



كلية التجارة
قسم الاقتصاد

الطلب على النقود في مصر: دراسة تحليلية وقياسية

Demand for Money in Egypt: An Analytical and Econometric Study

رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد

إعراب

أحمد السعيد إبراهيم اسماعيل شحاتة ضيف

معيد بقسم الاقتصاد بالكلية

إشراف

أ.م.د/ دعاء عقل أحمد

أ.د/ محمد سعيد بسيوني

أستاذ الاقتصاد المساعد ومنسق مكتب العلاقات الدولية

أستاذ الاقتصاد ووكيل الكلية لشئون الدراسات العليا والبحوث

كلية التجارة - جامعة بنها

كلية التجارة - جامعة بنها

الكلمات المفتاحية: النقود، السياسة النقدية، الطلب على النقود، مصر، ARDL

JEL Classification; E40, E41, E47, E50, E52.

2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ ذَٰلِكَ الْفَضْلُ مِنَ اللَّهِ وَكَفَىٰ بِاللَّهِ عَلِيمًا ﴾

صدق الله العظيم

سورة النساء: آية (٧٠)



كلية التجارة - الدراسات العليا

قرار لجنة المناقشة والحكم على رسالة الماجستير في الاقتصاد

العنوان	
"الطلب على النقود في مصر: دراسة تحليلية وقياسية" "Demand for Money in Egypt: An Analytical and Econometric Study"	
الباحث	
أحمد السعيد إبراهيم إسماعيل شحاتة ضيف	
لجنة المناقشة والحكم	أ.د/ حسني حسن مهران رئيساً
	أ.د/ عبد الرحيم الشحات البحطي عضواً
	أ.د/ محمد سعيد بسيوني مشرفاً
	أ.د/ دعاء عقل أحمد عضواً
يوم وتاريخ المناقشة	
السبت الموافق 2022/3/19.	

قرار اللجنة

مع الباشم/ أحمد السعيد إبراهيم درجة الماجستير في
الاقتصاد مع القصد لطباعة الرسالة على نفقة الجامعة
وتبادلها مع الجامعات الأخرى.

توقيع السادة الأساتذة أعضاء اللجنة

أ.د/ عبد الرحيم الشحات البحطي

أ.د/ حسني حسن مهران

أ.د/ دعاء عقل أحمد

أ.د/ محمد سعيد بسيوني

إهداء

إلى والريّ الحبيبين

بارك الله لهما في عمرهما ورزقهما الصحة والسعادة

إلى زوجتي

حباً ووفاءً وعرفاناً

إلى هبة ربي وقرة عيني

نوروليان

إلى أخويّ العزيزين

عزت وإبراهيم

إلى

أساتذتي وأصدقائي وزملائي وكل من أحب

إلى وطني الغالي

مصر

أهدي هذا الجهد المتواضع إليهم جميعاً

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد، وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين. وبعد،،،،

انطلاقاً من قول الحبيب المصطفى "من أوتي معروفاً فليذكره، فمن ذكره فقد شكره، ومن كتبه فقد كفره" (رواه الطبراني). ومن باب العرفان بالجميل، ونسب الفضل لأهله، وشكرهم إياه. فإنني أتقدم باسمي آيات الشكر والتقدير والامتنان والدعاء بالخير لكل من ساهم في إنجاز هذا العمل.

ولهذا أتوجه باسمي آيات الشكر وجزيل الاحترام لأستاذي الفاضل ومعلمي الجليل، الأستاذ الدكتور/ محمد سعيد بسيوني - أستاذ الاقتصاد ووكيل الكلية لشئون الدراسات العليا والبحوث، الذي توجني شرفاً برعايته ودعمه، وقد كان نعم الأب وخير المعلم، فكان وما زال القدوة، الذي لم يدخر جهداً في سبيل تلاميذه، فجزاه الله عن العلم وطلابه خير الجزاء. كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور/ دعاء عقل أحمد - أستاذ الاقتصاد المساعد ومنسق مكتب العلاقات الدولية بالكلية، والتي أفاضت عليّ من غزير علمها ونبل أخلاقها وكثير نصحتها وحرصها، دون كلل أو ملل، فكانت نعم الموجهة والمدققة، فلها مني خالص الشكر، والعرفان، ووافر التقدير، والاحترام.

وأود أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور/ حسنى حسن مهران - أستاذ الاقتصاد، وعميد الكلية الأسبق، فقد توجني شرفاً بقبول الاشتراك في لجنة المناقشة والحكم على رسالة أحد أبنائه. فجزاه الله عنى خير الجزاء كما أتقدم بالشكر والتقدير للأستاذ الدكتور/ عبد الرحيم الشحات البحطي - أستاذ الاقتصاد، والعميد السابق لمعهد الدراسات الآسيوية - جامعة الزقازيق، لقبوله الاشتراك في لجنة المناقشة، وتكبده عناء السفر، رغم التزاماته العديدة ووقته الثمين، أسأل الله أن يجعله في ميزان حسناته وأن يبارك له في وقته، وعمره، وعلمه، وعمله.

ولا أنسى أن أتقدم بخالص الشكر إلى أستاذتي الفاضلة الأستاذة الدكتور/ أميرة عقل أحمد - أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد بالكلية. والدكتور/ محمد إبراهيم عواد - مدرس الاقتصاد بالكلية، كذلك أتقدم بخالص الشكر إلى أستاذتي الأفاضل، الذين تعلمت على أيديهم، وإلى كل زملائي الباحثين، متمنياً لهم دوام التوفيق.

الباحث

والله ولي التوفيق

ملخص الرسالة

استهدفت الرسالة تحليل وتقدير محددات الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود بالإضافة إلى دراسة العلاقة بين الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية في مصر. ومن ثم، فقد قامت الدراسة باستعراض كل من النظريات الاقتصادية التي تناولت محددات الطلب على النقود، وبيان أهداف وأدوات وآليات انتقال السياسة النقدية. أضيف إلى ذلك، فقد قامت الدراسة بتحليل العلاقة التي تربط بين استقرار دالة الطلب على النقود - كهدف وسيط - والاستقرار النقدي كهدف نهائي للسياسة النقدية. كما تم تحليل أهم اتجاهات تطور الأداء الاقتصادي الكلي وتحليل أهم التطورات الرئيسية التي شهدتها السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019).

وقد تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي بفترات إبطاء موزعة ARDL وباستخدام اختبار الحدود Bounds Test على بيانات شهرية - تمتد من يناير 2005 حتى ديسمبر 2019 - لاختبار فرضية رئيسية مفادها وجود علاقة تكامل مشترك بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع وبين محدداتهما النظرية في الأجل الطويل. وتمثلت المتغيرات المستقلة في الناتج الصناعي الحقيقي كمقياس لمستوى النشاط الاقتصادي، وكل من سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك لليلة واحدة، والتضخم المتوقع، وسعر الصرف للتعبير عن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود. وينبثق عن تلك الفرضية الرئيسية ثلاث فرضيات فرعية هي: (1) تعتبر قناة سعر الفائدة أقل أهمية في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمقارنة بقناة التضخم المتوقع، (2) تعتبر قناة سعر الصرف قناة فعالة في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، (3) أدى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016 إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع.

وقد تم تقدير نموذجين لمحددات الطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع على الترتيب. وقد أكدت النتائج على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة في كلا النموذجين. كما اتفقت إشارات معاملات الانحدار المقدر مع الإشارات النظرية المتوقعة في الأجل الطويل. وبخصوص نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ في الأجل القصير، فقد جاء معامل تصحيح الخطأ معنوياً وبإشارة سالبة مما يتفق مع الإشارة المتوقعة مسبقاً. وتشير آلية تصحيح الخطأ إلى أنه في حالة انحراف الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع عن المسار التوازني طويل الأجل، فإن الرجوع إليه يستغرق نحو 13 و19 شهراً على الترتيب. وقد جاءت إشارات سعر الصرف والناتج الصناعي الحقيقي موجبة ومعنوية في النموذجين الأول والثاني في الأجل الطويل. كما جاءت إشارة معامل التضخم المتوقع في الأجل الطويل سالبة ومعنوية في النموذج الثاني، ولكنها غير معنوية في النموذج

الأول. أضيف إلى ذلك، فقد جاءت إشارة معامل سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك لليلة واحدة في الأجل الطويل سالبة ومعنوية في النموذج الأول، لكنها غير معنوية في النموذج الثاني. وهكذا، فإنه يتم رفض الفرضية الفرعية الأولى في النموذج الأول بينما لا يمكن رفضها في النموذج الثاني. كما توصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف يعتبر أهم المتغيرات المعبرة عن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود في النموذجين الأول والثاني في الأجل الطويل، مما يعني عدم رفض الفرضية الفرعية الثانية. ويترتب على ارتفاع سعر الصرف زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وهو ما يمكن تفسيره بأثر الثروة. وتشير النتائج إلى عدم رفض الفرضية الفرعية الثالثة، حيث أدى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016 إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية الضيقة والواسعة.

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
18-2	الفصل الأول الإطار العام للدراسة
2	1-1 خلفية عامة ومراجعة لأدبيات الموضوع.....
13	2-1 مشكلة الدراسة.....
16	3-1 أهداف الدراسة.....
16	4-1 فرضيات الدراسة.....
16	5-1 أهمية الدراسة.....
17	6-1 منهجية الدراسة.....
18	7-1 حدود الدراسة.....
18	8-1 خطة الدراسة.....
55-20	الفصل الثاني الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية (إطاراً نظرياً)
35-21	المبحث الأول (1-2) الطلب على النقود ومحدداته في النظرية الاقتصادية
21	1-1-2 نظريات الطلب على النقود.....
21	1-1-1-2 الطلب على النقود في النظرية الكلاسيكية.....
24	2-1-1-2 الطلب على النقود في النظرية الكينزية.....
25	3-1-1-2 الطلب على النقود في النظرية النقدية الحديثة (مدرسة شيكاغو).....
27	4-1-1-2 الطلب على النقود في نظريات الكينزيين المحدثين.....
30	5-1-1-2 التطورات النظرية الحديثة في الطلب على النقود.....
30	1-5-1-1-2 نموذج تداخل الأجيال Overlapping – generations model.....
30	2-5-1-1-2 نموذج زمن التسوق Shopping – time model.....
31	3-5-1-1-2 نموذج الدفع مقدماً Cash – in – advanced model.....
32	4-5-1-1-2 نموذج المخزون العشوائي Random inventory model.....
32	2-1-2 محددات الطلب على النقود.....
32	1-2-1-2 متغيرات الحجم أو القياس scale variables.....

33	Opportunity Cost Variables 2-2-1-2 متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقد
48-36	المبحث الثاني (2-2) السياسة النقدية: المفهوم - الأهداف - الأدوات - آليات الانتقال
36	1-2-2 مفهوم السياسة النقدية.....
37	2-2-2 أهداف السياسة النقدية.....
39	3-2-2 أدوات السياسة النقدية Monetary Policy Tools.....
39	1-3-2-2 الأدوات الكمية Quantitative Tools.....
39	1-1-3-2-2 عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations.....
40	2-1-3-2-2 تغيير سعر الخصم Discount Rate.....
42	3-1-3-2-2 نسبة الاحتياطي القانوني Required Reserve Ratio.....
42	2-3-2-2 الأدوات النوعية Qualitative Tools.....
42	1-2-3-2-2 سياسة السقف الائتمانية Credit Ceilings Policy.....
43	2-2-3-2-2 الرقابة على الائتمان الاستهلاكي Consumer Credit Control.....
43	3-2-3-2-2 الإقناع الأدبي Literary persuasion.....
43	4-2-3-2-2 الإعلام The media.....
44	4-2-2 آليات انتقال السياسة النقدية Transmission Mechanisms of Monetary Policy.....
44	1-4-2-2 قناة سعر الفائدة Interest Rate Channel.....
45	2-4-2-2 قنوات الائتمان Credit channels.....
45	1-2-4-2-2 قناة الإقراض البنكي Bank Lending channel.....
46	2-2-4-2-2 قناة التدفق النقدي.....
46	3-4-2-2 قناة أسعار الأصول Asset Price channel.....
47	4-4-2-2 قناة سعر الصرف Exchange rate channel.....
54-49	المبحث الثالث (3-2) الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية
49	1-3-2 مفهوم فعالية السياسة النقدية.....
49	2-3-2 فعالية السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة.....
50	3-3-2 فعالية السياسة النقدية في الاقتصادات النامية.....

51	4-3-2 الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية.....
90-57	الفصل الثالث تطور الأداء الاقتصادي الكلي وملامح السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019)
76-58	المبحث الأول (1-3) تطور الأداء الاقتصادي الكلي في مصر
58	1-1-3-1 الفترة الأولى الممتدة من عام 2003 إلى عام 2010.....
58	1-1-1-3 معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي.....
60	2-1-1-3 عجز الموازنة العامة للدولة والدين العام.....
61	3-1-1-3 معدل التضخم.....
62	4-1-1-3 معدل البطالة.....
63	5-1-1-3 ميزان المدفوعات.....
64	2-1-3-1 الفترة الثانية الممتدة من عام 2011 إلى عام 2016.....
64	1-2-1-3 معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي.....
67	2-2-1-3 عجز الموازنة العامة للدولة والدين العام.....
69	3-2-1-3 معدل التضخم.....
70	4-2-1-3 معدل البطالة.....
71	5-2-1-3 ميزان المدفوعات.....
72	3-1-3-1 الفترة الثالثة الممتدة من عام 2017 إلى عام 2019.....
72	1-3-1-3 معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي.....
73	2-3-1-3 عجز الموازنة العامة للدولة والدين العام.....
75	3-3-1-3 معدل التضخم.....
75	4-3-1-3 معدل البطالة.....
76	5-3-1-3 ميزان المدفوعات.....
89-77	المبحث الثاني (2-3) تطور السياسة النقدية في مصر
77	1-2-3-1 تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2010).....
78	1-1-2-3 أهداف وأدوات السياسة النقدية خلال الفترة (2003-2010).....
80	2-1-2-3 تطور السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1.....
82	2-2-3-2 تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2011-2016).....

82	1-2-2-3 أهداف وأدوات السياسة النقدية خلال الفترة (2011-2016).....
86	2-1-2-3 تطور السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1.....
87	3-2-3 تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2017-2019).....
87	1-3-2-3 أهداف وأدوات السياسة النقدية خلال الفترة (2017-2019).....
89	2-3-2-3 تطور السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1.....
الفصل الرابع	
113-92	تقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019)
المبحث الأول	
100-93	(1-4) متغيرات الدراسة وتخصيص النموذج
93	1-1-4 تحديد متغيرات النموذج ومصادر الحصول على البيانات.....
94	2-1-4 اختبارات جذر الوحدة.....
96	3-1-4 طريقة التكامل المشترك باختبار الحدود ونموذج الانحدار الذاتي بفجوات الإبطاء الموزعة.....
99	4-1-4 اختبار استقرارية النموذج المقدر.....
المبحث الثاني	
112-101	(2-4) تقدير دالة الطلب على النقود في مصر
101	1-2-4 التحليل المبدئي للبيانات.....
104	2-2-4 نتائج اختبار الحدود واستقرارية نموذج متجه الانحدار الذاتي بإبطاء موزع ARDL.....
105	3-2-4 نتائج تقدير معاملات النموذجين في الأجلين القصير والطويل.....
105	1-3-2-4 نتائج النموذجين في الأجل الطويل.....
107	2-3-2-4 نتائج نموذج تصحيح الخطأ.....
109	4-2-4 نتائج الاختبارات التشخيصية Diagnostic Tests للنموذجين.....
110	1-4-2-4 اختبار مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات النموذج.....
110	2-4-2-4 اختبار مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity.....
110	3-4-2-4 فحص التوزيع الطبيعي للبواقي Normality Distribution.....
111	4-4-2-4 فحص وجود أخطاء في توصيف النموذج.....
111	5-4-2-4 اختبار استقرارية الهيكلية للنموذجين.....

120-115	نتائج وتوصيات الدراسة
115	نتائج الدراسة.....
119	توصيات الدراسة.....
128-122	مراجع الدراسة
122	المراجع باللغة العربية.....
126	المراجع باللغة الإنجليزية.....
134-130	الملحق الإحصائي

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
104	نتائج اختبارات جذر الوحدة (اختبار ديكي فولر الموسع ADF) للمتغيرات محل الدراسة.	1-4
105	نتائج اختبار الحدود للنموذجين Bounds Test.	2-4
107	تقديرات نموذجي الانحدار الذاتي بفترات إبطاء موزعة للطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع في الأجل الطويل.	3-4
109	تقديرات نموذج تصحيح الخطأ للطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع للنقود.	4-4
111	نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذجين المقدرين.	5-4

فهرس الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	توازن المستثمر وفقاً لنموذج المحفظة لتوبين Portfolio Model.	1-2
53	استهداف السياسة النقدية لسعر الفائدة في حالة عدم استقرار الطلب على النقود.	2-2
54	استهداف السياسة النقدية للمجاميع النقدية في حالة استقرار الطلب على النقود.	3-2
59	تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو نصيب الفرد منه في مصر خلال الفترة (2010-2003).	1-3
60	تطور نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2010-2003)	2-3
61	تطور نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2010-2003).	3-3
62	تطور معدل التضخم في مصر خلال الفترة (2010-2003).	4-3
63	تطور معدل البطالة في مصر خلال الفترة (2010-2003).	5-3
66	تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو نصيب الفرد منه في مصر خلال الفترة (2016-2011).	6-3
68	تطور نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2016-2011)	7-3
69	تطور نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2016-2011).	8-3
70	تطور معدل التضخم في مصر خلال الفترة (2016-2011).	9-3
71	تطور معدل البطالة في مصر خلال الفترة (2016-2011).	10-3
72	تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو نصيب الفرد منه في مصر خلال الفترة (2019-2017).	11-3
74	تطور نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2019-2017).	12-3
74	تطور نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2019-2017).	13-3

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
75	تطور معدل التضخم في مصر خلال الفترة (2017-2019).	14-3
76	تطور معدل البطالة في مصر خلال الفترة (2017-2019).	15-3
79	تحركات سعر العائد على المعاملات لليلة واحدة بين البنوك والحددين الأقصى والأدنى للإطار التشغيلي خلال الفترة (ديسمبر 2007 - يونيو 2010).	16-3
82	تطور معدل نمو السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1 في مصر خلال الفترة (2003-2010).	17-3
84	مسار الأزمة الاقتصادية عقب ثورة 25 يناير 2011.	18-3
86	تطور سعر فائدة الكريديور خلال الفترة (2011-2016)	19-3
87	تطور معدل نمو السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1 في مصر خلال الفترة (2011-2016).	20-3
88	سعر عائد المعاملات بين البنوك لليلة واحدة مقارنةً بأسعار العائد الأساسية للبنك المركزي عن الفترة من يونيو 2014 حتى يونيو 2019.	21-3
89	تطور معدل نمو السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1 في مصر خلال الفترة (2017-2019).	22-3
103	الرسم البياني للمتغيرات محل الدراسة خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019).	1-4
112	نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذجين.	2-4

قائمة الاختصارات:

الاختصار	المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية
NGNP	Nominal Gross National Product	الناتج القومي الإجمالي الاسمي
BSM	Buffer Stock Model	نموذج المخزون العازل
ERSAP	Economic Reform and Structural Adjustment Program	برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي
GDP	Gross Domestic Product	الناتج المحلي الإجمالي
NNP	Net National Product	الناتج القومي الصافي
IPI	Industrial Production Index	الرقم القياسي للإنتاج الصناعي
IR	Interest Rate	سعر الفائدة
EX	Exchange Rate	سعر الصرف
CPI	Consumer Price Index	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين
DUM	Dummy Variable	متغير هيكلي
RMD	Real Money Demand	الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية
ADF	Augmented Dickey Fuller Test	اختبار ديكي فولر الموسع
ARDL	Autoregressive Distributed Lag	نموذج الانحدار الذاتي بفترة إبطاء موزعة
CUSUM	Cumulative Sum	اختبار المجموع التراكمي
CUSUMSQ	Cumulative Sum of Squares	اختبار المجموع التراكمي للمربعات
OLS	Ordinary least squares	طريقة المربعات الصغرى العادية
ARCH	Autoregressive Conditional Heteroskedasticity	التباين المشروط للانحدار الذاتي

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 خلفية عامة ومراجعة لأدبيات الدراسة:

تمثل السياسة النقدية إحدى مكونات السياسة الاقتصادية الكلية التي تتميز بوضوح أدواتها وسهولة تحديدها وسرعة تنفيذها، وكذلك سرعة انتقال أثرها إلى متغيرات الاقتصاد الكلي، فأى اختلال في أداء النظام النقدي يؤثر على أداء النظام الاقتصادي لوظائفه من حيث معدلات النمو، ومستوى الإنتاج والتشغيل وتوزيع الثروة، والدخل الحقيقي. أضف إلى ذلك، أن استناد صندوق النقد والبنك الدوليين على السياسة النقدية بدرجة كبيرة عند تصميمهما لبرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في معظم الدول النامية في النصف الأخير من القرن العشرين قد أعاد للسياسة النقدية مكانتها كمحور للسياسة الاقتصادية الكلية بعد أن تخلت عن تلك المكانة لصالح السياسة المالية خلال الفترة الممتدة من أوائل الثلاثينيات وحتى منتصف السبعينات من القرن الماضي (بسيوني، 2012، ص 137 & الديعة، 2018، ص 1).

ويتمثل الهدف الرئيس للسلطات النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي. وتستطيع البنوك المركزية تحقيق هذا الهدف من خلال اعتماد قاعدة نقدية تكون بمثابة المرساة أو المركز الرئيس للنظام النقدي المتبع. ومن الممكن أن تركز هذه القاعدة على تحقيق هدف الاستقرار النقدي بصورة مباشرة كقاعدة استهداف التضخم Inflation Targeting، أو من خلال استهداف المجاميع النقدية Monetary Aggregate Targeting كهدف وسيط. ويعتبر الطلب على النقود من أهم المواضيع ذات الصلة بسياسات الاستقرار الاقتصادي، حيث تسعى هذه السياسات إلى خلق تناسب بين عرض النقود والطلب عليها، وذلك في إطار الحد من الاضطرابات النقدية وتأثيرها السلبي في الناتج الحقيقي، ومن هنا يتبين الدور الذي تلعبه النقود في النظام الاقتصادي، كما تتبين أيضا العلاقة السببية الموجودة بين الطلب على النقود من جهة ومحدداته من جهة أخرى (عابد، 2017، ص 165).

وفي هذا السياق يجب أن تكون دالة الطلب على النقود مستقرة، ومن ثم فإنه يتعين على السلطة النقدية لأي دولة مراجعة مدى ملاءمة واستقرار دالة الطلب على النقود الخاصة بها، ولاسيما في ظل التحرير المالي والابتكارات المالية الحديثة الناتجة عن التحول الذي يشهده العديد من دول العالم النامي من نظام اقتصادي إلى نظام آخر (Bashir and Dahlan, 2011, p77 & إبراهيم، 2013، ص 48). وتشير الدراسات إلى أنه في حالة عدم استقرار دالة الطلب على النقود، لا يعنى التخلي عن سياسة استهداف المجاميع النقدية، حيث قد يرجع عدم الاستقرار إلى حدوث تطورات إيجابية في البيئة التي تعمل بها السياسة النقدية (ابتكارات مالية، إصلاحات مصرفية، انفتاح مالي وتجاري). وفي هذا الصدد يجب عدم تجاهل مصادر عدم الاستقرار، بل يمكن التعويل عليها في تحسين وتنويع آليات انتقال السياسة النقدية للمتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن ثم للجانب الحقيقي للاقتصاد (طريح، 2015، ص 28).

وعلى الرغم من ذلك، فقد أدت المشكلات المصاحبة لعدم استقرار دالة الطلب على النقود والتي شهدتها العديد من الدول التي اتبعت سياسات للتحرير المالي إلى قيام العديد من هذه الدول بإنهاء اعتمادها على نظام المجاميع النقدية بنهاية الثمانينات لصالح اتباع نظام استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية بها (الجزار، 2018؛ ص ص 12-15 & أحمد وأحمد، 2015، ص ص 156-158).

وقد أدى هذا التحول في إدارة السياسة النقدية من استهداف المجاميع النقدية إلى استهداف التضخم إلى خلق انطباع بعدم وجود رابط بين معدل نمو النقود والتضخم في ظل استهداف التضخم (Woodford, 2000). وقد تعرض هذا الرأي لانتقادات واسعة حيث أفادت العديد من الدراسات باستمرار وجود الرابط بين معدل نمو النقود ومعدل التضخم - في الأجلين القصير والطويل على حد سواء - بغض النظر عن النظام المتبع لإدارة السياسة النقدية (Dwyer & Fisher, 2009; Lothian, 2014; Hossain & Arwatchanakarn, 2017). ومن ثم، يُعد الطلب على النقود عنصراً هاماً في صياغة وتنفيذ سياسة نقدية فعالة حتى في ظل اتباع سياسة استهداف التضخم لما له من آثار يمكن توقعها على التضخم والنتائج الحقيقي، حيث إن العلاقة بين الطلب على النقود والعوامل المحددة لها تعتبر أداة تستند إليها السلطة النقدية في صنع القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية، وسياسات الإصلاح المالي والمصرفي.

وقد اهتمت العديد من النظريات الاقتصادية بتحديد أهم العوامل المؤثرة في الطلب على النقود على النحو الموضح في المبحث الأول من الفصل الثاني. وبصفة عامة، فإنه عند صياغة دالة الطلب على النقود ينبغي الجمع بين المتغيرات التي اقترحتها النظريات المختلفة للوصول إلى أفضل صيغة للنموذج المزمع تقديره. وطبقاً للنظرية الاقتصادية، فإنه يمكن تقسيم **محددات الطلب على النقود** إلى مجموعتين رئيسيتين، تتضمن المجموعة الأولى المتغيرات الأساسية بينما تتضمن المجموعة الثانية المحددات غير الأساسية. وفيما يتعلق بالمجموعة الأولى من المتغيرات فإنها تشمل كل من متغير الحجم أو مستوى النشاط الاقتصادي *scale variables* ومتغير تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود *Opportunity Cost Variables*. وتعتبر متغيرات المجموعة الأولى هي الأكثر أهمية في دالة الطلب على النقود حيث يعبر متغير مستوى النشاط الاقتصادي عن أثر الدخل على الطلب على النقود. وفي هذا الصدد، فإن هناك العديد من المتغيرات التي يمكن استخدامها مثل الناتج المحلي الإجمالي *Gross Domestic Product (GDP)*، الدخل القومي، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، والدخل الدائم، والاستهلاك الخاص، وحجم مبيعات التجزئة. أما متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود والتي ترتبط بأثر الإحلال بين الأصول، فيمكن استخدام العديد من المتغيرات للتعبير عنها مثل سعر الفائدة، ومعدل التضخم،

وسعر الصرف فضلاً عن أسعار الفائدة الأجنبية. وعلى الجانب الآخر، فإن المجموعة الثانية من المتغيرات تشمل بعض المحددات غير الأساسية مثل كل من عدد السكان، ودرجة الوعي المصرفي للمجتمع، وعدد فروع البنوك، والإصلاح في النظام المصرفي، فضلاً عن بعض المتغيرات الهيكلية Dummy Variables (الشمري، 1988، ص 202 & إبراهيم، 2013، ص 63).

وفيما يتعلق بالمتغير التابع وهو الطلب على النقود، فيمكن تصنيف أرصدة النقود إلى مجموعتين رئيسيتين هما النقود بالمفهوم الضيق (Narrow Money (M1 ويرتكز على وظيفة النقود كوسيط للتبادل ويتضمن كلا من العملة المتداولة بالإضافة إلى الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، والنقود بالمفهوم الواسع (Broad Money (M2 ويرتكز على وظيفة النقود كمخزن للقيمة إلى جانب اعتبارها وسيطاً في التبادل وتتكون من الأصول الأقل سيولة المكونة من العديد من الأصول مثل الودائع لأجل والودائع الادخارية والقروض في البنوك التجارية بالإضافة إلى M1، كما توجد مجاميع نقدية أقل شمولاً (اتساعاً) في بعض الدول مثل المملكة المتحدة التي يوجد فيها المقياس M0 الذي يتكون من كل من البنكنوت والعملة المعدنية المساعدة في التداول. أضف إلى ذلك، أن هناك مجاميع نقدية أكثر اتساعاً مثل M3 (في معظم الدول الصناعية بالإضافة إلى مجموعة من الدول النامية مثل ماليزيا)، والمقياس M4 في الولايات المتحدة الأمريكية، والمقياس M5 والذي يوجد بالأرجنتين ويتضمن الابتكارات الحديثة باعتبارها من مكونات المعروض النقدي (Sriram , 1999, pp 18-19).

وتجدر الإشارة إلى أن هناك جدلاً في الأدبيات الاقتصادية حول المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي تدخل في دالة الطلب على النقود حيث يختلف اختيار متغيرات النشاط الاقتصادي وتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود من دراسة لأخرى طبقاً للإطار النظري المستخدم. وكذلك الحال بالنسبة لتعريف النقود فيلاحظ أن نظرية المبادلات تتعامل مع النقود على أنها وسيط للتبادل فقط وبالتالي تركز على المفهوم الضيق للطلب على النقود، في حين أن نظريات الأصول تنظر للنقود في شكل أوسع كجزء من مشكلة تنويع الثروة في محفظة الأصول المالية مما يعنى أنها تركز على السيولة والأمان إلى جانب الدخل النقدي المتولد من الأصول الأخرى بمحفظة الأوراق المالية. ومن ثم، فإن نظريات الأصول تركز على المفهوم الواسع للطلب على النقود. (أحمد وأحمد، 2015، ص ص 195-196).

ويعتبر اختيار المتغير التابع في دالة الطلب على النقود مسألة تطبيقية تتوقف على أغراض التحليل حيث يمكن اختيار متغير الطلب على النقود وفقاً للمفهوم الضيق أو الواسع للنقود، ولا شك أن استخدام أيّاً من المفهومين كمتغير تابع في دالة الطلب على النقود يعطى نتائج مختلفة، وقد أثبتت الدراسات التي تمت باستخدام بيانات الدول النامية أن النماذج التي

استخدمت المفهوم الضيق للنقود كانت أفضل من النماذج التي استخدمت المفهوم الواسع للنقود، وذلك بسبب ضعف النظام المصرفي والتطورات البطيئة التي يشهدها القطاع المالي (Sriram , 1999, p19).

وفيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة في دالة الطلب على النقود، فإنه يمكن استخدام العديد من المتغيرات للتعبير عن مستوى النشاط الاقتصادي. وتركز نظرية المبادلات على مفهوم الدخل الجاري، في حين تركز نظريات الأصول على مفهوم الثروة، ولكن يصعب حسابه؛ وذلك لعدم وجود بيانات كافية لتكوين سلاسل زمنية طويلة تعكس مقاييس كلية محددة للثروة إلا في حالتي الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة. أضف إلى ذلك، أنه يمكن استخدام مفهوم الدخل الدائم كمتغير يعبر عن الثروة حيث يعتمد على بيانات الدخل الجاري وتيار الدخل المستقبلية المتوقعة. ويعد الناتج القومي الإجمالي GNP هو أكثر المقاييس المستخدمة للتعبير عن مستوى الدخل الجاري ولكن توجد بعض المشكلات التطبيقية التي تصاحب استخدامه حيث لا يأخذ في اعتباره التحويلات والمعاملات التي تتم في الأصول المالية والسلع الموجودة، بالإضافة إلى أنه يستبعد الصفقات الوسيطة، وتستخدم العديد من الدراسات متغير الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للتعبير عن مستوى النشاط الاقتصادي، ومتغير الناتج القومي الصافي كبديل للناتج المحلي الإجمالي حيث لا توجد فروق معنوية بينهما عند التقدير (أحمد وأحمد، 2015، ص ص 199-201).

وفيما يتعلق بمتغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود، فتشمل العوائد على الأصول المالية المحلية البديلة للنقود، كما يتم استخدام معدل التضخم المتوقع كمتغير تقريبي للعائد على الأصول المحلية الحقيقية. بالإضافة إلى ذلك، فإنه يمكن إدراج العائد على الأصول الأجنبية مثل سعر الفائدة الأجنبي أو سعر الصرف كعائد على الأصول الأجنبية. وبناء عليه تتمثل متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود في (أسعار الفائدة المحلية، المعدل المتوقع للتضخم، أسعار الفائدة الأجنبية، سعر الصرف). وبالرغم من أن النظرية الاقتصادية تشير إلى أنه يجب تضمين كافة المتغيرات عند تقدير دالة الطلب على النقود، إلا أنه عند التطبيق يتم استخدام توليفات من هذه المتغيرات، ويعتمد اختيار هذه التوليفات على تطور الاقتصاد الكلي، وحالة القطاع المالي المحلي، والمدى الزمني الذي وصل إليه تحرير سعر الفائدة، وكذلك درجة الانفتاح الاقتصادي، ومدى توافر البيانات (أحمد وأحمد، 2015، ص 208).

وتشير النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة عكسية بين متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود - باستثناء سعر الصرف - ومتغير الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية. ويعني ذلك أن سعر الصرف قد يكون أثره موجباً أو سالباً في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية المحلية وذلك على النحو التالي: يؤدي ارتفاع سعر الصرف (أي ارتفاع قيمة العملة

الأجنبية مقابل العملة المحلية) إلى زيادة القيمة المحلية للأصول الأجنبية مما قد يؤدي إلى قيام الأفراد ببيع هذه الأصول الأجنبية لتحقيق مكاسب رأسمالية. وفي هذه الحالة يزداد الطلب على الأرصدة النقدية المقومة بالعملة المحلية وتكون مرونة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالنسبة لتغيرات سعر الصرف موجبة وهو ما يعرف بأثر الثروة Wealth effect. وعلى الجانب الآخر، قد يؤدي ارتفاع قيمة العملة الأجنبية إلى زيادة توقعات الأفراد بأن سعر الصرف سيشهد المزيد من الارتفاع مما يدفعهم للاحتفاظ بالمزيد من العملات الأجنبية أو يشترونها لأغراض المضاربة. ويؤدي ذلك إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية مما يعني أن مرونة الطلب على الأرصدة النقدية المحلية بالنسبة لتغيرات سعر الصرف تكون سالبة. ويطلق على هذه العلاقة أثر إحلال العملة الأجنبية Substitution Effect أو فرضية التوقعات Expectation Hypothesis (Mahmood & Alkhateeb, 2018).

ونظراً لأهمية تقدير دالة الطلب على النقود وفحص مدى استقرارها في التأثير على قرار اختيار الهدف الوسيط للسياسة النقدية، فقد قامت العديد من الدراسات بدراسة هذا الموضوع. وقد توصلت العديد من الدراسات إلى استقرار هذه الدالة ومن ثم أوصت بإمكانية اتباع سياسة استهداف المجاميع النقدية كإطار لإدارة السياسة النقدية، بينما توصلت مجموعة أخرى من الدراسات إلى عدم استقرار هذه الدالة وأوصت بضرورة التخلي عن سياسة استهداف المجاميع النقدية، وعدم صلاحية المعروض النقدي والسيولة المحلية كأهداف وسيطة للسياسة النقدية. ويمكن استعراض بعض هذه الدراسات على النحو التالي:

1- الدراسات التي توصلت إلى استقرار دالة الطلب على النقود:

استهدفت العديد من الدراسات فحص مدى استقرار دالة الطلب على النقود في العديد من الدول. فعلي سبيل المثال، توصلت دراسات (Samreth, 2008) عن كمبوديا خلال الفترة (1994-2006) و(البسام، 2009) عن المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1975-2007) و(الزيود والسواعي، 2010) عن الأردن لبيانات ربع سنوية خلال الفترة (1992-2005) إلى استقرار دالة الطلب على النقود في الدول محل الدراسة، وذلك وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود M1، M2 معاً. كما وجدت تلك الدراسات أن تغيرات سعر الصرف تعكس ظاهرة إحلال الأصول الأجنبية محل العملة المحلية في الأجل الطويل مما يعني أن مرونة الطلب على الأرصدة النقدية المحلية بالنسبة لتغيرات سعر الصرف تكون سالبة.

كما قامت دراسة (Kumar et al, 2010) باختبار استقرار دالة الطلب على النقود في نيجيريا خلال الفترة (1960 - 2008)، وتوصلت إلى استقرار دالة الطلب على النقود خلال فترة الدراسة. كما توصلت الدراسة إلى اتفاق إشارات المعاملات المقدرّة مع النظرية الاقتصادية وأوصت بضرورة استخدام الكتلة النقدية كهدف وسيط للسياسة النقدية. وقد توصلت دراسة

(Valadhkani, 2008) إلى استقرار دالة الطلب على النقود في الأجل الطويل لدول الباسفيك (الصين، اليابان، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، وفيجي) خلال الفترة (1975 - 2002). وطبقا للنتائج الواردة بالدراسة، فإن هناك علاقة طردية بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع وبين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بينما توجد علاقة عكسية بين المتغير التابع والمتغيرات المتعلقة بتكلفة الفرصة البديلة والتي اشتملت على كل من الفرق بين سعر الفائدة على الودائع وسعر فائدة الإقراض، معدل التضخم، وسعر الصرف الحقيقي الفعال وأسعار الفائدة في الولايات المتحدة. وفيما يتعلق بالأجل القصير، فقد توصلت الدراسة إلى عدم أهمية كل من سعر الصرف الحقيقي الفعال وأسعار الفائدة في الولايات المتحدة في الأجل القصير وهو ما يعني أنه يمكن الإحلال بين الأصول الأجنبية والأصول الحقيقية في الأجل الطويل فقط وعدم إمكانية الإحلال بينهما في الأجل القصير.

وقامت دراسة (Eslami-Bidgoli et al, 2010) بتقدير والتنبؤ بسلوك دالة الطلب على النقود في إيران خلال الفترة (الربع الثالث 1979 - الربع الثاني 2006)، مستخدمة أسلوب Johansen and Jealous للتكامل المشترك. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين الطلب على النقود بالمفهوم الواسع وكل من الدخل القومي، وسعر الصرف، والمستوى العام للأسعار وأسعار البترول. وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى انخفاض مرونة الطلب على النقود بالنسبة للدخل بما يخالف نظرية كمية النقود التي تقر بأن هناك علاقة متناسبة وطردية بين كمية النقود والدخل. كما وجدت الدراسة أن هناك علاقة طردية بين أسعار البترول والطلب على الأرصدة النقدية بينما توجد علاقة عكسية بين المستوى العام للأسعار والمتغير التابع. وأخيراً، فلم تجد الدراسة أن هناك تأثير لسعر الصرف بما يعني عدم أهمية الأصول الأجنبية في دالة الطلب على النقود المحلية.

كما قامت دراسة (Kjosevski et al, 2016) ببحث مدى استقرار دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في دول البلقان خلال الفترة (الربع الأول 2005 - الربع الرابع 2014) باستخدام طريقة المربعات الصغرى الديناميكية (DOLS) Dynamic Ordinary Least Squares¹. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة مستقرة بين الطلب على النقود ومحدداته باستثناء الفترة من نهاية عام 2012 وبداية عام 2013. وقد فسرت الدراسة عدم الاستقرار خلال هذه الفترة بسبب أزمة الديون الأوروبية التي أدت إلى زيادة الطلب على العملة المحلية. بالإضافة

¹ تعد هذه الطريقة من أحدث الطرق وأكثر قوة بسبب أداؤها في العينات صغيرة الحجم. وتستخدم في تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل، للنماذج التي تشتمل على متغيرات لها نفس درجة التكامل أو درجة تكاملها مختلفة. وتعتمد على فترات الازاحة والفترات المُبطّأة lags للمتغيرات. ولمزيد من التفاصيل انظر: (إبراهيم، 2021، ص351).

إلى ذلك، فقد وجدت الدراسة أن إشارة معامل التضخم مخالفة للنظرية الاقتصادية بسبب محدودية توفر الأصول البديلة.

وقد سعت دراسة (ALrasasi, 2016) إلى اختبار استقرار الطلب على النقود في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (الربع الثالث 1993 - الربع الأول 2015). وتوصلت إلى استقرار دالة الطلب على النقود في المدى الطويل، واتفاق تقديرات المعلمات للعلاقة طويلة الأجل مع توقعات النظرية الاقتصادية حيث ارتبط ارتفاع الدخل بنسبة 1% بزيادة الطلب على النقود بنسبة 2.47%. ومن ناحية أخرى، انخفض الطلب على النقود بنسبة 0.15% وذلك بسبب زيادة سعر الفائدة بنسبة 1% كما انخفض الطلب على النقود بنسبة 0.5% عندما ارتفع سعر الصرف الفعلي بنسبة 1%.

كما استهدفت دراسة (Nyumuah, 2017) تقدير مرونة الطلب على النقود تجاه أسعار الفائدة في (8) دول إفريقية (نيجيريا، مالي، أنجولا، كينيا، غامبيا، غينيا الاستوائية، غينيا بيساو، وأوغندا) خلال الفترة (1998-2012) باستخدام بيانات السلاسل المقطعية Panel Data. وقد توصلت الدراسة إلى عدم مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة في الأجل القصير ومرونته في الأجل الطويل مما يعني عدم فعالية السياسة النقدية بهذه الدول. وبالتالي، فإن السياسة المالية أكثر فعالية من السياسة النقدية في الأجل الطويل ومن ثم فقد أوصت بضرورة الاعتماد على أدوات السياسة المالية في تلك الدول.

وقد وجدت دراسة (الديغة، 2018) عن ليبيا خلال الفترة (1970-2010) أن دالة الطلب على النقود تتمتع بالاستقرار في الأجل الطويل كما توصلت إلى أن إشارة المعلمات المقدره لدالة الطلب على النقود قد جاءت متفقة مع النظرية الاقتصادية. وفي ضوء تلك النتائج، فقد أوصت تلك الدراسات بضرورة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، بالإضافة إلى الاستقلالية الكاملة للبنوك المركزية بالكيفية التي تمكنها من تصميم وتنفيذ السياسة النقدية المرجوة.

وفيما يتعلق بمصر، فقد توصلت عدة دراسات إلى استقرار دالة الطلب على النقود في مصر. وقد استخدمت معظم تلك الدراسات منهجية التكامل المشترك لفحص وجود علاقة مستقرة بين الطلب على النقود ومحدداته في الأجل الطويل مع استخدام نموذج تصحيح الخطأ لفحص ديناميكية العلاقة في الأجل القصير وتقدير الآلية التي يتم بموجبها العودة إلى المسار التوازني في حالة اختلال هذه العلاقة. فعلى سبيل المثال، استخدمت دراسة (Rostom, 2016) أسلوب التكامل المشترك لقياس العلاقة بين الطلب على النقود وأهم محدداته خلال الفترة (1960-2009). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع وكل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وسعر الفائدة

الاسمي، واستهلاك القطاع العائلي، وصافي العائد¹. وفيما يتعلق بالأجل القصير، فقد أشارت نتائج نموذج تصحيح الخطأ إلى أنه في حالة حدوث اختلال عن الوضع التوازني في الأجل القصير، فإنه يتم تعديل 25% من هذه الاختلالات سنوياً أي أن العودة نحو المسار التوازني تأخذ 4 سنوات.

وقد قامت دراسة (الطفي وإبراهيم، 2012) باتتباع نفس المنهجية السابقة، ولكن باستخدام بيانات ربع سنوية - تم توليدها من بيانات سنوية - للفترة (1991 - 2010). وقد توصلت الدراسة إلى استقرار العلاقة طويلة الأجل بين الطلب على النقود وكل من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة وسعر الصرف. وفيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين المتغيرات محل الاهتمام، فقد أكدت الدراسة على وجود علاقة طردية بين الطلب على النقود وكل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتضخم وسعر الصرف. وعلى الجانب الآخر، وجدت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف. وفيما يتعلق بالأجل القصير، فقد توصلت الدراسة أن هناك آلية لتصحيح اختلالات الأجل القصير حيث بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ 13% كل ربع سنة بما يعني أن العودة للمسار التوازني تستغرق نحو سنتين. وعلى الرغم من مخالفة العلاقة بين الطلب على النقود والتضخم للنظرية الاقتصادية، فلم تقم الدراسة بتقديم تفسير لتلك النتيجة. وفيما يتعلق بالأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة في تفسير الطلب على النقود، فقد جاء ترتيب المتغيرات من الأكثر إلى الأقل أهمية على النحو التالي: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سعر الصرف، سعر الفائدة، والتضخم.

وقد توصلت دراسة (عبد اللطيف، 2014) إلى استقرار دالة الطلب على النقود في الأجل الطويل في مصر خلال الفترة (1981 - 2011). وقد وجدت الدراسة أن سعر الصرف هو الأكثر تأثيراً في سلوك الطلب على النقود في الأجل الطويل يليه التضخم، ثم الدخل، ثم سعر الفائدة، وأخيراً معدل دوران النقود، أما في الأجل القصير فقد جاء التضخم كأكثر المتغيرات تأثيراً يليه سعر الصرف، فسعر الفائدة، فمعدل دوران النقود وكان التأثير الأقل للدخل.

كما توصلت دراسة (طريح، 2015) إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الطلب على النقود بالمفهوم الواسع، وكل من تغيرات سعر الصرف، ومعدل التضخم، ومؤشر سوق المال، ومستوى الدخل في مصر خلال الفترة (2003 - 2013). وقد وجدت الدراسة أن متغيرات سعر الفائدة تلعب دوراً متوازناً في التأثير على الطلب على النقود بالمقارنة بباقي المتغيرات. وفيما يتعلق بالأجل القصير، فقد توصلت الدراسة إلى أن تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل نحو المسار التوازني يستغرق نحو 15 شهراً. وقد أظهرت نتائج اختبار المجموع التراكمي Cumulative Sum (CUSUM) واختبار المجموع التراكمي للمربعات Cumulative Sum

¹ يتم الحصول على صافي العائد عن طريق طرح معدل العائد على الملكية من سعر الفائدة الاسمي (Rostom, 2011)

of Squares (CUSUMSQ) وجود بعض الاختلالات الهيكلية لدالة الطلب على النقود خلال بعض السنوات للفترة (2005-2009)، ويصل لأقصاه خلال الفترة (2011-2012). وقد قامت دراسة (نجا، 2016) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بفترات إبطاء موزعة Autoregressive Distributed Lags (ARDL) بتقدير نموذجين لدالة الطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع للنقود خلال الفترة (1970-2014). وقد تمثلت أهم المتغيرات التفسيرية في كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومعدل التضخم، وسعر الصرف الأجنبي، وسعر الفائدة الحقيقي، بالإضافة إلى إدراج متغير هيكلي يعبر عن الإصلاحات النقدية والمالية التي تمت في عام 2003. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في كلا النموذجين المقدرين. وقد وجدت الدراسة أن أهم المتغيرات المستقلة في تفسير الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية هو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يليه معدل التضخم ثم سعر الصرف بينما كان تأثير سعر الفائدة ضعيفا للغاية. وقد وجدت أن الدراسة أن هناك علاقة طردية بين الناتج المحلي والمتغير التابع في كلا النموذجين مع وجود علاقة عكسية بين التضخم والمتغير التابع في كلا النموذجين. وعلى الجانب الآخر، فقد وجدت الدراسة ان هناك اختلاف في تأثير سعر الصرف وسعر الفائدة الحقيقي طبقاً للمتغير المعبر عن الطلب على النقود حيث كان تأثيرها سلبياً على M1 وإيجابياً على M2. وفيما يتعلق بألية تصحيح الاختلالات عن المسار التوازني التي تنشأ في الأجل القصير، فقد وجدت الدراسة أنه يتم تصحيحها خلال عام واحد بالنسبة للطلب على الأرصدة النقدية بالمفهوم الموسع بينما تستغرق عملية التصحيح نحو عامين ونصف تقريبا بالنسبة للطلب على الأرصدة النقدية بالمفهوم الضيق.

وقد اختبرت دراسة (علي، 2019) مدى استقرار العلاقة بين كمية النقود، والدخل الفردي الحقيقي، وسعر الفائدة، والمستوى العام للأسعار في مصر خلال الفترة (1965-2017)، وذلك باستخدام نموذج ARDL واختبارات الاستقرار CUSUM وCUSUMSQ. وتوصلت الدراسة إلى استقرار دالة الطلب على النقود. وبناءً على ذلك، فقد أوصت الدراسة بانتهاج سياسة الاستهداف المباشر للنقود كأداة وسيطة للتأثير على التضخم في مصر بدلاً من تطبيق سياسة استهداف التضخم.

وقد هدفت دراسة (خليل، 2019) إلى محاولة التوصل إلى إطار هيكلي لمحددات الطلب على النقود في مصر باستخدام النماذج القياسية الخطية وغير الخطية خلال الفترة (1974-2017)، وقد استخدمت الدراسة نموذج ARDL ونموذج Markov Switch وذلك من خلال صياغة دالة الطلب على النقود وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود، وتضمنين بعض محددات الطلب على النقود وهي: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة على الودائع لمدة 3

شهور، ومعدل التضخم، وسعر الصرف الرسمي، والاستهلاك النهائي، التكوين الرأسمالي، وسعر الإقراض، وسعر الخصم، والائتمان المحلي، وإجمالي الودائع. وتوصلت الدراسة إلى أن النماذج غير الخطية كانت أكثر دقة وتوافقاً مع النظرية الاقتصادية وواقع الاقتصاد المصري، كما جاءت إشارة المعلمات المقدرة متفقة مع النظرية الاقتصادية. وأوصت الدراسة بضرورة اتخاذ البنك المركزي الطرق غير الخطية في تقدير دالة الطلب على النقود، فضلاً عن عدم التمسك بالأدوات التقليدية واتباع أدوات أكثر فعالية مثل تعديل بعض النصوص الخاصة بإدارة الرقابة المباشرة على الائتمان.

وأخيراً فقد استهدفت دراسة (شكر وراضي، 2020) بحث استقرار الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (1991-2011)، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين الطلب على النقود وكل من الناتج وسعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف وسعر الفائدة الأجنبية، باستخدام نموذج ARDL واختبارات الاستقرار CUSUM وCUSUMSQ، فضلاً عن استخدام اختبار Granger Causality لفحص العلاقة السببية بين عرض النقود وكل من الناتج والتضخم. وخلصت الدراسة إلى استقرار الطلب على النقود وفقاً للمفهوم الواسع للنقود، كما جاءت إشارات المعلمات المقدرة متفقة مع النظرية الاقتصادية، بالإضافة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين عرض النقود بالمفهوم الواسع من جهة، وكل من الناتج والتضخم من جهة أخرى. واستنتجت الدراسة صلاحية عرض النقود بالمفهوم الواسع كهدف وسيط للسياسة النقدية في مصر.

2- الدراسات التي توصلت إلى عدم استقرار دالة الطلب على النقود:

اهتمت دراسة (Bae and Dejon, 2005) بتحليل سلوك الطلب على النقود في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1900-1997)، واستخدمت هذه الدراسة أسلوب التكامل غير الخطي لتقدير دالة الطلب على النقود وفقاً للصيغتين اللوغاريتمية والخطية، وتوصلت إلى وجود علاقة غير خطية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة، وعدم استقرار دالة الطلب على النقود خلال فترة الدراسة، ورأت صلاحية استخدام النموذج اللوغاريتمي في التنبؤ. كما قامت دراسة (Tang, 2007) بتقدير دالة الطلب على النقود في اليابان خلال الفترة (الربع الأول 1960 - الربع الثاني 2007)، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، وتوصلت الدراسة إلى عدم استقرار دالة الطلب على النقود، وذلك بسبب التغيرات التي شهدتها السياسة النقدية باليابان خلال فترة الدراسة. كما قامت دراسة (Kim, 2014) بتحليل وتقدير دالة الطلب على النقود في كوريا الجنوبية خلال الفترة (1965 - 2009) باستخدام منهجية التكامل المشترك. وتوصلت الدراسة إلى عدم استقرار دالة الطلب على النقود خلال فترة الدراسة، فضلاً عن وجود انحرافات هيكلية في عامي (1997، 2000)

وأرجعت الدراسة تلك الانحرافات إلى الأزمة الأسيوية والابتكارات المالية خلال هذين العامين، بالإضافة إلى تحرير القطاع المصرفي والتحول إلى نظام التعويم المدار لسعر الصرف. أضف إلى ذلك، فإن بعض الدراسات قد وجدت أن دالة الطلب على النقود قد تكون مستقرة أو غير مستقرة طبقاً لطريقة قياس المتغير التابع. فعلى سبيل المثال، قامت دراستي (Bahmani-Oskooee and Bahmani, 2015) عن الصين خلال الفترة (الربع الأول 1983-الربع الرابع 1989) و (Daniele et al, 2017) عن إيطاليا خلال الفترة (1861-2011) بتقدير الطلب على النقود وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود M1، M2 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL). وقد وجدت الدراستين أن دالة الطلب على النقود في الدول محل الدراسة تعتبر مستقرة وفقاً للمفهوم الضيق للنقود (M1)، بينما تكون غير مستقرة في حالة استخدام المفهوم الواسع للنقود (M2)، وذلك بسبب التطورات التي شهدتها النظام النقدي والمصرفي.

وفيما يتعلق بالدراسات التي وجدت دالة الطلب على النقود غير مستقرة في مصر، فقد قامت دراسة (Ivekovic, 1999) بتقدير دالة الطلب على النقود في مصر باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة (1980-1996) باستخدام أسلوب التكامل المشترك واختبار Granger Causality وتوصلت إلى عدم استقرار دالة الطلب على النقود. وقد أوصت هذه الدراسة بضرورة إيجاد متغير مناسب للتعبير عن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود مثل متغيري سعر الفائدة، ومعدل العائد المتوقع على الاستثمار. أضف إلى ذلك، فقد قامت دراسة (Awad, 2010) بتقييم مدى قدرة البنك المركزي المصري على تحقيق هدف الاستقرار النقدي في ظل تطبيق نظام استهداف المجاميع النقدية من خلال فحص استقرار دالة الطلب على النقود في مصر باستخدام أسلوب التكامل المشترك لتقدير العلاقة طويلة الأجل بين الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع كمتغير تابع، وكل من الدخل الحقيقي، وسعر الصرف، وسعر الفائدة المحلي، ومعدل التضخم كمتغيرات مستقلة بالاعتماد على بيانات ربع سنوية للفترة (1995-2007). وتوصلت الدراسة إلى عدم استقرار دالة الطلب على النقود في مصر وأوصت الدراسة بضرورة تخلي البنك المركزي المصري عن استهداف M2 كهدف وسيط للسياسة النقدية.

وتختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أن معظم الدراسات الخاصة بالحالة المصرية قد أولت اهتمامها إلى محاولة فحص استقرار دالة الطلب على النقود للتأكيد على أهمية قيام البنك المركزي المصري باتباع سياسة نقدية قائمة على استهداف المجاميع النقدية، إلا أن هذه الدراسات قد تجاهلت أهمية استقرار دالة الطلب على النقود في ظل الأنظمة النقدية القائمة على استهداف التضخم كما أكدت العديد من الدراسات منها (Dwyer & Fisher, 2009; Lothian, 2014; Hossain & Arwatchanakarn, 2017; Söderström, 2005).

ونظراً لإعلان البنك المركزي المصري عن تطبيق نظام استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في مصر في يونيو 2005 وبدأ العمل على استيفاء الشروط اللازمة لتطبيقه منذ ذلك الحين، فإنه من الأهمية بمكان فحص استقرار دالة الطلب على النقود لما لهذا الاستقرار من آثار يمكن توقعها على التضخم والنتائج الحقيقي.

أضف إلى ذلك، فقد تبين من عرض الأدبيات السابقة الخاصة بحالة مصر، أن معظم هذه الأدبيات قد اقتصر على استخدام بيانات سنوية أو ربع سنوية لتقدير دالة الطلب على النقود باستثناء دراسة طريح (2015). وعلى الرغم من ذلك، فإن الدراسة المشار إليها قد توقفت عند عام 2013، بما يعني عدم دراسة الآثار المحتملة لتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي منذ نوفمبر 2016 على استقرار دالة الطلب على النقود في مصر. ومن ثم، تقوم الدراسة الحالية بتقدير دالة الطلب على النقود في مصر وفحص مدى استقرارها باستخدام بيانات شهرية للفترة (2005-2019).

1-2 مشكلة الدراسة:

شهدت السياسة النقدية في مصر تغيرات عدة منذ انطلاق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي Economic Reform and Structural Adjustment Program (ERSAP) عام 1991، وذلك عقب حدوث اختلالات هيكلية بالاقتصاد المصري على المستويين الداخلي والخارجي بنهاية عقد الثمانينيات. وتمثلت أهم الاختلالات الداخلية في زيادة الطلب المحلي عن القدرات الإنتاجية المحلية، الأمر الذي انعكس بالسلب على القطاع الخارجي في شكل اختلال ميزان العمليات الجارية مما أثر على ميزان المدفوعات ككل، بالإضافة إلى زيادة معدلات النمو في عجز الموازنة العامة للدولة مما أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم، وهو ما يدل على فشل البنك المركزي في تحقيق هدف الاستقرار النقدي (أبو العيون، 2003، ص15).

ولتصحيح تلك الاختلالات قامت الحكومة المصرية بتحرير أسواق المال وأسواق السلع من القيود والتشوهات عن طريق البدء في ذلك البرنامج الذي تضمن ثلاثة برامج متعاقبة، استهدفت تحرير الأسعار بصفة عامة، وإعادة هيكلة القطاع العام، واتباع سياسة مالية ونقدية انكماشية حتى لا تؤدي عملية تحرير الأسعار المستهدفة إلى زيادة الضغوط التضخمية. بالإضافة إلى ذلك، فقد قام البنك المركزي المصري بتطبيق سياسات للإصلاح المصرفي بهدف رفع كفاءته ودعم تنافسية القطاع المصرفي وسلامته عن طريق السماح للبنوك بتحديد أسعار الفائدة على الإقراض والودائع طبقاً لآليات السوق، وإنهاء الاعتماد على سياسة السقوف الائتمانية في عام 1993 (Ahmed, 2017, p2).

وقد اشتملت تلك الاصلاحات أيضاً تعديل قواعد حساب نسبة الاحتياطي القانوني وسعر الخصم، وتقديم أذون الخزانة كمصدر من مصادر تمويل الموازنة العامة وكنوع من أنواع الربط بين السياستين المالية والنقدية. وتجدر الإشارة إلى أهمية استقلالية البنوك المركزية في الدول النامية إذا ما أخذنا في الاعتبار أن كثيراً من حكومات هذه الدول - عادة - ما تلجأ إلى تمويل العجز في موازنتها العامة من خلال الإصدار النقدي الجديد (التمويل التضخمي) مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الحكومي بما لا يتناسب مع حجم الإيرادات الحقيقية، فضلاً عن تسارع معدلات التضخم التي تعتبر أحد المحددات الهامة في دالة الطلب على النقود. وفيما يتعلق بسوق الصرف، فقد تم السماح بإنشاء مكاتب للصرف الأجنبي لتوسيع سوق الصرف، وتحرير سعر الصرف ليتحدد بناءً على قوى العرض والطلب (أحمد وأحمد، 2015، ص 34 & بسيوني، 2016، ص 125).

وعلى الرغم من نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي في تحرير أسعار الخصم والفائدة والائتمان، وتخفيض معدلات التضخم، وتخفيض العجز في الحساب الجاري والمالي فضلاً عن تحقيق معدلات نمو مرتفعة بلغت نحو 5% خلال فترة التسعينات، إلا أن الاقتصاد المصري قد عانى من عدة صدمات داخلية وخارجية، وخاصة في النصف الثاني من التسعينات مما أدى إلى حدوث مشكلة نقص السيولة ومن ثم حدوث أزمة سيولة (محمد، 2005، ص 113 & أحمد وأحمد، 2015، ص 295).

وقد شهدت الفترة (2003 - 2010) تغييرات عدة في سياسات سعر الصرف بالإضافة إلى توجهات السياسة النقدية في مطلع عام 2003 حيث صدر القانون رقم 88 لسنة 2003، ومن ثم أصبح الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو العمل على تحقيق الاستقرار في الأسعار ومن ثم اتجه البنك المركزي المصري إلى تخفيض قيمة الجنية المصري في يناير 2003 الأمر الذي أدى إلى زيادة معدل التضخم السنوي من 2.7 % إلى 11.2 % بين عامي 2002، 2004 على التوالي (Ahmed, 2011, p 46). كما تأثر الاقتصاد المصري ابتداءً من عام 2008 بالصدمات الخارجية، بما في ذلك الأزمة المالية العالمية التي أصابت الأسواق المالية الدولية في عام 2008. وأسفرت هذه الصدمات عن تدفقات رأس المال إلى الخارج، وتباطؤ معدل النمو وانخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع معدل التضخم وتدهور الحساب الجاري واحتياطيات العملة الأجنبية. علاوة على ذلك، فقد ارتفع عجز الموازنة العامة للدولة (Ahmed, 2017, p3).

وبعد أن استعاد الاقتصاد المصري قدرًا من عافيته خلال عام 2010، وُضع على حافة الخطر منذ 25 يناير 2011، حيث حدثت أزمة نقص السيولة فضلاً عن تفاقم المشكلات

المتعلقة بتراجع النمو الاقتصادي، وزيادة العجز المالي وارتفاع معدلات التضخم إلى أرقام ثنائية، واستنزاف الاحتياطي الأجنبي منذ يناير 2011، واضطرابات سوق المال. وقد حاول البنك المركزي مقاومة تأثير تلك الصدمات بتفعيل العديد من الأدوات لضخ وضبط استقرار السيولة المحلية ومنها: التوسع في استخدام تسهيلات اتفاقيات إعادة شراء أدون الخزنة Repo، ورفع سعر العائد على الاقراض، وتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني في أعقاب عام 2011 إلى 4%، وذلك بهدف توفير السيولة المحلية بالقطاع المصرفي، ثم رفعها بعد ذلك إلى 10% ثم إلى 14%. ونتيجة لزيادة الانفاق الحكومي على أوجه النشاط الاقتصادي المختلفة، فقد عاودت السيولة المحلية الارتفاع في عام 2016 ليلعب معدل نموها 18.6% مقارنة بـ 10% في عام 2010. ولا شك أن هذه التغيرات لها أثر كبير على استقرار دالة الطلب على النقود في مصر (البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، سنوات مختلفة).

ونظراً للجدل القائم بين الاقتصاديين والمفكرين من خلال النظريات الاقتصادية المختلفة المفسرة للطلب على النقود، واختلاف نتائج الدراسات النظرية والتطبيقية حول محددات الطلب على النقود وطبيعة العلاقة بينهما واتجاهها وشكل تأثيرها في الأجلين القصير والطويل، أضف إلى ذلك أن عدم استقرار دالة الطلب على النقود ينعكس سلباً على فعالية السياسة النقدية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى اختلالات كبيرة على مستوى الاقتصاد ككل.

وتأسيساً على ما سبق تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة على تساؤل رئيس مفاده:

كيف يمكن تحليل وقياس الطلب على النقود وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود (M1)، (M2) في مصر؟

وينبثق من هذا التساؤل الرئيس مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

- 1- كيف تناولت النظريات والأدبيات الاقتصادية كل من الطلب على النقود والسياسة النقدية، من حيث المفهوم والمحددات والأهداف والأدوات وآليات الانتقال؟
- 2- كيف يؤثر استقرار دالة الطلب على النقود على الاستقرار النقدي بصفة خاصة وعلى فعالية السياسة النقدية بصفة عامة؟
- 3- ما هي اتجاهات تطور الأداء الاقتصادي الكلي، وما هي أبرز ملامح السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019)؟
- 4- ما هي المقترحات التي يمكن تقديمها لصانعي السياسة النقدية في مصر لتحقيق الاستقرار النقدي بصفة خاصة والاستقرار الاقتصادي بصفة عامة؟

1-3 أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في تحليل وقياس الطلب على النقود وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود (M1, M2) في مصر، وينبثق عن هذا الهدف الرئيس مجموعة من الأهداف الفرعية أهمها:

- 1- تناول الإطار النظري للطلب على النقود والسياسة النقدية، من خلال عرض مفهوم ونظريات ومحددات الطلب على النقود من ناحية، وبيان مفهوم وأهداف وأدوات وآليات انتقال السياسة النقدية من ناحية أخرى.
- 2- تحليل العلاقة التي تربط بين استقرار دالة الطلب على النقود - كهدف وسيط - والاستقرار النقدي كهدف نهائي، وفعالية السياسة النقدية.
- 3- رصد اتجاهات تطور الأداء الاقتصادي الكلي، وبيان الملامح الرئيسية للسياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019).
- 4- تقديم مقترحات - استناداً إلى نتائج الدراسة - لصانعي السياسة النقدية في مصر، بما يكفل تحقيق الاستقرار النقدي بصفة خاصة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي بصفة عامة.

1-4 فرضيات الدراسة:

- تسعي الدراسة الحالية إلى اختبار الفرضية الرئيسية التالية: توجد علاقة مستقرة في الأجل الطويل بين الطلب على النقود بمفهومه الضيق M1 والواسع M2 من جهة وبين محدداتهما من جهة أخرى. وينبثق عن هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية تتمثل في:
1. تعتبر قناة سعر الفائدة أقل أهمية في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمقارنة بقناة التضخم المتوقع.
 2. تعتبر قناة سعر الصرف قناة فعالة في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.
 3. أدى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016 إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.

1-5 أهمية الدراسة:

تضمن عرض الأدبيات السابقة والخاصة بالحالة المصرية عدم وجود اتفاق فيما بينها حول استقرار دالة الطلب على النقود في مصر. أضف إلى ذلك، فإن معظم هذه الدراسات قد أولت اهتمامها إلى محاولة فحص استقرار دالة الطلب على النقود للتأكيد على أهمية قيام البنك المركزي المصري باتباع سياسة نقدية قائمة على استهداف المجاميع النقدية، إلا أن هذه الدراسات قد تجاهلت أهمية استقرار دالة الطلب على النقود في ظل الأنظمة النقدية القائمة على استهداف التضخم كما أكدت العديد من الدراسات منها (Dwyer & Fisher, 2009; Lothian, 2014).

(Hossain & Arwatchanakarn, 2017; Söderström, 2005). ونظراً لإعلان البنك المركزي المصري عن تطبيق نظام استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في مصر في يونيو 2005 وبدأ العمل على استيفاء الشروط اللازمة لتطبيقه منذ ذلك الحين، فإنه من الأهمية بمكان فحص استقرار دالة الطلب على النقود لما لهذا الاستقرار من آثار يمكن توقعها على التضخم والنتائج الحقيقي.

أضف إلى ذلك، فقد تبين من عرض الأدبيات السابقة الخاصة بحالة مصر، أن معظم هذه الأدبيات قد اقتصر على استخدام بيانات سنوية أو ربع سنوية لتقدير دالة الطلب على النقود باستثناء دراسة طريح (2015). وعلى الرغم من ذلك، فإن الدراسة المشار إليها قد توقفت عند عام 2013، بما يعني عدم دراسة الآثار المحتملة لتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي منذ نوفمبر 2016 على استقرار دالة الطلب على النقود في مصر. ومن ثم، تقوم الدراسة الحالية بتقدير دالة الطلب على النقود في مصر وفحص مدى استقرارها باستخدام بيانات شهرية للفترة (2005-2019).

6-1 منهجية الدراسة:

• المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي:

اعتمدت الدراسة على المنهجين الاستقرائي والاستنباطي؛ حيث قامت بعرض المفاهيم والنظريات المختلفة للطلب على النقود، وشرح المتغيرات التي تنطوي عليها دالة الطلب على النقود، وتناول الإطار النظري للسياسة النقدية فضلاً عن بيان مفهوم وأهداف وأدوات وآليات انتقال السياسة النقدية. أضف إلى ذلك، فقد قامت الدراسة الحالية بتحليل العلاقة بين الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية. بالإضافة إلى ذلك، فقد قامت الدراسة بتحليل اتجاهات تطور الأداء الاقتصادي الكلي، وتحليل تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019).

• الأسلوب القياسي:

استخدمت الدراسة طريقة التكامل المشترك Cointegration باستخدام اختبار الحدود Bounds test. ومن ثم، فقد قامت بتقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (Pesaran and Shin, 1995) وقام بتطويره (Pesaran et al, 2001)، والذي يعد واحداً من أكثر نماذج الانحدار الديناميكية شيوعاً في دراسات الاقتصاد القياسي، وذلك لاختبار التكامل المشترك والعلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين الطلب على النقود بمفهوميه الضيق والواسع من جهة، ومحدداتهما من جهة أخرى. وللتأكد من مدى استقرارية النموذج، فقد قامت الدراسة الحالية باستخدام كل من اختبار المجموع التراكمي (CUSUM) واختبار المجموع التراكمي للمربعات

(Brown et al, Cumulative Sum of Squares (CUSUMSQ) الذي قدمته دراسة ,1975).

1-7 حدود الدراسة:

الحدود الموضوعية: تركز الدراسة على تحليل وقياس محددات الطلب على النقود وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود، وتقييم الأهمية النسبية للمتغيرات المعبرة عن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية. كما تقوم الدراسة بفحص مدى استقرار هذه الدالة ومن ثم تقييم امكانية الاعتماد عليها كأداة فعالة للسياسة النقدية.

الحدود الزمنية: تشمل الدراسة في الجانب التحليلي الفترة الممتدة من عام 2003 وحتى عام 2019، ويرجع السبب الرئيسي في اختيار عام 2003 كنقطة بداية لهذه الفترة إلى صدور القانون رقم 88 لسنة 2003، حيث الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو العمل على تحقيق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي في إطار السياسة الاقتصادية للدولة، وسيتم تقسيم هذه الفترة إلى ثلاث فترات فرعية (2003-2010)، (2011-2016)، و (2017-2019)، ويرجع ذلك لعدم الاستقرار السياسي في الفترة الثانية، وتطبيق مصر لبرنامج الإصلاح الاقتصادي في نهاية تلك الفترة. أما في الجانب القياسي فتغطي الفترة (يناير 2005- ديسمبر 2019) نظراً لمدى إتاحة البيانات في النموذجين محل التقدير.

1-8 خطة الدراسة:

سعيًا لتحقيق أهداف الدراسة، واختبار فرضياتها، فإنها تأتي في أربعة فصول: يتناول **الفصل الأول** الإطار العام للدراسة، ويعرض **الفصل الثاني** الإطار النظري للطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية من حيث مفهوم ونظريات ومحددات الطلب على النقود من ناحية، ومفهوم وأهداف وأدوات وآليات انتقال تأثير السياسة النقدية من ناحية أخرى، ويرصد **الفصل الثالث** اتجاهات تطور الأداء الاقتصادي الكلي، وملامح السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019)، ويخصص **الفصل الرابع** لتقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (يناير 2005- ديسمبر 2019)، وذلك وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود، وأخيراً نتائج ومقترحات الدراسة.

الفصل الثاني

الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية (إطاراً نظرياً)

المبحث الأول: الطلب على النقود ومحدداته في النظرية الاقتصادية.

المبحث الثاني: السياسة النقدية: المفهوم - الأهداف - الأدوات - آليات الانتقال.

المبحث الثالث: الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية.

الفصل الثاني

الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية (إطاراً نظرياً)

تمهيد:

يعتبر الطلب على النقود من المتغيرات الاقتصادية الهامة التي يهتم صانعو السياسة الاقتصادية بتتبع سلوكه ومعرفة العوامل المؤثرة فيه وحجم هذا التأثير وطبيعته ودرجة استقراره. وتتمثل أهمية هذا المتغير في التأثير المباشر على فعالية السياسة النقدية، فاستقرار الطلب على النقود وإمكانية توقع التغيرات التي تطرأ عليه تعتبر بمثابة حجر الزاوية في عملية صياغة سياسة نقدية فعالة. وقد سعت السلطات النقدية في الاقتصادات المختلفة إلى معرفة كمية النقود المطلوبة والتي يتم تداولها في الاقتصاد وكذلك محدداتها، بغية تحقيق الاستقرار النقدي بصفة خاصة، والاستقرار الاقتصادي بصفة عامة، ومن ثم تحقيق كفاءة وفعالية السياسة النقدية.

ومن ثم، فقد تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول الطلب على النقود من حيث المفهوم والنظريات والمحددات، بينما تناول المبحث الثاني السياسة النقدية من حيث المفهوم والأهداف والأدوات وآليات الانتقال، وتم تخصيص المبحث الثالث لدراسة العلاقة بين الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية.

المبحث الأول

(1-2) الطلب على النقود ومحدداته في النظرية الاقتصادية

مقدمة:

يرتبط مفهوم الطلب على النقود Demand for Money بشكل وثيق بتعريف النقود ووظائفها؛ ونظراً لتعدد مفاهيم النقود، فمن المتوقع أن يختلف الطلب على النقود بناءً على نوع الأصول المحددة للكتلة النقدية. ويُعرف الطلب على النقود بأنه " كمية النقود التي يرغب الأفراد أو الوحدات الاقتصادية (قطاع عائلي وأعمال وحكومي) في حيازتها في شكل سائل". ويتمثل الطلب على النقود أيضاً في الرغبة في الاحتفاظ بالنقود؛ بمعنى تفضيل النقود على غيرها من البدائل كشكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة (Yamden, 2011, p771). ويهتم المبحث الحالي باستعراض الآراء المختلفة للمدارس الفكرية الاقتصادية فيما يتعلق بالطلب على النقود فضلاً عن استعراض أهم محددات الطلب على النقود.

1-1-2: نظريات الطلب على النقود:

اهتمت العديد من النظريات الاقتصادية بتفسير الطلب على النقود وتحديد أهم العوامل المؤثرة فيه. ومن ثم، سيتم عرض النظريات التي تناولت الطلب على النقود في النظرية الاقتصادية بدءاً من النظرية الكلاسيكية ومروراً بالنظرية الكينزية والنظرية النقدية الحديثة ووصولاً إلى نظريات الكينزيين المحدثين وانتهاءً بالتطورات النظرية في الطلب على النقود، وذلك على النحو التالي:

1-1-1-2: الطلب على النقود في النظرية الكلاسيكية:

أكد الاقتصاديون الكلاسيك على أن السياسة النقدية هي سياسة محايدة لا تؤثر بأي صورة من الصور على مستوى التشغيل أو الإنتاج أو حتى الأجور الحقيقية وأسعار الفائدة. ففي ظل هذا الإطار النظري، يقتصر دور النقود على وظيفتها في تسهيل المبادلات، ومن ثم فإن أثر التغير في كمية النقود يؤدي إلى حدوث تغيرات مقابلة في القيم الإسمية - المستوى العام للأسعار، الأجور النقدية، والنواتج الإسمية - بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه (بسيوني، 2016، ص 18؛ الغريب، 1979، ص 161). وقد انعكست آراءهم فيما يتعلق بدور النقود في النشاط الاقتصادي من خلال نظرية كمية النقود Quantity Theory of Money التي تقر بوجود علاقة طردية ومنتاسبة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار. وقد تم تطوير هذه النظرية وفق صيغتين هما صيغة معادلة التبادل Equation of Exchange التي قدمها العالم الاقتصادي Irving Fisher في كتابه القوة الشرائية للنقود عام 1911، بينما تتمثل الصيغة الثانية في صيغة الأرصدة النقدية Cash Balances Approach التي قدمها بعض الاقتصاديين بجامعة

كمبردج وعلى رأسهم (1917) Pigou و (1923) Marshal. وركزت كلتا الصيغتين على وظيفة النقود كوسيط للتبادل ومن ثم فقد تناولتا الطلب على النقود بدافع المبادلات. وفيما يتعلق بالصيغة الأولى وهي معادلة التبادل، فإنها تشرح ميكانيكية العلاقة السببية التي تحدد المستوى العام للأسعار والتي ترجع أصولها إلى الاقتصادي الفرنسي Jean Bodin الذي فسّر التضخم الذي اجتاحت القارة الأوروبية في القرن السادس عشر بتدفق الذهب والفضة بكميات كبيرة إلى أوروبا من مستعمراتها الأمريكية. وقد تناول دافيد هيوم العلاقة بين النقود والأسعار بشكل أكثر عمقاً مؤكداً على أن زيادة عرض النقود بنسبة معينة تؤدي إلى زيادة الأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه (القطابري، 2007، ص38 & هاشم، 2010، ص82). ومن ناحية أخرى فقد أجمع الاقتصاديون على أن نظرية كمية النقود في صيغة معادلة التبادل قد وُضعت بشكل نهائي من قبل الاقتصادي الأمريكي Irving Fisher، والذي قام بفحص العلاقة بين كمية النقود وإجمالي الإنفاق على السلع والخدمات النهائية (Mishkin , 2004, p 518) وذلك على النحو التالي:

$$MV = PT \quad (1-2)$$

أي أن المعادلة (1-2) تقوم بربط كمية النقود (M) بحجم المبادلات (T) والمستوى العام للأسعار (P) في فترة معينة من خلال عامل تناسبي وهو سرعة دوران النقود (V). وقد قامت هذه النظرية على مجموعة من الفروض يتمثل أهمها في: (خليل، 1982، ص115)

- 1- تقتصر وظيفة الطلب على النقود على كونها وسيطاً للتبادل مما يعني أن الطلب على النقود مشتق من الطلب على السلع والخدمات.
- 2- لا يتأثر الحجم الكلي للمبادلات (T) بتغير كمية النقود، بل يتوقف على التطور التكنولوجي والموارد الطبيعية كما أنه ثابت في الأجل القصير.
- 3- ثبات سرعة دوران النقود (V) واستقلالها عن كمية النقود المتداولة في الأجل القصير.
- 4- إن المستوى العام للأسعار (P) متغير سلبي أي تابع للتغيرات التي تحدث في كمية النقود.

وبالرغم من أن صيغة المبادلات توضح العلاقة بين عرض النقود والمستوى العام للأسعار، ولم تتطرق بشكل صريح لجانب الطلب على النقود، إلا أنها أُدرجت ضمن الأدبيات الاقتصادية التي تناولت موضوع الطلب على النقود، ويرجع ذلك لاعتبارين، أولهما أن صيغة الأرصدة التي سيتم التطرق إليها لاحقاً تعتبر امتداداً منطقياً لصيغة المبادلات من حيث وجود متغيرات مثل (عرض النقود والمستوى العام للأسعار) في كل من الصيغتين، فضلاً عن توافق بعض افتراضات صيغة المبادلات مع افتراضات صيغة الأرصدة النقدية خاصة ما يتعلق باعتبار

النقود متغير خارجي، وثبات سرعة دوران النقود بالنسبة للدخل Income Velocity of Circulation، والتي يتم تحديدها بالعوامل الفنية والمؤسسية المفترض استقرارها في الأجل القصير. ويتمثل الاعتبار الثاني في تأكيد فيشر على وجود علاقة طردية بين سرعة تداول النقود والمستوى العام للأسعار (الديغة، 2018، ص 21).

وعلى الجانب الآخر، فقد ركزت صيغة الأرصدة النقدية على وظيفة النقود كمخزن للقيمة بالإضافة إلى كونها وسيطاً للتبادل. وقد أولت اهتماماً كبيراً للمحددات الاقتصادية للطلب على النقود حيث تطلب النقود من أجل الخدمات التي تقدمها مثل توفير الأمان لحائزيها لمواجهة الظروف الطارئة وتسوية المعاملات الجارية. وتأخذ طريقة الأرصدة النقدية الصيغة التالية:

$$M_d = K PY \quad (2-2)$$

وتمثل (M_d) الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية والتي تشكل نسبة ثابتة من قيمة الدخل القومي تعرف بنسبة التفضيل النقدي (K) وهي عبارة عن مقلوب سرعة دوران النقود $K = \frac{1}{V}$ ، بينما تمثل (PY) الدخل النقدي. وتعتبر صيغة الأرصدة النقدية مجرد إعادة صياغة معادلة التبادل مع استبدال متغير حجم المبادلات (T) بالإنتاج أو الدخل (Y). وقد تم استخدام متغير الناتج أو الدخل بدلاً عن متغير حجم المبادلات الذي لا يعطي مؤشراً دقيقاً عن مستوى النشاط الاقتصادي نظراً لأن المتغير الأخير يتضمن كل المعاملات التي تتم في الاقتصاد خلال عام بما فيها المعاملات الخاصة ببيع وشراء المنازل، والسلع التي تم إنتاجها في فترات سابقة، وهو ما يعني أن استخدام متغير حجم المبادلات يعطي بيانات مضللة عن مستوى النشاط الاقتصادي (بسيوني، 2016، ص 20).

وخلاصة ما سبق، أن كلاً من معادلتى التبادل والأرصدة النقدية تبحثان في علاقة كمية النقود بالمستوى العام للأسعار. إلا أن معادلة التبادل قصرت الطلب على النقود في دافع المبادلات فقط وبالتالي فهي تركز على وظيفة النقود كوسيط للتبادل فقط، في حين أن صيغة الأرصدة النقدية تُقرر أن الطلب على النقود يتم بدافعي المبادلات والاحتياط ومن ثم فهي تركز على وظيفة النقود كوسيط للتبادل ومخزن للقيمة (أحمد وأحمد، 2015، ص 184).

وقد تعرضت نظرية كمية النقود لانتقادات شديدة على يد Keynes في كتابه (النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود)، وتتمثل أهم هذه الانتقادات في:

- 1- افتراض ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل.
- 2- ثبات سرعة دوران النقود في الأجل القصير، والواقع أثبت عكس ذلك إذ يمكن أن تتغير سرعة الدوران في الأجل القصير والطويل أيضاً، حيث تعتمد على توقعات المشروعات والتأثيرات النفسية للأفراد وتطور عادات المجتمع في تسوية المدفوعات وغيرها.

- 3- لا تعتبر كمية النقود هي العامل الوحيد الذي يؤثر على الأسعار، فقد ترتفع الأسعار لأسباب أخرى بخلاف تغير كمية النقود مثل تغيرات أسعار الصرف.
- 4- لم تأخذ النظرية في اعتبارها متغيرات هامة مثل أسعار الفائدة.
- 5- افتراض الدور الحيادي للنقود على الرغم من وجود وظائف أخرى للنقود بالإضافة إلى كونها وسيطاً للتبادل مثل: النقود كمخزن للقيمة ومستودعاً لها ووسيلة لتسوية المدفوعات الآجلة.

2-1-1-2: الطلب على النقود في النظرية الكينزية:

وقد أولت النظرية الكينزية اهتمامها لجانب الطلب على النقود بالتركيز على الدوافع التي تؤثر على قرارات الأفراد للاحتفاظ بها، فقد ميز Keynes بين ثلاثة دوافع أساسية للطلب على النقود وهي دافع المبادلات Transactions Motive، ودافع الاحتياط Precautionary Motive، ودافع المضاربة Speculation Motive. وفيما يتعلق بالدافع الأول وهو الطلب على النقود بدافع المعاملات فيعني الرغبة في الاحتفاظ بالنقود في شكل سائل للقيام بالعمليات الجارية. ويتماثل الطلب على النقود بدافع المعاملات مع ما أكدته نظرية كمية النقود بإقرار وظيفة النقود كوسيط للتبادل، وهكذا يمكن القول بأن الطلب على النقود بدافع المعاملات يرتبط بعلاقة طردية مع الدخل، كما يرتبط مع طول الفترة التي يتم استلام الدخل بعدها - أيضا - بعلاقة طردية (أحمد وأحمد، 2015، ص 185).

وفيما يتعلق بالطلب على النقود بدافع الاحتياط، فيرى كينز أن الطلب على النقود بدافع الاحتياط يتمثل في الأرصدة النقدية التي يحتفظ الأفراد بها لمقابلة الأحداث غير المتوقعة التي قد تحدث في المستقبل، ويزيد الاحتفاظ بالنقود وفقاً لهذا الدافع كلما زادت درجة عدم التأكد بشأن المستقبل. ويرتبط الطلب على النقود بدافع الاحتياط بعلاقة طردية مع الدخل، كما يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة السائد في السوق إذ أنه بزيادة سعر الفائدة تزيد تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة بدافع الاحتياط وبالتالي يقل الطلب على النقود لهذا الغرض. إلا أن كينز قد أعطى دوراً ثانوياً لسعر الفائدة في التأثير على الطلب على النقود بدافع الاحتياط (أحمد وأحمد، 2015، ص 186).

وفيما يتعلق بالطلب على النقود بدافع المضاربة، فقد أطلق عليه كينز اسم تفضيل السيولة Liquidity Preference، ويرتكز الطلب على النقود وفقاً لهذا الدافع على وظيفة النقود كمخزن للقيمة. ويُعد الطلب على النقود بدافع المضاربة أهم ما جاء به كينز. ويُقصد بالمضاربة "بيع وشراء الأوراق المالية والأسهم والسندات في أسواق المال بغية الحصول على ربح". وقد حرص كينز على التمييز بين القيم الاسمية والقيم الحقيقية، حيث رأى أن الأفراد يرغبون في الاحتفاظ بكمية محددة من الأرصدة النقدية الحقيقية (كمية النقود بوحدات حقيقية)، وقد صاغ

تلك العلاقة في نظريته لتفضيل السيولة قائلاً "أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية ($\frac{Md}{p}$) دالة في كل من الدخل الحقيقي (y) وسعر الفائدة (r) " أي أن:

$$\frac{Md}{p} = f(y, r) \quad (3-2)$$

وتوضح المعادلة رقم (3-2) أن الكمية المطلوبة من الأرصدة النقدية الحقيقية تتناسب طردياً مع الدخل الحقيقي وعكسياً مع سعر الفائدة (Mishkin , 2004 , p523).

ويُعتبر أهم ما تضمنه التحليل الكينزي أنه في حالة سيادة مستويات متدنية للغاية لسعر الفائدة، فإن الأفراد يتوقعون ارتفاعه في المستقبل، ومن ثم يفضلون الاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة بدلاً من الاحتفاظ بها في صورة سندات، وهنا يكون الطلب على النقود تام المرونة عند المستويات المنخفضة لأسعار الفائدة؛ وهذا ما أطلق عليه كينز "مصيدة السيولة Liquidity Trap".

وعلى الرغم من أن نظرية تفضيل السيولة تعتبر خطوة هامة في دراسة وتحليل الطلب على النقود، إلا أنها قد تعرضت إلى انتقادات منها: - (الشمري، 1988، ص 316)

1- عدم واقعية افتراض أن الأفراد لا يمكنهم المفاضلة بين نوعين من الأصول هما النقود التي لا تدر عائد والسندات طويلة الأجل ذات سعر فائدة ثابت حيث تم استحداث العديد من الأصول البديلة للنقود في ظل تقدم الأنظمة المصرفية. كما أن النقود في الوقت الراهن لا تضم فقط النقود الورقية والمعدنية والودائع تحت الطلب، بل تضم أنواعاً أخرى من الأصول التي تدر عائداً ويمكن الاحتفاظ بها.

2- عدم واقعية افتراض كينز أن الأفراد لا يمكنهم الاحتفاظ بمحفظة متنوعة من الأصول المالية.

3- إهمال أثر التغيير في مستوى الدخل على سعر الفائدة، إذ يتحدد سعر الفائدة - طبقاً لكينز - بعوامل نقدية بحتة تتمثل في عرض النقود والطلب عليها. في حين أن سعر الفائدة التوازني لا يمكن أن يتحقق إلا بتحديد مستوى الدخل أو افتراض ثباته، وهذا لا يحدث إلا في الأجل القصير.

3-1-1-2: الطلب على النقود في النظرية النقدية الحديثة (مدرسة شيكاغو):

شهدت نظرية الطلب على النقود تطوراً على يد الاقتصادي الأمريكي Milton Friedman الذي قام بإحياء نظرية كمية النقود عن طريق صياغة دالة الطلب على النقود في شكل دالة سلوكية ترتبط بقواعد السلوك الرشيد وفقاً لنظرية سلوك المستهلك، والتي تعتمد على المفاضلة بين العديد من الخيارات عند الاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة، وعلاقة ذلك بالأشكال الأخرى للثروة.

وتقوم نظرية فريدمان على الافتراضات التالية: -

- 1- يُعد الطلب على النقود دالة مستقرة في الدخل الدائم، وهو الدخل الذي يتكون من متوسط مرجح للدخول المتوقعة في المستقبل.
- 2- تؤدي زيادة عرض النقود إلى زيادة الدخل والناجح في الأجل القصير، في حين تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار في الأجل الطويل.
- 3- وجود أشكال مختلفة من الثروة بخلاف النقود وتمثل في: الأسهم، السندات، السلع.
- 4- يُعتبر عرض النقود هو المتغير المستقل إذ يحدد مستويات الدخل والناجح الكلي، وبالتالي فإن الطلب على النقود هو المتغير التابع.

وقد اعتبر فريدمان أن الطلب على النقود جزء من نظرية الثروة أو نظرية رأس المال، إذ يرى أن الطلب على النقود من جانب الوحدات النهائية المالكة للثروة شأنه شأن الطلب على أي سلعة استهلاكية (خليل، 1994، ص1378)، ومن ثم فإن الطلب على النقود بالنسبة لحائزي الثروة يتحدد بحجم ثروة الأفراد، وبالعائد المتوقع على الأصول الأخرى غير النقدية، وأذواق وتفضيلات الوحدة المالكة للثروة، أضف إلى ذلك معدل التضخم المتوقع. وبناءً عليه فقد توصل فريدمان إلى أن الثروة (التي يعبر عنها بمفهوم الدخل الدائم Permanent Income)¹ تُعد أحد المحددات الهامة للطلب على النقود، أضف إلى ذلك العائد المتوقع على الأصول الأخرى مثل: السندات والأسهم والسلع الإنتاجية والثروة البشرية، ونظراً لصعوبة إخضاع الثروة البشرية لآليات السوق بهدف تضمينها في دالة الطلب على النقود، فقد اعتمد فريدمان على النسبة بين الثروة البشرية وغير البشرية (الشناوي ومبارك، 2002، ص 388 & أحمد وأحمد، 2015، ص ص 188، 189).

وبناءً على ما سبق فإن الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية عند فريدمان يتحدد بعدد من العوامل يمكن إدراجها في المعادلة التالية:

$$M = f(Y, r_b, r_e, \pi, w, i, p, T) \quad (4-2)$$

وهكذا يمكن القول بأن الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية (M) دالة في الدخل الدائم (Y)، والعائد المتوقع على السندات (r_b)، والعائد المتوقع على الأسهم (r_e)، والمعدل المتوقع للتضخم (π)، والنسبة بين الثروة البشرية وغير البشرية (w)، وسعر الفائدة (i)، والمستوى العام للأسعار (p)، وأذواق الأفراد وتفضيلاتهم (T).

¹ يرى فريدمان أن الثروة (الدخل الدائم) هي المتغير المستقل في تفسير الطلب على النقود، في حين أن أسعار الفائدة تلعب دوراً ثانوياً في هذا الصدد. ويعرف الدخل الدائم للفرد بأنه "متوسط مرجح للإيرادات الدخلية المتوقعة مستقبلاً أما الدخل الجاري فيعبر عن دخل الفرد في الفترة الحالية" (أحمد وأحمد، 2015، ص190).

ويؤكد فريدمان على أن الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية يرتبط بعلاقة طردية مع الدخل الدائم (الثروة)، بينما يرتبط بعلاقة عكسية مع كل من العائد المتوقع على السندات، والعائد المتوقع على الأسهم، والعائد المتوقع للتضخم. ونظراً لأن الدخل الدائم يكون مستقراً في الأجل القصير، فإن الطلب على النقود سيكون مستقراً أيضاً، في الأجل القصير. وهو ما يعنى - وفقاً لتحليل فريدمان- أن الطلب على النقود لا يتغير بدرجة كبيرة في ظل الدورات الاقتصادية Business Cycles، سواء في حالة الكساد أو في حالة الازدهار، إذ أن الدخل النقدي عادة ما يتغير بسرعة في الأجل القصير، حيث ينخفض بسرعة في حالات الكساد، ويرتفع بسرعة في حالات الازدهار، إلا أن متوسط الدخل في الأجل الطويل (الدخل الدائم) عادة ما يتصف بالاستقرار النسبي، ومن ثم فإن الطلب على النقود- والذي يتحدد بالدخل الدائم- يكون مستقراً أيضاً (الشناوي ومبارك، 2002، ص 390).

وقد أثارت النتائج التي توصل إليها فريدمان بشأن العلاقة بين الطلب على النقود وكل من سعر الفائدة والدخل الدائم جدلاً واسعاً. إذ يُرجع البعض انخفاض مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة إلى استخدامه للمفهوم الواسع للنقود، حيث يمثل سعر الفائدة من ناحية تكلفة فرصة بالنسبة للعملة في التداول والودائع الجارية، ويُمثل عائداً بالنسبة للودائع لأجل من ناحية أخرى، لذا فإن ارتفاع أسعار الفائدة بما فيها الفائدة على الودائع لأجل سيؤدي إلى انخفاض الطلب على العملات والودائع الجارية، في حين يزداد الطلب على الودائع لأجل، وستكون الحويلة النهائية للطلب على النقود أقل مما هي عليه لو أخذت النقود بمفهومها الضيق (Tobin, 1972, p p 530-531). وقد قام فريدمان بالرد على هذه الانتقادات بأنه يقر بوجود علاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة، إلا أن هذه العلاقة ليست بنفس قدر أهمية العلاقة بين الطلب على النقود والدخل الدائم (الديغة، 2018، ص30).

2-1-1-4: الطلب على النقود في نظريات الكينزيين المحدثين:

شهدت الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية العديد من الاسهامات كمحاولة لتحديث النظرية الكينزية. وفيما يتعلق بالطلب على النقود، فقد تمثلت أهم تلك المساهمات في كل من نموذج المخزون العازل (Buffer-Stock Model (BSM) ونموذج المحفظة Portfolio Model. وفيما يتعلق بنموذج المخزون العازل، فقد قام كل من (Baumol (1952) و (Tobin (1958) وبشكل مستقل بتطوير نماذج متماثلة للطلب على النقود، وتوصلا إلى أن الطلب على النقود (ذات العائد الصفري) بدافع المبادلات يكون مرناً بالنسبة لسعر الفائدة. ولتحديد كمية الأرصدة النقدية المثلى التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها بدافع المبادلات، يقوم النموذج على الافتراضات التالية: (Mishkin, 2004, pp. 524-525; Sriram, 1999, (p10

- 1- أن الفرد يقوم باستلام الدخل في بداية كل فترة.
- 2- وجود معدل ثابت لإنفاق الفرد للدخل، وفي نهاية الفترة يكون الفرد قد أنفق دخله كاملاً.
- 3- تتمثل الأصول (كمخزن للقيمة) في وجود نوعين فقط هما: النقود والسندات.
- 4- ثبات تكلفة التحويل (تكلفة السمسرة أو تكلفة الوساطة) بين النقود والسندات.
- 5- يتم تسوية جميع المدفوعات بالنقود، وأن كافة المعلومات معروفة ومتاحة بشكل مؤكد.

وقد توصل كل من Tobin و Baumol عن طريق صيغة الجذر التربيعي -Square Root Formula لنموذج المخزون (BSM) إلى أن الطلب المثالي على الأرصدة النقدية الحقيقية بدافع المبادلات (m^*) يتحدد وفقاً لصيغة الجذر التربيعي التالية:

$$m^* = \sqrt{(\alpha_0 y) / 2r} \quad (5 - 2)$$

وتشير المعادلة رقم (5-2) إلى أن الطلب المثالي على الأرصدة النقدية الحقيقية بدافع المبادلات (m^*) يرتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الصفقات (α_0)، والدخل الحقيقي (y)، بينما يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة (r) (أحمد وأحمد، 2015، ص193).

وفيما يتعلق بنموذج المحفظة، فقد قدم Tobin بمشاركة Markowitz نموذج توبين للطلب على النقود بدافع المضاربة والذي تتمثل فكرته الأساسية في أن اختيار الأفراد للأصول التي يرغبون في الاحتفاظ بها لا يمكن أن يُبنى فقط على أساس المقارنة بين العوائد المتوقعة لهذه الأصول كما تصور كينز، وإنما يجب أن يقوم أيضاً على حساب المخاطر المحيطة بهذه العوائد. ففيما يتعلق بالنقود، فإن العائد عليها مؤكداً، ويفترض توبين أنه يساوى الصفر، وأما السندات فإنها تعاني الكثير من التقلبات إذ أن العائد منها قد يكون سالباً في بعض الأحيان بما يعنى أنها محفوفة بالمخاطر (إبراهيم، 2013، ص 54).

ويستند نموذج المحفظة إلى الافتراضات التالية:

- 1- تتمثل الأصول المالية في نوعين فقط هما: النقود والسندات، ويقوم للمستثمر بالمفاضلة بينهما لتشكيل أصول محفظته المالية.
- 2- يميل المستثمر إلى تعظيم العوائد وتدنية المخاطر.
- 3- يتصف المستثمر بالرشد الاقتصادي (بمعنى أنه يسعى إلى تحقيق أقصى منفعة ممكنة في حدود ثرواته المتاحة، وذلك باختيار التوليفة المثلى للمحفظة المالية من النقود والسندات). ووفقاً لهذا النموذج فإن سلوك المستثمر في حالة عدم التأكد بشأن مستقبل أسعار الفائدة سينصرف إلى تحقيق التوليفة المثلى من الأصول المالية والنقدية، والتي تقتضي الموازنة بين سلبية المخاطر مع ايجابية عوائد السندات (حسن، 1999، ص32).

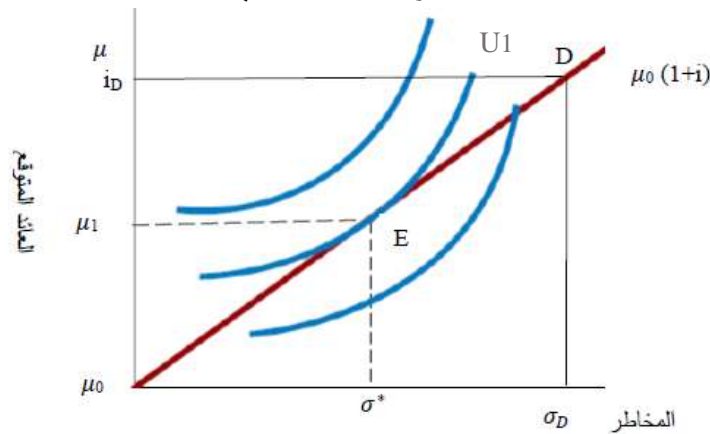
ويوضح الشكل رقم (1-2) توازن المستثمر وفقاً لنموذج المحفظة لتوبين حيث تتحدر منحنيات السواء لأعلى للدلالة على أن الفرد مستعد لقبول المزيد من المخاطر في حالة ارتفاع

العائد المتوقع من الاحتفاظ بهذا الأصل، كما أن منحنيات السواء الأعلى تمثل قدرأ أعلى من المنفعة نظراً لأنه لنفس المستوى من المخاطرة، يكون العائد المتوقع أعلى. وطبقاً للشكل المشار إليه، فإن توازن المستثمر يتحقق عند نقطة التماس بين أعلى منحنى سواء ممكن والممثل بالمنحنى (U_1) مع خط قيد ميزانية المستثمر $\mu_0(1+i)$ والذي يوضح التوليفة التي يستخدمها المستثمر من النقود والسندات أو من العائد والمخاطرة، وذلك عند النقطة (E). وبالتالي عند نقطة التوازن (E)، نجد أن ميل منحنى السواء (U_1) يساوي ميل خط الميزانية للمستثمر، ومن ثم يكون العائد المتوقع من السندات (μ_1) مساوياً لمستوى المخاطرة σ^* . وبافتراض أن القيمة المتوقعة للمكاسب الرأسمالية تساوي صفر، فإن صافي عائد السند يساوي سعر الفائدة السوقي، وإذا كانت جميع السندات لها نفس العائد (سعر الفائدة)، ونفس درجة المخاطرة، فإن المستثمر يمكن أن يقوم باختيار توليفة من النقود والسندات أو العائد والمخاطرة على طول خط الميزانية، فعند اختيار المستثمر للنقطة μ_0 مثلاً للتعبير عن رغبة المستثمر في الاحتفاظ بالنقود، تكون محفظته نقدية وفي هذه الحالة لن يحقق أية عوائد ولا يتعرض لأي مخاطر.

وعلى الجانب الآخر، فإنه في حالة قيام المستثمر باختيار النقطة (D) بما يعكس رغبة المستثمر في الاحتفاظ بالسندات، فإن محفظته تتشكل من السندات فقط، وسيحقق عوائد مرتفعة مع زيادة مستوى المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها. وتجدر الإشارة إلى أن الوضعين السابقين يخالفان مبدأ الرشد الاقتصادي الذي يجب أن يتصف به المستثمر، ومن ثم يمكن اختيار توليفة من النقود والسندات على طول خط الميزانية باستثناء هاتين النقطتين (μ_0, D) كما أن الوضع التوازني الأمثل (التوليفة المثلى) ستكون - كما سبق القول - عند نقطة التماس بين أعلى منحنى سواء ممكن وخط قيد ميزانية المستثمر.

شكل رقم (1-2)

توازن المستثمر وفقاً لنموذج المحفظة لتوبين Portfolio Model



المصدر: Mishkin (2004), p.5 in Appendix 1 of Chapter 22

2-1-1-5: التطورات النظرية الحديثة في الطلب على النقود:

تم توسيع اسهامات كل من Tobin و Baumol في ستينات وسبعينات القرن الماضي، وذلك بإجراء عدداً من الدراسات والبحوث الاقتصادية مواكبةً للاتجاه المتنامي نحو تطوير الأسس الجزئية microeconomic foundations للاقتصاد الكلي؛ فقد قام الاقتصاديون بتحويل مسار دراسات الطلب على النقود من تحليل الأرصدة النقدية التي ترغب الوحدات الاقتصادية في الاحتفاظ بها، إلى تقديم نظرية أكثر شمولاً للطلب على النقود مبنية على أساس قرارات الاستهلاك والإنتاج للوحدات الاقتصادية (Duca & Vanhooose, 2004, p 253). ونتناول فيما يلي عرضاً لأهم النماذج التي تم تقديمها في إطار هذا الاتجاه:

2-1-1-5: نموذج تداخل الأجيال – Overlapping generations model:

قدم Samuelson في عام 1958 نموذجاً للطلب على النقود في إطار تداخل الأجيال، ويُقدّم الطلب على النقود في هذا النموذج في إطار مشكلة تعظيم الاستهلاك والإنتاج للوحدات الاقتصادية (إبراهيم، 2013، ص 56). ويؤكد نموذج تداخل الأجيال على اختلاف وجهات نظر الأجيال (الشباب وكبار السن) فيما يتعلق بالادخار (Kumar, 2011, p 32)، وتعتبر النقود في هذا النموذج أداة للربط بين الجيلين (الشباب وكبار السن)، وذلك من خلال تيسير المعاملات بينهما. وبالإضافة لذلك فإن نموذج تداخل الأجيال يؤكد على وظيفة النقود كمخزن للقيمة والتي تعمل على سهولة الانتقال الزمني لإمكانات الاستهلاك. وقد تعرض هذا النموذج لانتقادات شديدة تمثل أهمها في فشله في تفسير سبب تفضيل الوحدات الاقتصادية الاحتفاظ بالنقود حتى في حال وجود أصول أخرى ذات عوائد موجبة وخالية من المخاطر. أضف إلى ذلك عدم قدرة النموذج على التنبؤ بحجم الطلب على النقود مستقبلاً، ولا يعتبر مناسباً لتفسير الطلب على الأصول التي تؤدي دوراً وسيطاً في التبادل (إبراهيم، 2013، ص 56).

2-1-1-5: نموذج زمن التسوق Shopping – time model:

يُعد Saving أول من قدم نموذج زمن التسوق وذلك في عام 1971، إذ يرى أن استخدام الوحدات الاقتصادية للنقود يعتبر عائداً ضمناً حيث يقلل من الزمن المستغرق في عملية الاستهلاك، الأمر الذي يؤدي إلى توفير الوقت للعمل أو للأنشطة الأخرى أو حتى للتمتع بأوقات الفراغ، مما يؤكد على أهمية دور النقود كوسيط للتبادل (Sriram, 1999, p12). ولا شك أن توفير هذا الوقت هو أمر مرغوب حيث يؤدي إلى تعظيم منفعة الأفراد. ويختلف نموذج زمن التسوق عن نموذج المخزون في أن نموذج زمن التسوق يحدد العلاقة التوازنية بين الأرصدة النقدية الحقيقية والاستهلاك داخل محفظة الأوراق المالية، وذلك عند سعر الفائدة السائد في السوق. ومن ثم فهو يستبعد الدخل من دالة الطلب على النقود ويحل محله الاستهلاك، في حين

أن نموذج المخزون يرى أن الطلب على النقود يتوقف على الدخل كمحدد خارجي (إبراهيم، 2013، ص ص 56-57). ويمكن التعبير عن العلاقة التوازنية بين المتغيرات عن طريق العلاقة التالية:

$$\frac{M_t}{P_t} = f(c_t, R_t) \quad (6-2)$$

حيث إن: $\frac{M_t}{P_t}$ هو الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بينما تمثل c_t و R_t كل من المستوى الأمثل للاستهلاك، والعائد الإسمي على السندات على الترتيب. وعلى الرغم من أن المعادلة رقم (6-2) لا تعتبر دالة للطلب على النقود وإنما تعتبر شرطاً للتوازن إلا أن العديد من الدراسات تقوم باستخدامها على أنها دالة للطلب على النقود. وحتى يمكن التعويل على هذه المعادلة كدالة للطلب على النقود فإنه ينبغي أن تكون قيمة المشتقة الأولى أكبر من الصفر بالنسبة للمتغير c_t وأقل من الصفر بالنسبة للمتغير R_t وهو ما يعني أن تكون هناك علاقة طردية بين زمن التسوق والطلب على النقود بينما تكون العلاقة عكسية بين العائد على السندات والطلب على النقود (Serletis, 2007, pp. 70-73).

2-1-1-3: نموذج الدفع مقدماً Cash – in - advance model

قدم Clower عام 1967 نموذج الدفع مقدماً والذي تم تطويره بواسطة Lucas & Stokey في عام 1983. ويقوم هذا النموذج بتضمين النقود في دالة المنفعة؛ إذ يفترض أن المشتريات التي تطلبها الوحدات الاقتصادية في فترة زمنية معينة يجب أن تُدفع بنقود تم الحصول عليها في فترة زمنية سابقة، وهو ما يطلق عليه (قيد الدفع مقدماً). ويركز هذا النموذج على استخدام النقود في تسوية المبادلات.

وتتمثل عناصر نموذج الدفع مقدماً في العناصر التالية: (Sriram, 1999, pp. 11-12)

- 1- وجود عدد كبير من الأشخاص لكل منهم منفعة متساوية من استهلاك السلع.
 - 2- إمكانية تبادل الأشخاص للسلع عبر وسيط هو النقود التي تم الحصول عليها في فترات زمنية سابقة.
 - 3- عدم زيادة كمية سلع الاستهلاك المكتسبة نتيجة عملية المبادلة عن إجمالي كمية النقود.
 - 4- يقتصر الطلب على النقود على دافع المعاملات؛ إذ أنه في حالة التوازن تكون كمية الإنتاج الكلية مساوية لإجمالي الكمية المستهلكة.
- ويرى بعض الاقتصاديين أن نموذج الدفع مقدماً لا يعطي تحليلاً دقيقاً لتفضيل الوحدات الاقتصادية على المستوى التجميعي، أضف إلى ذلك أنه يتجاهل بعض العوامل الأخرى المؤثرة على الطلب على النقود (إبراهيم، 2013، ص 57).

2-1-1-4: نموذج المخزون العشوائي: Random inventory model

يعتمد هذا النموذج على تحليل نماذج المخزون في الطلب على النقود بدافع الاحتياط، ويفترض أن الوحدات الاقتصادية لديها معرفة تامة بالتدفقات النقدية الداخلة إليها والخارجة منها. وفي سياق ذلك، قدم كل من Miller (1966) و Orr (1968) إطاراً عشوائياً لنماذج المخزون يفترض التدفق العشوائي لتلك التدفقات. وافترض Patinkin (1965) أنه على الرغم من أن الوحدة الاقتصادية تواجه كمية محددة من الإنفاق خلال فترات مختلفة، إلا أنه من غير المؤكد معرفة توقيت التدفقات الداخلة والخارجة. ويرى أن الطلب على النقود بدافع الاحتياط من جانب الوحدات الاقتصادية يتم لمواجهة سلسلة التدفقات النقدية الخارجة التي من شأنها أن تستنفد الموارد النقدية. ويترتب على هذا النموذج، أن الزيادة في الحجم الكلي للمعاملات ستؤدي إلى زيادة النقود المطلوب الاحتفاظ بها، ولكن بنسبة أقل (Sriram, 1999, p 12).

2-1-2 محددات الطلب على النقود:

يمكن تقسيم محددات الطلب على النقود إلى مجموعتين رئيسيتين، تتضمن المجموعة الأولى نوعين من المتغيرات الرئيسية هما: متغيرات الحجم أو القياس **scale variables** والتي ترتبط بأثر الدخل، ومتغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود **Opportunity Cost Variables** والتي ترتبط بأثر الإحلال بين الأصول، في حين تتمثل المجموعة الثانية في بعض المحددات غير الأساسية مثل عدد السكان، ودرجة الوعي المصرفي للمجتمع، وعدد فروع البنوك، والإصلاح في النظام المصرفي والمتغيرات الهيكلية. وسيتم توضيح ذلك على النحو التالي:

2-1-2-1: متغيرات الحجم أو القياس **scale variables**

يُعتبر حجم المعاملات في أي مجتمع من أهم محددات الطلب على النقود، ويُعد مستوى الدخل أو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) مؤشراً جيداً لحجم المعاملات. وبناءً عليه ومع افتراض ثبات العوامل الأخرى، تقرر النظرية الاقتصادية وجود علاقة طردية بين الطلب على النقود ومستوى الدخل، وفي الدول النامية يكتسب الدخل الحقيقي أهمية كبيرة مقارنة بالمتغيرات الأخرى المؤثرة في الطلب على النقود. ويرجع السبب في ذلك إلى صعوبة استخدام الأفراد لوسائل الدفع الحديثة بدلاً من النقود نتيجة لعدم تطور الأسواق المالية بالدول النامية، مما يؤدي إلى الاحتفاظ بالدخول في شكل نقدي (الشمري، 1988، ص 202 & إبراهيم، 2013، ص 63). ومن الجدير بالذكر أنه يمكن استخدام مؤشرات أخرى للتعبير عن حجم المعاملات مثل: الدخل القومي، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، والدخل الدائم، والاستهلاك الخاص، وحجم مبيعات التجزئة.

2-2-1-2: متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود Opportunity Cost Variables

تُستخدم متغيرات تكلفة الفرصة البديلة لقياس العائد المتوقع للأصول في الاقتصاد كبديل عن الاحتفاظ بالنقود السائلة، وتشمل هذه المتغيرات كل من:

1- **سعر الفائدة:** يرجع الفضل إلى كينز في تقديم سعر الفائدة كمتغير خارجي في دالة الطلب على النقود؛ إذ اعتبر أن سعر الفائدة محدد هام للطلب على النقود بدافع المضاربة، مقررًا في نظرية تفضيل السيولة وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة (معدل العائد على الأصول المالية بصفة عامة والسندات بصفة خاصة)، والطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية. أي أنه كلما زاد سعر الفائدة، تقل رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود في شكل سائل والعكس صحيح. كما أن سعر الفائدة المحلي يمثل تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود أو السيولة، إذ أن رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالأصول المالية (مثل السندات وأذون الخزانة ... إلخ) تزداد بزيادة سعر الفائدة، والعكس صحيح (إبراهيم، 2013، ص 64 & أحمد وأحمد، 2015، ص 202).

2- **المعدل المتوقع للتضخم:** يُعد فريدمان أول من أدخل معدل التضخم المتوقع كأحد أهم محددات الطلب على النقود، ويُقرر فريدمان وجود علاقة عكسية بين المعدل المتوقع للتضخم والطلب على النقود، حيث إن ارتفاع المعدل المتوقع للتضخم يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود، وقد رأى فريدمان ضرورة إدخال المعدل المتوقع للتضخم في دالة الطلب على النقود نظراً لأن السلع المادية تُعتبر من الأشكال البديلة للاحتفاظ بالثروة. بالإضافة إلى ذلك، فإن المعدل المتوقع للتضخم هو العائد الذاتي السلبي (السالب) على الأرصدة النقدية حيث يقيس تكلفة التخفيض التي يمكن أن يتجنبها الأفراد من خلال زيادة الاستهلاك حالياً إذ أنهم عند احتفاظهم بالنقود، فإنهم يخسرون الاستهلاك الحالي إضافة إلى العوائد على السندات والأسهم والأصول الأخرى (أحمد وأحمد، 2015، ص 205).

3- **سعر الصرف وأسعار الفائدة الأجنبية:** نظراً لانفتاح معظم اقتصادات الدول على بعضها البعض، فإن دالة الطلب على النقود يجب أن تتأثر بالعوامل المالية والنقدية الخارجية - وبصفة خاصة في ظل سياسات التحرر المالي والاقتصادي - والتي يعبر عنها بسعر الصرف وأسعار الفائدة الأجنبية حيث تمثل الأصول الأجنبية بديلاً استثمارياً مناسباً للأصول المحلية. ويعني ذلك أن توقعات الأفراد حول أسعار الصرف وأسعار الفائدة الأجنبية يمكن أن تمارس تأثيراً ملموساً على الطلب على النقود من خلال تأثيرها في محافظ الأصول المالية (إبراهيم، 2013، ص 67).

وفيما يتصل بسعر الصرف، فقد يكون أثره موجباً أو سالباً في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية المحلية حيث من الممكن أن يؤدي ارتفاع سعر الصرف -أي ارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية- إلى زيادة القيمة المحلية للأصول الأجنبية مما قد يؤدي إلى قيام الأفراد ببيع هذه الأصول الأجنبية لتحقيق مكاسب رأسمالية مما يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية المقومة بالعملة المحلية وهو ما يعرف بأثر الثروة. وعلى العكس من ذلك، فإنه من الممكن أن يؤدي ارتفاع قيمة العملة الأجنبية إلى توقع الأفراد حدوث المزيد من الارتفاعات المستقبلية في سعر الصرف مما يدفعهم للاحتفاظ بالمزيد من العملات الأجنبية أو شرائها لأغراض المضاربة مما يسبب انخفاض الطلب على العملة المحلية وهو ما يطلق عليه أثر إحلال العملة الأجنبية أو فرضية التوقعات (Mahmood & Alkhateeb, 2018).

4- **الإنفاق الحكومي:** يعتبر الإنفاق الحكومي بشقيه الجاري والاستثماري من أهم أدوات السياسة المالية، فالإنفاق الحكومي الجاري يؤدي إلى زيادة الاستهلاك ومن ثم زيادة الناتج المحلي الإجمالي والدخل القومي، الأمر الذي ينعكس على نصيب الفرد من الدخل القومي بالزيادة. ووفقاً لكينز، فإن هناك علاقة طردية بين كل من الدخل والطلب على النقود، وبالتالي فإن زيادة الدخل القومي تؤدي إلى زيادة الإنفاق ومن ثم زيادة الطلب على النقود بغرض المعاملات والاحتياط. أما بالنسبة للإنفاق الحكومي الاستثماري، فإن الطلب على سلع الاستثمار يُعتبر جزءاً من الطلب الكلي على السلع، كما أن خطط التنمية الاقتصادية تهدف إلى تحقيق زيادة في الدخل القومي تفوق معدلات الزيادة السكانية، أي أنه لكي يرتفع مستوى معيشة الأفراد، يتطلب ذلك زيادة في الدخل القومي، ومع زيادة الدخل القومي يرتفع نصيب الفرد منه ومن ثم يزيد الإنفاق ويزيد الطلب على النقود بدافعي المعاملات والاحتياط (الجنابي، 1990، ص 114).

5- **التطور المالي:** يتفق معظم الاقتصاديين على أن التطور المالي يُعد شرطاً هاماً لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، إذ أن التطور المالي يؤدي إلى زيادة معدلات الادخار والاستثمار ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي مما ينعكس على كل من الطلب على النقود وبعض المتغيرات الاقتصادية الأخرى مثل المستوى العام للأسعار والسيولة المحلية. وقد أكد كل من Levine (1997) و Spellmaan (1982) على أن التطور المالي يؤدي بدوره إلى زيادة معدل التراكم الرأسمالي، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي الذي يحقق معدلات مرتفعة للدخول، الأمر الذي يؤثر على سلوك الطلب على النقود (البسام، 2009، ص 332).

6- **الاستقرار السياسي والاقتصادي:** تعتبر درجة الاستقرار السياسي والاقتصادي المتوقع أن تسود مستقبلاً من محددات الطلب على النقود حيث إن طلب الأفراد على السيولة النقدية يزيد في حالات عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي كالانكماش وحالات الحروب، بمعنى أن الأفراد يميلون إلى الاحتفاظ بالنقود في شكل سائل بدلاً من استخدامها في شراء الأصول المالية، ويرجع السبب في ذلك إلى عدم التأكد بشأن المستقبل، مما يؤدي إلى انخفاض سرعة دوران النقود. وعلى الجانب الآخر، فإنه في حالات الاستقرار السياسي والاقتصادي، يفضل الأفراد الاحتفاظ بالأصول المالية بدلاً من الاحتفاظ بالنقود، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود ومن ثم زيادة معدل دورانها (قريصة، 1984، ص 249).

7- **الأذواق والتفضيلات:** ثمة عوامل تؤثر في أذواق وتفضيلات المحتفظين بالنقود مقارنة بغيرها من الأصول، إذ أن مدى تفضيل الأفراد للنقود قد ينتج عن التغيرات التي تطرأ على بعض العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية. فعلى سبيل المثال، فإن درجة التأكد والانتقال الجغرافي يمكن أن تؤدي إلى زيادة تفضيل الأفراد للسيولة النقدية، والعكس صحيح (الشمري، 1988، ص 380).

المبحث الثاني

(2-2) السياسة النقدية: المفهوم - الأهداف - الأدوات - آليات الانتقال

مقدمة:

تُعتبر السياسة النقدية أحد أهم سياسات الاقتصاد الكلي، ومن ثم، فقد اهتم الفكر الاقتصادي بدراسة دور النقود في النشاط الاقتصادي على الرغم من تعدد الآراء حول مدى فعالية هذه السياسة. وطبقاً للمدرسة الكلاسيكية، تعتبر السياسة النقدية سياسة حيادية، حيث إن المتغيرات النقدية لا تؤثر على المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد القومي، بالإضافة إلى أن حدوث التوسع النقدي لا يؤدي إلى تغير في مستوى الإنتاج، بل يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار نظراً لسيادة حالة التشغيل الكامل التي افترضها علماء هذه المدرسة. وقد رأى كينز ضرورة التركيز على السياسة المالية أكثر من السياسة النقدية نظراً لارتفاع فعالية الأولى بالمقارنة بالسياسة الأخيرة (بسيوني، 2016، ص 16-17). وعلى الجانب الآخر، فقد أكد فريدمان على أهمية وفعالية السياسة النقدية، حيث رأى أن السياسة المالية تعتبر غير فعالة إن لم تكن مصحوبة بتغير في عرض النقود على الأقل في الأجل القصير. وقد أدى الارتفاع الكبير في العجز والدين العام الذي شهدته معظم بلدان العالم الثالث خلال عقد الثمانينات على انتشار هذه الآراء، حيث عجزت السياسة المالية عن القيام بدورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي مما أدى إلى التركيز على السياسة النقدية في برامج الإصلاح الاقتصادي التي تم تطبيقها في هذه الدول خلال عقد التسعينات (منيسي، 2011، ص 2). ومن ثم، يهتم المبحث الحالي باستعراض مفهوم وأهداف السياسة النقدية بالإضافة إلى عرض لأهم أدواتها وآليات انتقال أثر هذه السياسة إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية.

2-2-1: مفهوم السياسة النقدية:

ظهر مصطلح السياسة النقدية في الفكر الاقتصادي مع بداية القرن التاسع عشر، وتطور الاهتمام به مع تطور المراحل المختلفة لنظرية كمية للنقود؛ إذ انتقل من مفهوم السياسة الحيادية إلى المفهوم غير الحيادي ذو التأثير الأقل أهمية مقارنة بالسياسة المالية، ثم إلى مرحلة تعظيم دور النقود والسياسة النقدية في النشاط الاقتصادي. ثم أخذ هذا الاهتمام يتزايد خاصة أثناء الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي التي شهدتها القرن الماضي (معتوق، 1989، ص 11-12). وبالرغم من تعدد المفاهيم حول السياسة النقدية، إلا أن الفكر الاقتصادي قد استقر على مفهوم محدد للسياسة النقدية على أنها مجموعة من القواعد والوسائل والإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية للتأثير في حجم المعروض النقدي بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي بغرض تحقيق أهداف اقتصادية بعينها خلال فترة زمنية معينة (أحمد، وأحمد، 2015، ص 11).

وبذلك يمكن القول بأن السياسة النقدية لها علاقة بسيولة الجهاز المصرفي والقطاع غير المصرفي وكذلك القطاع الحكومي، أي أنها تشمل جميع التنظيمات النقدية والمصرفية لما لها من أهمية في مراقبة حجم النقد في النظام الاقتصادي، وبمعنى آخر هي إجراءات تتبناها الدول للتعامل مع عدم التوازن الاقتصادي. وتركز هذه الإجراءات على تنظيم عرض النقود ومعدلات أسعار الصرف والفائدة والتأثير على شروط الائتمان لتحقيق أهداف اقتصادية معينة.

2-2-2: أهداف السياسة النقدية:

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وتختلف إجراءات السياسة النقدية باختلاف الفلسفة الاقتصادية لكل دولة، كما تختلف هذه الإجراءات من وقت لآخر داخل الدولة الواحدة. وعلى الرغم من أن الهدف الرئيس للسياسة النقدية يتمثل في تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار (الاستقرار النقدي)، إلا أن هناك مجموعة أخرى من الأهداف يُمكن للبنوك المركزية أن تحققها بشرط ألا تتعارض مع الهدف الرئيس. ومن ثم، تتمثل أهم أهداف السياسة النقدية فيما يلي:

1- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار:

يعتبر الاستقرار في المستوى العام للأسعار من أهم أهداف السياسة النقدية ويكاد يكون الهدف الرئيس لها، والذي تنفرد بإدارته نسبياً، ويعد مقياساً لأدائها، إذ أن الحد من التضخم ومكافحته هو غاية كل دولة فالارتفاع في المستوى العام للأسعار يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود مما يسبب آثاراً ضارة على مستوى الدخل والثروة وتخصيص الموارد الاقتصادية وبالتالي على الأداء الاقتصادي الكلي. ويرى فريدمان أن البنوك المركزية يمكنها تجنب حالات التضخم والانكماش، ومن ثم المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي عن طريق زيادة عرض النقود بمعدل ثابت. إذ يوفر معدل النمو الثابت للنقود المناخ النقدي المناسب للإبداع والابتكار، وكذلك الادخار، والذي يُعد أهم مصادر النمو الاقتصادي. وفي هذا الصدد، اختارت معظم الدول الصناعية حدوداً للتضخم تتراوح ما بين (1% إلى 3%)، نظراً لما تحدثه معدلات التضخم المرتفعة من آثار سلبية على النمو وارتفاع تكاليف المعيشة (Friedman, 1968, p17).

2- تحقيق التوظيف الكامل واستقرار الناتج الكلي:

يكتسب هدف التوظيف الكامل أهمية خاصة لدى البنك المركزي حيث إن وجود موارد عاطلة في الاقتصاد القومي يؤدي إلى انخفاض حجم الناتج الكلي، كما أن استمرار ارتفاع معدلات البطالة يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدلات الفقر. ويتفق هدف التوظيف الكامل مع وجود معدل مسموح به للبطالة وهو المعدل الطبيعي للبطالة Natural Rate of Unemployment الذي يتسق مع مستوى الناتج الكلي المرغوب. ويعرف المعدل الطبيعي للبطالة على أنه ذلك

المعدل الذي يعني عدم وجود البطالة الدورية في الاقتصاد القومي وأن تكون البطالة في شكل بطالة احتكاكية أو هيكلية فقط. وعلى الرغم من وجود حالة من الجدل حول تقدير المعدل الطبيعي للبطالة، إلا أن بعض الخبراء قد قاموا بتقديره حيث يتراوح ما بين 4.5% إلى 6%.

3- تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي:

يرتبط هدف النمو الاقتصادي بهدف تحقيق التوظيف الكامل، حيث قدرة النمو الاقتصادي على امتصاص الزيادة أو الفائض في عنصر العمل، إذ أن انخفاض معدل البطالة يصاحبه زيادة في الاستثمار وبالتالي زيادة معدل نمو الناتج الكلي مما يزيد من معدل النمو الاقتصادي، والعكس صحيح. ومن ناحية أخرى، تؤثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي عن طريق خفض أسعار الفائدة على القروض، ومن ثم خفض تكلفة الحصول على القروض، وبالتالي زيادة حجم الاستثمار الذي يؤدي بدوره إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي.

4- المساهمة في تحقيق استقرار أسواق المال:

يهدف البنك المركزي إلى تحقيق الاستقرار في أسواق المال عن طريق تجنب الأزمات المالية، إذ تؤدي الأزمات المالية إلى عدم قدرة أسواق المال على تحويل الأموال إلى استثمارات، ومن ثم حدوث انكماش في النشاط الاقتصادي. وبالتالي فإن ثمة ضرورة لأي بنك مركزي أن يحافظ على استقرار أسواق المال.

5- استقرار أسواق الصرف الأجنبي:

تهتم البنوك المركزية باستقرار أسعار الصرف الأجنبي، حيث تُحدد الأسعار قيمة العملة المحلية بالنسبة لعملات الدول الأخرى، الأمر الذي ينعكس على تنافسية الاقتصاد القومي سلباً أو إيجاباً، فمثلاً يؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى ارتفاع تنافسية الصناعات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الصادرات. كما أن استقرار سعر الصرف يعني قدرة الوحدات الاقتصادية على التخطيط للمستقبل بشكل أفضل (أحمد وأحمد، 2015، ص ص 12-16).

6- تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات:

ظهر هذا الهدف بعد الحرب العالمية الثانية، نتيجة لفقد العديد من الدول أرصدها النقدية والذهبية، واختلال موازين المدفوعات الخاصة بها بدرجة كبيرة، مما جعل البنوك المركزية بهذه الدول تتخذ بعض الإجراءات في إطار الحد من الواردات وجلب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية. وتتمثل أهم تلك الإجراءات في زيادة الاحتياطي القانوني لتضييق الائتمان الممنوح للقطاعات غير المصرفية، ومن ثم تخفيض الطلب المحلي على السلع والخدمات، وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار المحلية، الأمر الذي يشجع الصادرات ويقلل الواردات. أضف إلى ذلك أن البنوك المركزية يمكن أن تقوم برفع سعر الخصم، مما يتبعه زيادة في سعر الفائدة،

ومن ثم جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية، فيساعد على تحسين وضع حساب رأس المال بميزان المدفوعات. ويُفضل اتباع هذا الإجراء في حالة الاعتماد على سياسة تحرير سعر الصرف (عبد المطلب، 2002، ص ص93-94).

وتجدر الإشارة إلى أن أدوات السياسة النقدية لا تؤثر بشكل مباشر في الأهداف النهائية، ولكنها تؤثر في الأهداف الأولية (التشغيلية) التي تؤثر في الأهداف الوسيطة والتي ترتبط بعلاقة مستقرة ويمكن التنبؤ من خلالها بالأهداف النهائية. ويعني ذلك أن البنك المركزي يقوم أولاً بتحديد الهدف النهائي للسياسة النقدية، ثم يقوم بتقدير معدل نمو الهدف الوسيط الذي سيحقق الهدف النهائي، وأخيراً يحدد الأدوات أو الوسائل التي تتوافق مع الهدف الوسيط من خلال الأهداف التشغيلية. أضف إلى ذلك أنه قد تتسق أهداف السياسة النقدية النهائية مع بعضها البعض ويدعم كلاً منها الآخر، وقد يحدث تعارض بين تلك الأهداف، وعليه فقد قام الاقتصادي البريطاني نيكولاس كالدور - في عام 1960 - بوضع رسم تخطيطي رباعي الشكل تشير رؤوسه إلى الأهداف الرئيسية الأربعة للسياسة النقدية (هدف النمو، وهدف التوظيف، وهدف استقرار الأسعار، وهدف استقرار ميزان المدفوعات) وأسماه بالمربع السحري، وذلك لاستحالة تحقيق السياسة النقدية لتلك الأهداف مجتمعة في وقت واحد (راتول وكروش، 2014، ص ص12-13).

2-2-3: أدوات السياسة النقدية Monetary Policy Tools:

يتطلب تحقيق البنك المركزي للأهداف سابقة الذكر امتلاكه للعديد من الأدوات المختلفة للتأثير على الأوضاع النقدية والائتمانية، ويمكن تصنيف أدوات السياسة النقدية إلى نوعين هما الأدوات الكمية والأدوات النوعية، ويمكن إيضاح هذه الأدوات على النحو التالي:

2-2-3-1: الأدوات الكمية Quantitative Tools:

يُعد التأثير على كيمة الائتمان المصرفي (أي التأثير على حجم عمليات الإقراض والاقتراض) هو الغرض الرئيس من استخدام الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية، فمن خلالها يمكن أن يؤثر البنك المركزي على حجم النشاط الاقتصادي باتجاه توسعي أو انكماش، وتتمثل الأدوات الكمية للسياسة النقدية في الأدوات الثلاثة الآتية:

2-2-3-1-1: عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations:

تُعتبر سياسة السوق المفتوحة من أهم أدوات السياسة النقدية في الاقتصادات الرأسمالية، ويقصد بها دخول البنك المركزي سوق الأوراق المالية بائعاً أو مُشترياً للأوراق المالية بصفة عامة والسندات الحكومية بصفة خاصة بهدف التأثير على عرض النقود وسعر الفائدة السائد، وذلك حسب الظروف الاقتصادية (هاشم، 2010، ص36). ويسعى البنك المركزي في حالة الركود الاقتصادي إلى زيادة كمية النقود بهدف دعم القدرة الشرائية ومن ثم زيادة الطلب الكلي، ويتم ذلك

عن طريق اتباع سياسة نقدية توسعية تتمثل في دخول البنك المركزي مشترياً للسندات الحكومية والأوراق المالية. في حين يحدث العكس في حالة الانتعاش الاقتصادي حيث يقوم البنك المركزي باتباع سياسة نقدية انكماشية بغرض خفض كمية النقود المتداولة، ويتم ذلك عن طريق دخول البنك المركزي بائعاً للسندات الحكومية والأوراق المالية.

وتستهدف السياسة النقدية من خلال سياسة السوق المفتوحة التأثير على حجم فائض الاحتياطيات لدى البنوك التجارية بهدف التأثير في حجم الائتمان وبالتالي في حجم المعروض النقدي بما يتوافق وأهداف السياسة النقدية؛ إذ أنه عند الرغبة في الحفاظ على ثبات الاحتياطيات المتاحة والقاعدة النقدية ومن ثم المعروض النقدي تكون السياسة دفاعية، أما في حالة الرغبة في تغيير الاحتياطيات والقاعدة النقدية ومن ثم المعروض النقدي تكون سياسة ديناميكية (أحمد وأحمد، 2015، ص ص 17-18 & هاشم، 2010، ص 36).

ومن الجدير بالذكر أنه تتعدد عمليات السوق المفتوحة التي يمكن أن تقوم بها البنوك المركزية ومن هذه العمليات (الشراء النهائي Out Right Purchase، وعمليات الشراء مع إعادة البيع Repos، والعمليات العكسية (عمليات البيع مع إعادة الشراء Reverse Repo)، ومبادلة العملاء FX swaps، وإصدار شهادات إيداع بواسطة البنك المركزي أو شهادات الدين Debit Certificates، وقبول البنك المركزي ودائع البنوك بعائد لديه، ونظام التسهيلات القائمة)¹.

وتتمثل أهم مزايا عمليات السوق المفتوحة فيما يلي:

- 1- تحدث من قبل البنك المركزي والذي لديه سيطرة كاملة على حجمها.
- 2- تتسم بالمرونة والدقة حتى في حالة الرغبة في إحداث تغييرات صغيرة للغاية في مستوى الاحتياطيات أو القاعدة النقدية.
- 3- يمكن عكس عمليات السوق المفتوحة بسهولة، إذ أنه في حالة ارتكاب خطأ في إجراء عمليات السوق المفتوحة فإن البنك المركزي يمكنه عكسه بسهولة.
- 4- يمكن تنفيذها في شكل سريع، حيث إنها لا تتطوي على أي تأخير إداري.

2-2-3-1-2: تغيير سعر الخصم Discount Rate

يُعرف سعر الخصم بأنه سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند تقديم القروض لها. ويستطيع البنك المركزي تغيير سعر الخصم في الاتجاه الذي يحقق أهداف السياسة النقدية. فعلى سبيل المثال، إذا رغب البنك المركزي في زيادة عرض النقود، فإنه

¹ لمزيد من التفاصيل انظر:

محمد، يحيى سليمان (2008)، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي مع دراسة خاصة بمصر خلال الفترة 1990 - 2002، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة بنها.

يقوم بتخفيض سعر الخصم مما يعنى انخفاض تكلفة الاقتراض، فيزداد حجم القروض وتتوسع البنوك التجارية في الائتمان المصرفي، والعكس صحيح في حالة رغبة البنك المركزي في تخفيض حجم المعروض النقدي، فإنه يقوم برفع سعر الخصم مما يعنى ارتفاع تكلفة الاقتراض فيقل حجم القروض، وتقل قدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان المصرفي (بسيوني، ص 97).

ومن الجدير بالذكر أن هذه الأداة لا يتم استخدامها فقط للتحكم في المعروض النقدي وإنما تستخدم لمنع الأزمات المصرفية حيث إنها تساعد البنك المركزي في القيام بدوره كملجأ أخير للإقراض حيث يقوم البنك المركزي بإقراض البنوك التجارية لمنع حدوث الأزمات المصرفية الناتجة عن فشل البنوك حيث إن معرفة المودعين بأن البنك المركزي سيتدخل لمنع الفشل المصرفي يؤدي إلى عدم قيامهم بسحب ودائعهم في حالة ورود أنباء عن حدوث فشل مصرفي، وبالتالي لن يضطر رجال البنوك إلى استدعاء القروض أو بناء احتياطات زائدة. أي أن مجرد المعرفة بأن البنك المركزي سيحاول منع الفشل المصرفي يكون في الغالب كافياً لمنع الأزمات المصرفية من الانتشار والذي قد تفشل مؤسسات التأمين على الودائع من منعه أيضاً (محمد، 2008، ص38).

وفي هذا الصدد، توجد ثلاثة أنواع للقروض التي يقدمها البنك المركزي وهي: الائتمان الأولي Primary credit، والائتمان الثانوي Secondary credit، والائتمان الموسمي Seasonal credit. ويعد الائتمان الأولي أهم أنواع القروض المخصصة، إذ تقترض البنوك جميع احتياجاتها من السوق الأولية. ويسمى سعر الفائدة على هذه القروض بـ (سعر الخصم)، Standing Lending facility. أما الائتمان الثانوي فيتم منحه للبنوك التي تواجه مشكلات مالية أو مشاكل حادة في السيولة ويتم تطبيق سعر الفائدة على الائتمان الثانوي لتكون أعلى 5% من معدل الخصم. ويرجع سبب رفع سعر الفائدة على هذه القروض إلى الرغبة في تحجيم عمليات الاقتراض المندرجة تحت هذه الفئة.

وأخيراً الائتمان الموسمي فإنه يُقدم لتلبية احتياجات عدد محدود من البنوك الصغيرة في المناطق الزراعية وكذلك خلال أوقات موسمية معينة. وعلى الرغم من أهمية هذه الأداة لتنفيذ السياسة النقدية المرغوبة، إلا أن قرار استخدام القروض المخصصة يتم بناءً على قرارات البنوك التجارية، وبالتالي يمكن أن تكون هذه العملية خارج نطاق سيطرة البنك المركزي مقارنةً بعملية السوق المفتوحة التي تخضع بشكل كامل لسيطرة البنك المركزي (أحمد وأحمد، 2015، ص 125 - 129).

2-2-3-1-3: نسبة الاحتياطي القانوني Required Reserve Ratio:

تُعرف نسبة الاحتياطي القانوني بأنها عبارة عن نسبة من الودائع يلزم البنك المركزي البنوك التجارية بإيداعها في حساباتهم لديه. وعادةً ما تلجأ البنوك المركزية لاستخدام هذه الأداة للتأثير في حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية، وذلك كأداة من أدوات ضبط المعروض النقدي من ناحية، وحماية جزء من أموال المودعين، وتوفير الموارد المالية اللازمة لتدعيم موقف البنوك في حالات الإعسار من ناحية أخرى.

ويستطيع البنك المركزي تغيير نسب الاحتياطي القانوني بما يتلاءم والظروف الاقتصادية والمالية التي تمر بها البلاد؛ ففي أوقات التضخم، يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني بغرض تخفيض احتياطات البنوك التجارية، ومن ثم تقليل قدرتها على منح الائتمان، مما يؤدي إلى خفض حجم الاستثمار ومعدل التوظيف، فيقل الطلب وتتنخفض الأسعار. وعلى الجانب الآخر، فإنه في أوقات الركود الاقتصادي، يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني بغرض زيادة احتياطات البنوك التجارية، ومن ثم زيادة قدرتها على منح الائتمان وتشجيع الطلب (هاشم، 2010، ص ص 38-39).

وتتمثل الميزة الأساسية لهذه الأداة كأداة لضبط المعروض النقدي وأسعار الفائدة في أنها تؤثر بدرجة متساوية على جميع البنوك، ولكنها قد لا تكون ملائمة إذا استهدف البنك المركزي تغيرات بسيطة في عرض النقود وأسعار الفائدة. أضف إلى ذلك، أن رفع نسبة الاحتياطي القانوني يمكن أن يسبب مشاكل فورية في السيولة للبنوك التي تعاني انخفاضاً في حجم الاحتياطات الإضافية. ونتيجة لهذه العيوب، فإنه تقل أهمية هذه الأداة مقارنة بالأدوات الأخرى للسياسة النقدية (أحمد وأحمد، 2015، ص ص 130-131 & هاشم، 2010، ص 40).

2-2-3-2: الأدوات النوعية Qualitative Tools:

يستخدم البنك المركزي -إلى جانب الأدوات الكمية- أدوات نوعية أو كيفية (مباشرة)، للتأثير على الكيفية التي يُستخدم بها الائتمان وليس على حجم الائتمان الكلي، وذلك عن طريق توجيه الائتمان إلى المجالات المرغوبة، وحجبه عن المجالات التي لا تخدم الاقتصاد الوطني، وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

2-2-3-2-1: سياسة السقوف الائتمانية Credit Ceilings Policy:

يقوم البنك المركزي بتحديد سقف للقروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بطريقة إدارية مباشرة وفقاً لنسب محددة خلال العام، كأن لا يتجاوز مجموع القروض الموزعة نسبة معينة، وأن أي بنك يتجاوز السقف التمويلي له، يلتزم بإيداع مبلغاً يعادل هذا التجاوز لدى البنك المركزي، أو يتم فرض غرامة مناسبة عليه من قبل البنك المركزي. ويتم ذلك في إطار سعى

البنك المركزي إلى التأثير على توزيع القروض لبعض القطاعات الأكثر حيوية بالنسبة للتنمية كقطاعات التصدير من أجل تشجيع الصادرات (مطاي وآخرون، 2019، ص ص294-295 & أحمد وأحمد، 2015، ص20).

2-2-3-2: الرقابة على الائتمان الاستهلاكي Consumer Credit Control:

تمت الرقابة على الائتمان الاستهلاكي عن طريق الرقابة على نظم البيع بالتقسيط للسلع الاستهلاكية والمعمرة، ويتم ذلك بطريقتين: تتمثل الطريقة الأولى منهما في تعديل قيمة القسط الأول، حيث إذا استهدف البنك المركزي محاربة التضخم، فإنه يقوم برفع قيمة القسط الأول وتخفيض مدة السداد، أما إذا أراد أن يشجع حالة الزواج والخروج من حالة الكساد فإنه يقلل قيمة القسط الأول. أما الطريقة الثانية فتتمثل في تعديل أقصى مدة للاسترداد، وتعديل فيها أوقات الدفع بالنسبة للأقساط فضلاً عن تحديد عدد الأقساط وفترة السداد لبقية الثمن (خليل، 1982، ص623).

2-2-3-2: Literary persuasion الإقناع الأدبي

يُمثل الإقناع الأدبي أداة يحاول البنك المركزي من خلالها إقناع البنوك التجارية بإتباع سياسة معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية أو استخدام أدوات الرقابة القانونية. وتتوقف فعالية ونجاح هذه الأداة على عدة عوامل أهمها: المركز الأدبي للبنك المركزي، ومدى سيادة روح التعاون بينه وبين البنوك التجارية. فمثلاً في حالة توسع البنوك التجارية في منح الائتمان، يرى البنك المركزي أن المصلحة العامة تقتضي عدم التوسع ومن ثم يلجأ إلى أداة الإقناع الأدبي طالباً من البنوك التجارية تقليل منح الائتمان دون اتخاذ إجراء قانوني. وبالتالي فإن الإقناع الأدبي يعنى قبول البنوك التجارية تعليمات وإرشادات البنك المركزي بطريقة مباشرة بحكم العلاقة الوثيقة التي تجمع بينهم في إطار الجهاز المصرفي (مطاي وآخرون، 2019، ص295).

2-2-3-2: The media الإعلام

يقوم البنك المركزي بإعلان السياسة المستقبلية مُعبراً عنها بالإجراءات والأدوات التي سيستخدمها، وموضحاً كافة الحقائق والأرقام عن حالة الاقتصاد الوطني أمام الجمهور، كتوضيح الأسباب التي تجعله يتبنى سياسة معينة لتوجيه حجم الائتمان، ويُزيد الإعلام من درجة الثقة المتبادلة بين الجمهور من ناحية والبنك المركزي من ناحية أخرى. وتجدر الإشارة إلى أن البنوك المركزية تلجأ إلى الأدوات النوعية للسياسة النقدية لاعتبارات عديدة لعل من أهمها محاولة تلافي العيوب التي قد تنتج عن الاعتماد على الأدوات الكمية وحدها للتأثير على عرض النقود، وقد تستخدم أيضاً الأدوات الخاصة لتعزيد الأدوات العامة، والهدف من استخدام تلك الأدوات هو

إحداث تغييرات في هيكل الائتمان وبالتالي المعروض النقدي لخدمة قطاع معين مثل القطاع التصديري من أجل تشجيع الصادرات وعلى الأخص الصادرات السلعية.

4-2-2 آليات انتقال السياسة النقدية Transmission Mechanisms Of Monetary Policy

تُعرف آليات انتقال السياسة النقدية بأنها عبارة عن الوسائل أو الأدوات التي تؤثر من خلالها السلطة النقدية على المتغيرات الاقتصادية المستهدفة (Sun, 2010, p44). ويتوقف نجاح السلطة النقدية في تحقيق أهدافها على العديد من العوامل أهمها مدى إدراكها لآليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية. وتتمثل أهم القنوات التي تستطيع السياسة النقدية من خلالها التأثير على المتغيرات المستهدفة فيما يلي:

2-4-2-1 قناة سعر الفائدة Interest Rate Channel

تُعد قناة سعر الفائدة التقليدية أهم قناة لانتقال أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية، إذ يرى كينز أن عمل تلك القناة يتمثل في تأثير سعر الفائدة الحقيقي على مكونات الطلب الكلي وخاصة الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي. ففي حالة إتباع سياسة نقدية توسعية عن طريق زيادة عرض النقود، يؤدي ذلك إلى خفض معدلات الفائدة الحقيقية، ومن ثم انخفاض تكاليف رأس المال مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري، ومن ثم زيادة الطلب الكلي والنتاج الكلي. وعلى الجانب الآخر، فإنه في حالة إتباع سياسة نقدية انكماشية، يؤدي انخفاض عرض النقود إلى زيادة أسعار الفائدة الحقيقية ومن ثم زيادة تكلفة رأس المال، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي وحجم الناتج الكلي (Mishkin, 1995, p5). ويمكن اختصار تلك الآلية من خلال المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↓ سعر الفائدة الحقيقي ← ↑ الاستثمار ← ↑ الناتج الكلي

وتجدر الإشارة إلى أن سعر الفائدة المعنى هنا هو سعر الفائدة الحقيقي وليس الاسمي، إذ يؤثر الأول في قرارات كل من المستهلكين والمنتجين، كما ينبغي التأكيد على أهمية سعر الفائدة طويل الأجل، وليس قصير الأجل، وذلك لكون الأول ذا تأثير كبير على الإنفاق. وبناءً عليه، فإن استخدام سعر الفائدة الحقيقي يُقدم آلية هامة لكيفية استخدام السياسة النقدية التوسعية للتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية حتى وإن كان سعر الفائدة في مستويات متدنية تكاد تقترب من الصفر، حيث يؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع التوقعات بشأن المستوى العام للأسعار، فيزداد التضخم المتوقع، ومن ثم يقل سعر الفائدة الحقيقي، فيزداد الإنفاق الاستثماري، وبالتالي يزداد

الناتج الكلي (Mishkin, 1996, p3 & أحمد وأحمد، 2015، ص135-137). ويمكن اختصار تلك الآلية في المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↑ التوقع بشأن المستوى العام للأسعار ← ↑ معدل التضخم المتوقع ←
↓ سعر الفائدة الحقيقي ← ↑ الاستثمار ← ↑ الناتج الكلي

2-4-2-2 قنوات الائتمان Credit channels:

ظهرت قنوات الائتمان كاتجاه حديث للتغلب على المشكلات التي يسببها عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information¹ في الأسواق المالية، وتقرح قناة الائتمان وجود نوعين من آليات انتقال السياسة النقدية وهما قناة الإقراض البنكي (القناة الضيقة للائتمان)، وقناة القوائم المالية أو الميزانية (القناة الواسعة للائتمان) (أحمد وأحمد، 2015، ص143).

2-4-2-2-1 قناة الإقراض البنكي Bank Lending channel:

توضح هذه القناة دور البنوك في عملية الإقراض، وتتطلب من عدم قدرة النظام المالي على حل مشكلة عدم تماثل المعلومات في أسواق الائتمان، ومن ثم فإن بعض المقترضين لن يتمكنوا من النفاذ إلى أسواق الائتمان إلا عن طريق الاقتراض من البنوك. وطبقاً لهذه القناة، يمكن للسياسة النقدية أن تغير احتياطات البنوك ومن ثم ودائعها، وبالتالي يمكنها التأثير في قدرة القطاع المصرفي على خلق الائتمان، ومن ثم التأثير في حجم الاستثمار والناتج. وتوضح هذه القناة الدور الهام الذي تلعبه السياسة النقدية في التأثير على إنفاق المنشآت الصغيرة التي تعتمد على القروض بشكل أكبر من المنشآت الكبيرة التي يمكنها النفاذ إلى أسواق الائتمان مباشرة من خلال أسواق الأسهم والسندات وليس فقط عبر النظام المصرفي (Mishkin, 1996, p9 & أحمد وأحمد، 2015، ص ص143-144). ويمكن إيجاز تلك القناة في المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↑ الودائع البنكية ← ↑ القروض ← ↑ الاستثمار ← ↑ الناتج الكلي

¹ يمكن تعريف عدم تماثل المعلومات بأنه "اختلال التوازن في سوق رأس المال، حيث يمتلك طرف واحد في معاملة حالية أو معاملة محتملة معلومات تتجاوز معلومات الطرف الآخر من حيث الكمية أو الجودة أو التوقيت" (Moore, 2019) وينتج عن عدم تماثل المعلومات نوعين من المشكلات هما:
الاختيار العكسي Adverse Selection: وهي الحالة التي لا يتمكن فيها المقرض من التمييز بين المقترض الأقل خطراً والمقترض الأكثر خطراً، مما يدفع المقرض إلى مواجهة الخطر التالي وهو المخاطر المعنوية.
الخطر المعنوي Moral Hazard: وهي الحالة التي لا يمكن فيها متابعة التزام المقترض باستخدام الأموال المقرضة في الهدف الذي اقترضها من أجله وعدم انخراطه في أنشطة ذات مخاطر أعلى وغير مفضلة من وجهة نظر المقرض.

2-2-4-2-2 قناة التدفق النقدي:

تتمثل أهمية هذه القناة في إمكانية تأثير السياسة النقدية على كل من المخاطر المعنوية Moral Hazard ومخاطر الاختيار العكسي Adverse Selection، الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين مؤسسات التمويل والمقترضين بالأسواق المالية والتي تؤدي إلى ضعف كفاءة النظام المالي، ناهيك عن خفض القدرة على تحويل الأموال إلى استثمارات (Mishkin, 1996, p9). وتعمل قناة التدفق النقدي من خلال الفرق بين الإيرادات النقدية والإنفاق النقدي. وتؤدي السياسة النقدية التوسعية التي تخفض سعر الفائدة الإسمي إلى زيادة السيولة لدى المنشآت أو القطاع العائلي مما يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية بما يساهم في تحسين القوائم المالية للشركات. ومن ثم تجعل من السهل على المقترضين معرفة ما إذا كانت تلك الشركات أو الأفراد سيكون لديهم القدرة على سداد ما تم اقتراضه. ويترتب على ذلك انخفاض حدة مشكلات الاختيار السلبي والخطر المعنوي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الإقراض المصرفي مما يعني التوسع في الاستثمار والنواتج الكليين. ويمكن اختصار تلك القناة في المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↓ سعر الفائدة الاسمي ← ↑ التدفق النقدي ← ↓ مخاطر الاختيار
السلبي والمخاطر المعنوية ← ↑ الاقتراض ← ↑ الاستثمار ← ↑ الناتج الكلي

2-2-4-3-2 قناة أسعار الأصول Asset Price Channel:

ينتقل أثر السياسة النقدية عبر هذه الأداة عن طريق قناتين هما: (قناة توبين للاستثمار، وقناة أثر الثروة على الاستهلاك) (هاشم، 2010، ص45). وطبقاً لقناة توبين، فإن زيادة عرض النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول ومنها أسعار الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة مؤشر توبين للاستثمار $(q)^1$ ، فيزداد الاستثمار نتيجة للعلاقة الطردية بين الاستثمار ومؤشر توبين (q) ومن ثم يزداد الناتج الكلي (Sun, 2010, p53). ومن ناحية أخرى فإن ارتفاع قيمة الأسهم، تمكن المنشآت من إصدار أسهم جديدة، ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال، مما يزيد الاستثمار الخاص ومن ثم الطلب الكلي والناتج الكلي. ويمكن اختصار تلك القناة في المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↓ سعر الفائدة ← ↑ أسعار الأسهم ← ↑ مؤشر توبين للاستثمار (q)
← ↑ الاستثمار ← ↑ الناتج الكلي

¹ تُعرف (q) على أنها القيمة السوقية للمشاة وتحسب عن طريق خارج قسمة رأس المال على تكلفة إحلال رأس المال (Mishkin, 1996, p 6).

وفيما يتعلق بقناة أثر الثروة على الاستهلاك، فقد توصل Modigliani مستخدماً نظرية دورة حياة الاستهلاك¹ Life Cycle of Consumption إلى أن الثروة المالية وبالأخص (الأسهم) تُعد من أهم مكونات مصادر الدخل طوال حياة المستهلك؛ إذ أنه في حالة زيادة أسعار الأسهم، تزداد قيمة الثروة المالية، ونظراً لوجود علاقة طردية ما بين الإنفاق الاستهلاكي للفرد وثروته - كما تقرر النظرية الاقتصادية - فإن ارتفاع قيمة الأصول ستؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي ومن ثم زيادة الطلب الكلي، فيزداد الناتج الكلي (Mishkin, 1996, p7). ويمكن اختصار تلك القناة في المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↑ أسعار الأسهم ← ↑ الثروة ← ↑ الإنفاق الاستهلاكي ← ↑ الناتج

2-4-4: قناة سعر الصرف Exchange Rate Channel

تُعتبر قناة سعر الصرف من أهم قنوات انتقال آثار السياسة النقدية في الاقتصادات المفتوحة، وخاصة في ظل أسعار الصرف المُعوّمة، إذ تعمل قناة سعر الصرف من خلال جانبي الطلب والعرض الكليين. فمن جانب الطلب الكلي، فإن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي الحقيقي، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية (أي زيادة سعر الصرف)، فتقل أثمان السلع المحلية مقارنة بالسلع الأجنبية، فيزداد الطلب على السلع المحلية، فيزداد صافي الصادرات، ويترتب على ذلك زيادة الناتج الكلي (Mishkin, 1996, p5). ومن جانب العرض الكلي، فإن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية، فتزداد أسعار السلع المستوردة، فيقل الطلب عليها، ومن ثم تقل الواردات ويزداد معدل التضخم. ويمكن اختصار تلك القناة في المخطط التالي:

↑ عرض النقود ← ↓ سعر الفائدة الحقيقي ← ↑ سعر الصرف ← ↑ صافي الصادرات ← ↑ الناتج

الكلي

¹ يختلف مفهوم الاستهلاك في هذه النظرية عن مفهوم الإنفاق الاستهلاكي consumer expenditure، ويمكن تعريف الاستهلاك طبقاً لنظرية دورة حياة المستهلك بأنه الإنفاق على السلع والخدمات غير المعمرة. ويتمثل الفرض الأساسي للنظرية في أن محددات الإنفاق الاستهلاكي هي مصادر الدخل طوال حياة المستهلك وليس الدخل الحالي فقط (أحمد وأحمد، 2015، ص 142).

وبعد استعراض آليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى متغيرات الاقتصاد الكلية، تجدر الإشارة إلى أن معظم القنوات السابقة يمكن تلخيصها في دالة الطلب على النقود حيث تشتمل على معظم تلك القنوات؛ ومن ثم يمكن وصف دالة الطلب على النقود بأنها القناة الأوسع نطاقاً والأكثر شمولاً لنقل أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية (طريح، 2015، ص24). كما أن فعالية انتقال أثر السياسة النقدية لتحقيق الأهداف النهائية تختلف باختلاف أثر كل قناة، وسرعة استجابة الاقتصاد لها والتي تختلف من وقت لآخر حسب الظروف الاقتصادية السائدة (هاشم، 2010، ص46). ومن ثم، يناقش المبحث الثالث من الفصل الحالي الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية.

المبحث الثالث

(2-3) الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية

مقدمة:

يشكل مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها الاقتصادية - والتي سبق تناولها في المبحث السابق - نقطة الخلاف بين النقديين والكينزيين؛ إذ يرى النقديون أن السياسة النقدية فعّالة في تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة، بينما يرى الكينزيون أنه لا يمكن الاعتماد على السياسة النقدية بمفردها في تحقيق الأهداف الاقتصادية، وإنما يجب أن تكون مصاحبة للسياسة المالية، حيث يمكن زيادة النقود بغية تخفيض سعر الفائدة إلا أن ذلك يصبح عديم الفعالية عندما يكون سعر الفائدة قريباً من الصفر. ومن ثم فإن الطلب على النقود لدى الكينزيين يتأثر بدرجة كبيرة بسعر الفائدة. ويتناول هذا المبحث مفهوم فعالية السياسة النقدية بالإضافة إلى إيضاح هذه الفعالية في كل من الدول المتقدمة والدول النامية. أضف إلى ذلك، يهتم المبحث أيضاً بتحليل الروابط التي تصل بين الطلب على النقود من جهة، وفعالية السياسة النقدية من جهة أخرى.

2-3-1 مفهوم فعالية السياسة النقدية:

يُقصد بفعالية السياسة النقدية مدى قدرتها في التأثير على النشاط الاقتصادي بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية كت تحقيق معدلات نمو اقتصادية للقطاعات الإنتاجية، وتحقيق الاستقرار في قيمة العملة الوطنية، وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية (الشمري، 1999، ص 435 & السويدي، 2010، ص 85). وتتوقف فعالية السياسة النقدية في أية دولة على مدى استخدام أدواتها التي تكفل تحقيق الأهداف المرجوة، وذلك لمعالجة الأوضاع الاقتصادية غير المرغوب فيها، أضف إلى ذلك ضرورة وجود التنسيق بين أدوات السياستين النقدية والمالية لتفادي الآثار الناتجة عن عدم التنسيق بينهما. وهناك عدة شروط تتوقف عليها فعالية السياسة النقدية لعل أهمها يتمثل في: ضرورة أن تكون النقود هي المتغير المستقل أو المفسر لتغيرات الدخل القومي، ومرونة الجهاز الإنتاجي للتغيرات الاقتصادية بصورة عامة والتغيرات النقدية بصورة خاصة، واستقلالية البنك المركزي، حيث تُعتبر الشرط اللازم لوضع وتنفيذ السياسة النقدية الفعالة بغية تحقيق الاستقرار الاقتصادي بصفة عامة والاستقرار النقدي بصفة خاصة (السويدي، 2010، ص 85).

2-3-2 فعالية السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة:

تتوقف فعالية السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة على مدى استخدام الأدوات الكمية في التأثير على المعروض النقدي، ومن ثم على حجم الائتمان. ويعتمد نجاح السياسة النقدية على التعاون والثقة ما بين البنوك المركزية والبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية،

فضلاً عن وجود أسواق نقدية ومالية متطورة، بما يؤدي إلى تحقيق الأهداف المحددة من قبل السلطات النقدية، وبالتالي زيادة فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

ويؤدي وجود سوق نقدية منتظمة تتعامل في قبول وخصم الأوراق التجارية إلى زيادة فعالية سعر الخصم في التأثير على حجم الائتمان عن طريق ما يحدثه من أثر على تكلفة خصم الأوراق التجارية الذي يمثل ائتمان قصير الأجل، كما أن وجود سوق مالية مرنة يتعامل فيها البنك المركزي مشترياً أو بائعاً للأوراق المالية تؤدي إلى زيادة فعالية عمليات السوق المفتوحة في التأثير على حجم الائتمان، ومن ثم على عرض النقود، بالإضافة إلى تأثير نسبة الاحتياطي القانوني على عرض النقود. وبالتالي، فإنه كلما زاد استخدام الأدوات الكمية للسياسة النقدية، زادت فعالية السياسة النقدية في التأثير على عرض النقود، ومن ثم على النشاط الاقتصادي للدول المتقدمة (عبد المطلب، 2013، ص ص 32-33).

2-3-3 فعالية السياسة النقدية في الاقتصادات النامية:

تُعتبر السياسة النقدية في الاقتصادات النامية أقل فعالية إذا ما قورنت بفعالية السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة. ويعود ذلك إلى الاختلالات الهيكلية التي تعاني منها اقتصادات الدول النامية، وبالتالي فإن بعض الأدوات الكمية للسياسة النقدية مثل سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة قد لا يكون لها تأثير كبير مقارنة بالأدوات النوعية للسياسة النقدية.

وتتعدد الأسباب التي قد تُحد من فعالية السياسة النقدية في اقتصادات الدول النامية ومنها:

- 1- عدم وجود أسواق نقدية ومالية منتظمة.
- 2- عدم استقلالية البنوك المركزية في الدول النامية، وضعف دورها في التأثير على البنوك التجارية.
- 3- انخفاض درجة الوعي النقدي والمصرفي لدى الأفراد في الدول النامية؛ إذ يميلون إلى الاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة بما يقلل من دور البنوك التجارية في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة.
- 4- ضآلة مرونة الاستثمارات للتغيرات التي تحدث لأسعار الفائدة بسبب ارتفاع درجة المخاطر، وانخفاض الكفاية الحدية لرأس المال، وبالتالي فإن أي محاولة لزيادة الاستثمار تتطلب تخفيض سعر الفائدة بدرجة كبيرة.
- 5- عدم الاستقرار السياسي، وعجز موازين المدفوعات في الدول النامية، مما لا يشجع على الاستثمار الأجنبي وبالتالي عدم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.
- 6- الدور المحدود للنقود المصرفية كأداة لتسوية المدفوعات، حيث يتم التداول النقدي في الدول النامية على أساس النقود المادية خاصة النقود الورقية.

2-3-4: الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية:

يُعتبر الطلب على النقود من الموضوعات وثيقة الصلة بسياسات الاستقرار الاقتصادي، التي تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض النقود والطلب عليها، وذلك للحد من الاضطرابات النقدية وتأثيرها السلبي في الناتج الحقيقي. وبالتالي فإن النقود تلعب دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي، كما يتبين أيضاً العلاقة السببية الموجودة بين النقود من جهة وبين توزيع الدخل والثروة والمستوى العام للأسعار من جهة أخرى (عابد، 2017، ص165).

ويرى العديد من الاقتصاديين أن الطلب على النقود يُعد عنصراً هاماً في صياغة وتنفيذ سياسة نقدية فعالة، والتي لها آثار يمكن توقعها على التضخم والناتج الحقيقي. حيث إن العلاقة بين الطلب على النقود والعوامل المحددة لها تساعد السلطة النقدية في صنع القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية، وسياسات الإصلاح المالي والمصرفي (Bashir and Dahlan, 2011, p77). وفي هذا السياق يجب أن تكون هذه الدالة مستقرة، بمعنى أن تكون جيدة التوصيف وقابلة للتنبؤ. ومن ثم فإنه يتعين على السلطة النقدية لأي دولة مراجعة مدى ملاءمة واستقرار دالة الطلب على النقود الخاصة بها، ولاسيما في ظل التحرير المالي والابتكارات المالية التي ترتبط بالتحول الذي يشهده العديد من دول العالم النامي من نظام اقتصادي إلى نظام آخر.

ويعنى استقرار دالة الطلب على النقود أيضاً إمكانية استخدام المعروض النقدي كأداة من أدوات السياسة النقدية (إبراهيم، 2013، ص 48 & Narayan and Kumar, 2011, p1). أضف إلى ذلك، أن استقرار دالة الطلب على النقود يُعد شرطاً ضرورياً للربط بين عرض النقود والدخل الاسمي. ومن ثم فإن استقرار هذه الدالة يُعزز من قدرة السلطة النقدية على استهداف المجاميع النقدية، خاصةً إذا كان استقرار الأسعار هو الهدف الرئيس للسياسة النقدية (Nell, 1999, p1).

وبالإضافة إلى ذلك، فإن تتبع سلوك الطلب على النقود ومعرفة محدداته وحجم تأثير كل محدد ودرجة استقراره وإمكانية توقع التغيرات التي قد تطرأ على مكوناته، يُعد أساس عملية صياغة السياسة النقدية، ومن ثم زيادة فعاليتها في التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية. وتعتبر درجة استجابة الكتلة النقدية لمتغير سعر الفائدة أحد أهم محددات فعالية السياسة النقدية؛ حيث رأى كينز أن فعالية السياسة النقدية تتوقف على مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة، فإذا كان الطلب على النقود قليل المرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، تزداد فعالية السياسة النقدية، وتقل تلك الفعالية بزيادة مرونة الطلب على النقود بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة. وبالإضافة إلى ذلك فإنه لا يمكن أن يتحقق الاستقرار النقدي ومن ثم الاستقرار الاقتصادي في ظل غياب فعالية السياسة النقدية (عبد اللطيف، 2014، ص 8؛ حمود، 2012، ص41؛ الديعة، 2018، ص81).

وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أنه في حالة عدم استقرار دالة الطلب على النقود، فينبغي على السلطات النقدية الاعتماد على استهداف سعر الفائدة من خلال تطبيق قاعدة تايلور¹ على سبيل المثال (2005 & Bae and Dejong , 2007 & Tang , 2007 & طريح، 2015). وقد اهتمت دراسة (Poole, 1970) بتوضيح المفاضلة بين استهداف المجاميع النقدية واستهداف سعر الفائدة كأهداف وسيطة للسياسة النقدية باستخدام نموذج التوازن العام IS-LM (التوازن في سوق السلع وسوق النقود) وفقاً لسلوك الطلب على النقود وذلك على النحو التالي:

أولاً: حالة توازن سوق السلع وعدم استقرار دالة الطلب على النقود:

يوضح الشكل رقم (2-2) المفاضلة بين استهداف المجاميع النقدية وبين سعر الفائدة في حالة استقرار سوق السلع مع حدوث عدم استقرار في دالة الطلب على النقود نتيجة لحدوث صدمات تؤدي إلى تغير وضع التوازن في سوق النقود مما يؤدي إلى إمكانية انتقال منحنى التوازن في سوق النقود بين LM_1 و LM_2 . ومن ثم، يمكن المقارنة بين استهداف سعر الفائدة واستهداف المجاميع النقدية على النحو التالي:

1. في حالة استهداف المجاميع النقدية وعدم استقرار دالة الطلب على النقود، فإنه في

حالة تغير الطلب على النقود ينتقل وضع توازن سوق النقد بين LM_1 و LM_2 مما يؤدي إلى حدوث تقلب في حجم الناتج بين Y_1 و Y_2 . ففي حالة حدوث صدمة موجبة في الطلب على النقود ينتقل منحنى LM من الموضع LM_1 إلى LM_2 مما يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة من r^* إلى r^1 ، ومن ثم يقل حجم الاستثمار وبالتالي يقل مستوى الناتج من Y^* إلى Y_2 . وعلى الجانب الآخر، فإنه في حالة حدوث صدمة سالبة في الطلب على النقود، حتى مع فإن منحنى LM ينتقل إلى أسفل جهة اليمين من LM_2 إلى LM_1 مما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة من r^* إلى r^0 بما يعني زيادة حجم الاستثمار، ومن ثم زيادة مستوى الناتج من Y^* إلى Y_1 .

2. في حالة استهداف سعر الفائدة يمثل المنحنى $LM(r^*)$ التوازن في سوق النقد عند

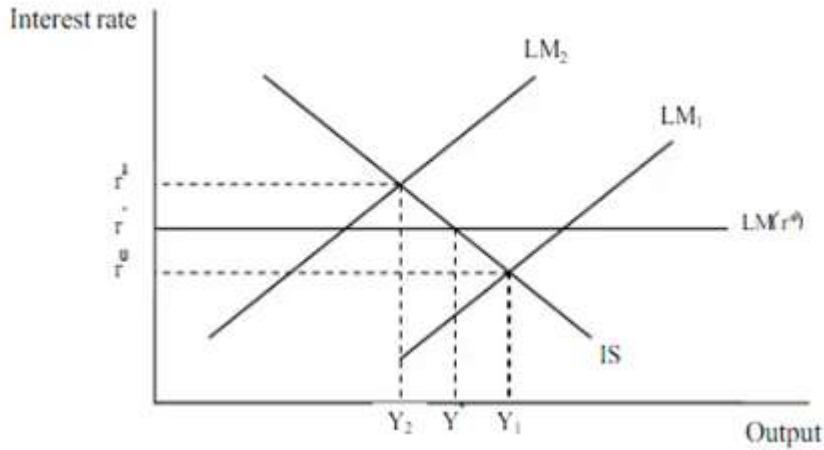
استهداف معدل فائدة قدره r^* بغرض تحقيق المستوى المستهدف للناتج وقيمه Y^* . وفي هذه الحالة، فإن سعر الفائدة لا يتغير نتيجة لعدم استقرار منحنى LM وبالتالي فإن حجم الإنتاج الكلي لا يتغير ويبقى عند المستوى Y^* .

¹ قدم الاقتصادي Taylor عام 1993 قاعدة تايلور وتعتمد على أسعار الفائدة كأداة للتأثير في متغيرات الاقتصاد الكلي، بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار، وتجنب حدوث تقلبات في الناتج والعمالة. ويتم تعديل هذه الأداة من قبل البنوك المركزية كردة فعل لثلاث متغيرات هي: سعر الفائدة التوازني (r^*)، وانحراف التضخم عن المستهدف ($INF-INF^*$)، والفجوة في نموذج الناتج المحلي الإجمالي ($Y-Y^*$). بمعنى أن سعر الفائدة يجب أن يُعدل كلما انحراف التضخم والناتج عن المعدل الطبيعي لإبقاء سعر الفائدة عند الوضع التوازني، وبالتالي فإن قاعدة تايلور تأخذ في الاعتبار هدفين أساسيين من أهداف السياسة النقدية، وهما: مستوى منخفض ومستقر للتضخم، ونمو مستدام للناتج المحلي الإجمالي (مسعود والأصفر، 2014).

وخلاصة ما سبق، أنه في حالة انحراف الناتج عن الوضع التوازني المستهدف، والناشئ عن سلوك الطلب على النقود سواء بالزيادة أو بالانخفاض بما يعني عدم استقرار الطلب على النقود، فإن سعر الفائدة هو الأداة الأنسب لصانعي السياسة النقدية (Gichuki et al, 2011,) (p7).

شكل رقم (2-2)

استهداف السياسة النقدية لسعر الفائدة في حالة عدم استقرار الطلب على النقود



Source: Gichuki, Oduor, & Kosimbei (2011), P7.

ثانياً: حالة عدم استقرار سوق السلع مع استقرار دالة الطلب على النقود:

يوضح الشكل رقم (2-3) المفاضلة بين استهداف المجاميع النقدية وبين سعر الفائدة في حالة استقرار دالة الطلب على النقود مع حدوث عدم استقرار في سوق السلع نتيجة لحدوث صدمات تؤدي إلى تغيير وضع التوازن في سوق السلع مما يؤدي إلى إمكانية انتقال منحنى التوازن في سوق السلع IS_1 و IS_2 . وكما هو موضح بالشكل، فإن المنحنى $LM(m^*)$ يمثل منحنى التوازن في السوق النقدي عند قيام البنك المركزي بتثبيت عرض النقود عند المستوى m^* ، بينما يمثل المنحنى $LM(r^*)$ منحنى التوازن في السوق النقدي عند قيام البنك المركزي بتثبيت سعر الفائدة عند المستوى r^* ويُمثل بخط مستقيم يوازي المحور الأفقي. وحيث أن السلطات النقدية تستهدف أن يكون مستوى الناتج قريباً من المستوى التوازني للناتج المستهدف (Y^*) ، فإنه يمكن المقارنة بين استهداف سعر الفائدة واستهداف المجاميع النقدية على النحو التالي:

1. في حالة استهداف المجاميع النقدية يكون منحنى التوازن النقدي هو $LM(m^*)$. ومن ثم، فإنه في حالة عدم استقرار سوق السلع وانتقال المنحنى الخاص به بين الموضعين من IS_1 إلى IS_2 ، فإن مستوى الناتج يكون محصوراً بين المستويين $(Y_1$ و $Y_2)$ أي قريباً من المستوى التوازني للناتج المستهدف (Y^*) . ويمكن تفسير ذلك أنه في هذه الحالة يمكن للسلطات النقدية

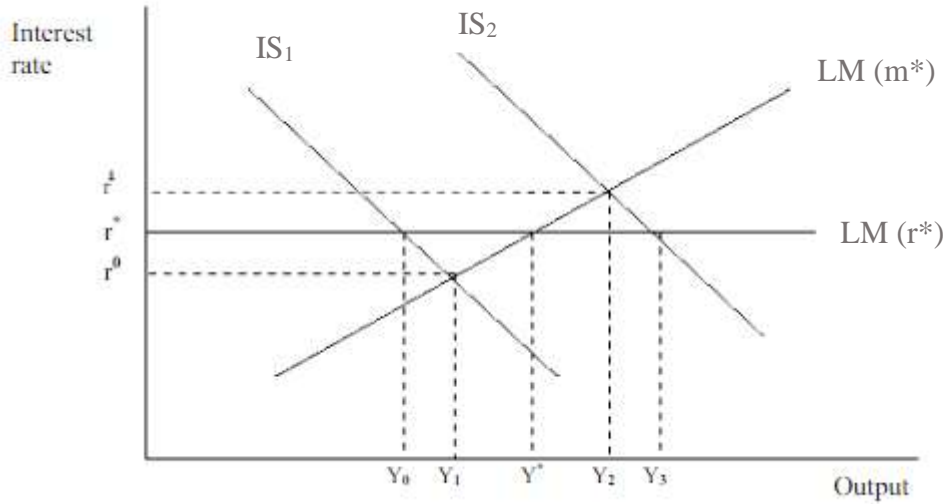
تغيير سعر الفائدة من r^* إلى r^1 مما يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار، مما يؤدي إلى تحجيم زيادة الناتج قريبا من مستواه المستهدف Y^* .

2. في حالة استهداف سعر الفائدة يكون منحنى التوازن النقدي هو $LM(r^*)$ أي أن سعر الفائدة سيكون ثابتاً عند المستوى r^* مما يعني عدم قدرة السياسة النقدية على تعديل سعر الفائدة. وبناءً عليه، سيتراوح مستوى الناتج بين المستويين Y_0 و Y_3 أي أنه سيكون هناك انحراف كبير للناتج عن المستوى المستهدف Y^* .

وختلصة ما سبق، أنه في حالة انحراف الناتج عن المستوى التوازني للناتج المستهدف والناشئ عن انتقال منحنى التوازن في السوق السلعي IS، فإن الأداة المناسبة لصانعي السياسة النقدية هي استهداف المجاميع النقدية - بشرط استقرار دالتها- حيث تؤدي إلى تقلبات أقل في حجم الناتج بالمقارنة بأداة سعر الفائدة (Gichuki et al, 2011, p8).

شكل رقم (2-3)

استهداف السياسة النقدية للمجاميع النقدية في حالة استقرار الطلب على النقود



Source: Gichuki, Oduor, & Kosimbei (2011), P8.

خلاصة الفصل الثاني:

تناول الفصل الحالي الإطار النظري للطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية حيث عرض في مبحثه الأول مفهوم الطلب على النقود، والنظريات المفسرة للطلب على النقود في مختلف المدارس الاقتصادية بدءاً بالنظرية الكلاسيكية ومروراً بالنظرية الكينزية والنظرية النقدية الحديثة ووصولاً إلى نظريات الكينزيين المحدثين وانتهاءً بالتطورات النظرية في الطلب على النقود، وأخيراً العوامل المحددة للطلب على النقود والتي تُعد بمثابة المتغيرات المستقلة في دالة الطلب على النقود. وقد استعرض المبحث الثاني الإطار النظري للسياسة النقدية من خلال المفهوم، والأهداف، والأدوات الكمية والنوعية وكذلك آليات أو قنوات انتقال تأثير السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية.

وجاء المبحث الثالث من هذا الفصل ليوضح العلاقة التي تربط بين الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية وذلك من خلال عرض كل من مفهوم فعالية السياسة النقدية، ومدى قدرة الاقتصادات المتقدمة والنامية على تحقيق هذه الفعالية، والأسباب التي تُحد من فعالية السياسة النقدية في الدول النامية. ومن ثم، يتناول الفصل الثالث تحليلاً لأهم المؤشرات الاقتصادية الكلية ذات الصلة بفعالية السياسة النقدية بالإضافة إلى تحليل وتقييم فعالية السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019).

الفصل الثالث

**تطور الأداء الاقتصادي الكلى وملامح السياسة النقدية في مصر
خلال الفترة (2003-2019)**

المبحث الأول: تطور الأداء الاقتصادي الكلى في مصر.

المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية في مصر.

الفصل الثالث

تطور الأداء الاقتصادي الكلى وملامح السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019)

تمهيد:

مرّ الاقتصاد المصري بالعديد من التطورات التي انعكست على السياسات الاقتصادية المطبقة؛ بما في ذلك السياسة النقدية، وذلك على مدار سنوات متعددة؛ تحول خلالها الاقتصاد المصري من اقتصاد موجه لا تُعتبر فيه أسعار السوق موجهاً ومُرشداً للقرارات الاقتصادية إلى اقتصاد يعتمد بشكل كبير على قوى السوق والمؤشرات السعرية الناتجة عنه، ومن اقتصاد تمتلك فيه الدولة قوى الإنتاج وموارد الثروة إلى اقتصاد يلعب فيه الأفراد إلى جانب المنشآت الخاصة الدور الأكبر في اتخاذ القرار الاقتصادي، الأمر الذي انعكس على توجهات السياسة النقدية ومتغيراتها المستهدفة وأدواتها (أبو العيون، 2003، ص2).

ونظراً للدور الذي تلعبه السياسة النقدية في تحقيق أهداف المجتمع - جنباً إلى جنب مع السياسات الأخرى- فقد عدّها الاقتصاديون الكلاسيك المحور الرئيس في السياسة الاقتصادية الكلية والتي تُعتبر بمثابة الأداة الرئيسية التي تُمكن الدولة من إدارة النشاط الاقتصادي لتحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية يتمثل أهمها في تحقيق معدل نمو اقتصادي مستقر ومُستدام وخفض كل من معدل البطالة وعجز الموازنة العامة للدولة، بالإضافة إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

وعليه، فإن هذا الفصل يهتم في مبحثه الأول برصد التطورات في الأداء الاقتصادي الكلى في مصر خلال الفترة (2003-2019)، ويعرض المبحث الثاني أهم ملامح السياسة النقدية في مصر خلال تلك الفترة. ويتم ذلك من خلال تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات زمنية، وهي على النحو التالي:

الفترة الأولى تمتد من عام 2003 إلى عام 2010.

الفترة الثانية تمتد من عام 2011 إلى عام 2016.

الفترة الثالثة تمتد من عام 2017 إلى عام 2019.

وقد تم تقسيم فترة الدراسة على النحو السابق لإبراز مدى التفاوت في كفاءة وفعالية السياسة النقدية في تلك الفترات في تحقيق الأهداف المنوطة بها خلال فترة الدراسة.

المبحث الأول

(1-3) تطور الأداء الاقتصادي الكلى في مصر

مقدمة:

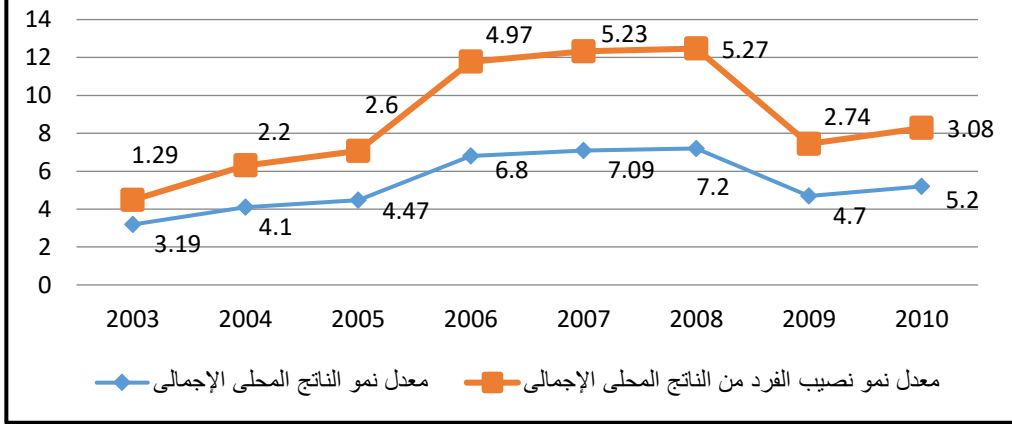
تلعب المؤشرات الاقتصادية الكلية دوراً أساسياً في التأثير على الاقتصاد المحلى لأي دولة، ويُعد الأداء الاقتصادي الكلى لمصر بمثابة الإطار العام الذي تعمل في ظله كافة المتغيرات الاقتصادية. وقد عانى الاقتصاد المصري منذ فترات طويلة من مشكلات ذات طبيعة هيكلية؛ تمثل أهمها في عدم وجود تنمية اقتصادية حقيقية مما نتج عنها عدم وجود معدل نمو اقتصادي مستقر ومُستدام، فضلاً عن ارتفاع معدل البطالة وزيادة عجز الموازنة العامة ومن ثم زيادة حجم الدين العام الخارجي وأعباؤه، ناهيك عن انخفاض معدلات الاحتياطيات الدولية، وانخفاض حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وزيادة العجز في ميزان المدفوعات. وقد تباين أثر هذه المشكلات على الأداء الكلى للاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة (2003-2019) تارة بالإيجاب وأخرى بالسلب. وفي هذا المبحث سيتم رصد وتحليل الأداء الكلى للاقتصاد المصري وذلك من خلال تتبع مسار أهم المتغيرات الكلية خلال فترة الدراسة، والتي يمكن تقسيمها - كما سبق القول- إلى ثلاث فترات رئيسية على النحو التالي:

3-1-1: الفترة الأولى الممتدة من عام 2003 إلى عام 2010:

3-1-1-1 معدلات النمو في الناتج المحلى الإجمالي:

شهدت هذه الفترة ظروفاً اقتصادية وسياسية عالمية مضطربة تمثلت في الحرب على العراق عام 2003، والتي على إثرها اتسم الاقتصاد العالمي بالتباطؤ، وحدثت تغيرات كبيرة في سعر الصرف، كما تعرض الاقتصاد العالمي لأزمة "الركود والسيولة" في عام 2004، والتي أدت إلى تباطؤ النمو الاقتصادي في مصر في العام نفسه كما هو موضح في الشكل رقم (1-3). وعلى الرغم من التحسن الذي شهدته معدلات النمو بين عامي 2005 و2008 حيث ازداد معدل نمو الناتج المحلى الإجمالي من 4.4% إلى 7.2% في العامين المذكورين على الترتيب، إلا أن هذه المعدلات عادت للهبوط مرة أخرى كنتيجة للأزمة المالية العالمية في عام 2008، الأمر الذي أثر سلباً على الأداء الاقتصادي فتراجع معدل نمو الناتج المحلى الإجمالي ليصل إلى 4.7% في عام 2009، وانخفض معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالي ليصل إلى 2.7% مقارنة بـ 5.2% في عام 2008. ويمكن تفسير هذا الانخفاض في معدل نمو الناتج المحلى الإجمالي بتراجع معدلات الاستثمار المحلى والأجنبي وانخفاض تحويلات العاملين بالخارج وزيادة العجز في ميزان المدفوعات. وقد بدأ معدل نمو الناتج المحلى الإجمالي في الارتفاع مرة أخرى ليصل إلى 5.2% في عام 2010 (العيسوي، 2009، ص8).

شكل رقم (3-1) تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو نصيب الفرد منه في مصر خلال الفترة (2003 - 2010).



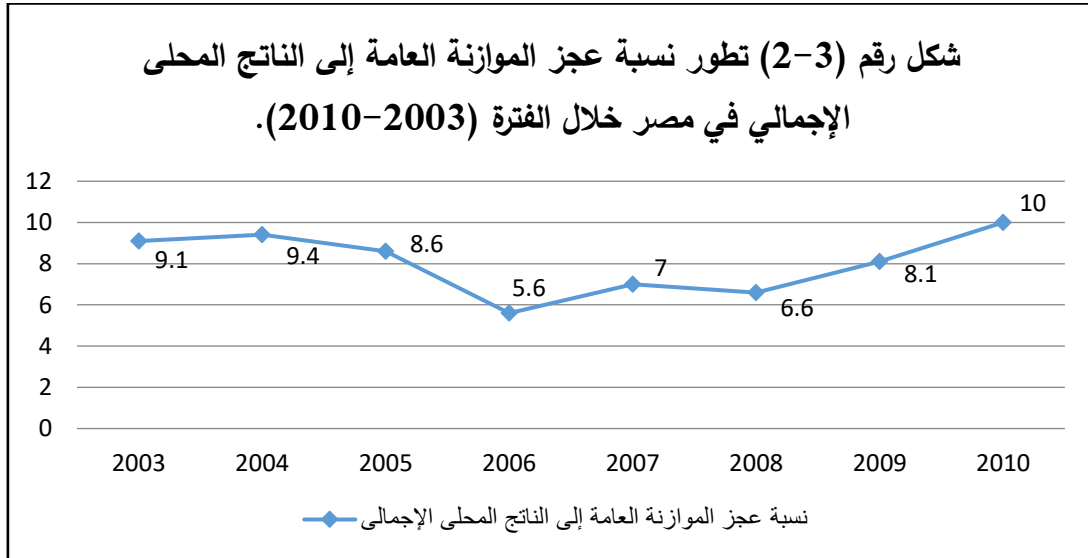
المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي.

وفيما يتعلق بنمو القطاعات المختلفة في تحقيق معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، فيوضح الجدول رقم (A-1) بالملحق الإحصائي معدلات النمو في أهم القطاعات المولدة للناتج. وفيما يتعلق بمعدل النمو في أهم قطاعات الاقتصاد القومي، فقد شهد قطاع الصناعات الاستخراجية تقلباً كبيراً في معدل النمو به حيث بلغ القيمة القصوى لمعدل النمو به نحو 20.8% في 2006/2005 ثم تراجع في العام التالي مباشرة حيث لم يتجاوز 3.9% ثم استمر في التقلب مع وجود اتجاه تنازلي ليبلغ حوالي 0.6% في نهاية الفترة. ويمكن تفسير هذا الاتجاه التنازلي بسبب حدوث انخفاض كبير في إنتاج النفط نظراً لنضوب بعض الحقول القديمة، وانخفاض حجم الاكتشافات الجديدة للحقول البترولية (Ahmed and Ahmed, 2019, p.196)

أضف إلى ذلك، يتضح التأثير الكبير للأزمة المالية العالمية على معدلات نمو الناتج في معظم القطاعات حيث أدت هذه الأزمة إلى تراجع كبير في معدلات النمو بشكل كبير. فعلى سبيل المثال، حققت قطاعات الصناعة التحويلية والتشييد والبناء نمواً مضطرباً وصل أعلى قيمة له في عام 2008/2007 ثم بدأ في التراجع بعد الأزمة المالية العالمية. بالإضافة إلى ذلك، فقد تراجع معدل النمو في إيرادات قناة السويس تأثراً بالأزمة حيث حققت معدلات نمو سالبة كنتيجة لتباطؤ التجارة العالمية في أعقاب تلك الأزمة. وأخيراً، فقد أدى عدم الاستقرار السياسي خلال العام المالي 2011/2010، إلى تحقيق كافة القطاعات معدلات نمو منخفضة كان أبرزها قطاع السياحة، وقطاع التشييد والبناء إذ شهد الأول معدلاً سالباً للنمو قدره (-6%)، في حين حقق الثاني معدلاً منخفضاً للنمو قدر بـ 3.7% (عبد العاطي، 2017، ص84).

3-1-1-2 عجز الموازنة العامة للدولة والدين العام:

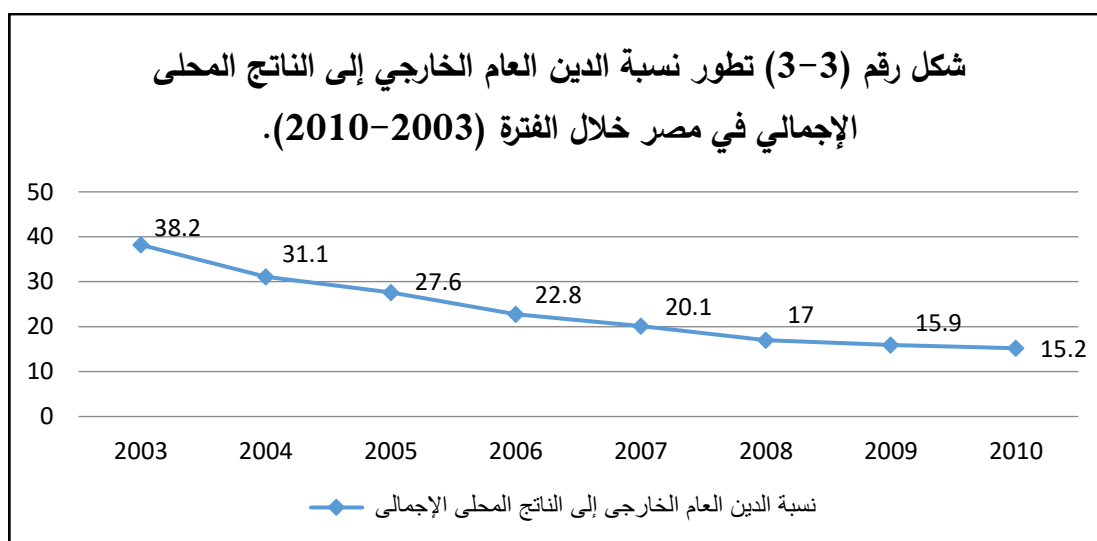
يوضح الشكل رقم (2-3)، والجدول رقم (A-2) بالملحق الإحصائي، تطور العجز بالموازنة العامة للدولة خلال الفترة المشار إليها. وكما هو موضح بالشكل، فقد بلغت قيمة هذا العجز (44109) مليون جنيه، وبما يشكل ما نسبته 9.1% من الناتج المحلي الإجمالي في بداية العام المالي 2004/2003. وقد وصل العجز إلى أقصى قيمة له خلال تلك الفترة في العام المالي 2011/1010 حيث بلغ 136580 مليون جنيه ونسبة 10% من الناتج المحلي الإجمالي أي أن قيمة العجز قد تضاعفت بمقدار 3.09 مرة عن بداية الفترة. ويمكن تفسير الارتفاع الكبير في قيمة هذا العجز - في نهاية الفترة المشار إليها بالشكل - بالتأثير السلبي للأزمة المالية العالمية التي أدت إلى انخفاض الإيرادات العامة - كنتيجة لتراجع الإيرادات غير الضريبية- من 268114 مليون جنيه إلى 265286 مليون جنيه خلال عامي 2009، 2010 على الترتيب (وزارة المالية، التقرير السنوي، سنوات مختلفة).



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لوزارة المالية، سنوات مختلفة.

وقد أدى استمرار تزايد عجز الموازنة العامة إلى تراكم الدين العام وأعباء خدمته، كما أصبحت خدمة الدين تمثل أكبر بند من بنود الإنفاق الجاري في الموازنة العامة، مما يعني اقتطاع أجزاء متزايدة من الموارد العامة لمواجهة أعباء خدمة الدين بدلاً من أن يتم توجيهها إلى تمويل الإنفاق الاستثماري لتعزيز برامج التنمية، مما يُضعف قدرة الحكومة على توفير مصادر التمويل اللازمة. ويتتبع مسار الدين العام الخارجي، نلاحظ أن مصر شأنها في ذلك شأن العديد من الدول النامية واجهت مشكلة الديون الخارجية. وقد أخذ الدين العام الخارجي يتذبذب ما بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة (2004/2003 - 2011/2010)، كما هو موضح بالشكل رقم (3-3)، والجدول رقم (A-2) بالملحق الإحصائي، حيث بلغ الدين العام الخارجي 30 مليار دولار في العام المالي 2004/2003 بما يمثل ما نسبته 38.2% من الناتج المحلي الإجمالي،

ووصل إلى 33.7 مليار دولار في العام المالي 2011/2010 وبنسبة 15.2% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يمثل تراجعاً في نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في آخر تلك الفترة. ويمكن تفسير تراجع نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في آخر تلك الفترة بزيادة الناتج المحلي الإجمالي بمعدل يفوق معدل الزيادة في رصيد الدين الخارجي في بعض السنوات، ونمو حصيلة الصادرات من السلع والخدمات بشكل أدى إلى تحسن نسبة خدمة الدين إلى كل من المتحصلات الجارية، والصادرات من السلع والخدمات (إبراهيم، 2015، ص107).

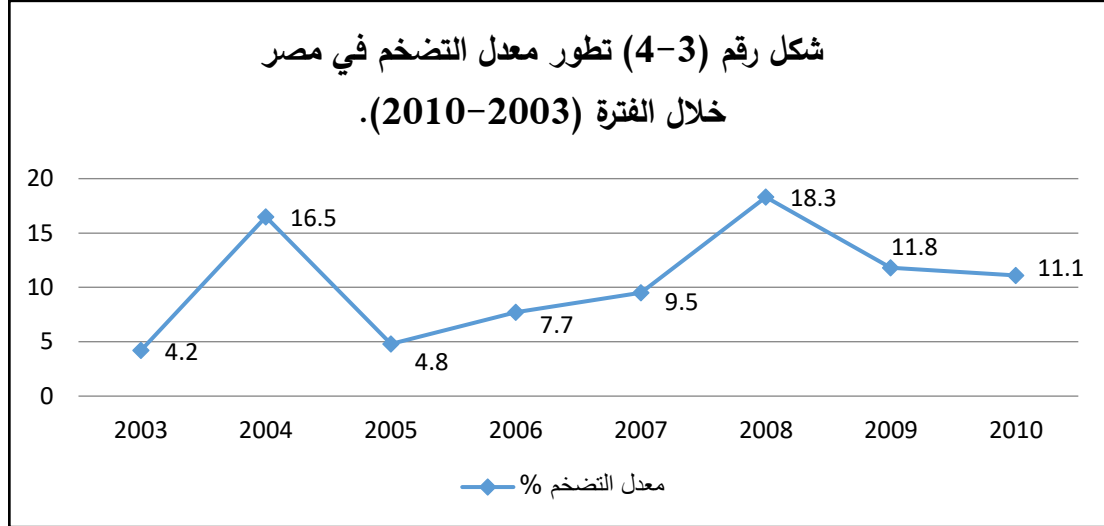


المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.

3-1-1-3 معدل التضخم:

وفيما يتعلق بمعدل التضخم، فيوضح الشكل رقم (3-4) التغيرات التي شهدتها هذا المعدل خلال الفترة (2004/2003 - 2011/2010). وكما هو مبين بالشكل، فقد ارتفع معدل التضخم بشكل حاد من 4.2% إلى 16.5% في العامين الماليين (2004/2003) و2005/2004 على الترتيب. ويمكن تفسير تلك الزيادة بارتفاع أسعار مواد الطاقة فضلاً عن الأثر التدريجي للتخفيضات المتوالية في قيمة الجنيه على الأسعار (Pass-through effect) كنتيجة لقرار تعويم الجنيه في نهاية يناير 2003. وبعد تراجع معدل التضخم في العام المالي 2006/2005 إلى 4.8% عاود الارتفاع ليصل إلى 7.7%، 9.5% في العامين الماليين 2007/2006، 2008/2007 على الترتيب. ويرجع ذلك إلى التأثير بالعديد من الصدمات الداخلية والخارجية التي شهدتها الاقتصاد المصري حيث تمثلت الصدمات الداخلية في انخفاض قيمة دعم المنتجات البترولية وأثار أنفلونزا الطيور، في حين تمثلت الصدمات الخارجية في ارتفاع الأسعار العالمية للمواد الغذائية، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار المواد البترولية في عام

2008. فضلاً عن ذلك، فقد أدى تسارع معدل النمو الاقتصادي وخاصة في بعض القطاعات كالصناعة التحويلية والتشييد والبناء قد إلى ربط التوقعات التضخمية عند مستويات عالية مما أدى لارتفاع معدلات التضخم (معهد التخطيط القومي، 2007، ص8؛ Ahmed, 2011, p.46).



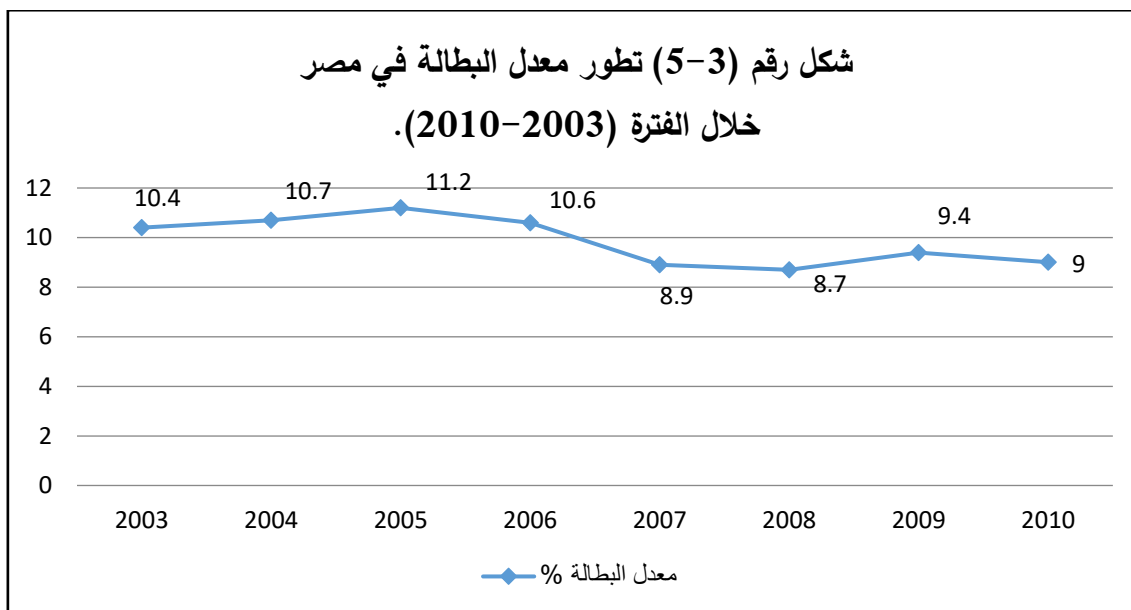
المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجهاز المركزي للتعبة العامة والإحصاء.

3-1-1-4 معدل البطالة:

وفيما يتعلق بمعدل البطالة، فإن هناك العديد من الأسباب التي تساهم وبشكل كبير في ارتفاعه مثل زيادة معدل النمو السكاني، وعدم التزام الحكومة بتقديم التأمين ضد البطالة، والانخفاض المستمر في الطلب على العمالة خاصة مع ارتفاع مستوى التقدم التكنولوجي، وانخفاض معدل الاستثمار الأجنبي المباشر، بالإضافة إلى تراجع معدل النمو الاقتصادي، وانخفاض الطلب الداخلي كنتيجة للركود الاقتصادي العام، وأخيراً تواضع معدلات زيادة إنتاجية العمل (عبد العاطي، 2017، ص ص92-93).

ويوضح الشكل (3-5) تطور معدل البطالة في مصر خلال الفترة (2003/2004 - 2010/2011). وكما يتضح من الشكل، فقد ارتفع معدل البطالة من 10.4%، خلال العام المالي 2004/2003 إلى 11.2% خلال العام المالي 2006/2005، وفي نهاية تلك الفترة وبالتحديد في العام المالي 2011/2010 أخذ معدل البطالة في الانخفاض النسبي حتى وصل إلى 9%، وبما يمثل 2.648 مليون عاطل طبقاً لبيانات الجهاز المركزي للتعبة العامة والإحصاء. ويمكن تفسير الارتفاع في معدلات البطالة بالتوجه نحو الخصخصة وبيع القطاع العام، وتخلي الدولة عن دورها السابق في توفير فرص العمل وتوظيف الشباب، فضلاً عن إتباع إرشادات صندوق النقد الدولي المتعلقة بتخفيض بند الأجور والمرتبات عن طريق تسريح العمال.

علاوة على ما سبق، فإن اختلال نظام التعليم وتخلفه عن تلبية متطلبات سوق العمل يعد أحد أسباب زيادة معدلات البطالة (أحمد وإسكندر، 2022، ص 1358).



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

3-1-1-5 ميزان المدفوعات:

وفي علاقة مصر بالعالم الخارجي، فقد حقق ميزان المدفوعات فائضاً كلياً قدره 4.5 مليار دولار خلال العام المالي 2005/2004 مقارنة بنحو 3.7 مليار دولار خلال العام المالي 2004/2003، وجاء ذلك محصلة لزيادة فائض ميزان الخدمات، وارتفاع صافي التحويلات بدون مقابل ليحتويا أثر زيادة العجز في الميزان التجاري. كما حقق ميزان المدفوعات فائضاً كلياً بلغ (3.3 مليار دولار بما يمثل 1.6% من الناتج المحلي الإجمالي، 0.9 مليار دولار وبما يمثل 0.5% من الناتج المحلي الإجمالي) خلال العامين الماليين 2006/2005، 2008/2007 على الترتيب (البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، سنوات مختلفة).

وقد حقق ميزان المدفوعات فائضاً كلياً قدره 3.36 مليار دولار، وبنسبة 1.5% من الناتج المحلي الإجمالي خلال العام المالي 2010/2009، مقابل عجز كلي قدره 3.38 مليار دولار، وبنسبة 1.8% من الناتج المحلي الإجمالي للعام المالي 2009/2008. ويعزى ذلك إلى انخفاض العجز في ميزان المعاملات الجارية بمعدل 2.4%، بسبب الاستقرار النسبي في عجز الميزان التجاري عند 25.1 مليار دولار، وارتفاع صافي التحويلات بدون مقابل بمعدل 26.9%، كما سجل الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر تدفقاً للداخل قدره 6.8 مليار دولار مقابل 8.1 مليار دولار للعام المالي 2009/2008. وبالتالي، فإن عجز الميزان التجاري قد استقر عند 25.1 مليار دولار، مقابل 25.2 مليار دولار، ويرجع ذلك إلى تراجع حصيلة الصادرات السلعية

بمعدل 5.1% إلى نحو 23.9 مليار دولار، وتراجعت المدفوعات عن الواردات السلعية بمعدل 2.7% إلى نحو 49 مليار دولار (البنك المركزي المصري، 2010/2009، ص ص 69-70). وقد أسفرت معاملات مصر مع العالم الخارجي خلال العام المالي 2011/2010 عن عجز كلي بميزان المدفوعات وصل إلى 9.8 مليار دولار، مقابل فائض كلي قدره 3.4 مليار دولار خلال العام المالي 2010/2009، وجاء العجز الكلي نتيجة لعجز كل من حساب المعاملات الجارية الذي سجل تراجعاً بمعدل 35.9%، ليصل إلى 2.8 مليار دولار، والحساب الرأسمالي والمالي الذي أسفر عن صافي تدفق للخارج بلغ 4.8 مليار دولار، مقابل صافي تدفق للداخل حوالي 8.3 مليار دولار للعام المالي 2010/2009 (البنك المركزي المصري، 2011/2010، ص75).

3-1-2: الفترة الثانية الممتدة من عام 2011 إلى عام 2016:

واجهت مصر منذ اندلاع ثورة الخامس والعشرين من يناير عام 2011 العديد من التحديات الداخلية والخارجية التي أثرت وبشكل كبير على الأوضاع الاقتصادية بصفة عامة، وأوضاع المالية العامة بصفة خاصة، مما أدى إلى انخفاض معدلات نمو الإيرادات العامة من ناحية، واستمرار ارتفاع فاتورة النفقات العامة من ناحية أخرى، الأمر الذي نتج عنه ارتفاع مستويات عجز الموازنة العامة للدولة، ومن ثم زيادة الدين العام وأعباؤه. بالإضافة إلى انخفاض معدل نمو المعروض من النقد الأجنبي، كما أن سياسة سعر الصرف المتبع آنذاك لم تساعد في دعم العملة المحلية وزيادة الاحتياطيات من النقد الأجنبي، وعلى إثر ذلك تنامي نشاط أسواق الصرف الموازية من جانب آخر. وبالإضافة إلى ذلك، فقد ارتفعت كل من معدلات التضخم والبطالة؛ حيث كان معدل البطالة يفوق في المتوسط ضعف المعدل السائد في بلدان الأسواق الصاعدة والدول النامية، وصُنفت بطالة الشباب على أنها من أعلى المعدلات على مستوى العالم حيث بلغت ما نسبته 27.3% في عام 2015 (الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، 2016، ص35). ومن ثم يمكن تحليل أهم ملامح تطور أداء الاقتصاد الكلي خلال تلك الفترة كما يلي:

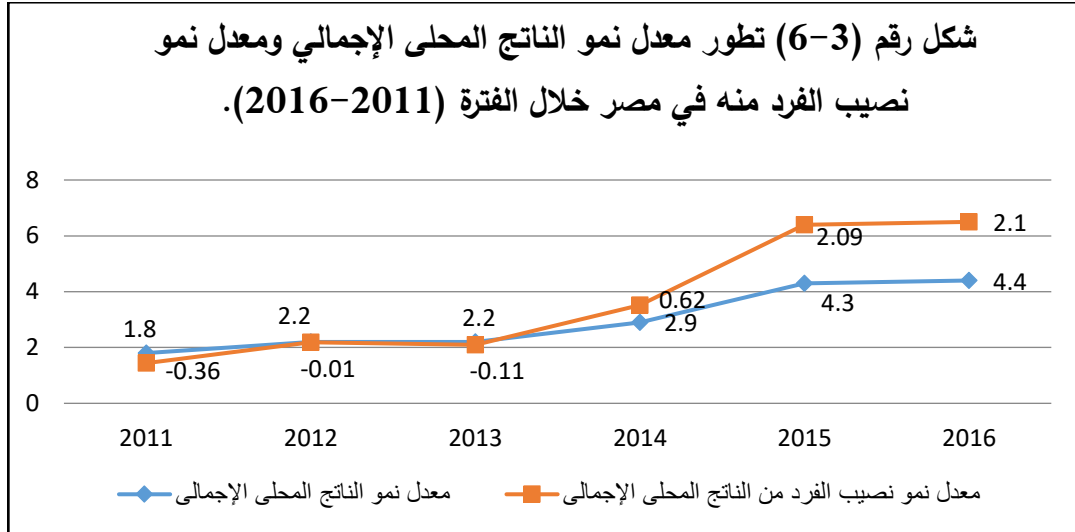
3-1-2-1: معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي:

شهدت هذه الفترة حدوث ثورة 25 يناير في عام 2011 والتي استهدفت تحسين الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ولكن نتج عنها مجموعة من النتائج كعدم الاستقرار الأمني، والتأثير السلبي على حركة السياحة والنقل والاستثمار وانخفاض معدلات التشغيل والإنتاج. وقد ساعد على تفاقم الوضع سوءاً، اقتران المرحلة الانتقالية التالية لأحداث الثورة بالتأثير السلبي الناتج عن الاضطرابات في الدول العربية المجاورة، والتأثيرات السلبية التي نتجت عن أزمة ديون بعض

دول اليورو. وقد أدت هذه العوامل بالإضافة إلى العوامل المحلية الأخرى إلى الحيلولة دون تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي بقيادة القطاع الخاص. وتتمثل أهم المعوقات التي شهدتها تلك الفترة في عدم كفاية التمويل المتاح، ونقص الاستثمار في البنية التحتية، وجمود سوق العمل، وضعف نظام التعليم. ويُلاحظ أن نسبة التمويل المتاح لمنشآت الأعمال كانت الأدنى على مستوى العالم، مما أدى إلى إعاقة الاستثمار الخاص. كما أثرت القواعد غير الملائمة لتنظيم سوق العمل سلباً على فرص العمل؛ حيث أدى القطاع العام دور صاحب العمل في معظم الأحوال، مما أدى إلى تشويه سوق العمل والنظام التعليمي، ولم يعد بوسع الحكومات المتعاقبة القيام به، بالإضافة إلى زيادة عبء الدعم العيني والنقدي الذي اعتمدت عليه الحكومة كأداة رئيسية للحماية الاجتماعية على الرغم من عدم كفاءته، وتوجه القطاع الخاص والعام للاستيراد بدلاً من الإنتاج (Outlook, 2013, pp14-29).

ويوضح الشكل رقم (3-6) تطور كل من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل النمو في متوسط نصيب الفرد من الناتج. وكنتيجة للعوامل السابق ذكرها، فقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 1.8% في العام المالي 2012/2011 مقارنة بـ 5.2% في العام السابق، الأمر الذي انعكس على معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث أخذ قيمة سالبة قُدرت بـ -0.36% في العام المالي 2012/2011 مقابل 3.08% في العام المالي 2011/2010 (وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، 2011/2010، ص27).

وبالإضافة إلى ذلك، فقد شهدت الفترة (2012/2011 - 2017/2016) انخفاضاً في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالفترة السابقة، كما يُلاحظ أيضاً في هذه الفترة حالة من التذبذب في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث حقق الاقتصاد المصري نمواً منخفضاً في الناتج المحلي الإجمالي قُدر بـ 2.2% خلال العام المالي 2013/2012، واستمر تأثر الأداء الاقتصادي سلباً بالأحداث السياسية للعام المالي 2014/2013، وظل معدل النمو عند نفس المستوى في العام المالي السابق. ثم أخذ يتزايد خلال العام المالي 2015/2014 حيث تبنت الحكومة حزمة من الإصلاحات التي تم على إثرها تخفيض قيمة الجنيه المصري بنحو 5%، وزيادة أسعار الفائدة لاحتواء الضغوط التضخمية الناتجة عن ذلك التخفيض، كما تم رفع أسعار الوقود والكهرباء مع تنفيذ خطة تدريجية لتحرير أسعارها بالكامل بحلول عام 2018.



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي.

ولمواجهة الاختلالات السابقة، فقد تبنت الحكومة المصرية في نوفمبر 2016 برنامج الإصلاح الاقتصادي بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي¹، وتمثلت أهم دعائم هذا البرنامج في الآتي:

- تحرير سعر الصرف للقضاء على نقص المعروض من النقد الأجنبي وجذب الاستثمار وتحفيز الصادرات.
- تبني سياسة نقدية تقييدية تستهدف خفض معدلات التضخم.
- تبني إجراءات حاسمة للضبط المالي للحفاظ على استدامة الدين، ووضعه في مسار تنازلي.
- تدعيم شبكات الأمان الاجتماعي من خلال زيادة دعم الغذاء والتحول لنظام الدعم النقدي.
- تبني إصلاحات هيكلية لدعم النمو الشامل وزيادة مستويات التشغيل عن طريق إصلاحات تهدف إلى تحسين بيئة الأعمال.

وبتحليل معدلات النمو القطاعية- كما يتضح من الجدول رقم (A-1) بالملحق الإحصائي- فقد شهدت تلك الفترة تراجعاً كبيراً في معدل نمو الأنشطة الاستخراجية حيث حققت معدلات نمو سالبة خلال الفترة بأكملها باستثناء العام 2012/2011 والذي حققت من خلاله معدل نمو موجب طفيف لا يتجاوز 0.1%. ويرجع ذلك إلى نزوب العديد من حقول الغاز والنفط ورحيل الاستثمارات الأجنبية من مصر بسبب عدم الاستقرار السياسي - الذي شهدته البلاد مع مطلع عام 2011 - الذي كان مصحوباً بتأخير سداد مستحقات شركات الطاقة العالمية في مصر. وعلى الجانب الآخر، فقد ارتفعت معدلات النمو بشكل كبير بقطاعات كل

¹ تبنت الحكومة المصرية في نوفمبر 2016 برنامج الإصلاح الاقتصادي بموجب الاتفاق مع صندوق النقد الدولي، وجاء هذا البرنامج باتفاق تسهيل ممتد (EFC) Extended Fund Facility لمدة 3 سنوات بقيمة 12 مليار دولار (ويمثل 422% من حصة مصر لدى الصندوق) (علي، 2018، ص150).

من التشييد والبناء، والنقل والتخزين، والاتصالات حيث ارتفعت قيمة هذا المؤشر من 3.3%، 2.78%، 5.16% إلى 11.2%، 5.71%، 10.22% للقطاعات المذكورة على الترتيب خلال الفترة محل الاهتمام. وفيما يتعلق بباقي القطاعات، فقد شهدت تقلبات في معدل نموها خلال فترة الدراسة على النحو الموضح بالجدول.

وقد شهد قطاع الصناعة التحويلية تحسناً كبيراً في معدل النمو به ليبلغ أعلى قيمة له خلال العام المالي 2014/2013 كنتيجة لعودة بعض الشركات للعمل مرة أخرى بعد توقفها كنتيجة لعدم الاستقرار السياسي في أعقاب ثورة الخامس والعشرين من يناير عام 2011، فضلاً عن زيادة عدد وريديات العمل داخل المصانع (وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، 2014/2013، ص 9).

3-1-2-2 عجز الموازنة العامة والدين العام:

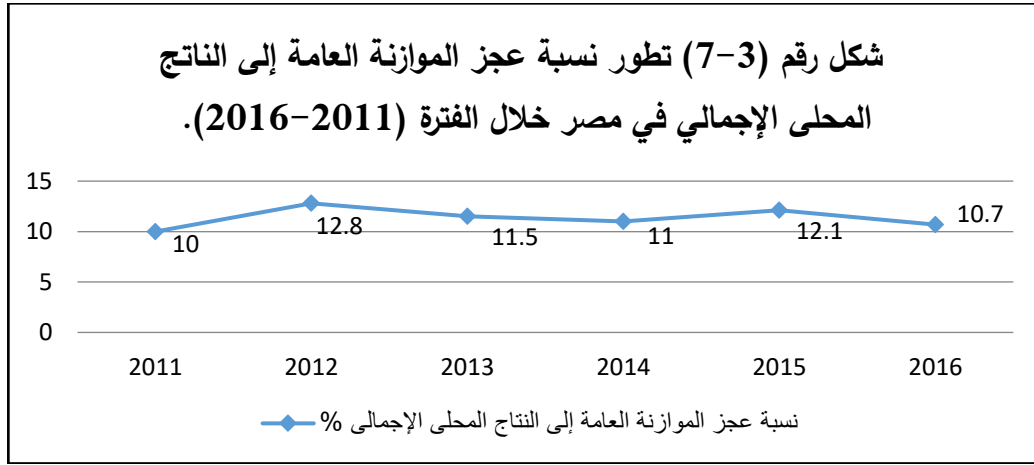
وفيما يتعلق بالمالية العامة للدولة، فتشير بيانات العام المالي 2012/2011 إلى زيادة الإيرادات العامة بنسبة 14.4% مقارنة بالعام المالي 2011/2010 والذي سجل تراجعاً في الإيرادات العامة بنسبة 1.1% على خلفية أحداث الثورة وتداعياتها، وسجلت الإيرادات العامة حصيلة قدرها 303622 مليون جنيه، وبما نسبته 19.7% من الناتج المحلي الإجمالي، أما النفقات العامة فقد ارتفعت بنسبة 17.2% مقارنة بالعام المالي السابق مسجلة ما مقداره 470992 مليون جنيه وبما نسبته 30.5% من الناتج المحلي الإجمالي (وزارة المالية، التقرير السنوي، سنوات مختلفة).

وقد ترتب على ذلك، ارتفاع عجز الموازنة العامة للدولة في هذا العام حيث بلغت نحو 10% من الناتج المحلي الإجمالي¹، ويتضح من الشكل رقم (3-7) استمرار تزايد هذا العجز خلال العام المالي 2013/2012 حتى وصل إلى 12.8% من الناتج المحلي الإجمالي. ويمكن تفسير سبب تزايد هذا العجز بالزيادة الكبيرة في الإنفاق على بند الأجور استجابة للمطالب الفئوية التي أعقبت الثورة، وكذلك انخفاض الإيرادات العامة للدولة ولاسيما الحصيلة الضريبية نتيجة لتراخي النشاط الاستثماري، وخروج الاستثمارات الأجنبية تأثراً بظروف الثورة، وأخيراً تراجع

¹ اتخذت الحكومة المصرية عدداً من الإجراءات التي تتعلق بجائبي الموازنة العامة، وذلك لمواجهة تداعيات أحداث ثورة 25 يناير، ففي جانب النفقات، تم إنشاء صندوق لتعويض الأفراد والمنشآت الصغيرة والمتناهية الصغر المتضررة من هذه الأحداث، كذلك تثبيت جزء من العمالة المؤقتة وزيادة عدد الأسر المستفيدة من معاش الضمان، وصرف معاشات استثنائية، وتعويضات لأسر الشهداء، وفتح اعتماد إضافي بالموازنة لمواجهة متطلبات دعم السلع التموينية بمبلغ 10 مليار جنيه، أما عن جانب الإيرادات، فقد تم تقسيط ضريبة شهري يناير وفبراير لإتاحة السيولة اللازمة للمشروعات، والإفراج الفوري عن الواردات دون سداد الرسوم الجمركية المقررة عن شهري يناير وفبراير 2011 على أن تُسدد في وقت لاحق، وذلك لضمان توافر السلع الغذائية الرئيسية، بالإضافة إلى الإعفاء من غرامات تأخير سداد الاشتراكات التأمينية (البنك المركزي المصري، 2011، ص ص 70-71).

الإيرادات من فوائض البترول نتيجة لزيادة المتطلبات النقدية اللازمة لاستيراد المواد البترولية بالأسعار العالمية.

وبنهاية هذه الفترة وبالتحديد خلال العام المالي 2017/2016، انخفضت نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى 10.7% مقارنة بـ 12.1% في العام المالي 2016/2015، وذلك بسبب الإجراءات الإصلاحية التي اتخذتها الحكومة المصرية؛ حيث تم إقرار قانون ضريبة القيمة المضافة في سبتمبر 2016 لتحل محل ضريبة المبيعات، كما تم إقرار قانون مبسط لفض المنازعات الضريبية في أغسطس 2016 لتعزيز الثقة بين المستثمرين ومصحة الضرائب، ولتشجيع القطاع غير الرسمي على الانضمام للمنظومة الرسمية (وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي، سنوات مختلفة).

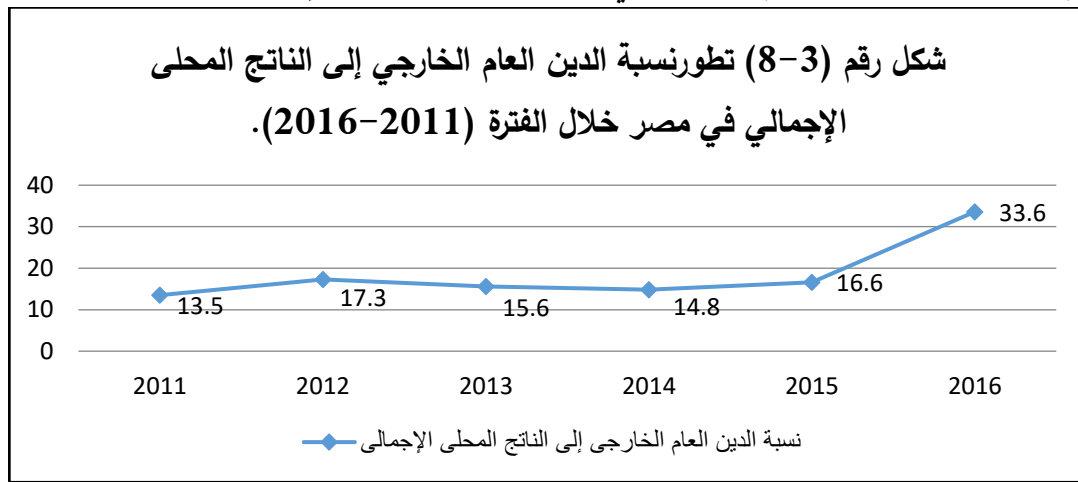


المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لوزارة المالية، سنوات مختلفة.

وفيما يتعلق بالدين العام الخارجي، فقد تراجعته قيمته بنسبة 1.4% في العام المالي 2012/2011 مقارنة بالعام المالي السابق؛ حيث حقق ما قيمته 34.9 مليار دولار في العام المالي 2012/2011 مقابل 33.7 مليار دولار في العام المالي 2011/2010. وقد انعكس ذلك الانخفاض في نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ إذ وصلت هذه النسبة في نهاية العام المالي 2012/2011 إلى 13.5%، وهو ما وضعها في الحدود الآمنة¹ إلى حد كبير (وزارة التخطيط، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي، 2012/2011، ص ص 49-51).

¹ تحدث الاقتصاديون عن الحدود الآمنة للدين العام الخارجي، إذ يتم تقييم المديونية إما بمقارنة رصيد الدين الخارجي مع الناتج المحلي الإجمالي، أو بمقارنة الفوائد المستحقة وأقساط أصل الدين إلى حصيلة الصادرات. ففي علاقة رصيد المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، فإن الحدود الآمنة تكون 150% (أي ألا يزيد الدين العام الخارجي عن مرة ونصف الناتج المحلي الإجمالي) في أي سنة من السنوات، ولمزيد من التحوط يمكن اعتبار الحدود الآمنة للدين العام الخارجي 100% (أي ألا يزيد الدين العام الخارجي عن مستوى الناتج المحلي الإجمالي)، أما خدمة الدين الخارجي المقبولة، فهي تصل إلى 20% (أي أن ما يُستخدم لسداد فوائد الدين الخارجي وأقساطه يجب ألا يزيد على خمس حصيلة الصادرات من السلع والخدمات) (زردق، 2009، ص ص 192-193).

وقد زاد الدين العام الخارجي تدريجياً خلال الفترة (2012/2011 – 2017/2016)؛ إذ بلغت قيمته في بداية هذه الفترة 34.9 مليار دولار، ثم تزايدت لتصل إلى 46.1 مليار دولار خلال العام المالي 2015/2014، ثم استمرت في الزيادة حتى وصلت إلى 55.8 مليار دولار في نهاية تلك الفترة. وقد ترتب على هذه الزيادة ارتفاع نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى حوالي 33.6% في نهاية العام المالي 2017/2016 بالمقارنة مع 13.5% في العام المالي 2012/2011، وهو ما يتضح من الشكل رقم (3-8)، والجدول رقم (A-2) بالملحق الإحصائي. ويمكن تفسير الزيادة في هذه النسبة إلى ارتفاع قيمة الدين الخارجي مقوماً بالجنية المصري، وذلك في ضوء التغيرات التي شهدتها سعر الصرف آنذاك (وزارة التخطيط، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي، 2017/2016، ص25).

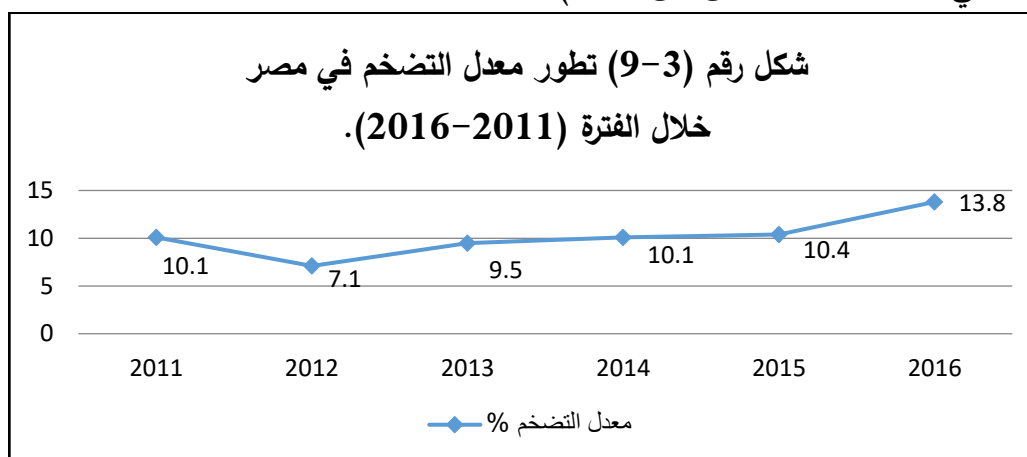


المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.

3-2-1-3 معدل التضخم:

وفيما يتعلق بمعدل التضخم، فقد شهد تذبذباً كبيراً خلال الفترة محل الاهتمام كما هو موضح بالشكل رقم (3-9) حيث سجل 10.1% في بداية هذه الفترة، ثم انخفض في العام التالي ليصل إلى 7.1%، ثم عاود الارتفاع التدريجي مسجلاً 9.5%، 10.4% في العامين الماليين 2014/2013، 2016/2015 على الترتيب، وفي نهاية تلك الفترة وتحديداً في العام المالي 2017/2016 واصل معدل التضخم الارتفاع ليسجل 13.8%. ويرجع الارتفاع الملحوظ في معدلات التضخم خلال تلك الفترة إلى الاضطرابات السياسية والأمنية التي أثرت على المعروض من السلع في الأسواق المحلية، بالإضافة إلى سياسة تحرير سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي في 3 نوفمبر 2016 حيث انخفضت قيمته بشكل كبير من 8.8 إلى 18.02 جنيه مقابل الدولار مما أحدث زيادة كبيرة في تكلفة الواردات، وفي أسعار بعض السلع الغذائية، مثل الدواجن والأرز واللحوم والتي لها وزن نسبي مرتفع (ما يقرب من 11%) في سلة السلع والخدمات التي يُعتمد عليها عند تقدير الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.

وللحد من الاتجاهات التضخمية، فقد اتخذت الحكومة عدة قرارات وإجراءات من شأنها إحداث تخفيض جذري في معدلات التضخم، وترتكز محاورها حول زيادة المعروض من السلع الأساسية، وتوفير المخزون الآمن، فضلاً عن زيادة الدعم المقرر في البطاقات التموينية وتفعيل برامج الحماية الاجتماعية والدعم النقدي المباشر مثل برنامج "تكافل وكرامة" لمعاونة الفئات محدودة الدخل في تحمل أعباء التضخم (وزارة التخطيط، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي، 2017/2016، ص ص 6-52).

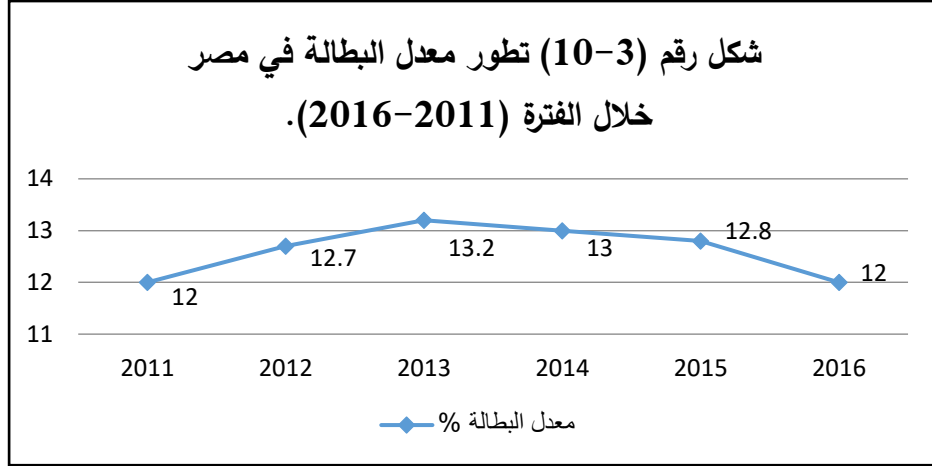


المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

3-1-2-4 معدل البطالة:

أما عن مؤشر البطالة، فقد أدت أحداث الثورة وما تبعها من عدم استقرار واضطرابات فتوية إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كما سبقت الإشارة إليه في موضع سابق من المبحث الحالي. وقد ترتب على ذلك ارتفاع معدل البطالة كنتيجة لانخفاض الطلب على السلع والخدمات (نصير، 2016، ص 116). ومن ثم، فقد شهدت الأعوام المالية (2011/2012، 2012/2013، 2013/2014، 2014/2015) ارتفاعاً في معدل البطالة - كما يتضح من الشكل رقم (3-10) - تأثراً بأحداث الثورة فبلغت 12%، 12.7%، 13.2% على الترتيب. أما العام المالي 2014/2015، فقد أشارت نتائج بحث القوى العاملة الصادر عن الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء إلى تحسن مؤشرات سوق العمل انعكاساً للتحسن في أداء النشاط الاقتصادي؛ حيث ارتفع حجم قوة العمل لتبلغ 27.9 مليون فرد، وبذلك فقد انخفض معدل البطالة إلى 13% من إجمالي قوة العمل مقابل 13.2% خلال الربع المناظر في العام المالي السابق. ومن الجدير بالذكر أن 83.2% من إجمالي المتعطلين من أصحاب المؤهلات، منهم 31% مؤهلات جامعية، و52.2% مؤهلات متوسطة وفوق متوسطة، كما بلغ معدل البطالة بين الشباب (15:29 سنة) نحو 26.6% من

إجمالي قوة العمل. واستمر معدل البطالة في الانخفاض ليصل في نهاية تلك الفترة وبالتحديد في العام المالي 2017/2016 إلى 12%.



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

3-1-2-5 ميزان المدفوعات:

وقد أسفرت معاملات الاقتصاد المصري مع العالم الخارجي عن تحقيق فائضاً كلياً، بلغ 237 مليون دولار خلال السنة المالية 2013/2012 مقابل عجزاً كلياً قدره 11.3 مليار دولار خلال السنة المالية 2012/2011. كما تصاعد صافي التدفق للداخل بميزان المعاملات الرأسمالية والمالية ليصل إلى نحو 9.7 مليار دولار، مقابل صافي تدفق للداخل بلغ مليار دولار للعام المالي السابق. ويعود تراجع العجز في ميزان المعاملات الجارية إلى ارتفاع صافي التحويلات بدون مقابل؛ وذلك من خلال تحويلات العاملين بالخارج والتي بلغت نحو 18.7 مليار دولار، أما صافي التحويلات الرسمية فبلغت 835.6 مليون دولار كمنح وهبات للحكومة المصرية (البنك المركزي المصري، 2013/2012، ص79).

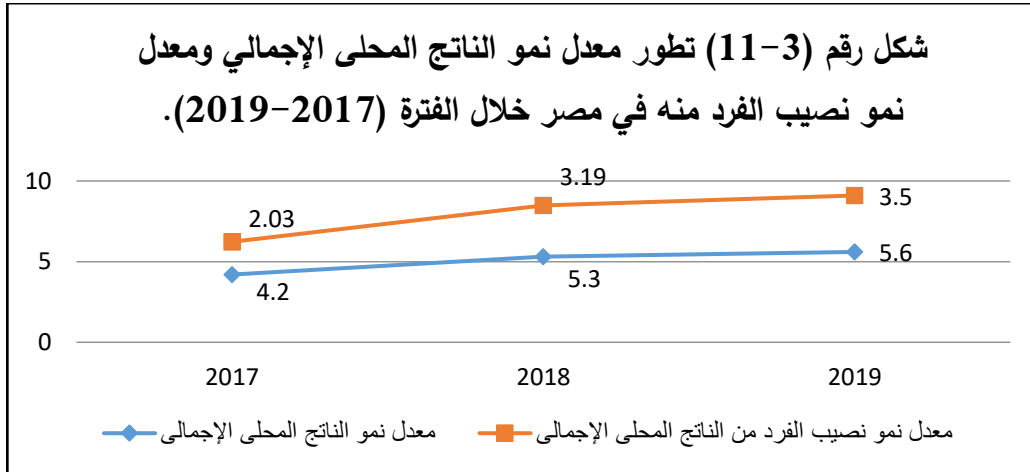
أما في العام المالي 2014/2013، فقد حقق ميزان المدفوعات فائضاً كلياً قدره 1.5 مليار دولار مقابل 237 مليون دولار في العام المالي السابق، ومن العوامل الأساسية التي ساهمت في تراجع عجز حساب المعاملات الجارية زيادة صافي التحويلات الجارية بدون مقابل لتصل إلى 30.4 مليار دولار، حيث جاء من التحويلات الرسمية 11.9 مليار دولار مقابل 835.6 مليون دولار من خلال المنح والهبات النقدية والسلعية الواردة إلى الحكومة المصرية من بعض الدول العربية (البنك المركزي المصري، 2014/2013، ص73). وفي العام المالي 2016/2015، حقق ميزان المدفوعات المصري عجزاً كلياً وصل إلى 2.8 مليار دولار، مقابل فائض كلي بلغ 3.7 مليار دولار خلال العام المالي السابق. وقد ارتبط تصاعد العجز في حساب المعاملات الجارية الذي جاء محصلة لتحقيق الميزان التجاري عجزاً بلغ نحو 38.7 مليار دولار، مقابل 39.1 مليار دولار، وذلك لتراجع المدفوعات عن الواردات السلعية، كذلك حصيلة

الصادرات السلعية، إلى جانب تراجع صافي التحويلات الجارية بدون مقابل (البنك المركزي المصري، 2016/2015، ص71).

3-1-3: الفترة الثالثة الممتدة من عام 2017 إلى عام 2019:

3-1-3-1 معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي:

شهد الاقتصاد المصري العديد من التطورات الإيجابية الهامة منذ تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016، وهو ما أدى إلى بوادر تحسن في عدد من مؤشرات الاقتصاد الكلى على المدى القصير والمتوسط، وبما يُنبئ بتحقيق التنمية المرجوة على المدى الطويل والتي يُتوقع أن تنعكس آثارها على تحسن مستوى معيشة الأفراد، وزيادة معدلات التشغيل، وخلق فرص عمل حقيقية (وزارة المالية، 2018/2017، ص4). ويوضح الشكل رقم (3-11) تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو نصيب الفرد منه. وقد بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي 4.2% في العام المالي 2018/2017 مقارنة بـ 2.9% في العام المالي 2015/2014، مما انعكس بالزيادة على متوسط نصيب الفرد من الناتج، حيث ارتفع من 0.62% في العام المالي 2015/2014 إلى 2.03% في العام المالي 2018/2017. واستمر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في التزايد إلى أن وصل إلى 5.6% في العام المالي 2020/2019، الأمر الذي ساهم في زيادة معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 3.5%.



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي.

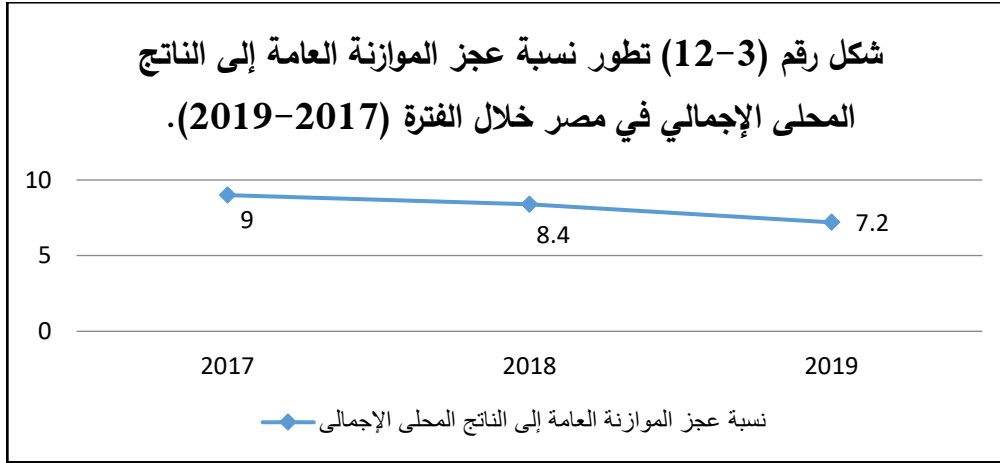
وترجع طفرة النمو في الناتج المحلي الإجمالي خلال تلك الفترة إلى النمو في 6 قطاعات، شكلت حوالي 77% منه خلال العام المالي 2018/2017، وتمثلت أهم هذه القطاعات في قطاع الاستخراجات بنسبة 15.8%، والصناعة التحويلية بنسبة 12.2%، وقطاع التشييد والبناء بنسبة 10.3%، إلى جانب قطاعات تجارة الجملة والتجزئة بنسبة 9.6% والأنشطة العقارية بنسبة 7% وقطاع الزراعة بنسبة 6.8% (دراج والنمر، 2019، ص4).

وبالنظر إلى مساهمة القطاعات في نمو الناتج المحلي الإجمالي، نجد أن القطاعات الرئيسية هي التعدين وعائدات قناة السويس والسياحة وتحويلات العاملين في الخارج، والتي يمكن وصفها بالريعية، كما تهيمن عليه القطاعات التي تعتمد على الاستهلاك بشكل كبير، وعليه يمكن القول بأنه بالرغم من زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2018/2017 - 2020/2019)، إلا أن النمو الاقتصادي الحالي لا يمكن وصفه بالنمو المُستدام. وبالتالي فمعدل النمو الحالي يغيب عنه الهدف الرئيس من تحقيق النمو، وهو رفع مستوى معيشة الأفراد؛ إذ لا يزال المواطن يعاني من ارتفاع معدلات التضخم، وتدنى مستوى التعليم والرعاية الصحية وخدمات النقل (دراج والنمر، 2019، ص4).

3-1-3-2 عجز الموازنة العامة والدين العام:

وفيما يتعلق بالمالية العامة للدولة، كما يتضح من الجدول رقم (A-2) بالملحق الإحصائي، فقد قُدرت إيرادات الموازنة للعام المالي 2020/2019 بنحو 1134424 مليون جنيه بزيادة قدرها 313289 مليون جنيه عن إيرادات العام المالي 2018/2017، بينما بلغت النفقات العامة 1574559 مليون جنيه بزيادة قدرها 330151 مليون جنيه عن العام المالي 2018/2017. وترجع الزيادة في النفقات العامة خلال تلك الفترة إلى زيادة بند الأجور، والتكاليف المرتبطة بالقرارات الرئاسية لتحسين أوضاع العاملين بالجهاز الإداري للدولة، ومتطلبات إدارة دولا ب العمل الحكومي من سلع وخدمات، فضلاً عن ارتفاع تكلفة خدمة الدين العام (وزارة المالية، 2020/2019، ص71).

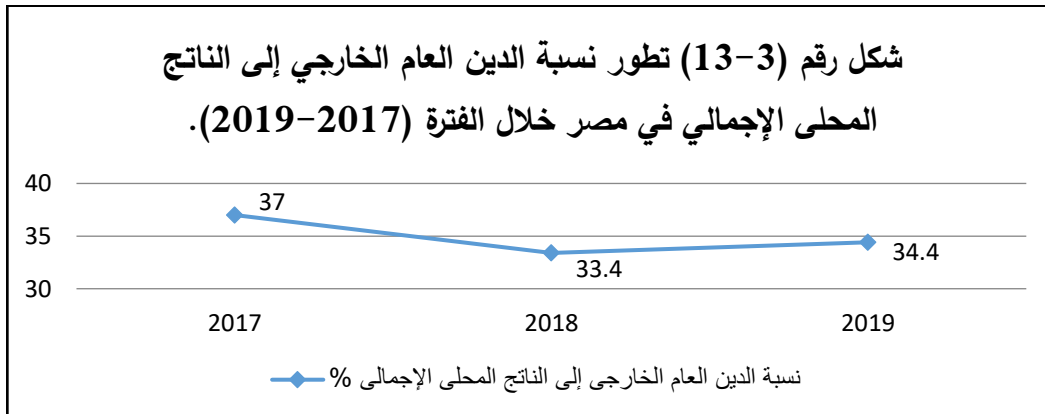
وبمقارنة الإيرادات العامة بالنفقات العامة خلال تلك الفترة، نجد زيادة عجز الموازنة من 423273 مليون جنيه في العام المالي 2018/2017 إلى 440135 مليون جنيه في العام المالي 2020/2019. وتجدر الإشارة إلى انخفاض نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال تلك الفترة مقارنة بالفترتين السابقتين؛ حيث انخفضت من 9% في العام المالي 2018/2017 إلى 8.4% في العام المالي التالي مباشرة، ثم إلى 7.2% في العام المالي 2020/2019، وهو ما يتضح من الشكل رقم (3-12). ويشير هذا التراجع في العجز إلى تحسن الجدارة الائتمانية للإدارة الحكومية (وزارة المالية، التقرير السنوي، سنوات مختلفة).



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لوزارة المالية، سنوات مختلفة.

وبتتبع مسار الدين العام الخارجي من خلال الشكل رقم (3-13)، فقد استمر في الزيادة في الفترة الأخيرة حيث بلغت قيمته حوالي 79 مليار دولار في العام المالي 2018/2017 بما يشكل ما نسبته 37% من الناتج المحلي الإجمالي، ثم ارتفع في العام التالي حتى وصل إلى 92.6 مليار دولار وبنسبة 33.4% من الناتج المحلي الإجمالي، وواصل الارتفاع مرة أخرى ليصل إلى 109.3 مليار دولار وبنسبة 34.4% من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بنهاية العام المالي 2020/2019.

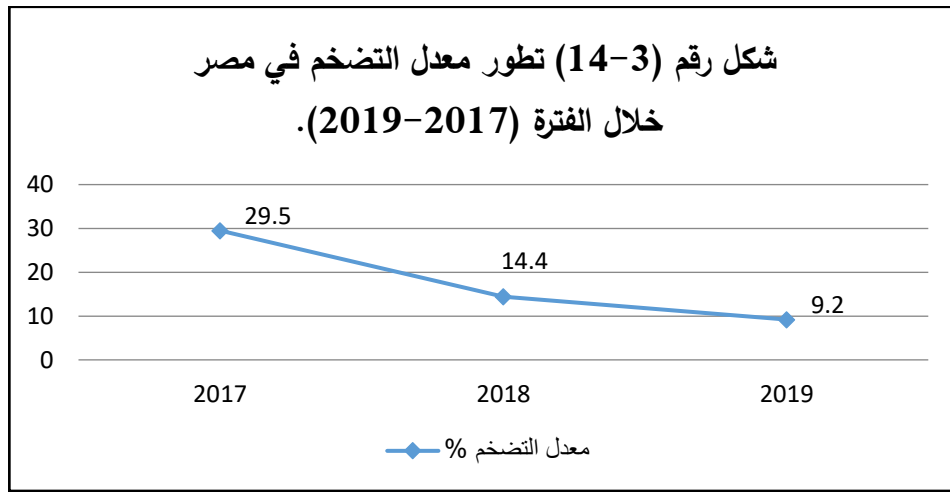
وقد جاءت زيادة الدين العام الخارجي نتيجة لارتفاع صافي المُستخدم من القروض والتسهيلات بنحو 1.7 مليار دولار، وانخفاض أسعار صرف معظم العملات أمام الدولار الأمريكي بنحو 1.1 مليار دولار. وقد أظهرت المؤشرات تراجع نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ 34.4% في نهاية سبتمبر للعام المالي 2020/2019، وهي في الحدود الآمنة وفقاً للمعايير الدولية (البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، سنوات مختلفة).



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.

3-1-3 معدل التضخم:

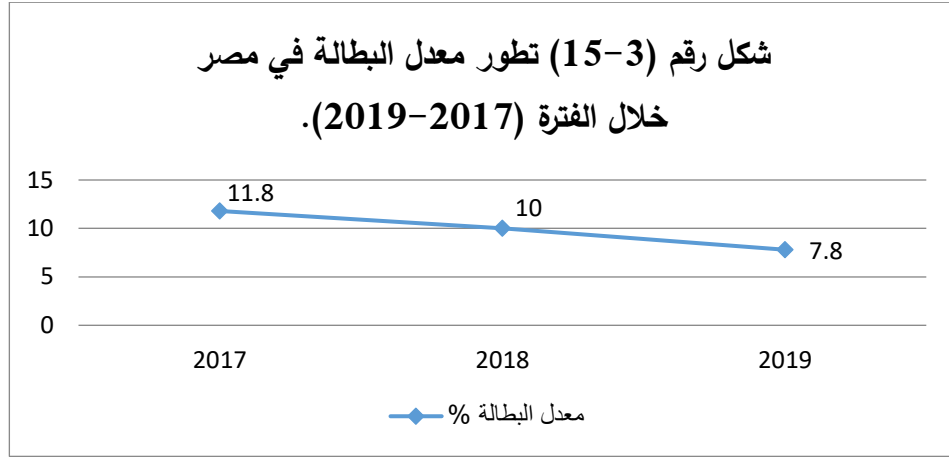
وقد شهد معدل التضخم تراجعاً ملحوظاً خلال الفترة محل التحليل كما هو موضح بالشكل رقم (3-14)؛ حيث وصل إلى 9.2% خلال العام المالي 2020/2019 مقارنة بـ 29.5% خلال العام المالي 2018/2017. ويُمكن تفسير ذلك الانخفاض بتبني الحكومة لعدة اجراءات لاحتواء الضغوط التضخمية؛ ومنها زيادة الدعم والمنح والمزايا الاجتماعية في إطار الموازنة العامة للدولة بنسبة 18.9%، وذلك بغرض دعم شبكات الأمان الاجتماعي للأسر الفقيرة والفئات الأولى بالرعاية، لحماية ما يقرب من 15 مليون أسرة، مما ساهم في ارتفاع نسبة الأسر المستفيدة من برنامج الدعم النقدي لتصل إلى 3.8 مليون أسرة (وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي 2018/2017، ص6).



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

3-1-3-4 معدل البطالة:

وفيما يخص مستويات التشغيل والبطالة، فقد تم توفير نحو 474 ألف فرصة عمل جديدة بنهاية الربع الرابع من العام المالي 2018/2017 ليصل عدد المشتغلين إلى 26 مليون عامل، مما ساهم في تراجع معدلات البطالة من 12.7% في العام المالي 2017/2016 إلى 11.8% في العام المالي 2018/2017، وقد واصل معدل البطالة الانخفاض إلى أن وصل إلى 10%، 7.8% في العامين الماليين (2019/2018، 2020/2019) على الترتيب كما هو موضح بالشكل رقم (3-15). وتجدر الإشارة إلى أن هناك تفاوتات نوعية وعمرية بين هذه المعدلات، تستوجب التصدي الحاسم لمعالجتها في إطار جهود الدولة لاستهداف معالجة الاختلالات في مستويات الدخل، ولتعزيز المردود الاقتصادي والاجتماعي من الاستثمارات الموجّهة لتنمية رأس المال البشري (وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي 2018/2017، ص6).



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

3-1-3-5: ميزان المدفوعات:

وفيما يتعلق بعلاقة مصر بالعالم الخارجي، فقد أسفرت تطورات ميزان المعاملات الجارية وميزان الحساب الرأسمالي والمالي عن تحقيق فائض في الميزان الكلي قدره 12.8 مليار دولار ونسبة 5.1% من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بنهاية العام المالي 2018/2017. وقد انعكست هذه التطورات الإيجابية في حجم الاحتياطيات الدولية من النقد الأجنبي لدى البنك المركزي والتي نمت بصورة مطردة لتبلغ 44.5 مليار دولار بنهاية أكتوبر 2018، مما يسمح بتغطية الواردات السلعية لفترة تصل إلى ثمانية أشهر ونصف، مقارنة بفترات تغطية كانت لا تتجاوز ثلاثة أو أربعة أشهر في فترات سابقة (يونيو - نوفمبر 2016). وقد شهدت معاملات الاقتصاد المصري مع العالم الخارجي خلال الربع الأول من العام المالي 2020/2019 فائضاً كلياً في ميزان المدفوعات بلغ 227.3 مليون دولار، ويرجع ذلك من ناحية إلى تراجع عجز حساب المعاملات الجارية بمقدار 629.8 مليون دولار ليصل إلى 1.4 مليار دولار كنتيجة لتراجع عجز الميزان التجاري غير البترولي، وارتفاع التحويلات الجارية، ومن ناحية أخرى، فقد حققت المعاملات الرأسمالية والمالية صافي تدفق للداخل قدره 657.9 مليون دولار (البنك المركزي المصري، يناير 2020).

المبحث الثاني

(2-3) تطور السياسة النقدية في مصر

مقدمة:

تُعد السياسة النقدية إحدى السياسات الاقتصادية الرئيسية المستخدمة في تحقيق النمو والاستقرار. وبالرغم من ذلك، فإنها تختلف من حيث التطبيق من دولة إلى دولة أخرى حيث متغيرات كل دولة؛ فنظرة الدول النامية للسياسة النقدية تختلف عن نظرة الدول المتقدمة من حيث الأهداف، إذ ترى الدول المتقدمة أن هدف السياسة النقدية يتمثل في تحقيق الاستقرار النقدي، وخفض معدلات التضخم. في حين ترى الدول النامية أن هدف السياسة النقدية أبعد من ذلك ممثلاً في تحقيق النمو الاقتصادي، والاستقرار النقدي، وخفض معدلات البطالة، واستقرار أسواق صرف العملات (محمد، 2017، ص 486).

ويعرض المبحث الحالي ملامح السياسة النقدية في مصر، وذلك بالتركيز على الفترة الممتدة من عام 2003 إلى عام 2019 والتي يمكن تقسيمها _ كما سبق القول _ إلى ثلاث فترات زمنية، وهي على النحو التالي:

الفترة الأولى تمتد من عام 2003 إلى عام 2010

الفترة الثانية تمتد من عام 2011 إلى عام 2016

الفترة الثالثة تمتد من عام 2017 إلى عام 2019

3-2-1: تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2010):

شهدت هذه الفترة تطورات عدة في سياسات سعر الصرف وتوجهات السياسة النقدية؛ فوفقاً لأحكام قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد الصادر بالقانون رقم 88 لسنة 2003، أصبح الهدف الرئيس للسياسة النقدية هو العمل على تحقيق الاستقرار في الأسعار وسلامة الجهاز المصرفي، وذلك في إطار السياسة الاقتصادية للدولة. وتطبيقاً لأحكام هذا القانون، قام البنك المركزي بتنفيذ العديد من الخطوات المؤسسية والتنفيذية للمساعدة في صياغة وتنفيذ وتقييم السياسة النقدية تمهيداً لتبني سياسة استهداف التضخم Inflation targeting. وقد كان تعويم الجنيه المصري في يناير 2003 أولى تلك الخطوات، مما أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في المبحث الأول من الفصل الحالي (Ahmed, 2011, p 46 & بسيوني، 2016، ص 129 & النقيب، 2017، ص 147). ومن ثم، يتم عرض أهم أهداف وأدوات السياسة النقدية التي تم تطبيقها فضلاً عن تحليل لأهم مكونات السيولة المحلية خلال الفترة محل الاهتمام على النحو التالي:

3-2-1 أهداف وأدوات السياسة النقدية خلال الفترة (2003-2010):

تمثل الهدف الأساسي للسياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي من خلال تخفيض معدلات التضخم بالإضافة إلى سلامة النظام المصرفي. وبعد اعلان البنك المركزي عن عزمه التحول نحو استهداف التضخم في يونيو 2005، أصبح تحقيق هدف الاستقرار النقدي هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية. وقد اتخذ البنك المركزي العديد من الإجراءات لتحقيق هذا الهدف المنشود على النحو التالي:

1- إنشاء سوق صرف بين البنوك في ديسمبر 2004، الأمر الذي ترتب عليه انخفاض سعر صرف الجنية المصري، مما أدى إلى انخفاض معدل التضخم مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلكين من 16.5% إلى 4.8% في عامي 2004 و2005.

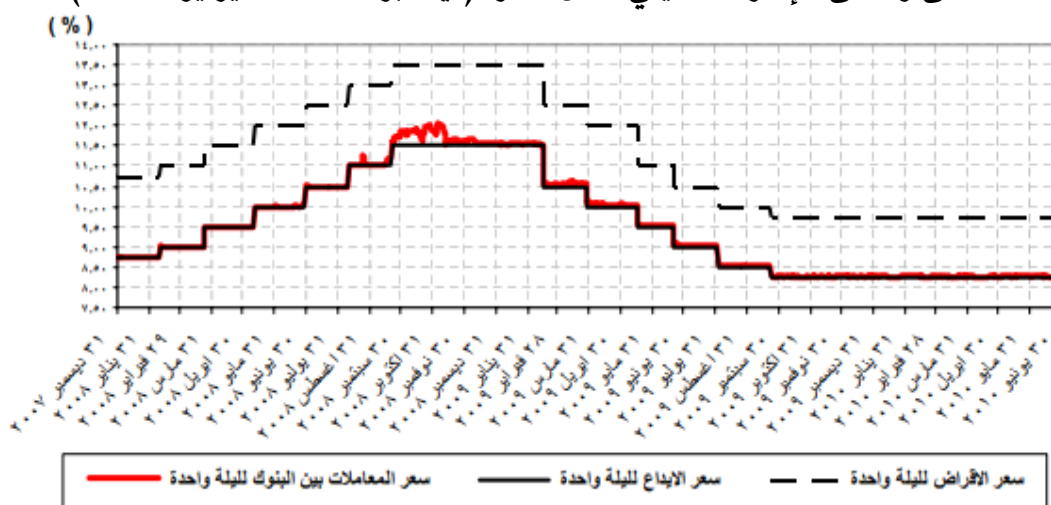
2- تقديم البنك المركزي برنامجاً شاملاً وبعيد المدى لإصلاح القطاع المصرفي والمالي في عام 2004 بهدف تحسين مؤشرات السلامة المالية. وقد ترتب على تلك الإجراءات حدوث استقرار نسبي للسيولة بالقطاع المصرفي ولاسيما في فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية 2008.

3- تشكيل لجنة السياسة النقدية في العام المالي (2004 / 2005) بهدف تحسين عمل آليات السياسة النقدية. وتتكون من تسعة أعضاء من مجلس إدارة البنك المركزي، وتختص في اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية، وتجتمع كل ستة أسابيع، فتُعرض على اللجنة التقارير والدراسات الاقتصادية التي يعدها قطاع السياسة النقدية في البنك المركزي المصري، وتتناول آخر التطورات النقدية والائتمانية، كما تُقدر كافة المخاطر المرتبطة باحتمالات التضخم ومن ثم امكانية انتهاج سياسة نقدية استباقية.

4- تغيير الهدف التشغيلي من خلال تبني سعر الفائدة على الإقراض أو العائد على المعاملات بين البنوك ليلية واحدة كهدف تشغيلي بدلاً من مستوى الاحتياطيات الإضافية، وذلك بدءاً من يونيو 2005. وعليه، فقد قام البنك المركزي المصري بإنشاء إطار تشغيلي جديد لأسعار الفائدة عُرف باسم "نظام الكوريدور corridor system". وهذا النظام يشمل سعرين للعائد أو الفائدة ليلية واحدة في تعاملات البنك المركزي مع البنوك التجارية أحدهما للإيداع، والآخر للإقراض. ويمثل سعر عائد الإقراض ليلية واحدة حده الأقصى، وسعر عائد الإيداع ليلية واحدة حده الأدنى، وتتولى لجنة السياسة النقدية مسؤولية تحديد كلا المستويين. وطبقاً لهذا النظام، يتم تفعيل استخدام الأدوات التشغيلية لامتناس أو ضخ السيولة في إطار جدول زمني واضح يتسم بالشفافية. وقد نجح هذا النظام في التغلب على تقلبات أسعار العائد بين البنوك ليلية واحدة بعدما كانت تتراوح ما بين 6-14% قبل الإعلان عن هذا الإطار الجديد. وفي هذا السياق فقد تحسنت مرونة أسعار الفائدة البنكية،

وأصبحت الأداة التشغيلية السعرية هي التي تقوم بضبط تحركات السيولة المحلية بكفاءة أعلى من الأداة الكمية (الاحتياطيات الاضافية)، لما تتمتع الأولى به من مرونة التعديل من قبل البنك المركزي وفقاً لاتجاهات السياسة النقدية. ويوضح الشكل رقم (3-16) تحركات سعر العائد على المعاملات لليلة واحدة بين البنوك والحدين الأقصى والأدنى للإطار التشغيلي خلال الفترة (ديسمبر 2007 - يونيو 2010) (Ahmed, 2011, p48) & البنك المركزي المصري، 2013، ص13).

شكل رقم (3-16) تحركات سعر العائد على المعاملات لليلة واحدة بين البنوك والحدين الأقصى والأدنى للإطار التشغيلي خلال الفترة (ديسمبر 2007 - يونيو 2010).



المصدر: البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد الخمسون، العدد الرابع.

وفيما يتعلق بتطور الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية خلال تلك الفترة، فقد قام البنك المركزي باستخدام أدوات نقدية جديدة لإدارة وتوجيه السيولة من خلال الاعتماد على عمليات السوق المفتوحة والتي تستهدف قيام البنك المركزي بامتصاص أو ضخ سيولة اضافية لدى البنوك للتأثير في قدرتها على منح الائتمان. فمنذ عام 2004 قام البنك المركزي بتفعيل سوق الائتمان الدولي لإدارة المعاملات بين البنوك بالعملة الأجنبية، مما أدى إلى استقرار حركة السيولة المحلية. وفي إطار عمليات السوق المفتوحة خلال تلك الفترة وبالتحديد منذ عام 2005، فقد استخدم البنك المركزي المصري الأدوات التاليتين: (أحمد وأحمد، 2015، ص ص122-123 & الجزار، 2018، ص ص 52-53 & البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2003/2002، ص21)

- اتفاقيات إعادة شراء أذون الخزنة Repo: وتستخدم لضخ السيولة في البنوك، وهنا يقوم البنك المركزي بشراء أذون الخزنة لمدة زمنية محددة، مع الاتفاق على أن البائع سيقوم بإعادة الشراء منه في نهاية المدة. وقد كانت مدة الاتفاقية لا تتجاوز أسبوعاً في

بداية استخدام تلك الآلية، إلا أنه اعتباراً من يونيو 2012 تم طرح اتفاقيات أطول أجلا (28 يوم).

- **مزادات قبول الودائع:** ويحدد البنك المركزي بموجب تلك الآلية حجم الودائع التي يرغب في ربطها لديه، وتاريخ وأجل استحقاقها، وتتقدم البنوك بعطاءاتها محددة الكمية التي تعرض ايداعها لديه وسعر الفائدة المقبول لها. ويتم انتهاء العملية بانتهاء الكمية المعلن عنها. وقد بدأ طرح تلك العطاءات لأول مرة في سبتمبر 2002، وشكلت تدريجياً الأداة الرئيسية التي يستخدمها البنك المركزي كلما أراد امتصاص فائض السيولة لدى البنوك.

وتمثلت الأدوات الأخرى التي استخدمها البنك المركزي المصري خلال تلك الفترة في العمليات العكسية لإعادة شراء أذون الخزانة Reverse Repos وعمليات البيع النهائي للأذون Outright Sale، كما حاول البنك المركزي في عام 2005 إصدار أدوات جديدة بعيداً عن أذون الخزانة، يتم بيعها بيعاً نهائياً للبنوك مثل "شهادات إيداع البنك المركزي" لأجل تصل إلى سنة، و"صكوك البنك المركزي المصري" لأجل تزيد عن سنة وتصل إلى سنتين (البنك المركزي المصري، 2004/2003، ص 16).

وفيما يتعلق بكل من سعر الخصم وسعر الفائدة على الإقراض، فقد قام البنك المركزي بتخفيض سعر الخصم تدريجياً خلال الفترة المشار إليها باستثناء عام 2008 كما قام بتخفيض سعر الفائدة على الإقراض بشكل تدريجي من بداية الفترة وحتى نهاية 2009. ومن الجدير بالذكر أن هذه الإجراءات تعتبر مؤشراً على توسع السياسة النقدية خلال هذه الفترة وهو ما يتعارض مع هدف تحقيق الاستقرار النقدي وتخفيض معدلات التضخم الذي أعلنه البنك المركزي في بداية الفترة محل التحليل (أحمد وأحمد، 2015، ص 302).

3-2-1-2 تطور السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1:

تتكون السيولة المحلية M2 من المعروض النقدي وأشباه النقود على النحو التالي:

1- **المعروض النقدي (كمية وسائل الدفع الجارية)**، ويضم النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي أي لدى الجمهور، والودائع الجارية غير الحكومية بالعملة المحلية لدى كافة وحدات الجهاز المصرفي المصري (مطروحاً منها أرصدة الشيكات والحوالات المشتركة).

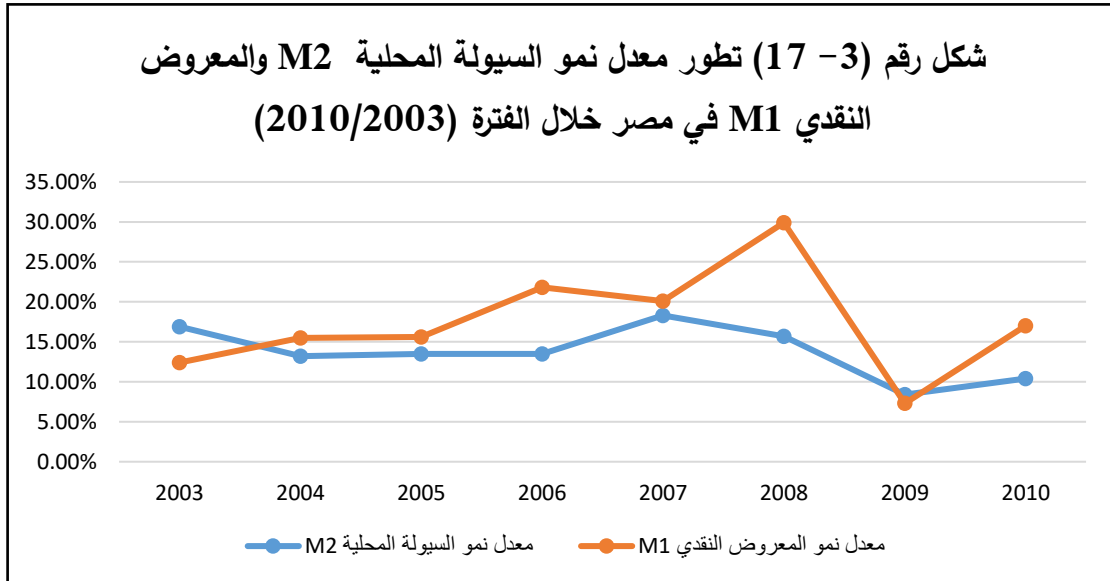
2- **أشباه النقود**، وتتكون من الودائع غير الجارية غير الحكومية بالعملة المحلية، والودائع بالعملات الأجنبية غير الحكومية الجارية (مطروحاً منها الشيكات والحوالات المشتركة) وغير الجارية لدى كافة وحدات الجهاز المصرفي.

وتوضح البيانات الواردة بالجدول رقم (A-3) ارتفاع الأهمية النسبية لأشباه النقود بالنسبة لمكون المعروض النقدي حيث تراوحت نسبة المعروض النقدي إلى إجمالي السيولة المحلية بين 17.4% و 23.3% خلال الفترة محل الاهتمام. وتظهر متابعة تطور مكونات السيولة المحلية الواردة بالجدول المشار إليه نمو حجم السيولة المحلية من 384.3 مليار جنية في عام 2003 إلى 917.5 مليار جنية في عام 2010، بمقدار 533.2 مليار جنية وبمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالي 13.75% خلال فترة التحليل. وتمثل هذه الزيادة في السيولة المحلية نمو كل من المعروض النقدي، والودائع الجارية بالعملة المحلية بمتوسط معدل نمو 15.7%، 21.5% على الترتيب، في حين سجلت أشباه النقود معدلاً متوسطاً يُقدر بحوالي 12.8%.

ويوضح الشكل رقم (3-17)، وبيانات الجدول رقم (A-3) بالملحق الإحصائي، تطور معدلات كل من السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1. وكما هو موضح بالشكل، فقد شهدت بداية تلك الفترة انخفاضاً في معدل نمو السيولة المحلية من 16.9% إلى 13.2% بين عامي 2003 و 2004، بينما ارتفع معدل نمو المعروض النقدي من 12.4% إلى 15.5% في العامين المذكورين على الترتيب. ويرجع انخفاض معدل النمو في السيولة المحلية إلى انخفاض معدل نمو أشباه النقود من 17.9% إلى 12.7% بينما ازداد المعروض النقدي M1 كنتيجة لارتفاع معدل نمو الودائع الجارية والنقد المتداول خارج الجهاز المصرفي حيث ارتفعت قيمة هذين المعدلين من 8.2% إلى 14.4% ومن 14.1% إلى 15.9% على الترتيب.

وقد شهد هذين العامين ارتفاعاً حاداً في معدلات التضخم على النحو الموضح في المبحث الأول من الفصل الحالي. وقد ترتب على ذلك قيام السلطات النقدية باستخدام علميات السوق المفتوحة لامتناس فائض السيولة لدى البنوك مما أدى إلى حدوث استقرار في معدل نمو السيولة المحلية خلال الفترة (2004-2006) مع ارتفاع المعروض النقدي من 15.6% إلى 21.8% بين عامي 2005 و 2006 كنتيجة لارتفاع معدل نمو الودائع الجارية والنقد المتداول خارج الجهاز المصرفي من 23% إلى 31.4% ومن 12.7% إلى 17.8% على الترتيب في العامين المذكورين كما هو موضح بالجدول رقم (A-3) بالملحق الإحصائي. وقد نجحت إجراءات امتناس السيولة في خفض معدلات التضخم من 16.4% إلى 7.7% بين عامي 2004 و 2006 كما هو موضح في المبحث الأول من الفصل الحالي. ويمكن تفسير نجاح السياسة النقدية في ذلك على الرغم من ارتفاع معدل النمو في المعروض النقدي بانخفاض نسبة المعروض النقدي إلى إجمالي السيولة المحلية على النحو المشار إليه سابقاً.

وقد أدى ارتفاع معدل نمو السيولة المحلية إلى 18.3% في عام 2007 مصحوباً بالصدمات الداخلية والخارجية والمتمثلة في كل من انخفاض قيمة دعم المنتجات البترولية وأثار أنفلونزا الطيور، وارتفاع الأسعار العالمية للمواد الغذائية، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار المواد البترولية في عام 2008، إلى ارتفاع معدلات التضخم لتصل إلى 18.3% بنهاية عام 2008. أضف إلى ذلك، فقد تعرض القطاع المصرفي خلال العام المالي (2009 / 2010) إلى أزمة فائض سيولة، ولاسيما في ظل الركود العالمي الذي ساد في غمار الأزمة المالية العالمية 2008 مما دفع البنك المركزي لإصدار قرارات متتالية بزيادة أسعار الفائدة. وبالإضافة إلى ذلك، فقد استمر البنك المركزي في إجراء عمليات تعقيم للفائض الهيكلية في السيولة لدى الجهاز المصرفي، وذلك باستخدام مزادات ربط ودائع البنوك، وهو ما أدى إلى تراجع معدل نمو السيولة المحلية إلى 15.7% ثم إلى 10.4% في عامي 2008، 2010 على الترتيب كنتيجة لتراجع معدل النمو في أشباه النقود على النحو الموضح في الجدول رقم (3-أ).



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.

3-2-2: تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2011-2016):

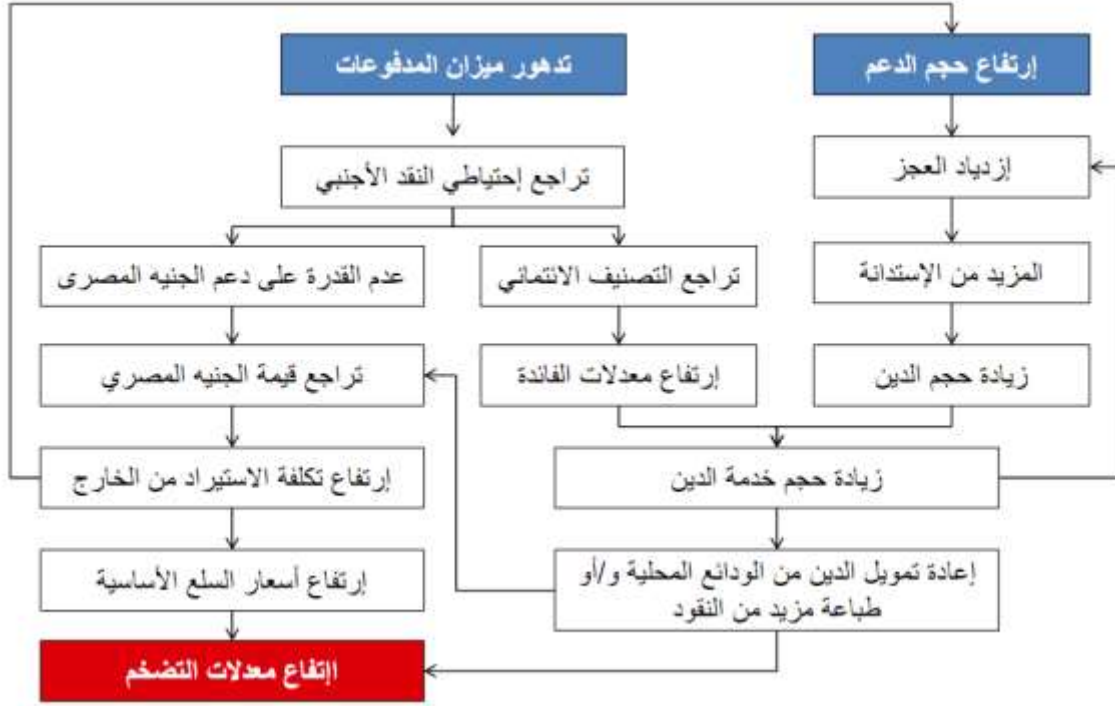
3-2-2-1 أهداف وأدوات السياسة النقدية خلال الفترة (2011-2016):

تمثل الهدف الأساسي للسياسة النقدية في تحقيق استقرار الأسعار للوصول بمعدل التضخم إلى مستوى ملائم يساهم في دعم الاستثمار ويحفز النمو الاقتصادي فضلاً عن تحقيق استقرار سعر الصرف، وتوفير السيولة. وعلى الرغم من ذلك، فقد أدى حدوث ثورة 25 يناير 2011 - وما أعقبها من عدم الاستقرار السياسي والأمني، وهروب رؤوس الأموال الأجنبية،

والتراجع الملحوظ في كل من تدفقات الاستثمار الأجنبي والنشاط السياحي - إلى حدوث أزمة اقتصادية على النحو المبين في الشكل رقم (3-18). وكما هو موضح بالشكل، فقد كان لتداعيات الثورة مسارين لهما تأثير مباشر على توجهات السياسة النقدية. وقد تمثل المسار الأول في الأثر على جانب الاستقرار المالي، حيث تمخض عن الثورة حدوث حالة من التراجع العام انعكست على العديد من مؤشرات الأداء الاقتصادي. فوفقاً لتقرير الموازنة العامة لوزارة المالية 2014/2013؛ شهدت معدلات النمو الاقتصادي الحقيقية تراجعاً كبيراً، حيث انخفضت من 5.1% في العام المالي 2010/2009 إلى ما يقرب من 2% في المتوسط خلال عامي 2011 و2012. وقد ترتب علي ذلك ارتفاع معدل البطالة ليصل إلى 13% في عام 2012 مقارنة بـ 9% في عام 2011، ناهيك عن ارتفاع نسبة العجز الكلي للموازنة العامة قياساً بالنواتج المحلي الإجمالي من 8.1% في العام المالي 2010/2009 إلى 9.8% في العام المالي 2011/2010 ثم إلى 10.8% في العام المالي 2012/2011، مما عمل على زيادة حدة الاقتراض الحكومي من البنوك لتغطية عجز الموازنة العامة للدولة في الفترة من يوليو 2012 إلى مارس 2013، وهو ما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة (91 يوم) إلى 14% في سبتمبر 2012 مقارنة بـ 11.5% في منتصف 2009 (الجزار، 2018، ص75 & الغيطاني ورخا، 2013، ص6 & بسيوني، 2016، ص132).

أما المسار الثاني فقد تمثل في الأثر على ميزان المدفوعات؛ فتراجع الدخل من قطاع السياحة بنحو 30% سنوياً، بالإضافة إلى انحسار الاستثمارات الأجنبية المباشرة كلياً خلال العامين 2011 و2012 مما أدى إلى زيادة قيمة عجز ميزان المدفوعات بمقدار 8 مليار دولار خلال الفترة من يوليو 2012 وحتى ديسمبر من نفس العام، مما عمل على نقص المعروض الدولارى مما اضطر البنك المركزي إلى السحب من الاحتياطيات النقدية الأجنبية لدعم قيمة الجنية. وقد ترتب على ذلك انخفاض الاحتياطي النقدي من 36 مليار دولار في يناير 2011 إلى 15 مليار دولار في ديسمبر 2012. بالإضافة إلى ذلك، فقد انخفضت قيمة الجنية بمعدل 15% إلى أن وصل سعر الصرف الرسمي للدولار إلى 7 جنيهاً في إبريل 2013، وهو ما ساهم في ظهور "السوق الموازية للصرف الأجنبي" (الغيطاني ورخا، 2013، ص6 & بسيوني، 2016، صص 132-133).

شكل رقم (3-18) مسار الأزمة الاقتصادية عقب ثورة 25 يناير 2011



المصدر: الغيطاني، إبراهيم ورخا، أنس (2013)، تقييم السياسة النقدية في مصر بعد ثورة يناير، المركز المصري للدراسات والمعلومات، ص7.

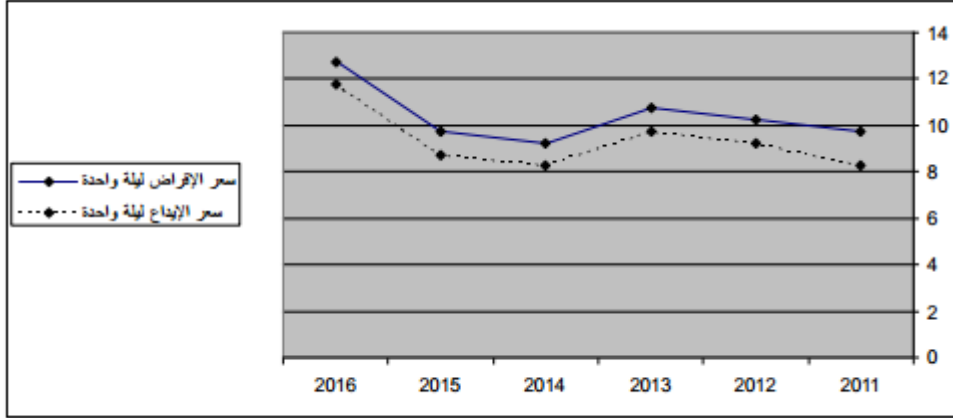
وقد تمثلت أهم الاجراءات التي اتخذها البنك المركزي في أعقاب الثورة وخلال الفترة محل التحليل فيما يلي (سليمان، 2013، ص ص37-49؛ الجزار، 2018، ص ص77-78؛ الغيطاني ورخا، 2013، ص7).

- 1- قرار إغلاق البنوك لفترة مؤقتة بسبب الاعتبارات الأمنية.
- 2- التأكيد على قوة وسلامة الجهاز المصرفي والالتزام الكامل بالحفاظ على أموال المودعين.
- 3- الاستجابة لمطالب العاملين بالقطاع المصرفي بزيادة الرواتب ووضع حد أدنى للمرتبات بعد ثورة 25 يناير.
- 4- مراجعة وإحكام تطبيق قواعد الحوكمة الدولية الخاصة بالبنوك العاملة بالقطاع المصرفي والبنك المركزي المصري.
- 5- آليات إدارة الأزمة وإحكام الرقابة على البنوك خاصة فيما يتعلق بالملاءة المالية من خلال استخدام أدوات تحليلية متطورة لتقييم الاستقرار المالي وإجراء اختبارات الضغوط ومتابعة مؤشرات السلامة المالية للبنوك وتعزيز مؤشرات مخاطر الائتمان.
- 6- مزيد من الشفافية والافصاح فيما يتعلق بأداء القطاع المصرفي وآليات البنك المركزي المصري في أعقاب ثورة 25 يناير.

- 7- اجراءات استثنائية فيما يتعلق بقروض التجزئة والمؤسسات وإعادة تقييم المخاطر.
- 8- تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني في 20 مارس 2012 من 14% إلى 12%، ثم إلى 10% في 22 مايو 2012. وذلك بهدف اعادة سيولة اضافية وتشجيع البنوك على زيادة الائتمان المصرفي لدعم القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- 9- تدشين آلية العطاءات الدولارية - في ديسمبر 2012 - بغرض طرح عطاءات دورية لشراء وبيع الدولار للبنوك، وذلك للمحافظة على النقد الأجنبي وترشيد استخداماته، وبصفة خاصة بعد الانخفاض البالغ في مستوى الاحتياطات الأجنبية، لكن بالنظر إلى الواقع لم تحقق تلك الآلية الهدف المرجو منها، وذلك بسبب اتجاه تجار العملة وكبار المستوردين إلى امتصاص تلك العطاءات بناءً على المعلومات المتاحة لديهم عنها ومحاولة الاستفادة من بقاء سعر الدولار.
- 10- رفع سعر الفائدة على الودائع بالجنه المصري لمواجهة الدولار، حيث مثلت الودائع بالعملة الأجنبية 24% من إجمالي الودائع في يونيو 2012 مقابل 21.9% في 2010.
- 11- محاربة السوق السوداء للعملة وطرح عطاءات دولاريه مؤقتة في السوق بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي في 14 أبريل 2013، وذلك لمقابلة الطلبات القائمة لدى البنوك لتمويل استيراد السلع الاستراتيجية.
- 12- زيادة أسعار الإيداع والإقراض بواقع 0.5% لتصل إلى 9.75% و 10.75% على الترتيب بهدف الحد من ارتفاع معدلات التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار بما يكفل عودتها نحو المسار المرغوب تدريجياً.
- 13- دعم قطاع السياحة من خلال تسهيل مدد سداد القروض وإعادة جدولتها.
- 14- الإعلان عن عمليات ربط ودايع البنوك لدى البنك المركزي للاستفادة من فائض السيولة اعتباراً من أبريل 2013 ولمدة 7 أيام بعائد ثابت قدره 10.25%، والتوسع في اقراض الحكومة وتغطية جزء من هذا التمويل من خلال التوسع في الاصدار النقدي.
- 15- الإبقاء على سعر فائدة الكريدور عند مستوى يدور حول 9% للإيداع و 10% للإقراض خلال الفترة (2011-2016)، وعدم الانتقال إلى مستويات أعلى لأسعار الفائدة إلا في عام 2016 كما هو موضح بالشكل رقم (3-19).
- 16- تحرير سعر الصرف في نوفمبر 2016 مع رفع أسعار العائد بواقع 3% ليصل سعر عائد الإيداع إلى 11.75%، وسعر عائد الاقتراض إلى 15.75%، وسعر الائتمان والخصم إلى 15.25%.

17-الإعلان عن مبادرة لإلزام الجهاز المصرفي بضخ 200 مليار جنيه مصري في يناير 2016. وتستهدف تلك المبادرة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة على مدى 4 سنوات بحيث يمثل نصيب تلك المشروعات 20% من إجمالي محفظة القروض لدى البنوك.

شكل رقم (3-19) تطور سعر فائدة الكريدور خلال الفترة (2011-2016)



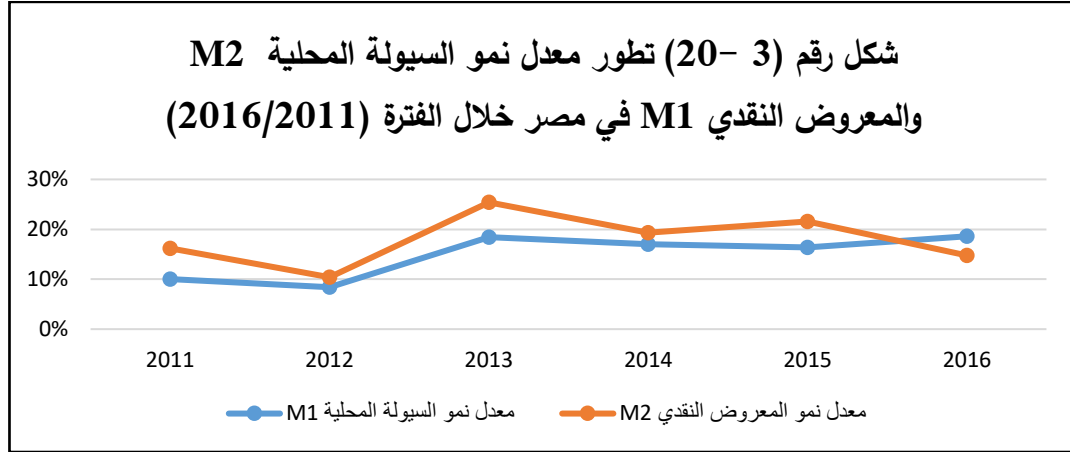
المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة

3-2-2-2 تطور السيولة المحلية M2 والمعروض النقدي M1:

يوضح الشكل رقم (3-20) تطور كل من السيولة المحلية والمعروض النقدي خلال الفترة (2011-2016). وبصفة عامة، يمكن القول بأن كلا المتغيرين قد تغيرا في نفس الاتجاه خلال الفترة بأكملها باستثناء عام 2016 الذي شهد تراجعاً في السيولة المحلية بينما شهد زيادة في معدل نمو المعروض النقدي بالمقارنة بعام 2015. وكما هو موضح بالشكل، فقد انخفض معدل نمو كل من السيولة المحلية والمعروض النقدي من 10% إلى 8.4% ومن 16.2% إلى 10.4% للمتغيرين المذكورين على الترتيب في عامي 2011، و2012. ويرجع هذا الانخفاض إلى أزمة نقص السيولة التي أعقبت ثورة 25 يناير 2011، وخاصة مع زيادة الاتجاه نحو سحب الودائع المحلية حيث تراجع معدل النمو بها من 21.6% عام 2010 إلى 2.5% عام 2011 ثم إلى -0.4% في عام 2012 كما هو موضح بالجدول رقم (3-A) بالملحق الإحصائي. ويعكس ذلك ارتفاعاً في إحلال العملة الأجنبية محل العملة المحلية حيث زادت نسبة الدولار من 21.9% في 2010 لتبلغ حوالي 24% في منتصف عام 2012.

ومع تفاقم المشكلات المتعلقة بتراجع النمو الاقتصادي، وزيادة العجز المالي وارتفاع معدلات التضخم إلى أرقام ثنائية، واستنزاف الاحتياطي الأجنبي منذ يناير 2011، واضطرابات سوق المال، حاول البنك المركزي مقاومة تأثير تلك الصدمات بتفعيل العديد من الأدوات لضخ وضبط استقرار السيولة المحلية ومنها: التوسع في استخدام تسهيلات اتفاقيات إعادة شراء أذون الخزانة "Repo"، ورفع سعر العائد على الإقراض، وتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني إلى

10%، وذلك بهدف توفير السيولة المحلية بالقطاع المصرفي. ونتيجة لزيادة الإنفاق الحكومي على أوجه النشاط الاقتصادي المختلفة، فقد عاودت السيولة المحلية الارتفاع في عام 2016 ليلعب معدل نموها ما يقرب من 19% على النحو الموضح بالشكل رقم (3-20).



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.

3-2-3: تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2017 - 2019):

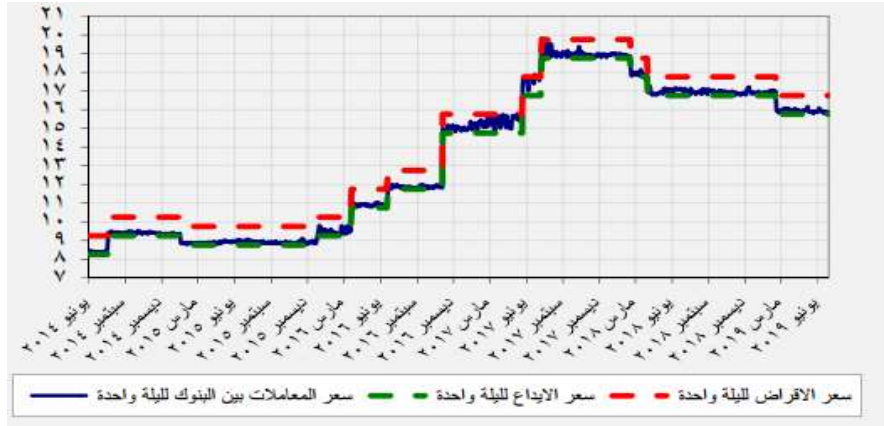
3-2-3-1 أهداف وأدوات السياسة النقدية خلال الفترة (2017-2019):

استهدفت السياسة النقدية خلال تلك الفترة تحقيق استقرار الأسعار، وذلك من خلال العمل على الوصول بمعدل التضخم إلى مستوى مستقر وملائم يساهم في بناء الثقة ودعم الاستثمار، بالإضافة إلى تحقيق معدل النمو الاقتصادي المستهدف، وذلك بالاعتماد على الهدف التشغيلي "سعر العائد على المعاملات بين البنوك لليلة واحدة Overnight Inter-bank Interest rate". وقد انتهج البنك المركزي المصري سياسة نقدية تقييدية بغية احتواء الضغوط التضخمية التي واجهها الاقتصاد المصري والناجمة عن تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي مع صندوق النقد الدولي، ونتيجة لتلك السياسة التقييدية، تراجعت معدلات التضخم بشكل مستمر؛ مما جعل لجنة السياسة النقدية تقرر في اجتماعاتها الأربعة اللاحقة (17 أغسطس، 28 سبتمبر، 16 نوفمبر، 28 ديسمبر 2017) بتثبيت سعري عائد البنك المركزي المصري للإيداع والاقراض لليلة واحدة عند 18.75%، 19.75% على التوالي، وكذلك تثبيت سعر العملية الرئيسية وسعر البنك المركزي للائتمان والخصم عند 19.25% لكل منهما. وفي مارس 2018، قررت السلطة النقدية تخفيض سعري الإيداع والاقراض لليلة واحدة ليصلا إلى 16.75%، 17.75% على الترتيب، وكذلك خفض سعر العملية الرئيسية وسعر البنك المركزي للائتمان والخصم ليصبا 17.25% (البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية 2017/2018، ص19).

وعليه، فقد انعكست قرارات لجنة السياسة النقدية التي تم اتخاذها خلال العام 2018/2019 سواء بالتثبيت أو بالانخفاض بواقع 1% في إطار الكريدور واستمرار السياسة التي يتبناها البنك

المركزي بامتصاص فائض السيولة لدى الجهاز المصرفي من خلال عمليات ربط ودائع أطول أجلاً على أسعار العائد على المعاملات لليلة واحدة بين البنوك، حيث قاربت من سعر عائد الإيداع لليلة واحدة لدى البنك المركزي، واستمرت في هذا الاتجاه كما هو موضح بالشكل (3-21).

شكل رقم (3-21) سعر عائد المعاملات بين البنوك لليلة واحدة مقارناً بأسعار العائد الأساسية للبنك المركزي عن الفترة من يونيو 2014 حتى يونيو 2019



المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2019/2018، ص12.

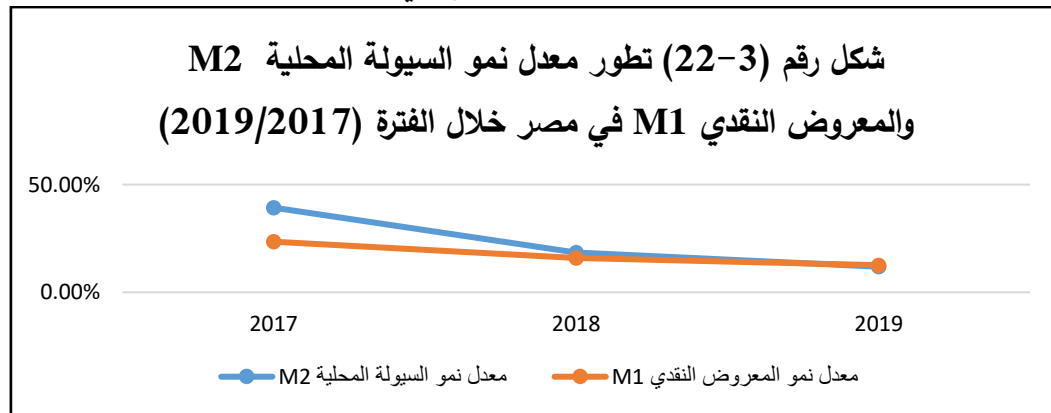
وفي إطار عمليات السوق المفتوحة، فقد شهدت تلك الفترة ارتفاعاً ملحوظاً في متوسط حجم السيولة التي قام البنك المركزي بامتصاصها من خلال أدوات السياسة النقدية حيث ارتفع متوسط السيولة من 455 مليار جنيه في يونيو 2017 إلى 684 مليار جنيه في يونيو 2018 ثم إلى 736.9 مليار جنيه في يونيو 2019. وتعزى الزيادة في متوسط حجم عمليات السوق المفتوحة إلى زيادة صافي الإنفاق الحكومي على أوجه النشاط المختلفة، وكذلك زيادة صافي مشتريات النقد الأجنبي، الأمر الذي انعكس أثره في تصاعد تدريجي لصافي الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي المصري حيث ارتفعت من 31.3 مليار دولار في نهاية يونيو 2017 إلى 44.3 مليار دولار في نهاية يونيو 2018 (البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية 2018/2017، ص21).

ومع تصاعد حجم السيولة لدى الجهاز المصرفي، فقد استمر البنك المركزي في إجراء عمليات ربط ودائع أطول أجلاً بعائد متغير مرتبط بالكريدور للبنوك حيث تراوحت آجال تلك العمليات ما بين 28 إلى 210 يوماً، وعليه فقد ارتفع متوسط رصيد هذه الودائع من 627 مليار جنيه وبما يشكل ما نسبته 92% من إجمالي السيولة التي قام البنك المركزي بامتصاصها، وذلك في نهاية يونيو 2018 إلى 653.9 مليار جنيه وبما يشكل ما نسبته 88.7% من إجمالي السيولة التي قام البنك المركزي بامتصاصها، وذلك في نهاية يونيو 2019. ولإضفاء مزيد من المرونة في إدارة السيولة، فقد قام البنك المركزي المصري في أول مارس 2018 باستحداث أسلوب جديد

لحساب معدل العائد على عمليات ربط الودائع التي يجريها بصورة دورية من خلال تطبيق آلية ربط الودائع بأجالها المختلفة بعائد متغير مرتبط بالكريدور بما يسمح بتغيير معدل العائد خلال أجل العملية مع قرارات تعديل معدلات العائد في إطار الكريدور (البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية 2017/2018، ص21).

3-2-3 تطور السيولة المحلية M2 والمعرض النقدي M1:

ويوضح الجدول رقم (A-3) بالملحق الإحصائي زيادة حجم السيولة المحلية من 2918.2 مليار جنية في عام 2017 إلى 3863.6 مليار جنية في عام 2019. وعلى الرغم من تلك الزيادة في الحجم، فقد تراجعت معدلات نمو كل من السيولة المحلية والمعرض النقدي على النحو الموضح بالشكل (3-22) حيث تراجع معدل نمو السيولة المحلية والمعرض النقدي من 39.3% و23.5% إلى 11.9% و12.6% للمتغيرين المذكورين على الترتيب خلال الفترة محل الاهتمام. ويرجع ذلك إلى تراجع معدل النمو في أشباه النقود من 45.3% إلى 11.6% فضلا عن تراجع معدلات النمو في كل من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية من 20.8% إلى 11% ومن 27.6% إلى 19.4% بين عامي 2017 و2019. ويمكن القول بأن هذا التراجع الذي شهدته هذه المتغيرات يعد انعكاساً للسياسة الانكماشية التي انتهجها البنك المركزي خلال الفترة المشار إليها على النحو الموضح في الجزء السابق.



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.

خلاصة الفصل الثالث:

اهتم هذا الفصل برصد الأداء الكلي للاقتصاد المصري في مبحثه الأول، وتطورات السياسة النقدية في مبحثه الثاني. وقد تبين من خلال **المبحث الأول** أن الاقتصاد المصري قد عانى خلال الفترة (2003-2016) من جملة من التحديات الداخلية والخارجية والتي أثرت سلباً وبشكل كبير على الأداء الاقتصادي مما أدى إلى زيادة عجز الموازنة العامة، ومن ثم زيادة الدين العام وأعباء خدمته، فضلاً عن انخفاض معدل نمو المعروض من النقد الأجنبي وتزايد معدلات التضخم والبطالة، وتمثلت المعوقات التي حالت دون تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي في عدم كفاية التمويل المتاح، وتراجع معدلات الاستثمار المحلي، وجمود سوق العمل. ونتيجة لحالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي أعقبت ثورة 25 يناير 2011، وعدم انتظام الإنتاج، وتصاعد اضطرابات أسواق المال العربية، وتفاقم أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي، فقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مما انعكس بالسلب على معدل نمو نصيب الفرد منه. ويُعزى هذا الانخفاض إلى تراجع معدلات الاستثمار المحلي والأجنبي، وانخفاض تحويلات العاملين بالخارج، وزيادة العجز في ميزان المدفوعات. وعلى الجانب الآخر، فقد شهدت الفترة (2017-2019) بوادر تحسن في مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي في مصر على المدى القصير والمتوسط. وتُعزى الزيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال تلك الفترة إلى النمو في 6 قطاعات، وتمثلت هذه القطاعات في قطاع الاستخراجات، وقطاع الصناعة التحويلية، وقطاع التشييد والبناء، إلى جانب تجارة الجملة والتجزئة، والأنشطة العقارية، وقطاع الزراعة. وعلى الرغم من زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال تلك الفترة إلا أن النمو الاقتصادي الحالي لا يمكن وصفه بالنمو المُستدام؛ إذ لا يزال المواطن يعاني من ارتفاع معدلات التضخم، وتدنى مستوى التعليم والرعاية الصحية وخدمات النقل.

وقد خلص **المبحث الثاني** إلى اتباع البنك المركزي المصري خلال الفترة (2003-2010) جملة من الإجراءات التي تُعد مؤشراً على توسع السياسة النقدية أهمها تخفيض كل من سعر الخصم، وسعر الفائدة على الإقراض تدريجياً باستثناء عام 2008. وقد تعارضت تلك السياسة مع هدف تحقيق الاستقرار النقدي، وخفض معدلات التضخم الذي أعلنه البنك المركزي في بداية تلك الفترة. وقد تباينت السياسة المطبقة في الفترة (2011-2016) نتيجة لعدم الاستقرار السياسي في بدايتها، وتحرير سعر الصرف في نهايتها. وعلى الجانب الآخر، فقد شهدت الفترة (2017-2019) تراجعاً ملحوظاً في معدل نمو كل من السيولة المحلية، والمعروض النقدي من 39.3% إلى 23.5% إلى 11.9% و 12.6% للمتغيرين المذكورين على الترتيب، ويعد هذا التراجع انعكاساً للسياسة النقدية الانكماشية التي انتهجها البنك المركزي خلال تلك الفترة.

الفصل الرابع

تقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019)

المبحث الأول : متغيرات الدراسة وتخصيص النموذج.

المبحث الثاني : تقدير دالة الطلب على النقود في مصر

الفصل الرابع

تقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019)

تمهيد:

يستهدف الفصل الحالي تقدير المعلمات الخاصة بدالة الطلب على النقود، ومن ثم تحديد العوامل التي تؤثر في الطلب على النقود في مصر، فضلاً عن تحديد الأهمية النسبية لكل منها سواء في الأجل الطويل أو الأجل القصير وذلك خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019)، وكذلك دراسة مدى تأثير برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016 على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية. ومن ثم فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين يهتم المبحث الأول بعرض متغيرات الدراسة وتخصيص النموذج وذلك من خلال التعرف على متغيرات النموذج ومصادر الحصول على البيانات بالإضافة إلى تناول الإطار النظري لاختبارات جذر الوحدة التي يتم استخدامها في تحديد درجة تكامل المتغيرات الداخلة في النموذج. وكذلك منهجية التكامل المشترك لاختبار الحدود Bounds Test فضلاً عن عرض الإطار النظري لنموذج الانحدار الذاتي بفترات إبطاء موزعة ARDL. في حين يهتم المبحث الثاني بتقدير نموذجين للطلب على النقود أولهما لطلب الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق وثانيهما للطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع. بالإضافة إلى الاختبارات المستخدمة لتقييم مدى استقرارية النموذجين المقدرين.

المبحث الأول

(1-4) متغيرات الدراسة وتخصيص النموذج

مقدمة:

يهتم المبحث الحالي باستعراض الإطار النظري للأسلوب القياسي للدراسة من خلال عرض اختبارات جذر الوحدة اللازم إجراؤها قبل تقدير النموذج تقادياً لظهور مشكلة الانحدار الزائف بالإضافة إلى عرض طريقة التكامل المشترك باختبار الحدود ونموذج الانحدار الذاتي بفجوات الإبطاء الموزعة فضلاً عن تقديم أهم الاختبارات الاستكشافية التي يتم إجراؤها بعد تقدير النموذج وذلك للتأكد من خلو النموذج المُقدر من مشاكل القياس وصلاحيته في تفسير العلاقة بين المتغيرات محل الاهتمام. كما يتناول هذا المبحث أيضاً الصيغة العامة للنموذج من خلال تحديد متغيرات النموذج ومصادر الحصول على البيانات المستخدمة.

1-1-4 تحديد متغيرات النموذج ومصادر الحصول على البيانات:

تعتمد الدراسة الحالية على تقدير نموذجين للطلب على النقود وهما الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق للنقود والطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع للنقود. وتتمثل أهم المتغيرات المستقلة المستخدمة في تقدير هذين النموذجين في كل من:

أ- متغير مستوى النشاط الاقتصادي: الناتج الصناعي الحقيقي (IPI).

ب- متغيرات الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود وتشمل كل من: سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك لليلة واحدة (IR)، سعر صرف الجنية المصري مقوماً بالدولار الأمريكي (EX)، معدل التضخم المتوقع (CPI).

وقد استخدمت الدراسة متغيراً هيكلياً (DUM) ليعكس تأثير برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016. وتستخدم الدراسة بيانات شهرية للفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019)، وقد تم الحصول على تلك البيانات من (النشرة الشهرية للبنك المركزي المصري، قاعدة بيانات البنك الدولي، وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي).

وبناءً على التحليل الاقتصادي لدالة الطلب على النقود وواقع الاقتصاد المصري، ومصادر النظرية النقدية سألغة الذكر، يمكن صياغة النموذج القياسي لمحددات الطلب على النقود في مصر - لأي من المفهومين الضيق أو الواسع للنقود- وتحديد توقعات إشارات المعلمات المقدره للنموذج وفقاً للمعادلة التالية:

$$RMD = f (IPI, IR, EX, CPI, DUM) \quad (1-4)$$

$$+ \quad - \quad +/- \quad - \quad +/-$$

حيث إن: RMD هي الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع.

وقد أثبتت معظم الدراسات أن الصيغة اللوغاريتمية هي الأنسب في التقدير، وذلك لعدة أسباب أهمها: أنها تساعد على تحقيق افتراض خطية الدالة لاستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في التحليل القياسي، كما تتسم نتائجها بجودة توفيق عالية (Superior Fit)، نظراً لتحقيقها أقل خطأ معياري للبواقي مقارنة بالأشكال الأخرى للدوال. وبالإضافة لذلك، فإن المعلمات المقدرة في هذا الشكل تمثل المرونات، الأمر الذي يسهل تحديد التأثير النسبي لكل متغير مستقل على المتغير التابع دون التأثير بوحدة القياس الخاصة بكل متغير (نجا، 2016، ص15). ومن ثم، فقد استخدمت الدراسة الحالية جميع المتغيرات في الصورة اللوغاريتمية باستثناء متغير سعر الفائدة.

4-1-2 اختبارات جذر الوحدة:

تعاني أغلب السلاسل الزمنية من عدم الاستقرار (عدم السكون)، بمعنى وجود اتجاه عام بين المتغيرات يجعلها تتغير في نفس الاتجاه بالرغم من عدم وجود علاقة حقيقية تربط بينها. وهو ما يُسمى بجذر الوحدة ويُقصد به وجود ارتباط بين كل من متوسط وتباين السلسلة الزمنية عبر الزمن. ويترتب على استخدام المتغيرات غير الساكنة في صورة المستويات Levels ظهور مشكلة الانحدار الزائف Spurious Regression، ومن ثم مشكلات في التحليل والاستدلال القياسي بسبب صعوبة نمذجة تلك السلاسل الزمنية غير المستقرة. ومن المؤشرات الدالة على وجود انحدار زائف، ارتفاع قيمة كل من معامل التحديد R^2 ، والمعنوية الإحصائية للمعلمات المقدرة، ووجود ارتباط ذاتي (سلسلي) بين الأخطاء Serial Autocorrelation (عابدين، 2013، ص 110 & 391, p Adkins & Carter, 2011).

ويعتبر اختبار استقرارية السلاسل الزمنية اختبار استباقي pre-test من أجل ضمان سلامة السلاسل الزمنية بالإضافة إلى واقعية النتائج التي يتم الحصول عليها بعد مرحلة التقدير، من ناحية، ومن ناحية أخرى يعتبر المتغير ساكناً إذا توافرت فيه الشروط التالية (عطية، 2004، ص 623 & 740, p Gujarati & Porter, 2005):

1. ثبات متوسط القيم عبر الزمن:

$$E(Y_t) = \mu \quad (2-4)$$

2. ثبات التباين عبر الزمن:

$$\text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (3-4)$$

3. اعتماد قيمة التباين (Cov) بين فترتين زمنيتين (y_1, y_2) فقط على الفجوة الزمنية بين الفترتين وليس على الفترة الزمنية الحقيقية التي تم حساب التباين فيها، وتأخذ الصورة التالية:

$$\text{Cov}(Y_t, Y_{t-k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)] = Y_k \quad (4 - 4)$$

حيث إن: (μ) : إلى الوسط الحسابي، (σ^2) : التباين، (Cov) : التغاير أو معامل التباين المشترك.

وتهدف اختبارات جذر الوحدة إلى فحص خصائص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية للملاحظات، والتأكد من مدى استقرارها، وتحديد درجة تكامل كل متغير على حدة؛ فإذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة في المستوى الأصلي، تكون متكاملة من الدرجة الصفرية $I(0)$ ، وإذا استقرت بعد أخذ الفرق الأول، فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، أما إذا استقرت بعد أخذ الفرق الثاني، فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الدرجة الثانية $I(2)$ (عطية، 2004، 670).

ومن أهم الاختبارات المستخدمة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية (أي عدد المرات التي يستلزم أخذ الفروق حتى تصبح السلسلة الزمنية ساكنة) اختبار ديكي فولر الموسع **Augmented Dicky Fuller (ADF)**، وتتمثل فرضية العدم في وجود جذر الوحدة (أي أن السلسلة الزمنية غير ساكنة Nonstationary)، في حين تتمثل الفرضية البديلة في عدم وجود جذر الوحدة بمعنى أن السلسلة الزمنية ساكنة stationary. وبعبارة أخرى، فإن فرضية العدم التي يتم اختبارها في المعادلات (4-5)، (4-6)، (4-7) تنص على أن معامل الانحدار الذاتي ρ للسلسلة الزمنية y_t يساوي الواحد ($\rho = 1$)، وهو ما يعنى أن السلسلة الزمنية y_t غير ساكنة. في حين أن الفرضية البديلة تعنى أن ρ تختلف معنوياً عن الواحد ($\rho \neq 1$) مما يعنى أن السلسلة الزمنية y_t ساكنة وبالتالي يمكن استخدامها في التقدير دون التخوف من مشكلة الانحدار الزائف (عبد الفتاح، 2020، ص 95).

ويترتب على قبول فرضية العدم ($\rho = 1$)، الانتقال إلى إجراء نفس الاختبار ولكن بعد أخذ الفروق الأولى First Differences أي أن $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$ ، فإذا ما تم رفض فرضية العدم، يكون الفرق الأول للسلسلة الزمنية مستقر ومتكامل من الدرجة $I(0)$ ، في حين تكون السلسلة الزمنية الأصلية متكاملة من الدرجة $I(1)$. وفي المقابل، إذا تم قبول فرضية العدم، يتم إجراء نفس الاختبار ولكن بعد أخذ الفرق الثاني (2nd difference) للسلسلة الزمنية، وإذا تم رفض فرضية العدم، فإن السلسلة الزمنية تكون متكاملة من الدرجة الثانية $I(2)$.

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_t \quad (5 - 4)$$

$$y_t = \delta + \rho y_{t-1} + u_t \quad (6 - 4)$$

$$y_t = \delta + \rho y_{t-1} + \alpha T + u_t \quad (7 - 4)$$

حيث تمثل (y_t) : السلسلة الزمنية محل الإهتمام، (u_t) : حد الخطأ White noise error term وهو متغير عشوائي يتبع التوزيع الطبيعي له وسط حسابي يساوى صفر، وتباين يساوى

الواحد الصحيح. وإذا ما تم قبول فرضية العدم أي أن $(\rho = 1)$ فإن ذلك يعنى إحدى ثلاث حالات هي (عابدين، 2013، ص 111):

1- تكون السلسلة الزمنية غير ساكنة مع عدم وجود جنوح للاتجاه العشوائي Stochastic Trend Without Drift، وهو ما توضحه المعادلة رقم (4-5). ويطلق على العملية العشوائية المولدة للسلسلة الزمنية في هذه الحالة "المشية العشوائية البسيطة Pure Random Walk".

2- تكون السلسلة الزمنية غير ساكنة مع وجود جنوح للاتجاه العشوائي Stochastic Trend With Drift، وهو ما توضحه المعادلة رقم (4-6). ويطلق على العملية العشوائية المولدة للسلسلة الزمنية في هذه الحالة "المشية العشوائية مع الجنوح Random Walk With Drift" ويعنى ذلك وجود ميل للسلسلة الزمنية للتحرك لأعلى ولأسفل (حسب إشارة معلمة الجنوح δ) نتيجة لآثار الصدمات العشوائية فقط؛ فإذا كانت هذه الإشارة موجبة فإن السلسلة الزمنية تتقلب عشوائياً حول قيمة δ مع وجود اتجاه نحو الزيادة، أما إذا كانت إشارة معلمة الجنوح سالبة، فإن السلسلة الزمنية تتقلب عشوائياً حول قيمة δ مع وجود اتجاه نحو الانخفاض.

3- تكون السلسلة الزمنية غير ساكنة مع وجود كل من الاتجاه العشوائي والاتجاه القطعي Deterministic Trend (ويمثل معامل الزمن α الاتجاه القطعي)، وهو ما توضحه المعادلة رقم (4-7).

4-1-3 طريقة التكامل المشترك (المتناظر) باختبار الحدود ونموذج الانحدار الذاتي بفجوات الإبطاء الموزعة:

يعد نموذج الانحدار الذاتي بفجوات الإبطاء الموزعة Autoregressive Distributed Lag (ARDL) والذي اقترحه (Pesaran and Shin, 1995) وقام بتطويره (Pesaran et al, 2001) واحداً من أكثر نماذج الانحدار الديناميكية شيوعاً في دراسات الاقتصاد القياسي حيث يفترض أن قيمة المتغير التابع عند نقطة زمنية معينة عبارة عن دالة في كل من القيم الحالية والمبטأة للمتغيرات المستقلة فضلاً عن القيم السابقة أو المبטأة للمتغير التابع نفسه كما هو موضح بالمعادلتين رقم (4-8) و(4-9). ويرجع اختيار هذا النموذج إلى المزايا التي يتسم بها عن غيره من النماذج القياسية وهي كالآتي: (Pesaran et al, 2001, pp 289-326)

1- يمكن أن يُستخدم بغض النظر عن درجة تكامل المتغيرات سواء كانت من الدرجة $I(0)$ أو الدرجة $I(1)$ ، أي أن نموذج ARDL يمكن تطبيقه بغض النظر عن خصائص السلسلة الزمنية إذا كانت مستقرة عند مستوياتها، أو عند الفرق الأول، ولكن يجب ألا يكون أحد المتغيرات متكاملًا من الدرجة $I(2)$ فأعلى.

2- يعطي أفضل النتائج للمعاملات في الأجل الطويل، ويمكن الاعتماد على اختبارات التشخيص بشكل كبير.

3- يُمكن الحصول من نموذج ARDL على نموذج تصحيح الخطأ عن طريق التحويل الخطي البسيط، حيث يساعد نموذج تصحيح الخطأ في قياس العلاقة قصيرة الأجل بين متغيرات النموذج.

4- يتمتع نموذج ARDL بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة، وتكون نتائجه جيدة في حالة العينات صغيرة الحجم، وهذا عكس معظم اختبارات التكامل المشترك التقليدية التي تتطلب حجم كبير للعينة للحصول على النتائج الأفضل.

وعلي هذا الأساس يمكن قياس العلاقة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (M2, M1)، ومحدداتهما في الأجلين القصير والطويل وفقاً لنموذج (ARDL) كما في الصيغتين التاليتين:

1- نموذج محددات الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهوم الضيق للنقود (RMd1):

$$\begin{aligned} \Delta \text{RMd1}_t = c + \sum_{i=1}^{k_1} \beta_{1i} \Delta \text{RMd1}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_2} \beta_{2i} \Delta \text{IPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_3} \beta_{3i} \Delta \text{IR}_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{k_4} \beta_{4i} \Delta \text{EX}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_5} \beta_{5i} \Delta \text{CPI}_{t-i} + \beta_6 \text{DUM} + \lambda_1 \text{RMd1}_{t-1} \\ + \lambda_2 \text{IPI}_{t-1} + \lambda_3 \text{IR}_{t-1} + \lambda_4 \text{EX}_{t-1} + \lambda_5 \text{CPI}_{t-1} + \lambda_6 \text{DUM} \\ + \varepsilon_t \quad (8 - 4) \end{aligned}$$

2- نموذج محددات الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهوم الواسع للنقود (RMd2):

$$\begin{aligned} \Delta \text{RMd2}_t = c + \sum_{i=1}^{k_1} \beta_{1i} \Delta \text{RMd2}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_2} \beta_{2i} \Delta \text{IPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_3} \beta_{3i} \Delta \text{IR}_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{k_4} \beta_{4i} \Delta \text{EX}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_5} \beta_{5i} \Delta \text{CPI}_{t-i} + \beta_6 \text{DUM} + \lambda_1 \text{RMd2}_{t-1} \\ + \lambda_2 \text{IPI}_{t-1} + \lambda_3 \text{IR}_{t-1} + \lambda_4 \text{EX}_{t-1} + \lambda_5 \text{CPI}_{t-1} + \lambda_6 \text{DUM} \\ + \varepsilon_t \quad (9 - 4) \end{aligned}$$

حيث:

- ترمز Δ : إلى الفروق الأولى، c : ثابت المعادلة.
- المعلمات $\beta_1 : \beta_6$: معاملات العلاقة قصيرة الأجل.
- المعلمات $\lambda_1 : \lambda_6$: معاملات العلاقة طويلة الأجل.
- $K_5 : K_1$: عدد فترات الإبطاء المثلى.
- ϵ_t : حد الخطأ العشوائي.
- $RMd1$: الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق M1.
- $RMd2$: الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع M2.
- IPI : الناتج الصناعي الحقيقي.
- IR : سعر الفائدة على قروض الليلة الواحدة بين البنوك.
- EX : سعر الصرف.
- CPI : مؤشر التضخم المتوقع.
- DUM : متغير هيكلي يعبر عن برنامج الإصلاح الاقتصادي، يأخذ القيمة صفر قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016، بينما يأخذ القيمة واحد بعد تطبيقه.

ولتطبيق طريقة التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود يستلزم أولاً تحديد فترات الإبطاء المثلى بالاستناد إلى معياري (Akaike (AIC، (Schwarz (SIC، ويتبع ذلك إجراء التكامل المشترك بين المتغيرات الموضحة بالمعادلتين رقم (4-8)، و(4-9) من خلال اختبار فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة كما يلي:

- **فرضية العدم:** عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. أي أن:

$$H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = 0$$

- **الفرضية البديلة:** وجود تكامل مشترك بين المتغيرات. أي أن:

$$H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq 0$$

ونظراً لأن اختبار F-test المستخدم في هذه المنهجية لا يتبع توزيعاً معيارياً، فقد قامت دراسة (Pesaran et al (2001 بحساب مجموعتين من القيم الحرجة التي تستخدم في الحكم على وجود تكامل مشترك من عدمه. وتتمثل المجموعة الأولى من القيم الحرجة في الحد الأدنى التي تفترض أن جميع متغيرات الدراسة ساكنة أو متكاملة من الدرجة الصفرية $I(0)$ ، في حين تمثل المجموعة الثانية من القيم الحرجة قيم الحد الأعلى والتي تفترض أن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$. ومن ثم، يمكن قبول أو رفض فرضية العدم طبقاً للقواعد التالية:

- 1- إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية F أكبر من القيمة الحرجة للحد الأعلى، يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة مما يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.
- 2- إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية F أقل من القيمة الحرجة للحد الأدنى، لا يمكن رفض فرضية العدم مما يعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.
- 3- إذا وقعت قيمة F-statistic المحسوبة بين القيم الحرجة للحد الأدنى والأعلى، فتكون نتيجة الإخبار غير محسومة، ولا يمكن الجزم بوجود علاقة تناظر متكامل من عدمه (Ahmed & Ahmed, 2019).

ويترتب على ذلك، أنه في حالة رفض فرضية العدم والتأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة يتم تحديد العلاقة طويلة الأجل كما يمكن تقدير كيفية تصحيح الاختلالات التي قد تنشأ في الأجل القصير من خلال تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECT، الذي يوضح آلية تصحيح الاختلالات التي تطرأ على العلاقة التوازنية طويلة الأجل كما هو موضح بالمعادلتين رقم (10-4) و(11-4) مع العلم بضرورة أن تكون قيمة معلمة تصحيح الخطأ δ سالبة ومعنوية، مع العلم بأن EC_{t-1} تعبر عن سلسلة بواقي الانحدار الذي تم تقديره لعلاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل.

$$\begin{aligned} \Delta \text{RMd1}_t = c + \sum_{i=1}^{k_1} \beta_{1i} \Delta \text{RMd1}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_2} \beta_{2i} \Delta \text{IPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_3} \beta_{3i} \Delta \text{IR}_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{k_4} \beta_{4i} \Delta \text{EX}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_5} \beta_{5i} \Delta \text{CPI}_{t-i} + \beta_6 \text{DUM} + \delta \text{ECT}_{t-1} \\ + \epsilon_t \quad (10 - 4) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{RMd2}_t = c + \sum_{i=1}^{k_1} \beta_{1i} \Delta \text{RMd2}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_2} \beta_{2i} \Delta \text{IPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_3} \beta_{3i} \Delta \text{IR}_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{k_4} \beta_{4i} \Delta \text{EX}_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_5} \beta_{5i} \Delta \text{CPI}_{t-i} + \beta_6 \text{DUM} + \delta \text{ECT}_{t-1} \\ + \epsilon_t \quad (11 - 4) \end{aligned}$$

4-1-4 اختبار استقرارية النموذج المقدر:

تتمثل الخطوة التالية لتقدير نموذج الانحدار الذاتي بفترات إبطاء موزعة في القيام بالتأكد من مدى استقرارية النموذج قبل استخدامه في تفسير العلاقة بين المتغيرات محل الاهتمام. ويمكن تفسير ذلك بأن وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة لا يعني بالضرورة استقرارية المعلمات المقدر للنموذج. ومن ثم، ينبغي التأكد من مدى استقرارية هذه المعلمات قبل الشروع

في تفسير نتائج النموذج (Ahmed & Ahmed, 2019). ومن ثم، تقوم الدراسة الحالية باستخدام كل من اختبار المجموع التراكمي (CUSUM) واختبار المجموع التراكمي للمربعات (CUSUMSQ) الذي قدمته دراسة (Brown et al. 1975). ويتم إجراء هذا الاختبار من خلال رسم منحنى لأخطاء النموذج المقدر عن طريق استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، مع فترة ثقة - غالباً ما تكون 95% - بهدف اختبار فرضية العدم التي تنص على أن المعلمات المقدر لنموذج المربعات الصغرى العادية غير مستقرة. ويمكن الحكم على نتائج هذين الاختبارين من خلال الرسم كما يلي:

- إذا كان منحنى الأخطاء يقع ضمن الحدود الحرجة لفترة الثقة طوال فترة الدراسة، يتم رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 5% مما يعني استقرارية معلمات النموذج المقدر خلال فترة الدراسة، ومن ثم يمكن تقدير معلمات ثابتة للنموذج دون الحاجة إلى تجزئتها لعينات جزئية.
- إذا كان منحنى الأخطاء خارج الحدود الحرجة لفترة الثقة في بعض فترات الدراسة، لا يمكن رفض فرضية العدم وتكون معلمات النموذج المقدر غير مستقرة. ومن ثم، ينبغي تقسيم فترة الدراسة إلى عينات جزئية تكون فيها المعلمات المقدر مستقرة (Ahmed & Ahmed, 2019).

المبحث الثاني

(2-4) تقدير دالة الطلب على النقود في مصر

مقدمة :

يهتم المبحث الحالي بتقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي بفترات إبطاء موزعة ARDL لتقدير دالة الطلب على النقود في مصر بمفهومها الضيق والواسع خلال الفترة (يناير 2005- ديسمبر 2019). ومن ثم، يركز هذا المبحث على عرض التحليل المبدئي للبيانات من خلال تحليل نتائج اختبارات جذر الوحدة لتحديد درجة تكامل المتغيرات محل الدراسة كل على حدة. أضيف إلى ذلك، يوضح هذا المبحث نتائج اختبارات الحدود لتحديد وجود التكامل المشترك من عدمه بين متغيرات الدراسة بالإضافة إلى عرض وتحليل العلاقة المقدره بين متغيرات الدراسة في الأجلين القصير والطويل. وأخيراً، يتم تحليل نتائج الاختبارات التشخيصية لتوضيح مدى تحقق شروط النموذج المقدر.

4-2-1 التحليل المبدئي للبيانات:

تتمثل الخطوة الأولى في فحص سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة، وتحديد درجة تكاملها، وذلك بعدة طرق تتمثل أولها في رسم السلسلة الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، والتعرف على مدى ثبات الوسط والتباين. ويوضح الشكل رقم (4-1) تطور السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات محل الدراسة خلال فترة الدراسة وهي- على الترتيب - الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهوم الواسع للنقود، الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهوم الضيق للنقود، الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك لليلة واحدة، مؤشر الإنتاج الصناعي، وسعر الصرف.

وكما هو موضح بالشكل رقم (4-1)، فقد شهد كل من الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود، والرقم القياسي لأسعار المستهلكين اتجاهاً عاماً تصاعدياً خلال فترة الدراسة، في حين أن متغير سعر الصرف قد انخفض تدريجياً بداية من يناير 2005 وحتى مارس 2010، ثم ارتفع حتى وصل إلى 8.8 جنيه في أكتوبر 2016، ونتيجة لتحرير سعر الصرف في نوفمبر 2016، فقد قفز ليصل إلى 15.8 جنيه، ثم أخذ يتذبذب ما بين الارتفاع والانخفاض حتى وصل إلى 16 جنيه في ديسمبر 2019.

وقد قام البنك المركزي المصري بتخفيض سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك لليلة واحدة تدريجياً منذ بداية فترة الدراسة وحتى ديسمبر 2009. وبالتزامن مع تحرير سعر الصرف في نوفمبر 2016، فقد قام البنك المركزي المصري برفع أسعار العائد بواقع 3% ليصل إلى 15.75% و 19.75% في عامي 2016، 2017 على الترتيب. واستهدف البنك المركزي سياسة نقدية توسعية خلال عامي 2018، 2019 تمثلت في تخفيض سعر الفائدة على الإقراض بين

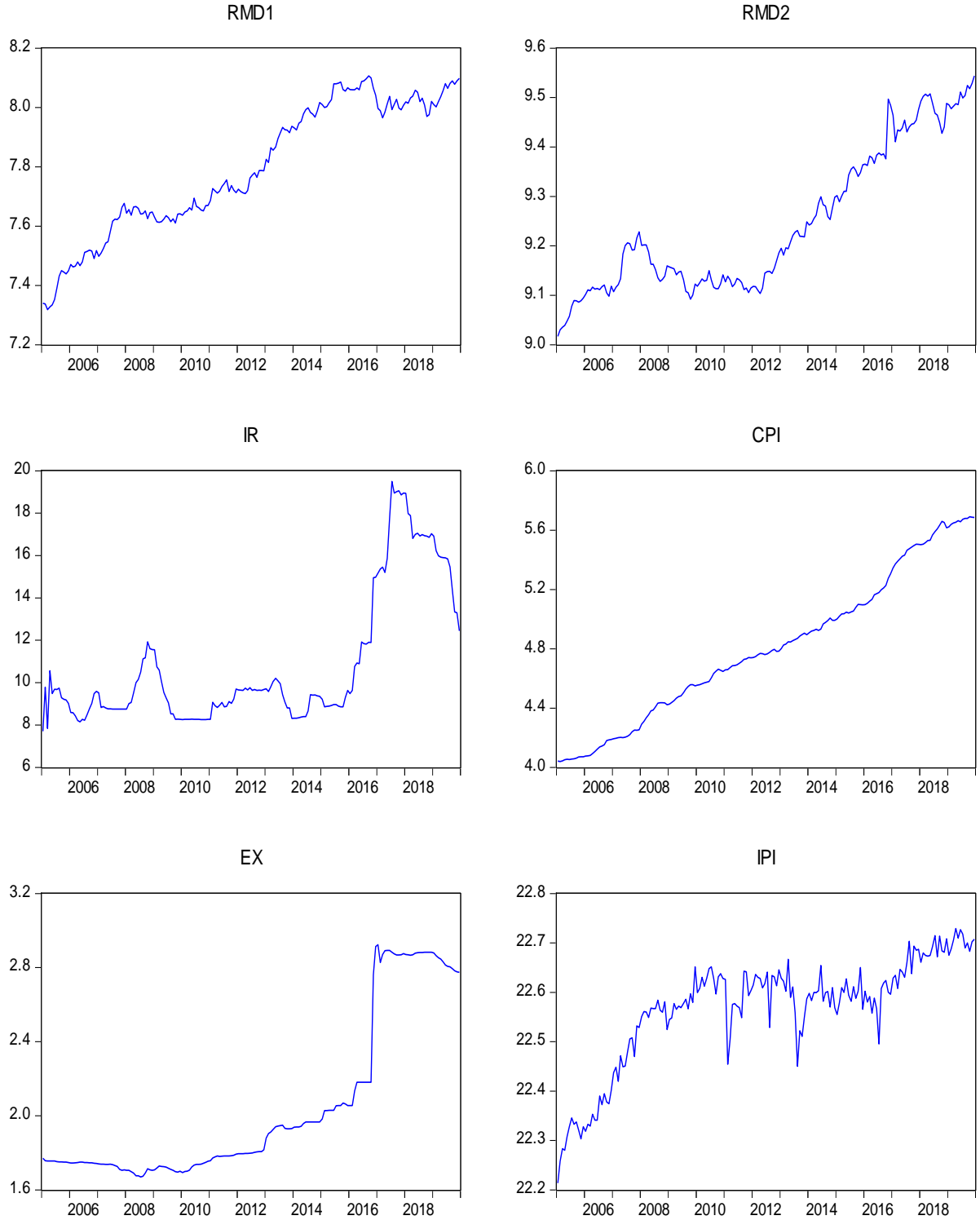
البنوك لليلة واحدة ليصل إلى 18.75% و 16.75% في نهاية عامي 2018، 2019 على الترتيب.

وفيما يتعلق بالنتائج الصناعي الحقيقي، فقد شهد اتجاهًا عامًا تصاعدياً خلال فترة الدراسة على الرغم من تقلب قيمه حول هذا الاتجاه العام. فعلى سبيل المثال، ارتفعت قيمته من 4.4 مليار دولار في يناير 2005 إلى أن وصل إلى 6.7 مليار دولار في يناير 2011، إلا أنه شهد انخفاضاً حاداً في شهر فبراير 2011 حيث بلغت قيمته 5.6 مليار دولار نتيجة لعدم الاستقرار السياسي الذي شهدته البلاد خلال تلك الفترة، ولكنه عاود الارتفاع التدريجي مرة أخرى حتى وصل إلى 6.9 مليار دولار في إبريل 2013. وقد بلغ هذا المؤشر أعلى قيمة له في إبريل 2019 حيث كانت قيمته 7.4 مليار دولار. ويوضح الجدول رقم (4-1) نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، وتشير النتائج الواردة بالجدول إلى أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى الأصلي لها، وأنها قد استقرت بعد أخذ الفرق الأول، وبالتالي فإن السلاسل الزمنية لكافة المتغيرات أصبحت متكاملة من الدرجة الأولى¹. وتجدر الإشارة إلى أنه قد تم استخدام متغير هيكلية (DUM) يأخذ القيمة صفر قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016، بينما يأخذ القيمة واحد بعد تطبيقه.

¹ جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى عند إجراء اختبار ديكي فولر الموسع بالثلاث صيغ (بدون ثابت أو اتجاه عام - بوجود ثابت فقط - بوجود ثابت واتجاه عام).

شكل رقم (1-4)

الرسم البياني للمتغيرات محل الدراسة خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019)



* جميع المتغيرات الموضحة باستخدام اللوغاريتم باستثناء سعر الفائدة.

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة EViews 9

جدول رقم (4-1)

نتائج اختبارات جذر الوحدة (اختبار ديكي فولر الموسع ADF) للمتغيرات محل الدراسة

النتيجة	قيمة p-value	قيمة إحصائية ADF المحسوبة	المتغير
I (1)	0.5625	-2.062754	RMD1
I (0)	0.0000	-13.3323	$\Delta RMD1$
I (1)	0.8003	-1.57209	RMD2
I (0)	0.0000	-12.9364	$\Delta RMD2$
I (1)	0.7779	-0.926931	IR
I (0)	0.0000	-15.17761	ΔIR
I (1)	0.9256	0.269057	EX
I (0)	0.0000	-10.46768	ΔEX
I (1)	0.6258	-1.946596	CPI
I (0)	0.0000	-9.080835	ΔCPI
I (1)	0.1818	-2.84952	IPI
I (0)	0.0000	-14.01655	ΔIPI

* النتائج الموضحة بالجدول تمت بتقدير جميع المعادلات بثابت واتجاه عام لجميع المتغيرات باستثناء سعر الصرف وسعر الفائدة حيث تم تقديرهم بثابت فقط.
* تم اختيار فترات الإبطاء طبقاً لمعيار Schwarz Information Criterion (SIC).
المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة 9 EViews.

4-2-2 نتائج اختبار الحدود واستقرارية نموذج متجه الانحدار الذاتي بإبطاء موزع ARDL:

توصلنا في الجزء السابق إلى أن جميع متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى. ومن ثم، تتمثل الخطوة التالية في إجراء اختبار الحدود (Bounds Test)، لتحديد وجود التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة من عدمه. ويعرض الجدول رقم (4-2) نتائج اختبارات الحدود بالإضافة إلى القيم الحرجة التي قدمها Pesaran et al. (2001) وذلك عند مستوى معنوية 5%. وطبقاً للنتائج الواردة بالجدول، يُلاحظ أن قيمة (F) المحسوبة في النموذجين الأول والثاني بلغت 5.801945، 4.410874 على الترتيب وهما أكبر من القيمة الحرجة للحد الأعلى للنموذجين عند مستوى المعنوية المذكور. ومن ثم، يتم رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة ($H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = 0$)، ونقبل الفرضية البديلة ($H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq 0$) التي تنص على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع -وهو الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية بمفهومه الضيق والواسع - في كلا النموذجين المقدرين. وبناءً على ما تقدم، فإنه لا يمكن رفض

الفرضية الرئيسية والتي تنص على وجود علاقة مستقرة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية ومحدداته في الأجل الطويل.

جدول رقم (4-2)

نتائج اختبار الحدود للنموذجين Bounds Test

مستوى المعنوية 5%		قيمة إحصائية F	بيان
الحدود العليا I(1)	الحدود الدنيا I(0)		
4.01	2.86	5.801945	النموذج الأول (M1)
3.48	2.26	4.410874	النموذج الثاني (M2)

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة 9 EViews.

4-2-3 نتائج تقدير معاملات النموذجين في الأجلين القصير والطويل:

يتضح مما سبق وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وفقاً لنتائج اختبار الحدود. ومن ثم، يتم الحصول على مقدرات الأجلين القصير والطويل لمعاملات النموذجين المقدرين، ومعلمة تصحيح الخطأ، وهو ما يوضحه الجدول رقم (4-3). ولتحديد فترات الإبطاء المثلى فقد تم استخدام معيار Akaike Information Criterion (AIC)، وطبقاً لهذا المعيار فقد تم تحديد النموذج الأول بالشكل التالي: ARDL (4,0,1,3,3) بعدد 4 فترات ابطاء للمتغير التابع (الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية M1)، وثلاث فترات ابطاء لمتغيري مؤشر الناتج الصناعي وسعر الصرف، وفترة ابطاء واحدة لمتغير معدل التضخم المتوقع، وعدم وجود فترات ابطاء لمتغير سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك لليلة واحدة. أما النموذج الثاني، فقد تم تحديد فترة إبطاء واحدة لجميع متغيرات النموذج ARDL (1, 1, 1, 1, 1) على النحو الموضح في الجدول رقم (4-4). وطبقاً للنتائج الواردة بالجدول فإن النموذجين المقدرين يتمتعان بقوة تفسيرية عالية كما يتضح من قيمة معامل التحديد R^2 ؛ حيث جاءت قيمته (0.995437، 0.992290) هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (99.5%، 99.2%) في نموذجي الطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع على الترتيب.

ويمكن تفسير نتائج النموذجين على النحو التالي:

4-2-3-1 نتائج النموذجين في الأجل الطويل:

1- متغير مستوى النشاط الاقتصادي:

أكدت النتائج الواردة بالجدول رقم (4-3) إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين متغير الناتج الصناعي الحقيقي والمتغير التابع وهو الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في كلا النموذجين حيث بلغت قيمة معامل هذا المتغير 2.266، و2.318249 في النموذجين الأول

والثاني على الترتيب. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن أن ارتفاع الناتج الصناعي بنسبة 1% يترتب عليه زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في الأجل الطويل بنسبة 2.26%، و2.32% في النموذجين المشار إليهما على الترتيب. وقد جاءت هذه النتائج متفقة مع النظرية الاقتصادية؛ إذ أن ارتفاع مؤشر حجم النشاط الاقتصادي يؤدي إلى زيادة دخل الأفراد مما يحفز على الادخار؛ بمعنى زيادة الرغبة في الاحتفاظ بالنقود كشكل من أشكال الثروة، فضلاً عن زيادة النقود المخصصة للمبادلات والاحتياط.

2- متغيرات الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود:

يشير معامل سعر الفائدة على الاقراض بين البنوك ليلية واحدة (IR) إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية في النموذج الأول الخاص بالطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق للنقود M1 حيث بلغت مرونة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالنسبة لسعر الفائدة (-0.051)، مما يعنى أن زيادة سعر الفائدة بمقدار 10% سترتب عليه انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق بمقدار 5% وقد جاءت هذه النتيجة متفقة مع النظرية الاقتصادية، حيث إن ارتفاع سعر الفائدة يقلل من رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل مما يقلل الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية. وعلى الجانب الآخر، فقد جاءت قيمة هذه المعلمة سالبة، ولكنها غير معنوية في النموذج الثاني وهو الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع للنقود M2 وذلك عند مستوى معنوية 5%.

وفيما يتعلق بمعلمة المعدل المتوقع للتضخم، فقد جاءت سالبة قي كلا النموذجين، ولكنها غير معنوية عند مستوى المعنوية 5% في النموذج الأول بينما جاءت معنوية في النموذج الثاني عند نفس مستوى المعنوية المذكور. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن ارتفاع توقعات التضخم بنسبة 10% سترتب عليه انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع بنسبة 7.5% حيث يميل الأفراد في هذه الحالة إلى إحلال الأصول الحقيقية محل الأرصدة النقدية.

وفيما يتعلق بتأثير تغيرات سعر الصرف (EX) على دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، فقد جاءت قيمة المعلمة موجبة ومعنوية في كلا النموذجين حيث بلغ معامل مرونة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية 2.53، و2.56 في النموذجين الأول والثاني على الترتيب مما يعنى أن زيادة سعر الصرف بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بنسبة 2.53% و2.56% في النموذجين الأول والثاني على الترتيب. وحيث إن سعر الصرف قد يتباين تأثيره على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية حيث من الممكن أن يكون له أثراً إيجابياً أو سلبياً كما سبقت الإشارة إليه في الفصل الأول. وطبقاً لنتائج الدراسة فإن ارتفاع سعر الصرف (أي ارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية) قد أدى إلى زيادة القيمة المحلية للأصول الأجنبية مما أدى إلى قيام الأفراد ببيع هذه الأصول الأجنبية لتحقيق مكاسب

رأسمالية، وهو ما انعكس في النهاية على زيادة الطلب على الأرصدة النقدية المقومة بالعملة المحلية وهو ما يعرف بأثر الثروة Wealth effect. وأخيراً، فيما يتعلق بأثر برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تم تطبيقه في نوفمبر 2016 (DUM) والذي شهد تحرير سعر الصرف، فقد جاء أثره سلبياً ومعنوياً في كلا النموذجين حيث بلغت قيمته (-1.55، -1.58) في نموذجي الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع على الترتيب. ويعني ذلك أن هناك انخفاضاً في الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بعد بدء تطبيق هذا البرنامج بالمقارنة بالوضع السابق قبل تطبيقه.

جدول رقم (3-4)

تقديرات نموذجي الانحدار الذاتي بفترة إبطاء موزعة للطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع في الأجل الطويل

النموذج الثاني (الطلب على النقود بالمفهوم الواسع)			النموذج الأول (الطلب على النقود بالمفهوم الضيق)		
قيمة احتمالية المعلمة	قيمة المعلمة	المتغير	قيمة احتمالية المعلمة	قيمة المعلمة	المتغير
0.0041	2.318249	IPI_t	0.0048	2.266649	IPI_t
0.0685	-0.002019	IR_t	0.0114	-0.051650	IR_t
0.0021	2.562593	EX_t	0.0006	2.534680	EX_t
0.0143	-0.746790	CPI_t	0.0627	-0.760426	CPI_t
0.0015	-1.587053	DUM	0.0001	-1.558977	DUM
			0.0113	-43.826950	C
0.992290		R^2	0.995854		R^2

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة 9 EViews.

* تم اختيار فترات الإبطاء باستخدام معيار Akaike Information Criterion (AIC).

4-2-3-2 نتائج نموذج تصحيح الخطأ:

قبل الشروع في تفسير طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة ومتغير الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في الأجل القصير، ينبغي تفسير قيمة معلمة تصحيح الخطأ ECT_{t-1} والتي تشير إلى كيفية تصحيح الاختلالات التي تنشأ في الأجل القصير حتى يتم العودة للمسار التوازني طويل الأجل. وقد جاءت قيمة هذه المعلمة (-0.078018، و-0.054116) في النموذجين الأول والثاني على الترتيب وهو ما يعني تحقق شرط سالبية هذه المعلمة. ويعني هذا أنه في حالة حدوث انحراف عن العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج فإن نحو 7.8% و5.2% من هذه الانحرافات يتم تصحيحها تلقائياً في نفس الشهر في كلا النموذجين.

ومن ثم، فإن الرجوع إلى المسار التوازني طويل الأجل يستغرق 13 شهراً و19 شهراً في كلا النموذجين على الترتيب أي أن تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل لدالة الطلب على النقود في مصر تجاه التوازن طويل الأجل يتطلب فترة زمنية أطول في حالة الاعتماد على المفهوم الواسع للنقود. وتتفق نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة (طريح، 2015). ونوضح فيما يلي نتائج نموذج تصحيح الخطأ:

1- متغير مستوى النشاط الاقتصادي:

فيما يتعلق بالعلاقة بين الناتج الصناعي الحقيقي والطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في الأجل القصير، فقد جاءت إشارة معلمة الناتج الصناعي سالبة وغير معنوية في النموذج الثاني (الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع) بينما جاءت سالبة ومعنوية عند فترة الإبطاء الثالثة في النموذج الأول حيث بلغت قيمتها -0.094797 وهو ما يعني أن ارتفاع الناتج الحقيقي بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بنسبة -0.09% في الأجل القصير فقط. وعلى الرغم من عدم توافق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية إلا أن هذا الاختلال يحدث في الأجل القصير فقط بينما تتوافق العلاقة التوازنية بين كلا المتغيرين في الأجل الطويل مع النظرية الاقتصادية كما سبق الإشارة سابقاً.

2- متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود:

يشير معامل سعر الفائدة على الاقراض بين البنوك ليلية واحدة (IR) إلى وجود علاقة عكسية، ولكنها غير معنوية في النموذج الثاني بينما جاءت العلاقة عكسية ومعنوية في النموذج الأول فقط حيث بلغت مرونة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالنسبة لسعر الفائدة -0.0040 أي أن زيادة سعر الفائدة بمقدار 10% سترتب عليه انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بنسبة ضئيلة قدرها 0.040% . وفيما يتعلق بمتغير التضخم المتوقع، فقد جاءت قيمة المعلمة -0.944 و -0.916 في النموذجين الأول والثاني على الترتيب. ويعني ذلك أن ارتفاع توقعات التضخم بنسبة 10% يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بمفهومها الضيق والواسع بمقدار 9.4% و 9.2% على الترتيب. ويعني هذا أن تأثير متغير التضخم المتوقع أعلى بكثير من تأثير متغير سعر الفائدة أي أن الأول يعد الأكثر ملائمة في التعبير عن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود. وتتفق هذه النتائج مع النظرية الاقتصادية التي تقر بوجود علاقة عكسية بين الطلب على النقود وتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بها.

وفيما يتعلق بتأثير سعر الصرف (EX) على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، فقد جاءت المعلمة سالبة، ولكنها غير معنوية في النموذج الثاني بينما جاءت موجبة ومعنوية في النموذج

الأول عند فترة إبطاء واحدة فقط حيث بلغت قيمتها 0.001296 مما يعكس الأثر الضئيل لسعر الصرف على طلب النقود في الأجل القصير بينما يكون الأثر قويا في الأجل الطويل كما سبقت الإشارة إليه. وأخيراً، فيما يتعلق بأثر برنامج الإصلاح الاقتصادي فقد جاء أثره سلبياً ومعنوياً في كلا النموذجين كما هو الحال في الأجل الطويل.

جدول رقم (4-4)

تقديرات نموذج تصحيح الخطأ للطلب على النقود بالمفهومين الضيق والواسع

النموذج الأول (الطلب على النقود بالمفهوم الضيق)			النموذج الثاني (الطلب على النقود بالمفهوم الواسع)		
المتغير	قيمة المعلمة	قيمة احتمالية المعلمة	المتغير	قيمة المعلمة	قيمة احتمالية المعلمة
$\Delta RMD1_{t-1}$	-0.043665	0.4943	$\Delta RMD2_{t-1}$	-0.116004	0.4349
$\Delta RMD1_{t-2}$	0.018019	0.7766	$\Delta RMD2_{t-2}$	-0.154715	0.0302
$\Delta RMD1_{t-3}$	0.143443	0.0207			
ΔIPI_{t-1}	-0.039616	0.2761	ΔIPI_{t-1}	-0.035803	0.1369
ΔIPI_{t-2}	0.021436	0.5955			
ΔIPI_{t-3}	-0.094797	0.0129			
ΔIR_{t-1}	-0.004030	0.0007	ΔIR_{t-1}	-0.002019	0.2756
ΔEX_{t-1}	0.001296	0.0000	ΔEX_{t-1}	-0.003904	0.7544
ΔEX_{t-2}	0.065044	0.9622			
ΔEX_{t-3}	-0.059707	0.1103			
CPI_{t-1}	-0.944028	0.0000	CPI_{t-1}	-0.915884	0.0000
DUM	-0.121628	0.0000	DUM	-0.082488	0.0000
ECT_{t-1}	-0.078018	0.0031	ECT_{t-1}	-0.051976	0.0150

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة 9 EViews.

4-2-4 نتائج الاختبارات التشخيصية Diagnostic Tests للنموذجين:

يتطلب الاعتماد على نتائج التقدير وفق النموذج المختار التأكد أولاً من جودة أداء النموذج المقدر، وخلوه من المشاكل القياسية وذلك من خلال إجراء بعض الاختبارات التشخيصية التي تتعلق بعضها بسلوك بواقي التقدير من أجل التأكد من خلو هذه البواقي من مشاكل الارتباط الذاتي فيما بينها، وأنها ذات تباين متجانس عبر الزمن، فضلاً عن اتباعها للتوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى ذلك، ينبغي إجراء اختبارات لفحص سلوك النموذج المقدر ككل، والتأكد من استقرار مكوناته عبر فترة الدراسة، وبالتالي إمكانية الاعتماد عليه في التنبؤ بالقيم المستقبلية للمتغير التابع الذي يمثل الطلب على الأرصدة الحقيقية للنقود في الاقتصاد المصري.

4-2-4-1 اختبار مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات النموذج:

نظراً لعدم إمكانية التعويل على النموذج المقدر في حال ارتباط بواقيه ارتباطاً ذاتياً فيما بينها ولأن هذا الارتباط من شأنه أن يؤثر سلباً على صحة القيم العددية للمعاملات المقدره واتساع فترة الثقة لها ومن ثم الخروج باستنتاجات مضللة لاختبارات المعنوية (عناي، 2009، ص ص 525-526)، لهذا يجب التأكد من خلو النموذج المقدر من هذه المشكلة، وذلك باستخدام Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test. وتتمثل فرضية العدم الخاصة بهذا الاختبار في عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي الانحدار. وتشير النتائج الواردة بالجدول رقم (4-5) إلى خلو بواقي النموذجين المقدرين من هذه المشكلة، حيث بلغت القيم الاحتمالية لإحصائية F-Statistic 0.0550 في كلا النموذجين وهي تعد أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني عدم إمكانية رفض فرضية العدم أي خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي لبواقي الانحدار في كلا النموذجين.

4-2-4-2 اختبار مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity:

يعد ثبات تباين بواقي التقدير Homoscedasticity أحد مواصفات النموذج الجيد، وذلك لأن اسقاط هذا الفرض يسبب تحيزاً في الأخطاء المعيارية للمعاملات المقدره، ومن ثم الحصول على نتائج مضللة لكل من اختبارات الفروض وفترات الثقة؛ وبالتالي زيادة احتمال الوقوع في خطأ من النوع الثاني (رفض فرضية العدم وهي صحيحة) (عناي، 2009، ص ص 496). وقد تم الاعتماد على نتائج أحد الاختبارات المستخدمة لهذا الغرض وهو اختبار Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (ARCH) LM Test الذي يعتمد على انحدار مربعات البواقي على مربعاتها المبطأة. وتنص فرضية العدم الخاصة بهذا الاختبار على أن البواقي ذات تباين ثابت. وكما هو موضح بالنتائج الواردة بالجدول رقم (4-5)، فإنه لا يمكن رفض فرضية العدم لكلا النموذجين حيث بلغت قيمة إحصائية الاختبار 0.692890 و0.6931 في النموذجين الأول والثاني على الترتيب.

4-2-4-3 فحص التوزيع الطبيعي للبواقي Normality Distribution:

يتم استخدام اختبار Jarque-Bera لفحص ما إذا كانت بواقي الانحدار المقدره تتبع التوزيع الطبيعي حيث تنص فرضية العدم الخاصة بهذا الاختبار على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي. وطبقاً للنتائج الواردة بالجدول رقم (4-5)، فإنه لا يمكن رفض فرضية العدم حيث بلغت قيمة إحصائية Jarque-Bera 0.892868، وذلك باحتمالية قدرها 0.639906 للنموذج الأول بينما بلغت قيمة هذه الإحصائية 5.062187 باحتمالية قدرها 0.079572 للنموذج الثاني مما يعني أن بواقي التقدير تتبع التوزيع الطبيعي في كلا النموذجين.

4-2-4-4 فحص وجود أخطاء في توصيف النموذج:

للتأكد من عدم وجود أخطاء في توصيف النماذج المقدر، فقد تم إجراء اختبار Ramsey RESET test على النحو الموضح في جدول رقم (4-5). وتشير النتائج الواردة بالجدول إلى أنه لا يمكن رفض فرضية عدم التنص على عدم وجود أخطاء في توصيف النموذج حيث بلغت قيمة الاحتمالية الإحصائية الخاصة بهذا الاختبار 0.103410 ، و 0.3146 في النموذجين الأول والثاني على الترتيب.

جدول رقم (4-5)

نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذجين المقدرين

النموذج الثاني (الطلب على النقود بالمفهوم الواسع)		النموذج الأول (الطلب على النقود بالمفهوم الضيق)		الاختبار
قيمة احتمالية الاحصائية	إحصائية الاختبار	قيمة احتمالية الإحصائية	إحصائية الاختبار	
0.0550	F (12,156) = 1.784521	0.0550	F (12,147) = 1.788107	Breusch-Godfrey LM Test
0.6931	0.733075	0.668290	0.7053	ARCH (2) LM
0.079572	5.062187	0.639906	0.892868	Jarque-Bera Test
0.3146	1.017485	0.103410	0.7482	Ramsey RESET test

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة 9 EViews.

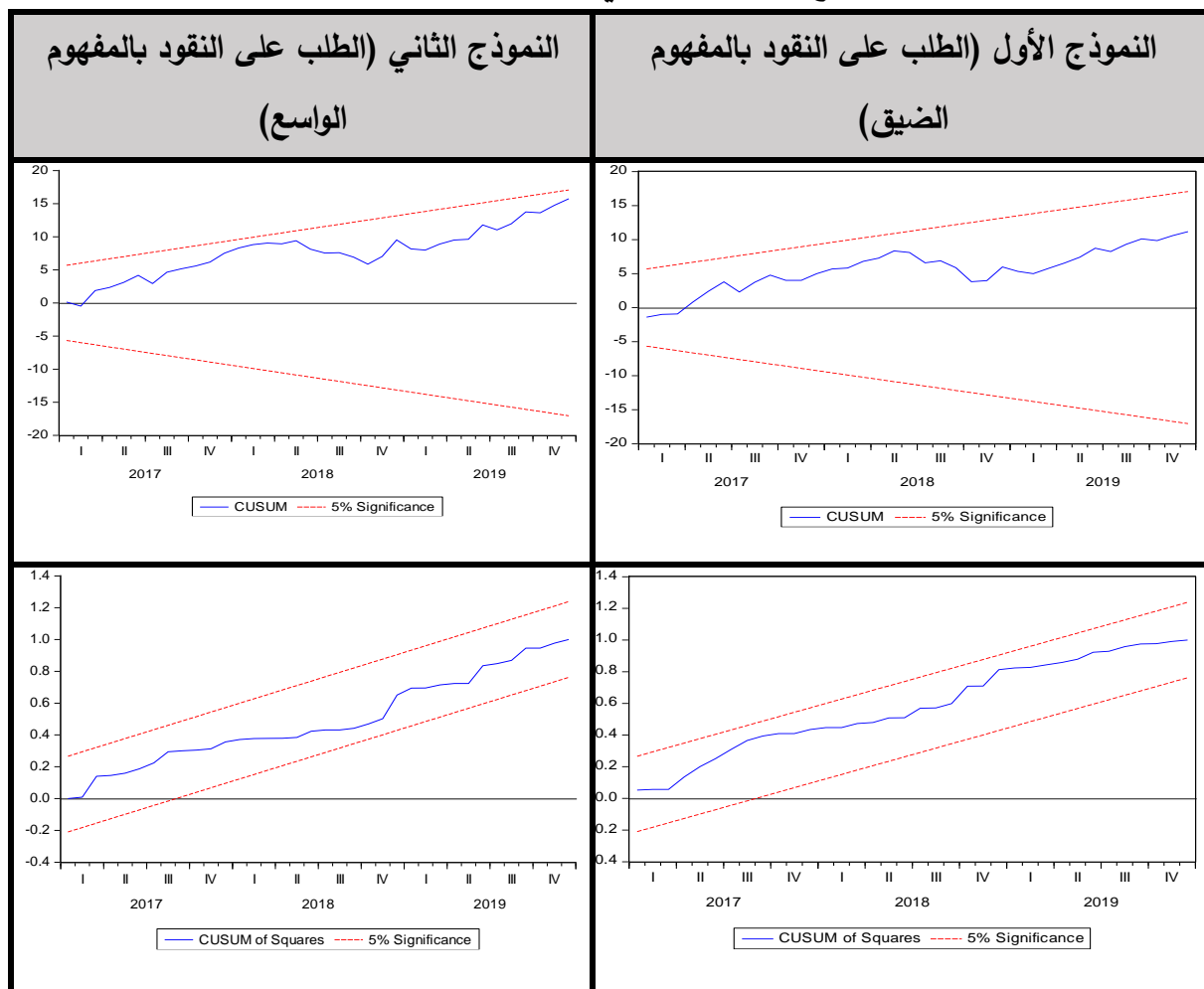
4-2-4-5 اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذجين:

يتم إجراء هذا الاختبار للتأكد من خلو بيانات النموذج من أية تغيرات هيكلية قد تؤثر سلباً على جودة النموذج المقدر، وامكانية التنبؤ بسلوكه مستقبلاً. ويتم اختبار استقرار المعاملات المقدر وفق نموذج ARDL من خلال اختباري المجموع التراكمي للبواقي المعادة Cumulative Sum of Recursive (CUSUM)، والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة Cumulative Sum of Squares Recursive (CUSUM of Square). فإذا وقع الخط الممثل لكل من (CUSUM) و (CUSUM of Square) داخل حدي القيمة الحرجة يتم عندها قبول فرض عدم القائل بأن النموذج مستقر عبر الزمن، أما إذا وقع خارج هذين الحدين فيتم رفض فرضية عدم مما يعنى أن النموذج غير مستقر على النحو السابق ذكره في المبحث

الأول من الفصل الحالي. وكما هو موضح بالشكل رقم (4-2)، فإنه يمكن القول باستقرار كلا النموذجين عبر الزمن؛ إذ وقع الخط الممثل للمجموع التراكمي للبواقي المعادة وكذلك الخط الممثل للمجموع التراكمي لمربعاتها بين حدي القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

شكل رقم (4-2)

نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذجين



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على حزمة EViews 9.

خلاصة الفصل الرابع:

اهتم هذا الفصل بتقدير دالة الطلب على النقود في مصر وذلك باستخدام المفهومين الضيق والواسع للنقود. وقد تم اختبار الفرضية الرئيسية للدراسة - توجد علاقة مستقرة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (M1، M2)، ومحدداتهما في الأجل الطويل - وذلك باستخدام طريقة التكامل المشترك Cointegration باستخدام اختبار الحدود Bounds test خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019). وبالتالي، تم تقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) والذي اقترحه (Pesaran and Shin, 1995) للاستخدام مع السلاسل الزمنية غير المستقرة، وطوره (Pesaran et al, 2001) وذلك لاختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة فضلاً عن تقدير نموذج تصحيح الخطأ لتقدير كيف يتم تصحيح الاختلالات التي قد تنشأ في الأجل القصير وتقدير سرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل.

وحيث إن هدف الدراسة يتضمن دراسة كل من الطلب على النقود بالمفهوم الضيق وبالمفهوم الواسع، فقد تم تقدير نموذج لكل منهما على حدة. وتتمثل أهم المتغيرات المستقلة التي تضمنها النموذجين كل من الناتج الصناعي الحقيقي كمؤشر للتعبير عن مستوى النشاط الاقتصادي، بينما تم استخدام كل من سعر الفائدة على قروض الليلة الواحدة، ومعدل التضخم المتوقع، وسعر الصرف كمؤشرات لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود. بالإضافة إلى ذلك، فقد تضمنت النماذج التي تم تقديرها متغيراً هيكلياً للتعبير عن تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي تم تطبيقه منذ نوفمبر 2016.

وقد أوضح اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في كلا النموذجين المقدرين أي أنه تم قبول الفرضية الرئيسية للدراسة، فضلاً عن اتفاق إشارات المعلمات المقدره لمتغيرات دالة الطلب على النقود في مصر خلال فترة الدراسة مع توقعات النظرية الاقتصادية سالفة الذكر، كما أكدت نتائج نموذج تصحيح الخطأ وجود آلية لتصحيح الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير وتدفع نحو الرجوع إلى العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة حيث إن نحو 7.8% و 5.2% من هذه الانحرافات يتم تصحيحها تلقائياً في نفس الشهر في نموذجي الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع على الترتيب. ومن ثم، فإن الرجوع إلى المسار التوازني طويل الأجل يستغرق نحو 13 شهراً و 19 شهراً في كلا النموذجين على الترتيب أي أن تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل لدالة الطلب على النقود في مصر تجاه التوازن طويل الأجل يتطلب فترة زمنية أطول في حالة الاعتماد على المفهوم الواسع للنقود.

نتائج وتوصيات الدراسة

أولاً: نتائج الدراسة:

استهدفت الدراسة الحالية تحليل وقياس دالة الطلب على النقود -وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود- في مصر فضلاً عن فحص العلاقة بين الطلب على النقود وفعالية السياسة النقدية. ومن ثم، فقد قامت الدراسة بتقديم عرضاً للإطار النظري للطلب على النقود والسياسة النقدية، من خلال عرض مفهوم ونظريات ومحددات الطلب على النقود من ناحية، وبيان مفهوم وأهداف وأدوات وآليات انتقال السياسة النقدية من ناحية أخرى. كما قامت الدراسة بتحليل الصلات التي تربط بين استقرار دالة الطلب على النقود - كهدف وسيط - والاستقرار النقدي كهدف نهائي، وفعالية السياسة النقدية. بالإضافة إلى ذلك، فقد قامت الدراسة بتحليل أهم اتجاهات تطور الأداء الاقتصادي الكلي، وبيان التطورات الرئيسية التي شهدتها السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2003-2019).

ولتحقيق أهداف الدراسة، فقد تبنت الدراسة فرضية رئيسية مفادها وجود علاقة مستقرة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بمفهومها الضيق والواسع ومحدداتها في الأجل الطويل. وتنبثق عن هذه الفرضية ثلاث فرضيات فرعية تشمل كل من: (1) تعتبر قناة سعر الفائدة أقل أهمية في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمقارنة بقناة التضخم المتوقع، (2) تعتبر قناة سعر الصرف قناة فعالة في التأثير على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، (3) أدى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016 إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.

ولاختبار هذه الفرضيات، فقد تم تطبيق طريقة التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود Bounds test خلال الفترة (يناير 2005 - ديسمبر 2019). ومن ثم، قامت الدراسة الحالية بتقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) والذي اقترحه (Pesaran and Shin, 1995) للاستخدام مع السلاسل الزمنية غير المستقرة، وطوره (Pesaran et al, 2001) وذلك لاختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة فضلاً عن تقدير نموذج تصحيح الخطأ لتقدير كيف يتم تصحيح الاختلالات التي قد تنشأ في الأجل القصير وتقدير سرعة التعديل نحو التوازن طويل الأجل. ونظراً لأن هدف الدراسة يتضمن دراسة كل من الطلب على النقود بالمفهوم الضيق وبالمفهوم الواسع، فقد تم تقدير نموذج لكل منهما على حدة. وتتمثل أهم المتغيرات المستقلة التي تضمنها النموذجين في كل من الناتج الصناعي الحقيقي كمؤشر للتعبير عن مستوى النشاط الاقتصادي، بينما تم استخدام كل من سعر الفائدة على قروض الليلة الواحدة، ومعدل التضخم المتوقع، وسعر الصرف كمؤشرات لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود. بالإضافة إلى ذلك، فقد تضمنت النماذج التي تم تقديرها متغيراً هيكلياً للتعبير عن تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي تم تطبيقه منذ نوفمبر 2016.

وتتمثل أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة في النقاط التالية:

أولاً: النتائج التحليلية:

1- واجه الاقتصاد المصري خلال الفترة (2003-2016) جملة من التحديات الداخلية والخارجية التي أثرت سلباً وبشكل كبير على الأداء الاقتصادي مما أدى إلى زيادة عجز الموازنة العامة، ومن ثم زيادة الدين العام وأعباء خدمته، فضلاً عن انخفاض معدل نمو المعروض من النقد الأجنبي وتزايد معدلات التضخم والبطالة، وتمثلت المعوقات التي حالت دون تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي في عدم كفاية التمويل المتاح، وتراجع معدلات الاستثمار المحلي، وجمود سوق العمل. ونتيجة لحالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي أعقبت ثورة 25 يناير 2011، وعدم انتظام الإنتاج، وتصاعد اضطرابات أسواق المال العربية، وتفاقم أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي، فقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 1.8% في عام 2011 مقارنة بـ 3.19% في عام 2003، الأمر الذي انعكس بالانخفاض على معدل نمو نصيب الفرد منه. ويُعزى هذا الانخفاض إلى تراجع معدلات الاستثمار المحلي والأجنبي، وانخفاض تحويلات العاملين بالخارج، وزيادة العجز في ميزان المدفوعات.

2- شهدت الفترة (2017-2019) بوادر تحسن في مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلى في مصر على المدى القصير والمتوسط؛ حيث ارتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 4.2% في عام 2017 إلى 5.6% في عام 2019، مما انعكس على متوسط نصيب الفرد منه ليرتفع إلى 3.5% في عام 2019 مقارنة بـ 2.03% في عام 2017. وتُعزى الزيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال تلك الفترة إلى النمو في 6 قطاعات شكلت حوالي 77% منه خلال عام 2017، وتمثلت هذه القطاعات في قطاع الاستخراجات، وقطاع الصناعة التحويلية، وقطاع التشييد والبناء، إلى جانب تجارة الجملة والتجزئة، والأنشطة العقارية، وقطاع الزراعة. وعلى الرغم من زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال تلك الفترة إلا أن النمو الاقتصادي الحالي لا يمكن وصفه بالنمو المُستدام. وبالتالي فإن معدل النمو الحالي يغيب عنه الهدف الرئيس من تحقيق النمو، وهو رفع مستوى معيشة الأفراد؛ إذ لا يزال المواطن يعاني من ارتفاع معدلات التضخم، وتدنى مستوى التعليم والرعاية الصحية وخدمات النقل.

3- اتبع البنك المركزي المصري خلال الفترة (2003-2010) مجموعة من الإجراءات التي تُعد مؤشراً على توسع السياسة النقدية أهمها تخفيض كل من سعر الخصم، وسعر الفائدة على الإقراض تدريجياً باستثناء عام 2008. وقد تعارضت تلك السياسة مع هدف تحقيق الاستقرار النقدي، وخفض معدلات التضخم الذي أعلنه البنك المركزي في بداية تلك الفترة. وقد تباينت السياسة المطبقة في الفترة (2011-2016) ما بين السياسة التوسعية والانكماشية، وذلك

نتيجة لعدم الاستقرار السياسي في بدايتها، وتحرير سعر الصرف في نهايتها. وعلى الجانب الآخر، فقد شهدت الفترة (2017-2019) تراجعاً ملحوظاً في معدل نمو كل من السيولة المحلية، والمعروض النقدي من 39.3% إلى 23.5% وإلى 11.9% و12.6% للمتغيرين المذكورين على الترتيب، ويعد هذا التراجع انعكاساً للسياسة النقدية الانكماشية التي انتهجها البنك المركزي خلال تلك الفترة.

ثانياً: النتائج القياسية:

1- أوضح اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في كلا النموذجين المقدرين أي أنه تم قبول الفرضية الرئيسية للدراسة والقائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع وهو الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية بمفهومه الضيق والواسع.

2- توجد علاقة طردية ومعنوية بين متغير الناتج الصناعي الحقيقي والمتغير التابع وهو الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية في كلا النموذجين في الأجل الطويل أي أن ارتفاع مؤشر حجم النشاط الاقتصادي يؤدي إلى زيادة دخل الفرد مما يحفز على الإدخار؛ بمعنى زيادة الرغبة في الاحتفاظ بالنقود كشكل من أشكال الثروة، فضلاً عن زيادة النقود المخصصة للمبادلات والاحتياط.

3- فيما يتعلق بمتغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود والتي تشمل كل من سعر الفائدة على الاقراض بين البنوك لليلة واحدة، ومعدل التضخم المتوقع وسعر الصرف، فقد أكدت نتائج الدراسة على أن متغير سعر الصرف هو المتغير الأكثر أهمية في التأثير على الأرصة النقدية الحقيقية يليه متغير التضخم المتوقع ثم متغير سعر الفائدة. مما يعني عدم رفض الفرضية الفرعية الثانية. أما فيما يتعلق بالفرضية الفرعية الأولى، فيتم رفضها في النموذج الأول، بينما لا يمكن رفضها في النموذج الثاني كما هو موضح فيما يلي:

أ- تؤثر أسعار الفائدة عكسياً على الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق، ولكن ليس لها تأثير معنوي على الأرصة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع ويعني ذلك أن انخفاض سعر الفائدة يزيد من رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل بدلاً من الاحتفاظ بها في شكل أوراق مالية أي زيادة الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية.

ب- يؤثر التضخم المتوقع عكسياً على الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية بالمفهوم الواسع، ولكنه لا يؤثر على طلب الأرصة النقدية الحقيقية بالمفهوم الضيق. أي أن ارتفاع توقعات التضخم يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية

بالمفهوم الواسع حيث يميل الأفراد إلى استبدال الأرصدة النقدية في هذه الحالة بالأصول الحقيقية. ويدل ذلك على محدودية الأصول المالية التي يمكن الإحلال بينها وبين الأرصدة النقدية.

ت- يعد متغير سعر الصرف هو أكثر المتغيرات المعبرة عن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود تأثيراً على المتغير التابع في كلا النموذجين حيث وجدت الدراسة أن ارتفاع سعر الصرف (أي ارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية) يؤدي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وهو ما يمكن تفسيره بأثر الثروة. ويعني ذلك الأثر أن زيادة سعر الصرف تؤدي إلى زيادة القيمة المحلية للأصول الأجنبية مما يحفز الأفراد لبيع هذه الأصول الأجنبية لتحقيق مكاسب رأسمالية أي أنهم يتخلون عن الأصول المقومة بالعملة الأجنبية ومما يعني زيادة الطلب على الأرصدة النقدية بالعملة المحلية.

4- أدى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في نوفمبر 2016 إلى انخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع مما يعد انعكاساً للسياسة الانكماشية التي انتهجها البنك المركزي عقب تطبيق البرنامج. ومن ثم، فلا يمكن رفض الفرضية الفرعية الثالثة.

5- أكدت نتائج نموذج تصحيح الخطأ وجود آلية لتصحيح الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير وتدفع نحو الرجوع إلى العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة حيث إن نحو 7.8% و 5.2% من هذه الانحرافات يتم تصحيحها تلقائياً في نفس الشهر في نموذجي الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمفهومين الضيق والواسع على الترتيب. ومن ثم، فإن الرجوع إلى المسار التوازني طويل الأجل يستغرق 13 شهراً و 19 شهراً في كلا النموذجين على الترتيب أي أن تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل لدالة الطلب على النقود في مصر تجاه التوازن طويل الأجل يتطلب فترة زمنية أطول في حالة الاعتماد على المفهوم الواسع للنقود.

ثانياً: توصيات الدراسة:

- في ضوء النتائج التي تم الوصول إليها تتمثل أهم التوصيات التي يمكن أن تسهم في زيادة فعالية السياسة النقدية في تحقيق الأهداف المنوطة بها مستقبلاً فيما يلي:
1. يجب وضع محددات دالة الطلب على النقود في الاعتبار عند صياغة السياسة النقدية للبنك المركزي المصري، وحيث أن دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وفقاً للمفهومين الضيق والواسع للنقود تتمتع بالاستقرار، فإنه يمكن للسلطة النقدية المصرية استخدامها في التنبؤ بالتضخم مما يساهم في تحقيق الاستقرار النقدي.
 2. نظراً لعدم وجود تأثير يذكر لمتغير مستوى النشاط الاقتصادي على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في الأجل القصير، بينما يوجد له تأثير كبير في الأجل الطويل، فإن هذه النتيجة تتوافق مع النظرية النقدية الحديثة؛ حيث أكد فريدمان على اهتمام الأفراد بالدخل الدائم الذي يتسم بالاستقرار في الأجل الطويل وليس الدخل الحالي الذي يتقلب في الأجل القصير. ويعني هذا أنه يمكن للسلطات النقدية تجاهل التقلبات قصيرة الأجل في مستوى النشاط الاقتصادي حيث إنها لا تلعب أي دور في عملية التعديل نحو الوضع التوازني في الأجل الطويل.
 3. أكدت نتائج الدراسة على انخفاض الأهمية النسبية لسعر الفائدة على الإقراض بين البنوك ليلية واحدة في التأثير على الأرصدة النقدية الحقيقية بالمقارنة بمتغير التوقعات التضخمية في الأجلين القصير والطويل على حد سواء، وهو ما يعكس أهمية الاستثمار في الأصول الحقيقية أكثر من الأصول النقدية في الحالة المصرية. وحيث إن ارتفاع التوقعات التضخمية يؤدي إلى قيام الأفراد باستبدال أرصدهم النقدية بالسلع ولا يقومون باستبدال أرصدهم النقدية ببعض الأصول المالية الأخرى، فإن ذلك يعني ضعف قناة سعر الفائدة على قروض الليلية الواحدة وهو ما ينبغي أخذه في الاعتبار عند تصميم السياسة النقدية من قبل البنك المركزي المصري.
 4. وضع آلية لتنظيم كيفية امتصاص فائض السيولة من خلال توفير سوق مالية متطورة تحتوي على كافة البدائل المتاحة من الأصول المالية.
 5. نظراً للدور الكبير الذي يلعبه سعر الصرف في التأثير في الطلب على النقود بمفهوميه الضيق والواسع، ينبغي أخذه في الاعتبار عند تصميم السياسة النقدية مع التركيز على أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية أي أن له أثراً توسعية في هذه الحالة.
 6. تحقيق الاستقرار السياسي والأمني، إذ يُعتبر سبباً مباشراً لتحقيق استقرار دالة الطلب على النقود، ومن ثم الاستقرار النقدي بصفة خاصة، والاستقرار الاقتصادي بصفة عامة.

7. الاستمرار في رفع كفاءة القطاع المصرفي، ومراقبته لضمان سلامته والمحافظة على موارده، وإزالة العقبات التي تواجه تدفق الائتمان المصرفي إلى القطاع الخاص، وذلك لتحفيز الأفراد على زيادة مدخراتهم.

8. على صانعي السياسة النقدية الأخذ في الاعتبار سرعة التكيف (أي سرعة التعديل نحو المسار التوازني طويل الأجل) في نموذج الطلب على النقود عند قيامهم بتصميم السياسة النقدية لضمان إمكانية تحقيق هذه الأهداف.

ويقترح الباحث استناداً إلى نتائج الدراسة إمكانية دراسة أثر الشمول المالي على دالة الطلب على النقود حيث من المتوقع أن يؤثر على مرونة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بالنسبة لأسعار الفائدة، مما يمكن أن يؤدي إلى آثار كبيرة على فعالية السياسة النقدية.

قائمة المراجع

أولاً المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم، إيمان، (2013)، التطورات النظرية الحديثة في موضوع الطلب على النقود: الدلائل التجريبية من الدول النامية، *مجلة التجارة والتمويل*، عدد (2)، كلية التجارة، جامعة طنطا.
2. إبراهيم، محمد عباس، (2021)، محددات معدل الصرف الحقيقي في مصر خلال الفترة 1991-2019، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، عدد (4)، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
3. إبراهيم، نيفين فرج، (2015)، أثر عجز الموازنة العامة في مصر في الدين الخارجي باستخدام التكامل المشترك والسببية، *مجلة بحوث اقتصادية عربية*، 22(71)، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية.
4. أبو العيون، محمود، (2003)، *تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية*، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم (78).
5. أحمد، دعاء عقل، وأحمد، أميرة عقل، (2015)، *السياسة النقدية بين النظرية والتطبيق*، كلية التجارة، جامعة بنها.
6. أحمد، دعاء عقل، وإسكندر، أميرة حامد، (2022)، تأثير نظم الصرف الأجنبي على أداء بعض المؤشرات الكلية في مجموعة دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث التجارية والمالية*، 3(1)، كلية التجارة، جامعة دمياط.
7. البسام، خالد عبد الرحمن، (2009)، محددات الطلب على النقود في المملكة العربية السعودية: دراسة قياسية للفترة (1975-2007)، *مجلة البحوث التجارية*، 31(2،1)، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
8. البنك المركزي المصري، *التقرير السنوي*، أعداد مختلفة.
9. البنك المركزي المصري، *المجلة الاقتصادية*، أعداد مختلفة.
10. البنك المركزي المصري، (يناير 2020)، *النشرة الإحصائية الشهرية*، عدد (274).
11. الجزائر، حجازي عبد الحميد، (2018)، تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام 2003 مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية، *سلسلة قضايا التخطيط والتنمية*، عدد (297)، معهد التخطيط القومي، مصر.
12. الجنابي، طاهر، (1990)، *دراسات في المالية العامة*. مطابع التعليم العالي، بغداد.
13. الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، *التقرير السنوي*، سنوات مختلفة.
14. الديعة، عبد الله محمد، (2018)، *تقدير الطلب على النقود في ليبيا: دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2010*، [رسالة دكتوراه غير منشورة]، كلية التجارة، جامعة المنصورة.
15. الزيود، عيد والسواعي، خالد، (2010)، الطلب على النقود في الأردن باستخدام نموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، *مجلة دراسات العلوم الإدارية*، 37(2)، جامعة الأردن.
16. السويدي، سهام محمد، (2010)، *استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية في الدول العربية (دراسة مقارنة)*. الدار الجامعية للنشر، كلية التجارة، جامعة أسيوط.
17. الشمري، ناظم محمد نوري، (1988)، *النقود والمصارف*، دار الكتب للطباعة والنشر، العراق.
18. الشناوي، اسماعيل أحمد ومبارك، عبد النعيم، (2002)، *اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية*. كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

19. العيسوي، إبراهيم، (2009)، الأزمة العالمية والاقتصاد المصري، سلسلة لقاء الخبراء، (7)، معهد التخطيط القومي، القاهرة.
20. الغريب، محيي الدين، (1979)، *اقتصاديات النقود والبنوك*. دار الهنا للطباعة، القاهرة.
21. الغيطاني، إبراهيم ورخا، أنس، (2013)، *تقييم السياسة النقدية في مصر بعد ثورة يناير*، ورقة عمل فعاليات ورشة العمل، المركز المصري للدراسات والمعلومات.
22. القطابري، محمد ضيف الله، (2007)، *دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية: دراسة نظرية - تحليلية - قياسية [رسالة دكتوراه غير منشورة]*. كلية التجارة، جامعة أسيوط.
23. النقيب، أنور محمود، (2017)، *أثر السياسة النقدية على الاستثمار في مصر خلال الفترة 1980-2016*، مركز الاستشارات والبحوث والتطوير، 35 (2)، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية.
24. بسيوني، بهاء جمال، (2016)، *استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية في مصر: دراسة مقارنة، [رسالة ماجستير غير منشورة]*، كلية التجارة، جامعة بنها.
25. بسيوني، محمد سعيد، (2012)، *أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشر أداء سوق الأوراق المالية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية 1991 - 2010*، مجلة مصر المعاصرة، 104 (505)، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع.
26. بسيوني، محمد سعيد، (د.ت)، *التحليل الاقتصادي الكلي: التقلبات والدورات - الاستقرار والسياسات - النمو الاقتصادي*، كلية التجارة، جامعة بنها.
27. حسن، موفق السيد، (1999)، *التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية: مفهوم النقد والطلب عليه*. مجلة جامعة دمشق، 1 (1).
28. حمود، سليم، (2012)، *دراسة قياسية للتنبؤ بدالة الطلب على النقد في الجزائر*، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، (12)، المركز الجامعي برج بوعريبيج، الجزائر.
29. خليل، سامح عبد الرحمن، (2019)، *تقدير دالة الطلب على النقود ومدى استقرارها في مصر "دراسة قياسية"*، [رسالة دكتوراه غير منشورة]، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
30. خليل، سامي، (1982)، *النظرية والسياسات النقدية والمالية*. شركة كاظمة للنشر والتوزيع والترجمة، الكويت.
31. خليل، سامي، (1994)، *نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة*، مطابع الأهرام والتوزيع، القاهرة.
32. دراج، عمرو والنمر، مصطفى، (2019)، *الاقتصاد المصري بعد 2013*، قراءة تحليلية، تقرير المعهد المصري للدراسات.
33. راتول، محمد وكروش، صلاح الدين، (2014)، *تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة من (2000-2010)*. مجلة بحوث اقتصادية عربية، (66).
34. زردق، أحمد عبد الرحيم، (2016)، *الدين العام وعجز الموازنة العامة في مصر*، كلية التجارة، جامعة بنها.
35. سليمان، ياسمين عمرو، (2013)، *دور البنك المركزي المصري في تطوير القطاع المصرفي ومواجهة الأزمات الاقتصادية، سلسلة أوراق بحثية*، المعهد المصرفي العربي.

36. شكر، محمد أصيل وراضي، محمد السيد، (2020)، استقرار الطلب على النقود في مصر: دراسة باستخدام نموذج ARDL، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، 57(2)، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
37. طريح، نيفين، (2015)، استقرار دالة الطلب على النقود في مصر: مضامين لسياسة نقدية فعالة، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، 17(2)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
38. عابد، بشيكر، (2017)، دراسة اقتصادية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، (5)، المركز الجامعي أحمد زبانة غليزان، الجزائر.
39. عابدين، داليا حسن، (2013)، حماية البيئة في الصناعة: دراسة تطبيقية على صناعة الاسمنت في مصر، [رسالة ماجستير]، كلية التجارة، جامعة بنها.
40. عبد العاطي، على عبد الرؤوف، (2017)، استراتيجية مقترحة للتحويل الاقتصادي في مصر في ضوء بعض مؤشرات أداء الاقتصاد العربي 2009-2016، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، 18(4)، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
41. عبد الفتاح، فردوس أحمد، (2020)، أثر التغير في سعر الصرف على الأسعار المحلية في اليابان، [رسالة ماجستير]، كلية التجارة، جامعة بنها.
42. عبد اللطيف، أحمد السيد، (2014)، تقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة 1981-2011، مجلة بحوث اقتصادية عربية، عددان (67-68)، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية.
43. عبد المطلب، عبد الحميد، (2002)، السياسات الاقتصادية على المستوى القومي. مجموعة النيل العربية، القاهرة.
44. عبد المطلب، عبد الحميد، (2013)، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي. الدار الجامعية، ط (1)، الاسكندرية، مصر.
45. عطية، عبد القادر محمد، (2004)، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.
46. علي، إبراهيم محمد، (2019)، دالة الطلب على النقود في الاقتصاد المصري: اختبار الاستقرار ومضامينه الاقتصادية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، 6(2)، الجامعة الأردنية.
47. علي، عبد العزيز عبد المجيد، (2018)، استهداف الدين العام لتعزيز الاستدامة المالية في مصر في ضوء بعض التجارب الدولية، [رسالة دكتوراه]، كلية التجارة، جامعة بنها.
48. عناني، محمد عبد السميع، (2009)، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، مدخل حديث باستخدام SPSS، الدار الجامعية، ط (3)، الاسكندرية.
49. قريصة، صبحي تادرس، (1984)، النقود والبنوك. دار النهضة العربية، لبنان.
50. لطف، أشرف، وإبراهيم، إيمان، (2012)، استقرار دالة الطلب على النقود في الدول النامية باستخدام مدخل التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ: حالة مصر 1991 - 2010، مجلة التجارة والتمويل، (2)، كلية التجارة، جامعة طنطا.

51. محمد، محمد عبد الواحد. (2005). تحليل دالة الطلب على النقود في مصر 1970-2004، مجلة أفاق جديدة للدراسات التجارية، 17 (1،2)، كلية التجارة، جامعة المنوفية.
52. محمد، منال جابر. (2017). تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة 1990-2017، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، (4).
53. محمد، يحيى سليمان. (2008). دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي مع دراسة خاصة بمصر خلال الفترة 1990 - 2002 [رسالة ماجستير غير منشورة]. كلية التجارة، جامعة بنها.
54. مسعود، يوسف والأصفر، يوسف، (2014)، تقدير قاعدة تايلور والحد من التضخم في الاقتصاد الليبي للفترة من 1990-2012، مجلة جامعة الزيتونة، (11)، جامعة الزيتونة.
55. مطاي، عبد القادر ومحمد، صلاح وبراهيم، بلقلا. (2019). دور أدوات السياسة النقدية في تحفيز الاستثمارات المحلية في الجزائر. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 25 (110).
56. معتوق، سهير محمود. (1989). النظرية والسياسات النقدية. الدار المصرية اللبنانية، ط (1).
57. معهد التخطيط القومي. (أغسطس 2007). التضخم في مصر، بحث في أسباب التضخم وتقييم مؤشراتته وجدوى استهدافه مع أسلوب مقترح باتجاهاته، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية، (199).
58. منيسي، حنان عبد الحكيم (2011)، قياس أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الأساسية في الاقتصاد المصري خلال الفترة 1990-2006، رسالة دكتوراة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
59. نجا، علي عبد الوهاب. (2016). تقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (1970-2014)، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية 53 (1).
60. نصير، شرين عادل. (2016). محددات البطالة في مصر خلال الفترة 1973-2013: دراسة تحليلية قياسية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، 22، 23 (74،75)، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية.
61. هاشم، مصطفى عبد الرؤوف. (2010). السياسة النقدية في النظرية والواقع العملي بالدول النامية مع إشارة خاصة للتجربة المصرية. دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
62. وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي، أعداد مختلفة.
63. وزارة المالية. (2018/2017). تقرير الأداء الاقتصادي نصف السنوي.
64. وزارة المالية. (2020/2019). البيان المالي عن مشروع الموازنة العامة للدولة.
65. وزارة المالية. التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

- 1- Adkins. C, Carter. R. (2011). Using State for Principles of Econometrics, 4th Edition, Inc Wiley & Sons, New York.
- 2- Ahmed, A. A. (2017). Performance of the Egyptian Banking Sector During 1991-2014: An Analytical Study. *Journal of Business Studies and Research*, 37(4), Faculty of Commerce, Benha University.
- 3- Ahmed, D. A. (2011). *An Operational Framework for Inflation Targeting in Egypt* (PhD. Thesis, University of Leicester).
- 4- Ahmed, D. A., & Ahmed, A. A. (2019). The Impact of Energy Prices on Electricity Production in Egypt. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(5).
- 5- Al Rasasi, M. H. (2016). On the stability of money demand in Saudi Arabia. *SAMA Working Paper, No. 6/2016*.
- 6- Awad, I. L. (2010). Measuring the stability of the demand for money function in Egypt. *Banks & bank systems*, (5, Iss. 1).
- 7- Bae, Y., & De Jong, R. M. (2005). Money demand function estimation by nonlinear cointegration. *Journal of Applied Econometrics*, 22(4), 767-793.
- 8- Bahmani-Oskooee, M., & Bahmani, S. (2015). Nonlinear ARDL approach and the demand for money in Iran. *Economics Bulletin*, 35(1).
- 9- Bashier, A., & Dahlan, A. (2011). The money demand function for Jordan: An empirical investigation. *International Journal of Business and Social Science*, 2(5).
- 10- Brown, R.L., Durbin, J., Evans, J.M. (1975). Techniques for testing the constancy of regression relationships over time, *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological)*, 37(2).
- 11- Danile, V, Foresti, p. and Napolitan, O. (2017). *The Stability of Money Demand in the Long-run: Italy 1861-2011, Cliometrica*, 11.
- 12- Duca, J. V., & VanHoose, D. D. (2004). Recent developments in understanding the demand for money. *Journal of Economics and Business*, 56(4).
- 13- Dwyer, G. P., & Fisher, M. (2009). Inflation and monetary regimes. *Journal of International Money and Finance*, 28(7).
- 14- Eslami-Bidgoli, G. R., Bajalan, S., & Mirza Bayati, M. (2010). Estimating and Forecasting Demand for Broad Money in Iran through Cointegration Analysis and Stochastic Simulation. *Iranian Economic Review*, 14(25).
- 15- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. American Economic Association, *The American Economic Review*, 58 (1).
- 16- Gichuki, J., Oduor, J., & Kosimbei, G. (2011). The choice of optimal monetary policy instrument for Kenya. *International Journal of economics and management Sciences*, 1(9).
- 17- Gujarati, D. N., Porter, D. C., & Gunasekar, S. (2005). Basic econometrics, 5th Edition, McGraw Hill Education, New York.
- 18- Hossain, A., & Arwatchanakarn, P. (2017). Does Money Have a Role in Monetary Policy under Inflation Targeting in Thailand?. *Journal of Asian Economics*.

- 19-Ivekovic, S. (1999). Different approaches to modelling the monetary demand function for Egypt, with particular stress on the money-income relationship.
- 20-Kim, B.W. (2014) .Estimating of Money Demand Function of South Korea Considering Regime Switching, *Chinese Business Review*, 13 (12).
- 21-Kjosevski, J., Petkovski, M., & Naumovska, E. (2016). The stability of long-run money demand in western balkan countries: An empirical panel investigation. *The South East European Journal of Economics and Business*, 11(2).
- 22-Kumar, S, Webber, D.J. and Fargher, s. (2010). Money Demand Stability: A case Study of Nigeria, *MPRA paper*, No. 26074.
- 23-Kumar, S. (2011). *A cross country evaluation of the demand for money (Doctoral dissertation, Auckland University of Technology)*.
- 24-Lothian, J. R. (2014). Monetary policy and the twin crises. *Journal of international Money and Finance*, 49.
- 25-Mahmood, H., & Alkhateeb, T. T. Y. (2018). *Asymmetrical effects of real exchange rate on the money demand in Saudi Arabia: A non-linear ARDL approach. PloS one*, 13(11).
- 26-Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic perspectives*, 9(4).
- 27-Mishkin, F. S. (1996). The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy.
- 28-Mishkin, F.S. (2004). *The Economics of Money, Banking, Financial Markets*. 7th Edition, Colombia University.
- 29-Moore, J. (2019). *Information Asymmetry in The U.S. Capital Market: The Relationship between Extensible Business Reporting Language and Stock Return Volatility, PhD Thesis*, School of Business, Northcentral University.
- 30-Narayan, P. K., & Narayan, S. (2008). Estimating the demand for money in an unstable open economy: the case of the Fiji Islands. *Economic Issues*, 13(1).
- 31-Nell, K. S. (1999). *The stability of money demand in South Africa, 1965-1997* (No. 9905). Department of Economics Discussion Paper.
- 32-Nyumuah, F.S. (2017). An Investigation into the Interest Elasticity of Demand for Money in Developing Countries: A panel Data Approach, *International Journal of Economics and Finance*, 9 (3).
- 33-Outlook, A. E. (2013). Structural transformation and natural resources. *African Development Bank*.
- 34-Pesaran, M.H. and Shin, Y. (1995). *An Auto regression Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis*, department of Applied Economics, University of Cambridge, England.
- 35-Pesaran, M.H. Shin, Y. and Smith, R.J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, *Journal of Applied Econometrics*, 16 (3).
- 36-Poole, W. (1970). Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2).
- 37-Samreth, S. (2008). Estimating money demand function in Cambodia: ARDL approach. MPRA paper, No.1627.

- 38- Rostom, A. (2016). Money demand in the Arab Republic of Egypt: a vector equilibrium correction model. World Bank Policy Research Working Paper, (7679).
- 39- Serletis, A. (2007). *The demand for money: Theoretical and empirical approaches*. Springer Science & Business Media.
- 40- Söderström, U. (2005). *Targeting Inflation with a Role for Money*. *Economica*, 72(288).
- 41- Sriram, M. S. S. (1999). *Survey of literature on demand for money: theoretical and empirical work with special reference to error-correction models*. International Monetary Fund.
- 42- Sun, L. (2011). *Monetary transmission mechanisms and the macroeconomy in China: VAR/VECM approach and Bayesian DSGE model simulation* (Doctoral dissertation, University of Birmingham).
- 43- Tang, C. F. (2007). The stability of money demand function in Japan: Evidence from rolling cointegration approach.
- 44- Teriba, A. O. (2002). Another look at the transactions demand for money in Nigeria (*Doctoral dissertation*, Durham University).
- 45- Tobin, J. (1972). Friedman's theoretical framework. *Journal of Political Economy*, 80(5).
- 46- Valadkhani, A. (2008). Long and Short-run determinants of the demand for money in the Asian – pacific countries: an empirical panel investigation, *Annals of Economics and Finance*, 9 (1).
- 47- Woodford, M. (2000). Monetary policy in a world without money. *International Finance*, 3(2).
- 48- Yamden, P. (2011). The determinants of the demand for money in developed and developing countries. *Journal of Economics and International Finance*, 3(15).

الملحق الإحصائي

جدول رقم (A-1) معدل نمو القطاعات المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2004/2003 - 2020/2019)

%

الاتصالات	النقل والتخزين	تشديد وبناء	المياه والصرف وإعادة التوازن	الكهرباء	تحويلية أخرى	تكرير البترول	الصناعات التحويلية	استخراجات أخرى	غاز	بتترول	الاستخراجات	الزراعة والغابات والصيد	العام المالي
11.13	5.02	4.24	4.94	5.55	2.79	-6.68	2.39	2.1	10.79	-2.89	2.35	2.76	2004/2003
9.43	5.95	5.03	4.04	6.81	4.46	3.6	4.43	2.19	8.22	-4.9	0.59	3.26	2005/2004
10.35	7.51	14.03	6	8.74	5.94	2.21	5.8	4.91	50.16	-2.15	20.81	3.25	2006/2005
14.05	8.03	15.84	7.15	6.29	7.61	-1.8	7.26	4.68	7.55	-0.66	3.9	3.68	2007/2006
14.52	7.57	15.67	6.16	7.76	8.18	5.35	8.03	4.45	4.37	2.56	3.6	3.35	2008/2007
14.56	6.39	11.42	7.46	5.21	4.15	-4.2	3.72	4	6.79	4.88	5.9	3.17	2009/2008
13.33	6.83	13.16	6.75	6.33	5.33	-0.2	5.06	5.21	1.82	-0.7	0.87	3.47	2010/2009
6.65	2	3.68	4.4	4.48	-0.97	-0.48	-0.95	1.69	-0.85	2.45	0.58	2.72	2011/2010
5.16	2.78	3.3	4.62	5.95	0.99	-4.68	0.74	2.29	-0.72	1.03	0.1	2.92	2012/2011
6.01	3	3.72	3.5	4.23	2.37	1.99	2.27	2.8	-3.96	-1.08	-2.26	3	2013/2012
8.43	5.12	7.36	3.7	4.83	5.6	2.41	4.77	3.5	-9.41	1.81	-3.79	3.01	2014/2013
5.73	5.17	9.84	3.8	4	5.21	-3.32	3.06	2.65	-10.43	1.71	-4.06	3.07	2015/2014
10.22	5.71	11.21	3.9	7.09	0.22	2.5	0.76	3.27	-11.04	-1.54	-5.35	3.1	2016/2015
12.47	5.31	9.55	3.89	1.87	3.68	-3.06	2.06	3.43	2.05	-6.46	-1.8	3.24	2017/2016
14.11	3.8	10.02	3.19	4.16	4.98	4.12	4.78	3.12	17.94	-0.69	7.74	3.11	2018/2017
16.67	4.08	8.83	3.28	1.32	2.96	2.22	2.79	3.33	20.17	0.09	9.85	3.35	2019/2018
15.2	3.9	4.4	3.3	-0.7	-3.5	17.3	1.4	2.4	-4.3	-3.1	-3	3.3	2020/2019

تابع جدول رقم (A-1) معدل نمو القطاعات المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2004/2003 – 2020/2019)

%

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج	الخدمات الأخرى	الصحة	التعليم	الخدمات الشخصية	الحكومة العامة	خدمات الأعمال	الأنشطة العقارية	المطاعم والفنادق	التأمينات الاجتماعية والتأمين	تجارة الجملة والتجزئة	قناة السويس	المعلومات	العام المالي
6.54	5.65	4.65	2.7	6.46	1.7	3.89	46.2	2.6	3	2.11	11.28	N/A	2004/2003
3.49	5.64	3.5	3.05	4.05	2.05	2.99	21.05	4.02	4.13	3.13	16.05	N/A	2005/2004
4.49	4.5	4.86	3.45	3.84	3.73	3.78	4.34	5.25	5.3	6.51	9.45	N/A	2006/2005
5.1	5.42	6.83	3.42	4.56	4.14	4.34	13.25	6.67	7.14	8.29	14.85	N/A	2007/2006
5.07	5.09	5.15	2.66	3.74	3.65	3.7	21.54	6.63	7.63	8.04	16.45	4.87	2008/2007
4.45	3.98	4.49	3.13	3.88	3.63	3.75	1.27	5.24	4.63	6.11	-7.18	6.06	2009/2008
5.01	4.66	4.96	4.24	4.23	4.24	4.24	11.99	6.08	5.25	6.06	-2.86	6.58	2010/2009
2.64	2.72	2.76	3.66	2.7	3.8	3.27	-5.86	4.13	1.64	1.57	11.47	2.84	2011/2010
2.97	2.48	2.81	2.93	2.43	3.99	3.24	2.28	2.54	2.21	2.01	3.87	4.1	2012/2011
3.1	2.8	2.91	3.67	2.7	3.54	3.28	6.43	2.92	2.7	3	-1.9	3.38	2013/2012
5.26	4.33	4.91	5.26	6.02	6.28	6.2	-24.3	5	5.33	5.67	2.2	3.69	2014/2013
3.2	2.75	3.03	7.53	2.75	3.63	3.36	17.66	3.37	3.34	4.07	2.42	3.94	2015/2014
4.07	4.28	4.18	4.99	4.72	4.57	4.61	-28.47	3.73	4.18	5.35	2.23	3.99	2016/2015
3.84	3.89	3.98	2.97	4.66	5.39	5.17	3.89	4	4	5.25	1.39	4.02	2017/2016
3.46	3.48	3.55	1.48	3.55	3.63	3.61	37.71	3.41	3.42	3.63	9.56	3.33	2018/2017
3.66	3.7	3.84	2.68	3.8	3.98	3.93	20.07	3.43	3.51	3.86	7.85	3.72	2019/2018
4.3	4	4.3	6.1	3.6	3.9	3.8	-17.3	3	3.3	3.9	5	3.3	2020/2019

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على وزارة التخطيط والمتابعة والإصلاح الإداري، تقرير متابعة الأداء الاقتصادي والاجتماعي، سنوات مختلفة.

جدول رقم (A-2) تطور بعض المؤشرات الرئيسية للأداء الاقتصادي الكلى في مصر خلال الفترة (2004/2003 – 2020/2019)

معدل البطالة %	عدد المشتغلين بالمليون	إجمالي القوة العاملة بالمليون	معدل التضخم %	نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي %	الدين العام الخارجي بالمليار دولار	نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي %	الناتج المحلي الإجمالي بالمليون جنيه	عجز الموازنة العامة بالمليون جنيه	إجمالي النفقات العامة بالمليون جنيه	إجمالي الإيرادات العامة بالمليون جنيه	معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي %	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %	العام المالي
10.4	18.508	21.796	4.2	38.2	30	9.1	485300	44109-	145988	101879	1.29	3.19	2004/2003
10.7	19.003	22.905	16.5	31.1	29.9	9.4	538500	50747-	161611	110864	2.20	4.1	2005/2004
11.2	19.5	23.921	4.8	27.6	29	8.6	617700	53198-	204464	151266	2.60	4.47	2006/2005
10.6	20.4	23.962	7.7	22.8	29.6	5.6	744800	41814-	222029	180215	4.97	6.8	2007/2006
8.9	21.7	24.700	9.5	20.1	29.9	7	865500	60886-	282290	221404	5.23	7.09	2008/2007
8.7	22.5	25.084	18.3	17	33.9	6.6	1042200	68995-	351500	282505	5.27	7.2	2009/2008
9.4	23	25.798	11.8	15.9	31.5	8.1	1206600	97873-	365987	268114	2.74	4.7	2010/2009
9	23.8	26.448	11.1	15.2	33.7	10	1371100	136580-	401866	265286	3.08	5.2	2011/2010
12	23.3	27.137	10.1	13.5	34.9	10	1656600	167370-	470992	303622	0.36-	1.8	2012/2011
12.7	23.6	27	7.1	17.3	34.4	12.8	1843800	237866-	588188	350322	0.01-	2.2	2013/2012
13.2	24	27.6	9.5	15.6	43.2	11.5	2101900	244726-	701514	456788	0.11-	2.2	2014/2013
13	24.3	27.9	10.1	14.8	46.1	11	2429800	268109-	733350	465241	0.62	2.9	2015/2014
12.8	25	28.4	10.4	16.6	48.1	12.1	2709400	326356-	817844	491488	2.09	4.3	2016/2015
12	25.3	28.9	13.8	33.6	55.8	10.7	3470000	372758-	1031942	659184	2.1	4.4	2017/2016
11.8	26	29.5	29.5	37	79	9	4437400	423273-	1244408	821135	2.03	4.2	2018/2017
10	26.3	28.9	14.4	33.4	92.6	8.4	5322300	434832-	1424020	989188	3.19	5.3	2019/2018
7.8	26.2	28.4	9.2	34.4	109.3	7.2	6162600	440135-	1574559	1134424	3.5	5.6	2020/2019

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- 1- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي: البنك الدولي، قاعدة البيانات.
- 2- إجمالي الإيرادات العامة، إجمالي النفقات العامة، الناتج المحلي الإجمالي، عجز الموازنة العامة، ونسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي: وزارة المالية، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.
- 3- الدين العام الخارجي، نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.
- 4- معدل التضخم، إجمالي القوة العاملة، عدد المشتغلين، ومعدل البطالة: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

جدول رقم (A-3) تطور مكونات الكتلة النقدية والأصول المقابلة لها في مصر خلال الفترة (2003-2019)

القيم بالمليون جنية

معدل النمو	أشياء النقود	نسبة M1 إلى M2	M1				معدل النمو	M2	السنة
			معدل النمو	الودائع الجارية بالعملة المحلية	معدل النمو	النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي			
%17.9	317050	17.5	%8.2	18945	%14.1	48258	%16.9	384262	2003
%12.7	357305	17.8	%14.4	21673	%15.9	55933	%13.2	434911	2004
%13.1	404199	18.2	%23	26656	%12.7	63029	%13.5	493884	2005
%11.6	451082	19.5	%31.4	35035	%17.8	74239	%13.5	560356	2006
%17.8	531398	19.8	%26.8	44430	%17	86860	%18.3	662688	2007
%12.2	596085	22.2	%48.4	65923	%20.5	104656	%15.7	766664	2008
%8.7	648220	22	%1.6-	64845	%9.1	118146	%8.4	831211	2009
%8.5	703419	23.3	%21.6	78831	%18.5	135209	%10.4	917459	2010
%8.1	760704	24.6	%2.5	80820	%24.2	167887	%10	1009411	2011
%7.8	819898	25.1	%0.4-	80483	%15.6	194027	%8.4	1094408	2012
%16.1	951986	26.5	%28.1	103089	%24.2	241011	%18.4	1296086	2013
%16.2	1106047	27.1	%35.5	139698	%12.4	270856	%17	1516601	2014
%14.5	1266457	28.3	%47.7	206366	%8.1	292699	%16.4	1765492	2015
%20.1	1521565	27.4	%9.6	226082	%18.5	346853	%18.6	2094500	2016
%45.3	2210766	24.2	%27.6	288369	%20.8	419058	%39.3	2918193	2017
%19.1	2633747	23.7	%32.4	381717	%4.7	438857	%18.4	3454321	2018
%11.6	2940080	23.9	%19.4	436329	%11	487233	%11.9	3863642	2019

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي المصري، سنوات مختلفة



**Faculty of Commerce
Department of Economics**

Demand for Money in Egypt: An Analytical and Econometric Study

A Thesis submitted in Partial Fulfillment of The Requirements for The
Award of a Master of Science Degree in Economics

By

Ahmed El-said Ibrahim Ismail Shehata Dife

Demonstrator, Department of Economics,
Faculty of Commerce, Benha University

Supervised by

Prof.

Mohammed Said Bassiouni

Prof. of Economics
Vice- Dean for Postgraduate Studies
and Research - Faculty of Commerce
Benha University

Prof.

Doaa Akl Ahmed

Associate Prof. of Economics
Faculty of Commerce
Benha University

Key Words: Money, Monetary Policy, Demand for Money, Egypt, ARDL.

JEL Classification; E40, E41, E47, E50, E52.

2022

Abstract

The dissertation aims to analyse and estimate the determinants of demand for narrow and broad real money balances, i.e., M1 and M2, and to explore the relationship between the demand for money and the effectiveness of monetary policy in Egypt. Thus, it presented the economic theories that investigated the factors that affect the demand for money. In addition, it explained the objectives, instruments, and transmission mechanisms of monetary policy. Additionally, the study analysed the link between stability of money demand function – as an intermediate goal- and the monetary stability as a final goal of monetary policy. Furthermore, it analysed the main developments of macroeconomic variables as well as the monetary policy changes in Egypt during the period (2003-2019).

The autoregressive distributed lag (ARDL) cointegration technique (or bounds testing) is applied onto monthly data, extending from January 2005 to December 2019, to investigate the existence of cointegration between the demand for real M1 and M2 and its theoretical determinants. Employed independent variables include real industrial production as a proxy for economic activity, overnight interest rate, expected inflation, and exchange rate to represent the opportunity cost of holding money. The main hypothesis encompasses the following hypotheses: (1) the interest rate channel is less effective than the expected inflation channel in influencing the demand for real M1 and M2, (2) the exchange rate is an effective channel in determining the demand for real M1 and M2, and (3) economic reform program, implemented in 2016, has resulted in a fall in the demand for real M1 and M2.

Two models are estimated for modelling the demand for real M1 and M2, respectively. The results confirmed the existence of cointegrating relationship between dependent and independent variables in both models. In the long run, signs of the estimated coefficients are consistent with prior theoretical expectations. Concerning results of the estimated models in the short run, the error correction term is significant with the expected negative sign. The error-correction mechanism indicates that if the demand for real M1 and M2 deviates from its long-run equilibrium path, it takes about 13 and 19 months, respectively, to return to this path. Long-run coefficients of exchange rate and the real industrial production are

found to be positive and significant for the demand for M1 and M2. The long-run coefficient of the expected inflation is found to be negative and significant for the demand for real M2, but insignificant for the demand for real M1. Moreover, the long-run coefficient of interest rate is negative and significant for the demand for real M1, but insignificant for the demand for real M2. Thus, the first sub-hypothesis is to be rejected in the first model whereas it could not be rejected in the second model. In addition, the exchange rate is found to be the most important variable in representing the opportunity cost of holding money in the long run. This implies that the second sub-hypothesis could not be rejected. An increase in the exchange rate results in a rise in the demand for real money balances, which can be explained by the wealth effect. Findings indicate that the third sub-hypothesis could not be rejected given that the economic reform program, implemented in 2016, has resulted in a fall in the demand for real M1 and M2.