

**السياسة النقدية واستهداف التضخم  
في مصر خلال الفترة من  
2000 حتى 2015**

لبنى أحمد جلال الدين حسن  
باحث ماجستير - قسم الاقتصاد  
كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية  
جامعة الإسكندرية

## ملخص

أعلن البنك المركزي المصري في عام 2005 أنه يسعى لتطبيق استراتيجية استهداف التضخم كنظام رسمي للسياسة النقدية بمجرد استيفاء الشروط اللازمة. وبعد ذلك قرر البنك المركزي في 2017 استهدافه الوصول بمعدل التضخم العام السنوي في الحضر إلى مستوى 13% (+/-) في الربع الأخير من عام 2018.

وتتمثل أهداف هذه الدراسة في تحديد أسباب زيادة معدلات التضخم في مصر خلال فترة الدراسة (2000-2015)، ودراسة بعض التجارب لاستهداف التضخم، وتحليل مدى تأهيل الاقتصاد المصري لتطبيق هذه السياسة. وأثبتت الدراسة ان مصر مستعدة لتطبيق سياسية استهداف التضخم.

## Abstract

The central bank of Egypt announced in 2005, its intention to implement inflation targeting as a monetary anchor, once the necessary preconditions are fulfilled. After that, in 2017 the central bank applied the policy.

The study aimed to explain the main causes of the high rates of inflation in Egypt. Moreover, it reviewed the experiences of Brazil and Turkey that already adopt the inflation targeting policy. Furthermore, it evaluated the ability of Egypt to fulfill the preconditions for applying the inflation targeting strategy. The paper concluded that, Egypt can successfully adopt the inflation targeting regime.

## مقدمة

ظاهرة التضخم ليست وليدة العصر بل مسايرة لكافة الأنظمة الاقتصادية وهي مشكلة تشمل كل من الدول النامية والمتقدمة. وفي السبعينيات أصبح الرأي أن التأثير الفعال على التضخم يكون عن طريق السياسة النقدية التي تعتمد على نظام استهداف المجاميع النقدية.

ولكن مع بداية التسعينيات تراجعت الكثير من الدول المتقدمة والنامية عن هذا الرأي، وطبقت سياسة استهداف التضخم كنظام للسياسة النقدية والتي تجعل استقرار الأسعار في المدى الطويل

الهدف النهائي الذي يجب تحقيقه. وتعرف سياسة استهداف التضخم على إنها قاعدة مثلى بمقتضاها تقوم البنوك المركزية باستهداف نقطة رقمية أو نطاق رقمي لمعدل التضخم المطلوب تحقيقه مع استهداف أفق زمني معين وإرساء التوقعات المستقبلية للأفراد بشأن التضخم تجاه المعدل المستهدف. ولقد شهد الاقتصاد المصري خلال فترة الثمانينيات معدلات تضخم مرتفعة حيث تراوحت ما بين 20%-30%، ولكن منذ بداية التسعينات، وحتى عام 1998 شهد الاقتصاد فترة من الاستقرار والتي تزامنت مع الإصلاحات الهيكلية وسياسات الاستثمار، وذلك ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي (محمود عبد العزيز تونى، 2005، ص 5) .

ولكن خلال الفترة (1999-2003) واجه الاقتصاد المصري مرحلة ركود، والتي يمكن أن ترجع جزئياً إلى الصدمات السلبية التي واجهها. فقد ترتب على حادثة الأقصر وتدهور أسعار البترول وانخفاض تحويلات العاملين في الخارج نقص كبير في احتياطات النقد الأجنبي، ولم تستطع الحكومة الوفاء بحاجة المستثمرين من النقد الأجنبي لتغطية وارداتهم، وقلت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وأثر ذلك سلبياً على أداء معظم القطاعات في الاقتصاد القومي (محمود عبد العزيز تونى، 2005) .

ولكى يتم أحتواء الآثار السلبية السابقة صدر القانون رقم 88 لسنة 2003 والخاص بالبنك المركزي والجهاز المصرفي وتضمن ذلك القانون في المادة الخامسة منة بأن الهدف النهائي final Target للسياسة النقدية هو تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار. ويعد ذلك القانون بداية التحول نحو تطبيق استهداف التضخم كنظام للسياسة النقدية. أن الدافع الأساسي لبداية تطبيق تلك السياسة في مصر هو عدم قدرة سياسة استهداف المجاميع النقدية أو سياسة استهداف سعر الصرف على إرساء التوقعات التضخمية نحو إتجاه منخفض.

وقد تناولت دراسة (Jonson & mishkin, 2003) مجموعة من الشروط الأساسية اللازم توافرها لكي يمكن تطبيق استهداف التضخم كنظام رسمي للسياسة النقدية ومن أهم هذه الشروط استقلال البنك المركزي، ووجود مركز مالي قوى للموازنة العامة، ووجود قدرات فنية تمكن الدولة من صياغة نماذج لتوقعات التضخم، وتطبيق الشفافية في إدارة السياسة النقدية، وتوافر نظام مالي على درجة عالية من التقدم .

وقد تم تطبيق سياسة استهداف التضخم في العديد من الدولة النامية والصاعدة مثل شيلي

والبرازيل والمكسيك والفلبين وغانا وتركيا.

وقد بدأ البنك المركزي المصري القيام بالخطوات اللازمة لتمهيد الطريق لتبني نظام استهداف التضخم حيث قام مجلس إدارة البنك المركزي المصري في يونيو 2005 بوضع إطار جديد للسياسة النقدية يضمن تنفيذ تغييرات مؤسسية وتشغيلية على النحو التالي : أولاً الجوانب المؤسسية وتضمن تفعيل دور قطاع السياسة النقدية لتنفيذ النظام الجديد للسياسة النقدية، وتشكيل لجنة منبثقة من مجلس إدارة البنك المركزي تسمى لجنة السياسة النقدية تجتمع بشكل دوري، وتدعيم البنية الأساسية لقطاع السياسة النقدية من خلال تعيين كوادر متخصصة في ذلك المجال، وإقامة مجموعات عمل متخصصة للنهوض بجودة البيانات الاقتصادية. ثانياً الجوانب التشغيلية وتضمن التحول من هدف تشغيلي كمي (فائض الأرصدة الاحتياطية) إلى هدف تشغيلي سعري، وبدء العمل بنظام ال Corridor، وتفعيل استخدام الأدوات التشغيلية لامتناس أو ضخ السيولة، علاوة على ذلك صياغة نماذج متطورة للتنبؤ بالتضخم، وإعداد أبحاث اقتصادية تفصيلية عن الاقتصاد المصري، وإعداد مؤشر مقياس التضخم الأساسي، وتجهيز المادة العلمية بشكل موحد لعرضها على لجنة السياسة النقدية أسوة بالدول الأخرى التي تنتهج سياسة نقدية استباقية. (تغريد، 2016)

### (1-1) المشكلة

التضخم مشكلة اقتصادية تصيب كل من الدول النامية والمتقدمة على السواء، ويعد الاقتصاد المصري أحد الاقتصاديات الذي أتم بعدد من الخصائص التي مثلت بيئة مناسبة لتنامي الضغوط التضخمية. فقد شهد منتصف عقد الثمانينيات تنامي ظاهرة التضخم وتقادم عجز ميزان المدفوعات وعجز الموازنة العامة. ونتيجة لكل هذه الاختلالات فقد توجهت مصر إلى البنك الدولي عام 1991 ووقعت اتفاقيات معه وقد عرفت تلك الاتفاقيات (برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي)، واستهدف البرنامج ضرورة الإصلاح النقدي ( فقد تم إصدار العديد من القوانين والقرارات التشريعية التي عدلت من ضوابط التعامل في النقد الأجنبي). وفي عام 1996 تحولت السياسة النقدية المصرية من نظام استهداف سعر الصرف إلى نظام استهداف المجاميع النقدية، وتم الاعتماد على مجموعة من أدوات السياسة النقدية والتي تتمثل في نسبة الاحتياطي المطلوب من البنوك ومعدل إعادة الخصم واتفاقيات إعادة الشراء، فانخفض التضخم إلا أن هذا الوضع لم يدم حيث عاودت معدلات التضخم الزيادة لتصل إلى 11% وفقاً للرقم القياسي لأسعار المستهلكين عام 2004. وفي 2005 أعلن البنك

المركزي المصري أنه يسعى لتطبيق سياسة استهداف التضخم كنظام رسمي للسياسة النقدية بمجرد استيفاء الشروط اللازمة. إن قيام مصر بتمهيد الطريق لتطبيق نظام استهداف التضخم كتوجه بديل لسياسات استهداف سعر الصرف واستهداف المجاميع النقدية هو نتيجة لبعض الصعوبات التي واجهها البنك المركزي المصري في تطبيق هذه السياسات .

**ولتبسيط الإشكالية حاولنا ادرج التساؤلات التالية:**

- هل يمكن اعتبار السياسة النقدية المصرية فعالة ؟
- ما الذى حققته مصر من شروط لاستهداف التضخم ؟
- تحليل مدى تأهيل الاقتصاد المصري لتطبيق سياسة استهداف التضخم.

### (2-1) أهمية الدراسة

لقد أفرزت الضغوط التضخمية في الاقتصاد المصري العديد من الآثار الاقتصادية . لذلك تولدت القناعة لدى مخططي السياسة النقدية في البنك المركزي المصري بأن استقرار الأسعار يجب أن يكون الهدف طويل الامد للسياسة النقدية .ولقد تبين أن التأثير على التضخم من خلال سياسة استهداف المجاميع النقدية وسياسة استهداف سعر الصرف غير فعالة. الأمر الذى دفع البنك المركزي المصري بالقيام بالخطوات اللازمة لتطبيق نظام استهداف التضخم .

**وعلى الرغم،** من كثرة الدراسات التي تناولت موضع السياسة النقدية فالقليل من تلك الدراسات على النطاق العربي قد تطرق إلى دراسة سياسة استهداف التضخم كنظام رسمي للسياسة النقدية. **وعليه،** تنبع أهمية الدراسة من أنها تمثل محاولة لدراسة العوامل التي ساهمت في تغذية الضغوط التضخمية في الاقتصاد المصري، و تحليل مدى إمكانية تطبيق استهداف التضخم في مصر .

### (3-1) الهدف من الدراسة

انطلاقاً من الشعور بخطورة ظاهرة التضخم وأهمية تطبيق سياسة استهداف التضخم كنظام رسمي للسياسة النقدية تتمثل أهداف هذه الدراسة فيما يلى :

- تحديد أسباب التضخم في الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة 2000 - 2015 .
- التعرف على متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم .

- تحليل مدى تأهيل الاقتصاد المصري لتطبيق سياسة استهداف التضخم.

#### (4-1) الفروض

- الإفراط في الإصدار النقدي من أهم أسباب الفجوات التضخمية في مصر.
- المتطلبات الأساسية لتطبيق سياسة استهداف التضخم تتوافر في مصر.

#### (5-1) منهج الدراسة

استخدام المنهج الاستنباطي لأجراء المعالجة النظرية لموضوع البحث. واستخدام المنهج الاستقرائي عند القيام بالدراسة التطبيقية لموضوع البحث من خلال تحليل البيانات المتوفرة.

### 2- أسباب زيادة معدلات التضخم خلال فترة الدراسة (2000 - 2015)

هدفت السياسة النقدية المصرية الى تحقيق الاستقرار في للأسعار كهدف نهائي، و على أن يكون الهدف الوسيط هو قيمة السيولة المحلية ومعدلات نموها (البنك المركزي، 2003). وتم التحول من هدف تشغيلي كمي (فائض الاحتياطات) إلى هدف تشغيلي سعري، وهو توجهات أسعار الفائدة في سوق النقد المصري.

ولقد قدم الأدب الاقتصادي تفسيرات مختلفة لأسباب ومصادر ظاهرة التضخم، حيث أوضح أن هناك ثلاث آليات رئيسية لحدوث التضخم وهي: تضخم دفع النفقة، والتضخم من جانب الطلب، والتضخم نتيجة التشوهات الهيكلية في البنيان الاقتصادي والسياسي . وفى واقع الأمر يعد التضخم محصلة لهذه الأسباب جميعاً، ويصعب قصر سبب حدوثه على أحد هذه الآليات دون غيرها (سهير أبو العنين، 1995، ص102). يعرف التضخم بأنه الزيادة المستمر في المستوى العام للأسعار في دولة ما والناجم عن فائض الطلب عما هو معروض من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة. (هاشم فؤاد، 1974) .

### (1-2) الإسهامات النظرية على صعيد العوامل المفسرة للتضخم في الاقتصاد المصري

#### خلال فترة الدراسة (2000 - 2015)

وفي هذا الصدد تشير دراسة (IMF, 2007) إلى أن صدمات جانب العرض التي تعرض لها الاقتصاد المصري تسببت في تصاعد معدلات التضخم. وتعزو بعض التقارير المحلية مشكلة التضخم إلى مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية.

على صعيد العوامل الداخلية كانت هناك بعض الضغوط الناتجة عن التضخم المدفوع بعوامل جذب الطلب وذلك بسبب زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتنامي نشاط قطاع التشييد والبناء وزيادة مستويات الأنفاق على الأجور والمرتبات وتزايد مستويات الائتمان الممنوح للقطاع العائلي وبعض العوامل المتعلقة بالضغوط التضخمية الناتجة عن عوامل دفع النفقة ( وزارة المالية، 2008).

وأشارت دراسة صادرة عن مؤسسة ستانلي إلى أهمية العرض النقدي كمحدد رئيسي للتضخم في الاقتصاد المصري، وأشارت إلى أن كل واحد بالمائة زيادة في مستويات العرض النقدي تؤدي إلى زيادة معدلات التضخم بنسبة 0.6%، في حين يؤدي زيادة قيمة العملة المحلية بنسبة 1% إلى انخفاض مستويات التضخم بنسبة 0.2%.

وأشار التقرير الصادر عن صندوق النقد الدولي (IMF, 2009, P.8) إلى الأهمية المتزايدة للتغيرات في مستويات السيولة المحلية والتي تعد مسؤولة عن تفسير 42% من زيادة معدلات التضخم في الاقتصاد المصري خلال السنوات الأولى من الألفية الجديدة، يليها صدمات جانب العرض ممثلة في التغيرات في أسعار السلع الغذائية والتي تعد مسؤولة عن 39% من زيادة معدلات التضخم . وفي هذا السياق خلصت دراسة ( عبد النبي إسماعيل، 2016) إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في مصر وعرض النقود ( السيولة المحلية) خلال الفترة من عام 2000 وحتى عام 2015.

وأشارت دراسة (نور الدين، 2008) إلى أن زيادة معدلات التضخم في مصر خلال السنوات الأولى من الألفية الجديدة ترجع إلى عدة عوامل وهي: زيادة مستويات نمو السيولة المحلية وبالتالي زيادة مستويات التضخم المدفوعة بعوامل جذب الطلب، وزيادة مستويات تركيز الأسواق وبالتالي انخفاض مستويات المنافسة بما يشجع على زيادة هامش الربح وتشجيع سياسات التسعير غير المنتظمة بما يؤدي إلى جمود مستويات الأسعار المحلية، وأثر التمير الناتج عن انتقال أثر التغيرات في سعر الصرف إلى معدلات التضخم وصدمات جانب العرض.

وتشير دراسة (Domenico Fanizza , 2006) إلى أن العجز المالي يعتبر السبب الرئيسي في عدم نجاح السلطات النقدية المصرية في كبح جماح التضخم ومن ثم زيادة سعر الصرف الحقيقي للجنه مقابل الدولار وبالتالي انهيار نظام سعر الصرف الثابت كمرتكز أسمى للسياسة النقدية. وفي السياق ذاته، وأكدت دراسة (ياسر إبراهيم، 2014) على أن تمويل عجز الموازنة العامة

من خلال الجهاز المصرفي من أهم الأسباب المنشأة للتضخم في مصر خلال الفترة (2000-2013)، وأشارت الدراسة على إتجاه معدلات التضخم المتوقعة نحو الزيادة مع تزايد مستويات الدين العام المحلي.

وأشارت دراسة (مسعد محمد، 2016) إلى أن الدين العام المصري تخطى حد الأمان ووصل إلى مرحلة الخطر لأنه تخطى نسبة 60% من الناتج القومي، وأكدت الدراسة على الأثر العكسي لزيادة الدين المحلي على معدلات التضخم خلال الفترة (2000 - 2015)، وأشارت إلى أن الحكومة تعول كثيراً على أن البنك المركزي سوف يقوم بتمويل عجز الموازنة.

وقد حاولت دراسة (نفين محمد، 2014) تحديد العوامل المفسرة للتضخم في الاقتصاد المصري خلال الفترة من (1980-2014)، وخلصت الدراسة إلى أن معدلات التضخم تتأثر بالعجز المالي، و زيادة مستويات نمو السيولة المحلية وتغيرات سعر الصرف، ومعدلات التضخم المتوقعة التي تتأثر بالتضخم في الفترات السابقة.

وقد ظهر ما يطلق عليه الأسباب السياسية للتضخم وذلك في إطار ما يسمى بالاقتصاد السياسي الجديد الذى يعنى بدراسة تأثير الطبيعة السياسية لاتخاذ القرار على تطبيق السياسات ومن ثم على النتائج الاقتصادية. فيمكن لأسباب سياسية بحتة تطبيق بعض السياسات الاقتصادية، وأخذ بعض القرارات الاقتصادية، مثل رفع معدلات أجور بعض فئات المجتمع أو توظيف نسبة من العاطلين في وظائف حكومية ليست في حاجة إلى عمالة جديدة. ويمكن أن ينتج عن تطبيق مثل هذه السياسة زيادة معدل التضخم إذا لم يقابل مثل هذه الخطوات زيادة في الناتج الحقيقي يواجه هذه الزيادة في الدخل النقدية لبعض الفئات في المجتمع (Kibritcioglu, 2002)، وفي هذا الصدد أشارت دراسة (ياسر إبراهيم، 2014) إلى أن الفترة من 2011 إلى 2014 أتمت بالزيادة النسبية لمعامل الاستقرار النقدي، مما يعكس التأثير الاقتصادي السلبي للمشاكل السياسية التي مرت بها مصر.

ويشار إلى أنه على الرغم من أهمية عنصر توقعات التضخم الا أن القليل من الدراسات التي تطرقت لدراسة أسباب التضخم في الاقتصاد المصري تتطرق إلى دور توقعات التضخم كمحدد رئيسي للتغيرات في معدلات التضخم . وفي هذا الصدد أظهرت نتائج دراسة ( هبة عبد المنعم، 2010) أن زيادة نسبة الشركات التي تتوقع زيادة معدل التضخم بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة معدلات التضخم الفعلية بنسبة 0.12%، وكذلك أشارت إلى أن زيادة الرقم القياسي لأسعار الدواجن بنقطة واحدة تؤدي

إلى زيادة معدل التضخم بنسبة 0.67%.

وفى المقابل أشارت دراسة (إبراهيم العيسوى، 2007) إلى وجود عدد من العوامل الهيكلية والمؤسسية قد أدت إلى زيادة معدلات التضخم في مصر ومن أهمها: انخفاض كفاءة النظام الضريبي مما يؤدي إلى زيادة نسبة التهرب الضريبي، ومن ثم زيادة عجز الموازنة العامة والدين العام.

## (2-2) حجم السيولة المحلية وأثرها على التضخم

ويرجع التضخم الناشئ عن الطلب بصفة أساسية إلى الإفراط في الإصدار النقدي، ويرتبط بكمية النقود ومعدلات نموها فزيادة كمية النقود بمعدلات لا تتلاءم مع الزيادة الحقيقية في الناتج المحلي تغذى عملية التضخم وتدفع بالاقتصاد بعيداً عن التوازن. ويمكن شرح التطورات التي حدثت في وسائل الدفع بالاقتصاد المصري لبيان أثر ذلك على مستوى التضخم .

إدارة السيولة المحلية داخل حدود آمنة " غير تضخمية " في مقدمة أهداف السياسة النقدية، وبتتبع التطورات التي حدثت في حجم السيولة المحلية والعناصر المكونة لها - الجدول رقم (1) يتضح زيادة إجمالي السيولة المحلية من 255272.2 مليون جنيه عام 2000 إلى 1765492 مليون جنيه عام 2015، وكذلك زيادة معدل نمو السيولة المحلية من 8.8% عام 2000 إلى 16.4% عام 2015 ولقد توزعت تلك الزيادة في السيولة بين كمية وسائل الدفع الجارية وأشباه النقود على النحو التالي:

### أولاً: بالنسبة إلى كمية وسائل الدفع الجارية

زادت كمية وسائل الدفع الجارية من 49738.1 مليون جنيه عام 2000 إلى 499065 مليون جنيه عام 2015. وتعد الزيادة في كمية وسائل الدفع الجارية محصلة لزيادة كل من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والودائع بالعملة المحلية . حيث زاد النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي إلى 499065 مليون جنيه عام 2015.

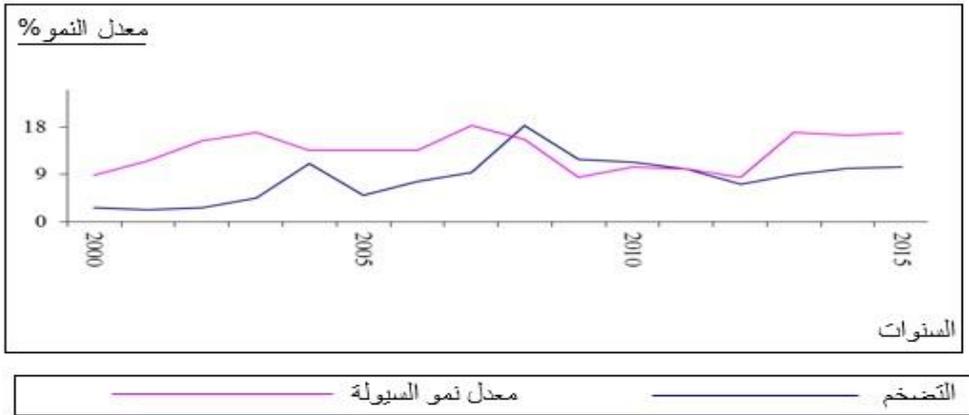
### ثانياً بالنسبة إلى أشباه النقود:

أشباه النقود وصلت إلى 1266427 مليون جنيه عام 2015، ويمكن تفسير النمو في أشباه النقود إلى زيادة الودائع غير الجارية بالعملة المحلية، والودائع الجارية وغير الجارية بالعملة الأجنبية.

ولاشك أن عدم السيطرة على معدل نمو السيولة المحلية يؤدي إلى زيادة مستوى التضخم بالدولة. ويوضح الشكل التالي رقم (1) العلاقة بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل التضخم خلال فترة الدراسة، ويشير إلى فشل السياسة النقدية المصرية في تحقيق هدف استقرار المستوى العام للأسعار (الهدف النهائي للسياسة النقدية)، فقد زاد معدل التضخم من 2.7 % عام 2000 الى 10.4 % عام 2015 .

### الشكل رقم (1)

معدل نمو السيولة المحلية ومعدل التضخم في مصر خلال فترة الدراسة



المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، اعداد متفرقة.

### (2-3) مؤشرات التضخم في الاقتصاد المصري

عرضنا في الجزء السابق التطور الذي طرأ على عرض النقود معبراً عنه بأجمالي السيولة المحلية وبمقارنة معدلات نمو كمية النقود بمعدلات نمو الناتج المحلي بالأسعار الثابتة لنفس الفترة نستطيع معرفة مدى عدم التوازن بين جانب الطلب (ممثلاً بكمية النقود المتداولة) وبين جانب العرض (ممثلاً بالناتج المحلي). وينعكس عدم التوازن بين الطلب والعرض في ضوء زيادة المستوى العام للأسعار وخلق ضغوط تضخمية بالاقتصاد .

ويمكن بيان الضغوط التضخمية في الاقتصاد المصري من خلال بعض المؤشرات التي تستخدم لقياس القوى التضخمية ونقتصر هنا على أحد هذه المعايير وهو معيار أو الضغط التضخمي.

## معيار معامل الاستقرار النقدي:

ويتم حساب معامل الاستقرار النقدي من خلال المعادلة التالية:

$$B = (\Delta M/M) - (\Delta Y/Y)$$

M : كمية النقود

Y : تمثل الناتج المحلي والأسعار الثابتة.

$\Delta M$  : تمثل التغير في كمية النقود

$\Delta Y$  : تمثل التغير في الناتج المحلي والأسعار الثابتة.

ويتضح من الجدول التالي رقم ( 1 ) أن قيم معامل الاستقرار النقدي كانت موجبة خلال فترة الدراسة ( 2000 - 2015 ) مما يدل على وجود ضغوط تضخمية بالاقتصاد المصري . الأمر الذي أثر سلبياً على مستوى الأداء الاقتصادي متمثل في زيادة تكلفة المعيشة، و زيادة حدة الفقر في المجتمع.

## الجدول رقم ( 1 )

## (M2) والبنود المكونة لها ومعامل الاستقرار النقدي خلال الفترة (2000-2015)

القيم بالمليون جنيه ونسب مئوية

معامل الاستقرار النقدي	معدل نمو GDP بالأسعار الثابتة	معدل نمو السوالة المحلية	إشابة النقود/ السوالة المحلية(%)	السوالة المحلية M2=	اشابة النقود الحارية / السوالة المحلية (%)	وسائل الدفع الجارية M1=	وسائل الدفع الجارية بلعملة المحلية	الشف المتداول خرج الجهاز المصرفي	اخر بونبة
3.4	5.4	8.8	80.5	255272.2	19.5	49738.1	14695.8	35042.3	2000
8.1	3.5	11.6	81.2	284872.5	18.8	53447.5	15287	38161.1	2001
13	2.4	15.4	82	327728	18.2	59805.4	17505.9	42298.5	2002
13.4	3.2	16.9	82.5	384262	17.5	67212	18954	48258	2003
9.2	4	13.2	82.2	434911	17.8	77606	21673	559933	2004
9.1	4.5	13.6	81.8	493884	18.2	89685	26656	63029	2005
6.6	6.9	13.5	80	560356	19.5	109274	35035	74239	2006
11.3	7	18.3	80.1	662688	15.7	13129	44430	76620	2007
8.5	7.2	15.7	77.8	766664	22.2	170579	65923	104656	2008
3.7	4.7	8.4	77.9	831211	22	182991	6484.5	118146	2009
5.2	5.2	10.4	76.7	917459	23.3	214040	78831	135209	2010
8.2	1.8	10	75.4	1009411	24.6	248707	80820	167887	2011
6.18	2.22	8.4	74.94	1094408	25	274510	80483	194027	2012
16.2	2.2	18.4	73.5	1296086	26.5	344100	103089	214011	2013
14.1	2.9	17	72.95	1516601	27	410554	139698	270856	2014
12	4.4	16.4	71.5	1765492	28.23	499065	206366	499065	2015

المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة.

**(2-4) النتائج**

- تتعدد الأسباب المنشأة للتضخم في مصر، ومن أهمها : التضخم المدفوع بعوامل جذب الطلب، وصددمات جانب العرض، وتوقعات التضخم المستندة لمستويات التضخم السابقة، والتراجع في قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي.
- فشلت السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار (الهدف النهائي للسياسة النقدية). وقد أعلن البنك المركزي المصري في 2017 التطبيق الرسمي لنظام استهداف التضخم.

**3- استراتيجية استهداف التضخم وأهمية تطبيقها:**

**أولاً: مفهوم سياسة استهداف التضخم:**

يعرف (Eser Tutar, 2002) سياسة استهداف التضخم Inflation Targeting Policy بأنها نظام للسياسة النقدية يتميز بالإعلان العام عن الهدف الكمي (رقمي) لمعدل التضخم لفترة زمنية أو أكثر مع الاعتراف بأن تخفيض واستقرار الأسعار هو الهدف الأولي للسياسة النقدية . وتشير دراسة (إسماعيل الشناوي، 2004) إلى أن استهداف التضخم من المفاهيم الحديثة لتطوير إدارة البنوك المركزية من خلال التركيز بوضوح على معدل التضخم، ويتحدد استهداف التضخم في إعلان السلطات النقدية عن هدف رقمي محدد أو مدى محدد لمعدل التضخم.

**ثانياً تتلخص مزايا سياسة استهداف التضخم في التالي:**

- يعتبر استهداف التضخم النظام المحفز علي إحداث تغير مؤسسي بإعطاء البنك المركزي قدر أكبر من الاستقلال من خلال تخفيض الضغوط السياسية عليه، مما يمكنه من تحقيق هدف استقرار الأسعار بالتركيز علي معدل أو مدي واضح للتضخم، ويؤدي هذا الأسلوب إلى وضوح واستقلال وعدم تداخل مهام السلطة التنفيذية والسلطة النقدية .
- تشير نتائج دراسة ( Mukherjee,2007) إلى أن استهداف التضخم يعد إطار فعال لمواجهة مشكلة التضخم، وتشير إلى تزايد احتمال تطبيق الدولة لاستهداف التضخم في حالة وجود تنسيق بين السياسة النقدية والمالية.
- استراتيجية استهداف التضخم تساعد علي تقادي التقلبات الكبيرة في الدخل القومي نتيجة لزيادة الثقة في توقعات الجمهور لمعدل التضخم في المستقبل.
- يعتبر نظام استهداف التضخم النواة الأساسية لخفض عجز الموازنة، فكثير من الدول التي

- تعمل على تطبيق سياسة استهداف التضخم تمكنت من تقليص عجز الموازنة الذي كانت تعانيه، بل أنها حققت فائض كما الحال بالنسبة إلى تركيا والبرازيل.
- يؤكد استهداف التضخم على أن عبء تحقيق الاستقرار السعري لا يقع على عاتق السلطة النقدية وحدها وهذا بدوره يحقق تضافر وتنسيق بين أعمال السياسة النقدية والمالية.
  - نظام سعر الصرف المرن يستلزم معه أداة ارتكاز أسمية أخرى غير سعر الصرف، وقد أثبتت الدراسات التطبيقية والخبرات الدولية فعالية استهداف التضخم مع هذا النظام لاسيما وان النظام البديل المتبقي هو استهداف العرض النقدي ولقد أتضح أن العلاقة بين عرض النقود بالمفهوم الواسع (أو الضيق) ومستوى الأسعار ليست من القوة بما يكفي لاستخدام معدل نمو العرض النقدي كمؤشر لتوجه السياسة النقدية، فضلاً على أن هذه الآلية تتطلب تقدير دقيق لدالة الطلب على النقود وهذا الأمر ليس من السهل مما يجعل النتائج المتحققة غير سليمة وغير مجدية في مسألة التحكم في العرض النقدي ومن ثم تحقيق الاستقرار السعري، أضف إلى ذلك تقلب الطلب على النقود ومن ثم صعوبة ربطه بالنشاط الاقتصادي والمستوى العام للأسعار .
  - يعتبر استهداف التضخم إطاراً جيداً لتوقعات التضخم كخطوه ضروري لتحديد معدلات التضخم المستهدفة، كما أن مصداقية تخفيض المعدل الفعلي المحقق للتضخم تسهم في تخفيض توقعات الأفراد المستقبلية عن التضخم بما يسفر عن اتجاه نزولي لمعدلات التضخم بشكل عام.
  - انخفاض الخسائر و الأعباء الاقتصادية في حال فشل السياسة النقدية المستهدفة للتضخم في تحقيق أهدافها، ففي حالة فشل هذه السياسة فان الخسائر بالنتاج ستكون أقل من الخسائر المترتبة في حالة فشل السياسة النقدية المرتكزة علي سعر الصرف كما يترتب علي هذه الأخيرة - أي فشل السياسة النقدية المرتكزة علي سعر الصرف - عدد من الآثار السلبية أبرزها فقد كثير من الاحتياطيات الدولية وزيادة معدل التضخم و حدوث أزمات مالية ومصرفية، والمشاكل تتعلق بالدين العام. وفي المقابل يترتب علي فشل السياسة النقدية القائمة علي استهداف التضخم خسائر محدودة بالنتاج والتضخم تتمثل في زيادة مؤقت للتضخم عن المستهدف، وتباطؤ مؤقت أيضاً بمعدل النمو الاقتصادي.
  - لا يحتاج هذا الأسلوب في إدارة السياسة النقدية إلى تعديل متكرر في الهدف الوسيط لأنه يركز على هدف كمي أو مدى للتضخم، اما سياسة الاستهداف النقدي قد تحتاج إلى تعديل

متكرر نتيجة التغيرات في دالة الطلب على النقود والتي ينتج عنها تغيرات في العلاقة بين نمو العرض النقدي وهدف استقرار الأسعار، مما يجعل سياسة الاستهداف النقدي تعطى مؤشرات غير دقيقة عن أداء السياسة النقدية.

#### 4- متطلبات تطبيق استراتيجية استهداف التضخم

قد أشارت دراسة (Wimal Rankaduwa, 2006) إلى أبرز متطلبات نجاح سياسة

استهداف التضخم، وهي كالتالي:

- استقلالية البنك المركزي.
- شفافية ومصداقية السياسة النقدية .
- مبدأ المساواة للبنك المركزي .
- توافر بيانات، ونماذج إحصائية للتنبؤ بالتضخم.
- مركز مالي قوى للموازنة العامة.

وتشير دراسة (Freedman & Robe, 2009) إلى أن كافة الدول التي طبقت سياسة

استهداف التضخم - باستثناء كندا - لم تتوافر لها كل متطلبات تطبيق استهداف التضخم قبل البدء في تطبيق السياسة، وإنما كانت هناك مجموعة من المتطلبات متوافرة في هذه الدول عند بدء التطبيق، وتم استيفاء باقي متطلبات في وقت لاحق على بدء تطبيق استهداف التضخم .

#### (1-4) الهيكل المؤسسي للسياسة النقدية

يتضمن النظام المؤسسي للسياسة النقدية صياغة الهيكل التشريعي للبنك المركزي وصياغة

هيكل صناعة القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية.

#### (1-1-4) الهيكل التشريعي لتطبيق استهداف التضخم

في إطار تطبيق سياسة استهداف التضخم يتم تفويض البنك المركزي لتحقيق الاستقرار في

المستوى العام للأسعار، مع منح البنك المركزي الاستقلال في تطبيق الأدوات التي تمكنه من تحقيق ذلك الهدف. وقد قام صانعو السياسة الاقتصادية في كثير من البلدان خلال عقد التسعينيات بعمل تعديلات تشريعية في القوانين والقواعد الحاكمة لنشاط البنوك المركزية، وهدفت هذه التعديلات إلى

زيادة درجة استقلال البنك المركزي، وذلك لتعزيز قدرة الأخير علي رسم وإدارة سياسة نقدية قادرة علي تحقيق مستويات مستقرة للأسعار .

وتوضح دراسة (Schaecher, 2000) أن العنصر الأهم في النظام القانوني للبنوك المركزية وهي بصدد تطبيق استهداف التضخم كنظام عام للسياسة النقدية هو استقلال البنوك المركزية في إدارة أدوات السياسة النقدية، حيث عادة ما تقوم الدول التي بصدد تطبيق استهداف التضخم بمنح البنك المركزي الاستقلال في إدارة أدوات السياسة النقدية قبل المضي في تطبيق استهداف التضخم، الا أنه هناك بعض الدول منحت البنك المركزي الاستقلال لاحقاً علي تطبيق استهداف التضخم .

ويتمثل العنصر التالي في النظام القانوني للبنك المركزي في ما أشارت إليه دراسة (Kumhoff, 2000) بأنه في ظل استهداف التضخم يجب تقييد أو منع البنك المركزي من تمويل الأنفاق الحكومي، وتشير تجارب الدول في هذا الصدد إلى وجود تضخم يكون مدفوعاً بتمويل العجز في الأنفاق الحكومي ينشئ عن التمويل التضخمي لعجز الموازنة، وهو ما يتعارض مع تحقيق معدلات التضخم المستهدفة.

ويستند المؤيدون لاستقلال البنك المركزي إلى عدد من الأسباب، وهي كالتالي: (سهير معتوق، 2004)

- تتحسن قدرة البنوك المركزية علي تحقيق استقرار الأسعار في حالة أبعاد السياسة النقدية عن تدخلات السياسيين .
- تشير عدد من الدراسات التطبيقية إلى وجود علاقة عكسية بين استقلال البنوك المركزية ومعدلات التضخم، بمعنى أن البنوك المركزية التي تتمتع بدرجات مرتفعة من الاستقلال قادرة علي تحقيق معدلات تضخم أكثر انخفاضاً .

وقد تناولت إحدى الدراسات مؤشرات استقلال 163 بنك مركزي في نهاية عام 2003 وكانت

أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي: (Bernard J Laurens 2007 .PP. 27-28)

- الاغلبية العظمي من البنوك المركزية مكلفة بوضع استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية، وأغلبيتها لها الاستقلال التنفيذي فيما يتعلق بتحديد عمل السياسة النقدية.
- الاختلاف بين البنوك المركزية حول مدى الرقابة المالية والأشرف، فالعديد من البنوك المركزية بالاقتصاديات النامية تحتفظ بدورها في الرقابة والأشرف ولكن عدد ضئيل من الاقتصاديات

المتقدمة قد تحتفظ بشكل أو بآخر بالأشراف والرقابة المالية.

#### (2-1-4) آليات صناعة القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية في إطار استهداف التضخم

تشير تجارب تطبيق استهداف التضخم أنه عادة ما يكون البنك المركزي بصدد القيام بتغيرات جوهرية في آلية صنع القرار عقب تطبيق استهداف التضخم، و مصدر تلك التغيرات يرجع إلى التركيز على هدف محدد - وهو بالطبع تحقيق معدل التضخم المستهدف - وما يرتبط بذلك من ضرورة تطوير البناء التنظيمي لكي يعمل على تعظيم احتمالات تحقيق ذلك الهدف . وذلك في ضوء فترات الإبطاء الزمنى التي تفصل بين توقيت اتخاذ القرارات المتعلقة بأدوات السياسة النقدية وانتقال تأثيرها على معدل التضخم . ويتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية في الدول المتبعة لاستهداف التضخم من خلال تشكيل لجنة مختصة بذلك يطلق عليها لجنة السياسة النقدية والتي يراعى أن تعطى لها الاستقلال التام في إتخاذها للقرارات المتعلقة بأدوات السياسة النقدية التي يتم استخدامها بواسطة البنك المركزي لتحقيق أهداف السياسة النقدية. ولعل أهم الميزات التي تتحقق من تشكيل مثل هذه اللجنة هو عدم الاعتماد على شخص وحيد ممثلاً في محافظ البنك المركزي لاتخاذ القرارات وحده. أما فيما يتعلق بتشكيل تلك اللجنة، فهي عادة ما تتشكل من العاملين بالبنك المركزي ومن خارجه.

#### (2-4) القدرات الفنية للقائمين على إدارة السياسة النقدية

تشير دراسة (Laxton and Batini, 2006) إلى أنه على الرغم من أهمية نماذج توقعات التضخم في إطار استهداف التضخم إلا أن أغلب البنوك التي قامت بتطبيق استهداف التضخم لم تتوافر لها عند بدء التطبيق القدرات الفنية لبناء مثل هذه النماذج ولم تكن التقارير الصادرة عنها تتضمن تحليل للقوى التضخمية والنظرة المستقبلية للتضخم، كما لم يكن هناك آليات واضحة لتجميع المعلومات الضرورية عن الأنفاق الاستهلاكي لاستخدامها في التحليل والتوقعات لمعدل التضخم وللوقوف على آليات انتقال تأثير أدوات السياسة النقدية على المستوى العام للأسعار، وفترات الإبطاء الزمنى لانتقال ذلك التأثير . وأوضحت الدراسة أنه من بين جميع الدول التي قامت بتطبيق سياسة استهداف التضخم لم تتوافر تلك القدرات الفنية عند بدء تطبيق السياسة سوى في المملكة المتحدة، وكندا، والسويد، أما بالنسبة لبقية الدول التي قامت بتطبيق سياسة استهداف التضخم فقد قامت ببناء القدرات الفنية خلال تطبيق سياسية استهداف التضخم، كما أوضحت الدراسة أن أهم متطلبات القدرات الفنية لتطبيق سياسية استهداف التضخم الجوانب المتعلقة بجودة البيانات المستخدمة في نماذج

التوقعات وتقييم أثار قرارات السياسة النقدية، وتعد جوده البيانات المستخدمة أهم التحديات الفنية التي تواجه صياغة السياسات الاقتصادية بشكل عام في دول الأسواق الصاعدة مقارنة بالدول الصناعية .

#### (3-4) تطبيق نظام سعر الصرف المرن:

تطبيق استهداف التضخم يعنى بالضرورة قيام السلطات النقدية بتحقيق معدل التضخم المستهدف دون العمل على تحقيق معدل محدد للصرف، الا أنه في حالة وجود فترة انتقالية تعمل خلالها السلطات النقدية على تهيئة عمل السياسة النقدية لتطبيق استهداف التضخم، فإن السلطات الاقتصادية قد تستهدف سعر الصرف إلى أن يتم خلق بيئة مناسبة لاستهداف التضخم . وفى ظل تعدد ترتيبات أسعار الصرف المتاحة أمام الاقتصاديات ما بين نظم أسعار الصرف الثابتة والمدارة والعائمة، فان العديد من الاقتصاديات تتحول من نظم الصرف الثابتة إلى النظم العمومة بشكل تدريجي، فيتم التحول إلى نظم أسعار الصرف المدارة كمرحلة انتقالية للتخفيف من الصدمات التي قد تنشأ على أثر التحول المفاجئ من نظم الصرف الثابتة إلى التعويم الحر للعملة المحلية. ويشير الواقع الاقتصادي إلى ضرورة وجود عدة عناصر أساسية ضرورية لنجاح التحول الى نظم أسعار الصرف المرنة.

وتتمثل هذه العناصر فيما يلي: (Rupa Duattagupta et al, 2005,P1)

توافر نظام كفاء لتقييم مخاطر سعر الصرف التي تواجه الكيانات الاقتصادية والمتعاملين بسوق الصرف، وتوافر مرتكز أسمى ملائم بدلا من سعر الصرف الثابت، وتوافر سوق للصرف الأجنبي يتسم بالعمق .

#### (4-4) قوة وتطور الجهاز المصرفي

تأتي أهمية تطور الجهاز المصرفي من إن استهداف التضخم يمثل إطاراً للعمل يهتم بقوي السوق وأوضاعه، لاسيما وأن عمليات السوق المفتوحة هي الأداة الرئيسية في استهداف التضخم ولضمان كفاءة وفعالية هذه الأداة كان من الأهمية أن تتحدد أسعار الفائدة بناء علي قوي السوق. وبالطبع فإن زيادة مشكلة القروض المتعثرة تعيد من مصداقية البنك المركزي والسياسة النقدية خاصة وأنه في هذه الحالة قد لا يتمكن البنك المركزي من رفع أسعار الفائدة خوفاً من الآثار السلبية المحتملة علي الجهاز المصرفي. ويتحول البنك المركزي عن هدفة الرئيسي حينما يجبر علي القيام بمهمة

المقرض الأخير لحماية البنوك والمؤسسات المالية ذات المراكز المالية المتعثرة، وبالمثل حينما يزيد حجم ملكية الجهاز المصرفي من العملات الأجنبية ويصبح معرض بشدة لمخاطر تقلبات سعر الصرف، حيث يسيطر علي اهتمامات السياسة النقدية الدفاع عن سعر الصرف مستقر، ويغفل عنها الهدف الأساسي المتعلق باستقرار المستوى العام للأسعار. (Pierre-Richard, 1999, PP. 70-84)

## 5- التجارب الدولية لاستهداف التضخم

اتسم عقد التسعينيات بإتجاه العديد من الدول المتقدمة إلى تطبيق سياسة استهداف التضخم والتخلي عن أنظمة السياسة النقدية الأخرى، كما شجعت النتائج المتميزة التي حققتها هذه الدول العديد من الدول النامية على استخدام هذا النظام في إدارة سياستها النقدية.

### (1-5) تجربة البرازيل في تطبيق نظام استهداف التضخم

في مواجهة الأزمات المالية في آسيا خلال النصف الثاني من تسعينيات القرن الماضي، أعلن البنك المركزي البرازيلي في مارس 1999 تخلية كلية عن نظام سعر الصرف الثابت أو الزاحف، وفي يونيو 1999 أعلنت البرازيل عن التطبيق الرسمي لسياسة التضخم وتم استهداف معدلا للتضخم يبلغ 8% مع هامش سماح  $\pm 2\%$ . وتم اتخاذ الخطوات التالية: (Pedro Fachada, 2002)

- 1- تم إعادة هيكلة القطاع البنكي عقب الأزمات البنكية عام 1994 - 1996، مما جعل القطاع البنكي البرازيلي في حالة استعداد لانتقال لتطبيق نظام استهداف التضخم.
- 2- لم يوجد نص قانوني صريح يفيد إعطاء استقلال الأداة للبنك المركزي البرازيلي، ويعطى الأولوية لهدف استقرار الأسعار في منظومة أهداف السياسة النقدية، بل تم تحديد ذلك بموجب قرار رئاسي.

3- وضع البنك المركزي البرازيلي نصب عينيه مهمة أساسية وهي الإدارة الرشيدة لأسعار الفائدة.

### (1-1-5) النظام التنفيذي لنظام استهداف التضخم في البرازيل: (Frederic S. )

(Mishkin, 2004), (Pedro Fachada, 2002)

1- الهدف والاساسي للسياسة النقدية: هو تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وإلغاء أي أهداف أخرى قد تتعارض أو تعوق تحقيق هذا الهدف.

2- السياسة النقدية تؤخذ قراراتها على أساس التوفر الكامل لقاعدة من لمعلومات لدى صانعي

القرار.

3- الإعلان المسبق عن المعدلات المستهدفة: حيث تم الإعلان عن معدلات التضخم السنوي، وتوفيرها على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي البرازيلي.

4- إعطاء المجلس النقدي القومي مسئولية تحديد معدلات التضخم المستهدفة والمدى الذي يمكن أن تتغير المعدلات داخله اعتماداً على مقترح مقدم من وزير المالية. و تعتبر لجنة السياسة النقدية هي السلطة المسؤولة عن تحقيق المعدلات المستهدفة للتضخم.

5- المسائلة: دعم قابلية المسائلة للبنك المركزي.

### (5-1-2) آلية السياسة النقدية في ظل تطبيق سياسة استهداف التضخم:

**أولاً الهدف التشغيلي:** استخدمت البرازيل معدل الفائدة لليلة واحدة بين البنوك بمثابة الهدف التشغيلي للسياسة النقدية كما قامت بتطبيق سياستها النقدية من الناحية التشغيلية من خلال عمليات السوق المفتوحة على سندات الخزانة أو السندات التي يصدرها البنك المركزي البرازيلي .

**ثانياً أدوات السياسة النقدية:** يلجأ البنك المركزي إلى تنظيم السيولة المتاحة في البنوك والمؤسسات المالية من خلال مجموعة من الأدوات هي متطلبات الاحتياطي القانوني وسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة وتعد الأخيرة هي الأداة الأساسية في إدارة السياسة النقدية حيث يتدخل البنك المركزي بائعاً أو مشترياً لسندات حكومية يتم تسعيرها وفقاً لقوى السوق، ويعتمد البنك المركزي البرازيلي بصفة أساسية على عمليات الشراء النهائي وعمليات الشراء مع إعادة البيع.

### ثالثاً قنوات انتقال الأثر : (Joel Bogdanski ,Alexandre Antonio, 2000)

- أن التغيرات في سعر الفائدة تؤثر علي سعر الصرف، وهذا بدوره يؤثر علي معدل التضخم من خلال التأثير في أسعار الواردات أو ما يطلق عليه التضخم المستورد .
- تعد أهم قنوات انتقال الأثر قناة التوقعات وقناه سعر الصرف وقناة الطلب الكلي، وقد زاد التركيز علي قناه سعر الصرف فمما لا شك فيه أن التغير في تدفقات رؤوس الاموال من وإلى الدولة يكمن في وراء تحركات سعر الصرف، ولذا كان من الضروري الاحتفاظ بقدر مناسب من الاحتياطات الدولية .
- تؤثر سعر الفائدة علي السلع الاستهلاكية والاستثمار ( الناتج ) في مدة تتراوح بين 3 إلى 6 شهور وتؤثر التغيرات في الفجوة الإنتاجية علي التضخم (الأسعار ) في مده ثلاثة اشهر تقريبا.

### (3-1-5) نجاح استهداف التضخم في البرازيل

بعد أن أعلنت البرازيل تطبيقها لسياسة استهداف التضخم عام 1999 أصبح الرأي أن تخفيض التضخم هو الهدف الأساسي الذي يجب أن تسعى إلى تحقيقه للوصول لمعدل تضخم أحادي الرقم مثل ما هو مطبق في الدول المتقدمة، وقد نجحت البرازيل في تحقيق هذا الهدف . وقد أوضحت دراسة (Luiz de Mello, Diego Moccero, 2006) أن ما حققته التجربة البرازيلية من درجة منخفضة من التقلب في مستويات الناتج يرجع إلى تطبيقها سياسة استهداف التضخم المرنة، والتي وفرت درجة عالية من المرونة مهدت لتفادي الوقوع في فخ المفاضلة بين التضخم والناتج ( Luiz de Mello, 2006 )

### (2-5) تجربة تركيا في تطبيق سياسة استهداف التضخم

عانى الاقتصاد التركي من مشكلات عدة كانت زيادة تقلبات معدلات التضخم، وعدم الاستقرار في النظام المالي، وزيادة أعباء دين القطاع العام، وعدم استقرار معدلات النمو الاقتصادي، وزيادة الهيمنة المالية من أهم سماتها، كما تعرض الاقتصاد التركي لمجموعة من الأزمات أدت إلى هشاشته، تمثلت في أزمة العملة عام 1994، والأزمة الآسيوية والروسية عامي 1997، 1998، والأزمة المالية التي حدثت في تركيا عام 2001.

### (1-2-5) الخطوات المتبعة في تركيا لاستيفاء المتطلبات الأساسية والمؤسسية للنظام

فضل صانعو قرار السياسة النقدية في الاقتصاد التركي التحول التدريجي لنظام الاستهداف التام للتضخم من خلال تطبيق سياسة الاستهداف الضمني للتضخم خلال الفترة (2002-2006) والتي كانت تستهدف تخفيض التضخم وتنفيذ كافة متطلبات الاستهداف الصريح. وقد قامت السياسة النقدية في تركيا خلال هذه الفترة بالتأكد على مصداقية المعدلات المستهدفة في إطار الاستهداف الضمني للتضخم، كما أشارت إلى أهمية تنفيذ سياسة مالية رشيدة، وتنفيذ كافة الإصلاحات الهيكلية (Hakan Kara,2006). وقد اتخذ البنك المركزي التركي مجموعة من الخطوات قبل الاستهداف الصريح للتضخم، وهي كالتالي: (Durmuş Yılmaz, 2008) :

- تم تنفيذ العديد من الإصلاحات في إطار السياسة الكلية، فقد تم تعديل قانون البنك المركزي في مايو 2001، بحيث أصبح الهدف الأساسي للبنك المركزي هو تحقيق استقرار الأسعار، وأصبح البنك المركزي التركي بمقتضى هذا القانون هو السلطة المسؤولة عن إدارة السياسة

النقدية، كما وضع هذا القانون حدوداً لإقراض الحكومة أو القطاع العام.

- أعلن البنك المركزي عن ليرة تركية جديدة (The New Turkish Lira - NTL) .
- قام البنك المركزي التركي بعمل العديد من الترتيبات التي تساعد على تطوير عملية صنع القرار لتكون أكثر كفاءة وأكثر شفافية بحيث أعيد تنظيم قسم البحوث بالبنك المركزي ليكون مسؤولاً عن تحضير الوثائق والاصدارات وتنظيم اللقاءات والاجتماعات والمؤتمرات التي يتم شرح السياسة النقدية من خلالها، وتحسين المعلومات التي يتم بثها من خلال الموقع الإلكتروني الخاص بالبنك، وكذلك عمل البنك المركزي على توسيع قاعدة البيانات التي سوف تستخدم للتنبؤ بالتضخم.
- أعلنت المؤسسة الإحصائية تغيير الطريقة التي يتم بها حساب الأرقام القياسية بما فيها الرقم القياسي لأسعار المستهلكين اعتباراً من يناير 2005.
- اتخاذ خطوة تعويم سعر الصرف.

### (2-2-5) السمات العامة لتجربة تطبيق استراتيجية استهداف التضخم في تركيا (Nabil Ben Ltaifa, 2012, P.9)

- شكل الاستهداف: تم تحديد المعدل المستهدف في صورة نقطة مستهدفة وتحديد مدى لعدم التأكد قدر بنسبة 2% في معدل التضخم المحقق عن المعدل المستهدف، كما تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلكين لحساب معدل التضخم المستهدف، وحساب مجموعة من مؤشرات التضخم الاساسي.
- المدى الزمني: تحديد المدى الزمني بثلاث سنوات، وذلك تمشياً مع الفترة التي يتم فيها تحديد البرنامج الاقتصادي وخطط الموازنة العامة للحكومة التي يتم تحديدها في فترة ثلاث سنوات.
- التركيز على استهداف التضخم في الأجل المتوسط: اعتمد البنك المركزي التركي على أسلوب المدى الزمني المتمثل في الأجل المتوسط، بحيث لا يستجيب البنك المركزي للأثار المؤقتة للصدمات الخارجية على التضخم.
- الجانب التنظيمي : خول للجنة السياسة النقدية سلطة صنع القرار بدلا من دورها الاستشاري الذي كانت تمارسه في السابق .
- التنبؤ بالتضخم : اعتمد البنك المركزي التركي على آراء المتخصصين في تحديد المعدلات

المستهدفة.

(5-2-3) أدوات واليات انتقال أثر السياسة النقدية (Kara, 2007) : استخدمت تركيا أسعار الفائدة كهدف تشغيلي، ومن ناحية أخرى كانت عمليات السوق المفتوحة على السندات التي يصدرها البنك المركزي أو أدون الخزانة هي الأداة الرئيسية المستخدمة، ويعتمد البنك المركزي التركي بصفة أساسية على عمليات الشراء النهائي وعمليات الشراء وعمليات البيع مع إعادة الشراء. وبالانتقال إلى استهداف التضخم حدثت تغييرات هيكلية في قنوات انتقال السياسة النقدية، حيث قلت أهمية قناة سعر الصرف، وقام البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف من خلال الإعلان عن عمليات شراء معلنة في السوق في الفترات التي تشهد تزايداً في تدفقات العملة الأجنبية، أو في حالة وجود تقلبات في سوق الصرف. وأصبح تعديل أسعار الفائدة في تركيا استجابة للتغير في معدل التضخم المتوقع، وقام البنك المركزي بدور فعال في تنظيم مستوى السيولة لدي الجهاز المصرفي، وإعادة هيكلة القطاع المصرفي، وزاد ارتباط قناة سعر الفائدة بقرارات الطلب، وزادت أهمية قناة سعر الفائدة.

(5-2-4) نجاح استهداف التضخم في تركيا : تركيا نموذجاً لدولة استطاعت أن ترسي شروط التطبيق الكامل لاستهداف التضخم خلال المرحلة الانتقالية (2002-2006)، حيث طبقت عدة محاور وقد ساعد نظام استهداف التضخم تركيا على تحسن كافة المؤشرات المالية، حيث حققت معدلات منخفضة للدين العام، والقضاء على مشكلة التضخم، ونجحت التجربة التركية في زيادة معدلات نمو الناتج . (تغريد، 2016)

### (3-5) بعد استعراض التجارب السابقة نستخلص التالي

- تتميز سياسة استهداف التضخم بعدة مزايا أهمها: تحقيق الاستقرار في الأسعار وتقادي التقلبات في مستوى الناتج وتحفيز معدلات نمو مرتفعة في المدى الطويل وتعزيزه شفافية السياسة النقدية.
- يمكن أن تنجح الدول النامية في تطبيق سياسة استهداف التضخم إذا أخذت بالشروط الأساسية المسبقة، وهذا يوضح إمكانية نجاح تطبيق هذه السياسة في مصر.

## 6 - تحليل متطلبات تطبيق استهداف التضخم في مصر

على الرغم من أن تحليل النظام النظري والتطبيقي لاستهداف التضخم يشير إلى أنه لا يوجد نمط محدد وسيناريو سياسات موحد يتم أتباعه في تطبيق سياسة استهداف التضخم حيث تختلف آليات التطبيق من دولة لأخرى وفقاً للظروف والمعطيات الاقتصادية لكل دولة، إلا أنه هناك مجموعة من المتطلبات الأساسية التي يجب توافرها لإمكان تطبيق استهداف التضخم على نحو يستوفي أركان التطبيق، ويتم فيما يلي تحليل مدى توافر هذه المتطلبات في مصر.

### (1-6) استقلالية البنك المركزي

قد جاء القانون رقم 88 لسنة 2003 ببعض المواد التي تدعم الاستقلال المؤسسي للبنك المركزي المصري حيث جاء في المادة الأولى من ذلك القانون أن البنك المركزي المصري شخص اعتباري عام يتبع رئيس الجمهورية، وهو ما يعنى عدم تبعية البنك المركزي للحكومة ومجلس الوزراء. وقد جاء النظام الأساسي للبنك المركزي في المادتين السادسة عشر والسابعة عشر باختصاص رئيس الجمهورية بتعيين محافظ البنك المركزي ونائبيه، على أن يكون التعيين لمدة أربع سنوات قابلة لتجديد إلا أن التعيين يتم بناء على ترشيح من رئيس مجلس الوزراء. كما أن تشكيل مجلس إدارة البنك المركزي بموجب النظام الأساسي للبنك يضم إلي جانب محافظ البنك المركزي ونائبيه ثلاث أعضاء يمثلون وزارات المالية والتخطيط والتجارة الخارجية ويختار هؤلاء الاعضاء رئيس مجلس الوزراء، وثمانية أعضاء من ذوي الخبرة يختارهم رئيس الجمهورية لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد ويعد ذلك التشكيل لمجلس الإدارة انتقاصاً في استقلال البنك المركزي، إذ يضم المجلس على هذا النحو أربعة عشر عضواً منهم ثلاثة بالتعيين من قبل رئيس الوزراء وثمانية بالتعيين من قبل رئيس الجمهورية، كما أنه وفقاً للمادة 12 من القانون رقم 88 لسنة 2003 يصدر بتحديد مكافئات أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي قرار من رئيس مجلس الوزراء.

وفيما يتعلق بالاستقلال الوظيفي للبنك المركزي المصري وفقاً لما جاء في المادة الخامسة من النظام الأساسي للبنك المركزي المصري بأنه يقوم البنك المركزي بصياغة الأهداف النهائية للسياسة النقدية بالاتفاق مع الحكومة وذلك من خلال مجلس تنسيقي يتم تشكيله بقرار من رئيس الجمهورية. وقد صدر في عام 2005 القرار الجمهوري بتشكيل المجلس التنسيقي للسياسة النقدية والذي ضم في

عضويته ثلاث وزراء من الحكومة وهم وزراء المالية والتخطيط والاستثمار، ومحافظ البنك المركزي ونائبيه ومجموعة من الخبراء في الشؤون الاقتصادية والمصرفية. ومع تأسيس المجلس التنسيقي تم انشاء لجنة السياسة النقدية التي من خلالها تصدر كافة القرارات المتعلقة بأهداف وأدوات السياسة النقدية.

وفيما يتعلق بصياغة الأهداف الوسيطة والمتغيرات التشغيلية للسياسة النقدية فإن المادة السادسة من القانون رقم 88 لسنة 2003 قد جاءت بمنح البنك المركزي المصري الاستقلال فيما يتعلق بصياغة الأهداف الوسيطة والمتغيرات التشغيلية للسياسة النقدية حيث منح البنك المركزي المصري حرية اتخاذ القرارات التي تكفل تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية حيث جاء فيها " للبنك أن يقوم بأية مهام أو يتخذ أية خطوات خاصة بتطبيق السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والرقابة على الائتمان.

### (6-2) توافر مبدأ الشفافية

أن توفر عنصر الشفافية في استهداف التضخم من العوامل الرئيسية لنجاحها لما له من أثر على تدعيم مصداقية السياسة النقدية وكفاءتها في تحقيق الهدف المنوط بها، لأنه في حالة عدم توافر عناصر الشفافية فسيكون هناك تشكك حيال الوصول إلى هدف التضخم المعلن عنه وهذا بدوره يؤثر سلباً على توقعات التضخم.

ويعلن البنك المركزي المصري عن الخطوات التي يتخذها لتطبيق السياسة النقدية على النحو الآتي :

- تنشر القرارات الصادرة عن مجلس الادارة ومحافظ البنك في نشره خاصة.
- تنشر القرارات الصادرة عن سلطات البنك الأخرى بالنشرة الشهرية للبنك.
- تنشر القرارات في الوقائع المصرية .

### (6-3) المسائلة

وفيما يتعلق بتطبيق مبدأ المسائلة فإن التشريع الخاص بالبنك المركزي المصري نص في المادة 21 على إلزام البنك المركزي المصري خلال الثلاثة شهور التالية لانتهاء السنة المالية بإعداد القوائم المالية للبنك عن السنة المالية المنتهية موقِعاً عليها من محافظ البنك المركزي المصري ومراقب الحسابات وكذا إعداد تقرير سنوي يتناول المركز المالي للبنك وعرض للأحوال الاقتصادية والمالية

والنقدية والمصرفية في مصر، وقد نص القانون على أن يتم رفع القوائم المالية والتقارير السنوي للبنك المركزي المصري إلى رئيس الجمهورية مع إرسال نسخ منه إلى رئيس مجلس الوزراء ومجلس الشعب.

كما جاء في المادة 28 من ذات التشريع ضرورة قيام محافظ البنك المركزي برفع تقرير دوري كل ثلاثة شهور إلى السيد رئيس الجمهورية بحيث يتضمن ذلك التقرير التطورات النقدية والمصرفية والائتمانية وأرصدة الديون الخارجية خلال فترة التقرير، وقد حددت المادة 41 من النظام الأساسي للبنك المركزي محتويات هذا التقرير بحيث تشمل كلاً من وكمية وسائل الدفع، وحجم الودائع بالجهاز المصرفي، وحجم الائتمان المحلي، وتطورات سوق الصرف الأجنبي، وأرصدة الدين العام المحلي والمديونية الخارجية.

#### (4-6) عجز الموازنة

يعد أحد المتطلبات الأساسية لتطبيق استهداف التضخم منع أو تقييد البنك المركزي من تمويل العجز الحكومي حيث أن تمويل العجز الحكومي يقلل من تركيز البنك المركزي على تحقيق معدل التضخم المستهدف . وقد جاء التشريع الخاص بالبنك المركزي المصري بالقانون رقم 88 لسنة 2003 في المادة 27 بنص خاص يلزم البنك المركزي بتمويل العجز الحكومي حيث تم إلزام البنك المركزي بناء على طلب الحكومة تمويل العجز الموسمي في الموازنة العامة للدولة بما لا يزيد عن 10% من متوسط إيرادات الموازنة العامة للدولة خلال الثلاث سنوات السابقة . ويعد النص التشريعي السابق من أهم معوقات تطبيق سياسة استهداف التضخم خاصة في ظل العجز المزمن في الموازنة العامة، كما يتضح ذلك من الشكل رقم(2).

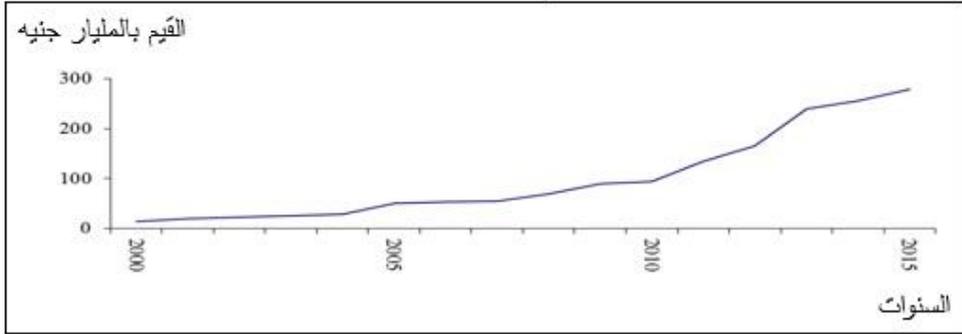
ويرجع تزايد عجز الموازنة العامة إلى زيادة المبالغ المخصصة للدعم الموجهة لهيئة السلع التموينية والهيئة العامة للبتترول نتيجة زيادة أسعار المواد الغذائية والبتروولية، وزيادة الأنفاق الحكومي على مشروعات المرافق وذلك بهدف تنشيط الطلب المحلي، وتزايد النفقات الحكومية لتحقيق المطالب الفئوية بعد ثورة 25 يناير . ( ياسر ، 2015).

وتشير الدراسات التطبيقية إلى وجود تفاعل بين العجز في الموازنة العامة للدولة ومصادر تمويل هذا العجز والضغوط التضخمية، كما أن تدخل البنك المركزي المصري في تمويل العجز في

الموازنة العامة للدولة يزيد الضغوط التضخمية الناتجة عن عجز الموازنة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى للموازنة العامة للدولة. ( Omnia A. Helmy, 2008)

### الشكل رقم (2)

#### العجز في الموازنة العامة للدولة

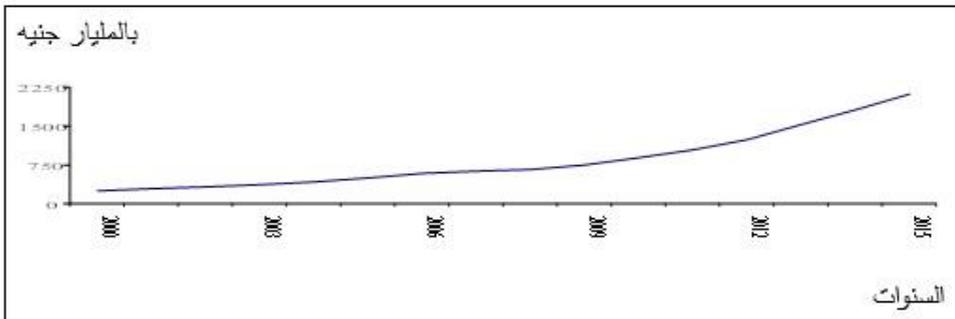


Source: Center Bank of Egypt <http://www.cbe.org.eg/arabic/>

وقد أدى زيادة العجز في الموازنة العامة للدولة المصرية إلى نمو الدين الحكومي، ويتضح ذلك من الشكل رقم (3). وقد أشار التقرير الصادر عن صندوق النقد الدولي (IMF, 2006) إلى أن حجم الدين المحلي في مصر يعد مرتفعاً مقارنة بدول الأسواق الصاعدة الأخرى، مما يتطلب ترشيد الأنفاق الحكومي وإعادة هيكلة مصادر الإيرادات الحكومية للتغلب على العجز المزمن في الموازنة العامة من خلال رفع معدل الضرائب إلى الناتج المحلي الإجمالي والتحول نحو تطبيق ضريبة القيمة المضافة.

### الشكل رقم (3)

#### الدين المحلي المصري خلال الفترة (2000-2015)



Source: Center Bank of Egypt <http://www.cbe.org.eg/arabic/>

## (5-6) القدرات الفنية لدي البنك المركزي المصري

يتطلب تطبيق استهداف التضخم وجود نماذج لقياس معدل التضخم ويبدو الرقم القياسي لأسعار المستهلك بمثابة المؤشر الأكثر استخداماً في هذا الشأن، وقد أعلن البنك المركزي عن استخدام مؤشر التضخم الأساسي وذلك بهدف التخلص من أثر التغيرات الموسمية على الرقم القياسي لأسعار المستهلك . تطبيق استهداف التضخم يعتمد على استخدام توقعات التضخم بما يعنى ضرورة وجود نماذج لدي البنك المركزي بشأن التوقعات. كما يتطلب تطبيق استهداف التضخم ضرورة وجود نماذج تفسر آلية انتقال تأثير أدوات السياسة النقدية إلى معدل التضخم وفترات الإبطاء الزمنى لانتقال ذلك التأثير، بحيث يمكن الاعتماد عليها عند صياغة قرارات السياسة النقدية.

ويشير التقرير السنوي الصادر عن البنك المركزي المصري في عام 2009 إلى ضرورة مراعاة العاملين من منظور أهمية العنصر البشري في عمليات إدارة السياسة النقدية، وتشير البيانات الواردة في التقرير إلى أنه خلال عام 2009 شارك 3945 من العاملين بالبنك المركزي المصري في برامج تدريبية وتأهيلية شملت برامج لدي المعهد المصرفي وبرامج للتدريب على نظم الحاسب الآلي وكذا برامج تدريب خارجية. ويعد تطوير العنصر البشري من اهم متطلبات تطبيق سياسة استهداف التضخم حيث يتطلب الأمر إعداد الكوادر البشرية المؤهلة لاستخدام النماذج الإحصائية ونماذج التنبؤ الاقتصادي بهدف إمداد وحدات صنع القرار بالمعلومات الكافية.

## (6-6) استراتيجية أسعار الصرف المرنة

أعقب تطبيق نظام معدل الصرف المدار في أواخر يناير 2003 زيادة معدلات التضخم، ولقد كان وراء هذه المعدلات المرتفعة أسباب تتعلق بجانب العرض. هذا وقد صاحب ذلك تذبذب صافى تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر. كما زادت أيضاً نسبة عجز الموازنة العامة للدولة للنتاج المحلي، وقد ترتب على هذا العجز تصاعد الدين الحكومي كنسبة للنتاج المحلي، حيث قامت الحكومة بتمويل نسبة كبيرة من هذا العجز عن طريق إصدار أدون الخزنة العامة، الأمر الذى يعنى مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في الحصول على مصادر التمويل اللازمة للاستثمار (عبد النبي إسماعيل، 2016). لذا اتخذ البنك المركزي عدة خطوات لتقليل الضغوط التضخمية وإعادة الاستقرار لسوق النقد : فقد رفع البنك المركزي أسعار الفائدة في النصف الثاني من 2004 م، وفي

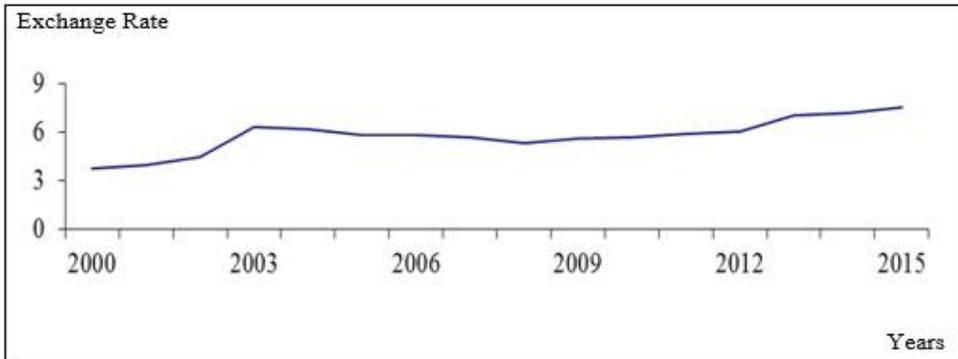
ديسمبر 2004 ألغي قرار إجبار المصدرين على التنازل عن 75% من حصيللة صادراتهم من النقد. (طريح، 2014).

وفى ظل تداعيات الأزمة المالية 2008 تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي من خلال رفع سعر الفائدة لجذب التدفقات الرأسمالية .

ومع عدم استقرار الأوضاع السياسية منذ 2011 تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي عدد من المرات لرفع سعر الفائدة. وبالرغم من ذلك سادت موجة تشاؤمية حول مصير سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار، حيث سادت موجة من التوقعات بشأن المزيد من الانخفاض في قيم الجنيه المصري الأمر الذى دفع الأفراد إلى التخلي عن مدخراتهم بالعملة المحلية وإن الزيادة سعر الفائدة عليها، إذ يتوقعون أن الأرباح الرأسمالية التي يمكن أن يجنيها الأفراد من خلال المضاربة في (السوق السوداء) على الجنيه المصري يمكن أن تفوق تلك التي يمكن أن يحصلوا عليها من مدخراتهم بالعملة المحلية، ومن ثم قام العديد من الأفراد بتحويل مدخراتهم بالعملة المحلية إلى دولار (نفين طريح، 2014)، وحدث تراجع مستمر في قيمة الجنيه كما يتضح ذلك من الشكل رقم (5) . وجدير بالذكر، فقد قرر البنك المركزي في 3/11/2016 القيام بعدة خطوات لتصحيح سياسة تداول النقد الأجنبي، بهدف استعادة تداوله داخل القنوات الشرعية والقضاء على السوق الموازية للنقد الأجنبي.

#### الشكل رقم (4)

تطور اسعار الصرف للدولار بالنسبة للجنيه المصري خلال فترة الدراسة ( 2000-2015 )



Source: Center Bank of Egypt <http://www.cbe.org.eg/arabic/>

**(6-7) تطور وكفاءة القطاع المصرفي**

يتطلب تطبيق استهداف التضخم كنظام عام للسياسة النقدية الاعتماد على الأدوات والمتغيرات التشغيلية ذات الطابع السعري وليس الطابع الكمي، ولكي يمكن للمتغيرات السعرية أن ينتقل تأثيرها إلى الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية والمتمثلة في معدل التضخم المستهدف تحقيقه فإن الأمر يتطلب وجود قطاع مالي ومصرفي يمكنه توفير قناة لانتقال تأثيرات القرارات المتعلقة بمعدل الفائدة إلى معدل التضخم، ومن ثم يكون توافر درجة من التطور في القطاع المالي أحد متطلبات تطبيق استهداف التضخم كنظام لعمل السياسة النقدية. وتدهور القطاع المصرفي المصري في أواخر التسعينيات، وانخفضت مستوى الخدمات المصرفية وانخفضت الربحية. إزاء هذا التحدي وضع البنك المركزي برنامجاً لتطوير وإعادة هيكلة القطاع المصرفي، وقد تضمنت المرحلة الأولى للبرنامج (2004 - 2008) عدة ركائز أساسية من أهمها ما يلي (البنك المركزي المصري، الرقابة والأشراف، المرحلة الأولى لتطوير قطاع الرقابة والأشراف، 2004):

- عمليات الخصخصة والدمج بالقطاع المصرفي.
- مواجهة مشكلة الديون المتعثرة لدى البنوك.
- دعم قطاع الرقابة والأشراف بالبنك المركزي المصري.

وبناء على النجاح الذي تحقق في المرحلة الأولى من البرنامج بدأ البنك المركزي في يناير 2009 المرحلة الثانية والتي كان من المتوقع الانتهاء منها بنهاية 2011 وتم مدها حتى نهاية مارس 2012. وتتمثل الركائز الأساسية للمرحلة (البنك المركزي المصري، المرحلة الأولى لتطوير قطاع الرقابة، 2009):

- برنامج شامل لإعادة الهيكلة للبنوك العامة المتخصصة.
- زيادة فرص إتاحة التمويل.
- تطبيق مقررات بازل II في القطاع المصرفي المصري.

وتعد من أهم خطوات إعادة هيكلة القطاع المصرفي ذلك القرار الصادر من البنك المركزي المصري في يوليو 2005 بتحديد الحد الأدنى لرأس مال البنوك التجارية العاملة في مصر بقيمة 500 مليون جنيه مصري، وعلى أثر ذلك تمت عمليات زيادة رأس المال للعديد من البنوك، كما تم

دمج بعض البنوك وكان الهدف من ذلك القرار أن تكون وحدات الجهاز المصرفي العاملة تتسم بصلاية مراكزها المالية.

ويمكن مقارنة أداء القطاع المصرفي في مصر مع نظيره في دول الأسواق الصاعدة التي تقوم بتطبيق استهداف التضخم كنظام لعمل السياسة النقدية مع العلم بأن المقارنة سوف تكون للسنة التي تم فيها الإعلان عن تطبيق استهداف التضخم بالنسبة لدول الأسواق الصاعدة، أما بالنسبة لمصر فسوف تكون لسنة 2015، حيث يمكن الاعتماد على ثلاث مؤشرات لأداء القطاع المصرفي تتمثل في التالي: نسبة الائتمان الممنوح إلى القطاع الخاص/أجمالي الناتج المحلي %، ونسبة النمو في العرض النقدي، ونسبة العرض النقدي/ الناتج المحلي.

وفيما يتعلق بمعدل النمو في العرض النقدي، ونسبة العرض النقدي/ الناتج المحلي، فيشير الجدول رقم (2) إلى تمتع مصر بجهاز مصرفي متطور (نسبياً) اعتماداً على مؤشرات السيولة المحلية والدالة على توفر سوق نشط للمعاملات البنكية وقاعدة عريضة للودائع البنكية. أما فيما يتعلق بنسبة الائتمان الممنوح إلى القطاع الخاص/ الناتج المحلي فقد كان أداء القطاع المصرفي المصري أفضل من العديد من الدول الصاعدة التي تقوم بتطبيق استهداف التضخم وقت تحويلها نحو استهداف التضخم، وذلك يتضح ذلك من الجدول رقم (3).

### جدول رقم (2)

#### مقارنة أداء القطاع المصرفي لمصر مع تجارب دول تطبقت نظام استهداف التضخم

الدولة	تاريخ بدء تطبيق استهداف التضخم **	* معدل النمو في العرض النقدي M2	* نسبة العرض النقدي/ الناتج المحلي الاجمالي
مصر	2015	16.40%	78.40%
تشيلي	1999	16.30%	41.70%
اسرائيل	1991	17.70%	64.90%
نيوزيلندا	1989	9.40%	65%
اندونيسيا	2005	14.90%	43.35%
التشيك	1997	11.50%	61.60%
جنوب افريقيا	1998	13.65%	55.08%
تايلند	2001	5.50%	111%

Source: \*international bank <http://data.albankaldawli.org/indicator>

\*\*طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم دراسة حالة الجزائر للفترة (1994-2003)، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة حسيبة بن علي، 2005، ص 135 .

### جدول رقم (3)

مقارنة أداء القطاع المصري لمصر مع تجارب دول تطبقت نظام استهدفت التضخم (فيما يتعلق بنسبة الانتمان الممنوح إلى القطاع الخاص/أجمالي الناتج المحلي %)

الدولة	تاريخ بدء تطبيق استهداف التضخم **	* نسبة الانتمان الممنوح إلى القطاع الخاص/ الناتج المحلي الاجمالي %
مصر	2015	26.50%
اندونيسيا	2005	26.40%
البرازيل	1999	29.80%
شيلي	1999	60.70%
المكسيك	1995	15.70%
تركيا	2002	14.16%
اسرائيل	1991	55.90%
كولومبيا	2000	20.90%
بولندا	1998	22.37%
الغلبين	1991	17.80%
غانا	2007	14.50%

Source: \*international bank <http://data.albankaldawli.org/indicator>

\*\*طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم دراسة حالة الجزائر للفترة (1994-2003)، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة حسيبة بن علي، 2005، ص 135 .

### (6-8) أسواق المال

تمثل أسواق المال أحد أهم مكونات القطاع المالي بجانب الجهاز المصرفي، وقطاع التأمين. وعلى صعيد الاقتصاد القومي المصري يمثل القطاع المصرفي (البنكي) من 80% إلى 90% من القطاع المالي (رانيا عبد المنعم، 2013). ويعد عمق السوق أحد أركان وجود سوق مال كفاء، وتوصف أسواق المال بالعمق عند وجود تعامل نشط على الأوراق المالية بها، بمعنى استمرار التعامل

على الورقة المالية، ففي حالة عمق سوق الأوراق المالية، يترتب على عدم التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية حدوث تغيرات طفيفة على أسعار هذه الأوراق . (عاطف وليم أندراوس، 2005، ص65-66).

ويؤكد الاقتصاديون على أن نجاح السياسة النقدية - في تحقيق أهدافها - في إطار استهداف التضخم يعتمد على أن يكون بدء وعمل السياسة في أجواء تتسم باستقرار القطاع المالي . وفي هذا الصدد أشار تقرير صادر عن البنك المركزي المصري الى قيام السلطات النقدية المصرية بخطوات ملوثة لتطوير السوق الثانوي وتنشيط سوق السندات واستهداف أدوات جديدة، وتعزيز عمليات اتفاقات إعادة الشراء . وذلك في إطار تسهيل التحول لتطبيق استهداف التضخم . ويمكن مقارنة أداء سوق المال المصري مع نظيره في دول الأسواق الصاعدة التي تقوم بتطبيق استهداف التضخم كنظام لعمل السياسة النقدية مع العلم بأن المقارنة سوف تكون للسنة التي تم فيها الإعلان عن تطبيق استهداف التضخم بالنسبة لدول الأسواق الصاعدة، أما بالنسبة لمصر فسوف تكون لسنة 2015 م، حيث يمكن الاعتماد على مؤشر حجم الرسملة للشركات المدرجة بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي - رأس مال السوق، ومؤشر معدل دوران رأس المال . ويشير الجدول التالي الى أن أداء سوق المال المصري لا يختلف كثيراً عن أداء أسواق المال في العديد من الدول التي تقوم بتطبيق سياسة استهداف التضخم وقت تحويلها نحو استهداف التضخم . وبالرغم من أن الكثير من الاقتصاديات التي تطبق سياسة استهداف التضخم كنظام لعمل السياسة النقدية لم تكن تتمتع بكفاءة قطاعها المالي ألا إنها طبقت هذا النظام في ظل العمل على تحسين الأداء المالي بها .

## جدول رقم (4)

مقارنة أداء سوق المال المصري مع تجارب دول استهدفت التضخم فيما يتعلق بحجم الرسملة للشركات المدرجة بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي وبمعدل دوران الأسهم القيم بالمليار دولار ونسب مئوية%

الدولة	**تاريخ بدء تطبيق استهداف التضخم.	*معدل دوران الاسهم %	*رسملة الشركات المدرجة بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي.
مصر	2015	26.70%	55.19
شيلي	1999	9.56%	68.2
المكسيك	1995	37.70%	90.7
نيوزيلندا	1989	7%	13,5
اسرائيل	1991	58.70%	14.29
اندونيسيا	2005	34.20%	81.4
غانا	2007	6.06%	2.4
التشيك	1997	52.80%	10.82
المجر	2001	51.10%	12.9

Source: \*international bank <http://data.albankaldawli.org/indicator>

\*\*طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم دراسة حالة الجزائر للفترة (1994-2003)، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة حسيبة بن علي، 2005، ص135.

## 7- النتائج

- عدم نجاح السياسة النقدية المصرية في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، حيث يعاني الاقتصاد المصري من زيادة معدلات التضخم.
- تتعدد الأسباب المنشأة للتضخم في الاقتصاد المصري.
- غالباً ما تم تطبيق استهداف التضخم في معظم الدول بعد انهيار أسعار الصرف وحاجاتها إلى محور ارتكاز بديل يعمل كمثبت لتوقعات التضخم، مثل تركيا والبرازيل، وأحياناً نتيجة فشل الاستهداف النقدي في بيئة أتمت بعدم استقرار دالة الطلب على النقود .
- تطبيق الدول المستهدفة للتضخم على أسعار الفائدة كهدف تشغيلي، وكانت عمليات السوق

- المفتوحة هي الأداة الرئيسية المستخدمة.
- كان التحدي الرئيسي لدول استهداف التضخم هو الهيمنة المالية التي تعيق السياسة النقدية، ويمكن الاسترشاد في ذلك بتجارب البرازيل وتركيا والتي كانت المعركة الحاسمة في التخلص من الهيمنة المالية، بمنع تمويل عجز الموازنة من البنك المركزي أو وضع حدود في قانون البنك المركزي لذلك التمويل، بحيث لا يتعدى نسبة محددة من إيرادات الحكومة لأعوام سابقة وضمان حرية استخدام أسعار الفائدة بعيداً عن مقتضيات الدين الحكومي، وتطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية والنظام الضريبي الذي يضمن تمويل عجز الموازنة بدون آثار تضخمية .
  - لم تظهر الآثار الإيجابية لنظام استهداف التضخم بفعله وحدة، بل تعد سياسة استهداف التضخم جزءاً من الإصلاحات الهيكلية والاقتصادية .
  - مصر مستعدة لتطبيق سياسية استهداف التضخم، وعندئذ على كافة القائمون على إدارة الاقتصاد أن يلتزمون جنباً إلى جنب مع البنك المركزي لتحقيق الهدف معلن، والمستقر للتضخم المنخفض، وفي هذا السياق سوف تتحرك التوقعات بنجاح تجاه هذا التضخم المستهدف.
  - ليس من الضروري ان تحقق مصر استيفاء كل متطلبات سياسة استهداف التضخم حيث يمكن استيفاء حد معين من الشروط واستكمال باقي الشروط بعد التحول الرسمي.
  - نجحت مصر في استيفاء بعض الشروط المتعلقة بالاستقلال الوظيفي للبنك المركزي، والتخلي عن نظام سعر الصرف الثابت واستيفاء خطوات ملموسة في الإصلاح المصرفي وتحسين الشفافية.
  - ما زالت مصر تواجه بعض التحديات من أهمها {عجز موازنة مرتفع ومعدلات متصاعدة للدين العام}.

## 8- التوصيات

- يذهب بعض الاقتصاديين (Woodford, 2001; p. 17) إلى أن تطبيق قاعدة نقدية لاستهداف التضخم يستلزم معها توفر قاعدة للمالية العامة لاسيما وأن الأداء المالي العام وما يترتب عنه من توقعات غير متسقة مع مستوى مستقر للأسعار يمكن أن يطيح بمعدل التضخم المستهدف من جانب البنك المركزي وفي ضوء ذلك يمكن أن تدعم السياسة المالية السياسية

النقدية من خلال:

- ا. العمل على تخفيض عجز الموازنة.
- ii. تقييد الانتماء المباشر للحكومة من قبل البنك المركزي.
- iii. تفعيل وتحديد مهام وحدة إدارة الدين العام بوزارة المالية والتي أعلن عنها منذ عام 2000.
- الاعتماد على أساليب أخرى لتمويل العجز دون اللجوء للبنك المركزي.
- المدى الزمني المقترح للحالة المصرية يتراوح بين عام إلى عامين، نظراً لمحدودية الخبرة، وأنه مع توافر الخبرة والبيانات اللازمة لعمليات التنبؤ بالتضخم، من الممكن أن تقوم السلطات النقدية المصرية بتوسيع المدى الزمني.
- اعتماد السلطات النقدية المصرية على نطاق أو هامش للتضخم المستهدف ويرجع هذا الترخيم وخاصة في المراحل الأولية من تطبيق إطار الاستهداف إلى أهمية بناء الثقة داخل الاقتصاد.
- تعميق وتطوير اسواق المال المصرية لتوفير التمويل اللازم لعجز الموازنة من خلال ما تصدره الدولة أو البنك المركزي من أوراق مالية كبديل للتمويل المصرفي التضخمي.

## 9- المراجع

المراجع العربية:

(ا) الكتب:

- إبراهيم العيسوي، "الاقتصاد المصري في ثلاثين عاماً"، المكتبة الأكاديمية، الفصل السادس، 2007.
- عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2005.
- تونى، محمود عبد العزيز، "الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في مصر"، كتاب افريقيا بين التحول الديمقراطي والتكيف الهيكلي، 2005.
- سهير أبو العنين، "مؤشرات التضخم في الاقتصاد المصري"، معهد التخطيط، 1995.

(ب) الدوريات:

- البنك المركزي المصري، "تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري"، 2013.
- البنك المركزي المصري، "كتاب دوري بشأن تحرير أسعار الصرف"، 2016.

- المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، سلسلة حلقات نقاشية، 2003.
- أحمد سلامة، "قياس وتحليل المحددات المؤثرة في معدل التضخم في مصر خلال الفترة (1975-2007)"، المجلة الدورية لجامعة الأزهر بنين، كلية التجارة، جامعة أسيوط، 2008.
- إسماعيل أحمد الشناوي، "استهداف التضخم في الدول النامية"، مجلة كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2004.
- تقرير الحسابات الختامية - اعداد مختلفة .
- رانيا عبد المنعم، "السياسة النقدية والمجال لتبنى أطار استهداف التضخم"، مجلة بنوك واعمال، 2013.
- رمضان السيد أحمد معن، "طبيعة العلاقة بين عجز الموازنة ومعدل التضخم في الاقتصاد المصري"، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، مارس، 2016.
- سهير معتوق، "مؤشرات ودلائل استقلالية البنك المركزي: دراسة مقارنة مع التطبيق على الحالة المصرية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث، كلية الحقوق جامعة حلوان، 2004 .
- عبد النبي اسماعيل، "العلاقة بين السياسة النقدية ومعدل التضخم في مصر"، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، العدد 58، 2016.
- مسعد محمد سماعيل، " أثر زيادة الدين العام المحلى على الأهداف الاقتصادية للموازنة العامة المصرية"، كلية التجارة، جامعة سوهاج، المجلد 29، الجزء الثاني، 2016.
- نفين محمد، "مدى فاعلية تطبيق استهداف التضخم كنظام رسمي للسياسة النقدية في مصر"، مجلة كلية التجارة، 2014.
- وزارة التنمية الإدارية، "أولويات العمل وألياته"، التقرير الثاني للجنة الشفافية والنزاهة، 2008.
- ناجى التوننا، "استهداف التضخم والسياسة النقدية"، سلسلة جسر التنمية.
- ياسر ابراهيم، "عجز الموازنة العامة في مصر وسياسات تخفيض الدين العام الداخلي"، مجلة كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد 1، المجلد 53، 2015.

(ج) الرسائل

- طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كنظام حديث للسياسة النقدية دراسة حالة

الجزائر (1999-2003)، رسالة ماجستير، قسم اقتصاد، كلية العلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بوعلى، 2005.

- هبة عبد المنعم، ديناميكية التضخم دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2010.
- تغريد حسبة، دور وآليات السياسة النقدية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2016.

### المراجع الأجنبية

- Ather H. Akbari and Wimal Rankaduwa, **Inflation Targeting in a Small Emerging Market Economy: The Case of Pakistan**, the State Bank of Pakistan. SBP-Research Bulletin, Volume 2, Number 1, 2006, PP. 170-190.
- Alina Carare and Mark R Stone, Inflation Targeting Regimes, IMF Working Paper, No, WP/03/9.
- Andera Schaechter, Mark R .Stone and Mark Zelmer, **Adopting Inflation Targeting: practical Issues for Emerging Market Country**, IMP Working Paper, Working Paper No. 202, 2000.
- André Minella, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn and Marcelo Kfoury Muinhos, **Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges**, Working Paper No.19, 2003.
- Agenor, Pierre-Richard and Masson, Paul R., **Credibility, Reputation, and the Mexican Peso Crisis. Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 31 ,No. 1,1999 .
- Barry Eichengreen, Sunil Sharma, Masson, **Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility**, Essays in International Finance PP.
- Marco Vega and Diego Winkelried, **Inflation Targeting and Inflation**

- Behavior: A Successful Story?** , International Journal of Central Banking, Vol.1, No.3, 2005.
- Bumba Mukherjee and David Andrew Singer, **Monetary Institutions, Partisanship, and Inflation Targeting**, annual conference of international Society, 2007.
  - Carare, Aline and Mark R. Stone, **Inflation Targeting Regimes**, IMP, Working Paper, No. 9 , 2003.
  - Country Report on Economic Policy and Trade Practice, Bureau of Economic and Business Affairs, US, Department of State, 2002.
  - Charles Freedman, **Country Experience With Introduction and Implementation of Inflation Targeting**, IMF Working Paper, Working Paper No. 09/161, 2009.
  - David R. Johnson, **The Effect of Inflation Targeting on Level of Expected Inflation in Five Countries** , Review Of Economics and Statistics, 85, Issue. 4, 2003.
  - David R. Johnson, **The Effect of Inflation Targeting on Expected Inflation: Evidence From an Eleven- Country Panel**, Journal of Monetary Economics, Vol. 49 , Issue.8 ,2002.
  - Diaan Nour eldin, **Relative price Adjustment and Inflation Dynamics: The Case of Egypt** , working Paper No. 133, May, 2008.
  - Domenico Fanizza and Ludvig Soderling, **Fiscal Determinants of Inflation: A Primer for the Middle East and North Africa**, IMF Working Paper, No.216, International Monetary Fund, October 2006.
  - Durmuş Yılmaz, **Turkey's Monetary and Exchange Rate Policy For 2009**, Speech at the Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, 16, December, 2008.
  - Eser Tutar, **Targeting Inflation in Developing Countries and Its**

**Applicability to Turkish Economy**, 2002.

- Frederic S. Mishkin, **Monetary Policy Strategies for Latin America**, NBER Working Paper No. 7617, March, 2000.
- Frederic S. Mishkin, **Inflation Targeting in Transition Country: Experience & Prospects**, NBER Working Papers, Working Papers, No. 9667, 2003.
- Frederic S. Mishkin, **Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?**, NBER Working Paper No. 10646, July, 2004.
- Frederic S. Mishkin, **Inflation Targeting in Transition: Countries Experience and Prospects**, Working Paper, No 9667, 2003.
- Joel Bogdanski ,Alexandre Antonio Tombini, Sérgio Ribeiro Costa Werlang, **Implementing Inflation Targeting in Brazil**, Central Bank of Brazil, Working Paper Series, No.24,2000.
- Luiz de Mello, Diego Moccerro, **Consolidating Macroeconomic Adjustment in Brazil**, OECD Economics Department Working Papers, No. 531, 2006.
- Kara, **Exchange Rate Regimes and Pass through Evidence from Turkish Economy Contemporary Economic Policy**, 2007, PP.206-225.
- Kim, Byuing-Yeon, **Determinants of Inflation in Poland: Structural Co-integration Approach**, Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT), Working Paper No. 16.
- Michael kumhooff, **Inflation Targeting under Imperfect Credibility**, Stanford University papers, 2000.
- Michael Woodford, **Fiscal Requirements for Price Stability**, NBER, Working Paper, No.8272.
- Nabil Ben, **Review of Relevant Country Experience in Transition**

**from Monetary To Inflation Targeting**, Conference in Transition to IT, July, 2012.

- IMF, **Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?**, World Economic Outlook, 2005.
- IMF, **Arab Republic of Egypt: 2007 Article IV Consultation**, IMF Country Report, No .07/380, December.
- Pedro Fachada, **Inflation Targeting in Brazil: Reviewing Two Years of Monetary Policy**, Central Bank of Brazil Working Paper No. 25, 2002.
- Serhan Cevik Kkaterin, **Money Talk**, Global Economic Forum, 2007.