

السياسة النقدية:

الاستقرار الاقتصادي وأشياء مهمة أخرى (٢٠١٤-٢٠١٧)

د. شرين الشواربي

أستاذ الاقتصاد بكلية الاقتصاد
والعلوم السياسية - جامعة القاهرة

استخدامها خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠١٧)؛ ويقدم القسم الثاني تقييم مبدئي لمدى نجاح السياسة النقدية في تحقيق الأهداف المعلنة للبنك المركزي المصري والنتائج المختلفة التي صاحبته. وأخيراً، يلخص القسم الثالث أهم ما توصلت له الورقة، ويبين أهم ما يجب أن يراعيه صانعو السياسة النقدية والسياسة الاقتصادية بشكل عام خلال الأعوام المقبلة.

أولاً: تطور السياسة النقدية خلال ٢٠١٤-٢٠١٧

لعل أهم ملف في السياسات الاقتصادية الكلية خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٧ هو ملف السياسة النقدية وتحدياتها الخاصة بندرة موارد النقد الأجنبي حتى آخر ٢٠١٦، وارتفاع معدلات التضخم في ٢٠١٧ مما يضر بمستويات المعيشة، وارتفاع أسعار الفائدة مما يهدد توسع القطاع الخاص في الاستثمار واحتواء الحكومة لأعباء تكلفة الدين العام وبالتالي محاولاتها لتخفيض عجز الموازنة.

وقد بدأت في عام ٢٠١٤ سلسلة من الإصلاحات في إطار تحقيق البرنامج الانتخابي الذي ترشح على أساسه الرئيس عبد الفتاح السيسي. ومن البداية بدا أن التمويل اللازم لإنجاز طموحات هذه المرحلة يفوق الإمكانيات المتاحة؛ خاصة مع تزايد العجز في الموازنة العامة للدولة، فتبلورت خطط الإصلاح في اتفاقية تم عقدها مع صندوق النقد الدولي في أوائل ٢٠١٧، وتستهدف مواجهة الاختلالات الخارجية والداخلية المتركمة، وتحسين البيئة الاقتصادية وجعلها مواتية لجذب الاستثمارات وتنافسية المنتجات المصرية.

مع نهاية عام ٢٠١٧؛ والذي يعتبر عامًا من أصعب ما مر على الاقتصاد والمواطن المصري؛ ومع انتهاء الفترة الأولى للرئيس عبد الفتاح السيسي يجدر رصد وتحليل الأداء الاقتصادي بشكل موضوعي يضع في اعتباره مجمل الظروف السياسية والاقتصادية والأمنية المحلية والإقليمية والدولية التي أحاطت بالاقتصاد المصري خلال هذه الفترة. وتقوم هذه الورقة بعرض وتحليل أداء السياسة النقدية خلال الفترة من يوليو ٢٠١٤ وحتى آخر بيان متاح عن المؤشرات النقدية الأساسية المعبرة عن هذا الأداء، بهدف بيان ما تحقق من نجاحات، وما ينتظرنا من تحديات، وما علينا اتخاذه من إجراءات وقرارات لمواجهة مشاكلنا وتحسين أحوال الحياة.

وتعتبر السياسة النقدية أحد الأدوات الرئيسية لمثلث السياسات الاقتصادية الكلية التي تستهدف في مجملها أساساً الحد من عدم التيقن ومن المخاطر لدى متخذي القرارات الاقتصادية، سواء كانوا مستثمرين، منتجين، مستهلكين، مدخرين، أو صانعي سياسات. الأمر الذي يعزز فرص الاقتصاد في النمو بمعدلات تسمح بخلق عدد كاف من فرص العمل اللائقة. وينصب الهدف الرئيسي والمعلن للسياسة النقدية في مصر، وحسب قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، على استقرار الأسعار.

سيتم تقسيم الورقة إلى ثلاثة أقسام، يتناول القسم الأول استعراض وتحليل أدوات السياسة النقدية التي تم

الإصلاح الاقتصادي في مصر: النتائج والتحديات

الصرف الأجنبي، وفرض بعض القيود على استخدام الصرف الأجنبي، وكذلك تغيير سعر الفائدة.

وكما يظهر من الشكل (١)، تم تحريك سعر الصرف لأعلى عدة مرات، كما قام البنك المركزي بجس نبض السوق بعطاءاته اليومية لمعرفة السعر «العادل» الذي يمكن للسعر الرسمي بلوغه، أملاً في إبعاد شبح السوق السوداء. غير أن الفروق السعرية بين السوق الرسمية وغير الرسمية زادت (من ٢٠ قرشاً في سبتمبر ٢٠١٥ إلى حوالي ١٠ جم في أكتوبر ٢٠١٦)، واستمر نقص الصرف الأجنبي في السوق، وكادت عجلة الإنتاج تتوقف في العديد من القطاعات الاقتصادية والخدمات. فتم الإعلان في نوفمبر ٢٠١٦ عن تحرير سعر صرف الدولار، والانتقال إلى نظام التعويم، وتم تخفيض قيمة الجنيه في البداية إلى ١٣ جم للدولار، ولكن مع استمرار ضغوط الطلب الزائد، اندفع السعر الجديد لأعلى فوصل إلى ١٩ جم تقريباً في يناير ٢٠١٧، قبل أن يبدأ في التحرك تدريجياً لأدنى ويتقلب في نطاق ١٧ جم-١٨ جم/الدولار منذ مارس ٢٠١٧.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن تباطؤ السلطات النقدية في اتخاذ قرار بتخفيض سعر الصرف الرسمي إلى المستوى الذي يعكس قيمته التوازنية (١١-١٢ جنيهاً للدولار)، قد غدى، ضمن عوامل أخرى، التوقعات في سوق الصرف في اتجاه المزيد من المضاربة وحجب الدولار لحين الإعلان عن الأسعار الجديدة لسعر الصرف.

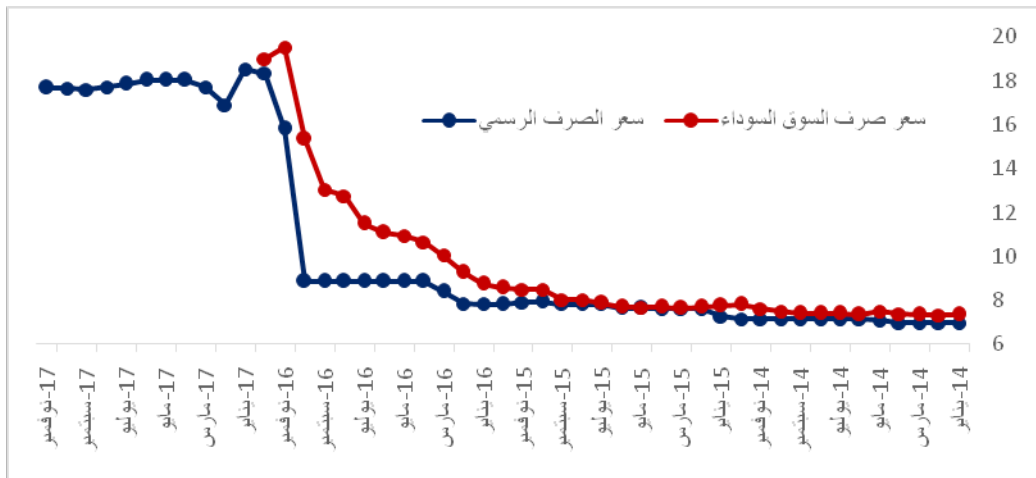
وفي المجمل، هيمنت على السياسة النقدية خلال ٢٠١٥ و٢٠١٦ محاولة المحافظة على استقرار سعر الصرف الاسمي للجنيه مقابل الدولار، وربما كهدف وسيط لتحقيق معدلات منخفضة للتضخم. أما في الفترة منذ نوفمبر ٢٠١٦ وحتى الآن، فقد احتلت محاولات احتواء الارتفاع غير المسبوق في معدلات التضخم صدارة المشهد. وقد اعتمد البنك المركزي في إدارته للسياسة النقدية على أدوات السياسة المباشرة وغير المباشرة، وإن زاد الاعتماد على الأخيرة في فترة ما بعد تعويم الجنيه. وسيتم فيما يلي بيان أهم هذه الأدوات.

١. سعر الصرف الاسمي

سعر الصرف هو أحد أهم الأسعار في أي اقتصاد؛ ويعد استقراره أمراً حاكماً في تحديد قدرة المتعاملين في الاقتصاد على اتخاذ قرارات اقتصادية سليمة. وقد أدى التراخي في تنفيذ الإصلاحات الهيكلية، التي تضمن تعزيز تنافسية الاقتصاد المصري، إلى التدهور المستمر في قيمة الجنيه، والتي وصلت إلى أقل من ٦ سنت أمريكي حالياً بعد أن كانت ٤٣، ١ دولار منذ ٣٠ عاماً.

وقد شهدت فترة الدراسة ضغوطاً شديدة على قيمة الجنيه، ولكنها لم تكن بأي حال بداية الضغوط. فقد ارتفع متوسط سعر الصرف من ٤,٠ جم/الدولار في ٢٠٠١/٢٠٠١ إلى ٥,٨ جم في يناير ٢٠١٠ (أي خسر الجنيه ٤٦٪ من قيمته). ومع ظهور دور متزايد للسوق غير الرسمية، قام البنك المركزي باستخدام كافة الأدوات المتاحة له من تعديل سعر الصرف، وتغيير نظام الصرف؛ واستخدام احتياطات

الشكل ١: استقرار نسبي في سعر الصرف منذ مارس ٢٠١٧

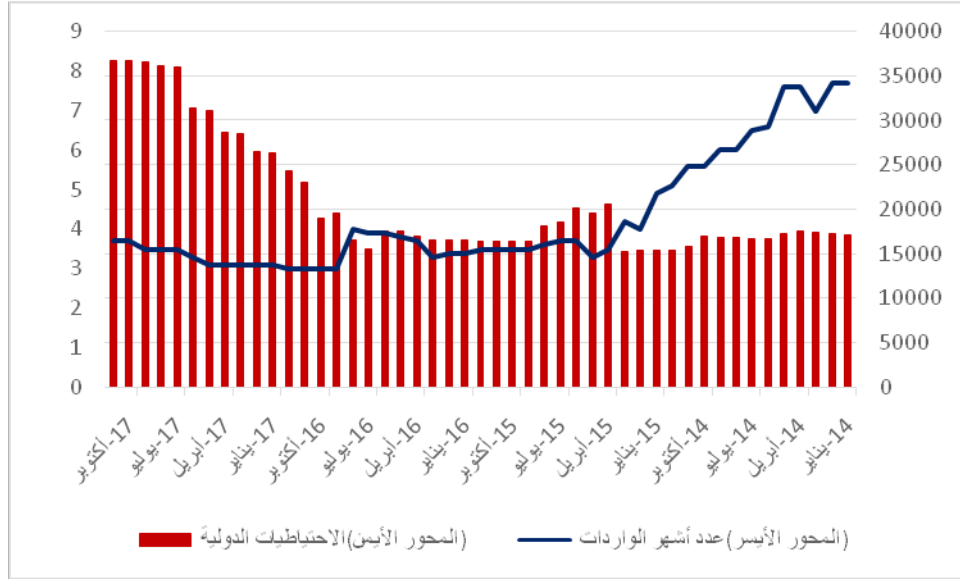


المصدر: التقرير المالي الشهري، وزارة المالية، أعداد متفرقة.

٢. الاحتياطيات الدولية

جاء التهاusk النسبي في قيمة الجنيه خلال الأعوام من ٢٠١١ وحتى أواخر ٢٠١٦ على حساب استنزاف صافي احتياطيات مصر من الصرف الأجنبي. ففي الفترة من يناير ٢٠١١ وحتى يونيو ٢٠١٤، فقد الاقتصاد المصري قرابة ٢٠ مليار دولار من أصل ٣٦ مليار دولار في ديسمبر ٢٠١٠. ولم تشهد الفترة حتى أكتوبر ٢٠١٦ سوى زيادات بسيطة في الاحتياطيات لتصل إلى ١٩ مليار دولار (بما يعادل حوالي ٣ شهور من الواردات). ويبدو أن البنك المركزي قد اعتبر أن هذا المستوى هو الحد الأدنى والخرج الذي يتعين عنده اتخاذ موقف حذر بشأن الاستمرار في استخدام الاحتياطيات الدولية للدفاع عن قيمة الجنيه المصري، فبدأ في تخفيضات متكررة للجنيه المصري، كما رأينا سابقاً. ومنذ تم تحرير سعر الصرف وحتى ديسمبر ٢٠١٧، زادت الاحتياطيات تدريجياً ووصلت إلى ٣٧ مليار دولار (٧,٧ شهور من الواردات).

شكل ٢: عودة الاحتياطيات الدولية إلى مستواها قبل ٢٠١١ (بالمليارات دولار أمريكي)



المصدر: النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي، أعداد متفرقة.

٣. الحدود القصوى للإيداع والسحب بالعملة الأجنبية

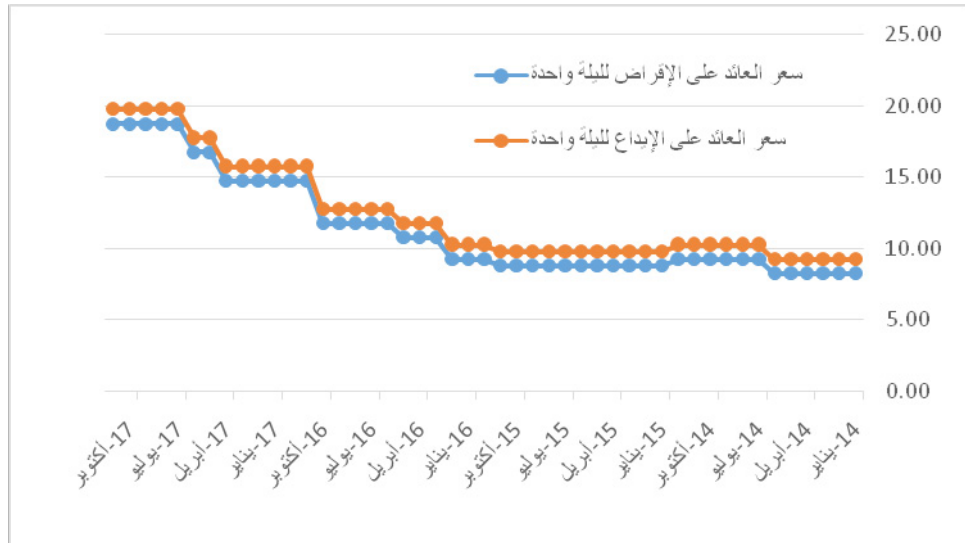
في إطار السعي لتوفير موارد الصرف الأجنبي في السوق الرسمية، وبالتالي القضاء نهائياً على تعاملات السوق الموازية ومنع ظهور أكثر من سعر للصرف، بدأ البنك المركزي في اتخاذ قرارات بفرض حدود قصوى للإيداع والسحب النقدي منذ ٢٠١٢. وقد بدأت هذه القرارات بالأشخاص الاعتباريين العاملين في مجال استيراد السلع غير الأساسية وبواقع ١٠ آلاف دولار خلال اليوم وبحد أقصى ٥٠ ألف دولار خلال الشهر للإيداع و٣٠ ألف دولار للسحب؛ ولكن تم إدخال تعديلات متفاوتة في هذا القرار على مدار السنوات التالية حتى تم إلغاء القيود على السحب والإيداع بالعملة الأجنبية للأفراد والشركات التي تعمل في مجال استيراد السلع والمنتجات الأساسية في نوفمبر ٢٠١٦؛ ثم إلغاء جميع هذه القيود لكافة المتعاملين في الصرف الأجنبي في نوفمبر ٢٠١٧.

٤. أسعار الفائدة

يلعب سعر الفائدة أدواراً مختلفة في الاقتصاد بتأثيره على قرارات الاستثمار والادخار، وكذلك على نتائج الموازنة العامة للدولة. وقد تبنى البنك المركزي المصري منذ ٢ يونيو ٢٠٠٥ إطاراً تشغيلياً لتنفيذ السياسة النقدية يعرف بنظام الممر، ويتمثل في سعر عائد الإيداع (الحد الأدنى) وسعر عائد الإقراض (الحد الأقصى) لليلة واحدة في تعاملاته مع البنوك. وتحدد لجنة السياسات النقدية بالبنك المركزي هذين السعيرين في ضوء تطورات معدلات التضخم.

الإصلاح الاقتصادي في مصر: النتائج والتحديات

شكل ٣: تحركات أسعار الفائدة الرئيسية (يناير ٢٠١٤ - ديسمبر ٢٠١٧)



المصدر: التقرير المالي الشهري، وزارة المالية، أعداد متفرقة.

وقد شهدت الفترة من يوليو ٢٠١٤ إلى آخر ٢٠١٧ تبايناً واضحاً في استخدام البنك المركزي أداة سعر الفائدة في التأثير على الأهداف المختلفة للسياسة النقدية (انظر الشكل ٣). فعلى حين لم تشهد ٢٠١٤ سوى زيادة وحيدة في سعري الممر في يوليو بعد ١١ شهراً، وبواقع ١٠٠ نقطة أساس، ليصل سعر الفائدة على الودائع ٩,٢٥٪ وعلى الإقراض ١٠,٢٥٪؛ شهدت ٢٠١٥ تخفيضاً في يناير -فيما بدأ محاولة لدفع عجلة الإنتاج وزيادة معدلات النمو الاقتصادي وقبل اتخاذ قرار برفع سعر الصرف في فبراير، وزيادة في ديسمبر؛ وبواقع ٥٠ نقطة مئوية في كل مرة، لتظل أسعار العائد لليلة واحدة عند مستواها في آخر ٢٠١٤.

أما في ٢٠١٧، فقد ظل سعرا العائد على الإيداع والإقراض دون تغيير حتى منتصف مايو حين قرر البنك المركزي رفع سعري العائد بواقع ٢٠٠ نقطة أساس، ثم في يوليو بواقع ٢٠٠ نقطة أخرى، ليصلا إلى ١٨,٧٥٪ و ١٩,٧٥٪، بالترتيب. وقد استهدف البنك المركزي من رفع أسعار الفائدة احتواء التضخم الذي سجل مستويات مرتفعة غير مسبقة. واستمرت أسعار العائد عند مستواها حتى آخر العام، رغم بدء التراجع التدريجي لمعدلات التضخم في مستوى الأسعار والتي يستهدف البنك المركزي الوصول بها إلى رقم واحد على المدى المتوسط (IMF, ٢٠١٧). وخلاصة القول، إنه في محاولة البنك المركزي المصري لمساندة قيمة الجنيه المصري واحتواء معدلات التضخم الناتجة عن ارتفاع سعر الصرف،

وقد ظهر دور أكبر لأداة سعر الفائدة في ٢٠١٦، حيث ارتفعت أسعار العائد ثلاث مرات، وبواقع ٥٥٠ نقطة أساس، لتصل أسعار العائد بالتزامن مع تحرير سعر الصرف إلى ١٤,٧٥٪ على الودائع و ١٥,٧٥٪ على الإقراض. وقد استهدفت هذه الزيادات غير المسبوقة في أسعار العائد تشجيع الأفراد على عدم شراء الدولار من ناحية، وتحفيزهم على الادخار بالعملة الوطنية للسيطرة على التضخم من خلال تعقيم أثر زيادة المعروض النقدي الناتج عن شراء البنوك للدولار بالأسعار الجديدة المرتفعة.

وفي هذا الإطار، أصدرت البنوك القومية الثلاثة في البداية شهادة ادخار «الجنيه المصري» بفائدة ١٥٪ سنوياً،

٦. السيولة النقدية

تعتبر معدلات نمو M٢ أكثر المؤشرات الدالة على وضع السيولة النقدية، وبالتالي على احتمالات التضخم. وكلما تحطت معدلات نمو المعروض النقدي معدلات النمو الاقتصادي، يصبح من الطبيعي توقع ارتفاع معدلات التضخم، حيث تطارد كميات أكثر من النقود نفس الكمية من السلع والخدمات. وواضح من الشكل (٤) أن معدلات نمو M٢ أخذت في التزايد في الفترة الأخيرة، حتى بعد أخذ أثر ارتفاع سعر الصرف على تقييم السيولة النقدية (الخط الأحمر المتقطع). فقد ارتفعت متوسط معدلات نمو M٢ من ٢,١٦٪ في ٢٠١٤/٢٠١٥ إلى ٣,١٨٪ في ٢٠١٦/٢٠١٥ ثم إلى ٦,٢٠٪ في ٢٠١٧/٢٠١٦ وإلى ٧,٢٤٪ في الأربعة أشهر الأولى من ٢٠١٧/٢٠١٨.

وجدير بالذكر أن طبع النقود شهد اتجاهًا صعوديًا منذ بداية ٢٠١٥/٢٠١٦، وزادت معدلات نموه ارتفاعًا في الشهور السابقة واللاحقة على قرار تحرير سعر الصرف في نوفمبر ٢٠١٦، وبلغت ذروتها في فبراير ٢٠١٧ (٦,٢٦٪). ولكن ظلت معدلات نموه أقل بوضوح من معدلات نمو M٢ حتى أغسطس ٢٠١٦، ثم تغير الوضع وأصبح طبع النقود من الدوافع الرئيسية لارتفاع السيولة النقدية في الاقتصاد المصري. ويرى كثير من المحللين أن نمو طبع النقود يرجع للجوء الحكومة لتمويل عجز الموازنة بدون زيادة حجم المديونية، وإن أتى ذلك على حساب ارتفاع التضخم.

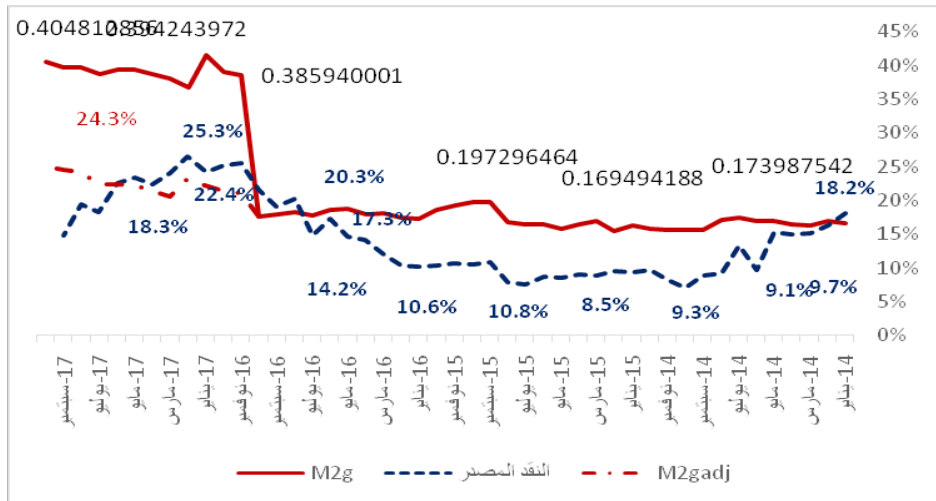
تم رفع سعري العائد الإيداع والإقراض بمقدار ١٠٥٠ نقطة أساس خلال ثلاث سنوات ونصف.

٥. نسبة الاحتياطي

الاحتياطي الإلزامي، هو نسبة من إجمالي ودائع العملاء بالبنوك سواء بالعملة المحلية أو الأجنبية يفرض البنك المركزي على البنوك إيداعها لديه دون حصولها على عائد. فضلًا عن ضمان عدم تعرض البنوك لأي مخاطر في حالة حدوث سحب جماعي من العملاء لودائعهم منها، يستخدم الاحتياطي الإلزامي كواحد من أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي للتدخل في السوق من خلال سحب أو زيادة السيولة، مما يؤثر على معدلات التضخم، خاصة إذا كانت عوامل الطلب هي السبب، حيث تؤدي زيادة السيولة إلى ارتفاع الطلب على شراء السلع ومن ثم ارتفاع معدلات التضخم، والعكس صحيح.

وقد استقرت نسبة الاحتياطي الإلزامي عند ١٤٪ منذ عام ٢٠٠١ وحتى ٢٠١٢، حين تم خفضها إلى ١٠٪. وقد كان الهدف من هذا التخفيض دعم القطاع المصرفي، وتمكين البنوك من مواجهة زيادة الطلب على السيولة. وفي أكتوبر ٢٠١٧، وفي ضوء المؤشرات المالية القوية للبنوك المصرية، وتعاطف مؤشرات أدائها وربحياتها، قرر البنك المركزي إعادة النسبة مرة أخرى لمعدلاتها السابقة (١٤٪)، وذلك لمواجهة مستويات التضخم.

شكل (٤): معدلات مرتفعة للنمو في المعروض النقدي



المصدر: حسابات الباحث من بيانات النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي، أعداد مترفة.

الإصلاح الاقتصادي في مصر: النتائج والتحديات

٧. إجراءات أخرى

ويرى كثيرون أن دعم الاتفاقية للاحتياطات الدولية يبقى محدوداً للغاية، حيث لا تغطي أكثر من ٣ شهور من عمليات الاستيراد السنوية من الصين وحدها.

- استخدام عمليات السوق المفتوحة، بما في ذلك مزادات الإيداع ذات آجال الاستحقاق المتفاوتة (٩٠ - ٢٧٠ يوم)، وذلك بهدف امتصاص السيولة الزائدة.

ثانياً: مدى نجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها

كما رأينا أعلاه، لم تنجح السياسة النقدية في تحقيق استقرار أوضاع سوق الصرف الأجنبي حتى آخر أكتوبر ٢٠١٦، رغم المحاولات المتكررة. بل إن الأوضاع تدهورت من حيث وفرة النقد الأجنبي في البنوك، أو اتساع الفجوة بين السعر الرسمي والسعر غير الرسمي للعملة الأجنبية. الأمر الذي أدى إلى اتجاه معدلات التضخم (من شهر إلى شهر سابق) إلى التصاعد طوال ٢٠١٥ وفي ٢٠١٦، كما ارتفع متوسط معدل التضخم من ١٠٪ في ٢٠١٥ إلى ١٢,٢٪ في ٢٠١٦ حتى أكتوبر. وقد فسّر البعض هذا التضخم بالاتجاه المتزايد للبنك المركزي لإصدار البنكنوت وزيادة السيولة المحلية، وارتفاع أسعار الصرف وخاصة في السوق السوداء، وأيضاً إلى قصور في العرض بسبب الاختناقات في كثير من القطاعات الإنتاجية الناتجة عن مشاكل سعر الصرف، وتباطؤ معدلات نمو الناتج.

حاول البنك المركزي الحفاظ على استقرار سوق الصرف واحتواء التضخم من خلال بعض الإجراءات الأخرى الهامة مثل:

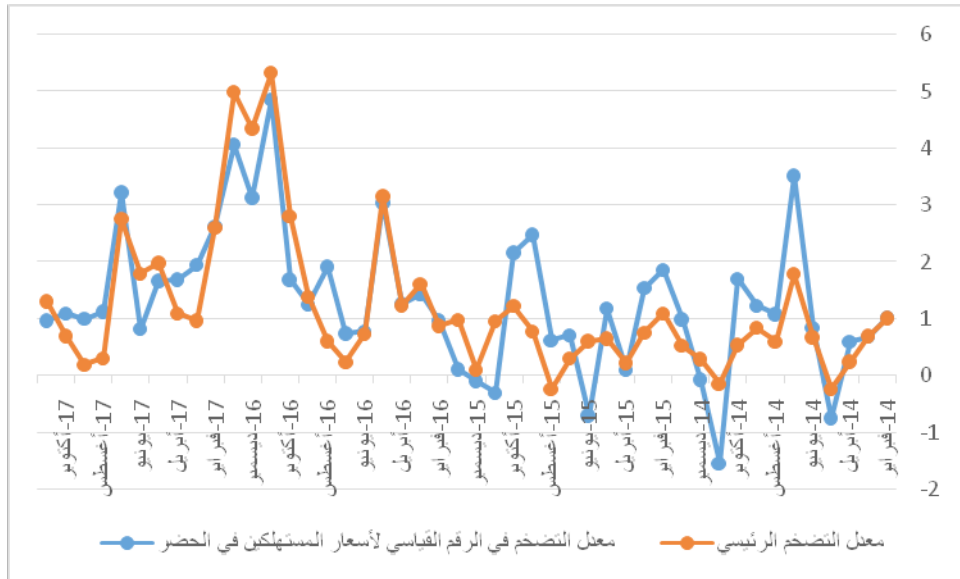
- إصدار تعليمات في ديسمبر ٢٠١٥ بضرورة حصول البنوك على تأمين نقدي بنسبة ١٠٠٪، بدلا من ٥٠٪ على عمليات الاستيراد لأغراض تجارية ومنتجات استهلاكية تامة الصنع، لاستكمال قرارات الرقابة على عمليات الاستيراد.

- تخفيض البنوك في أوائل ٢٠١٦ لمتوسط الحد الأقصى للمشتريات من خلال بطاقات الائتمان المصرية خارج الحدود، مع قصر استخدام بطاقات الخصم الصادرة بالعملة المحلية من البنوك المصرية على المعاملات داخل مصر، لتقليص نشاط السوق السوداء.

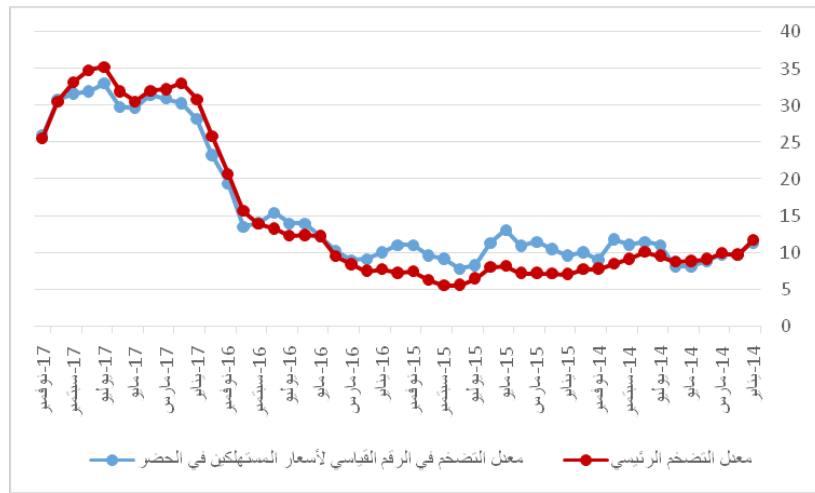
- الحد من تعاملات شركات الصرافة مع البنوك، وتكثيف حملات التفتيش على شركات الصرافة وعقوبة المخالفين بدءاً من الإغلاق لمدة مؤقتة وصولاً إلى شطب الشركة نهائياً، وافتتاح عدة بنوك لشركات صرافة تابعة لها لتعزيز استقرار سوق الصرف وإحكام السيطرة على السوق الموازية.

- توقيع اتفاقية لمبادلة العملات مع البنك المركزي لجمهورية الصين بقيمة ١٨ مليار يوان لمدة ثلاث سنوات.

الشكل (٥): تصاعد معدلات التضخم الشهرية في ٢٠١٦/٢٠١٥ و ٢٠١٧/٢٠١٦ (من شهر للشهر السابق %)



الشكل (٦): بدء تراجع معدلات التضخم في أغسطس ٢٠١٧ من مستويات غير مسبوقه (معدلات سنوية %)



وفي المقابل، نجحت السياسة النقدية منذ تحرير سعر الصرف في الاحتفاظ بقيمة وحيدة لسعر الصرف تضمن عودة تدفقات النقد الأجنبي للقطاع المصرفي من جديد، وعودة نشاط الإنترنتك الدولي. الأمر الذي أدى إلى إتاحة فوائض دولارية للبنوك، واختفاء قوائم انتظار طلبات الشراء في البنوك، وبالتالي اختفاء السوق الموازية، واستقرار أسعار صرف الدولار منذ ديسمبر ٢٠١٦ في حدود تغيرات لا تتجاوز (+/-) ٠.٥٪.

ولكن، وكما هو متوقع عقب أي تخفيض مماثل في قيمة العملة، ارتفعت معدلات التضخم إلى مستويات قياسية فاقت حتى توقعات الصندوق (أقل من ١٨٪)، فتخطت حاجز الـ ٣٠٪ في فبراير ٢٠١٧، ووصلت إلى ٣٣٪ في يوليو ٢٠١٧. وكانت معدلات التضخم في أسعار الغذاء أعلى من ذلك بحوالي ١٠ نقاط مئوية، فتأثرت سلبًا مستويات المعيشة، وزادت التقديرات المبدئية لنسب الفقر لتتجاوز ٣٠٪ من إجمالي السكان. كذلك، ارتفعت معدلات التضخم الرئيسي للبنك المركزي، إلى مستويات تجاوزت التضخم في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، مما حدا بالبنك المركزي لرفع أسعار الفائدة كما رأينا أعلاه. وقد بدأ تراجع معدلات التضخم منذ أغسطس ٢٠١٧، وظهر بوضوح أكثر في ديسمبر ٢٠١٧ عندما وصل إلى ٩, ١٩٪، مع اختفاء أثر المرجعية الناتج عن تخفيض قيمة العملة في نوفمبر ٢٠١٦، ويتوقع الصندوق أن يصل الرقم إلى ١٣٪ مع نهاية ٢٠١٨.

باختصار، لم تنجح السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار سعر الصرف ولا احتواء التضخم في الفترة حتى أكتوبر ٢٠١٦، بينما نجحت في تحقيق استقرار أوضاع سوق الصرف الأجنبي، بما في ذلك سعر الصرف منذ قرار التعويم في نوفمبر ٢٠١٦، وإن جاء ذلك على حساب ارتفاعات ضخمة في معدلات التضخم لمدة عام، تبدأ بعدها في التراجع. علما بأن هذا الارتفاع في التضخم لا يرجع فقط للسياسة النقدية - أي لانخفاض قيمة الجنيه (التضخم المستورد) وارتفاع أسعار الفائدة (ارتفاع تكاليف الإنتاج)، وإنما أيضًا لزيادة الطلب نتيجة زيادات في الأجور والمعاشات والمساعدات الحكومية لا تقابلها زيادة في الإنتاج، والأهم إلى اختناقات في جانب العرض. لذا، تؤكد دائما لجنة السياسات النقدية بالبنك المركزي أن هدف السياسة النقدية هو تقييد الأوضاع النقدية لاحتواء التضخم الذي يتأثر فقط بتوقعات التضخم والضغط الناجمة عن جانب الطلب، وليس لتحديد آثار الصدمات الناجمة عن جانب العرض.

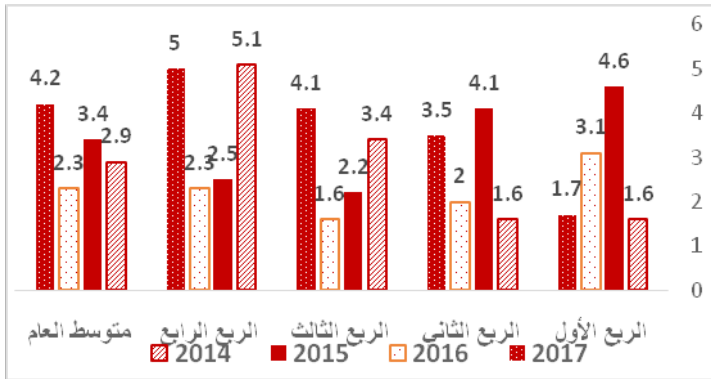
ولكن، هناك أيضًا مؤشرات أخرى كثيرة تبشر بأن برنامج الإصلاح، بما في ذلك السياسة النقدية، قد بدأ يؤتي ثماره، وأن الاقتصاد بدأ يحقق قدرًا معقولًا من الاستقرار الاقتصادي الكلي مع تعافي بطء للنمو الاقتصادي الذي وصل قرابة ٥٪ خلال الربع الأخير من ٢٠١٦/٢٠١٧ والربع الأول من ٢٠١٧/٢٠١٨. ولعل من أهم النتائج الإيجابية التي أسهمت فيها السياسة النقدية ما يلي:

الإصلاح الاقتصادي في مصر: النتائج والتحديات

١ - تعزيز مستويات الاحتياطيات الدولية والوصول بها إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق في تاريخ الاقتصاد المصري (٣٧ مليار دولار) في ديسمبر ٢٠١٧.

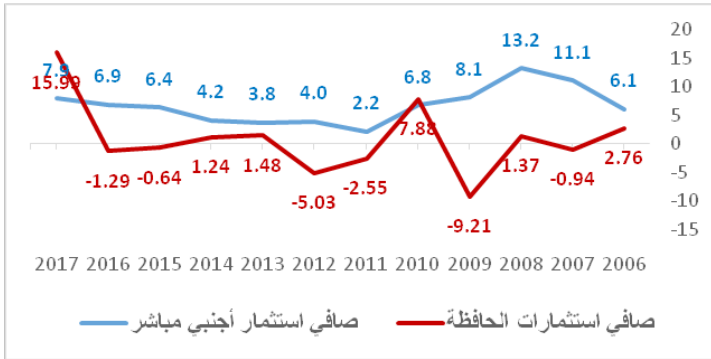
٣ - استعادة ثقة المؤسسات الدولية والمستثمرين الأجانب: ويظهر ذلك من التصريحات الرسمية لمؤسسات مثل صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ووكالة فيتش وموديز للتصنيف الائتماني، وبنك سيتي جروب الأمريكي، إلخ... كما ارتفعت صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من ٦,٤ و ٦,٩ مليار دولار في ٢٠١٤/٢٠١٥، و ٢٠١٦/٢٠١٧ إلى ٩,٧ مليار دولار في ٢٠١٦/٢٠١٧، غير أنها لا تزال أقل من مستوياتها المتحققة في ٢٠٠٦/٢٠٠٧ و ٢٠٠٧/٢٠٠٨ (١١ و ١٣ مليار دولار على الترتيب). كذلك، قفزت استثمارات الحافظة في ٢٠١٦/٢٠١٧ إلى أرقام غير مسبقة (١٦ مليار دولار).

شكل (٧) معدلات نمو الناتج المحلي بتكلفة عوامل الإنتاج (%)



وتشير أرقام الربع الأول من ٢٠١٧/٢٠١٨ إلى استمرار التحسن في تدفق استثمار الحافظة (٧,٥ مليار دولار) على نحو أفضل من الاستثمار الأجنبي المباشر (١,٦ مليار دولار). وتزداد أهمية هذه التدفقات في المساهمة في دفع معدلات النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل إذا كان الاستثمار الأجنبي المباشر يتم في مشاريع جديدة، خاصة غير المرتبطة منها بقطاع البترول والغاز؛ وكانت استثمارات الحافظة تتم في شراء أسهم في البورصة أكثر من شراء أذون خزانة أو سندات حكومية - وهو ما لا تؤيده الأرقام حتى الآن.

شكل (٨): صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية لمصر (مليار دولار أمريكي)



٤ - تحسن مؤشرات ميزان المدفوعات: تحقق فائض (٥,٨ مليار دولار) في ميزان المدفوعات المصري في ٢٠١٦/٢٠١٧، بعد أن كان عجزاً (٨,٨ مليار دولار) في ٢٠١٥/٢٠١٦، وذلك بسبب انخفاض عجز الميزان التجاري من ٣٨,٧ مليار دولار إلى ٣٥,٤ مليار دولار وزيادة التدفقات الرأسمالية وخاصة استثمار الحافظة. وقد أدى تحرير سعر الصرف إلى زيادة الصادرات السلعية المصرية بمعدل ١٦٪ في ٢٠١٦/٢٠١٧، بعد تراجعها ثلاث سنوات متتالية؛

ولكنه لم يؤثر كثيراً على قيمة الواردات (انخفاض ٣٠٠ مليون دولار فقط) ولا الصادرات الخدمية.

٥ - زيادة الادخار في الودائع بمعدلات تجاوزت ٢٠٪ في المتوسط في السنوات المالية الثلاث الأخيرة، بلغت في ٢٠١٧ ٢٣,١٪ في المتوسط (حتى بعد أخذ أثر ارتفاع سعر الصرف على تقييم الودائع بالعملة الأجنبية). وكان ذلك نتيجة ارتفاع سعر الفائدة وإصدار شهادات متنوعة بسعر فائدة وصل إلى ٢٠٪. ولكن تهدد زيادة الودائع مع زيادة أسعار الفائدة بزيادة

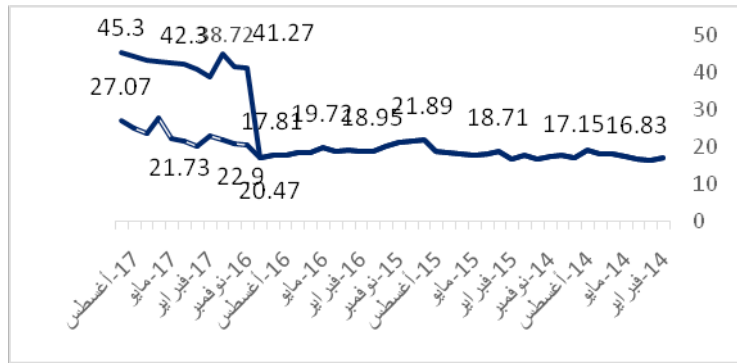
الملف المصري - العدد ٤٢ - السنة الرابعة

تكلفة هذه الودائع على البنوك، خاصة مع انخفاض نسبة الإقراض إلى الودائع، مما قد يدفع البنوك للمزيد من الاستثمار في أدوات الدين الحكومي.

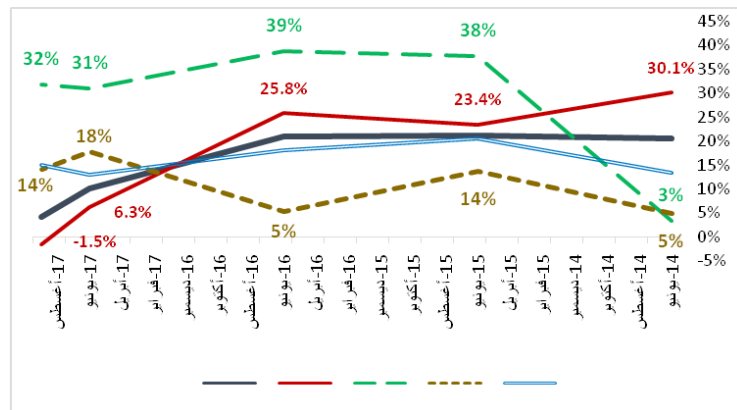
ومن ناحية أخرى، لم يظهر أثر إيجابي للسياسة النقدية على إجمالي الائتمان المحلي إلا بعد التعويم، وبشكل تدريجي. فقد استقرت معدلات نموه عند ٢.١٪ في العامين الماليين ٢٠١٤/٢٠١٥ و ٢٠١٥/٢٠١٦، ثم انخفض بشدة إلى ١.٠٪ في آخر عام ٢٠١٦/٢٠١٧، ثم إلى ٤.٠٪ في نهاية الربع الأول من ٢٠١٧/٢٠١٨، بسبب الهبوط الحاد في معدلات نمو الائتمان الممنوح للحكومة (من ٨، ٢٥٪ في ٢٠١٥/٢٠١٦ إلى ٣، ٦٪ في ٢٠١٦/٢٠١٧)، ربما بسبب اتجاه الحكومة لتمويل عجز الموازنة بالاقتراض من الخارج.

وبالنسبة للقطاع الخاص، انخفض معدل نمو الائتمان الممنوح له إلى ٥٪ في ٢٠١٥/٢٠١٦ متأثرًا بمشاكل وفرة الصرف الأجنبي وعدم استقرار أسعاره، ولكنه ارتفع إلى ١٨٪ في نهاية ٢٠١٦/٢٠١٧ بعد حل هذه المشاكل، ورغم ارتفاع أسعار الفائدة. ومن اللافت للنظر العلاقة العكسية بين نمو الائتمان الممنوح للحكومة ونظيره للقطاع الخاص، مؤكداً الرأي القائل بأثر الإزاحة الناتج عن تمويل البنوك لعجز الموازنة. ولم تؤثر كثيراً هذه التطورات في معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاعات المختلفة في هيكل توزيع الائتمان المحلي، الذي ظلت الحكومة تستحوذ على أعلى نصيب منه (حول الثلثين في المتوسط)، والقطاع العام على أقل نصيب (في حدود ٤٪). بينما تناقص نصيب قطاع الأعمال الخاص قليلاً ليتقلب بين ١٩٪ و ٢١٪ منذ أغسطس ٢٠١٥.

الشكل (٩): معدلات نمو الودائع (%)



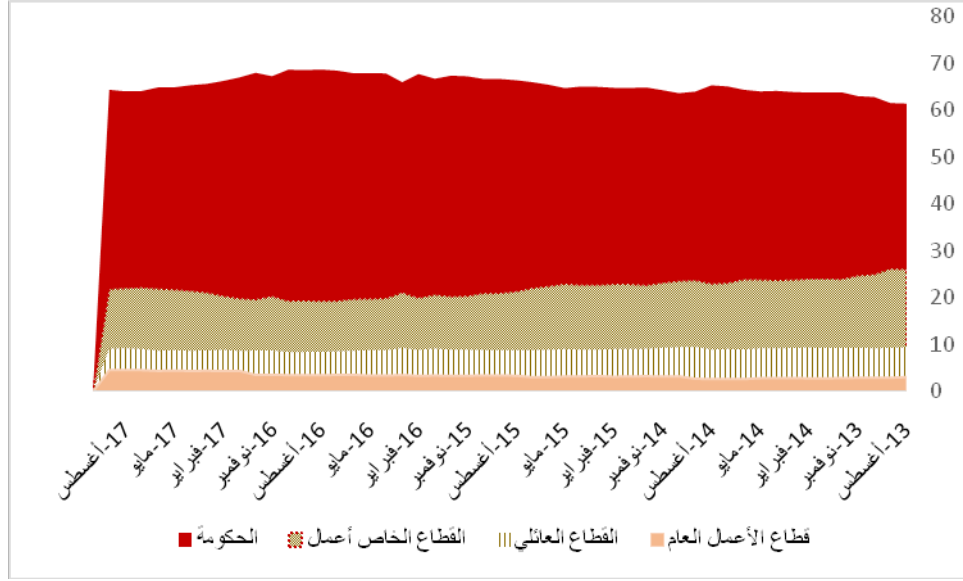
الشكل ١٠: معدلات نمو الائتمان المحلي الممنوح للقطاعات المختلفة (يوليو ٢٠١٤ - سبتمبر ٢٠١٧)



المصدر: حسابات الباحث من بيانات النشرة الشهرية الإحصائية للبنك المركزي، أعداد متفرقة.

الإصلاح الاقتصادي في مصر: النتائج والتحديات

الشكل ١١: نصيب القطاعات المختلفة في إجمالي الائتمان المحلي الممنوح (يوليو ٢٠١٤ - سبتمبر ٢٠١٧) ×



* تم استبعاد أثر تغيرات سعر الصرف على قيمة الائتمان المحلي الممنوح

المصدر: حسابات الباحث من بيانات النشرة الشهرية الإحصائية للبنك المركزي، أعداد متفرقة.

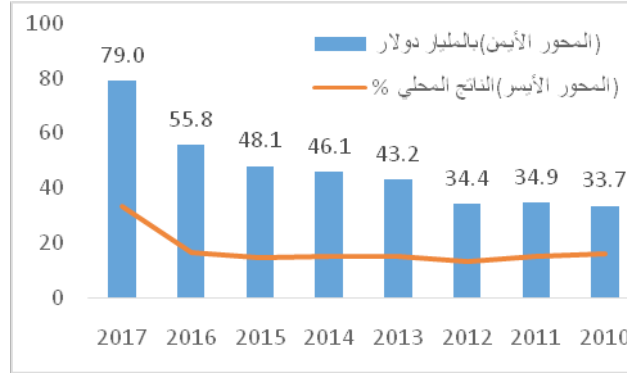
ولعل أهم الآثار الجانبية غير المواتية للسياسة النقدية هو ازدياد صعوبة موقف عجز الموازنة العامة والدين العام. فضلاً عن الزيادة الهائلة في حجم الدين الخارجي (من ١, ٤٦ إلى ٧٩ مليار دولار بين ٢٠١٣/٢٠١٤ و ٢٠١٦/٢٠١٧)، ضاعف ارتفاع سعر الصرف قيمة الدين الخارجي مقومًا بالعملة المحلية، وبالتالي ارتفعت نسبته إلى إجمالي الناتج المحلي (من ١, ١٥٪ إلى ٦, ٣٣٪). ومن ناحية أخرى، أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى ارتفاع حجم مدفوعات فوائد الدين العام المحلي من ٧, ٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠١٤/٢٠١٥ إلى ٨, ٨٪ في العامين التاليين. أي أن بند مدفوعات الفوائد يسير في اتجاه يهدد فاعلية صرامة السياسة المالية.

ثالثاً: الخلاصة والخطوات القادمة

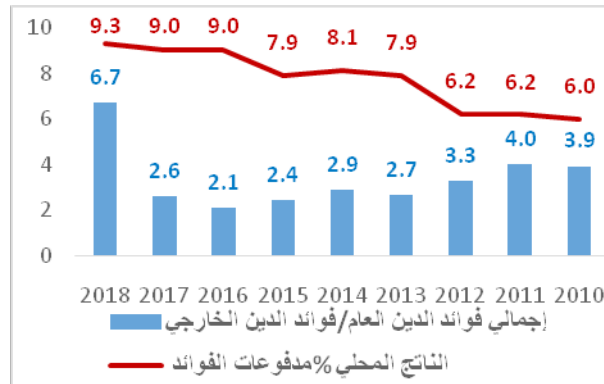
شهدت الفترة من بعد يوليو ٢٠١٤، تطورات سريعة ومتلاحقة في المناخ العام للاقتصاد المصري وفي أدوات السياسات الاقتصادية المستخدمة، بما في ذلك السياسة النقدية. وعلى حين لم تنجح السياسة النقدية حتى نوفمبر ٢٠١٦ في محاولاتها «فرملة» ارتفاع سعر الصرف لأسباب عديدة تتعلق أساساً بهيكل الاقتصاد وتنافسيته؛ نجح قرار «التعويم» في تحقيق استقرار أوضاع سوق الصرف الأجنبي في مصر، وظهرت آثار إيجابية أخرى مبشرة، ولكن على حساب ارتفاع شديد في معدلات التضخم (وهو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية)، وبالتالي تدهور مستويات المعيشة، وارتفاع معدلات الفقر. لذا، ركزت أدوات السياسة النقدية بعد قرار التعويم على احتواء التضخم، فتم رفع سعر الفائدة الذي مثل عبئاً على الاستثمار وعلى الموازنة العامة للدولة.

وفي حين يمكن للسياسة النقدية ضمان استقرار الأسعار، إلا أنها وحدها لا يمكنها تحقيق ذلك ولا ضمان الازدهار الدائم للاقتصاد؛ وذلك لتعارض متطلبات السياسة النقدية لامتناع فائض السيولة والحد من الاستهلاك مع متطلبات الاستثمار وارتفاع تكلفة الإنتاج والاقتراض الحكومي؛ ولأن جانب كبير من ارتفاع التضخم يعود إلى اختناقات في جانب العرض. وبالتالي يتحتم التركيز في المرحلة القادمة على ثلاثة أمور:

الشكل (١٢): تضخم الدين الخارجي



الشكل (١٣): تزايد مدفوعات فوائد الدين



(ج) التدخل بإصلاحات هيكلية لتحقيق وفرة في العرض
تحقق استقرار الأسعار وتدعم هدف الحكومة المتمثل في
تحقيق النمو الاحتوائي وخلق فرص عمل لائقة على المدى
المتوسط.

(أ) الحفاظ على مرونة نظام الصرف الأجنبي، وعلى مستوى من
الاحتياطيات الدولية يضمن استقرار الاقتصاد الكلي وثقة السوق.
(ب) الحرص على تحقيق هدف خفض معدلات التضخم
إلى أقل من ١٠٪.