمنية" ولكن مع النماذج الكينزية الجديدة حيث تحتاج البنوك المركزية إلى معلومات أكثر دقة حول الجانب المتعلق بالأسر ضمن الاقتصاد وتحتاج أيضا إلى صورة كاملة لتوزيع الميول الحدية للاستهلاك ومصادر الدخل ومكونات الميزانيات العمومية للأسر بالإضافة إلى ذلك فإن أهمية القنوات غير المباشرة تعني أن انتقال آثار السياسة النقدية يتم من خلال تلك الآليات التي تسهم في تكوين أسعار السلع والمدخلات والائتمان والمساكن والأسواق المالية ولذلك تحتاج البنوك المركزية إلى فهم عميق لهياكل السوق واحتكاكاتها، فضلا عن المؤسسات التي تسهم بأدوار رئيسية في هذه الظروف، مثل الحكومات المحلية والنقابات والأجهزة التنظيمية). (Eggertsson, 2013)

2- عدم فصل السياسة النقدية عن السياسة المالية :

هناك مفهوم خاطئ آخر منتشر على نطاق واسع، وهو الرأي القائل بأن السياسة النقدية يمكن فصلها عن سياسة المالية العامة. ومن خلال تعريف عدم المساواة في الدخل والثروة، تعيد النماذج الكينزية الجديدة إرساء رابط قوي بين الاثنين، موضحة كيف تترك السياسة النقدية "بصمات مالية" مهمة. فعندما يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة تزداد تكاليف الاقتراض على الخزنة، ويتعين تمويل الزيادة من خلال زيادة الضرائب أو خفض الإنفاق سواء في الوقت الحاضر أو في المستقبل أو من خلال التضخم في المستقبل. وفي النماذج الكينزية الجديدة فإن الآثار الكلية لارتفاعات أسعار الفائدة تتأثر تأثيرا هائلا بتفاصيل التوقيت وكيف ومتى يمكن للحكومة أن تعويض هذا العجز المالي، ونوعية الأسر التي تتحمل العبء.

وهكذا فإن البصمة المالية للسياسة النقدية تُحقق المزيد من إعادة التوزيع مما يتسبب بدوره في تضخيم الصدمة أو تخفيفها، تبعا لما إذا كانت تُحوّل الموارد من المدخرين إلى المنفقين أو العكس. ويؤدي هذا العام إلى الحفاظ على رابطة لا تنفصم بين البنوك المركزية والخزانات فكلما زاد الدين الذي تدين به الحكومة وقصر أجله، كانت البصمة المالية أكبر. وبشكل أعم، تمثل هذه النماذج الجديدة أيضا بيئة طبيعية لدراسة آثار سياسة المالية العامة على الكفاءة الإنتاجية الكلية، ودرجة التأمين الاجتماعي، ومدى إعادة التوزيع بين الأسر.

3. الأداة الصحيحة لإعادة التوزيع :

تتفق الدراسات المعنية بالسياسة النقدية والمالية المثلى في النماذج الكينزية الجديدة على أن منافع الاستقرار الكلي تتضاءل أمام مكاسب التخفيف المباشر من حدة المعاناة.



والسياسات المثلى في هذه النماذج تفضّل بشكل يكاد يكون دائماً أن توجّه إعادة التوزيع إلى الأسر التي تعيش على الكفاف في فترات الهبوط الاقتصادي.

وقد يميل المرء إلى فهم هذا على أنه تأييد لاستخدام السياسة النقدية في تقاسم ثمار الرخاء والتخفيف من حدة الشدائد. بيد أن السياسة النقدية أداة حادة لإعادة التوزيع أو التأمين. والنماذج الكينزية الجديدة غير المتجانسين تخبرنا بأن سياسة المالية العامة أكثر ملاءمة على الأرجح لهذا الغرض، لأنها قد تكون أكثر دقة في استهداف المحتاجين للدعم.

وفي البيئة الاقتصادية الحالية، يعني هذا أن فهم الانعكاسات التوزيعية للتضخم على الأسر تكتسب أهمية بالغة في قياس انعكاساته الكلية. وتستهلك الأسر مجموعات مختلفة من السلع والخدمات، مما يجعل بعضها أكثر حساسية للتضخم من غيرها. فعلى سبيل المثال، الأسر الفقيرة التي تنفق نسبة كبيرة من دخلها على السلع الأولية، مثل الطاقة، يلحق بها ضرر أكبر في هذه الحالة. ويستفيد المقترضون مع هبوط القيمة الحقيقية لديونهم، في حين تخسر الأسر التي تمتلك مبالغ نقدية كبيرة أو مدخرات سائلة. ويمكن للعمال ذوي الأجور المرنة نسبياً (بسبب العلاوات والعمولات، على سبيل المثال) الحد من خسارة قوتهم الشرائية، بينما تتقلص الدخل الحقيقية للعمال الذين تخضع أجورهم الاسمية للتفاوض على نحو غير متكرر أو أولئك الذين يتقاضون الحد الأدنى للأجور.

وتعلّق أهمية بالغة على مستوى مدخرات الأسر الذي يؤثر على كيفية تأثير تغير أسعار الفائدة على الاستهلاك. ومن المهم بالمثل توزيع المدخرات على السكان وارتباطه برغبة الأسر في الإنفاق. فمثلاً، تتركز معظم المدخرات الزائدة التي نشأت عن القيود التي فرضتها الجائحة على الاستهلاك (مثل انخفاض مستوى الإنفاق على السفر وتناول الوجبات في المطاعم) في أيدي ميسوري الحال، وبالتالي يتم إنفاقها بمعدل منخفض للغاية. أما المدخرات الزائدة التي تراكمت من برامج التحويلات الحكومية الكبيرة خلال عامي 2020 و2021، فيتركز معظمها في الأسر منخفضة الدخل ويتم إنفاقها على نحو أسرع بكثير. ومعدل الإنفاق السريع يدعم الطلب الكلي ويضع معوقات أمام جهود البنك المركزي لكبح التضخم.

خامساً السياسة النقدية خلال فترة تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي:

وأخيراً، فإن أي تقييم كامل لآثار موجة التضخم الحالية على الرفاه لا يمكن أن يتجاهل أسبابه. ولا توجد إجابات واضحة حتى الآن بشأن الأهمية النسبية لصدمات العرض (بسبب

جائحة كوفيد-19 والحرب في أوكرانيا)، والتحفيز المالي الكبير في عامي 2020 و2021، والسياسة النقدية التيسيرية خلال هذا العقد منذ آخر موجة ركود وكان لكل عامل من هذه العوامل مكونات توزيعية وآثار غير متجانسة يتعذر فهمها ضمن قيود النماذج التقليدية.

وسيساعدنا استخدام النماذج الكينزية الجديدة على فهم الآثار الكاملة لهذه الموجة في التاريخ النقدي العربي في مصر، وما نتج عن هذه الأحداث من آثار سلبية علي مستوى النشاط الاقتصادي الكلي، ومع ظهور بوادر لاستقرار الحياة السياسية في مصر، اتجهت مصر نحو العمل علي علاج الاختلالات الاقتصادية، والذي عانى منها الاقتصاد المصري منها لفترات طويلة، فقامت مصر بالعمل علي تحرير سوق الصرف الأجنبي، وسعت جاهداً نحو العمل علي تفعيل برامج الإصلاح الاقتصادي علي المستوى الاقتصادي الكلي بالإتفاق مع صندوق النقد الدولي، وكان للسياسة النقدية دوراً محورياً في تفعيل هذه البرامج، والتي من شأنها العمل علي تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، والتمثلة في العمل علي الاستقرار في المستوى العام للأسعار، كذلك تحقيق معدلات بطالة منخفضة، والعمل علي رفع معدل النمو الاقتصادي بالإضافة إلى العمل علي الاستقرار في ميزان المدفوعات. وقد شهدت السياسة النقدية في تحقيق الإصلاح الاقتصادي في الاقتصاد المصري خلال الفترة من عام 1991 وحتى عام 2019 التطورات التالية.

يمكن التعرف على تطور السياسة النقدية خلال فترة تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في فترة التسعينيات من القرن الماضي في مصر من خلال التعرف على أهداف، وأدوات السياسة النقدية خلال تلك الفترة بالإضافة إلى التعرف على تقييم أهداف السياسة النقدية وأدواتها المستخدمة خلال فترة تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر كما يلي. (أبو العيون، 2003، ص 12-13)

1- أهداف السياسة النقدية خلال فترة تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي:

خلال نهاية الثمانينات من القرن الماضي وجد أن الاقتصاد المصري يعاني من اختلالات هيكلية متعددة، ذلك علي المستوى الداخلي، وعلي المستوى الخارجي، حيث تتمثل الاختلالات الهيكلية الداخلية في زيادة حجم الطلب المحلي عن الطاقة الإنتاجية المحلية، مما انعكس بالسلب على القطاع الخارجي في شكل اختلال ميزان العمليات الجارية، وميزان المدفوعات، وقد رأى العديد من الاقتصاديين أن مظاهر هذا الاختلال المحلي تنعكس بصورة واضحة علي مستوى



الضخم السنوي المغذي من مختلف مصادر التمويل، وطالب الاقتصاديون بضرورة العمل علي سد هذا العجز، والذي تساهم السلطات النقدية في تمويله بمصادر غير حقيقية.

مع بدايات التسعينيات من القرن الماضي وبالتحديد في عام 1991، قامت الحكومة المصرية بالإتفاق مع كلاً من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، حول الإتفاق علي تطبيق مقرر لبرنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي الأول. والذي يتمثل في حزمة من السياسات الاقتصادية المتعلقة بالإصلاحات المالية، والنقدية، وكذلك إصلاح القطاع المصرفي، وقد أهتم تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر بضرورة الاعتماد علي قوي السوق في مختلف الأسواق المالية بما فيها أسواق الصرف الأجنبي، التي تعاني من وجود تشوهات كبيرة ومستمرة بها، علي الرغم من محاولات الإصلاحات الجزئية التي ادخلت علي هذه الأسواق، وكذلك علي أسواق السلع والخدمات، كما أن اعتمدت فلسفة الإصلاح الاقتصادي في مصر في تلك الفترة علي ضرورة احتواء الطلب المحلي بناء علي المؤشرات السعرية المستندة إلي قوي السوق، مع العمل علي 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.

ولتحقيق هذا الهدف كان من الضروري البدء في العمل علي تحرير الأسواق المالية، وأسواق السلع من التشوهات التي تعاني منها، وتم بناء علي ذلك تحرير أسواق النقد، وأسواق الصرف الأجنبي من القيود الإدارية، بالإضافة إلي تحرير أسعار السلع من خلال تقليص القيود السعرية، ونظم التقنين الإداري في توزيع السلع، وكذلك البدء في اتخاذ خطوات نحو اصلاح القوانين الضريبية والجمركية، وفتح الباب أمام مشاركة القطاع الخاص في مختلف نواحي الأنشطة الاقتصادية، ذلك في إطار تطبيق قانون حق الامتياز، والذي اتاح للقطاع الخاص المشاركة في المشروعات القومية مثل إنشاء الطرق، والكباري، والمطارات وإدارة الموانئ في الدولة.

كما اننا نجد أن خلال تلك الفترة كان المرتكز الأسمي للسياسة النقدية يتركز في استهداف معدل الصرف، فكان نظام الصرف المتبع هو نظام التعويم المدار، وكذلك استهداف المعروض النقدي من خلال استهداف معدل استهداف معدل نمو السيولة المحلية.

ومن هذا المنطلق نجد أن السياسة النقدية تعاني من عدم اتساق اهدافها بشكل واضح، حيث أن البنك المركزي المصري يقوم باختيار فوائض احتياطات البنوك المقررة قانونياً، والمحتفظ

بها لدى البنك المركزي المصري، والذي ساهم في إمتصاص هذه الفوائض. وفيما يتعلق بالهدف الوسيط للسياسة النقدية الأكثر ارتباطاً بالهدف التشغيلي والهدف النهائي في نفس الوقت، فمن خلال المضاعف النقدي تم الاستقرار منذ بداية الاصلاح الاقتصادي علي أن يكون الهدف الوسيط هو صافي الاصول المحلية في الجهاز المصرفي، ثم تم تعديل الهدف الوسيط بعد ذلك ليصبح قيمة السيولة المحلية ومعدلات نموها بإعتبارها ذات التأثير الأهم علي الهدف النهائي للسياسة النقدية وهو العمل علي تحقيق الاستقرار في المستوي العام للأسعار.

2- أدوات السياسة النقدية خلال فترة تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادي:

قام البنك المركزي المصري لتفعيل برنامج الاصلاح الاقتصادي الأول بالإعتماد علي استخدام أدوات السياسة النقدية غير مباشرة في تحقيق أهداف السياسة النقدية خلال تلك الفترة، وقد تطلب التحول نحو استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في تحقيق أهداف السياسة النقدية ضرورة استخدام أداة ربط محورية بين كلاً من السياسة النقدية والسياسة المالية بهدف الأسترشاد بقوي السوق في تفعيل دور سوق النقد، وقد تم الاستقرار على استخدام أذون الخزانة كأداة لتفعيل دور السياسة النقدية في ذلك الوقت.

3- تقييم أهداف السياسة النقدية وأدواتها المستخدمة خلال فترة تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادي:

عند تقييم السياسة النقدية وأدواتها المستخدمة خلال فترة تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادي الأول فأننا نحاول معرفة مدي تحقيق البنك المركزي وهو الجهة المنوط بها رسم وتنفيذ السياسة النقدية لأهداف السياسة النقدية في مصر خلال تلك الفترة. حيث نجد أن خلال الفترة من عام 1990 من القرن الماضي وحتى نهاية يونيو 2001، نجد أن البنك المركزي المصري نجح في السيطرة على معدلات نمو السيولة المحلية إلى حد كبير فعمل على الحد من ارتفاع معدلات التضخم بال وصلت إلى حد خفضه إلى مستويات منخفضة للغاية، وهذا يعني إن السياسة النقدية خلال فترة تطبيق مصر لبرنامج الاصلاح الاقتصادي الأول، وذلك بإستخدام الأدوات الغير المباشرة، قد نجحت في تحقيق هدف الاستقرار في المستوي العام للأسعار، على الرغم من وجود تذبذب في معدل نمو السيولة المحلية M2، ويرجع السبب في ذلك إلى التعديلات التي تم إجراؤها على معدل الصرف، وأثرها على تقييم بعض عناصر ومكونات السيولة المحلية،



والتي لم تنعكس بسرعة في معدلات التضخم في ذلك الوقت. (أبو العيون، 2004، ص ص 31_30)

كما اننا عند تقييمنا لمدي فعالية السياسة النقدية في التأثير على اسعارالفائدة في القطاع المصرفي. فنجد أن على عكس الحال قبل تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادي، وعقب تحرير اسعار الفائدة في عام 1990 من القرن الماضي أظهر الإتجاه العام لأسعار الفائدة .

بالنسبة لدور البنك المركزي في إطار اسعار الفائدة، فنجد أنه في يونيو من عام 2005، قام البنك المركزي المصري بتحدد الحد الادني لسعر عائد الإيداع لمدة ليلة واحدة، والحد الأقصى لسعر عائد الإقراض لمدة ليلة واحدة، وقامت لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي بتحديد المدي الذي تتحرك خلاله عائد المعاملات بين البنوك لمدة ليلة واحدة، حيث يتم استخدام عائد المعاملات بين البنوك لمدة ليلة واحدة من جانب البنوك بهدف تسهيل عملية التشغيل.

• السياسة النقدية بعد أحداث 25 يناير عام 2011 وحتى عام 2022:

في أعقاب أحداث 25 يناير من عام 2011، وما نتج عنها من عدم استقرار الأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية، نجد أن شهدت السياسة النقدية للبنك المركزي المصري تغيرات عديدة حيث قام البنك المركزي المصري باستخدام آليات جديدة في إدارة السياسة النقدية في مصر على سبيل المثل استخدام آلية العطاءات، وتحريك سعر الفائدة، وكذلك تعديل بعض الإجراءات المنظمةة لعمل القطاع المصرفي، وقد لجأ البنك المركزي المصري خلال تلك الفترة كما نرى في السياق التالي: (المركز المصري للدراسات والمعلومات، يناير 2013)

اولا: جوانب الازمة الاقتصادية التي عانت منها مصر بعد أحداث 25 يناير من عام 2011:

1- كانت تعاني الموزانة العامة من وجود عجز بين الإيرادات والنفقات ولكن مع نشوب أحداث 25 يناير من عام 2011، زادت المطالب بزيادة أجور العاملين بالجهاز الإداري للدولة، وارتفاع مخصصات الدعم، وارتفع العجز الكلي من 8.1% العام المالي 2009 / 2010 إلى 10.8% العام المالي 2011/2012، مما عمل على زيادة حدة الاقتراض الحكومي من البنوك لتغطية هذا العجز وارتفاع أسعار فائدة أذون الخزانة العامة (91 يوم) إلى 14% في سبتمبر من عام 2012.

2- كما أن يشير الواقع أن الميزان التجاري المصري يعاني من عجز مستمر، كما أن أصبحت هذه هي السمة الأساسية للميزان التجاري المصري، ويرجع السبب في ذلك إلى الخلل الهيكلي في أداء الاقتصاد المصري خلال تلك الفترة، والذي من أهم أسبابه عدم الاهتمام بالجانب الانتاجي وأنشطة الاستثمار الانتاجية وعدم وجود هياكل انتاجية بالقطاعات الاقتصادية بالاقتصاد المصري. مما يؤدي إلى قلت الطلب على السلع والخدمات المحلية، وزيادة الطلب على السلع والخدمات الأجنبية مما ينتج عنه ارتفاع حجم الواردات عن حجم الصادرات، والذي يؤدي بدوره إلى وجود عجز في الميزان التجاري المصري بالفرق بينهما. كما ترتب على هذا حالة عدم الاستقرار السياسي التي شهدتها مصر، تراجع موارد النقد الأجنبي من السياحة، والذي ترتب عليه ارتفاع عجز الميزان التجاري المصري.

3- كما شهد معدل الصرف تغيرات حيث انخفضت قيمة الجنية المصري حيث وصلت إلى 704.78 للدولار، وهذا يرجع إلى ارتفاع سعر الدولار عالميا مما أثر على ارتفاع قيمة السلع والخدمات عالميا.

4- ما شهد معدل التضخم ارتفاعا خلال تلك الفترة نتيجة زيادة الطلب على السلع والخدمات وارتفاع أسعارها عالميا.

ثانيا: أهداف السياسة النقدية الجديدة للبنك المركزي المصري:

قامت لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي المصري، ذلك في جلستها المنعقدة في 24 نوفمبر من عام 2012، بتحريك أسعار كل من الخصم، والإيداع والإقراض ليلة واحدة بين البنوك ومعدل العائد على عمليات إعادة شراء الأوراق المالية ذات أجل (7) أيام، ذلك مقارنة بالعام المالي 2010/2011، والتي أبقى عليها دون تغيير، كما خفضت نسبة الاحتياطي النقدي، ويرجع السبب في إتخاذ البنك المركزي المصري الإجراءات الجديدة حتي يعمل على إتاحة مزيداً من السيولة للجهاز المصرفي، والتي تأكلت ذلك في ظل ارتفاع حجم الائتمان الحكومي بعد ثورة 25 يناير من عام 2011، كما قام البنك المركزي المصري باستخدام آلية العطاءات، وذلك في نهاية ديسمبر من عام 2012 بهدف تنظيم العرض والطلب على النقد الأجنبي محليا. (موقع البنك المركزي المصري).

ثالثا: تقييم السياسة النقدية الجديدة للبنك المركزي المصري:

أن البنك المركزي المصري قد استخدم أدوات مختلفة تعكس أهدافه فيما يتعلق بزيادة السيولة المحلية، وعملت على تحقيق التوازن بين العمل على تعزيز النمو، والحد من التضخم،



وكذلك الحفاظ نسبياً على قيمة العملة المحلية، بالرغم من مخاطر زيادة السيولة المحلية في الأجل المتوسط. كما اننا نجد أن قام البنك المركزي المصري باستخدام آلية العطاءات مما أدى إلى أثار العديد من التساؤلات حول المدى الزمني لتطبيق تلك الآلية، ومدى الجدوى الحقيقية من استخدامها في تحقيق الاستقرار في معدل الصرف. خاصة مع الاستمرار في اتجاه الهبوط مع تطبيق هذه الآلية، وهذا أن دل فإنه يدل على أن استخدام آلية العطاءات وحدها غير كافي على تحقيق الاستقرار في معدل الصرف، هذا في ظل استمرار وجزد التشوهات واختلال العوامل الهيكلية داخل الاقتصاد المصري في ذلك الوقت.

• السياسة النقدية من عام 2000 وحتى عام 2023:

اولاً: أهداف السياسة النقدية من عام 2000 وحتى عام 2023:

خلال عام 2000 اتجهت مصر إلى التطبيق الفعلي لبرنامج الإصلاح الاقتصادي، من خلال القيام بتنفيذ الحاسم لحزمة من البرامج تتمثل في الإصلاحات النقدية والمالية المتكاملة، والتي تعمل على تحقيق منظومة الإصلاح الاقتصادي المتكامل التي تتضمن برنامج الإصلاحات الهيكلية للمالية العامة بالدولة، والتي تهدف بالدرجة الأولى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وكذلك رفع معدل النمو الاقتصادي بعد المعاناه التي شهدها الاقتصاد المصري خلال السنوات الماضية. من خلال تمكين الاقتصاد المصري من مواجهة التحديات القادمة وإطلاق قدراته وتحقيق معدلات النمو والتشغيل المنشودة بما يتناسب مع قدرات وإمكانيات وموارد مصر الاقتصادية من طاقة بشرية، وموارد طبيعية، وكذلك موارد مادية. (Cecchetti, 2022)

وتجدر الإشارة أن اتجاه مصر لتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي من خلال القيام بإتخاذ العديد من الاجراءات، ومن بين هذه الاجراءات تبني مصر التحرير الثاني لسوق الصرف الأجنبي، وبالتحديد في 3 نوفمبر من نفس العام، حيث طاعن البنك المركزي المصري في بيان صحفي، تحرير سوق الصرف الأجنبي، وجعله يتم وفقاً لآليات العرض والطلب عليه، حيث قام البنك المركزي بإتخاذ القرارات التالية: (بيان البنك المركزي المصري)

- (1) إطلاق الحرية للبنوك العاملة في مصر في تسعير النقد الأجنبي، وذلك من خلال آلية الإنترنت.
- (2) العمل على رفع سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة بواقع 300 نقطة أساسي ليصل إلى 14.75% و 15.75% على التوالي.

3) العمل على رفع سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي بواقع 300 نقطة أساسي ليصل إلى 15.25%.

4) العمل على زيادة سعر الائتمان والخصم بواقع 300 نقطة أساسي ليصل إلى 15.25%.

5) السماح للبنوك بفتح فروعها حتى التاسعة مساءً، وكذلك أيام العطلة الأسبوعية بهدف القيام بعمليات بيع وشراء العملات، بالإضافة إلى صرف حولات العاملين المصريين بالخارج.

6) كما قرر البنك أنه لن يتم فرض شروط للتنازل عن العملات الأجنبية، ويضمن البنك المركزي أموال المودعين بالجهاز المصرفي بكافة العملات، ولا توجد أي قيود على إيداع وسحب العملات الأجنبية للأفراد والشركات، واستمرار حدود الإيداع والسحب للشركات التي تعمل في مجال استيراد السلع والمنتجات غير الأساسية فقط بواقع 50 ألف دولار يوميا بالنسبة للسحب.

كما أشار البنك المركزي المصري في بيانه حرصاً منه على تأكيد ثقته في الاقتصاد المصري، وتحقيق الاستقرار النقدي استهدافاً لمستويات أدنى من التضخم فقد قرر إتخاذ عدة إجراءات لتصحيح سياسة تداول النقد الأجنبي من خلال تحرير أسعار الصرف لإعطاء مرونة للبنوك العاملة في مصر لتسعير شراء وبيع النقد الأجنبي بهدف استعادة تداوله داخل القنوات الشرعية، والعمل على إنهاء التعامل بصورة تامة في الأسواق الموازية للنقد الأجنبي. (موقع البنك المركزي المصري)

وهناك أسباب أدت إلى إتجاه البنك المركزي المصري إتخاذ قرار تحرير سوق الصرف الأجنبي في مصر، حيث أن تبني البنك المركزي المصري التحرير الثاني لسوق الصرف الأجنبي في مصر عام 2016 جاء نتيجة لعدة أهداف اقتصادية نذكر منها. (عبد المجيد حسين، وآخرون، بدون تاريخ)

1- العمل على خفض عجز الموازنة العامة والدين العام، حيث سجلت نسبة العجز في الحساب الختامي لموازنة العامة خلال العام المالي 2016/2015 نحو 12.2%، مقارنة مع 11.5% في السنة المالية السابقة 2015/2014، كما تستهدف أيضاً خفض الدين العام الذي ارتفع بنسب كبيرة خلال الفترات الماضية.

2- كما يعد تحرير سوق الصرف الأجنبي بمثابة استكمال اصلاح منظومة الدعم وترشيد الإنفاق الحكومي، وتنفيذ أحد أهم اشتراطات صندوق النقد الدولي، حتي يتسني للحكومة المصرية الحصول على ثقة الصندوق، وموافقة على القرض الذي أعلن عنه بقيمة 12 مليار دولار.

3- العمل على خفض الواردات ووقف الاستيراد العشوائي، حيث تشير الأرقام والبيانات المتاحة إلى أن فاتورة الاستيراد بجمهورية مصر العربية تتراوح ما بين 70 و 80 مليار دولار سنوياً، وذلك



- نظرا أن طبيعية مصر أنها دولة استهلاكية بالدرجة الاولى تستورد احتياجاتها الاستهلاكية من الخارج، نظرا لعدم وجود جهاز انتاجي قادر على تلبية الاحتياجات الاستهلاكية الخاصة بها، وهذا يؤدي بدوره إلى الضغط على احتياطي الدولة المصرية من النقد الأجنبي.
- 4- العمل على زيادة الصادرات وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، خاصة أنه لا يمكن عودة الاستثمارات الأجنبية في ظل وجود سعرين للدولار في السوق، ووصول الفجوة بين السعر الرسمي للدولار وسعره في السوق السوداء إلى أكثر من 100%.
- 5- سعي الحكومة المصرية إلى تحقيق التوازن المطلوب بين الاجراءات الترشيدية والاحتواء الكامل لأنها على محدودى الدخل، من خلال زيادة حصيلتها الدولارية، وتمكنها من توفير الدعم لمحدودي الدخل فقط، وربما يتبع إجراء تحرير معدل الصرف إجراء آخر يتمثل في التحول من الدعم العيني إلى الدعم النقدي لمحدودي الدخل.
- 6- العمل على تمكين البنك المركزي المصري من الإلتزام بتوفير الدولار لسد الفجوات الاستيرادية في السلع الأساسية والاستراتيجية، خاصة أنه مع قرار رفع الفائدة على السندات والشهادات الدولية ارتفعت حصيلة البنوك المصرية في الساعات الأولى من صدور قرار التعويم بنحو 8 أضعاف، وفقا لما أعلنه رؤساء أكبر بنوك في مصر في ذلك الوقت.
- 7- العمل على القضاء على ظاهرة الدولار والمضاربة على الدولار في السوق السوداء، التي يوجد بها أكثر من 40 مليار دورة وفقا لتقديرات غير رسمية، بينما لا تمتلك خزانة البنك المركزي المصرية سوي 19.5 مليار دولار فقط خلال تلك الفترة.
- 8- العمل على القضاء على حالة القلق والحذر والتخبط الذي يسيطر على سوق الصرف الأجنبي بمصر، حيث من المتوقع أن تسهم القرارات الجديدة في كشف حجم العرض والطلب الحقيقيين على الدولار، بعكس الصورة الوهمية التي يحاول تجار العملة والمضاربون على الدولار تصديرها لتتمكن من رفع معدل صرف الدولار الذي وصل مستويات 18.5 جنيه، بسبب المضاربات العنيفة، وليس بسبب الطلب الحقيقي على الدولار.
- 9- العمل على إستهداف معدلات منخفضة من التضخم التي وصلت إلى مستويات صعبة خلال الفترة السابقة، وكان من المتوقع ومع عدم تدخل البنك المركزي المصري، أن تسجل مستويات جديدة لتصبح حقيقة يصعب التعامل معها على المدى القصير، لكن مع استيعاب السوق لصدمة تحرير العملة نجد أن تبدأ الاسعار في العودة إلى معدلاتها الطبيعية، مما ينعكس إيجابا على معدلات التضخم التي نجد أنها انخفضت على المدى المتوسط والبعيد والمستهدف.

10- العمل على تنشيط حركة التداول بالبورصة المصرية التي شهدت خروج جزء كبير من السيولة خلال الفترات الماضية للمضاربة على الدولار، والذي انعكس بشكل سلبي على أحجام وقيم التداول، وهروب المستثمرين العرب والأجانب من السوق المصرية، خاصة أنها شهدت حالة من عدم الاستقرار والخسائر الحادة خلال الفترة الماضية.

ثانياً: أدوات السياسة النقدية من عام 2000 وحتى عام 2023:

أهم انعكاسات تحرير سوق الصرف الأجنبي هو الارتفاع الملاحظ في معدلات التضخم، لأن مصر تعتبر من الدول المستوردة لأهم مستلزمات الحياة في مصر، وأهمها المواد الغذائية، والمنتجات البترولية، وقد إستلزم ارتفاع معدلات التضخم بمعدلات غير مسبوقه أن يتم استخدام أدوات السياسة النقدية للعمل على القضاء على ارتفاع معدلات التضخم، حيث قام البنك المركزي باستخدام أداة سعر الفائدة لتشجيع الادخار بالعملة المحلية من خلال رفع سعر الفائدة على هذه الودائع مقابل انخفاض سعر الفائدة على الودائع بالعملة الأجنبية، وقد كان لرفع سعر الفائدة بالعملة المحلية أثرين:

الأثر الأول: تقليل الطلب على العملات الأجنبية بالدولار، مما ساعد في استقرار معدل الصرف، ثم انخفاض هذا المعدل خلال عام 2021.

الأثر الثاني: زيادة حجم المدخرات المحلية، مما ساهم في تقليل القوة الشرائية للمستهلكين في مصر، وبالتالي الحد من معدلات التضخم وانخفاض هذه المعدلات في المستقبل.

بالإضافة إلى أن قيام البنك المركزي المصري بتحرير معدل الصرف، أدى إلى ارتفاع معدل التضخم بصورة شديدة، مما أدى بدوره إلى قيام البنك المركزي المصري باستخدام أداة سعر الفائدة من خلال القيام برفع اسعار الفائدة واستحداث اوعية ادخاريه ذات اسعار فائدة عالية (شهادات استثمارية)، بهدف حث المواطنين على القيام بادخار اموالهم في هذه الوعية الادخارية، والذي يهدف إلى تحجيم الأموال السائلة لدي المواطنين، والتي يتم التصرف فيها بواسطة الاستهلاك من السلع والخدمات، والتي تكون مصدرها الاساسي الواردات الأجنبية من السلع والخدمات، مما يؤثر بدوره في زيادة حجم الطلب على النقد الأجنبي، وكذلك أثاره السلبية على ميزان المدفوعات، كل هذا يؤدي إلى زيادة المستوي العام للأسعار بصورة أكبر، وبالتالي زيادة معدل التضخم بصورة كبيرة.



كما تجدر الإشارة إلى أن قامت لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي المصري خلال العام المالي 2018/2017، باستخدام معدل إعادة الخصم من خلال الإبقاء على سعر الائتمان والخصم عند مستوى 17.25%، وكذلك الإبقاء على سعر الإيداع عند مستوى 16.75%، وسعر الإقراض عند مستوى 17.75%. بالإضافة إلى قيام البنك المركزي باستخدام نسبة الاحتياطي حيث قررت لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي بزيادة نسبة الاحتياطي، حيث شهد عام 2018 ارتفاع كمية الاحتياطي من 249 مليار إلى 257 مليار، كما شهد ارتفاع متوسط قيمة الاحتياطي، وتهدف هذا الزيادة في نسبة الاحتياطي لخفض حجم السيولة في السوق، للتأثير على الضغوط التضخمية في تلك الفترة، هذا بالمقارنة بعام 2012، والذي شهد قرار البنك المركزي خفض نسبة الاحتياطي، والذي يهدف آنذاك إلى إتاحة السيولة بالبنوك لمنح الائتمان في السوق. (موقع البنك المركزي المصري)

أن البنك المركزي المصري قام بالالتزام بدورة الرئيس والفعال وهو السلطة النقدية المنوط بها رسم وتنفيذ السياسة النقدية، والتي تستخدم في تحقق أهداف السياسات الاقتصادية في أي دولة، حيث استخدام البنك المركزي المصري أدوات السياسة النقدية المختلفة وبتحديد سعر الفائدة، ومعدل الصرف الأجنبي حيث استخدام البنك أداة سعر الفائدة وقيام بالمراجعة الدورية من جانبه لهذه الأداة، وهذا جاء من ادراك البنك المركزي المصري لأهمية هذه الأداة، ومدى الدور الذي تلعبه هذه الأداة كأحد أهم أدوات السياسة النقدية في علاج المشكلات الاقتصادية ومنها ارتفاع معدل التضخم. حيث تعد أداة فاعلة ومساندة في الاقتصاد ذلك في ظل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، واتجاه البنك المركزي المصري تطبيق قرار تحرير سوق الصرف الأجنبي. هذا كله يعكس أهداف الحكومة المصرية فيما يتعلق بتطبيق مصر برنامج الإصلاح الاقتصادي، والمتفق عليه مع صندوق النقد الدولي. والذي يهدف إلى رفع معدل النمو الاقتصادي وتحقيق الإصلاح الاقتصادي المنشود. من خلال قيادة بتنفيذ توجيهات صندوق النقد الدولي بالشكل الذي يحقق أهداف تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر.

أوضحنا فيما سبق كيفية الوصول إلى المؤشر المركب للاستقرار المالي، وسوف نسعي هنا لصياغة النموذج الذي نقدر من خلاله العلاقة بين الاستقرار المالي كمتغير تابع وكل من السياسة النقدية ومتغيرات رقابية أخرى كمتغيرات مستقلة. وباستعراض ما ورد بالدراسات النظرية والتطبيقية التي بحيث موضوع الاستقرار المالي وعلاقته بالسياسة النقدية، لاحظ الباحث أن أغلب الدراسات استخدمت الصيغة الخطية لتعبير عن علاقة السياسة النقدية بالاستقرار المالي، ولإضافة قام الباحث بدراسة الشكل العام للبيانات للمتغير التابع (الاستقرار المالي)

ومتغيرات السياسة النقدية والمتغيرات الرقابية الأخرى كمتغيرات مستقلة. وقد اتضح أن أغلب المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي وتتخذ شكلاً خطياً، مما يؤكد مدى تناسب الشكل الخطي للنموذج المستخدم، وبإدخال كل المتغيرات السابقة التي تؤثر على الاستقرار المالي يمكن تحديد النموذج في الشكل الآتي (انظر ملحق (1) الخاص برموز متغيرات النموذج ومصادر بياناتها وكيفية قياسها).

$$FI14G = b0 + b1 FI14GT + b2 EGR + b3PPIr + b4PPIr1 + b5GI \\ + b6 FL + b7 CBrt + b8ER + b9ERT + b10MG \\ + b11IT + b12IT + b13MSR + b14MSR1 + u$$

وتمثل $b0$ ثابت المعادلة (قيمة الاستقرار المالي عندما تكون قيم جميع المتغيرات المؤثرة بالمعادلة صفر). وتمثل $b1, b2, b3, b4, b5, b6, b7, b8, b9, b10, b11, b12, b13, b14$ معاملات الانحدار للمعادلة والتي تقيس أثر التغير في المتغيرات المستقلة (وهي علي التوالي الاستقرار المالي للعام السابق، معدل النمو الاقتصادي، صافي الاستثمار الخاص غير المباشر لنفس العام، صافي الاستثمار الخاص غير المباشر للعام السابق، عدم الاستقرار الحكومي، التحرير المالي، عجز الحساب الجاري قبل التحويلات، التغير في قيمة العملة الوطنية، إستراتيجية سعر الصرف المستهدف، إستراتيجية المعروض النقدي المستهدف، معدل التضخم، معدل الفائدة علي الودائع، معدل نمو المعروض النقدي لنفس العام، معدل نمو المعروض النقدي للعام السابق) عندما يتغير كل عنصر بمقدار واحد علي الاستقرار المالي. وتمثل u أثر الخطأ العشوائي.

النتائج العملية للبحث Empirical results of the research

1- نتائج مؤشر الاستقرار المالي:

- نتائج التحليل العاملي لمؤشرات الاستقرار المالي: بتطبيق التحليل العاملي علي المؤشرات المختارة للاستقرار المالي $Fi1t, Fi4t, Fi9t, Fi7, Fi6, Fi11$ (انظر البيانات الخام الخاصة بها في ملحق مع مراعاة فترات الإبطاء التي تقرأها الدراسات السابقة بشأن تلك المؤشرات تم الحصول علي النتائج الآتية:



• نتائج الملاءمة للبيانات المستخدمة في الدراسة للتحليل العاملي:

.680	Kaiser-Meyer-Olkin Measure of sampling Adequacy.	
27.593	Approx. Chi-Square	Bartlett's Test of Sphericity
15	Df	
.024	Sig.	

B2 .Correlation Matrix

Fi11	Fi9t	Fi6	Fi7	Fi4t	Fi1t	Correlation
.035	-.235	-.107	.056	-.107	1.000	Fi1t
-.334	-.091	.235	-.538	1.000	-.107	Fi4t
.412	.255	.398	1.000	-.538	-.056	Fi7
.230	.232	1.000	.398	-.235	-.107	Fi6
.040	1.000	.232	.255	-.091	-.235	Fi9t
1.000	.040	.230	.412	-.334	.035	Fi11

ويتضح من مراجعة النتائج السابقة:

- أظهر مقياس Kaiser-Meyer-Olkin (K-M-O) قيمة 0.68 (شرط الملائمة أن يكون قيمة $K-M-O < 0.6$).
 - أظهر اختبار Bartlett معنوية قيمتها 0.24 (شرط الملائمة $sig. > 0.05$).
 - توضح مصفوفة الارتباط للمؤشرات المختلفة للاستقرار المالي Correlation matrix قيم كثيرة نقل عن 4 مما يؤكد أن الارتباط بين المؤشرات غير تام.
- وهكذا تتناسب البيانات المستخدمة مع التحليل العاملي بشكل جيد وفيما يلي نوضح تلك النتائج:
- (ب) نتائج تحديد المؤشرات المستخدمة في قياس المؤشر المركب للاستقرار المالي:

A1-Total Variance Explained

Extraction Sums of Squared Loadings			Initial Eigenvalues			Component
Cumulative%	% of Variance	Total	Cumulative%	% of Variance	Total	
36.400	36.400	2.184	36.400	36.400	2.184	1 Fi1t

57.758	21.357	1.281	57.758	21.357	1.281	2 Fi4t
			70.602	12.844	.771	3 Fi7
			82.565	11.963	.718	4 Fi6
			93.310	10.745	.645	5 Fi9t
			100.000	6.690	.401	6 Fi11

Extraction Method: Principal Component Analysis.

وبتحليل النتائج السابقة خلص الباحث أن:

بإعادة النظر إلى جدول (2) نجد أن قيمة معامل التحديد R^2 جيدة حيث بلغت $R^2 = 566.6\%$. كما تحققت معنوية النموذج ككل وقد بدا ذلك واضحاً في قيمة F_{sig} والتي وصلت لقيمة أقل بكثير من 01 (كانت 003) مما يؤكد أن النموذج فسر بدرجة عالية التغيرات في المتغير التابع (الاستقرار المالي) مما يشير إلى جودة النموذج المستخدم. وتؤكد قيمة مؤشر Durbin –Watson ذلك (2.302).

وبإعادة النظر إلى جدول (2) نجد أن جميع متغيرات السياسة النقدية كان لها علاقة معنوية واضحة بالاستقرار المالي حيث جاءت قيمة T المحسوبة تفوق قيمتها الجدولية عند مستوي دلالة معنوية 05 باستثناء متغير المعروض النقدي المستهدف الذي أوضح علاقة غير معنوية مع الاستقرار المالي. وتؤكد تلك النتائج صحة الفرض الرئيسي للبحث من وجود علاقة معنوية واضحة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي.

• نتائج البحث :

أوضحت النتائج أن هناك متغيرات تتعلق بالسياسة النقدية كان لها أثرها الواضح في التأثير على الاستقرار المالي وهي التي تحققت لها معنوية عالية لمعاملاتها أقل من 05% ووصلت في بعض المتغيرات إلى 1% وهي حسب أهميتها بالترتيب: معدل الفائدة الاسمي علي الودائع، معدل نمو المعروض النقدي للعام السابق، معدل التضخم، المعروض النقدي لنفس العام، معدل التغير في قيمة العملة الوطنية، إستراتيجية سعر الصرف المستهدف. وتعد النتائج السابقة غير مخالفة لما أورده الباحث من تحليل للدراسات السابقة، مما يؤكد تناسب التحليل النظري للبحث والجانب التطبيقي، فقد جاءت العلاقة عكسية بين الاستقرار المالي وكل من معدل الفائدة والمعروض النقدي للعام السابق، التغير في قيمة العملة الوطنية، الاستراتيجية سعر الصرف المستهدف، ومعدل التضخم وهو ما يؤكد مدي صحة الفروض الفرعية الخمسة للبحث حيث تم رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل لها.



• توصيات البحث :

1. تعزيز التنسيق بين السياسة النقدية والمالية

- من الضروري تعزيز التنسيق بين السياسات النقدية والمالية لضمان تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في ظل الأوضاع الاقتصادية المتغيرة. ينبغي أن يكون هناك تعاون وثيق بين البنك المركزي ووزارة المالية في مصر لضمان استجابة فعالة للتحديات الاقتصادية وضمان استقرار الأسعار واستقرار العملة.

2. تطوير أدوات السياسة النقدية:

- يجب على البنك المركزي المصري مواصلة تطوير وتحديث أدوات السياسة النقدية لتكون أكثر فعالية في مواجهة التحديات الفكرية والاقتصادية، مثل تقلبات أسعار الفائدة العالمية والتدفقات الرأسمالية. من المهم أن يتبنى البنك المركزي استراتيجيات مرنة تستجيب للتغيرات السريعة في البيئة الاقتصادية العالمية.

3. تشجيع التحول الرقمي في القطاع المالي :

- في ضوء التحولات الرقمية المتسارعة، من المهم أن تواصل البنوك والمؤسسات المالية تبني التقنيات المالية الحديثة وتعزيز الخدمات المالية الرقمية. سيساهم ذلك في تحسين الكفاءة وزيادة الشمول المالي، مما يدعم استقرار الاقتصاد.

4. ادارة المخاطر المرتبطة بالتقلبات العالمية:

- ينبغي على البنك المركزي تطوير استراتيجيات لإدارة المخاطر الناتجة عن التقلبات في الأسواق المالية العالمية والأحداث الجيوسياسية. يتطلب ذلك استخدام أدوات تحليلية متقدمة لتقييم تأثير هذه العوامل على الاقتصاد المصري واتخاذ التدابير الوقائية المناسبة.

5. تشجيع البحث والتطوير في مجال السياسة النقدية:

- من المهم تشجيع البحث العلمي المتخصص في مجال السياسة النقدية، لا سيما فيما يتعلق بأثرها على الاستقرار المالي في الاقتصادات النامية. يجب أن تتضمن هذه الأبحاث

دراسات مقارنة وتقييمات مستمرة لأثر السياسات النقدية الحالية وتقديم توصيات لتعديلها بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية.

6. مراجعة دور السياسة النقدية في دعم الاستقرار المالي:

- ينبغي مراجعة دور السياسة النقدية بشكل دوري للتأكد من فعاليتها في دعم الاستقرار المالي، مع مراعاة التحديات الجديدة مثل التغيرات في أسعار الفائدة العالمية وارتفاع معدلات التضخم. يمكن أن تشمل هذه المراجعة تقييم تأثير السياسات النقدية على مختلف القطاعات الاقتصادية واتخاذ قرارات بناءً على هذا التقييم.

● خاتمة البحث:

تشير هذه التوصيات إلى الحاجة إلى تعزيز قدرة السياسة النقدية على مواجهة التحديات المعاصرة وضمان الاستقرار المالي في مصر، مع التركيز على الابتكار والتطوير المستمر للأدوات والسياسات. من خلال تنفيذ هذه التوصيات، يمكن تعزيز قدرة الاقتصاد المصري على تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في ظل بيئة اقتصادية عالمية متغيرة.



• المراجع :

Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (2022). The federal funds rate and the channels of monetary transmission. *American Economic Review*, 82(4), 901-921.

Taylor, J. B. (2023). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

Mishkin, F. S. (2016). The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy. *NBER Working Paper No. 5464*.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

Christiano, L. J., Eichenbaum, M., & Evans, C. L. (1999). Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *Handbook of Macroeconomics*, 1, 65-148.

Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory. *Quarterly Journal of Economics*, 115(1), 147-180.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (2015). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

Svensson, L. E. O. (2019). Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, 41(6), 1111-1146.

Kuttner, K. N. (2011). Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market. *Journal of Monetary Economics*, 47(3), 523-544.

Goodfriend, M., & King, R. G. (1997). The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 231-283.

- Cecchetti, S. G., & Krause, S. (2022). Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: Exploring empirical relationships. Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis, 84, 47-60.**
- McCallum, B. T. (2011). Should monetary policy respond strongly to output gaps? American Economic Review, 91(2), 258-262.**
- Bordo, M. D., & Jeanne, O. (2012). Monetary policy and asset prices: Does 'benign neglect' make sense? International Finance, 5(2), 139-164.**
- Bernanke, B. S., Reinhart, V. R., & Sack, B. P. (2014). Monetary policy alternatives at the zero bound: An empirical assessment. Brookings Papers on Economic Activity, 2004(2), 1-78.**
- Carlstrom, C. T., & Fuerst, T. S. (2017). Agency costs, net worth, and business fluctuations: A computable general equilibrium analysis. American Economic Review, 87(5), 893-910.**
- Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2013). The zero bound on interest rates and optimal monetary policy. Brookings Papers on Economic Activity, 2003(1), 139-211.**
- Orphanides, A. (2011). Monetary policy rules based on real-time data. American Economic Review, 91(4), 964-985.**
- Giannoni, M. P., & Woodford, M. (2013). Optimal interest-rate rules: I. General theory. NBER Working Paper No. 9419.**
- Walsh, C. E. (2009). Monetary Theory and Policy (3rd ed.). MIT Press.**
- Gertler, M., & Karadi, P. (2011). A model of unconventional monetary policy. Journal of Monetary Economics, 58(1), 17-34.**