

جمهورية مصر العربية
مجمع التخطيط القومى



قضايا التخطيط والتنمية في مصر
رقم (٧٦)

السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينات
(المرحلة الأولى)

ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية
في الجانب المالى من الاقتصاد المصرى

سبتمبر ١٩٩٢

السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينات

المرحلة الاولى

ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية في الجانب المالى والاقتصاد المصرى

الجزء الاول

اعداد

أ.د. سيد عبد المعبود ناصف

الجزء الثانى

السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينات

(الأدوات وتقييم فاعليتها)

اعداد

د. فادية محمد عبد السلام

تقديم الدراسة

تمثل السياسة النقدية مكونا هاما من حزمة السياسات الاقتصادية التي توظف الآن لبلوغ أهداف الإصلاح الاقتصادي في مصر التي يمكن ايجازها في تحقيق نمو مستقر Stabilized Growth . وقد سبق للباحث الرئيس لهذه الدراسة معالجة الموضوع خلال الستينات ^(١) حيث ساد نموذج التخطيط المركزي . وخلص الى ما يلي : " ان السياسة النقدية في مصر في تلك الحقبة لا تسير فقط في اتجاه الظاهرة الحقيقية بل تتبعها . وتبعية الظاهرة النقدية للظاهرة العينية لا ندعو الى العجب في اقتصاد يدار على أساس أن العوامل غير النقدية تلعب الدور الأساسي في عملية التنمية . وبعبارة أخرى ، فان صانع السياسة النقدية في مصر يجد نفسه ازاء خطة تحدد أهدافها عينا وعليه أن يخطط للظاهرة النقدية بشكل يتماشى مع هذه الأهداف . وبالتالي فان أي تقييم لفعالية السياسة النقدية المصرية خلال الستينات يجب أن يأخذ في الاعتبار علاقة التبعية هذه " .

وشتان بين الوضع في الستينات والوضع في الثمانينات حيث يناط بالمخطط الآن القطاع الخاص كمشارك في عملية التنمية سواء أكانت المشاركة عينية أم نقدية ومالية . وقد لا يجد القارئ عيبا في تبعية الظاهرة النقدية للظاهرة الحقيقية اذا كان الهدف الأساسي هو التثبيت أو الاستقرار الاقتصادي . أما عندما يغلب المخطط هدف النمو على هدف الاستقرار الاقتصادي ، عندئذ تصبح التبعية عيبا ، اذ يتحتم أن تعجل Accelerate السياسة النقدية بعملية التنمية .

(١) د . السيد عبد المحمود ناصف : " الإدارة النقدية في الدول النامية " (١) المشكلة والهدف من دراستها : معهد التخطيط القومي ، مذكرة داخلية رقم ١٥٦ .

(ب) السياسة النقدية في مصر خلال الستينات : معهد التخطيط القومي — مذكرة داخلية رقم (٣٤٢) .

والوضع الأمثل أن تسهم السياسة النقدية مع غيرها من السياسات — خصوصا سياسة الميزانية — فى تعميق الوصول الى حالة من النمو المستقر ، خصوصا بعد تحرير سعر أدواتها لتواكب قوى السوق •

وأيا كان الجدال حول الأولوية فى الأهداف ، فان تقييم فعالية السياسة النقدية عموما يرتبط بدراسة ثلاث مكونات :

١ — ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية فى الجانب المالى من الاقتصاد القومى ، حيث يمثل هذا الجانب أولى مناطق عمل السياسة النقدية •

٢ — تحديد قنوات التوصيل (من خلال المتغيرات الرابطة Linkage Variables) بين الجانب المالى والجانب المينى من الاقتصاد •

٣ — ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية فى الجانب المينى من الاقتصاد القومى ، أى جانب الانتاج والتوزيع •

وتتهدم المرحلة الأولى من الدراسة بالمكون الأول حيث يطور الجزء الأول من الدراسة الاطار التحليلي مع اختباره احصائيا واستخلاص الخطوط المريضة لفعالية السياسة النقدية فى الجانب المالى من الاقتصاد المصرى خلال الثمانينات ، مرجئين تناول المكون الثانى والثالث للمرحلة الثانية من الدراسة خلال العام البحثى ٩٢/٩١ باذن الله •

ويوثق الجزء الثانى من الدراسة أدوات السياسة النقدية فى مصر من حيث النوع وتطور استخدامها ومدى فعاليتها فى مناطق العمل الأولى لها •

ونأمل أن تدفع هذه الدراسة جهودا بحثية أخرى فى نفس مجال السياسات الاقتصادية المصرية • والله الموفق •

الباحث الرئيسى

(د . د . السيد عبد المعجود ناصف)

محتويات الجزء الأول

صفحة

تمهيد : الاطار التحليلي والمنهج

٣	<u>المبحث الأول : الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي</u>
٣	<u>أولا : المسح النقدي - السيولة المحلية والأصول المقابلة لها</u>
٥	١ - مكونات عرض السيولة المحلية
٦	٢ - مكونات الطلب على السيولة المحلية
٦	<u>ثانيا : موقف الدائنية / المديونية للجهاز المصرفي تجاه القطاعات غير المصرفية</u>
٨	١ - الموقف المالي للحكومة وشركات القطاع العام ...
٩	٢ - الموقف المالي للقطاع الخاص
١٠	٣ - الموقف المالي لقطاع العالم الخارجي
١٢	<u>ثالثا : تقدير الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي</u>
١٤	<u>رابعا : الملامح الرئيسية للسياسة النقدية خلال الثمانينات</u>
١٧	خلاصة المبحث الأول

تابع محتويات الجزء الأول

صفحة

١٨	المبحث الثاني : ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية من خلال سحر <u>الفائدة والسقوف الائتمانية</u>
١٨	تمهيد : الاطار التحليلي والمنهج
١٩	أولا : السياسة النقدية وعرض السيولة المحلية
١٩	١-١ : مفهوم عرض السيولة
٢٠	١-٢ : عرض السيولة المحلية وفق منهج السيولة
٣١	ثانيا : السياسة النقدية من خلال سحر الفائدة : ضبط عرض السيولة
٣١	١-٢ : سحر الفائدة
٣٩	٢-٢ : العلاقة بين سحر الفائدة والطلب على السيولة ..
٣٩	٢-٢/أ : الطلب على النقدية من جانب الجمهور
٤٦	٢-٢/ب : الطلب على الودائع الجارية من جانب الجمهور
٥٠	٢-٢/ج : الطلب على الودائع الآجلة من جانب الجمهور
٥٤	٢-٢/د : الطلب على الودائع الجارية والودائع الآجلة من جانب الجمهور
٥٨	٣-٢ : التنبؤ بحجم السيولة من خلال مكوناتها
٦٢	٤-٢ : شرط التوازن بين طلب السيولة وعرضها

تابع محتويات الجزء الأول

صفحة

٦٣	ثالث : السياسة النقدية وتوظيف السيولة : السياسة النقدية ونظام السقوف الائتمانية :
٦٣	١-٣ : نظام السقوف الائتمانية
٦٤	٢-٣ : مكونات الطلب على الائتمان
٦٥	١-٣ / أ : صافي المطلوبات من الحكومة
٧٢	١-٣ / ب : اجمالي المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام .
٧٧	٣-٣ : التنبؤ بصافي الائتمان المحلي من خلال مكوناته ..
٨٠	 خلاصة البحث الثاني ..
٨١	 ملحق بمصادر البيانات

محتويات الجزء الثانى

الصفحة

مقدمة

٨٤

المبحث الأول : أدوات السياسة النقدية خلال الثمانينات

١٠١ تمهيد

٨٥

٢٠١ - الأدوات الكمية

٨٦

١٠٢٠١ سعر الخصم (إعادة الخصم وسعر البنك)

٨٩

٢٠٢٠١ التأثير فى سياسة سعر الفائدة

٩٢

٣٠٢٠١ نسبتا السيولة والاحتياطى

٩٣

٤٠٢٠١ عمليات السوق المفتوحة

٩٥

٣٠١ الأدوات النوعية (سياسة السقوف الائتمانية)

٩٨

٤٠١ فعالية أدوات السياسة النقدية خلال الثمانينات

٩٨

١٠٤٠١ فاعلية سياسة سعر الخصم

١٠٨

٢٠٤٠١ فاعلية أداة سياسة سعر الفائدة

١١٦

٣٠٤٠١ فاعلية عمليات السوق المفتوحة فى مصر

تابع محتويات الجزء الثانى

الصفحة

١٣٠	<u>المبحث الثانى : السياسة النقدية وإدارة الدين العام الداخلى</u>
١٣٠	١٠٢ صافى حيازة البنك المركزى للدين العام
١٣٣	٢٠٢ وسائل تمويل الدين العام
١٤٠	٣٠٢ نظرة حول فاعلية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية فى إدارة الدين العام
١٤٦	٤٠٢ سياسة سعر الصرف وإدارة الدين العام الداخلى
١٤٩	١٠٤٠٢ العلاقة بين سعر الصرف و صافى الأصول الأجنبية ..
١٥٤	٢٠٤٠٢ تأثير سعر الصرف على الموازنة الحكومية
١٥٢	 خلاصة الجزء الثانى
١٦٣	 ملحق احصائى

السياسة النقدية في مصر خلال الثمانينيات
(المرحلة الأولى)

ميكانيزمات وفعالية السياسة النقدية
في الجانب المالي من الاقتصاد المصري

الجزء الأول

ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية
في الجانب المالي من الاقتصاد المصري

الجزء الأول

ميكانيكية وعملية السياسة النقدية في الجانب المالى مسن

الاقتصاد القومى

تمهيد : الاطار التحليلى المنهج :

تحمل السياسة النقدية أولا فى محيط المال لينتقل تأثير القرارات النقدية النقدية الى الجانب الحقيقى من الاقتصاد القومى . ولذلك فانه أحسن الأطر التحليلية هى تلك التى تعتنى بتحليل العلاقات التبادلية بين الظاهرة المالية والظاهرة الحقيقية من الاقتصاد القومى . وتشمل الظاهرة المالية نشاط المؤسسات المصرفية النقدية (البنك المركزى والبنوك التجارية) والمؤسسات المصرفية غير النقدية (بنوك الاستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة) الى جانب نشاط شركات التأمين ومؤسسات سوق المال ، وعلاقة ذلك كله بالموازنة العامة للدولة . وحيث أن سيطرة السياسة النقدية على الظاهرة المالية تنصب فى المقام الأول على الجهاز المصرفى بعوئساته النقدية وغير النقدية مع التأثير غير المباشر على باقى مكونات النظام المالى ، فان التعرض لميكانيكية عمل السياسة النقدية تقتضى بداءة التركيز على النطاق المباشر لحمل هذه السياسة وهو الجهاز المصرفى فى تعامله مع القطاعات غير المصرفية . ولذلك تقتصر هذه المرحلة من الدراسة على توصيف الاطار التحليلى لحمل السياسة النقدية من خلال الجهاز المصرفى فى تعامله مع القطاعات غير المصرفية .

وموضوع تعامل المؤسسات المصرفية هو تعبئة وتوظيف المدخرات النقدية التى نأخذ درجات مختلفة من السيولة ، أعلاها هو الاحتفاظ بالمدخرات فى شكل مسائل خارج الجهاز المصرفى ، وأقلها سيولة الودائع طويلة الأجل وباخطار .

ولذلك فإن الاطار التحليلي المقترح لتوصيف ميكانيكية عمل السياسة النقدية هو اطار توازن جزئى بين عرض السيولة والطلب عليها ، فاذا حددنا العوامل المؤثرة على جانبى العرض والطلب ووجدنا أن من ضمنها متغيرات تخضع لتأثير السياسة النقدية ، أمكن معرفة حجم التأثير الذى تحدثه قرارات السلطة النقدية (البنك المركزى) فى الجانب المالى من الاقتصاد القومى . ونكرر بأن ذلك غير كاف للحكم على فعالية السياسة النقدية إذ يستلزم الأمر أولاً : معرفة الكيفية التى تنتقل بها تأثيرات قرارات السلطة النقدية فى الجانب المالى الى الجانب الحقيقى . ويستلزم الأمر ثانياً تحديد حجم هذا التأثير فى المتغيرات الحقيقية المرتبطة بعملية تكوين الدخل وتوزيعه .

واتساقاً مع هدف هذه المرحلة من الدراسة ، نستخدم المنهج الوصفى لتغطية هدف المبحث الأول الذى يوثق أولاً مكونات عرض السيولة والطلب عليها ، ثم يثنى بدور الجهاز المصرفى كوسيط مالى من خلال تحديد الأساس الحقيقى للوساطة المالية للجهاز المصرفى ، وأخيراً يستقرى نتائج المنهج الوصفى فى تحديد ملامح السياسة النقدية خلال الثمانينات .

وبذلك يمهد المبحث الأول لصلب الجزء الأول من الدراسة وهو ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية فى الجانب المالى من الاقتصاد القومى الذى يتولاه المبحث الثانى .

المبحث الأول

الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي

أولا : المسح النقدي - السيولة المحلية والأصول المقابلة لها :

توجد خمسة قطاعات مؤسسية غير مصرفية تتعامل مع الجهاز المصرفي وفق بيانات المسح النقدي والتي ينشرها البنك المركزي وهي :

- ١ - الحكومة .
- ٢ - شركات القطاع العام .
- ٣ - قطاع الأعمال الخاص .
- ٤ - القطاع العائلي .
- ٥ - قطاع العالم الخارجي .

وتظهر حسابات تلك القطاعات المؤسسية غير المصرفية كأرصدة Stocks

في بيانات المسح النقدي سواء بحجم ايداعاتها أو بحجم اقتراضها من الجهاز المصرفي . وقد أثرت إعادة تجميع القطاعات المؤسسية غير المصرفية الى ثلاثة قطاعات وهي :

- ١ - الحكومة وشركات القطاع العام .
- ٢ - القطاع الخاص .
- ٣ - قطاع العالم الخارجي .

وذلك للربط لاحقا بين عجز الموازنة والائتمان المصرفي كما يتبين فسي حينه، ولصعوبة الفصل بين قطاع الأعمال الخاص والقطاع العائلي كمدخر ومستثمر .

وتشمل احصاءات المسح النقدي مكونات عرض السيولة المحلية والأصول المقابلة

لها والتي تحكس الطلب على تلك السيولة . وتمثل لذلك بيانات عام ١٩٨٨ .

جدول (١) : المسح النقدي

(السيولة المحلية والأصول المقابلة لها)
(١٩٨٨)

(مليار جنيه مصرى)

السيولة المحلية		الأصول المقابلة	
(١) النقد المتداول خارج الجهاز المصرفى	٩٨٩٧	(١) صافى الأصول الأجنبية	٦١٣١
(٢) الودائع الجارية	٤٠٧٣	(٢) صافى الائتمان المحلى	٥٣٤٢٢
(٣) أشباه النقود	٣٩٩٦٠	(٣) صافى البنود الأخرى	(-) ٥٦٢٣
اجمالى السيولة المحلية	٥٣٩٣٠	اجمالى الأصول	٥٣٩٣٠

وباستبعاد النقد المتداول خارج الجهاز المصرفى ، يمثل المكونان (٢) و (٣) ودائع القطاعات المؤسسية غير المصرفية لدى الجهاز المصرفى سواء بالعملية المحلية أو الأجنبية (معبرا عنها بالعملة المحلية) . ويتوافر توزيع الودائع الجارية وأشباه النقود والأصول المقابلة للسيولة المحلية على القطاعات المؤسسية غير المصرفية فى الإحصاءات التفصيلية للمسح النقدي . وقبل الدخول فى التفاصيل ، نسبق ذلك بتعريف مختصر لبنود السيولة المحلية والأصول المقابلة لها .

١ - مكونات عرض السيولة المحلية Supply of Liquidity :

أ - النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي :

اجمالي النقد المصدر مطروحا منه النقدية لدى البنك المركزي والبنوك الأخرى . ويحسب هذا المكون تفضيل الجمهور للسيولة Public Liquidity Preference .

ب - الودائع الجارية بالعملة المحلية :

الودائع قصيرة الأجل (أقل من سنة) لدى الجهاز المصرفي غير شاملة لودائع الحكومة . ويملك هذه الودائع شركات القطاع العام والقطاع الخاص والبنوك المتخصصة بعد طرح الشيكات والحوالات تحت التحويل . وبإضافة النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي الى الودائع الجارية بالعملة المحلية ، تحصل على وسائل الدفع الجارية أو النقود بمفهومها الضيق Money (M₁) .

ج - أشباه النقود :

الودائع غير الجارية بالعملة المحلية والودائع الجارية وغير الجارية بالعملة الأجنبية لدى الجهاز المصرفي ، بالإضافة الى ودائع صندوق توفير البريد . ويملك هذه الودائع نفس القطاعات المؤسسية غير المصرفية السابقة بالإضافة الى العالم الخارجي . وبإضافة وسائل الدفع الجارية الى أشباه النقود Quasi-Money نحصل على النقود بمفهومها الواسع Money (M₂) ، أو اجمالي السيولة المحلية .

٢ - مكونات الطلب على السيولة المحلية Demand for Liquidity :

أ - صافي الأصول الأجنبية :

الموجودات من الذهب والنقد الأجنبي مطروحا منها الالتزامات بالنقد الأجنبي ، أى الفرق بين حقوق والتزامات البنك المركزى والبنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال مع العالم الخارجى .

ب - صافي الائتمان المحلى :

صافي المطلوبات من الحكومة (اجمالى المطلوبات - ودائع الحكومة) المغطاة بأوراق مالية أو فى شكل تسهيلات ائتمانية ، واجمالى المطلوبات من شركات القطاع العام ، واجمالى المطلوبات من القطاع الخاص ، واجمالى المطلوبات من البنوك المتخصصة .

ج - صافي البنود الأخرى :

رأس مال الجهاز المصرفى واحتياطياته والأرباح غير الموزعة وصافي الأصول والخصوم غير المبوبة .

ثانيا : موقف الدائنية / المديونية للجهاز المصرفى تجاه القطاعات غير المصرفية :

يقاس الأساس الحقيقى للوساطة المالية للجهاز المصرفى بصافى تدفق الأموال القابلة للاقراض Loanable Funds الى الجهاز المصرفى منسوبة الى الادخار المحلى الاجمالى . فالأموال القابلة للاقراض من قبل المدخرين النهائيين Ultimate Savers هى تلك المدخرات التى تكونها القطاعات غير المصرفية ولا تستخدمها بنفسها سواء لأغراض الاستثمار الذاتى أو الاحتفاظ بها مكتنزة . وبطبيعة الحال ، لا تتدفق كل هذه الأموال الى الجهاز المصرفى بل يذهب

جزء منها الى الاستثمار المالى المباشر عندما تتواجد سوق نشطة للأوراق المالية التى يتم التعامل فيها مباشرة بين المدخر النهائى والمستثمر النهائى وفى غياب أسواق المال أو ضعفها ، يصبح الجهاز المصرفى هو قناة توصيل الأموال القابلة للاقراض الى المستثمر النهائى من خلال الوساطة المالية للجهاز المصرفى . ويصبح الجهاز المصرفى مدينا بحجم ودائع القطاعات غير المصرفية ودائنا لها بحجم الائتمان المقدم اليها . فالأموال التى تتدفق الى الجهاز المصرفى فى شكل ودائع هى جزء من المدخرات المحلية . ويقدر نجاح الجهاز المصرفى فى تعبئة هذه المدخرات ، بقسدر ما يزيد الأساس الحقيقى للوساطة المالية . فالأساس الحقيقى للائتمان المتدفق من الجهاز المصرفى الى القطاعات غير المصرفية هو تلك الودائع . فإذا أخذنا فى الاعتبار أثر تدفق تلك الودائع على السيولة المحلية (مضاعف السيولة) وصفينا أثر السيولة المحلية على خلق الائتمان (مضاعف الائتمان) ، كانت مديونية الجهاز المصرفى تجاه القطاعات غير المصرفية الدائنة معبرا عن صافى تدفق الأموال الى الجهاز المصرفى - والتى تنسب الى الادخار المحلى للوصول الى الأساس الحقيقى للوساطة المالية . ومن جهة أخرى ، تكون دائنية الجهاز المصرفى تجاه القطاعات غير المصرفية المدينة معبرا عن قدرة الجهاز المصرفى على خلق الائتمان ، وبطبيعة الحال تفوق دائنية الجهاز المصرفى مديونيته تجاه القطاعات غير المصرفية بنسبة تقرب من مضاعف الائتمان ، والا اقتضرت وظيفة الجهاز المصرفى على دوره كوسيط مالى صرف - Pure Financial Intermediary . يحول الأموال القابلة للاقراض - دون زيادة أو نقصان - من المدخر النهائى الى المستثمر النهائى .

١ - الموقف المالى للحكومة وشركات القطاع العام :

يوضح جدول (٢) أن الجهاز المصرفى كان دائنًا للحكومة وشركات القطاع العام خلال الفترة ٨١-١٩٨٦ كما يتضح بالفرق بين القروض والودائع كأرصدة • ولا يتغير الموقف من حيث مديونية الحكومة وشركات القطاع العام للجهاز المصرفى عندما تحول الأرصدة الى تدفقات • وتتراوح دائنية الجهاز المصرفى بين ١٨٣٤ مليار جنيه (١٩٨٣/٨٢) - ٥٣٩٤ مليار جنيه (١٩٨٩/٨٨) • وقد بلغ اجمالى تدفق الدين المصرفى على الحكومة وشركات القطاع العام ٢٣٧٥٨ مليار جنيه مصرى خلال الفترة ٨٢/٨١ - ١٩٨٩/٨٨ •

جدول (٢) : موقف الدائنية (+) / المديونية (-) للجهاز المصرفى تجاه الحكومة وشركات القطاع العام

(١٩٨٩-١٩٨١)

(مليار جنيه مصرى)

آخر يونيو	(١) القروض	(٢) الودائع	الموقف (أرصدة)	الموقف (تدفق)
١٩٨١	٩٦٧٣	١٧٩٣	(+) ٧٨٨٠	(+)
١٩٨٢	١٢٦٧١	٢٤٣١	١٠٢٤٠	٢٣٦٠
١٩٨٣	١٥٠٠٩	٢٩٣٥	١٢٠٧٤	١٨٣٤
١٩٨٤	١٨١٥٤	٣٤٤٠	١٤٧١٤	٢٦٤٠
١٩٨٥	٢١٤٨٢	٣٩٨٥	١٧٤٩٧	٢٧٨٣
١٩٨٦	٢٤٢٣٤	٤٦٢٣	١٩٦١١	٢١١٤
١٩٨٧	٢٧٧٧٥	٥٠٧٤	٢٣٢٩١	٣٦٨٠
١٩٨٨	٣٣٤٧٣	٦٦٠٥	٢٧٢١٣	٢٩٢٢
١٩٨٩	٤٠٢٥	٧٤١٨	٣٢٦٠٧	٥٣٩٤

ملاحظات :

- (١) صافى المطلوبات من الحكومة واجمالى المطلوبات من شركات القطاع العام •
(٢) استبعاد (غير شاملة) الودائع الحكومية •

٢ - الموقف المالى للقطاع الخاص:

يوضح جدول (٣) أن الجهاز المصرفى كان مدينا للقطاع الخاص طوال
العشرة سنوات ١٩٨٩-٨١ كما يتضح بالفرق بين أرصدة قروض القطاع الخاص
من الجهاز المصرفى وأرصدة ودائعه لديه . ولا يتغير الموقف من حيث دائنيته
القطاع الخاص للجهاز المصرفى عندما يحول الأرصدة الى تدفقات . وتتراوح مديونية
الجهاز المصرفى بين ٠٧٣٦ر مليار جنيه (١٩٨٣/٨٢) - ٦٣٣٢ر مليار جنيه
عام ١٩٨٩/٨٨ . وقد بلغ اجمالى تدفق مديونية الجهاز المصرفى للقطاع الخاص
١٩٦٢٨ مليار جنيه خلال الفترة ٨٢/٨١ - ١٩٨٩/٨٨ .

جدول (٣) : موقف الدائنية / المديونية للجهاز المصرفى تجاه
القطاع الخاص

(١٩٨٩ - ١٩٨١)

(مليار جنيه مصرى)

آخر يونيه	القروض	الودائع	الموقف (أرصدة)	الموقف (تدفق)
١٩٨١	٣٠٤٤ر	٥٢٠٣ر	(-) ٢١٥٩ر	(-) ٠٦٢٧ر
١٩٨٢	٥٠٧٧ر	٧٩٧٤ر	٢٨٩٥ر	١٣٧٦ر
١٩٨٣	٦٣٠٦ر	١٠٥٧٧ر	٤٢٧١ر	١١١٧ر
١٩٨٤	٧٦٢٦ر	١٣٠١٤ر	٥٣٨٨ر	٠٨٩١ر
١٩٨٥	٩٠٤٧ر	١٥٣٢٦ر	٦٢٧٩ر	٣٠٦٠ر
١٩٨٦	١٢١٨٢ر	٢١٥٢١ر	٩٣٣٩ر	١٧٩٣ر
١٩٨٧	١٣٦٩٨ر	٢٤٨٣٠ر	١١١٣٢ر	٦٣٣٩٢ر
١٩٨٨	١٦٥٩٣ر	٣٤٠٥٧ر	١٧٤٦٤ر	٤٤٢٢ر
١٩٨٩	١٩٥١٨ر	٤١٤٠٤ر	٢١٨٨٦ر	

٣ - الموقف المالى لقطاع العالم الخارجى :

يوضح جدول (٤) أن الجهاز المصرفى كان دائما لقطاع العالم الخارجى طوال الفترة ٨١-١٩٨٩ كما يتضح بالفرق بين أرصدة أصوله والتزاماته قبل العالم الخارجى . أى أن الصورة تتغير عندما تحول الأرصدة الى تدفقات ، ليتأرجح موقف الجهاز المصرفى بين الدائنية والمديونية خلال الفترة ٨١/٨٨ - ١٩٨٩/٨٨ . وتتراوح مديونية الجهاز المصرفى بين ٩ مليون جنيه (١٩٨٤/٨٣) - ٢٢٩ مليون جنيه (١٩٨٩/٨٨) ، فى حين تتراوح دائنية الجهاز المصرفى بين ٣٠ مليون جنيه (١٩٨٥/٨٤) - ٣٠٠١ مليار جنيه عام ١٩٨٨/٨٧ . وهكذا تظهر الطبيعة غير المستقرة والمهتزة للغاية Erratic لتعامل الجهاز المصرفى مع العالم الخارجى . يصعب ذلك من نجاح أى محاولة للقياس الاحصائى لدالة الارتباط بين الموقف فى ميزان المدفوعات ودور الجهاز المصرفى فى امتصاص الفائض أو سد العجز فى ميزان المدفوعات . وستحتاج الى هذه الملاحظة لاحقا . وقد بلغ اجمالى تدفق دائنية الجهاز المصرفى للعالم الخارجى ٥٤٤٧ مليار جنيه خلال الفترة ٨١/٨٢ - ١٩٨٩/٨٨ .

جدول (٤) : موقف الدائنية / المدينة للجهاز المصرفي تجاه العالم الخارجي

(١٩٨١ - ١٩٨٩)

(مليار جنيه مصري)

الموقف		الخصوم الأجنبية				الأصول الأجنبية				آخر يونيو
تدفق	أرصدة	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	الإجمالي (٤)	بنوك الاستثمار (٣)	البنوك التجارية (٢)	البنك المركزي (١)	
—	(+)	٤٣٥٥	٠٤٨٨	١٣٧٩	٢٤٨٨	٤٨٦٣	٠٨٨٠	٢٥٨٩	١٣٩٤	١٩٨١
(٠١٣٠)	٠٣٧٨	٠٣٠	٠٧١٥	٢١٤٦	٢٢٦٩	٥٠٨	٠٨٩٥	٢٩٣٢	١٦٨١	١٩٨٢
١٦٦٩	٢٠٤٧	٥٦٠١	١٣٦٩	٢١٢٠	٢١١٥	٧٦٤٨	٢١٠٤	٢٧٢١	١٨٢٣	١٩٨٣
(٠٣٠٠٩)	٢٠٣٨	٥٨٦١	١٣٦٩	٢٤٠٢	٢٠٩٣	٧٨٩٩	٢٠١٢	٣٨٩٧	١٩٩٠	١٩٨٤
٠٣٠٣٤	٢٠٦٨	٦٠١٤	١٢٢٥	٢٨٢٥	١٩٧٤	٨٠٩٢	٢٠٠٨	١٨٢	١٩٠٢	١٩٨٥
١٤٦٥	٣٥٣٣	٨١٢١	٢١٧٠	٢٠٤٦	١٩١٥	١٦٦٤٤	٣٥٣٥	٦٠٦٥	٢٠٦٤	١٩٨٦
(٠٣٥٩)	٣١٧٤	٩٤٣٠	١٩١٦	٣٦٦٩	٣٨٤٥	١٢٦٠٤	٢٠٠٨	٦٣٨٧	٢٢٠٩	١٩٨٧
٣٠٥٠	٦٢٢٤	١٣١١٢	٢١٤٦	٣٤٦	٦٦٢٠	١٩٣٣٦	٨١٧	١٠٦٣٩	٢٨٨٨	١٩٨٨
(٠٢٦٩)	٥٩٥٥	١٦٩٨٨	٢٣٣٨	٩٣٠	٩٦٨٠	٢٢٩٤٨	٦٩٤٨	١٣٣٨٤	٢٦١١	١٩٨٩

ملاحظة : الأرقام بين القوسين سالبة (مديونية الجهاز المصرفي)

ملاحظة : الأرقام بين القوسين سالبة (مدينة الجهاز المصرفي)

ثالثا : تقدير الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي :

أوردت الجداول (٢) - (٤) موقف الدائنية / المديونية للجهاز المصرفي تجاه القطاعات غير المصرفية . وذلك نجح الجهاز المصرفي في تعبئة مدخرات حقيقية قدرها ١٥٠٢٣ مليار جنيه خلال الفترة ٨٢/٨١ - ١٩٨٩/٨٨ . فإذا نسبنا هذا الحجم من المدخرات المعبئة من خلال الجهاز المصرفي الى الادخار المحلي الاجمالي خلال نفس الفترة ، حصلنا على الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي كمسبة من المدخرات المحلية .

وتوجد تقديرات للدخل المحلي الاجمالي وتوزيعه - وفقا لمكونات الانفاق - عن الفترة ١٩٨٣/٨٢ - ١٩٨٦/٨٥ بأسعار ١٩٨٢/٨١ ، كما توجد تلك التقديرات بأسعار ١٩٨٧/٨٦ عن السنوات اللاحقة ، بمعنى أنه لا توجد سلسلة مستمرة لتقديرات الدخل المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية وتوزيعه وفق بنود الانفاق عن فترة التحليل (٨٢/٨١ - ١٩٨٩/٨٨) .

وعليه سيتم تقدير الادخار المحلي الاجمالي من البيانات المتاحة لنا باستخدام احدي الصيغتين :

أ - الادخار المحلي الاجمالي = الدخل المحلي الاجمالي - الانفاق على الاستهلاك النهائي (الخاص والعام)

ب - الادخار المحلي الاجمالي = الانفاق على الاستثمار الاجمالي - فجوة الموارد الأجنبية (الصادرات - الواردات)

والخطوة الثانية لحساب الأساس الحقيقي للوساطة المالية هو تكميش Deflation

مديونية الجهاز المصرفي للقطاع الخاص بمكش الأرقام القياسية لأسعار الجملة مع اختيار سنة الأساس ١٩٨٢/٨١ عن الفترة حتى ١٩٨٦/٨٥ ، سنة الأساس ١٩٨٧/٨٦ كأساس للسنوات اللاحقة .

جدول (٥) : الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي

(مليا ر جنيه مصرى)

السنة	أسعار ١٩٨٢/٨١						البيان
	٨٢/٨١	٨٣/٨٢	٨٤/٨٣	٨٥/٨٤	٨٦/٨٥	٨٧/٨٦	
النتائج المحلي الاجمالي (سعر السوق)	٢٠٣٦٦	٢٢٢٢٥	٢٣٥٦٠	٢٦٤١٧	٢٨٨١٢	٤٤٢٥٠	٤٩٢٥٧
الاستهلاك النهائي	١٧٨٥٧	١٨٩٣٥	٢٠٥٣٥	٢٢١٥٣	٢٥٦٨٧	٤٢٢٨٥	٤٤٢٤٠٣
الان خارج المحلي الاجمالي	٢٥٣٩	٣٢٩٠	٣٠٢٥	٤٢٦٤	٣١٢٥	٣٤٦٠	٤٨٥٣
معدل الان خارج (%)	١٢٤	١٤٨	١٢٨	١٦١	١٠٨	٧٨	٩٨
مد يونية الجهاز المصرفي للقطاع الخاص	٠٧٣٦	١٣٧٦	١١١٧	٠٨٩١	٣٠٦٠	١٧٩٣	٤٢٢
الرقم القياسى لأسعار الجملة	١٠٠	١١٢٧	١٢٧١	١٤٢١	١٦٣٦	١٠٠	١٥٤٦
المد يونية الكمشة	٠٧٣٦	١٢٢١	٠٨٧٩	٠٦٢٧	١٨٧٠	١٧٩٣	٢٨٦٠

المصدر : أنشر ملحق (١) (ص ٨١) الخاص بعدادر بيانات الجيز الأول من الدراسة .

ويعرض جدول (٥) البيانات الأساسية لحساب الأساس الحقيقي للوساطة المالية خلال الفترة ١٩٨٢/٨١ — ١٩٨٩/٨٨ .

وهكذا نكون قد افترضنا أن الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية قد كمش بالرقم القياسى لأسعار الجملة حيث أن مديونية الجهاز المصرفى للقطاع الخاص قد كمشت بذات الرقم القياسى . ومع ميلونا لاحتمال رفض هذا الافتراض ، فإن الأساس الحقيقى للوساطة المالية خلال الفترة ١٩٨٢/٨١ — ١٩٨٩/٨٨ بلغ ٥٢% (اجمالى مديونية الجهاز المصرفى للقطاع الخاص / اجمالى الادخار المحلى الاجمالى = ٢٩/١٥ مليار جنيه = ٥٢%) . وهى نسبة غريبة فى الارتفاع اذا قيست بنسبة ٢٧ر٦% خلال الستينات (١) .

رابعاً : الملامح الرئيسية للسياسة النقدية خلال الثمانينات :

يلاحظ على الفور أن سرد التطورات الجارية من سنة لأخرى لا يداعات القطاعات غير المصرفية لدى الجهاز المصرفى وأفتراضها منه تعرض صورة منقطعة لا تفيد كثيراً فى تحديد ملامح السياسة النقدية فى مصر خلال الثمانينات. إذ لا تخرج هذه التطورات عن تحديد موقف الدائنية / المديونية للقطاعات غير المصرفية تجاه الجهاز المصرفى . المهم هو محاولة استقرار هذه المواقف لتحديد اتجاهات السياسة النقدية خلال تلك الفترة ، سواء أكانت انكماشية Deflationary أم توسعية Expansionary . وقد برزت فى هذا الصدد عدة حقائق هى :

(١) د . السيد عبدالمعبد ناصف : " الادارة النقدية فى الدول النامية " . الفصل الثالث

(محدّدات السياسة النقدية فى مصر ٦٠ — ١٩٧٠) ،

مذكورة داخلية (٣٤٢) ، معهد التخطيط القومى ١٩٧٣ .

- أ - مدخرات القطاع الخاص هي الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفى .
وقد مثلت دائمية القطاع الخاص للجهاز المصرفى العامل الانكماشى الأوحد .
- ب - تمثل الحكومة وشركات القطاع العام المدين الأكثر أهمية للجهاز المصرفى .
وقد أملت هذه المديونية الاتجاه التوسعى للسياسة النقدية خلال الثمانينات .
- ج - تعد مديونية العالم الخارجى للجهاز المصرفى عاملا ثانيا وراء الاتجاه التوسعى
للسياسة النقدية خلال الثمانينات . وتعنى هذه المديونية أن مدخرات القطاع
الخاص المصرى تستخدم كأساس لمنح الائتمان للعالم الخارجى .
- د - بترجيح العوامل الانكماشية بالعوامل التوسعية من خلال حساب مضاعف
الائتمان Credit Multiplier ، كما يوضحه جدول (٦) ، يتضح
المسار التوسعى للسياسة النقدية خلال الفترة ٨٢/٨١ - ١٩٨٥/٨٤ متبوعا
لمسار انكماشى خلال الفترة ٨٦/٨٥ - ١٩٨٩/٨٨ .

جدول (٦) : مضاعف الائتمان
(١٩٨٢/٨١ - ١٩٨٩/٨٨)

البيان السنة	دائنية الجهاز المصرفي (١)	مديونية الجهاز المصرفي (٢)	مضاعف الائتمان (١) / (٢)
٨٢/٨١	٢٢٣٠	٠٧٣٦	٣٠٣
٨٣/٨٢	٣٥٠٣	١٣٧٦	٢٥٥
٨٤/٨٣	٢٦٣١	١١١٧	٢٣٥
٨٥/٨٤	٢٨١٣	٠٨٩١	٣١٦
٨٦/٨٥	٣٥٧٩	٣٠٦٠	١١٧
٨٧/٨٦	٣٢٧٧	١٧٩٣	١٨٣
٨٨/٨٧	٦٩٢٣	٦٣٣٢	١٠٩
٨٩/٨٨	٥١٦٥	٤٤٢٢	١١٧

ويتوقع أن تكون السلطة النقدية قد استخدمت بعض أدواتها دعماً للمسار
التوسعي أو الانكماشى: وسيرد صحة هذا التوقع من عدمه عند بحث فعالية
السياسة النقدية (التوسعية أو الانكماشية) من خلال استخدام أدواتها فى الجـزء
الثانى من الدراسة •

خلاصة المبحث الأول :

أوضح المبحث الأول بعد استعراض مكونات عرض السيولة المحلية والأصول القابلة لها موقف الدائنية / المديونية للجهاز المصرفي تجاه القطاعات غير المصرفية لتكوين الحكومة وشركات القطاع العام المدين الرئيس للجهاز المصرفي ، في حين كان القطاع الخاص دائما سواء تم التحليل باستخدام الأرصدة أو التدفقات .

واختلف موقف قطاع العالم الخارجى بين الدائنية للجهاز المصرفي عند التحليل بالأرصدة ، في حين تأرجح موقفه بين الدائنية / المديونية عند التحليل بالتدفقات . واستنادا الى مواقف الدائنية / المديونية للقطاعات غير المصرفية تجاه الجهاز المصرفي ، ثم تقدير الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفي بنسبة ٥٢ % خلال فترة التحليل . وانتهى المبحث الأول باستخلاص التوجه الرئيسى للسياسة النقدية خلال الثمانينات ، حيث ساد المسار التوسعى خلال الفترة ٨١/٨٢ - ٨٤/٨٥ ١٩٨٥ متبوعا بمسار انكماشى خلال الفترة ٨٥/٨٦ - ٨٨/٨٩ ١٩٨٩ .

المبحث الثاني

ميكانيكية ومعالجة السياسة النقدية من خلال سعر الفائدة

والسقف الائتمانية

تمهيد : الاطار التحليلي والمنهج :

قلنا فى تقديم الدراسة أن مكونات الحكم على متابعة السياسة النقدية هى :

أ - التوصيف والاختبار الاحصائى لسلوك العاملين فى سوق الاقراض .

ب - تحديد نوع المتغير (المتغيرات) الرابطة بين السلوك فى الجانب المالى والسلوك فى الجانب العينى من الاقتصاد القومى .

ج - تحديد التأثير الضاغط Impact للمتغير (المتغيرات) الرابط على تكوين الدخل القومى وتوزيعه .

ويمثل هذا المبحث جوهر الجزء الأول من البحث ويتولى الاهتمام بالمكون الأول مرجئـين بحث المكونين الثانى والثالث والمرحلة الثانية من البحث . ويهتم ذلك من خلال التوصيف والاختبار الاحصائى لدوال عرض السيولة والطلب عليها وفق اطار التوازن الجزئى لعرض السيولة والطلب عليها ، لتصل الى تحديد سلوك الجهاز المصرفى مع المتعاملين معه من القطاعات المؤسسية غير المصرفية . وتستخدم المنهج القياسى Econometric أولا لايضاح ميكانيكية عمل السياسة النقدية من خلال عرض السيولة ثم توظيفها (أى الطلب على السيولة) ، ثانيا : وفى أثناء ذلك الايضاح ، ترد ملاحظاتنا الأولية Tentative عن فعالية السهابة النقدية خلال الثمانينات .

أولا : السياسة النقدية وعرض السيولة المحلية :

١-١ : مفهوم عرض السيولة :

عندما يتصف الجهاز المصرفي بالمرونة ورد الفعل السريع Viability ، فان عرض السيولة يتحدد بالطلب عليها . وتنحصر مكونات الطلب فيما يلي :

أ - الطلب على السيولة من جانب الجمهور (التفصيل النقدي للجمهور)

ب - طلب الجمهور على الودائع الجارية (بالعملة المحلية والعملة الأجنبية)

ح - طلب الجمهور على الودائع الآجلة (بالعملة المحلية والعملة الأجنبية)

فاذا أضفنا ودائع صندوق توفير البريد الى المكونات السابقة ، تحددت مكونات الطلب على السيولة المحلية (المساوية للعرض) وفق احصاءات البنك المركزي .

ويمثل المكون الأول الفرق بين اجمالي النقد المصدر Money (M) من جانب البنك المركزي والنقدية لدى البنك المركزي والبنوك الأخرى . ويطلق على المكون الأول النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي . ولا يخرج ذلك عن الطلب على النقدية من جانب الجمهور Message (Ps) القطاع الخاص Private Sector (Ps) وشركات القطاع العام Government Companies (gs) . فاذا أضفنا الى المكون الأول النقود الاحتياطية لدى البنوك Banks' Money Reserves (M_B) - وهي عبارة عن النقدية في خزائن هذه البنوك (عدا البنك المركزي) والودائع الجارية للبنوك بالعملة المحلية لدى البنك المركزي - حصلنا على ما يطلق عليه القاعدة النقدية Monetary Base (MB) . وسنبين حالا أن القاعدة النقدية - كما يفهم من التسمية - هي الأساس النقدي لعرض السيولة .

٢-١ عرض السيولة المحلية وفق منهج السيولة Liquidity Approach :

يتحدد عرض السيولة بمعلمتين وفق منهج السيولة هما :

أ - تفضيل الجمهور للسيولة (β) وتعرف بخارج قسمة النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي الى اجمالي الودائع لدى الجهاز المصرفي (الودائع الجارية وغير الجارية بالعملة المحلية والعملة الأجنبية) .

ب - تفضيل البنوك للسيولة (α) . ويعرف بخارج قسمة النقود الاحتياطية لدى البنوك الى اجمالي الودائع لدى الجهاز المصرفي .
والصيغة المختصرة للتنبؤ بحجم السيولة المعروضة هي :

$$(LQ)^S = \frac{1 + \beta}{\alpha + \beta} M B \quad (1)$$

ويطلق على معامل القاعدة النقدية $1 + \beta / \alpha + \beta$ مضاعف السيولة Liquidity Multiplier . ويوضح جدول (٧) قيم مضاعف السيولة خلال الفترة ٨١ - ١٩٨٩ .

وحتى نتأكد من قدرة الدالة (١) على التنبؤ بعرض السيولة ، ومن ثم قبولها يوضح جدول (٨) نسبة القيم الفعلية لعرض السيولة الى القيم المتنبؤ بها . واقترب النسبة من الواحد الصحيح ، ومن ثم ضآلة الفرق بين القيم المقدرة والقياس الفعلية يؤكدان جودة النقدية كما هو موضح في شكل (١) .

جدول (٧) : مضافات السيولة

(١٩٨١ - ١٩٨٩)

(مليارات جنيه مصري)

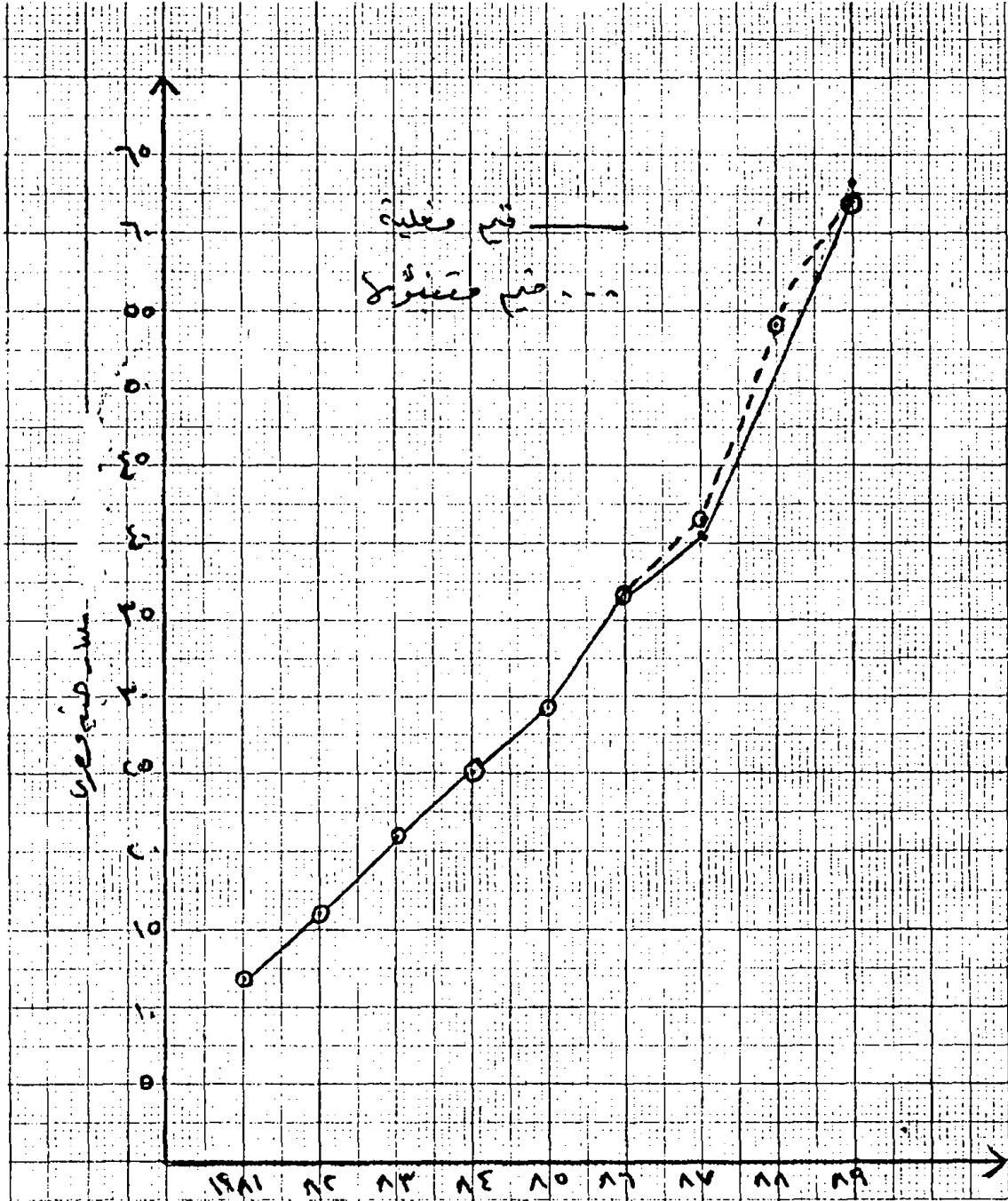
مضافات السيولة	β	α	اجمالي الودائع (٣)	النقد المتداول (٢)	النقود الاحتياطية لدى البنوك (١)	نهاية يونيو
٢٤٨	٠.٤٤	٠.١٤	٨٣٤٩	٣٦٦٩	١١٧٢	١٩٨١
٢١٥	٠.٤٠	٠.٢٥	١١٧٣٦	٤٦٦٨	٢٩٦١	١٩٨٢
٢٢٨	٠.٣٩	٠.٢٢	١٥٢٢٥	٥٩٩٨	٣٣٤٤	١٩٨٣
٢٣٨	٠.٣٨	٠.٢٠	١٨١١٦	٦٩٧٢	٣٥٦٥	١٩٨٤
٢٣٤	٠.٣٧	٠.٢٢	٢٠٩٢٢	٧٨٣٢	٤٥٤١	١٩٨٥
٢٥٢	٠.٣١	٠.٢١	٢٧٩٧٤	٨٧٥٩	٥٧٨٨	١٩٨٦
٢٦٣	٠.٢٩	٠.٢٠	٣٥٢٨٤	٩٢٦٢	٦٣٣٣	١٩٨٧
٢٥١	٠.٢٣	٠.١٢	٤٤٠٣٣	٩٩٧٨	٤٤٦٦	١٩٨٨
٢٦٧	٠.٢١	٠.١٢	٥٢١١٢	١٠٧١٠	٦٣٤٣	١٩٨٩

جدول (٨) : السيولة المتنبؤ بها وفق صيغة مضاعف السيولة

(١٩٨١ - ١٩٨٩)

(مليا ر جنيته مصري)

نهاية يونيو	مضاعف السيولة (١)	القاعدة النقدية (٢)	السيولة المتنبؤ بها (١) = (٢) × (٣)	السيولة الفعلية (٤)	(٤) / (٣)
١٩٨١	٢,٤٨	٤,٨٣٨	١١,٩٩٨	١٢,٠١٦	١,٠٠٠
١٩٨٢	٢,١٥	٧,٦٢٩	١٦,٤٠٢	١٦,٤٠٥	١,٠٠٠
١٩٨٣	٢,٢٨	٩,٣٤٢	٢١,٢٩٩	٢١,٢٢٤	١,٠٠٠
١٩٨٤	٢,٣٨	١٠,٥٣٧	٢٥,٠٧٨	٢٥,٠٩٥	١,٠٠٠
١٩٨٥	٢,٣٢	١٢,٣٧٣	٢٨,٧٠٥	٢٨,٧٥٦	١,٠٠٠
١٩٨٦	٢,٥٢	١٤,٥٤٧	٣٦,٦٥٨	٣٦,٧٣٥	١,٠٠٠
١٩٨٧	٢,٦٣	١٥,٥٩٥	٤٤,٠١٥	٤١,٥٠٣	١,٠٠١
١٩٨٨	٣,٥١	١٥,٤٤١	٥٤,٢٠٨	٥٣,٩٣٠	٠,٩٩٩
١٩٨٩	٣,٦٧	١٧,٠٥٣	٦٢,٥٨٤	٦٢,١٧٤	٠,٩٩٩



شكل (١) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها
لعرض السيولة وفق منهج السيولة

والرغم من صلاحية المعادلة (١) في التنبؤ بحجم السيولة عن فترة ماضية ،
الا أن قدرتها على التنبؤ بعرض السيولة مستقبلا Forecasting يتوقف
على ثبات قيم المعلمات (X) ، (β) . فالمعاملات المستخدمة في المعادلة (١)
هى معلمات عن فترات منقطعة (سنوية) . والأجدر تقدير هذه المعلمات خلال
الزمن من خلال التقدير الاحصائى .

وقد تم اختبار العلاقتين التاليتين لعرض السيولة :

$$(LQ)^S = f(MPS, MC, MB) \quad (2)$$

$$(LQ)^S = f(MB) \quad (3)$$

وتكمن أهمية الصياغة (٢) فى الوضع بين مكونى القاعدة النقدية لتحديد فعالية
السياسة النقدية بالنسبة لعرض السيولة من خلال تأثيرها على تسرب جزء من الودائع
من البنوك الى خزائن البنك المركزى فى شكل احتياطات قانونية .

وتشترك كل النتائج الاحصائية - بما فيها العلاقتين (١) ، (٢) - فى
السمات التالية للتوصيف والاختبار الاحصائى فى هذا البحث :

أ - تعطى العلاقات غير الخطية نتائج أفضل من العلاقات الخطية . ومن ثم
وقع الاختيار على التوصيف غير الخطى للدوال .

ب - تقل المعنوية الاحصائية للمعاملات المقدرة عندما يظهر المتغير التابع بفترة

ابطاء عند التوصيف فى اطار موازنة الرصيد Stock Adjustment
Framework . ولذلك تم استبعاد المتغير التابع بفترة ابطاء فى معظم

الحالات .

ح - تم اختبار معنوية المعلمات المقدرة باستخدام توزيع (t) ، ووضعت قيمته
أسفل المعلمات المقدرة بين قوسين .

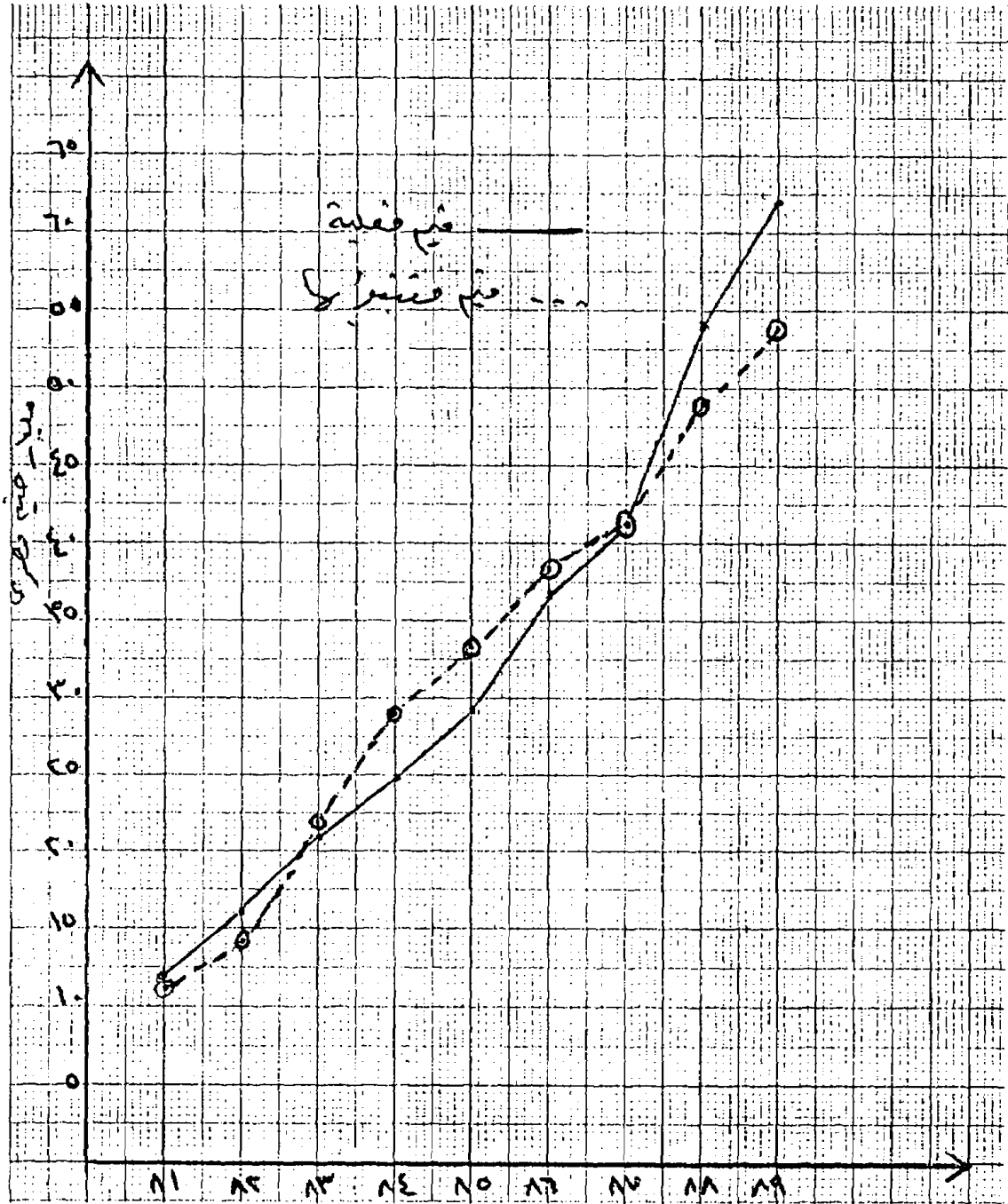
جدول (٩) : القيم الفعلية والقيم المتبوء بها لعرض

السيولة المحلية وفق الدالة (٢)

(١٩٨١ - ١٩٨٩)

(مليارات جنيه مصرى)

نهاية يونية	القيم الفعلية (١)	القيم المتبوء بها ^١ (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	١٢,٠١٦	١١,٦٣٦	١,٠٣
١٩٨٢	١٦,٤٠٥	١٤,٥٧٥	١,١٢
١٩٨٣	٢١,٢٢٤	٢٢,١٨٣	٠,٩٦
١٩٨٤	٢٥,٠٩٥	٢٨,٦٠٢	٠,٨٨
١٩٨٥	٢٨,٧٥٦	٣٣,٣٥٤	٠,٨٦
١٩٨٦	٣٦,٧٣٥	٣٨,٥٨٣	٠,٩٥
١٩٨٧	٤١,٥٠٣	٤١,٧٨٠	٠,٩٩
١٩٨٨	٥٣,٩٣٠	٤٩,٢٩٧	١,٠٩
١٩٨٩	٦٢,١٧٤	٥٤,١١٤	١,١٥



شكل (٢) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها

لعرض السيولة وفق الدالة (٢)

هذا من ناحية تفسير عرض السيولة بتفسير القاعدة النقدية بين مكونين هما النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والنقود الاحتياطية لدى البنوك . وأجـراء تحليل الانحدار بين عرض السيولة كمتغير تابع وبين مكونى عرض السيولة كمتغيرين مستقلين .

ومن ناحية أخرى - وبالتوازي مع الصيغة المختصرة لعرض السيولة - أجرى تحليل الانحدار بين عرض السيولة والقاعدة النقدية ككل دون تجزئتها إلى مكونيها . والتقدير الاحصائي لدالة عرض السيولة وفق التوصيف السابق هو :

$$\ln (LQ^S) = \ln 1.561 + 1.271 \ln (M_{ps+gc} + M_p) \quad (3')$$

(0.2099) (9.245)

(١٩٨١ - ١٩٨٨)

$$R^2 = 0.924$$

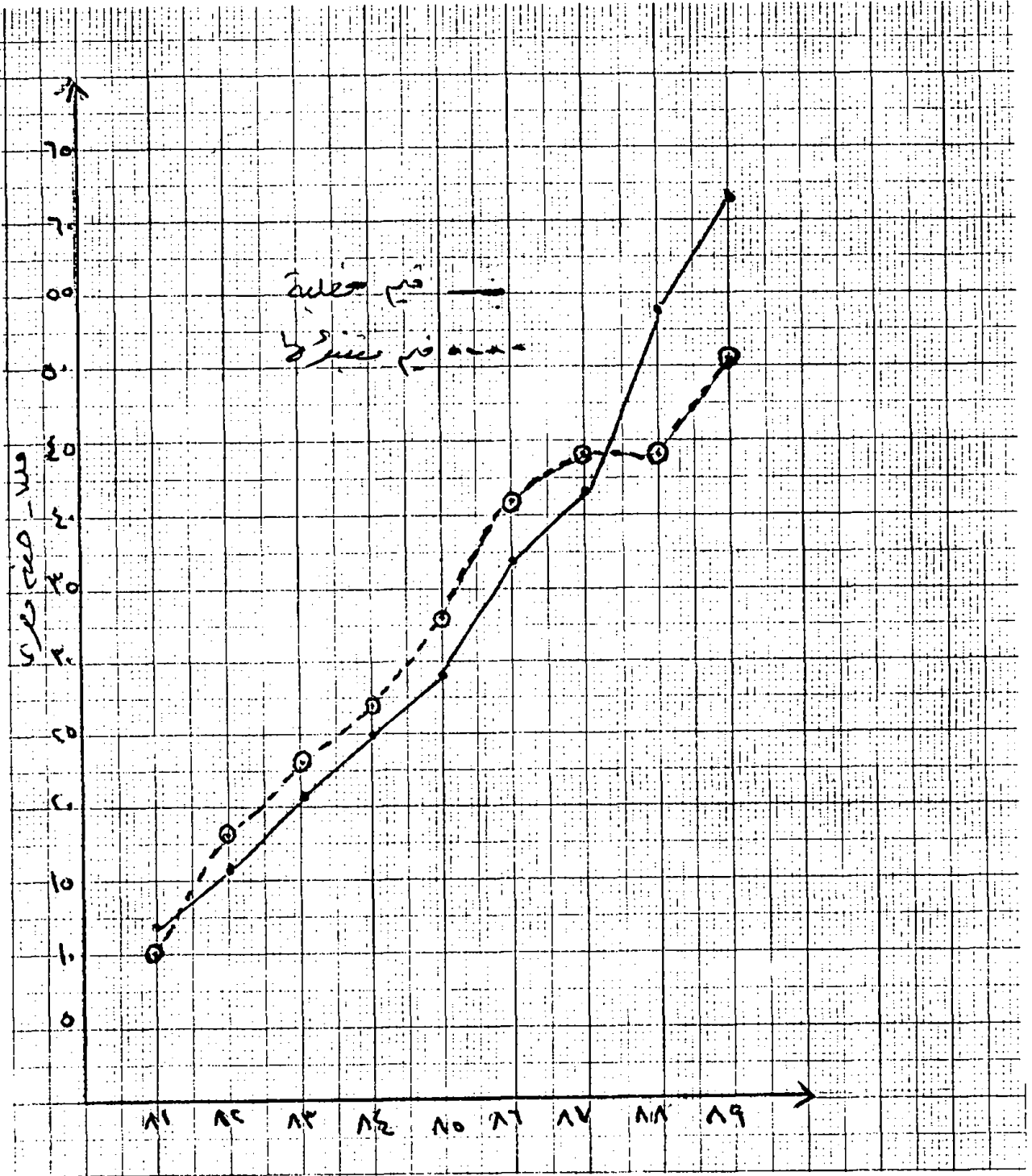
ويعرض جدول (١٠) وشكل (٣) جودة التقدير الاحصائي للدالة (٣) قبل اجراء الاختيار بين الصيغة (٢) والصيغة (٣) .

جدول (١٠) : القيم الفعلية والقيم المتبوء بها لعرض
السيولة وفق الدالة (٣)

(١٩٨٩ — ١٩٨١)

(مليا رجنه مصرى)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتبوء بها ^١ (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	١٢,٠١٦	١٠,١٢١	١,١٩
١٩٨٢	١٦,٤٠٥	١٨,٠٥٦	٠,٩١
١٩٨٣	٢١,٢٢٤	٢٣,٣٥٨	٠,٩١
١٩٨٤	٢٥,٠٩٥	٢٧,٢٢٠	٠,٩٢
١٩٨٥	٢٨,٧٥٦	٣٣,٣٨٥	٠,٨٦
١٩٨٦	٣٦,٧٣٥	٤١,٠١١	٠,٩٠
١٩٨٧	٤١,٥٠٣	٤٤,٨٠٢	٠,٩٣
١٩٨٨	٥٣,٩٣٠	٤٤,٢٥١	١,٢٢
١٩٨٩	٦٢,١٧٤	٥٠,١٩٢	١,٢٤



شكل (٣) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها

لعرض السيولة وفق الدالة (٣)

وهكذا ، يبلغ المدى الذى تتحرك فيه النسبة بين القيم الفعلية والقياس المتبوء بها فى الدالة (٢) ٠٨٦ - ١١٥ ، فى حين يبلغ ذلك المدى ٠٨٦ - ١٢٤ فى الدالة (٣) . ووفق معيار التشتت هذا ، يقع الاختيار على الدالة (٢) كتقدير احصائى لدالة عرض السيولة ، بالرغم من أن جودة التقدير من خلال هذه الدالة يقل كثيرا عن جودة التقدير من خلال الدالة (١) . وقد أوضحنا سافا السبب وراء عدم اختيار الدالة (١) بالرغم من تفوق جودة التقدير من خلالها على الدالتين (٢) ، (٣) .

ثانيا : السياسة النقدية من خلال سعر الفائدة : ضبط عرض السيولة :

١-٢ : سعر الفائدة :

بدء البنك المركزى فى اتباع سياسة الرفع التدرجى لسعر الفائدة الدائن (٧٤) والمدين (٧٥) على الودائع بالعملة المحلية والقروض بالعملة المحلية على التوالى ابتداء من عام ١٩٧٦ ، علما بأن البنك المركزى لا يتدخل فى تحديد سعر الفائدة على الودائع بالعملة الأجنبية . وفى عام ١٩٧٥ ، تراوح سعر الفائدة الدائن والمدين على التوالى ٢ - ٤ % ، ٦ - ٧ % ، فى حين كان سعر الخصم ٢ % . ثم تطور سعر الفائدة الدائن والمدين وفق البيانات المعروضة فى جدول (١١) ، وجدول (١٢) على التوالى .

جدول (١١) : هيكل سعر الفائدة على الودائع (%)

الأجل السنة	> ١	١ -	٢ -	٣ -	٥ سنوات	ودائع التوفير	شهادات الالاستثمار
١٩٧٦	٤ - ٢	٥ - ٨	٥ - ٨	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٠	٤ - ٨	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨١	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٢	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٣	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٤	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٥	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٦	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٧	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٨	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠
١٩٨٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٥ - ٩	٤ - ٨	٥ - ١٠

ويلاحظ ما يلي على تطور سعر الفائدة صعودا توازيا مع اتجاه نحو سياسة انكماشية :

- أ - وصل سعر الخصم الى ١٣٪ عام ١٩٨٩ ابتداء من ٥٪ عام ١٩٧٥ .
- ب - بدء تطبيق الأسعار التفضيلية لسعر الفائدة المدين بين القطاعات الاقتصادية ابتداء من يوليو ١٩٨٢ ، بصرف النظر عن الآجال حتى عام ١٩٨٦ مع محاسبة القطاعات الاقتصادية (الزراعة والصناعة) على حساب القطاعات الأخرى - خصوصا قطاع التجارة . وقد تراوح سعر الفائدة المدين بين ١١ - ١٣٪ لقطاع الزراعة والصناعة ، ١٣ - ١٥٪ لقطاع الخدمات ، ١٦٪ (كحد أدنى) على التجارة وبدون حد أقصى - خلال الفترة ٨١ - ١٩٨٩ .
- ج - بدء التمييز بين أسعار الفائدة المدينة وفق الآجال ابتداء من عام ١٩٨٧ ، مع الإبقاء على المعاملة التفضيلية للقطاعات الانتاجية . وقد تراوح سعر الفائدة المدين بين ١١ - ١٧٪ لقطاع الزراعة والصناعة ، ١٣ - ١٧٪ لقطاع الخدمات ، ١٦ - ١٨٪ (كحد أدنى) على التجارة وبدون حد أقصى .
- د - تراوح سعر الفائدة الدائن حسب الآجال بين ٥ - ١٥٪ على الودائع لدى البنوك ، ٨ - ١١٪ على ودائع صندوق توفير البريد ، ١٢ - ١٦ $\frac{1}{4}$ ٪ على شهادات الاستثمار - خلال الفترة ٨١ - ١٩٨٩ - مع اغفاء الودائع من كافة أنواع الضرائب الدخلية بعد صدور القانون ١٩٧٧/١٧ بعد أن كانت تخضع لغريبة نسبتها ٤٠٪ .
- هـ - بالرغم من الرفع التدريجي لأسعار الفائدة الجارية ، فان سعر الفائدة الحقيقية (الدائن والمدين) ظل سالبا خلال فترة الثمانينات اذا طرح معدل التضخم من سعر الفائدة الجارى . وقد قدر البنك المركزى معدل التضخم عام ١٩٨٧ بحوالى ٢٧٪ .

و - ترجيح سعر الفائدة الدائن :

إذا رجع سعر الفائدة الدائن (٧٤) بالحجم النسبي لكل من الودائع بالعملة المحلية والودائع بالعملة الأجنبية ووفق الآجال ، فإن سعر الفائدة المرجح يقل بكثير عن مستواه الجارى . وقد رجع سعر الفائدة الدائن كما يلى :
- تم أخذ متوسط سعر الفائدة السنوى على الودائع بالعملة المحلية للآجال القصيرة والمتوسطة التالية :

٦ شهور ، سنة وأقل من سنتين ، سنتان وأقل من ثلاث سنوات ، ٣ سنوات وأقل من خمسة ، وخمس سنوات ، فى حين اقتصر أخذ متوسط سعر الفائدة على الودائع بالعملة الأجنبية على الآجال ٣ شهور وسنة لاقتصار البيانات على عذنين الأجلين .

- رجحت سلسلة المتوسطات السنوية المحسوبة بالأوزان النسبية لحجم الودائع بالعملة المحلية وحجم الودائع بالعملة الأجنبية .

ويعرض جدول (١٣) سلسلة سعر الفائدة الدائن المرجح (٧٤) خلال

الفترة ٨١ - ١٩٨٩ .

جدول (١٣) : المتوسط المرجح لسعر الفائدة
الدائن (٧٥) على الودائع (%)

(١٩٨٩ - ١٩٨١)

السنة	متوسط سعر الفائدة		الأوزان النسبية للودائع		سعر الفائدة المرجح
	عملة محلية	عملة أجنبية	عملة محلية	عملة أجنبية	
١٩٨١	١٠ر٣٠	١٥ر٩٠	٠ر٦١	٠ر٣٩	١٢ر٤٨
١٩٨٢	١٠ر٩٥	١٤ر٢٥	٠ر٥٨	٠ر٤٢	١٢ر٣٤
١٩٨٣	١١ر٦٠	٩ر٠٠	٠ر٥٩	٠ر٤١	١٠ر٥٢
١٩٨٤	١١ر٦٠	١١ر٧	٠ر٦٣	٠ر٣٧	١١ر٦٤
١٩٨٥	١١ر٦٠	٧ر٢٣	٠ر٦٧	٠ر٣٣	١٠ر١٦
١٩٨٦	١١ر٦٠	٦ر٢٨	٠ر٥٧	٠ر٤٣	٩ر٣١
١٩٨٧	١١ر٦٠	٦ر٦٨	٠ر٥٦	٠ر٤٤	٩ر٤٤
١٩٨٨	١١ر٦٠	٧ر٢٥	٠ر٤٥	٠ر٥٥	٩ر٢١
١٩٨٩	١٢ر٤٠	٨ر٦٠	٠ر٤٤	٠ر٥٦	١٠ر٢٧

ملاحظة : في حالة تغير سعر الفائدة السنوي أثناء العام ، رجح السعر القديم والسعر الجديد بالفترة النسبية لسريان كل منهما .

ز - ترجيح سعر الفائدة المدين :

إذا رجع سعر الفائدة المدين بالحجم النسبي للقروض المقدمة لمختلف القطاعات الاقتصادية ، فإن سعر الفائدة المدين المرجح يقل بكثير عن مستواه الجارى . وقد رجع سعر الفائدة المدين كما يلى :

- تم اختيار الحد الأقصى لسعر الفائدة على القروض لكل من قطاع الزراعة والصناعة وقطاع الخدمات ، والحد الأدنى لسعر الفائدة على القروض المقدمة لقطاع التجارة الذى لم يحدد البنك المركزى حداً أقصى لسعر الفائدة على اقتراضه .

- تم ترجيح سعر الفائدة (الأقصى بالنسبة لكل من قطاع الزراعة والصناعة وقطاع الخدمات ، والأدنى بالنسبة لقطاع التجارة) بالأوزان النسبية للائتمان الممنوح من البنوك التجارية للقطاعات السابقة نظراً لغياب توزيع الائتمان من الجِهـاز المصرفى ككل على القطاعات السابقة .

ويعرض جدول (١٤) سعر الفائدة المدين المرجح (٧٥) خلال الفترة

جدول (١٤) : المتوسط المرجح لسعر الفائدة المدين على الاثمان (٢٨) (%)

(١٩٨١ - ١٩٨٩)

سعر الفائدة المدين المرجح	الأوزان النسبية للأثمان			أعلى سعر فائدة			السنة
	التجارة (أدنى سعر فائدة)	الخدمات	الزراعة والصناعة	(أدنى سعر فائدة)	الخدمات	الزراعة والصناعة	
١٥٥٠	٠٤٥	٠٢١	٠٣٤	١٥٠	١٥٠	١٥٠	١٩٨١
١٤٨٨	٠٤٥	٠٢٠	٠٣٥	١٥٥	١٥٠	١٤٠	١٩٨٢
١٦٢٦	٠٤٠	٠٢٣	٠٣٧	١٦٠	١٥٠	١٣٠	١٩٨٣
١٤٦٦	٠٣٨	٠٢٦	٠٣٦	١٦٠	١٥٠	١٣٠	١٩٨٤
١٤٧٠	٠٣٨	٠٢٨	٠٣٤	١٦٠	١٥٠	١٣٠	١٩٨٥
١٤٦٤	٠٣٦	٠٢٨	٠٣٦	١٦٠	١٥٠	١٣٠	١٩٨٦
١٥٣٢	٠٣٩	٠٢٤	٠٣٧	١٦٦٧	١٥٦٧	١٣٦٧	١٩٨٧
١٦٥١	٠٣٣	٠٢٦	٠٤١	١٨٠	١٧٠	١٥٠	١٩٨٨
١٧٤٩	٠٣٠	٠٣٣	٠٣٧	١٨٠	١٨٣٣	١٦٣٣	١٩٨٩

ملاحظة : عند تغيير سعر الفائدة أثناء العام ، رجح سعر الفائدة القديم والسعر الجديد بالفترة النسبية لسريان كل منهما .

ح - استخدمت أسعار الفائدة المرجحة فى تحليل سلوك الجهاز المصرفى تجاه تعبئة الودائع وتوظيفها كما سيتضح لاحقا .

ط - لا توجد قاعدة اقتصادية لتحديد حجم التغير التدريجى فى سعر الفائدة . اذ يلاحظ أن رقم ال ١٪ هو حجم التغير من مستوى الى مستوى آخر . والرأى هو تحريك سعر الفائدة دوريا بما يعادل معدل التغير فى الرقم القياسى لمكش الناتج المحلى الاجمالى GDP Deflator ، آخذين فى الاعتبار الوضع القائم لسعر الفائدة كأساس لاحتساب معدل تحريكه لأعلى .

ى - وسنثبت فيما يلى من تحليل أن بقاء سعر الفائدة الحقيقى سالبا يفسرغ السياسة النقدية الانكماشية من خلال سعر الفائدة من محتواها .

٢-٢ : العلاقة بين سعر الفائدة والطلب على السيولة :

٢-٢-٢ : الطلب على النقدية من جانب الجمهور (M_{ps+gc}) :

الصياغة الأولى :

$$M_{ps+gc} = f [r_c, Y, (M_{ps+gc})_{-1}] \quad (٤)$$

حيث :

M_{ps+gc} = رصيد النقد المتداول خارج الجهاز المصرفى =

النقدية فى حوزة القطاع الخاص + النقدية فى حوزة شركات القطاع العام .

r_c = متوسط مرجح لسعر الفائدة الدائن Interest/Credit .

Y = الدخل المحلى الاجمالى بالأسعار الجارية

$(M_{ps+gc})_{-1}$ = رصيد النقد المتداول خارج الجهاز المصرفى بفترة ابطاء Time lag سنة .

وُوصف هذه الدالة التفضيل النقدي Liquidity Preference أى الطلب على النقدية Demand for Currency من جانب القطاع الخاص وشركات القطاع العام ، حيث يمثل هذا الطلب أولا المكون الأول للسيولة المحلية ، ويمثل ثانيا احدى معلمتي التسرب فى دالة عرض السيولة المحلية . وتتمثل العوامل المحددة للطلب على النقدية من جانب الجمهور فيما يلى :

- أ - سعر الفائدة الدائن الذى يمثل تكلفة الفرصة البديلة ، والعلاقة المتوقعة سالبة .
- ب - الدخل المحلى الاجمالى والعلاقة المتوقعة موجبة .
- ح - الرصيد بفترة ابطاء سنة ، والعلاقة المتوقعة سالبة أو موجبة .

وتوصيف الدالة بهذا الشكل فى اطار المواءمة بين الرصيد المرغوب فيه (المتغير التابع) والرصيد القائم بفترة ابطاء Lagged Stock يعنى أولا اعطاء أهمية نسبية أكبر للرصيد القائم عند تحديد الأهمية النسبية للعوامل المحددة للرصيد الجارى للنقدية ، نظرا لصغر حجم التدفق السنوى Flow بالمقارنة مع الرصيد المتراكم عبر سنوات طويلة . ويؤدى ثانيا الى ضعف المعنوية الاحصائية لباقي العوامل المحددة .

والتقدير الاحصائى للدالة هو :

$$\ln (M_{PS+9C}) = 6.629 - 0.127 \ln V_C + 0.098 \ln Y + 0.717 \ln (M_{PS+9C})_{-1} \quad (4')$$

(0.353) (0.208) (1.647) (4')

$$R^2 = 0.990 \quad (1981 - 1988)$$

وبالرغم من ارتفاع معامل الارتباط وتوافق اشارات معاملات المتغيرات المستقلة مع ما هو متوقع حيث يرتبط الطلب على النقدية مع تكلفة الفرصة البديلة سالباً

مع مستوى الدخل المحلى الاجمالى ، الا أن المعاملات المقدرة لكل من سعر الفائدة والدخل المحلى الاجمالى غير معنوية احصائيا . ولذلك تم رفض هذا التقدير .

ومع الأخذ فى الاعتبار هذه التحولات ، يمكن استخلاص المواءمات التالية :

أ - تبلغ مرونة الطلب على النقدية بالنسبة لسعر الفائدة (-) ٠.٢٧ (-) .

ب - تبلغ سرعة المواءمة Speed of Adjustment - أى سرعة سد الفجوة

بين الرصيد القائم والرصيد المرغوب فيه - ٠.٢٨ % سنويا . ومعنى آخر ، فإن

الاختلالات من وضع الفوارق يتم تصحيحها على مدى ثلاث سنوات ونصف .

ح - ضعف تحكم السلطة النقدية فى التفصيل النقدى للجمهور أولا لأن متغير الحجم

Scale Variable (الدخل المحلى الاجمالى) خارج نطاق سيطرتها ،

ثانيا لضعف مرونة الطلب على النقدية بالنسبة لسعر الفائدة ، إذ يلزم مضاعفة

سعر الفائدة (من ١٠ % الى ٢٠ % مثلا) حتى يقل الطلب على النقدية بنسبة

١٢.٧ % فقط .

الصياغة الثانية :

$$M_{PS+GC} = f [Y, (M_{PS+GC})_{-1}] \quad (5)$$

ويلاحظ أن هذه الصياغة هى نفسها الصياغة (٤) مع اسقاط سعر الفائدة الدائن

(٧٤) لضعف تأثيره على طلب النقدية من جانب الجمهور . ونتوقع أولا ومنذ

البداية أن يطفى تأثير المتغير المستقل بفترة ابطاء على تأثير الدخل كعامل

أساسى فى الطلب على النقدية باعتبار الدخل هو متغير الحجم فى الطلب على

النقدية لاجراض المعاملات . Transactions Demand . ويتوقع ثانيا

أن تكون العلاقة موجبة بين طلب الجمهور على النقدية وكل من الدخل وحجم

النقدية بفترة ابطاء سنة . وقد رفض هذا التقدير أيضا ، لعدم معنوية معامل الدخل وبالرغم ارتفاع معامل الارتباط واتساق اشارات معاملات المتغيرات المستقلة مع المتوقع .

والتقدير الاحصائي للدالة هو :

$$\ln M_{PS+GC} = 3.281 + 0.145 \ln Y + 0.707 \ln (M_{PS+GC})_{-1} \quad (5')$$

(0.354) (1.972)

(١٩٨١ ~ ١٩٨٢)

$$R^2 = 0.985$$

ومع الأخذ في الاعتبار التحولات السابقة ، يمكن استخلاص المؤشرات التالية :

أ - تبلغ مرونة الطلب على النقدية بالنسبة للدخل ٠.١٤٥ ، وهى مرونة ضعيفة ، وتقارن بمرونة قدرها ٠.٩٨ وفق الدالة (٤) .

ب - تبلغ سرعة المواءمة ٢٩٪ سنويا ، وتقترب جدا من سرعة مواءمة قدرها ٢٨٪ سنويا وفق الدالة (٤) .

ح - يمكن الاستفادة من تقدير سرعة المواءمة من الدالين (٤) ، (٥) لتكوين

سلسلة بيانات جديدة لحجم الطلب على النقدية مساو لـ

$$[M_{PS+GC} - 0.707(M_{PS+GC})_{-1}]$$

باعتبار أن سرعة المواءمة تقترب

من ٣٠٪ وذلك بهدف التخلص من التأثير الضخم للمتغير المستقل بفترة ابطاء ،

ثم تقدير دالة جديدة للطلب على النقدية تكون صياغتها كما يلى :

$$[M_{PS49C} - 0.7(M_{PS49C})_T] = f(r_c, Y) \quad (6)$$

د - تم رفض هذه المحاولة أيضا لعدم قدرة التقدير الاحصائي للدالة على التنبؤ بدقة بقيم المتغير الجديد .

الصياغة الثالثة :

$$M_{PS49C} = f(r_c, Y) \quad (7)$$

وهذه الصياغة هي دالة التفضيل النقدي الكينزية . والتقدير الاحصائي للدالة هو :

$$\ln M_{PS49C} = 1.260 - 0.089 \ln r_c + 0.851 \ln Y \quad (7')$$

(0.214) (6.472)

(1981 - 1988)

$$R^2 = 0.983$$

وبلاحظ ما يلي على التقدير السابق :

أ - أن مضاعفة سعر الفائدة (من ١٠٪ الى ٢٠٪ مثلا) - أى رفع سعر الفائدة بنسبة ١٠٠٪ - يترتب عليه تخفيض الطلب على النقدية بحوالى ٨.٩٪ ، وهو تقدير أقل من مرونة الطلب على النقدية بالنسبة لسعر الفائدة فى الدالة (٤) (١٢.٢٪) . وذلك فان أقصى تقدير لمرونة الطلب على النقدية بالنسبة لسعر الفائدة هو ١٣٪ فى حالة مضاعفة سعر الفائدة . ويؤكد ذلك ضعف قدرة السياسة النقدية فى التأثير على التفضيل النقدي للجمهور من خلال سعر الفائدة كما سبق أن أوضحنا .

ب - يبرز الدخل المحلى الاجمالى كمحدد حاسم للتفضيل النقدى للجمهور ، حيث تقترب المرونة من الواحد الصحيح (٠.٨٥١) .

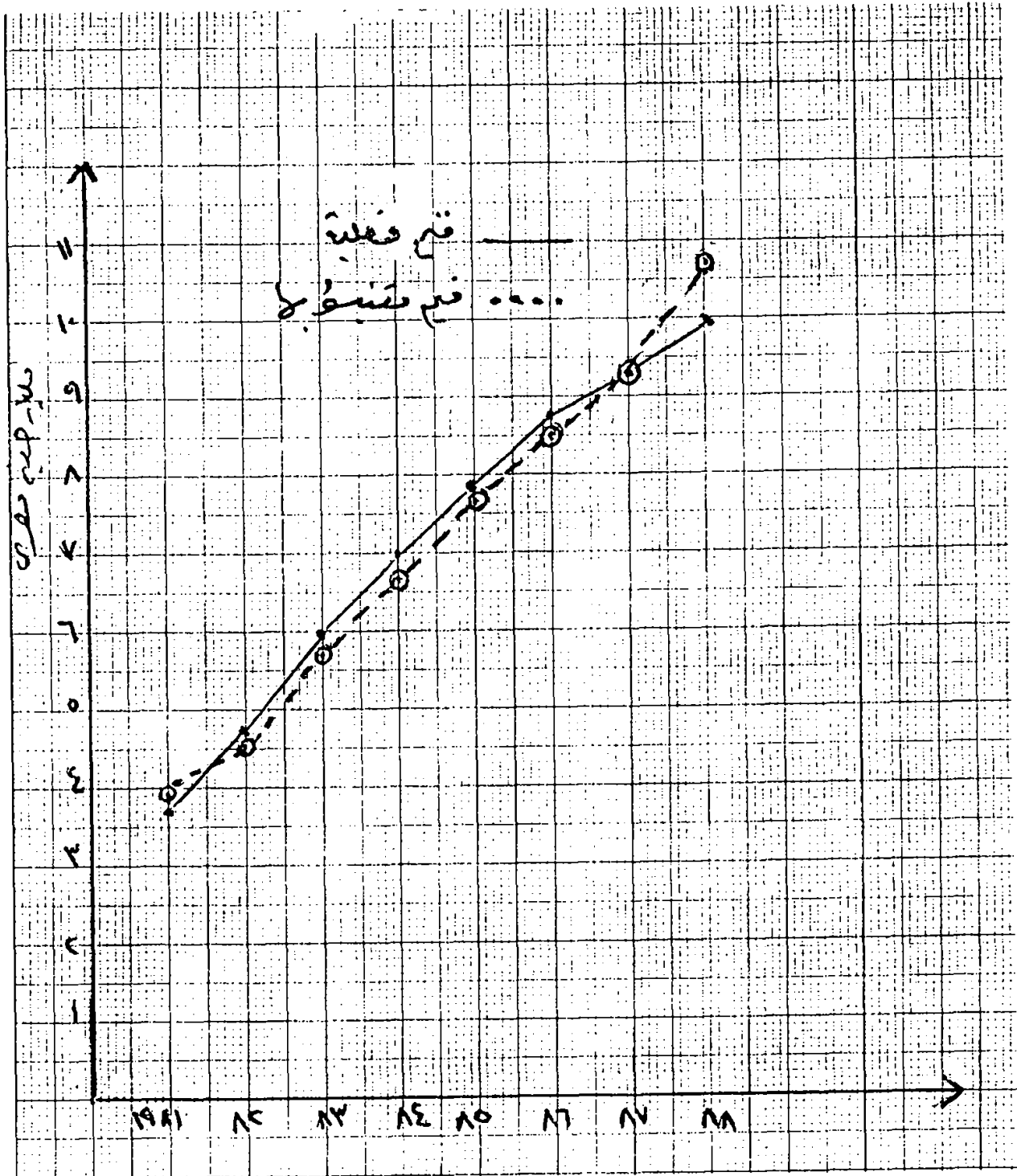
ح - مع اهمال سعر الفائدة كمحدد للطلب على النقود لضالة المرونة (بالاضافه الى عدم معنويتها احصائيا) ، تؤكد الدالة على أن الطلب على النقدية فى مصر يرتكز على دافع المعاملات Transactions Motive كما سبق التوضيح .

ويوضح جدول (١٥) وشكل (٤) جودة التقدير الاحصائى لدالة الطلب على النقدية وفق الدالة (٥) .

جدول (١٥) : القيم الفعلية والقيم المتنبوء بها للطلب
على النقدية من جانب الجمهور
(١٩٨١ - ١٩٨٨)

(مليار جنيه مصرى)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتنبوء بها (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	٣,٦٦٦	٣,٩١١	٠.٩٤
١٩٨٢	٤,٦٦٨	٤,٦٥٣	١.٠٠
١٩٨٣	٥,٩٩٨	٥,٧١٣	١.٠٥
١٩٨٤	٦,٩٧٢	٦,٦٦٥	١.٠٥
١٩٨٥	٧,٨٣٢	٧,٧١٨	١.٠١
١٩٨٦	٨,٧٥٩	٨,٥٣١	١.٠٣
١٩٨٧	٩,٢٦٢	٩,٢٧٣	١.٠٠
١٩٨٨	٩,٩٧٨	١٠,٧٢٢	٠.٩٣



شكل (٤) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها

للطلب على النقدية من جانب الجمهور

٢-٢/ب : الطلب على الودائع الجارية من جانب الجمهور (PS_{tgc}) (٢٥) :

يمثل الطلب على الودائع الجارية (بالعملة المحلية والعملة الأجنبية) المكون الثانى للطلب على السيولة وفق اطار التحليل المقترح . ويكون الطلب على الودائع الجارية وعلى النقدية من جانب الجمهور ما يعرف بوسائل الدفع Means of Payments أو التعريف الضيق للنقد (٢١) . ولذلك لا يختلف الدافع الأساسى وراء طلب الودائع الجارية عن الدافع الأساسى وراء طلب النقدية ، وهو تسهيل المبادلات (أو المعاملات) الجارية . من هنا ، تتحدد صياغة دالة طلب الجمهور على الودائع الجارية هكذا :

$$(٢٥) PS_{tgc} = f(Y, r_c) \quad (٢٨)$$

والتقدير الاحصائى للدالة هو :

$$\ln (٢٥) PS_{tgc} = ١.٣٩٥ - ٠.٣٦٣ \ln r_c + ٠.٨٥٦ \ln Y \quad (٢٩)$$

(٠.٨٩٩) (٦.٧١٣)

(١٩٨١ - ١٩٨٨)

$$R^2 = ٠.٩٨٦$$

وبلاحظ على التقدير الاحصائى ما يلى :

أ - عدم معنوية معامل سعر الفائدة الدائن بالرغم من صحة الإشارة مع ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة . وتبلغ مرونة الطلب على الودائع الجارية بالنسبة لسعر الفائدة الدائن ٠.٣٦ ، بمعنى أن مضاعفة سعر الفائدة الدائن يؤدى إلى نقص الطلب على الودائع الجارية بنسبة ٣٦ % . وهى مرونة أعلى من أقصى مرونة للطلب على النقدية بالنسبة لسعر الفائدة الدائن والتى تقارب ١٣ % .

وتفسير ذلك بأنه كلما أشيع الطلب على السيولة لأغراض المعاملات (من خلال حيازة النقدية مثلا) كلما توافر جزء من السيولة (فى شكل ودائع تحسنت الطلب) لأغراض الاحتياط *Precautionary* . والمتوقع أن الارتباط العكسى للطلب على السيولة (فى شكل ودائع تحت الطلب) بتكلفة الفرصة البديلة يكون أقوى عنه فى حالة الطلب على النقدية . وسنرى حالا أن دافع المضاربة *Speculation* فى الطلب على الودائع الآجلة بعكس علاقة موجبة بين الطلب على الودائع الآجلة وسعر الفائدة الدائن بما يظهر أشر المضاربة المتحيز نحو الصعود *Biased Upward* بالنسبة لسعر الفائدة الدائن .

ب - كما هو متوقع ، تتساوى مرونة الطلب على الودائع الجارية بالنسبة للدخل مع مرونة الطلب على النقدية بالنسبة للدخل وفق المعادلة (٧) $(0.851 = 0.856)$. ويؤكد ارتفاع مرونة الطلب على الودائع الجارية بالنسبة للدخل عن مرونة الطلب بالنسبة لسعر الفائدة الدائن ، تفوق دافع المعاملات على دافع الاحتياط عند طلب الودائع الجارية .

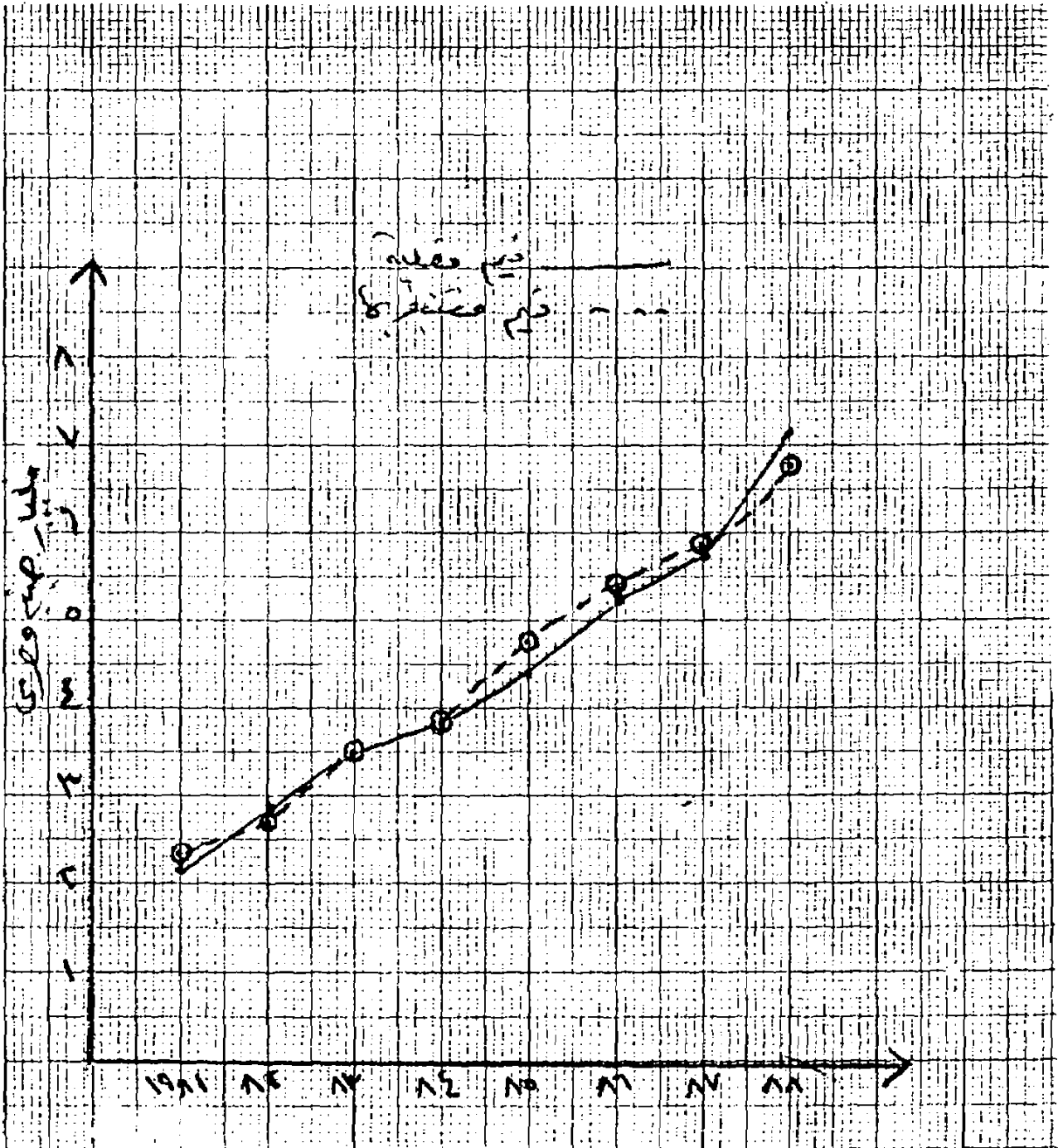
ويوضح جدول (١٦) ، وشكل (٥) التقدير الاحصائى لدالة الطلب على الودائع الجارية .

جدول (١٦) : القيم الفعلية والقيم المتنبوء بها
للمطلب على الودائع الجارية من
جانب الجمهور

(١٩٨٨ — ١٩٨١)

(مليار جنيه مصرى)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتنبوء بها (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	٢,٢١٩	٢,٢٦٤	٠,٩٨
١٩٨٢	٢,٨٨٣	٢,٧٠٤	١,٠٧
١٩٨٣	٣,٥٠٣	٣,٤٧١	١,٠١
١٩٨٤	٣,٨٢٣	٣,٩٤٣	٠,٩٧
١٩٨٥	٤,٤٤٧	٤,٧٤٣	٠,٩٤
١٩٨٦	٥,٣٤٠	٥,٣٧٢	٠,٩٩
١٩٨٧	٥,٧٣٧	٥,٨٢٠	٠,٩٩
١٩٨٨	٧,٢١٥	٦,٧٨٠	١,٠٦



شكل (٥) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها
للطلب على الودائع الجارية من جانب الجمهور

٢-٢ / ح : الطلب على الودائع الآجلة من جانب الجمهور $(TD)_{PS+GC}$:

$$(9) \quad (TD)_{PS+GC} = f(r_c, r_g)$$

يمثل الطلب على الودائع الآجلة المكون الثالث للطلب على السيولة وفق إطار التحليل المقترح . وإضافة الودائع الآجلة إلى الودائع الجارية إلى النقدية ، نحصل على وسائل الدفع بالمفهوم الواسع (٢٢) . وتعتبر الودائع الآجلة صورة من صور الادخار المالي Financial Savings يرتبط بعلاقة موجبة مع كل من سعر الفائدة الدائن والدخل . فكلما زاد الدخل زادت القدرة على الادخار (مع بقاء الأشياء الأخرى على ما هي عليه) ، ومتى زاد سعر الفائدة الدائن كلما قايض المدخر المستقبل بالحاضر ، بمعنى تأجيل الاستهلاك الآن وتكوين مدخرات تدر دخلا مستقبليا في صورة عوائد على المدخرات ، يضاف إلى دخله الجارى ليرتفع دخله على مدار الزمن — أى دخله الدائم Permanent Income

والتقدير الاحصائي للدالة هو :

$$(9') \quad \ln(TD)_{PS+GC} = 0.502 - 0.199 \ln r_c + 1.543 \ln r_g$$

(7.302) (0.297)

(١٩٨١ - ١٩٨٨)

$$R^2 = 0.987$$

وبلاحظ ما يلي على التقدير الاحصائي :

أ - جاءت إشارة سعر الفائدة الدائن على غير المتوقع . ونخاطربا بالتفسير التالى :
فى ظل موجات التضخم السائدة فى الاقتصاد المصرى ، ومن ثم القيم السالبة

لسعر الفائدة الحقيقي ، وانتهاج السياسة النقدية لمنهج الرفع التدريجي لسعر الفائدة — أحدث كل هذا توقعات متحيزة نحو ارتفاع سعر الفائدة الدائن على مدار الزمن ، وبالتالي برز دافع المضاربة في الاحتفاظ بالمدخرات فـ في شكل ودائع آجلة اما توقعها لمزيد من ارتفاع سعر الفائدة الدائن و / أو انتهازا لغرض الاستثمار خارج الجهاز المصرفي . وعلى كل الأحوال ، فان مرونة الطلب على الودائع الآجلة بالنسبة لسعر الفائدة ضعيفة .

ب — مثل متغير الحجم وهو الدخل العامل المستقل الحاسم في الطلب على الودائع الآجلة . ولا تخرج هذه النتيجة عما تم للتوصل اليه في حالة الطلب على كل من النقدية والودائع الآجلة .

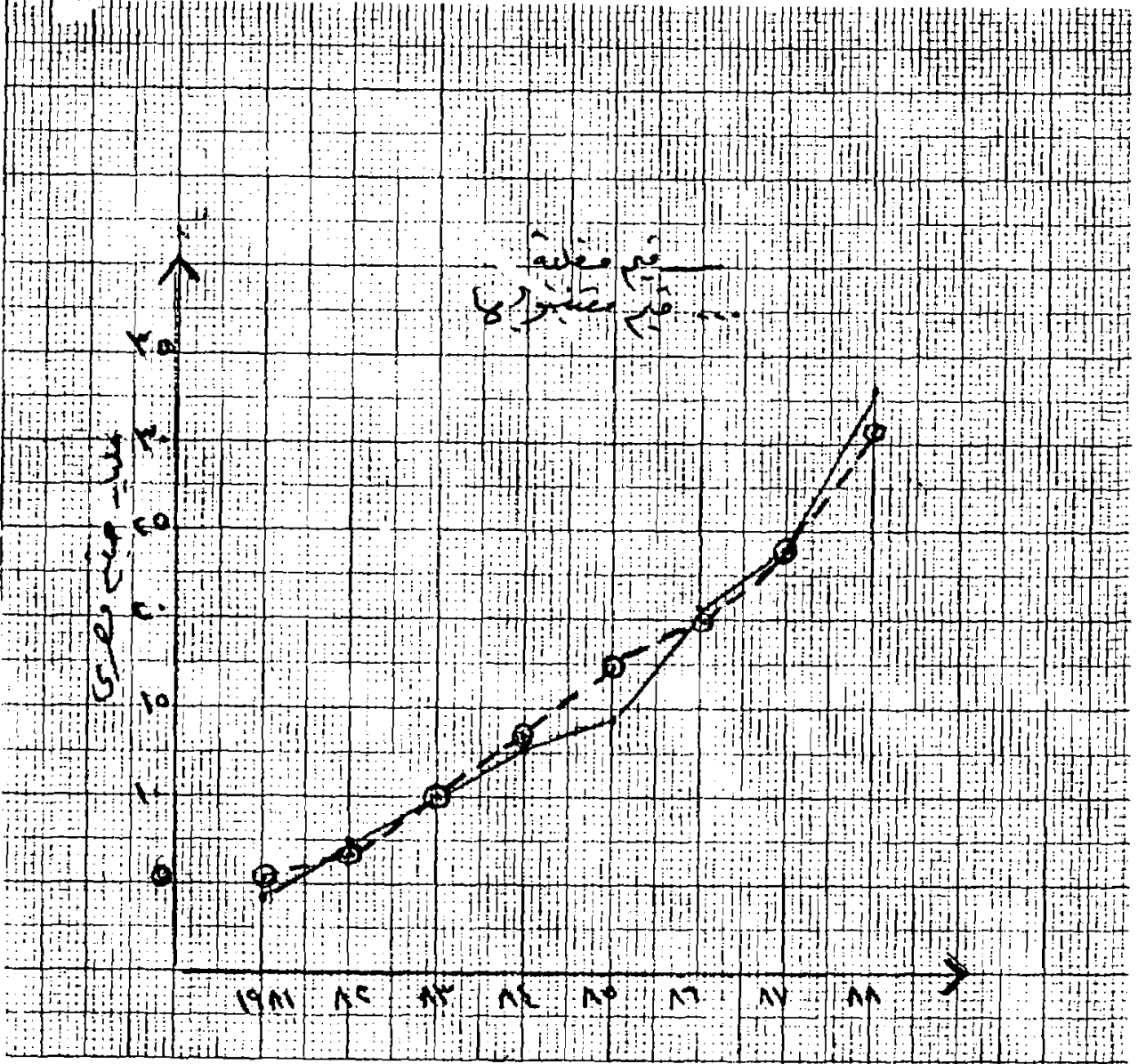
وبوضح جدول (١٧) وشكل (٦) جودة التقدير الاحصائي لدالة الطلب على الودائع الآجلة .

جدول (١٧) : القيم الفعلية والقيم المتبوء بها للطلب
على لودائع الآجلة من جانب الجمهور

(١٩٨٨ - ١٩٨١)

(مليار جنيه مصرى)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتبوء بها (٢)	() / (٢)
١٩٨١	٤,٧٧٧ر	٤,٩٥٠ر	٠,٩٦ر
١٩٨٢	٧,٥٢٠ر	٦,٧٨٤ر	١,١١ر
١٩٨٣	١٠,٠٠٩ر	٩,٩٠٠ر	١,٠١ر
١٩٨٤	١٢,٦٣١ر	١٣,٠٣٨ر	٠,٩٧ر
١٩٨٥	١٤,٨٦٧ر	١٧,٠٩٨ر	٠,٨٧ر
١٩٨٦	٢٠,٨١٤ر	٢٠,٥٧١ر	١,٠١ر
١٩٨٧	٢٤,١٦٨ر	٢٣,٩١٤ر	١,٠١ر
١٩٨٨	٣٣,٤٤٧ر	٣١,١٣٩ر	١,٠٧ر



شكل (٦) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها
للطلب على الوحدات الاجلة من جانب الجمهور

٢-٢ / د : الطلب على الودائع الجارية والودائع الآجلة من جانب الجمهور :

$$[(CD + TD)PS + GC]$$

$$(15) \quad (CD + TD)PS + GC = f(r_c, Y)$$

لاحظ أننا قد أبقينا على نفس العوامل المفسرة للطلب على كل من الودائع الجارية والودائع الآجلة كمعامل مفسرة للطلب على الودائع اجمالا من جانب الجمهور ، بعد فشل محاولة صياغة دالة الطلب على الودائع اجمالا في إطار موازنة الرصيد لعدم معنوية أى من معاملات المتغيرات المستقلة المفسرة للطلب على الودائع اجمالا . ان أسفر التقدير الاحصائي عن الدالة التالية :

$$\ln (CD + TD)PS + GC = 0.0089 - 0.248 \ln r_c + 1.039 Y \quad (11)$$

(0.363) (0.971)

$$+ 0.214 [(CD + TD)PS + GC]_{-1} \quad (0.318)$$

(١٩٨١ - ١٩٨٨)

$$R^2 = 0.987$$

والهدف من تجربة الصياغة (١١) هو التعرف على اشارة معامل سعر الفائدة . فان ظلت سالبة مثل سعر الفائدة مؤشرا للحد الأدنى لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالسيولة عموما سواء أخذت تلك السيولة شكل الودائع الجارية أو الودائع الآجلة ، ومن ثم لا داعى لصياغة دالة مستقلة لكل منهما . هذا من ناحية . ومن ناحية أخرى ، يظل الهدف من صياغة دالة مستقلة للطلب على الودائع الجارية ودالة

مستقلة للطلب على الودائع الآجلة قائما وهو التنبؤ بكل مكون تمهيدا لتخطيط التدفقات النقدية من خلال الجهاز المصرفي تفصيلا لا اجمالا .

فاذا كان الأمر كذلك ، توقعنا أن تأخذ معاملات المتغيرات المستقلة فى الدالة (١٠) قيمة تقع فى المدى الذى ظهرت به غد صياغة الدوال المستقلة . وبشكل أدق ، تتوقع أن يأخذ معامل سعر الفائدة قيمة تتراوح بين ٠.١٩٩ - فى حالة الطلب على الودائع الآجلة ، ٠.٣٦٣ فى حالة الطلب على الودائع الجارية ، فى حين يأخذ معامل الدخل فيه تتراوح بين ٠.٨٥٦ ، ٠.١٥٤٣ . وقد ثبت ذلك من التقدير الاحصائى التالى للدالة (١٠) :

$$\ln (CD+TD)_{S+9C} = 0.022 - 0.254 \ln r_c + 7.372 \ln Y \quad (10)$$

(0.411) (7.032)

(1981-1988)

$$R^2 = 0.987$$

وهكذا يظل سعر الفائدة مؤشرا للحد الأدنى لتكلفة الفرصة البديلة فى الطلب على الودائع ، كما أن الدخل هو العامل الحاسم فى الطلب على الودائع

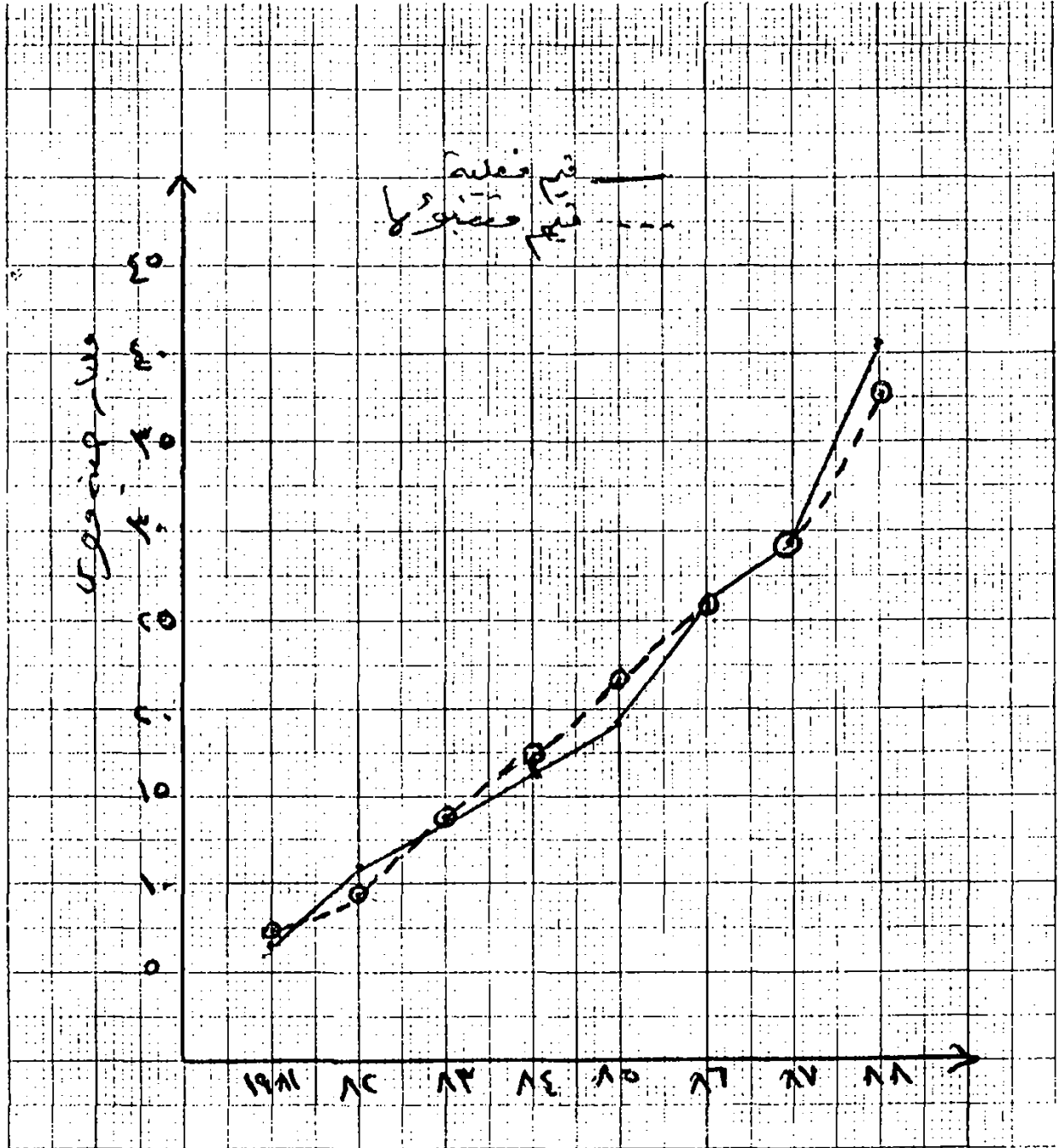
ويوضح جدول (١٨) ، وشكل (٧) جودة التقدير .

جدول (١٨) : القيم الفعلية والقيم المتنبوء بها للطلب
على الودائع الجارية والودائع الآجلة
من جانب الجمهور

(١٩٨١ - ١٩٨٨)

(مليار جنيه مصرى)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتنبوء بها (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	٦٩٩٦	٧١٦٢	٠٫٩٨
١٩٨٢	١٠٤٠٣	٩٤٨٨	١٫١٠
١٩٨٣	١٣٥١٢	١٣٤٤٤	١٫٠٠
١٩٨٤	١٦٤٥٤	١٧٠٤٤	٠٫٩٦
١٩٨٥	١٩٣١١	٢١٩٢٠	٠٫٨٨
١٩٨٦	٢٦١٤٤	٢٦٠١٦	١٫٠٠
١٩٨٧	٢٩٩٠٤	٢٩٧١٢	١٫٠١
١٩٨٨	٤٠٦٦٢	٣٧٦٥٠	١٫٠٨



شكل (٧) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها
للطلب على الودائع الجارية والودائع الاجلة من جانب الجمهور

٣-٢ : التنبؤ بحجم السيولة من خلال مكوناتها :

نذكر بأن مكونات السيولة هي :

- أ - الطلب على النقدية من جانب الجمهور M_{ps+gc}
- ب - طلب الجمهور على الودائع الجارية $(CD)_{ps+gc}$
- ج - طلب الجمهور على الودائع الآجلة $(TD)_{ps+gc}$
- د - طلب الأجانب على الودائع $(TD)_f$
- هـ - طلب القطاع الخاص على ودائع صندوق توفير البريد $[TDC(P.O)]_{ps}$

وقد تم التنبؤ بالمكونات الثلاثة الأولى بالمعادلات المختارة التالية :

$$\ln M_{ps+gc} = 1.260 - 0.085 \ln r_c + 0.851 \ln Y \quad (I)$$

$$\ln (CD)_{ps+gc} = 1.390 - 0.363 \ln r_c + 0.856 \ln Y \quad (II)$$

$$\ln (TD)_{ps+gc} = 0.002 - 0.199 \ln r_c + 1.543 \ln Y \quad (III)$$

فاذا اعتبرنا أن كلا من طلب الأجانب على الودائع الآجلة (لفضالة الودائع الجارية) بالجهاز المصرفي المصري ، وطلب القطاع الخاص (غالبا العائلي) على ودائع صندوق توفير البريد متغيرات خارجية Exogenous ، أمكن التنبؤ بحجم السيولة المعروضة من خلال مكونات الطلب عليها . وبمقارنة القيم الفعلية للسيولة بالقيم المتنبؤ بها واقترب النسبة بين القيمتين من الواحد الصحيح ، يمكن التأكد من دقة التنبؤ وفق اطار التحليل المقترح .

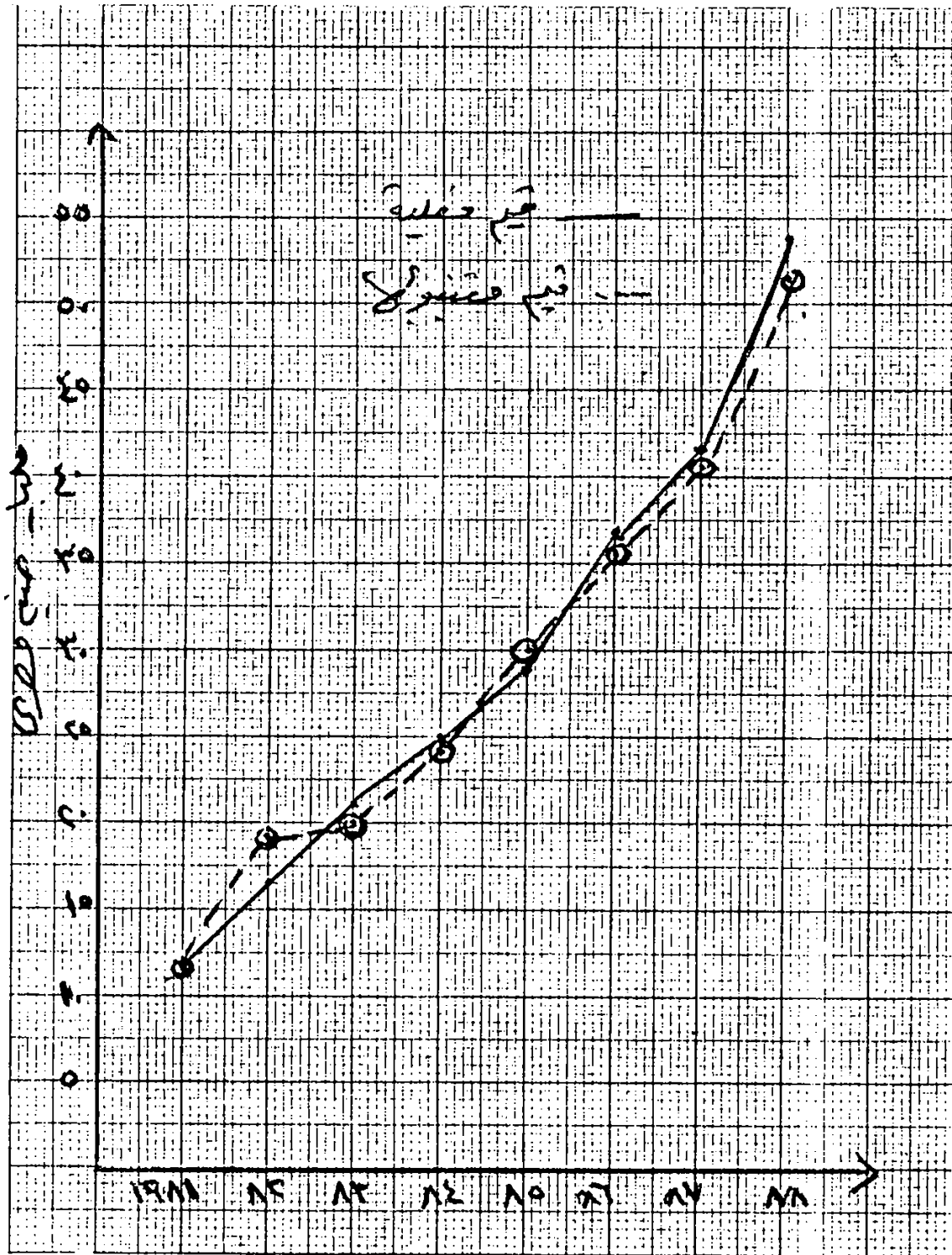
وילخص جدول (١٩) وشكل (٨) هذه الخطوات .

جدول (١٩) : التنبؤ بالسيولة الاجمالية من خلال مكونات الطلب
والمقارنة بين القيم الفعلية والقيم المتنبوء بها

(١٩٨١ - ١٩٨٨)

(مليار جنيه مصرى)

(٨) / (٧)	السيولة الفعلية (٨)	السيولة المتنبوء بها (٧)	ودائع صندوق توفير البريد (٦)	طلب الا جانب على الودائع (٥)	القيم المتنبوء بها للطلب الجهمور على : الاجمالى				نهاية بزنس
					(٤)	(٣)	(٢)	(١)	
١٠٤	١٢,٠١٦	١١,٥٦٣	٠,٢٤٩	٠,١٨٩	١١,١٢٥	٤,٩٥٠	٢,٢٦٤	٣,٩١١	١٩٨١
١٠٢	١٦,٤٠٥	١٤,٦٥٩	٠,٢٨٧	٠,٢٣١	١٤,١٤١	٦,٧٨٤	٢,٧٠٤	٤,٦٥٣	١٩٨٢
١٠٦	٢١,٢٢٤	١٩,٩٧٣	٠,٣٤٥	٠,٥٣٩	١٩,٠٨٤	٩,٩٠٠	٣,٤٧١	٥,٧١٣	١٩٨٣
١٠٢	٢٥,٠٩٥	٢٤,٥٥٠	٠,٣٩٨	٠,٥٠٦	٢٣,٦٤٦	١٣,٠٣٨	٣,٩٤٣	٦,٦٦٥	١٩٨٤
٠٩٦	٢٨,٧٥٦	٢٩,٩٠٢	٠,٤٥١	٠,٤٣٢	٢٩,٠١٩	١٧,٠٩٨	٤,٧٤٣	٧,١٧٨	١٩٨٥
١٠٣	٣٦,٧٣٥	٣٥,٦٦٥	٠,٥٢٢	٠,٦٦٩	٣٤,٤٧٤	٢٠,٥٧١	٥,٣٧٢	٨,٥٣١	١٩٨٦
١٠٢	٤١,٥٠٣	٤٠,٨٤١	٠,٥٩٠	١,٢٤٤	٣٩,٠٠٧	٢٣,٩١٤	٥,٨٢٠	٩,٢٧٣	١٩٨٧
١٠٥	٥٢,٩٣٠	٥١,٥٢٢	٠,٦٤٤	٢,٢٣٧	٤٨,٦٤١	٣١,١٣٩	٦,٧٨٠	١٠,٧٢٢	١٩٨٨



شكل (٨) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها

للسيولة الاجمالية من واقع مكونات الطلب

وأخيرا ، يعرض جدول (٢٠) مقارنة بين حجم السيولة الاجمالية المتنبوء بها من جانب العرض وحجم السيولة المتنبوء بها من جانب الطلب ، ومقارنة كل منهما بالسيولة الفعلية .

جدول (٢٠) : السيولة الاجمالية المتنبوء بها من خلال العرض ومن خلال الطلب على مكوناتها بالمقارنة بالسيولة الاجمالية الفعلية

(١٩٨٨ — ١٩٨١)

(مليارات جنيه مصرى)

نهاية يونيو	السيولة الفعلية (١)	السيولة المتنبوء بها من خلال الطلب (٢)	السيولة المتنبوء بها من خلال العرض (٣)	(١) / (٢)	(١) / (٣)
١٩٨١	١٢,٠١٦	١١,٥٦٣	١١,٩٩٨	٠,٩٨	١,٠٠
١٩٨٢	١٦,٤٠٥	١٤,٦٥٩	١٦,٤٠٢	١,١٠	١,٠٠
١٩٨٣	٢١,٢٢٤	١٩,٩٧٣	٢١,٢٩٦	١,٠٠	١,٠٠
١٩٨٤	٢٥,٠٩٥	٢٤,٥٥	٢٥,٠٧٨	٠,٩٦	١,٠٠
١٩٨٥	٢٨,٧٥٦	٢٩,٩٠٢	٢٨,٧٠٥	٠,٨٨	١,٠٠
١٩٨٦	٣٦,٧٣٥	٣٥,٦٦٥	٣٦,٦٥٨	١,٠٠	١,٠٠
١٩٨٧	٤١,٥٠٣	٤٠,٨٤١	٤١,٠١٥	١,٠١	١,٠١
١٩٨٨	٥٣,٩٣٠	٥١,٥٢٢	٥٤,٢٠٨	١,٠٨	٠,٩٩

٤-٢ : شرط التوازن بين طلب السيولة وعرضها :

$$\begin{aligned}(L-Q)^S &= (L-Q)^d \\ &= M_{ps+gc} + (CD)_{ps+gc} + (TD)_{ps+gc} \\ &\quad + (TD)_f^* + \{TD(P.O)\}_{ps}^*\end{aligned} \quad \text{IV}$$

يفيد شرط التوازن بين طلب السيولة وعرضها فى الوصول الى معلومتين :

أ - تحديد سعر الفائدة التوازنى •

ب - تحديد مكون من مكونات الطلب كمتبقى Residual اذا عرفت باقى المكونات •

وحيث أننا لم نحاول ادخال سعر الفائدة كأحد محددات عرض السيولة لدقة تقدير عرض السيولة بدون سعر الفائدة ، فان شرط التوازن لا يفيد هنا فى الوصول الى المعلومة الأولى • وحيث أنه من الممكن التنبؤ بمدخرات القطاع الحائلى لدى صندوق توفير البريد باستخدام نفس العوامل المفسرة لطلب الجمهور على أى من مكونات السيولة ، فان استخدام شرط التوازن يفيد فى تقدير طلب الأجانب على الودائع الآجلة فى الجهاز المصرفى المصرى • وبذلك يتحول طلب الأجانب على الودائع الآجلة فى الجهاز المصرفى المصرى من متغير خارجى الى متغير داخلى Endogenous • وتبرز أهمية هذا البديل عندما تزداد أهمية مكون ودائع الأجانب لدى الجهاز المصرفى المصرى بمرور الزمن بالتوازن مع ادماج الجهاز المصرفى المصرى فى السوق النقدية العالمية •

تألف : السياسة النقدية وتوظيف السيولة : السياسة النقدية ونظام السقف الائتمانية :

١-٣ : نظام السقف الائتمانية :

لا يعتبر نظام السقف الائتمانية Credit Ceilings جديداً على ممارسات السلطة النقدية ، إذ طبق على فترات متباعدة قبل الثمانينات ثم أعيد العمل به مرة أخرى في أواخر ١٩٨١ . وقد اتبع البنك المركزي أسلوبين في تطبيق النظام :

أ - الربط بين الودائع والائتمان بتحديد نسبة متوسطة Average أو نسبة حدية Marginal للائتمان إلى الودائع . ويعرف هذا الأسلوب بالأسلوب النسبي .

ب - الربط بين التدفق والرصيد الائتماني في تاريخ معين يتحدد به حجم الائتمان الجديد كنسبة من إجمالي الأرصدة الائتمانية في تاريخ معين . ويعرف هذا الأسلوب بالأسلوب الكمي .

وقد طبق الأسلوب الأول منذ أواخر عام ١٩٨١ حتى نهاية ١٩٨٦ ، وطبق الأسلوب الثاني منذ بداية ١٩٨٧ وحتى يونيو ١٩٨٨ . وعاد العمل بالأسلوب الأول مرة ثانية منذ بداية النصف الثاني من عام ١٩٨٨ .

١ - الأسلوب النسبي (أواخر ١٩٨١ - نهاية ١٩٨٩) :

وينص المعيار العام ألا يتجاوز الائتمان الممنوح من أي بنك للحكومة وشركات القطاع العام ولأغراض غير موسمية - باستثناء الائتمان الممنوح لشركات الأمن الغذائي - نسبة ٦٥٪ من رصيد الودائع بكافة صورها لديه . ولا تدخل في هذه النسبة ودائع البنوك لدى بعضها البعض . أما المعيار الفرعي فينص على ألا يتجاوز الزيادة في الائتمان الممنوح لقطاع التجارة ١٢٪ ، وللقطاع العالي ١٠٪ سنوياً ، وذلك بالقياس إلى أرصدة الائتمان في ١٩٨١/٩/٣٠ .

٢ - الأسلوب الكمي (بداية ١٩٨٧ - يونيو ١٩٨٨) :

تم التوقف عن الأسلوب النسبي للتوسع الائتماني المطبق منذ أواخر ١٩٨١ بوضع سقف ائتمانية أكثر تشددا بحيث لا يزيد الائتمان الممنوح من أى بنك لشركات القطاع العام والخاص مجتمعهم عن حد معين فى تاريخ معين ، على أن يتم مراجعة هذه الحدود بصفة دورية . وبشكل أدق ، يقوم البنك المركزى كل ثلاثة شهور بتحديد رقم محدد لكل بنك كقيمة لاجمالى الائتمان يتعين عدم تجاوزه فى ظل قاعدة رئيسية تحدد نسبة زيادة شهرية تتراوح بين ١ - ٢% من اجمالى أرصدة الائتمان فى ١٩٨٦/١٢/٣١ ، مهما بلغت نسبة الزيادة فى ودائع البنك .

٣ - العودة الى الأسلوب النسبي (يوليو ١٩٨٨ -) :

وينص المعيار العام بأن كل بنك تجارى ملزم بالآ يزيد الائتمان الممنوح (لأغراض غير موسمية) لشركات القطاع العام ولعملاء القطاع الخاص مجتمعهم عن نسبة ٦٠% من أرصدة الودائع لديه . أما المعيار الفرعى فينص بالآ تتجاوز الزيادة فى الائتمان الممنوح من البنوك التجارية للقطاع التجارى الخاص نسبة ٨% سنويا من أرصدة الودائع القائمة فى نهاية يونيو ١٩٨٨ بواقع ٢% كل ثلاثة شهور .

٣-٢ : مكونات الطلب على الائتمان :

تم تقسيم صافى الائتمان المحلى الى مجموعتين :

أ - صافى المطلوبات من الحكومة Government Adminstration (ga)

ويرمز له بالرمز $ga(NL)$.

ب - اجمالى المطلوبات من شركات القطاع العام والقطاع الخاص . ويرمز له بالرمز

$LPS+gc$.

والسبب فى ذلك أن نظام السقوف الائتمانية يسرى على المجموعة الثانية دون الأولى . أما المكون الثالث لصافى الائتمان المحلى وهو اجمالى المطلوبات من البنوك المتخصصة ، فقد اعتبر متغيرا خارجيا Exogenous عند التنبؤ بصافى الائتمان المحلى حيث أن البنك المركزى هو الممول الرئيسى للائتمان الممنوح للبنوك المتخصصة .

٣-٢/أ : صافى المطلوبات من الحكومة و (NL) :

تراجع صافى المطلوبات من الحكومة الى صافى الائتمان المحلى بين ٤٩ - ٦٠ % خلال الفترة ٨١ - ١٩٨٨ . وقد شملت هذه المطلوبات التسهيلات الائتمانية والمطلوبات المغطاة بأوراق مالية حكومية فى حوزة الجهاز المصرفى (البنك المركزى فى المقام الأول) . وقد مثل المكون الأخير - باستثناء عام ١٩٨١ (سنة توقف الحكومة عن اصدار اذون خزانة جديدة) - بين ٧٩ - ٩٧ % من صافى المطلوبات من الحكومة .

ويعرض جدول (٢١) تفصيلا لمكونات صافى المطلوبات من الحكومة .

جدول (٢١) : صافي المطلوبات من الحكومة : المكونات والوزن النسبي
الى صافي الائتمان المحلي

(١٩٨٨ - ١٩٨١)

(مليا ر جنيه مصري)

نهاية يونيو	أوراق مالية (١)	تسهيلات ائتمانية (٢)	السودائع الحكومية (٣)	صافي المطلوبات من الحكومة (١) + (٢) - (٣)	صافي الائتمان المحلي (٥)	(١) / (٤)	(٤) / (٥)
١٩٨١	٤,٣٧٩	٦,١٥٢	٢,٥١١	٨,٠٢٠	١٣,٢٤٥	٠,٥٥	٠,٥٥
١٩٨٢	٩,١٨٥	٤,٢٢٧	٣,٠٧٦	١٠,٣٣٦	١٨,٦١٨	٠,٨٩	٠,٥٥
١٩٨٣	١٠,٥٢٦	٤,٤٦١	٢,٧٧٤	١٢,٢١٣	٢٢,٢٤٢	٠,٨٦	٠,٥٥
١٩٨٤	١١,٦٩١	٦,٠٢٩	٣,٢٩٩	١٤,٧٢١	٢٦,٨٦٥	٠,٨١	٠,٥٥
١٩٨٥	١٣,٤٢٩	٨,٠٩٠	٤,٤٥٦	١٧,٠٦٣	٣١,٧٤٤	٠,٧٩	٠,٥٤
١٩٨٦	١٧,٣٨٠	٧,٧٨٠	٥,٨٢٣	١٩,٣٢٧	٣٨,٥٣٧	٠,٩٠	٠,٥٠
١٩٨٧	٢٠,٧٢٠	٨,٧١٢	٦,٦٧٠	٢٢,٧٦١	٤٤,٧٨١	٠,٩١	٠,٥١
١٩٨٨	٢٥,٥٤٦	٨,٩٨٥	٨,٢١٠	٢٦,٣٢١	٥٣,٤٢٢	٠,٩٧	٠,٤٩

وتلجأ الحكومة الى الجهاز المصرفى كمصدر وحيد لتمويل العجز الصافى فى الموازنة العامة للدولة ، باعتبار العجز الصافى هو الفرق بين العجز الاجمالى وحجم التمويل من خارج الجهاز المصرفى .

ويصور جدول (٢٢) تطور العجز الاجمالى والعجز الصافى الفعلىين (حسابات ختامية) للموازنة العامة للدولة ومصادر التمويل .

جدول (٢٢) : مصادر تمويل العجز فى الموازنة العامة للدولة

(١٩٨١/٨٠ — ١٩٨٩/٨٨)

(مليار جنيه مصرى)

السنة	العجز الكلى الفعلى	العجز الصافى الفعلى (تمويل مصرفى)	مصادر تمويل من غير الجهاز المصرفى	مصادر أخرى
			ادخار محلى	تمويل خارجى
١٩٨١/٨٠	٣١٦٥	٥٨٢	—	—
١٩٨٢/٨١	٤٩٣٦	٢٦٨	١٥٥٠	٠٨١٨
١٩٨٣/٨٢	٤٧٤٨	١٩٩٨	١٨٩٢	٠٨٥٨
١٩٨٤/٨٣	٦٤٣٢	٢٨١٤	٢٦٦	١٠٥٢
١٩٨٥/٨٤	٧١٧٣	٢٧٦٤	٢٨٧٩	١٠٣٠
١٩٨٦/٨٥	٩٧٨٩	٤١٦٠	٢٣١٥	٢٥٩٨
١٩٨٧/٨٦	٩٠٨١	٢٤٩٩	٢٣٦٦	٣٧٩٣
١٩٧٨/٧٧	٧١٨٦ (ربط معدل)	٢٢١٥	٣٠٣٤	١٨٥٦
١٩٨٩/٨٨	٨٢١٦ (ربط معدل)	١٤٩٥	٣٨٧٥	٢٥٨١

ولا نتوقع احصائيا أن تكون العلاقة بين العجز الصافي (تدفق) وأى من التفسير فى رصيد الأوراق المالية فى حوزة الجهاز المصرفى ، أو التخفيض فى رصيد صافى المطلوبات من الحكومة واحدا الى واحد One-to-one . والسبب فى ذلك أن المشرع المصرى يعطى الحق لوزير المالية - بعد اقرار قوانينه - ربط الموازنة - فى تغطية العجز المالى غير المغطى لسنوات سابقة - أى الخروج عن مبدأ سنوية الموازنة .

وتوصيفا لدالة الطلب على الائتمان من جانب الحكومة ، ثم اختيار العجز الصافى للموازنة العامة للدولة ليمثل متغير الحجم فى الدالة ، بالإضافة الى صافى المطلوبات من الحكومة بفترة ابطاء سنة ممثلا للرصيد . وبذلك صيغت الدالة فى اطار موازنة الرصيد :

$$(NL)_{99} = f [(ND)_{95} , \{ (NL)_{98} \}_{-1}] \quad (12)$$

ويلاحظ أن متغير الحجم يجب عجز الموازنة العامة من واقع مكوناتها (الجارية والرأسمالية وموازنة التحويلات) ليكون عجز الموازنة العامة ممثلا للعجز التمويلي الصافى للخزانة العامة ، ومن ثم القطاع الحكومى Government Sector (gs)

والتقدير الاحصائى للدالة هو :

$$(12') \quad \ln (NL)_{99} = 0.836 + 0.065 \ln (ND)_{95} + 0.982 \ln [(NL)_{98}]_{-1} \\ (1.700) \quad (20.017)$$

(1981-1988)

$R^2 = 0.991$

يلاحظ ما يلي على التقدير الاحصائي للدالة :

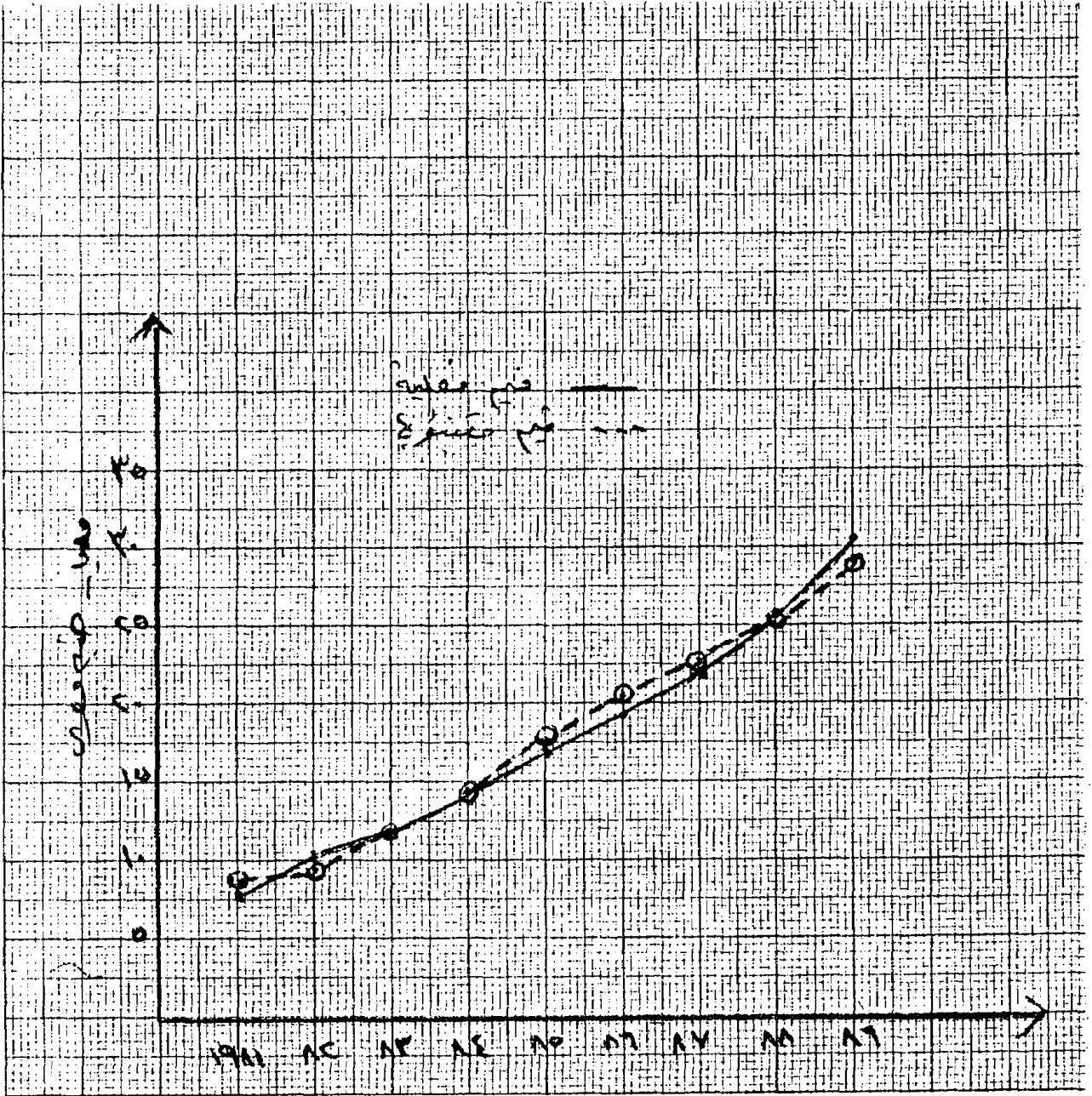
- أ - توافقت اشارات معاملات المتغيرات المستقلة مع المتوقع ،
بالاضافة الى المحنوية الاحصائية لهذه المعاملات .
- ب - بطء سرعة المواءمة في مديونية الحكومة تجاه الجهاز المصرفي حيث تبلغ هذه السرعة ٢٪ سنويا ، مما يحى أن هذه المديونية هيكلية .
- ج - ضعف مرونة مديونية الحكومة بالنسبة لعجز الموازنة العامة للدولة
في الأجل القصير على عكس المتوقع ، إذ بلغ هذه المرونة ٠.٠٦ ر .
- د - بالرغم من ضعف مرونة مديونية الحكومة بالنسبة لعجز الموازنة العامة
للدولة في الأجل القصير ، الا أن هذه المرونة تبلغ ٣٦ في الأجل
الطويل (٠.٦٥ ر / ٠.١٨ ر = ٣٦) .

ويوضح جدول (٢٣) وشكل (٩) جودة التقدير لدالة صافي المطلوبات من
الحكومة تجاه الجهاز المصرفي .

جدول (٢٣) : القيم الفعلية والقيم المتنبوء بها لصادف
المطلوبات من الحكومة
(١٩٨١ - ١٩٨٩)

(مليارات جنيه مصري)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتنبوء بها (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	٨,٠٢٠	٨,٤٢٧	٠,٩٥
١٩٨٢	١٠,٣٣٦	٩,٥٧٣	١,٠٨
١٩٨٣	١٢,٢١٣	١٢,٠٨٣	١,٠١
١٩٨٤	١٤,٧٢١	١٤,٥٥٨	١,٠١
١٩٨٥	١٧,٠٦٣	١٧,٤٧٠	٠,٩٨
١٩٨٦	١٩,٣٢٧	٢٠,٧٤٤	٠,٩٣
١٩٨٧	٢٢,١٧١	٢٢,٦٢٩	٠,٩٨
١٩٨٨	٢٥,٦٧٦	٢٥,٧٤٩	١,٠٠
١٩٨٩	٣١,٠٤٣	٢٨,٩٨٥	١,٠٧



شكل (٩) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها

لصافي المطلوبات من الحكومة

٣-٢ / ب : اجمالي المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام L_{ps+gc} :

تمثل المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام المكونون
الثنى لضافى الائتمان المحلى . وتؤثر السياسة النقدية على هذا المكون من
خلال نظام السقوف الائتمانية . فاذا كان السقف الائتماني نسبيا ، فان ودائع
القطاع الخاص وشركات القطاع العام هو المتغير الذى تحسب على أساسه
الائتمان المتدفق من الجهاز المصرفى . ولأن السقف الائتماني الكلى لم يطبق
سوى فترة وجيزة (بداية ١٩٨٧ - يونيو ١٩٨٨) ، كان اختبارنا لودائع القطاع
الخاص وشركات القطاع العام ، كأول متغير يفسر مطلوبات الجهاز المصرفى من
القطاع الخاص وشركات القطاع العام . أضف الى ذلك أن تطبيق السقف الائتماني
الكلى لفترة وجيزة ، منعنا من ادخال المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع
العام بفترة ابطاء كمتغير ثنى . ولاختيار مدى تأثير السياسة النقدية من خلال
سعر الفائدة على الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفى للقطاع الخاص وشركات
القطاع العام ، ثم ادخال سعر الفائدة المدين (r_d) كمتغير ثنى فى تفسير
دالة الطلب على الائتمان من جانب القطاع الخاص وشركات القطاع العام . وهكذا
تم توصيف دالة المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام كما يلى :

$$L_{ps+gc} = f (D_{ps+gc} , r_d) \quad (3)$$

والتقدير الاحصائي للدالة هو :

$$(13) \ln L_{ps+gc} = 4.408 + 0.942 \ln D_{ps+gc} - 0.489 \ln r_a$$

(45.196) (2.356)

(1981-1988)

$$R^2 = 0.998$$

ويلاحظ ما يلي على التقدير الاحصائي للدالة :

أ - اتساق اشارات معاملات المتغيرات المستقلة مع المتوقع ، حيث يزيد الائتمان بزيادة الودائع ويقل مع ارتفاع سعر الفائدة المدين .

ب - الملفت للنظر هو معنوية معامل سعر الفائدة المدين ، خصوصا اذا تذكرنا عدم معنوية معاملات سعر الفائدة الدائن في مكونات الطلب على السيولة .

ج - تقترب مرونة الطلب على الائتمان بالنسبة للودائع من ضعف مرونة الطلب على الائتمان بالنسبة لسعر الفائدة مع اختلاف الاشارة (٢ / ٠٤٨٩ = ٠.٢٤٢) .

د - بالرغم من الطلب على الائتمان غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة المدين (٧د) ، الا أن مستوى المرونة أعلى بكثير من مرونة الطلب على مكونات السيولة بالنسبة لسعر الفائدة الدائن (٧ح) التي تبلغ :

(-) ٠.٨٩ في حالة الطلب على النقدية .

(-) ٠.١٩٩ في حالة الطلب على الودائع الآجلة .

(-) ٠.٣٦٣ في حالة الطلب على الواردات الجارية .

هـ - ان مضاعفة سعر الفائدة المدين (من ١٠% الى ٢٠% مثلا) يقلل الطلب على الائتمان بنسبة ٥٠% . ويعطى مستوى المرونة هذا مؤشرا لجرعة التغير المطلوبة في سعر الفائدة المدين للتأثير بنسبة معينة على الائتمان الممنوح للقطاع الخاص وشركات القطاع العام .

و - لا تزال السياسة النقدية من خلال السقوف الائتمانية أكثر فعالية من تلك المطبقة من خلال سعر الفائدة .

ز - اذا افترضنا أن مرونة الطلب على الائتمان من جانب القطاع الخاص وشركات القطاع العام هي مرونة عند نقطة المتوسطات ، فان المعامل الحدى للائتمان / الودائع يبلغ ٩٧ر٠ . (*) . وهى نسبة تقترب من السقف الائتماني النسبي (٦٠ - ٦٥ %) .

ويوضح جدول (٢٤) وشكل (١٠) جودة تقدير دالة المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام .

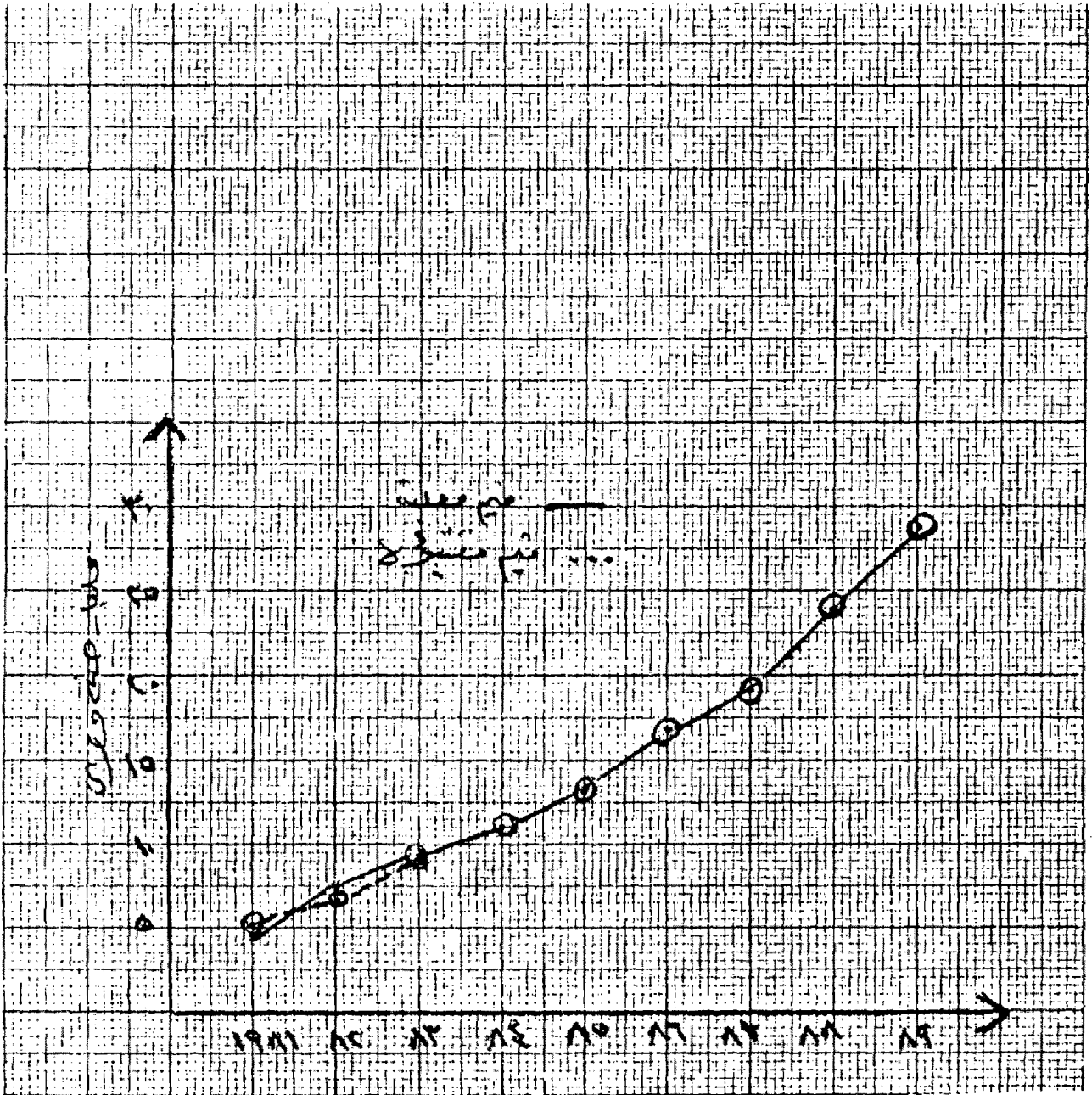
$$\begin{aligned} & \frac{\text{متوسط حجم الودائع}}{\text{متوسط حجم الائتمان}} \times \text{المعامل الحدى} = (*) \text{ المرونة} \\ & \frac{٢٣٥٧٩ \text{ مليار جنيه}}{١٤٩٤٦ \text{ مليار جنيه}} \times ٠.٩٤٢ = \text{المعامل الحدى} \end{aligned}$$

جدول (٢٤) : القيم الفعلية والقيم المتنبوء بها للمطلوبات
من القطاع الخاص وشركات القطاع العام

(١٩٨١ — ١٩٨٩)

(مليارات جنيه مصري)

نهاية يونيو	القيم الفعلية (١)	القيم المتنبوء بها (٢)	(١) / (٢)
١٩٨١	٤,٦٩٧	٤,٩٢٨	٠,٩٥
١٩٨٢	٧,٤١٢	٧,٩٩٠	١,٠٣
١٩٨٣	٩,١٠٢	٨,٨٠٩	١,٠٣
١٩٨٤	١١,٠٥٩	١١,١٥٧	٠,٩٩
١٩٨٥	١٣,٢٦٧	١٢,٩٥٧	١,٠٢
١٩٨٦	١٧,٠٨٩	١٧,٢٧٣	٠,٩٩
١٩٨٧	١٩,٣٠٢	١٩,١٧٥	١,٠١
١٩٨٨	٢٤,٠٩٠	٢٤,٦٩٦	٠,٩٧
١٩٨٩	٢٨,٥٠٠	٢٨,٥٢٥	١,٠٠



شكل (١٠) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها
للمطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام

٣-٣ : التنبؤ بصافي الائتمان المحلي من خلال مكوناته :

نذكر بأن مكونات الطلب على الائتمان هي :

أ - صافي مطلوبات الجهاز المصرفي من الحكومة $(NL)_{ga}$

ب - اجمالي المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام L_{ps+gc}

ج - المطلوبات من البنوك المتخصصة L_{sb} Specialized banks (sb)

وقد تم التنبؤ بالمكونين الأول والثاني بالمعادلات التالية على التوالي :

$$\ln (NL)_{ga} = 0.836 + 0.065 \ln (ND)_{gs} + 0.982 \ln (NL)_{ga} - 1 \quad (IV)$$

$$\ln L_{ps+gc} = 4.408 + 0.942 \ln D_{ps+gc} - 0.485 \ln r_d \quad (V)$$

فاذا اعتبرنا الائتمان الممنوح للبنوك المتخصصة متغيرا خارجيا ، أمكن التنبؤ بصافي الائتمان المحلي من خلال مكوناته .

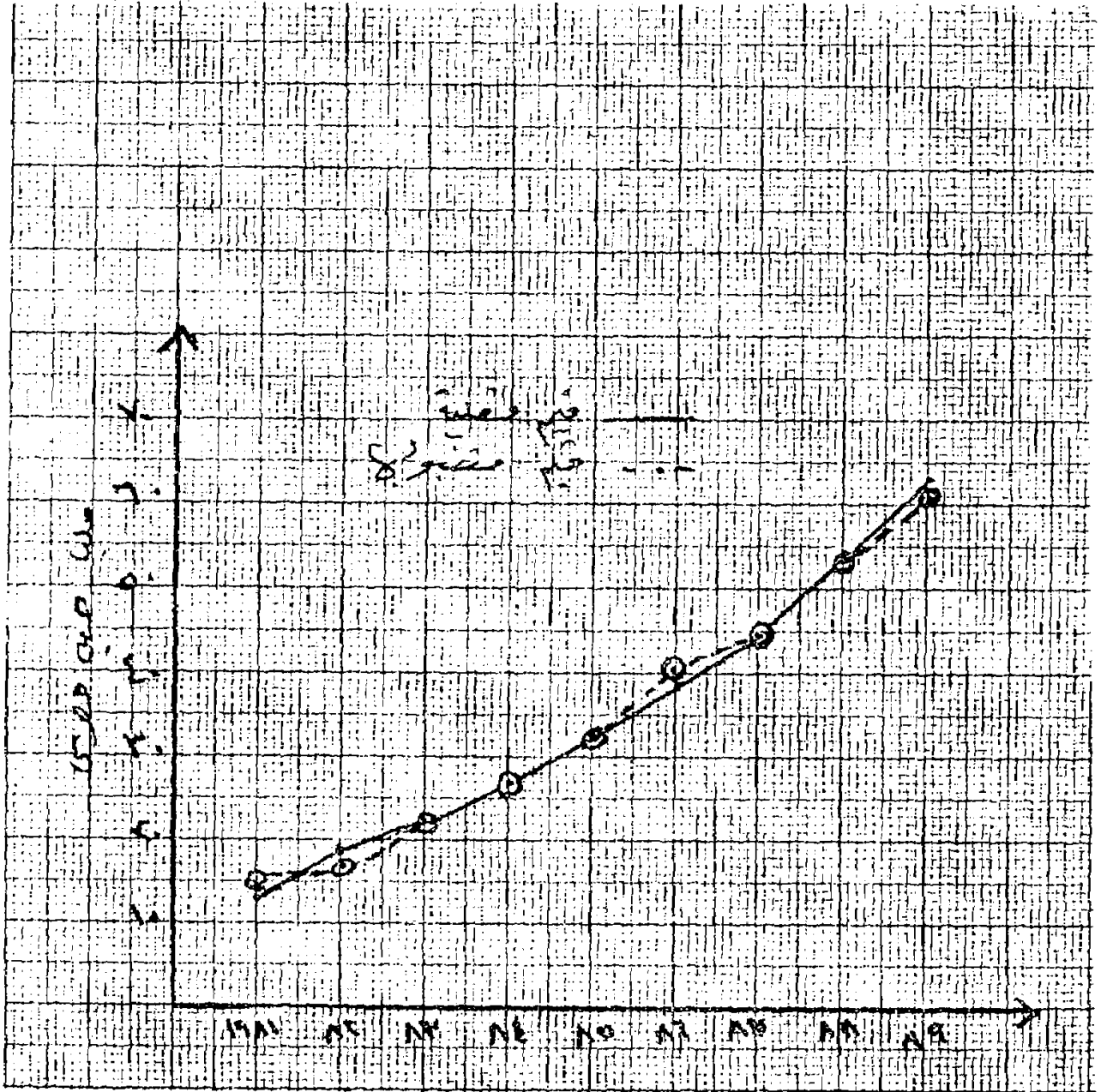
ويوضح جدول (٢٥) وشكل (١١) مدى دقة التقدير لصافي الائتمان المحلي من واقع القيم المتنبؤ بها لصافي المطلوبات من الحكومة واجمالي المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام مع اعتبار الائتمان الممنوح للبنوك المتخصصة متغيرا خارجيا .

جدول (٢٥) : القيم الفعالية والقيم المتبوء بها لصفاف الائتمان المحلي

(١٩٨١ - ١٩٨٩)

(مليار جنيه مصري)

(١) / (٢)	القيم المتبوء بها			القيم الفعالية (١)	نهاية يونيو
	الاجمالي (٢)	المطلوبات من البنوك المتخصصة	المطلوبات من القطاع الخاص وشركات القطاع العام	صافي المطلوبات	
٠٩٥	١٣٨٨٢	٠٥٢٨	٤٩٢٨	٨٤٢٦	١٩٨١
١٠٥	١٧٦٣٣	٠٨٧٠	٧١٩٠	٩٥٧٣	١٩٨٢
١٠٢	٢١٨٢٠	٠٩٢٨	٨٨٠٩	١٢٠٨٣	١٩٨٣
١٠٠	٢٦٨٠٠	١٠٨٥	١١١٥٢	١٤٥٥٨	١٩٨٤
١٠٠	٢١٨٤١	١٤١٤	١٢٩٥٢	١٧٤٧٠	١٩٨٥
٠٩٦	٤٠١٣٨	٢١٢١	١٧٢٧٣	٢٠٧٤٤	١٩٨٦
١٠١	٤٤٦٢٢	٢٧١٨	١٩١٧٥	٢٢٦٢٩	١٩٨٧
١٠٠	٥٣٤٥٦	٣٠١١	٢٤٦٩٦	٢٥٧٤٩	١٩٨٨
١٠٣	٦١٠٩٩	٣٥٨٥	٢٨٥٢٥	٢٨٩٨٩	١٩٨٩



شكل (١١) : العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المتنبؤ بها

لصافي الائتمان المحلي

خلاصة البحث الثانى :

تركز البحث الثانى على ميكانيكية وفعالية السياسة النقدية فى الجانب المالى من الاقتصاد المصرى ، وهو صلب الجزء الأول من الدراسة • ويتلخص أهم النتائج فيما يلى :

- ١- يجب أن تكون جرعة التغير فى الاحتياطى القانونى (كأداة للسياسة النقدية) ضخمة حتى تحدث تأثيرها فى عرض السيولة •
- ٢- السياسة النقدية غير قادرة على ضبط التفضيل النقدى للجمهور من خلال أداة سعر الفائدة ككلفة للفرصة البديلة للاحتفاظ بالسيولة •
- ٣ - لا توجد قاعدة اقتصادية لتحديد حجم التغير التدريجى فى سعر الفائدة • والرأى هو تحريك سعر الفائدة دوريا بما يعادل معدل التغير فى الرقم القياسى لمكش الناتج المحلى الاجمالى - آخذين فى الاعتبار الوضع القائم لسعر الفائدة كأساس لاحتساب معدل تحريكه لأعلى •
- ٤ - سعر الفائدة الحقيقى السالب يفرغ السياسة النقدية الانكماشية (من خلال سعر الفائدة) من محتواها •
- ٥ - حاليا، يلعب سعر الفائدة فقط دور المؤشر للحد الأدنى لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالسيولة •
- ٦ - لا تزال السياسة النقدية من خلال السقوف الائتمانية أكثر فاعلية من تلك المطبقة من خلال سعر الفائدة •

ملحق (١) : مصادر البيانات

البيانات	المصدر
<u>أولا : البيانات الأساسية الواردة بالجداول :</u> ١ - قروض الجهاز المصرفي للقطاعات غير المصرفية ، ودائع القطاعات غير المصرفية لدى الجهاز المصرفي ومكونات عرض السيولة المحلية . ٢ - هيكل سعر الفائدة على الودائع والقروض والسلفيات ٣ - الناتج المحلي الاجمالي والاستهلاك النهائي . ٤ - الرقم القياسي لأسعار الجملة ٥ - مصادر تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة . <u>ثانيا : البيانات الأخرى الواردة بالجداول</u>	١ - البنك المركزي المصري : <u>المجلة الاقتصادية</u> ، (الملحق الإحصائي) ، أعداد مختلفة . ب - البنك المركزي المصري : <u>التقرير السنوي</u> ، أعداد مختلفة . وزارة التخطيط - بيانات غير منشورة . البنك الأهلي المصري : <u>النشرة الاقتصادية</u> (الملحق الإحصائي) ، أعداد مختلفة . ١ - ١٩٨٢/٨٩ - ١٩٨٥/٨٦ أحمد نصحي : " عجز الموازنة في الدول النامية " ، المؤتمر (١١) للاقتصاديين المصريين ، ١٩٨٦ . ب - ١٩٨٦/٨٥ : البنك المركزي المصري : <u>المجلة الاقتصادية</u> . ح - ٨٧/٨٦ - ١٩٨٩/٨٨ : البنك الأهلي المصري : <u>النشرة الاقتصادية</u> (الملحق الإحصائي) أعداد مختلفة . محسوبة بمعرفة الباحث

الجزء الثاني

السياسة النقدية في مصر
خلال الثمانينات
(الأدوات وتقييمهم (فاعليتها)

مقدمة :

تقتضى دراسة أداء أسواق النقد ورأس المال فى مصر خلال الثمانينات التعرض لمجالات السياسة الاقتصادية فيما يخص :

ادارة الدين العام - ادارة القطاع العام - وضع شركات تجميع الأموال - السياسة النقدية الجارية والماضية - الاطار التشريعى والقانونى المتعلق بالعرض والطلب على الأسهم والسندات .

وتهتم الدراسة الحالية بالعرض الاحصائى والتحليل الاقتصادى لأدوات السياسة النقدية فى مصر خلال الثمانينات بهدف تقييم وثياس فاعلية هذه الأدوات فى انجاح أهداف السياسة النقدية وخاصة تحقيق احدى أهداف التوازن الداخلى (التسـوـازن المالى : تساوى الإيرادات العامة مع النفقات العامة ، وحسن ادارة الدين الداخلى) . لذا لم ينب عن ذهن الباحث فى خضم التقييم لفاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية علاقتها بالمتغيرات المذكورة آنفا (فى مجالات السياسة الاقتصادية) .

لذا تشمل الدراسة الحالية مبحثين :

حيث يتناول المبحث الأول تحديد الأدوات التقليدية للسياسة النقدية ومناقشتهمـــــــــــــــــا الاحصائية وتنقسم الى أدوات كمية وأدوات نوعية . حيث تنقسم الأدوات الكمية الى سعر الخصم ، سياسة سعر الفائدة ، نسبتا السيولة والاحتياطى ثم عمليات السوق المفتوحة . حيث يتصور نظريا أن تؤثر سياسة سعر الخصم على أسعار الفائدة وأن يتكامل استخدام أداتى نسب الاحتياطى وعمليات السوق المفتوحة . أما الأدوات النوعية فتتمثل قيود انتقائية على الائتمان تستهدف أنشطة معينة لها صلة وثيقةـــــــــــــــــة بالثمنية وتركز الدراسة أساسا على سياسة السقوف الائتمانية . هذا ويهتمـــــــــــــــــم القسم الثانى من المبحث بقياس فاعلية هذه الأدوات وتحليلها بأبسط الأساليب

الرياضية ، أما المبحث الثانى فيهتم بتقييم السياسة النقدية خلال الثمانينات من منظور قدرتها على تحقيق بعض أهداف التوازن الداخلى ويتطلب ذلك التصرف على واقع الدين العام الداخلى ووسائل تمويله ثم تقييم فاعلية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية فى إدارة الدين العام من منظور تطور أسعار الفائدة بالمشاركة بكل من أسعار الأسهم والسندات ثم مساهمة الجهاز المصرفى فى تمويل عجز الموازنة العامة ونصيب محفظة الأوراق المالية والاستثمارات فى اجمالى أصول البنوك ولكى يكتمل التقييم لكفاءة السياسة النقدية فى إدارة الدين العام فان الأمر يتطلب التمرس للجانب الأجنبى للسياسة النقدية وهى سياسة سعر الصرف وتأثيرها على الأصول الأجنبية ثم على الموازنة العامة للدولة . والواقع أن هذا التقييم للسياسة النقدية فى مجال إدارة الدين يستهدف تطوير التفكير نحو تحديد مجالات وفرض توفير موارد حقيقية لتمويل عجز الموازنة بسندات حكومية دون اللجوء الى التمويل التفضيى ويظل دائما نجاح السياسة النقدية معتمدا على التناغم بين أسواق النقود ورأس المال وسوق الصرف الأجنبى .

هذا وقد واجهت الدراسة الحالية عدة مشاكل أهمها تعذر الحصول على بعض البيانات حتى سنوات حديثة — فاضطرت لتقديرها (مثل الدين العام) — وتضارب بعضها باختلاف المصادر ثم غياب وعدم توافر مؤشرات اجمالية أو مقاييس تعكس تطور أسعار الأسهم والسندات فى سوق المال بحيث يصبح من الصعوبة بمكان عقد مقارنات لتقدير العوائد النسبية للأصول المختلفة .

البحث الأول

أدوات السياسة النقدية خلال الثمانينات

١٠١ تمهيد

أوضح وزير الاقتصاد أهداف السياسة الائتمانية والنقدية فى الآتى (١) :

(١) توفير احتياجات النشاط الاقتصادى بما يلاءم أولويات الخطة ويتفرع عن الهدف الرئيسى أهداف فرعية :

- توفير موارد التمويل لتشجيع الصادرات .
- توفير موارد التمويل للاستثمار طويل الأجل (حيث تتمثل أهداف بنوك الاستثمار والأعمال فى الترويج للمشروعات الجديدة وتمويل انشاء المشروعات القائمة أما أهداف البنوك التجارية فهى تمويل الاستثمار طويل الأجل عن طريق شراء الأوراق المالية الحكومية وكذلك المساهمة المباشرة فى المشروعات الجديدة بحيث يتم الحفاظ على اعتبارات السيولة) .
- مساهمة السياسة الائتمانية فى زيادة موارد النقد الأجنبى .

(٢) محاربة التضخم .

(٣) دعم الجنيه المصرى ومساندة خطوات اصلاح نظام سعر الصرف .

ومن أجل تحقيق هذه الأهداف يستخدم البنك المركزى أدوات السياسة النقدية حيث يمكن تقسيمها الى :

(١) الأهرام الاقتصادى ، " شياطين الاقتصاد المصرى وتخريب السياسة الائتمانية "

٦ يونيو ١٩٨٨ .

أدوات كمية : وتحدث أثرها عن طريق التأثير على حجم الأرصدة النقدية لدى البنوك التجارية ومن ثم على قدرتها على منح الائتمان وخلق الودائع . وتشمل الأدوات الكمية سياسة سعر إعادة الخصم ، سعر الفائدة ، تغيير شروط الاحتياطي ، وعمليات السوق المفتوحة . وتتجه هذه الأدوات أساسا الى التأثير على حجم الائتمان المصرفى عن طريق التأثير على حجم الاحتياطيات المصرفية أو تكاليف الائتمان .

— أدوات كيفية أو نوعية

وتهدف الى التأثير على نوع الائتمان وليس على حجم الائتمان الكلى وذلك عن طريق التمييز بين الأنواع المختلفة من القروض من حيث سعر الفائدة وسهولة الحصول على القروض وفقا لأوجه الاستخدام المختلفة بهدف الحد مثلا من الاختلالات الهيكلية .

— الرقابة المباشرة (أدوات التدخل المباشر) وتعتمد على أسلوب الاقناع والأوامر والتعليمات المباشرة والملزمة .

٢٠١ الأدوات الكمية

اعتمد البنك المركزى المصرى فى تحقيق السياسات النقدية والائتمانية على أداتين رئيسيتين (١) :

(١) معبد الجارحى ، "التطورات والسياسات النقدية فى مصر ١٩٥٠ - ١٩٨٢" ، مصر المعاصرة ، العدد ٣٩٦ ، أبريل ١٩٨٤ ، ص ١٤٤ - ١٤٥ ، هدى صبحى ، أثر السياسات النقدية والائتمانية على الاستقرار والنمو ، مذكرة خارجية رقم ٥٠٣ ، معهد التخطيط القومى ، أغسطس ١٩٨٩ .

- أسعار الخصم .
- أسعار الفائدة الدائنة والمدينة .

١٠٢٠١ سعر الخصم (إعادة الخصم وسعر البنك)

حيث يلجأ العملاء الى البنوك التجارية وذلك لخصم ما لديهم من أوراق تجارية ثم تلجأ تلك البنوك بدورها الى البنك المركزى لاعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية مضمونة (أدونات خزانة أو بعض الأوراق المضمونة مثل الكمبيالات أو غيرها من الأصول التى يرى البنك أنها تصلح للتعامل) وذلك بغرض الحصول على ما يلزمها من سيولة . وعلى ذلك فسياسة سعر الخصم لا تتسم بالثبات فهى تتغير من آن لآخر تبعاً لما يراه البنك المركزى ضرورياً للمحافظة على التوازن والاستقرار الاقتصادى . ولقد كان لدوامه تذبذب سعر الخصم ومضمونة التعرف على نوع الأوراق المقبولة بوقت كافى نسبياً سبباً فى تبرم البنوك التجارية مما أضعف من فاعلية هذه السياسة (١) .

نصف الى ما تقدم أن سياسة إعادة الخصم كأداة مناسبة لتوسيع أو ضغط الائتمان المصرفى عن طريق تغيير تكاليف الاقراض وأن كان لها أثرها النفسى على نشاط البنوك الا أنها تفترض وجود أسواق نقدية للتعامل فى الأوراق التجارية وأدونات الخزانة وغيرها من أدوات الائتمان قصير الأجل التى يقبل البنك المركزى إعادة خصمها أو الاقراض بضمانها واعتماد البنوك التجارية على ما يلزمها من أموال وحساسية الطلب على الائتمان بالنسبة لتكاليفه فضلاً عن أن قلة حساسية الطلب على الائتمان بالنسبة لتغيرات أسعار الفائدة من شأنه أن يقلل من

(١) على لبيب عزيز ، " أدوات الرقابة على الائتمان " ، مذكرة داخلية رقم ٤٢ ، أبريل ١٩٦٩ ، ص ٣ - ٤ .

جدول (١) : هيكل أسعار الفائدة على القروض والخصم

١٩٨٩ ٥/١٥	١٩٨٧ ٥/١	١٩٨٢ ٧/١	١٩٨١ ١/١	١٩٨٠ ٦/١ ٤/١	
١٤	١٣	١٣	١٢	١١ ١٠	سعر الخصم
١٥ - ١٣	١٣ - ١١	لا يوجد	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	أسعار الفائدة على القروض والسلفيات
١٦ - ١٤	١٤ - ١٢	٥٥ ٥٥	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	١ - قطاعات الزراعة والصناعة
١٧ - ١٥	١٥ - ١٣	٥٥ ٥٥	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	سنسنة فأقل
					أكثر من سنة وحتى سنتين
					أكثر من سنتين
					٢ - قطاع الخدمات
					سنسنة فأقل
١٧ - ١٥	١٥ - ١٣	١٥ - ١٣	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	أكثر من سنة وحتى سنتين
١٨ - ١٦	١٦ - ١٤	١٥ - ١٣	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	أكثر من سنتين
١٩ - ١٧	١٧ - ١٥	١٥ - ١٣	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	٣ - قطاع التجارة
					سنسنة فأقل
					أكثر من سنة وحتى سنتين
					أكثر من سنتين
١٨ أحد أدنى	لا يوجد	لا يوجد	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	أكثر من سنتين
غير محدد	٥٥ - ١٧	٥٥ ٥٥	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	
٥٥	٥٥ - ١٨	٥٥ ٥٥	١٥ - ١٣	١٤ - ١٢	

تم وضع حد أدنى لسعر الفائدة على القروض الممنوحة لقطاعي الزراعة والصناعة اعتباراً من أول ديسمبر ١٩٨٣.

طبقت هذه الأسعار على القروض والسلفيات الممنوحة للقطاع الصناعي اعتباراً من ١/٥/١٩٨٧.

المصدر : الأهرام الاقتصادي - عدد ١١٥٠ - ٢٨ يناير ١٩٩١.

فعالية سياسة اعادة الخصم (١) .

والمتتبع لسياسة سعر الخصم للبنك المركزى المصرى خلال الثمانينات جدول (١) يلاحظ أنه قد تم تغيير سعر الخصم عدة مرات . ففى خلال السنوات الأولى من الثمانينات تغير سعر الخصم من ١٠% عام ١٩٨٠ الى نحو ١٣% عام ١٩٨٢ ثم ثبت لعدة سنوات حتى زيد مرة أخرى فى نهاية الثمانينات (عام ١٩٨٩) بنسبة ١% لتصل الى ١٤% عام ١٩٨٩ . ومن الواضح أنه كان فى ذهن البنك المركزى اتباع سياسة نقدية انكماشية . حيث أن قرار البنك المركزى برفع سعر اعادة الخصم من المفترض أن يترتب على ذلك قيام البنوك التجارية بدورها برفع سعر الخصم (حيث يلاحظ أن سعر اعادة الخصم دائما يكون أقل من سعر الفائدة الذى تقرض به البنوك التجارية لتغطية نفقاتها وتحقيق ربح وغالبا بفارق ٢%) (٢) .

ويبدو هذا بينا من تتبع تطور أسعار الفائدة المدينة جدول (١) .

(١) عبد الحميد القاضى ، " السياسة النقدية والائتمانية كأداة للتنمية الاقتصادية " ،

مجلة مصر المعاصرة ، يناير ١٩٧٤ ، ص ٥٩ .

هذا مع العلم بأنه لم يتوافر لدى باحث الدراسة الحالية أية قياسات لمرونة الطلب على الائتمان بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة للاقتصاد المصرى سوى دراسة :

سيد شوربجى ، دراسة قياسية لدالة الطلب على النقود فى مصر ، مجلة البحوث التجارية المعاصرة ، تجارة سوهاج ، جامعة أسيوط ، العدد الأول ، المجلد الثانى ، يونيو ١٩٨٨ .

حيث تظهر أن حجم الطلب على النقود خلال الفترة ٧٠ - ١٩٨٦ وفقا للمفهوم الضيق يتناسب عكسيا مع سعر الفائدة الدائن والمدين مع الأخذ فى الاعتبار أن العلاقة معنوية مع سعر الفائدة الدائن وغير معنوية مع سعر الفائدة المدين .

(٢) سهير معتوق ، " النظريات والسياسات النقدية " ، الدار المصرية اللبنانية ،

عام ١٩٨٩ ، ص ٢١٠ .

٢٠٢٠١ التأثير في سياسة سعر الفائدة

وهنا تجدر الإشارة الى أن رفع سعر الفائدة من أهم الوسائل في دعم قدرة البنوك على تعبئة وتمية المدخرات المحلية . ويعتمد اصلاح عيكل أسعار الفائدة على الودائع بالعملة المحلية على استخدام نفس الأسس التي تتبع في تحديد أسعار الفائدة للعملات الأجنبية بمعنى أن يعوض سعر الفائدة مقدار الضعف في القوة الشرائية للجنيه المصري بفعل معدلات التضخم السنوية .

وملاحظة جدول (٢) نجد الآتي :

(١) عدم تناسب الارتفاع في متوسط أسعار الفائدة الدائنة الارتفاع في معدلات التضخم خلال السنوات المختارة وذلك باستثناء سنتي ١٩٨١ ، ١٩٨٢ حيث تطابقت كثيرا أسعار الفائدة ومعدلات التضخم (وهذا الوضع نعتقد أنه ربما أثر على حجم الائتمان وجذب الودائع وهي نقطة سيرد الحديث عنها فيما بعد) .

(٢) تم رفع سعر الفائدة على الودائع (أكثر من سنة) عدة مرات (أربع مرات) خلال الثمانينات . ونفس التحليل يسرى على الأوعية الادخارية مثل ودائع التوفير وشهادات الاستثمار .

وبخصوص أسعار الفائدة المدينة تبقى الإشارة الى الآتي (جدول ١) :

- أ - حافظت أسعار الفائدة المدينة على فرق لا يقل عن ٢ % مع سعر الخصم .
- ب - تفاوتت أسعار الفائدة على القروض حسب نوعية قطاعات النشاط الاقتصادي مع الاهتمام بالقطاعات السلعية وذلك في اطار سياسة عامة لعلاج الاختلال الهيكلي في الاقتصاد المصري حيث نمت قطاعات الخدمات والتجارة بصورة أكبر من القطاعات السلعية (نقطة سنعود اليها فيما بعد) :

جدول (٢) : تطور هيكل أسعار الفائدة على الودائع بالعملة المحلية
حتى قبل تحرير سعر الفائدة مؤخرًا

١٩٨٩	١٩٨٧	١٩٨٢	١٩٨١	١٩٨٠		
٥/١٥	٥/١	٧/١	١/١	٦/١	٤/١	
٥ر٠	٥ر٠	٥ر٠	٥ر٠	٤ر٥	٤ر٥	لمدة ٧ أيام وأقل من ١٥ يوم
٦ر٠	٦ر٠	٦ر٠	٦ر٠	٥ر٥	٥ر٥	لمدة ١٥ يوم وأقل من شهر
٧ر٥	٧ر٥	٧ر٥	٧ر٥	٦ر٥	٦ر٠	لمدة شهر وأقل من ٣ شهور
٨ر٥	٨ر٥	٨ر٥	٨ر٥	٧ر٥	٧ر٠	لمدة ٣ شهور وأقل من ٦ شهور
١٠ر٠	٩ر٥	٩ر٥	٩	٨ر٠	٧ر٥	لمدة ٦ شهور وأقل من سنة
١٢ر٠	١١ر٠	١١ر٠	٩ر٥	٩ر٠	٨ر٠	لمدة سنة وأقل من سنتين
١٣ر٠	١٢ر٠	١٢ر٠	١٠ر٥	٩ر٥	٨ر٥	لمدة سنتين وأقل من ٣ سنوات
١٤ر٠	١٢ر٥	١٢ر٥	١١ر٠	١٠ر٠	٩ر٠	لمدة ٣ سنوات وأقل من ٥ سنوات
١٥ر٠	١٣ر٠	١٣ر٠	١١ر٥	١٠ر٥	٩ر٥	لمدة ٥ سنوات وأقل من ٧ سنوات
١٦ر٠	—	—	—	—	—	لمدة ٧ سنوات فأكثر
١١ر٠	١٠ر٠	١٠ر٠	٨ر٥	٨ر٠	٧ر٠	ودائع التوفير
١٦ر٢٥	١٣ر٢٥	١٣ر٢٥	١٢ر٠	١١ر٠	١٠ر٠	سعر الفائدة على شهادات الاستثمار
١٠ر٧	٩ر٥	٩ر٥	٨ر٧	٧ر٩	٧ر٣	متوسط سعر الفائدة الاسمي (بدون شهادات الاستثمار)
٣٢ر٧	١٣ر٧	٩ر٣	٨ر٣	١٤ر٤		معدلات التضخم السنوية
٨ر٠٦	٨ر٣٦	٨ر٧	٨ر٠٣	٦ر٤		سعر الفائدة الحقيقي (١)

المصدر : الأهرام الاقتصادي أما متوسط سعر الفائدة ومعدلات التضخم وسعر الفائدة الحقيقي فمحسوب بمعرفة الباحث .

(١) منهجية الحساب تعتمد على القسمة على معدل التضخم السنوي وليس خصمه من سعر الفائدة الاسمي وهي نفس منهجية الحساب التي ورد ذكرها في مقالة بالاهرام بتاريخ ١٠/٣١/١٩٩٠ بعنوان " قبل أن نرفع سعر الفائدة " وتوجد منهجية أخرى يكثر استخدامها في دراسات البنك الدولي وتتلخص صياغتها في الآتي : (وليست الدراسة الحالية معنية بعقد مقارنات بين مغزى وأهمية الفروق بين المناهج المختلفة في الحساب)

$$\text{سعر الفائدة الحقيقي} = \frac{١ + \text{سعر الفائدة الاسمي}}{١ + \text{معدل التضخم}}$$

ممدوح حبسه ، آليات التضخم من خلال التوسع النقدي وسعر الفائدة ، في ندوة " آليات التضخم في مصر " ، جامعة القاهرة ، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية ، ٣ - ٥ مارس ١٩٩٠ ، ص ٢١ .

حيث تم تخفيض سعر الفائدة المدينة عام ١٩٨٢ بالنسبة للزراعة والصناعة الى ١٣% وبدون حد أدنى ولم تتغير لقطاع الخدمات والنسبة لقطاع التجارة تم رفع الحد الأدنى من ١٣% الى ١٦% وبدون حد أقصى وفى ديسمبر ١٩٨٣ وضع حد أدنى لقروض قطاعى الزراعة والصناعة ١١% وظل ساريا حتى عام ١٩٨٧ وفى عام ١٩٨٧ عدل هذا الهيكل بحيث تراوحت الفائدة المدينة لقروض القطاع الزراعى ما بين ١١% الى ١٣% كحد أدنى وما بين ١٣% الى ١٥% كحد أقصى تبعاً لمدة القرض وزيدت الفائدة على قروض قطاع الخدمات لتصل الى ١٥% - ١٦% كحد أقصى . أما قطاع التجارة فقد رفع الحد الأدنى للقروض ليتراوح بين ١٦% - ١٨% أما عام ١٩٨٩ فقد زيدت الفائدة المدينة حتى على الزراعة والصناعة ولكن بالنسبة لقطاع التجارة فقد وصل الحد الأدنى لجميع المدد الى ١٨% وبدون حد أقصى .

وهكذا فان تحليل البيانات يكشف عن عدم تكامل هيكل أسعار الفائدة فى الاقتصاد مع وجود فروق واسعة فى ثمن الائتمان من قطاع الى آخر وربما على مستوى المشروعات . وعلى الرغم من أن التطورات الائتمانية خلال الثمانينات استهدفت تيسير الائتمان وتخفيض تكلفته الا أن واقع الحياة العملية قد أبرز الى جانب أسعار الفائدة قائمة مطولة مرهقة من العمولات والمصاريف والأعباء اختلفت الدراسات فى تقديرها ما بين ٢% ، ٦% . وهكذا فان ظاهرة التفضيل الائتمانى الرسمى لقطاعى الزراعة والصناعة ليست الا مجرد تفضيل ظاهرى ووهمى حيث يلاحظ تدنى النصيب النسبى لقطاعى الزراعة والصناعة فى توزيع الائتمان . وبالمقارنة بدول العالم المختلفة فان أسعار الفائدة التفضيلية والميسرة تعد مرتفعة نسبيا بالقياس الى أوضاع الدول الأخرى (١) .

(١) محمود الطنطاوى ، " حجب الائتمان الانتاجى المدعوم والركود الاقتصادى فى الاقتصاديات النامية مع اشارة خاصة للاقتصاد المصرى " ، مصر المعاصرة ، حيث تشير الدراسة نقلا عن بيانات البنك الدولى أنه فى عينة من ثمانية بلدان

٣٠٢٠١ نسبتا السيولة والاحتياطى

يمارس البنك المركزى تنفيذ أهداف السياسة النقدية والائتمانية وفقا للخطة العامة للدولة وما يساعد على دعم الاقتصاد القومى وتحقيق الاستقرار بمجموعة أخرى من الوسائل والأدوات مثل :

- نسبتا السيولة والاحتياطى •
- عمليات السوق المفتوحة •

تنفيذا لقانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ تقرر تحديد نسبة السيولة بحيث تشمل مكونات النسبة فى البسط النقدية بالصندوق والأرصدة لدى البنك المركزى المصرى • وأوراق مالية وعمليات أجنبية ، أدون خزنة ، أوراق تجارية مضمومة • وفى المقام الشيكات خطابات اعتماد ودائع بالعملة المحلية ثم تسم خلال الثمانينات تعديل بسط ومقام النسبة عام ٨١/٨٠ بإضافة أرصدة البنوك طرف البنك المركزى بالعملات الحرة والمبالغ المودعة لدى البنك المركزى المصرى بحساب الخزنة العامة ثم الودائع بالبنوك بالعملات الأجنبية على أن تقل النسبة ٣٠% (١) • ويستهدف تحديد هذه النسبة الى دعم امكانية البنوك نفسى مواجهة السحب على الودائع من جانب العملاء وعدم توظيفها لكافة الودائع نفسى مجالات طويلة الأجل قد تعرضها للخسارة فى حالة تحويلها الى أصول سائلة بشكل مفاجئ • ورغم ما يؤخذ على سياسة تعديل نسبة الاحتياطى القانونى من تحفظات الا أنها تمثل أفضل وسائل البنك المركزى والرقابة على الائتمان وأقصى

===

نامية تراوح متوسط أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع خلال الفترة ١٩٧٠ — ١٩٨٥ بين ١١% و ٢٠% ، ص ٤١ •

(١) تقرير مجلس الشورى ، " السياسة النقدية والائتمانية " ، التقرير رقم ٢٨ عام ١٩٨٥ •

أسلحته النقدية فى وقتنا الحالى بالذات فى البلاد المتخلفة اقتصاديا حيث يعد تطبيقها أقل تكلفة من سياسة تغيير سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة التى يحتاج تطبيقها الى وجود أسواق مالية ونقدية متطورة . يضاف الى ذلك أن ودائع احتياطي البنوك التجارية لدى البنك المركزى توفر له موردا عاما يمكن توظيف جانب منه فى استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل (١) .

وتحليل بيانات جدول (٣) يبرز أن أدوات السيولة والاحتياطي قد اتسما بالثبات الشديد فى مصر خلال الثمانينات . حيث لم تتغير النسب القانونية لكل من السيولة والاحتياطي عن ٣٠% ، ٢٥% على الترتيب . مما يعنى أن الأدوات لم تكن موظفتا آنذاك بالإضافة الى أن نسب السيولة والاحتياطي الفعلية قسدا تجاوزت النسب القانونية لهم مما يعنى أن البنوك كان لديها الكثير من الاحتياطيات الحرة الغير مستعملة وذلك بسبب اخفاق سياسة السوق الائتمانية (وعلى ما سيرد الحديث عنها فى هذا البحث) .

٤٠٢٠١ عمليات السوق المفتوحة :

أجاز القانون ١٢٠ لعام ١٩٧٥ أن يتم التعامل فى الأوراق الحكومية المصرية المضمونة الأذونية وغيرها من الأوراق التجارية (السوق المفتوحة) كأحد أدوات السياسة النقدية والائتمانية الفعالة . ونلاحظ أنه بعد صدور قانون البورصات رقم ١٢١ لعام ١٩٨١ وقانون الشركات المساهمة رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ وإنشاء هيئة سوق المال فإن حجم التعامل فى البورصة لا زال لا يتناسب مع احتياجات الاقتصاد المصرى فبالرغم من أن اجمالى حجم التعامل (فى السندات الحكومية فى أسهم الشركات) بالقيمة الاسمية فى البورصات قد ارتفع من ٩٢٣٧

(١) عبد الحميد القاضى ٠٠٠ ، مرجع سبق ذكره .

جدول (٣) : نسب السيولة والاحتياطي القانونية والفعلية

السنوات	نسب السيولة القانونية	نسب السيولة الفعلية	الزيادة عن الحد الأدنى	نسب الاحتياطي القانونية	نسب الاحتياطي الفعلية	الزيادة عن الحد الأدنى
١٩٨٠		٥٣,٥	٢٣,٥		٢٥,٦	٦,١
١٩٨١		٤٣,٧	١٣,٧		٢٦,٨	١٣,٨
١٩٨٢		٤٨,٦	١٨,٦		٣١,١	٦,١
١٩٨٣		٤٧,٥	١٧,٥		٣٨,٠	١٣,٠
١٩٨٤		٤٣,٤	١٣,٤	٢٥	٣٩,٤	١٤,٤
١٩٨٥	٣٠	٤٢,٢	١٢,٢		٣٩,٧	١٤,٧
١٩٨٦		٤٨,٥	١٨,٥		٣٦,٩	١١,٩
١٩٨٧		٤٧,٦	١٧,٦		٣٦,١	١١,١
١٩٨٨		٤٥,٩	١٥,٩		٢٨,٦	٣,٦
١٩٨٩		٤٦,٢	١٦,٢		٢٨,٧	٣,٧

المصدر : البنك المركزي ، التقرير السنوي ، اعداد متفرقة .

مليون جنيه (١٩٨٠) إلى ١٢٥٤٨٦ مليون جنيه عام ١٩٨٩/٨٨ بمعدل نمو سنوى ٢٩ر٨% (١) وأن مساهمة السوق الأولى فى اجمالى الاستثمار الثابت قد حققت ٢٤% عام ١٩٨٦/٨٥ وفقا لما انتهت اليه دراسة ما (٢) . الا أن استثمارات الجهاز المصرفى فى الأوراق المالية والاستثمارات قد ارتفع من ٤٠٢٥ مليون جنيه عام ١٩٨٦ الى نحو ٨٣١٠ مليون جنيه عام ١٩٨٩/٨٨ بمعدل نمو سنوى ١٩ر٥% حيث سنوالى الحديث بحزب من التفصيل عن سياسة السوق المفتوحة فى المبحث الثانى .

٣٠١ الأدوات النوعية (سياسة السقوف الائتمانية)

يمثل معيار السقوف الائتمانية أشهر الأدوات النوعية فى مصر حيث أعطى القانون ١٢٠ لسنة ١٩٧٥ البنك المركزى سلطة التحديد الكمى المباشر للائتمان أو بمعنى آخر حق تحديد سقوف الائتمان أو سقوف القروض بالعملات المحلية التى يقدمها الجهاز المصرفى . ويمكن تمييز عدة مراحل زمنية فى تطبيق سياسة السقوف الائتمانية :

(١) محسوبة من واقع بيانات البنك الأهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الأول والثانى ، ١٩٨٩/٨٨ ، جدول ١٤/٢ .

(٢) صبرى أبو زيد ، " دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات " ، مصر المعاصرة ، يناير ، أبريل ١٩٨٨ ، جدول (٣) ، ص ٩٢ .
حيث قصد بمساهمة السوق الأولى جملة الاصدارات سواء حكومية أو اصدارات الشركات الخاضعة للقانون (٤٣) أو القانون (١٥٩) لسنة ١٩٨١ . هذا ولم يوضح المؤلف ما اذا كانت اصدارات جديدة أم سابقة ولكن نعتقد أن هذه
الاصدارات Stocks وليست Flows

أولاً : منذ أواخر ١٩٨١ حيث يتعين ألا تتجاوز أرصدة المطلوبات لدى البنوك التجارية كل على حدة نسبة ٦٥٪ من أرصدة الودائع للقطاعين العام والخاص مع وضع معيار فرعى للمطلوبات من القطاع الخاص والعائلى (١٢٪) .

ثانياً : الفترة بعد ١٩٨٤ حيث تميزت بإجراء بعض التعديلات على السقوف :

١ - تحسب نسبة السقف الرئيسى بالأخذ فى الاعتبار حقوق الملكية وودائع البنوك الخارجية المشاركة (المقام) ثم مساهمات البنوك والتوظيفات فى الأوراق المالية (البسط) .

٢ - ادماج السقفين الفرعيين للقطاعين الخاص والعائلى (بمعدل نمو للحد الأقصى ١٢٪ سنوياً) .

ثالثاً : الفترة التى تلت الاتفاق مع صندوق النقد حيث تميزت بالآتى :

أ - أبريل ١٩٨٢ إلغاء السقوف لكل قطاع بهدف السيطرة على صافى الأصول الائتمانية حيث تواكبت مع رفع أسعار الفائدة على القروض غير الحكومية .

ب - بدءاً من يونيو ١٩٨٨ تمت العودة مرة أخرى الى السقوف حيث لا تتجاوز أرصدة التسهيلات ٦٠٪ من أرصدة ودائع القطاعات مع أولوية للقطاعات الانتاجية (سقف فرعى يتضمن معدل نمو تسهيلات للقطاع الخاص ٨٪) ومن الواضح أن السقوف الأخيرة من أكثر السقوف تشدداً (١) .

(١) محمود أبو العيون ، " توزيع الائتمان المصرفى بين الحكومة والقطاع الخاص " ، فى دور الاستثمار الخاص فى تحقيق أهداف خطط التنمية " ، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمى السنوى الثالث عشر ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع ، ٢٤ - ٢٦ نوفمبر ، ١٩٨٨ . ورد فى الاهرام الاقتصادى عدد ١١٢٢

وقد ترتب على هذه السياسة وفي ضوء تحليلات الدراسات المختلفة الآتى :

(١) انخفاض نسبة القروض والتسهيلات الممنوحة عن حد التوسع الرئيسى للائتمان حيث أظهرت وجود فائض عن الرصيد المسموح به والرصيد المستخدم فعلا بمقدار ٧٨٦ مليون جنيه (١٩٨٣) ارتفع الى ٩٩٩ مليون (١٩٨٦) وهذا بلا شك مؤشرا على وجود فرص تمويلية متاحة لمختلف القطاعات (١) .

(٢) أنه باستبعاد بيانات ٨٢ ، ١٩٨٦ والتي تأثرت بتخفيض قيمة الجنيه المصرى أمام العملات الأجنبية ظلت معدلات نمو السيولة المحلية تفوق المعدلات المعلنة عن معدل نمو الناتج المحلى الاجمالى (٣١٤ ٪ ، ١١٧ ٪ معدلات نمو السيولة خلال ٨٠ / ٨١ ، ٨٦ / ١٩٨٧ على الترتيب مقابل معدل نمو متوسط للناتج المحلى الاجمالى الحقيقى ٥ ٪ فى العامين) (٢) وسنرى ذلك أن السياسة الائتمانية الكمية المتشددة قد فشلت تماما فى تحقيق المستهدف منها وربما كان ذلك سببا فى استخدام سياسة ربط التوسع الائتمانى بحجم الودائع . وباعتبار أن المطلوبات من الحكومة قد مثلت الممول الرئيسى للزيادة فى السيولة المحلية (سيرد الحديث عن ذلك فيما بعد) فان الائتمان الممنوح للحكومة أجدر بأن تستهدفه السياسة النقدية والائتمانية بالتقييد اذا كان الهدف هو الحد من معدلات نمو السيولة المحلية .

بتاريخ ١٩٩١/٧/١ تحت عنوان " السياسة الائتمانية هل تحقق الاصلاح الاقتصادى ما يفيد بأنه فى ١٩٩١/٥/٢٣ صدرت تعليمات البنك المركزى بإيقاف منح الائتمان والتعجيل بتجميد أرصدة القروض فى ١٩٩١/٢/٢٨ مع اعطاء البنوك مهلة لتوفيق أوضاعها حتى ١٩٩١/٦/٣٠ على أن تسرى على جميع القروض مهما كانت الضمانات وقد واجهت التعليمات معارضة لأن تدخل البنك المركزى فى تحديد الائتمان يتعارض وسياسة تحرير أسعار الفائدة وسعر الصرف .

(١) كتاب الاهرام الاقتصادى ، " التنمية الصناعية فى مصر " ، دور البنوك التجارية فى تمويل القطاع الصناعى ، سبتمبر ١٩٨٨ .

(٢) محمود أبو العيون ، ... مرجع سبق ذكره .

أصول فى شكل أوراق تجارية وهنا يتوقع أن تقل فعالية هذه السياسة • أيضا
تفترض هذه السياسة حساسية الطلب على الائتمان بالنسبة لتكاليفه أى بالنسبة لسعر
الفائدة •

حيث يتضح من تحليل جانب الخصوم جدول (٤) الآتى :

(١) أن الموارد الذاتية للبنوك التجارية (حقوق الملكية والمخصصات)

من الصغر بحيث لا تتناسب مع المهام الكبرى الملقاة عليها حيث لا تتجاوز
٧% من اجمالى الخصوم فى الوقت ذاته مثلت عمليات الاقتراض من البنوك
داخل مصر (نفس النسبة تقريبا وهى التزامات قبل البنوك فى مصر) أما
الاقتراض من البنوك فى الخارج ففتجاوز ٧% (٧ - ١٠%) • أما الاعتماد
الأكبر فهو على أرصدة الودائع حيث يمثل نصيب الأرصدة ما يشرب من ثلثى
الموارد وهو ما يبرز أهمية دور هذه الودائع فى تمويل استثمارات التنمية فى
مصر وأهمية تواجد سوق مالية نشطة وهيكلى سعر فائدة متوازن لتشجيع
تدفق هذه الودائع وفى نفس الوقت منح الائتمان •

بالإضافة الى ما سبق تتوزع التزامات البنوك التجارية قبل البنوك

المصرية جدول (٧) بحيث تعكس اتجاهها متزايدا نحو الاعتماد على نفسها

(بما يتجاوز قليلا ٥% حصة اقتراض بينية بين البنوك التجارية) • ويقل

الاعتماد على الاقتراض من البنك المركزى المصرى تدريجيا من حوالى ٢١%

(١٩٨٤) الى نحو ١٧% عام (١٩٨٩) وترتفع نسبيا للالتزامات تجاه

بنوك الاستثمار والأعمال من ٢١% (١٩٨٤) الى نحو ٢٣% (١٩٨٩) •

جدول (٤) : جانب الخصوم من المراكز المالية الاجمالية للبنوك
بأنواعها في مصر خلال سنوات مختارة

ودائع %	التزامات قبل البنوك في الخارج %	التزامات قبل البنوك في مصر %	سندات وقروض طويلة الاجل من اجمالي الخصوم %	حقوق الملكية ومخصصات من اجمالي الخصوم %	
					<u>البنوك التجارية</u>
٥٢,٩	١٠,٩	٥,٤	—	٦,٥	ديسمبر ١٩٨٠
٦٧,١	٧,٩	٦,٩	٤ر	٧,١	يونية ١٩٨٧
٦٨,٩	٧,٢	٦,١	٤ر	٦,٦	يونية ١٩٨٨
٦٧,٣	٦,٧	٥,٠	٣ر	٧,٢	مارس ١٩٨٩
					<u>بنوك الاستثمار والاعمال</u>
٣٣,٥	٢٧,١	٢٣,٩	١٥ر	٩,٤	ديسمبر ١٩٨٤
٣٥,٠	١٧,١	٢٢,٩	١٣ر	١٤,٥	يونية ١٩٨٧
٣٩,٦	١٣,٢	١٩,٠	١٠ر	١٦,٣	يولية ١٩٨٨
٣٩,٦	١٢,٠	٢٢,٩	٠,٨ر	١٢,٦	مارس ١٩٨٩
					<u>البنوك المتخصصة</u>
٢١,٧	—	٣٨,٠	٨,٨	٨,٢	ديسمبر ١٩٨٤
١٩,٧	—	٥٢,٩	٩,٧	٩,٢	يونية ١٩٨٧
٢١,٧	—	٤٧,٣	١٠,٥	٩,٢	يونية ١٩٨٨
٢٢,٠	—	٤١,٣	١٠,١	٩,٥	مارس ١٩٨٩

المصدر : انظر الملحق .

جدول (٥) : أنشطة الخصم والاقتراض بضمان الأوراق المالية
للبنوك التجارية

	بضمان أوراق مالية من اجمالي القروض والكمبيالات %	كمبيالات مخصصة من اجمالي القروض والكمبيالات المخصصة %
١٩٨٠	٠٣ر	٢٨ر
١٩٨٥	٠٥ر	١٤ر
١٩٨٧	٠٤ر	١١ر
١٩٨٨	٠٤ر	١٠ر
١٩٨٩ يولية	٠٤ر	١٠ر

المصدر : انظر الملحق

جدول (٦) : بعض مؤشرات مالية مقارنة في مصر خلال
سنوات مختارة (١٩٨٩-٨٦)
(عدد مرات)

١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	١٩٨٦	
٧ر٠	٦ر٥	٧ر٩	٨ر٧	(١) <u>قيمة ودائع البنوك التجارية</u> <u>قيمة ودائع بنوك الاستثمار</u>
٢٨ر٥	٣١ر٢	٣٢ر٠	٣٧ر٥	(٢) <u>قيمة ودائع البنوك التجارية</u> <u>قيمة ودائع البنوك المتخصصة</u>
١ر٥٦	١ر٠٢	١ر٣٢	١ر٧٢	(٣) <u>رأس المال والاحتياطيات</u> <u>للبنوك التجارية</u> رأس المال والاحتياطيات لبنوك الاستثمار والأعمال
٤ر٥٥	٤ر٧٦	٥ر٠	٤ر٧٦	(٤) <u>رأس المال والاحتياطيات</u> <u>للبنوك التجارية</u> رأس المال والاحتياطيات للبنوك المتخصصة

المصدر : انظر الملحق

جدول (٧) : موقف البنوك مع البنوك الأخرى خلال سنوات مختارة

١٩٨٩ مارس	١٩٨٨ يونية	١٩٨٧ يونية	١٩٨٤ ديسمبر	
من إجمالي أصول البنك %	من إجمالي التزامات البنك %	من إجمالي أصول البنك %	من إجمالي التزامات البنك %	
				التزامات البنوك التجارية قبل
٠٫٩	١٧٫٠	١٫٦	٢٥٫٧	البنك المركزى المصرى
٢٫٧	٥٣٫٥	٣٫٣	٥٤٫٣	البنوك التجارية
١٫٢	٢٣٫٣	١٫١	١٨٫٢	بنوك الاستثمار والاعمال
٣	٦٫٣	١	٢٫٠	البنوك المتخصصة
				اجمالى التزامات بنوك الاستثمار والاعمال
١٣٫٨	٦٠٫٣	١١٫٤	٦٠٫١	البنك المركزى المصرى
٦٫٨	٢٩٫٨	٥٫٦	٢٩٫٦	البنوك التجارية
٢٫٢	٩٫٨	١٫٩	١٠٫١	بنوك الاستثمار والاعمال
صفر	صفر	صفر	صفر	البنوك المتخصصة
				اجمالى الالتزامات للبنوك المتخصصة
١٧٫٥	٤٢٫٢	٢١٫٤	٤٥٫٣	البنك المركزى المصرى
٢٣٫٨	٥٧٫٥	٢٥٫١	٥٣٫١	البنوك التجارية
صفر	صفر	١٫٥	١٫٥	بنوك الاستثمار والاعمال

المصدر : انظر الملحق .

جدول (٨) : جانب الأصول من المراكز المالية الاجمالية للبنوك في مصر خلال
سنوات مختارة

	نقدية ٪ من اجمالي الأصول	اوراق مالية واستثمارات ٪ من اجمالي الأصول	أرصدة لدى البنوك في مصر ٪ من اجمالي الأصول	أرصدة لدى البنوك في الخارج ٪ من اجمالي الأصول	أرصدة الاقراض والخصم ٪ من اجمالي الأصول
<u>البنوك التجارية</u> ديسمبر ١٩٨٠ يونية ١٩٨٧ يونية ١٩٨٨ مارس ١٩٨٩	١٣ ١٦ ١٢ ٨	٥٥ ٩٤ ١١٤ ١١٥	٥٧ ٢٦١ ٢١٣ ٢٠٣	١٩٦ ١٣٣ ١٧٠ ١٦٥	٥٣٠ ٤٣٩ ٣٩٧ ٣٨٩
<u>بنوك الاستثمار والأعمال</u> ديسمبر ١٩٨٤ يونية ١٩٨٧ يولية ١٩٨٨ مارس ١٩٨٩	٤ ٦ ٧ ٨	٢٧ ٣٦ ٣٦ ٢٨	١٩٤ ١٨٢ ١٧٢ ١٩٠	٢٩٠ ٢١٨ ٢٢٢ ٢٤٨	٤٢٠ ٤٦١ ٤٣٠ ٤٣٣
<u>البنوك المتخصصة</u> ديسمبر ١٩٨٤ يونية ١٩٨٧ يونية ١٩٨٨ مارس ١٩٨٩	٤ صفر ٢ ٣	٢١ ٢٠ ١٧ ١٥	٥ ٥ ٧ ٦	١ ٤ ٢ ٣	٦٩٩ ٨٢٢ ٧٦٢ ٦٩٦

المصدر : انظر الملحق .

جدول (٩) : توزيع الودائع حسب العملة للبنوك في مصر خلال سنوات مختارة

	١٩٨٥	١٩٨٨	١٩٨٥ مارس	عملية أجنبية %	عملية محلية %	المجموع	عملية أجنبية %	عملية محلية %	المجموع	عملية أجنبية %	عملية محلية %	المجموع
البنوك التجارية	٢٠٨٠١	١٤٦٥٦	٦١٤٥	٤٢٥٦٥	٢١٨٨١	٢٠٦٩٤	٤٥٢٤٥	٢٣٠٧٦	٢٢١٦٩	(٤٩,٠)	(٥١,٠)	(١٠٠)
(%) من الإجمالي	(١٠٠)	(٧٠,٥)	(٢٩,٥)	(١٠٠)	(٥١,٤)	(٤٨,٦)	(١٠٠)	(٥١,٠)	(٤٨,٦)	(٤٩,٠)	(٥١,٠)	(١٠٠)
بنوك الاستثمار والأعمال	٢١٧٠	٦٩٩	١٤٧١	٦٣٦٤	٨٧٧	٥٤٨٧	٦٥٠٩	٨٧١	٨٧١	٥٦٣٨	٨٧١	(١٠٠)
(%) من الإجمالي	(١٠٠)	(٣٢,٢)	(٦٧,٨)	(١٠٠)	(١٣,٨)	(٨٦,٢)	(١٠٠)	(١٣,٤)	(٨٦,٢)	(٨٦,٦)	(١٣,٤)	(١٠٠)
بنوك الإيجار بالعملة												
المحلية في البنوك												
التجارية												
قيمة الودائع بنفس العملة												
في بنوك الإيجار												
(عدد مرات)												
قيمة الودائع بالعملة												
الأجنبية في البنوك التجارية												
قيمة الودائع بنفس العملة												
في بنوك الإيجار												
(عدد مرات)												
٢٤,٩ مرة	٢١ مرة	٤,٢ مرة	٢٤,٩ مرة	٣,٨ مرة	٢٦,٥ مرة	٣,٩ مرة	٢٦,٥ مرة	٣,٩ مرة	٢٦,٥ مرة	٣,٩ مرة	٢٦,٥ مرة	٣,٩ مرة

المصدر : البنك المركزي المصري و المجلة الاقتصادية و اعداد مختلفة .

(٢) أما بنوك الاستثمار والأعمال فتبرز اتجاهات متزايدة نحو الاعتماد على موارد ذاتية (رأس المال والمخصصات) إلا أنها لا زالت رغم ذلك دون احتياج تمويل استثمارات التنمية الصناعية والزراعية فكما تعكس الأرقام (جدول ٤) فان حصة رأس المال والمخصصات لم تتجاوز ١٦% من اجمالي الخصوم ولكن بالمقارنة بالبنوك التجارية فهي أكثر اعتمادا على الاقتراض من النظام المصرفي سواء من بنوك فى الداخل (٢٠% تقريبا) أو بنوك فى الخارج (١٢ - ٢٢%) وتشكل الودائع أيضا أعلى مساهمة فى اجمالي الخصوم ٣٠ - ٤٠% تقريبا . هذا ويبرز جدول (٤) أن هناك اتجاها لزيادة حصة الاقتراض من البنك المركزى المصرى فى اجمالى الالتزامات تجاه البنوك فى مصر (٤٠ - ٦٠%) وتتقلص فى ذات الوقت حصة البنوك التجارية (من ٥٢% عام ١٩٨٤ الى نحو ٣٠% عام ١٩٨٩) .

(٣) أما البنوك المتخصصة فيزداد اعتمادها على الاقتراض من الداخل ويقل فيها نشاط الايداع بالمقارنة بالبنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال . وتلجأ البنوك المتخصصة الى البنوك الأخرى فى مصر (بالأخص البنك المركزى والبنوك التجارية) للحصول على المبالغ اللازمة بحيث يصل نصيب هذا المصدر (جدولى (٤) ، (٧)) الى حوالى نصف مواردها . أيضا يتضح ضعف الموارد التى فى حوزتها قياسا بكل من البنوك التجارية وبنوك الاستثمار جدول (٦) حيث يصل رأس مالها الى خمس ($\frac{1}{5}$) رأس مال البنوك التجارية وحوالى ثلث بنوك الاستثمار والأعمال . وبالقياص تستمد البنوك التجارية على البنوك المصرية وحتى الأجنبية بما لا يتجاوز ١٠% مقارنة بحوالى ٢٠% لبنوك الاستثمار والأعمال وما يتجاوز ٤٠% للبنوك المتخصصة . وتتركز الودائع داخل البنوك التجارية بما يتجاوز ٧ مرات قيمة الودائع فى بنوك الاستثمار ، وأكثر من ٣٠ مرة فى البنوك المتخصصة .

هذا مع العلم بأن تحليل الودائع حسب نوع العملة جدول (٩) فيكشف عن استحواد الودائع بالعملية الأجنبية على الجانب الأكبر في بنوك الاستثمار والأعمال حيث تتجاوز ٦٥% مقارنة بنسب تكاد تكون متوازنة للعمليات فـى البنوك التجارية (٣٠ - ٤٩%) . وأى كان نوع العملة فان الودائع فـى البنوك التجارية تتجاوز عدة مرات الموجودة فى بنوك الاستثمار والأعمال .

(٤) فى ضوء ما تقدم يتضح اعتماد البنوك التجارية على مواردنا الخارجية خاصة (الودائع) لذا فهى المجال الحقيقى لعمل السياسة النقدية بالنظر الى ضخامة حجم مواردنا بالمقارنة بينوك الاستثمار والأعمال وضآلة اعتمادنا على الاقتراض من البنك المركزى المصرى ولذا فان اعتقادنا الشخصى بعدم فعالية سياسة اعادة الخصم تتأكد أيضا من تحليلات بيانات جدول (٥) :

أ - أن قيم الكمبيالات المخصومة (أى التى يطبق عليها سعر خصم البنك المركزى) لا تمثل الا ١% نسبة هزيلة من اجمالى قيم القروض والكمبيالات المخصومة (١ر% - ٣ر%) فى البنوك التجارية أى أنه لا يوجد سوق خصم .

ب - كذلك فان الاقتراض بضمان الأوراق المالية يمثل نشاطا محدودا للبنوك التجارية ولذا فان تشييط سوق المال يرتبط بقبول الأوراق المالية كضمان لمنح الائتمان لدى البنوك التجارية والذي لم يتجاوز ١ر% جدول (٥) .

ج - كما يقض من تحليلاتنا ضآلة عملية خصم الأذونات والفواتير والكمبيالات ولذا فان سعر البنك ليست له أهمية كسعر خصم وتكمن أهميته النسبية فقط فى كونه سعر فائدة على القروض من البنك المركزى المصرى للبنوك التجارية والاستثمارية وبنوك الأعمال (جدولى (٤) ، (٧) .

(*) من اجمالى الودائع بالعملتين المحلية والأجنبية .

وهنا يمكن التنبيه على أن وضع السندات الحكومية (وهى نقطة سنصل لها لاحقا) فى سوق النقود ورأس المال المصرى هـريد : فهذه السندات تشكل النسبة العظمى من اجمالى السندات والأسهم ولذلك فان أى تغيير هام فى قيمة هذه الأوراق الحكومية سيشكل قيدا أو ضغطا • وأن أى زيادة فى سعر الفائدة البنكى سيتمن زيادة فى تكلفة الاقتراض الحكومى خلال فترة الخطة ، ومن ثم قد يترتب عليه تخفيض فى الاستثمار العام •

٢٠٤٠١ فاعلية أداة سياسة سعر الفائدة :

لكى نحكم على فاعلية أداة سعر الفائدة سيكون ذلك خلال محورين :
المحور الأول : جذب الودائع ، المحور الثانى : منح الائتمــــــــــــــــان •
أما فيما يخص دورها فى التأثير على منح الائتمان وفاعليتها فسنختبر فى سياق تحليل فاعلية سياسة السقوف الائتمانية (المحور الثانى) •

المحور الأول : جذب الودائع :

وهنا يثار التساؤل عن مدى نجاح أداة سعر الفائدة فى جذب الودائع الطويلة الأجل (والتى تستهدف أساسا لأغراض التنمية) ، وهذا الخصوص يتبين من جدول (١٠) الآتى :

(١) ارتفاع نسبة الودائع لأجل والودائع الادخارية بالعملة الأجنبية فى مجموع الودائع الكلية •

حيث نلاحظ أن جزءا كبيرا من ودائع البنوك التجارية يتجاوز الثلاثين (ودائع لأجل بالعملة الأجنبية) يتمتع باستقرار نسبى يسمح لها بالتوظيف

جدول (١٠) : الودائع موزعة حسب نوعياتها في البنوك التجارية
سنوات مختارة

جملة الودائع	ودائع بالعملة الاجنبية من جملة الودائع	قيمة	ودائع التوفير من جملة الودائع	قيمة	لأجل من جملة الودائع	قيمة	جارية من جملة الودائع	قيمة	
٦٩٨٧,٢	٣١,٨	٢٢٢٢,٥	٩,٩	٦٨٩,٣	٢٣,٢	١٦٢١,٩	٣٣,٢	٢٣٢٢	١٩٨٠
١٨٩٢٥,٩	٢٩,٨	٥٦٢٣,٣	١١,٦	٢١٩٨,٣	٣٤,٨	٦٥٨٤,٣	٢١,٤	٤٠٥٣,١	١٩٨٤
٢٩٠٦٥,٢	٣٥,٩	١٠٤٤٢,٣	١١,٤	٣٣٠٤,١	٣٣,١	٩٦٠٨,٨	١٧,٦	٥١١٤,٢	١٩٨٦
٣٦٥٢٥,١	٤٢,٨	١٥٦٤٣,٩	١٠,٥	٣٨٣٦,٢	٣٠,١	١٠٩٧٦,٦	١٤,٧	٥٣٦٨,٨	١٩٨٧
٤٤٦٣٧,٠	٤٧,٣	٢١١٠٥,٦	٩,٦	٤٣٠٦,٧	٢٨,٧	١٢٧٩١,٧	١٢,٧	٥٦٩٢,٧	١٩٨٨
٤٩٥٣٣,٥	٤٩,٩	٢٤٧٤٦,٤	٩,٦	٤٧٧٣,٢	٢٦,٦	١٣١٦٠,٥	١٢,٣	٦٠٧٣,٨	١٩٨٩

١٠٠

المصدر : البنك الأهلي المصري ، النشرة الاقتصادية ، العدد الأول والثاني ١٩٨٩ .

لعدد مختلفة دون توقع مخاطر السحب عند انتهاء آجالها القصيرة وهذا
فى حد ذاته يستهدف المساهمة فى تنمية الاقتصاد القومى .

(٢) أن هناك اتجاهًا متناقصًا فى الحصة النسبية للودائع الجارية فى اجمالـى
الودائع حيث انخفض من حوالى ٣٠% (١٩٨٠) الى نحو ١٢% عام ١٩٨٩
وذلك بالرغم من النمو المطلق فى قيمة الودائع الجارية خلال الثمانينات الـى
أكثر من مرتين ونصف قيمتها عام ١٩٨٠ ، فى الوقت ذاته ارتفعت مساهمة
الودائع لأجل من ٢٣% عام ١٩٨٠ الى نحو ٢٧% عام ١٩٨٩ ونمت قيمتها
الى نحو ٨ مرات خلال الثمانينات . وهذا الاتجاه فى صالح الودائع
لأجل يعكس أثر الرفع المستمر لهيكل أسعار الفائدة الدائنة الذى أدى بدوره
الى تغير مواكب فى هيكل الودائع لصالح الودائع لأجل على حساب
الودائع الجارية وهى نسبة قد تكون مرتفعة بالمقارنة بالمعدلات المعتادة
فى المصارف التجارية ^(١) . وهو ما يعنى أن السياسة النقدية مسئولة عن
تركز المدخرات فى الودائع الزمنية فى البنوك كقنوات مباشرة لتحويل
الزيادات السنوية فى الدين العام مما سيشكل عائق أمام تطوير أسواق
النقد ورأس المال .

(٣) بالإضافة الى ما تقدم فإن تكلفة الودائع قصيرة الأجل أعلى من تكلفة
الودائع طويلة الأجل ^(٢) . وهو ما يعنى اتجاه البنوك نحو الترشيد .

(١) عدالات عبد الوهاب ، " لا لرفع سعر الفائدة " ، الاهرام الاقتصادى ، ١٩
سبتمبر ١٩٨٨ .

(٢) عبد المعطى حشاد ، " تعليق نسبة الاحتياطى المصرفى " ، الاهرام الاقتصادى ،
١٩ أكتوبر ١٩٨٧ .

فاعلية سياسة الائتمان :

حيث يتضح تواضع دور أداة سعر الفائدة وسياسة السقوف الائتمانية فى التأثير على منح الائتمان وتكلفته على النحو التالى :

أولا : تتفق الآراء على تزايد نسبة الاقتراض طويل الأجل والتمويل ذو التكلفة الثابتة والعالية الى اجمالى نسبة المساهمات المباشرة فى رؤوس أموال المشروعات وما لحق بهذا من تزايد عدد الأنشطة المتعشرة فى سداد أقساط وفوائد الديون وهذا نتيجة حتمية لاختلال العلاقة بين معدل الفائدة ومعدل الربحية فى الاقتصاد المصرى (ارتفاع لمعدل الفائدة وانخفاض لمعدل الربحية) وربما يمدنا هذا بالتعليل الحقيقى للاخفاق فى تنمية سوق رأس المال . مما أوقع هذه المشروعات فرصة لارتفاع تكلفتها المديونية وكان نتيجة لذلك ارتفاع نسبة القروض طويلة الأجل السى رأس المال فى تمويل الانفاق الاستثمارى للمشروعات الجديدة ولمشروعات التجديد والتوسعات ويتأكد هذا من ملاحظة ارتفاع اجمالى القروض طويلة الأجل المستحقة على وحدات القطاع العام الى ١٤٦ بليون جنيه مقابلاً

===

نظرا لأن المبالغ المودعة فى شكل ودائع متوسطة وطويلة الأجل (سنتين بأكثر) لا يستحق عليها نسبة الاحتياطى القانونى مقارنة بالودائع قصيرة الأجل والتي يفرض عليها نسبة احتياطى قانونى فانه يترتب على قيام البنك بتوظيف المبالغ للوصول الى نقطة التعادل التى لا يكسب ولا يخسر فيها البنك ومع اختلاف سعر الفائدة لصالح الودائع طويلة الأجل الآتى :

توفير موارد للبنوك أكثر استقراراً ^{كلمة} زادت الودائع لأجل (أكثر من سنتين) بالاضافة الى زيادة أجل التوظيف وهذا فى حد ذاته يهدف الى تنمية الاقتصاد (أى المقصود هو تكلفة ادارة الودائع) .

٥٧٢ بليون جنيه قيمة رؤوس أموالها ، ٤١ (١) بليون جنيه احتياطياتها ١٩٨٦ مما يترك بصمات على توزيع الناتج القومى وعلى توزيع فائض انتاج النشاط الاقتصادى كما يشكل خطورة على مصادر التراكم الرأسمالى (حيث أن توزيعات الأرباح تستثمر فى الاحلال والتحديد والمشروعات الجديدة) بالإضافة الى تزايد عدد المشروعات المتعثرة . وهذا قد يدعو للأخذ بأسلوب القيود النسبية للائتمان بدلا من القيود الكمية مع عدم السماح للبنوك بمنح ائتمان يزيد على النسبة المتعارف عليها (*) .

وتميل دراسة (٢) أخرى أعدت الى التأكيد على نفس النقطة . حيث تشير نقلا عن دراسة للمجلس القومى للانتاج حول مشاكل تمويل الشركات لعدد من المشروعات الصناعية أن عدد المشروعات الصناعية الخاسرة ١٠٧ مشروعا أى بنسبة ٤٦٧٪ من جملة المشروعات الاستثمارية الخاسرة والبالغ عددها ٢٢٩ مشروعا . حيث بلغت نسبة مجموع القروض الى رأس المال للمشروعات الصناعية ٣٢٨٪ ، ٢٤٠٪ ، ٢٥٣٪ على التوالى للأعوام ٨٣ ، ٨٤ ، ١٩٨٥ . بينما تنخفض هذه المعدلات فى المشروعات الزراعية والانشائية الى ١٢٢٪ ، ١٨٢٪ ، ١٥٣٪ للسنوات الثلاثة على الترتيب وتتركز الصناعات التى تعاني من خلل فى هيكلها التمويلية أكثر من

(١) عدالات عبد الوهاب ، مرجع سبق ذكره .

(*) رأس المال الى القروض ١ : ١ أو ٢ : ١ حيث يهتفى بذلك الاقتراح مواجهة التضخم وترشيد هيكل الائتمان .

(٢) السيد عبد المولى ، " دور الجهاز المصرفى فى تمويل التنمية الصناعية " ، مصر المعاصرة ، يوليو وأكتوبر ١٩٨٨ ، ص ٢٨٢ - ٢٨٤ .

غيرها فى الغزل والنسيج والصناعات الغذائية وصناعات مواد البنسـاء
والحراريات .

وعلى المستوى الاجمالى تتأكد اعمية هذه الظاهرة من خلال دراسة
ما (١) . حيث تلقى الضوء حول أهمية القروض المصرفية فى صنع الناتج
المحلى الاجمالى . فتقيس مدى التوسع الائتمانى بالمقارنة بمعدل نمو الناتج
المحلى حيث يبلغ الأخير متوسطه خلال الخطة الأولى ٦٨٪ فى حين
يصل معدل النمو المتوسط للائتمان فى الاجمالى ٢٢٪ (الخطـة
الخمسـية ٨٢/٨٣ - ١٩٨٧/٨٦) وهكذا يتضح أنه بالرغم من ارتفاع
أسعار الفائدة المدينة ووضع سقف ائتمانية للتأثير على مستوى الائتمان
المحلى الاجمالى الا أن المشروعات لم تتوقف عن الاعتماد عليه بالرغم من
ارتفاع تكلفته نظرا لضعف مواردها الذاتية وضعف سوق المال وبنى نقطة
ستحلل بالتفصيل فيما بعد .

ثانيا : للحكم على فاعلية اجراءات التحكم الانتقائى فى الائتمان يستلزم الأمر
أن يكون ذلك من منظور معدلات نمو قطاعات الانتاج (الجانب الحقيقى
فى الاقتصاد) وذلك للآتى :

١ - كما ذكرنا سلفا تفوق قيمة القروض متوسطة وطويلة الأجل رؤوس
الأموال فى وحدات القطاع العام (الجانب المالى من الظاهرة)
وأن الائتمان الاجمالى يساهم بنسبة مرتفعة فى صنع الناتج المحلى

(١) سيد عيسى ، " ادارة السيولة النقدية فى مصر خلال التسعينات " ، فى السياسات
الاقتصادية لمصر فى التسعينات ، المؤتمر العلمى السنوى الخامس عشر للاقتصاديين
المصريين ، القاهرة ١ - ٣ ديسمبر ١٩٩٠ ، جدول (١٦) .

جدول (١١) : معدلات نمو الدخل المحلي الاجمالي حسب بعض قطاعات الاقتصاد المصري

٨٩/٨٨ - ٨٥/٨٤	٨٥/٨٤ - ٨١/٨٠	١٩٨٩/٨٨	٨٥/٨٤	٨١/٨٠	
١٧,٥ ١٧,٤ ١٥,٤	٧,٠ ١٤,٤ ٣,٥	٩١٤١,٠ ٧٩٨٥,٧ ٢٢٥٦,٠	٤٠٧٨,٠ ٣٥٨١,٨ ١١٠٣,١	٢٩١٠,٠ ١٨٢٩,٦ ٩٣٠,٢	الزراعة والرى الصناعة والتعدين التشييد والبناء
١١,١	٩,٨	٢١٧٦٨,٠	١٢٨٤٩,٣	٨٠٤٥,٦	مجموع القطاعات السلعية
١٦,٣	١٤,٢	١٥٤٨٠,٤	٧٢٧٤,٩	٣٧٥٣,٦	مجموع قطاعات الخدمات الانتاجية
١٦,٩ ١٣,٠	١٤,٩ ١١,٨	١٠٦٣٠,٠ ٨١٧١,٠	٤٨٦٧,٨ ٤٤٣٦,٠	٢٤٣٢,٠ ٢٥٣٩,٢	التجارة الخدمات الشخصية
١١,١	١١,٤	٤٥٤١٩,٤	٢٤٥٦٠,٢	١٤٣٣٨,٥	الاجمالي العام

- ٣١١ -

ملحوظة : أعوام ٨١/٨٠ بأسعار ٨٠/٧٩ ، عام ٨٥/٨٤ بأسعار ٨٥/٨٨ ، عام ٨٢/٨١ ، عام ٨٩/٨٨ بأسعار ١٩٨٧/٨٦
معدلات النمو السنوية محسوبة بمعرفة الباحث بطريقة الفائدة المركبة .
المصدر : البنك الاهلى المصرى و النشرة الاقتصادية و العدد الاول والثانى ١٩٨٩ .

جدول (١٢) : اجمالي الائتمان الممنوح بواسطة البنك التجاري وبنوك الاستثمار
حسب القطاعات الرئيسية خلال اعوام مختارة

	١٩٨٨ يوزية قيمة مليون ٪ من الاجمالي	١٩٨٥/٨٤ قيمة مليون ٪ من الاجمالي	١٩٨١/٨٠ قيمة مليون ٪ من الاجمالي	
الزراعة	٢,٦	٢,٤	١,٦	٩٤,٠
الصناعة	٣٣,٣	٢٨,٥	٣٠,٩	١٨٥٠,٠
التجارة	٣١,٤	٣٨,١	٤٥,٦	٢٧٢٨,٠
الخدمات	٢١,٣	١٨,٨	١٤,٢	٨٤٩,٠
قطاعات غير موزعة	١١,٤	١٢,٢	٧,٧	٤٦٢,٠
جملة	١٠٠	١٠٠	١٠٠	٥٩٨٣,٠

١١٥١

المصدر : البنك المركزي المصري ، النشرة الاقتصادية ، ١٩٨٨/٨٧

ما يلقى الضوء حول أهمية التوسع الائتماني في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي .

ب - ان مراجعة تأثير اجراءات منح الائتمان من وجهة نظر تأثيرها على الأسعار لن يكون مجديا لاعتماد الأخيرة على المتاح المعروض من السلع بالنسبة للطلب عليها .

بتتبع أرقام جدولي (١١ ، ١٢) يتبين أن القطاعات التي حققت أعلى معدلات نمو للناتج المحلي (الصناعة ، والتجارة) قد حظت بأكبر نصيب نسبي من اجمالي الائتمان الذي منحه النظام المصرفي خلال الثمانينات (فوق ٦٠ ٪ من اجمالي الائتمان الممنوح للاقتصاد المحلي) .

٣٠٤٠١ فاعلية أداة عمليات السوق المفتوحة في مصر :

لكي تحدث عمليات السوق المفتوحة الأثر المرغوب فيه على الأرصدة النقدية للبنوك التجارية والاستثمارية في مصر (ومن ثم تؤثر على عملية منح الائتمان ، التوسع أو الانكماش فيه) لا بد وأن تتوافر عدة شروط (١) :

١ - توافر سوق نشطة للسندات الحكومية تمكن البنك المركزي من التأثير على الأرصدة النقدية للبنوك التجارية بدون التأثير على أسعار السندات .

٢ - أن البنوك التجارية يجب أن تتبع سياسة الحفاظ على نسب مستقرة للأرصدة النقدية وحيث لا توجد فوائض فوق مستوى الحد الأدنى للاحتياجات تسمح بالتأثير على سياسات الائتمان .

٣ - ان البنوك لا تمارس عادة استكمال الاحتياطيات النقدية المتأثرة ببيع السندات بالاقتراض من البنك المركزى .

٤ - ان تجاح عمليات السوق المفتوحة تتطلب توافر قدر كاف من السندات فى حافظة البنك المركزى Port folio وفى السوق .

يتطلب التحقق من انطباق الشروط المشار اليها للحكم على فاعلية سياسة السوق المفتوحة

الاشارة الى الآتى :

أولا : كما استخلصنا من التحليلات السابقة عن نسبتا الاحتياطى والسيولة - أن تجربة البنوك التجارية والاستثمارية قد كشفت عن عدم تشغيل هاتين الاداتين خلال الثمانينات (الفترة محل الدراسة) بحيث أظهرت التحليلات وجود فوارق بين نسب السيولة الفعلية والقانونية وكذلك بين النسب الفعلية للاحتياطى والنسب القانونية له بحيث توجد تخمة سيولة (فوائض وزيادة فى السيولة) . فوق ذلك تبين الأرقام أيضا أن البنوك التجارية والاستثمارية لا تحتفظ بنسبة ثابتة بين الودائع والنقدية جداول (١٣) . وباعتبار أن البنوك التجارية فى مصر تمتلك أصول أجنبية - وانها تمثل ما يقرب من ٥٠% من حجم الودائع الكلية بحكم نمو حجم ودائع القطاع العائلى فمن المتوقع أن تسترشد البنوك بموئشر حجم الأرصدة من العملات الأجنبية (أكثر من الأرصدة بالعملة المحلية) عند مسح الائتمان .

جدول (١٣) : نسب الودائع الى النقدية في البنوك التجارية
والاستثمارية في مصر خلال سنوات مختارة

	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
بنوك تجارية	٤٠ر٨	٤٣ر١	٥٧ر٠	٨٥ر٠
بنوك استثمار وأعمال	٣٨ر٧	٥٩ر٠	٥٧ر٧	٤٩ر٧

المصدر : انظر الملحق •

ملحوظة : من المعروف أن متطلبات الاحتياطي بالعملة المحلية لا تحصل عليها فوائده وأن نسب الاحتياطي القانونية تنطبق فقط على البنوك التجارية وبنوك الاستثمار •

ثانيا : ضرورة قيام النظام المصرفي بنشاط أكبر في تمويل استثمارات القيمة المتوسطة وطويلة الأجل • حيث تظهر هذه الأهمية على ضوء حقيقة ضعف الأسواق المالية من ناحية وضعف إمكانيات مؤسسات التمويل المتخصصة • ولذا نعتقد في قدرة الجهاز المصرفي خاصة البنوك التجارية على القيام بالتوفيق بين طبيعة المدخرات وبين استخدامها بطريقة مناسبة في تمويل استثمارات التنمية للأسباب الآتية :

أ - ارتفاع نسبة الودائع لأجل في مجموع الودائع الكلية •

ب - الدور المتواضع جدا الذي تقوم به بنوك الاستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة (جدول ٨) في تمويل التنمية حيث يتضح ذلك من تواضع نسبة مساهمة الأوراق المالية والاستثمارات في

اجمالى الأصول حيث لم تتجاوز ٤٪ للبنوك (سواء استثمارية أو متخصصة) مقارنة بنسبة ١٢٪ للبنوك التجارية بالرغم من أن هذه البنوك قد أنشأت خصيصا كبنوك لتمويل استثمارات التنمية والذي فسر جزئيا بمحدودية موارد هذه البنوك (رؤوس أموالها) واعتمادها بصفة أساسية على الاقتراض من الخارج ومن البنوك فى مصر مما يفقدها استقرار نسبى يسمح لها بالتوظيف .

ح - وحتى بالنسبة للبنوك التجارية فالنسبة لا زالت دون احتياجات التنمية وذلك قد يعيد الى الأذهان الحظر الذى تفرضه المادة ٣٩ من قانون البنوك والائتمان على البنك التجارى بامتلاك أكثر من ٢٥٪ من رأس المال المدفوع للشركة (*) بالإضافة الى أن الجهاز المصرفى لم يكن يمارس أصلا عمليات التمويل الاستثمارى حيث فوجئ مع سياسة الانفتاح بأنه مطالب بالدخول فى مجال الاستثمار بالمشاركة فى رؤوس الأموال أو عن طريق منح قروض أو تقديم أى صورة من صور التمويل للمشروعات وقد كان تمويل الاستثمار من قبل يتم خلال الموازنة العامة لوحدات القطاع العام ومن هنا فقدت فى البنوك خبرتها ومهارتها فى مجالات الاستثمار وتراجعت أنشطة إدارات الأوراق المالية بالبنوك وتراجعت القروض المصرفية متوسطة وطويلة الأجل . (١)

وإذا كانت السياسة النقدية يجب أن تعمل مباشرة خلال السوق الطويل

(*) وما لا يزيد قيمته على ٢٥٪ من رأس المال المدفوع للشركة وشرط ألا تتجاوز القيمة الاسمية للأسهم التى يملكها البنك فى هذه الشركات مقدار رأسمال المدفوع واحتياطياته .

(١) الأهرام الاقتصادى ، " الائتمان بين الكهانة المصرفية والكهانة الرقابية " ٢٥ سبتمبر ١٩٨٩ . (رأى إبراهيم مختار) .

مليون جنيه

جدول (١٤) : مساهمة البنوك التجارية والاستثمارية والمتمخصة في الأسهم والسندات

الاجمالي	بنوك الاستثمار والاعمال والسندات % من الاجمالي	بنوك الاسهم الاجمالي	السندات الحكومية	السندات % من الاجمالي	البنوك المتخصصة الاسهم الاجمالي	البنوك المتخصصة السندات الحكومية	السندات % من الاجمالي	البنوك التجارية الاجمالي	البنوك التجارية الاسهم	السندات الحكومية		
٨٣٦,٣	صفر	٢٢,٣	—	٤٢,٣	٩,٧	٥,٦	٤,١	٥٠,٣	٨٠٤,٣	٤٠٠,٣	٤٠٤,٣	١٩٨٢ ديسمبر
١١١٤,٨	صفر	١٧٨,٥	—	٣٣,٣	١٨,١	١٢,٠	٦,١	٥٥,٨	٩١٨,٢	٤٠٦,١	٥١٢,١	١٩٨٣ ديسمبر
١٤٣٥,٣	صفر	١٧٩,١	—	٣٣,٣	٣٠,٩	٢٠,٦	١٠,٣	٦٣,٩	١٢٢٥,٣	٤٤٣,٠	٧٨٢,٣	١٩٨٤ يونيه
١٧٤٦,٠	صفر	٢٠٤,١	—	٣٣,١	٣١,١	٢٠,٨	١٠,٣	٦٣,٧	١٥١٠,٨	٥٤٨,٩	٩٦١,٩	١٩٨٥ يونيه
٧٩٢,٦ (١٠٠٠)	—	—	—	—	—	—	١,٣	—	—	—	٩٨,٧	— الاوراق المالية الحكومية ١٩٨٤
٦٤٢,٧ (١٠٠٠)	—	٢٧,٩	—	—	—	٣,٢	—	—	—	٦٨,٩	—	— الاوراق المالية الحكومية (الاسهم) ١٩٨٤
١٤٣٥,٣ (١٠٠٠)	—	١٢,٤	—	—	٢,٣	—	—	٨٥,٣	—	—	—	— الاوراق المالية الحكومية وغير الحكومية ١٩٨٤

المصدر : محسوبة من بيانات .

Nabil Mohareb: Policy measures for money and capital markets developments
L'EGYPTE CONTEMPORAINE, No. 404, APRIL 1986, p. 165, table H.

جدول (١٥) : اجمالي الاذون والاوراق المالية والاستثمارات في
الجهاز المصرفي موزعة حسب البنوك في مصر
خلال ٨٧ - ١٩٨٩

١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	
٢٥٣٢٦ (٧٥,٧)	١٩٩٩٤ (٧٣,١)	١٧٦٥٠ (٧٨,٨)	البنك المركزي
٧٦٢٧ (٢٢,٨)	٦٧٩٤ (٢٤,٨)	٤٣٣٣ (١٩,٤)	البنوك التجارية
٤٧٤ (١,٥)	٥٧٠ (٢,١)	٤٠٠ (١,٨)	بنوك الاستثمار والاعمال
٣٣٤٢٨ (١٠٠)	٢٧٣٥٨ (١٠٠)	٢٢٣٨٣ (١٠٠)	- مجموع (١)
٨١٠١,٠	٧٣٦٤,٠	٤٧٣٣,٠	مجموع (١) بدون البنك المركزي
٣٠٩٩٧ (٩٢,٧)	٢٥٥٤٦ (٩٣,٣)	٢٠٧٢٠ (٩٢,٥)	- الاوراق المالية الحكومية (٢)
٢٤٣٠ (٧,٣)	١٨١٢ (٦,٧)	١٦٦٣ (٧,٤)	- الاستثمارات والاوراق المالية غير الحكومية (٣)
٦٣١٢٨	٥٣٤٢٢	٤٤٧٨١	- صافي الائتمان المحلي (٤)
٥٣	٥١	٥٠	- نسبة (١) الى (٤)
٤٩	٤٨	٤٦	- نسبة (٢) الى (٤)
٤	٣	٤	- نسبة (٣) الى (٤)

المصدر : مأخوذ من سيد عيسى ، ٠٠٠ السياسات ، مرجع سبق ذكره .

والمتوسط الأجل فى السندات فمن المعروف أن سوق السندات فى مصر يقتصر على سندات الحكومة ولا توجد سندات للقطاع الخاص وهو ما تبينه النسب فى جدولى (١٤) ، (١٥) حيث نستخلص منها الآتى :

أ - أن السندات تقتصر على السندات الحكومية . كذلك فإن نسبة الأوراق المالية فى المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية جدول (١٤) خلال عام ١٩٨٤ هى ٨٥٤ % من اجمالى الأوراق المالية فى المحفظة الاستثمارية للجهاز المصرفى (مستبعدا البنك المركزى) بينما نلاحظ ازدياد تلك النسبة الى نحو ٩٤٢ % جدول (١٥) عام ١٩٨٩ مما يؤكد ضآلة الدور الذى تلعبه أو ينعدم لبنوك الاستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة . حيث أن انخفاض الأهمية النسبية لبنوك الاستثمار يجعل اسمها على غير مسمى وتشكّل الأوراق المالية الحكومية حوالى ٩٣ % من اجمالى المحفظة الاستثمارية للجهاز المصرفى فى حين لا تشكل الأوراق المالية الأخرى (الأسهم) سوى ٧ % خلال الثمانينات وتتوزع هذه الأوراق المالية الحكومية فى غالبيتها ٩٨ % فى البنوك التجارية ونسبة معدومة للبنوك المتخصصة . والأوراق المالية الحكومية ما هى الا سندات أو أذون تصدرها الخزنة العامة لتمويل العجز فى إيراداتها أو الهيئات العامة التابعة لها أو لتغطية النقد المصدر .

ب - إن الأوراق المالية غير الحكومية (الأسهم) تتركز أساسا فى البنوك التجارية بنسبة ٦٩ % تليها بنوك الاستثمار ٢٨ % ثم تكاد تنعدم فى البنوك المتخصصة .

ج - أن نسبة الأوراق المالية فى محفظة البنك المركزى فى نهاية الثمانينات جدول (١٥) ، هى ٧٥٨ % فى المتوسط من اجمالى الأوراق

المالية فى المحفظة الاستثمارية للجهاز المصرفى (عدا البنوك المتخصصة) وهو ما يعنى من الناحية النسبية هيمنة البنك المركزى على النسبة الكافية فى الجهاز المصرفى (وهو أحد شروط نجاح عمليات السوق المفتوحة) .

ثالثا : أنه فى مسار التنمية الاقتصادية والنمو فى حجم الاقتراض العام (بزيادة حجم السندات الحكومية) يتطلب الأمر استقرار أسعار السندات حتى لا يحقق المستثمرون خسائر رأسمالية . والأسلوب المعتاد لتحقيق الاستقرار فى أسعار السندات يكون باتباع سياسة امداد البنك بالاحتياطيات عندما تعرض السندات الحكومية للبيع لدى البنك المركزى . فى الوقت ذاته تعتمد البنوك على تسهيل السندات الحكومية لتحسين موقف الاحتياطيات للتوسع فى منح الائتمان . ومع ضمان استقرار أسعار السندات الحكومية فان الدين القابل للتسويق سيصبح على نفس درجة سيولة ودائع البنوك . ثم ان تخفيض تكلفة خدمة الدين المحلى تستلزم تبني سياسة النقود الرخيصة بينما جذب المدخرات لشراء هذه السندات تدعو لرفع أسعار الفائدة على السندات . والأمر فى النهاية يتطلب توافر سوق نشطة فى السندات الحكومية (الشرط الأول لزيادة فاعلية عمليات السوق المفتوحة) .

لذا يستلزم الأمر مناقشة أهمية استقرار أسعار السندات بالنسبة

للاقتصاد المصرى (فى ضوء التطورات السريعة فى سوق الأوراق المالية) .

جدول (١٦) : تطور اسعار الفائدة على كل من الودائع وشهادات الاستثمار
والسندات الحكومية خلال الثمانينات

السنوات	متوسط سعر الفائدة الاسي	سعر الفائدة على شهادات الاستثمار	سعر الفائدة على السندات بالجنيه	سعر الفائدة على السندات الدولارية	ملاحظات
١٩٨١	%٨,٧	%١١			سندات الجهاد %٤ ١٩٨٢
١٩٨٢	%٩,٥	%١٢	%٤	%٨	١٩٨٤ %٤ " "
١٩٨٣	%٩,٥	%١٣,٢٥	%٤ %٨,٥	%٨	سندات الاسكان %٨,٥ ٩٨/٨٣
١٩٨٤	%٩,٥	%١٣,٢٥	%٤ %٨	%٨	٩٩/٨٤ %٨ " "
١٩٨٥	%٩,٥	%١٣,٢٥	%٨	%٨	٢٠٠٠/٨٥ %٨ " "
١٩٨٦	%٩,٥	%١٣,٢٥	%٨	%٨	٢٠٠٠/٨٦ %٨ " "
١٩٨٧	%٩,٥	%١٣,٢٥	%٨	%٩,٥	٢٠٠٠/٨٧ %٨ " "
١٩٨٨	%٩,٥	%١٣,٢٥	%٨	معموم	— سندات التنمية بالدولار كل الاصدارات حتى ٨٦/٨٠ بسعر فائدة %٨
١٩٨٩	%١٠,٧	%١٦,٢٥	%٨	معموم	تم استهلاك سندات التنمية الدولارية %٨ الموجودة بحيازة البنوك وشركات القطاع العام مقابل سندات دولارية %٩,٥ بينما تم تخيير الافراد والقطاع الخاص مابين الاستهلاك النقدي أو مقابل سندات وبذا يلاحظ أن غالبية السندات %٩,٥ موجودة في حيازة البنوك والشركات القطاع العام . واعتبارا من ٨٦/١١/٢ تم قيد الدفعة الاولى من سندات التنمية الدولارية بسعر الفائدة المعموم (المرتبط بالليور) اعتبارا من ١٩٨٧/٦/٢٦ .

المصدر : امير النوتى ، استراتيجية تنمية سوق الاوراق
المالية فى مصر ، المجلة العلمية لكلية التجارة
جامعة اسبوط ، ديسمبر ١٩٨٦ ، ص ٤٤ .
البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية ،
١٩٨٧ ، الممدد الاول .
الاهرام الاقتصادى ، ٢٨ يناير ١٩٩١ .

جدول (١٧) : تطور إجمالي حجم التعامل في سوق الأوراق المالية بالقاهرة

	٨٤/٨٣	٨٥/٨٤	٨٦/٨٥	٨٧/٨٦	٨٨/٨٧	نسبة التغير	٨٦/٨٥	٨٧/٨٦	٨٨/٨٧
الأسهم بالجنيه									
الكمية (مليون)	١,٣١	٢,٢٥	٣,٦٨	٦,٢٦	٥,٢٢				
القيمة الاسمية	٥,٥٦	١٣,٥	١٨,٢١	٣٣,٩٥	٤٢,٨٨				
متوسط القيمة الاسمية للسهم (جنيه)	٤,٣	٦,٠	٤,٩	٥,٤	٨,١				
القيمة السوقية	٨,٩٨	١٩,٤٦	٢٦,١٣	٤٧,٢٩	٥٨,٥٢				
متوسط القيمة السوقية للسهم	٦,٩	٨,٦	٧,١	٧,٦	١١,٠				
الأسهم بالدولار									
الكمية	٥٠,٨	٢,٤٩	٣,٢٥	٣,٨٤	٣,٩٥				
القيمة الاسمية	٥,٣٩	٢٥,٠٩	٧٩,٨١	٨٦,٥١	٢٨,٤٣				
متوسط القيمة الاسمية للسهم (دولار)	١٠,٦	١٠,٠	٢٤,٦	٢٢,٥	٧,٢				
القيمة السوقية	١٠,٠١	٣٩,٠٥	٨٣,٢٢	١٢٨,٦٨	٣١,٧٩				
متوسط القيمة السوقية للسهم	١٩,٧	١٥,٧	٢٥,٦٠	٣٣,٥	٨,١				
السندات بالجنيه									
الكمية (مليون)	٢,٨١	١,٢٣	١,٦١	٢,٠٢	١,٥٠				
القيمة الاسمية	٢,٨١	١,٢٣	١,٦١	٢,٠٢	١,٥٠				
متوسط القيمة الاسمية للسند (جنيه)	١	١	١	١	١				
القيمة السوقية	٧,٧٩	١٤,٤	١١,١٦	١,٧١	١,٢٤				
متوسط القيمة السوقية للسند (جنيه)	٥	٦	٧,٢	٨,٥	٨,٣				
بالدولار									
الكمية	٨٩	٣,٣٧٥	١,١٦	٣,٣٩	٢,٩٣				
القيمة الاسمية	٨٩٠	٣,٣٧٥	١,٦٠	٣,٣٩	٢,٩٣				
متوسط القيمة الاسمية	١٠	١٠	١٠	١	١				
القيمة السوقية	٨,٢٢	٣,٥٥	١,٦٩	٣,٩	٢,٨٥				
متوسط القيمة السوقية للسند	٩,٢	٩,٥	١٠,٦	١٠	٩,٧				
الصدر :									
البنك الأهلي المصري :									
البنك الأهلي المصري : الفرقة الاقتصادية : أعداد متفرقة .									
ملحوظة : () تشير الى قيم سالبة .									

حيث ففاد تحليل بيانات جدولى (١٦) ، (١٧) ما يلى :

أ - ارتفاع متوسط القيمة السوقية للسهم (سواء الجنيه أو بالدولار) عن متوسط قيمته الاسمية . اذ يلاحظ فروق مطلقة لتلك المقومة بالجنيه تصل الى ثلاثة جنيهات فى بعض سنوات الثمانينات مقارنة بفروق تسعة دولارات خلال سنوات أخرى بالنسبة للمقومة بالدولار (والارتفاع فى نطاق الفروق المطلقة بالنسبة للدولارية يدل على أن الاقبال عليها شديدا) . هذا على الرغم من أن هناك اتجاهها عاما تصاعديا منتظما بالنسبة لمتوسط القيمة السوقية للسهم بالجنيه وأكثر ميلا للاستقرار من متوسط القيمة السوقية للسهم مقوما بالدولار .

ب - أما السندات الحكومية فالصورة أكثر وضوحا بالنسبة للمقومة بالجنيه حيث تقل القيمة السوقية عن القيمة الاسمية فى معظم سنوات الدراسة مما يدل على رغبة حائزى السندات فى التخلص منها بحيث أن متوسط القيمة السوقية للسند قد أخذ اتجاهها عاما تصاعديا الا أنه أخفق فى المساواة مع متوسط قيمته الاسمية . أما السندات الدولارية فآلخسارة فيها أقل حيث تينخس قليلا متوسط القيمة الاسمية للسند عن قيمته الاسمية .

ج - فى ضوء ما تقدم يتكشف لنا أن الوضع النسبى للأسهم أفضل حالا من السندات الحكومية (سواء بالجنيه أو بالدولار) . وهذا قد يفسر فى ضوء الفروق بين العوائد السنوية المتوقعة على الأصول المختلفة والذى تعكسه أرقام جدول (١٦) حيث تتجاوز كل من أسعار الفائدة الاسمية وأسعار الفائدة على شهورات الاستثمار أسعار الفائدة على السندات سواء مقومة بالجنيه أو بالدولار خلال معظم السنوات . وذلك باستثناء الفترات الستى تأثر المعروض فيها من تلك السندات بقيام شركات التأمين وبعض شركات

توظيف الأموال بالاحتفاظ بها وحجبها عن التداول لأن العائد السنوى لتلك السندات بالإضافة الى العائد الرأسمالى (المتمثل فى الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاستردادية) يفوقان عائد كافة الأوعية الادخارية مما أدى الى ارتفاع متوسط القيمة السوقية للسند بنسبة ١٨ ٪ عام ١٩٨٦/٨٥ . أما التحسن النسبى فى وضع الأسهم فيرجع الى قيد عدد من الشركات الجديدة وزيادة طلبات الشراء على أسهم شركات القطاع المختلط التى أظهرت ميزانياتها تحسنا ملحوظا فى الأرباح حيث سجل معدل النمو السنوى للشركات المقيدة خلال ٨٥ - ١٩٨٨ نسبة ١٤٩ ٪ جدول (ب) .

جدول (ب)

عدد الشركات		
نهاية سبتمبر ١٩٨٨	مارس ١٩٨٥	
١٤١	٩٥	شركات الاكتتاب العام
٣١٢	١٧١	شركات الاكتتاب المغلق
<u>٤٦٣</u>	<u>٢٦٦</u>	اجمالى عدد الشركات

المصدر : البنك المركزى أعداد متفرقة .

د - أن الصورة السابقة تعكس ضعف سوق الأوراق المالية للاقتصاد المصرى وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت اليه احدى الدراسات ^(١) من أن مساهمة السوق

(١) عبرى أبو زيد ، ٠٠٠ مرجع سبق ذكره ، ص ٩٠ - ٩٣ .

(*) الأولى فى مصر فى تمويل الاستثمار خلال الفترة ٧٥ - ١٩٨٦/٨٥ قـ حقت ٥٢ ٪ من جملة الاستثمارات ١٩٧٥ ثم انخفضت الى ٢٤٫٤٨ ٪ عام ١٩٨٦/٨٥ بالرغم من وجود الاصدارات الحكومية والمضمونة منها (والتي لم تكن موجودة عام ١٩٧٥ والتي ساهمت بنسبة ٣٦ ٪ من جملة الاستثمارات خلال العام الأخير • وانخفاض نسبة مساهمة السوق الأولى فى الاستثمارات يعتقد أنها ترجع الى (أ) نقص حجم اصدارات الشركات المنشأة طبقا لقانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤ •

زيادة حجم الاستثمار الثابت الاجمالى • حيث كان معدل نمو الاستثمار الاجمالى خلال الفترة المشار اليها ٤٧٫٣ ٪ سنويا فى المتوسط بينما كان هذا المعدل بالنسبة لجملة الاصدارات ١٧ ٪ مما يعنى أن سوق الاصدار فى حاجة الى بعض الأدوات لتنشيطه وزيادة فعاليته حتى يتمكن من المساهمة فى عملية التنمية الاقتصادية بشكل أكبر •

فى ضوء ما تقدم يتضح أن مستوى فاعلية فليضات السوق المفتوحة فى مصر تحددها عدد من العوامل :

١ - عدم وجود سوق نشطة للسندات الحكومية بالرغم من هيمنة البنك المركزى على حافظة الأوراق المالية فى مصر •

٢ - ان القضية الأساسية بالنسبة للجهاز المصرفى ليست درجة استقرار أسعار السندات بقدر ما هى تدنى القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية وعدم

(*) وهو ما سبق الإشارة اليه فى أجزاء ما من الدراسة وعدنا لذكره لضرورة التبيه الى أهميته ولا ارتباطه بنقطة البحث الحالية •

وجود طلب أصلا على هذه السندات بسبب انخفاض العوائد السنوية المتوقعة لها مقارنة بالايدياع فى البنوك أو حتى حيازة أسهم •

٣ — ان البنوك المصرية لا تعاني من قيود السيولة حيث تتجاوز البنوك كـثـيـرا الحدود الدنيا القانونية للاحتياطى وللسيولة •

٤ — ضعف سوق الأوراق المالية والحاجة الى بعض الأدوات لتنشيطها •

المبحث الثاني

السياسة النقدية وإدارة الدين العام الداخلى

إذا كانت السياسة المالية يمكن أن تؤثر فى حجم الدين العام من خلال عجز أو فائض الميزانية العامة للدولة . فإن السياسة النقدية تملك إمكانيات ووسائل التأثير على مكونات الدين (*) . وتوزيعه فيما بين الجمهور والمؤسسات المالية . وعلى هيكل أسعار الفائدة على القروض وآجال استحقاقها .

ويمكن إيضاح هذه الأفكار من خلال العرض التالى :

١٠٢ صافى حيازة البنك المركزى للدين العام (صافى مديونية الحكومة قبل البنك المركزى) :

(*) يرجع حجم الدين العام وتزايد اللجوء الى القروض العامة الى ثلاثة أسباب رئيسية الأول : يتعلق بتزايد الانفاق العام المرتبط بتدخل الدولة فى الحياة الاقتصادية والمرتبطة بسياسات التوظيف واللاجور ، والثاني : ويتعلق بطبيعة النظام الضريبي ، والثالث : سهولة تمويل عجز الموازنة . والسببين الأول والثانى يقعان فى مجال عمل السياسة المالية أساسا .

جدول (١٨) : حصة الدين العام في اجمالي السيولة

صافي الائتمانات* المقدم للحكومة* (١)	الائتمانات المقدم لقطاعات الاعمال والبنوك المتخصصة	صافي الأصول الاجنبية	صافي البنود الآخري	جملة السيولة المحلية	نسبة (١) جملة السيولة
١٩٨١	٨٠٢٠	٥٢٢٥	١٧٣٧-	١٢٠١٦	٦٧ر
١٩٨٤	١٤٧٢١	٢٠٣٨	٣٨٠٨-	٢٥٠٩٥	٥٩ر
١٩٨٧	٢٢٧٦١	٣١٣٠	٦٤٠٨-	٤١٥٠٣	٥٥ر
١٩٨٨	٢٦٣٢١	٦١٣١	٥٦٢٣-	٥٣٩٣٠	٤٩ر
١٩٨٩	٣١٦١٦	٦١٧٨	٧٠٥٣-	٦٢٨٢٦	٥٠ر

المصدر : مدوح جبهه ، مرجع سبق ذكره ، الملحق جدول (١) .

* من المعروف أن صافي المطلوبات (أو الائتمانات المقدم) الى الحكومة يشمل الأوراق المالية و التسهيلات الائتمانية
مضمومة على الودائع الحكومية لدى الجهاز المصرفي .

حيث يتضح الدور الكبير الذى يلعبه صافى حيازة البنك المركزى للدين العام فى زيادة المعروض النقدى (السيولة المحلية) (هذا مع العلم أن التغيير فى صافى حيازة البنك المركزى للدين العام يعد دالة فى عجز الموازنة العامة للدولة وهى نقطة خارج حدود الدراسة الحالية) . وبالرغم من اختلاف النسبة فى أول الثمانينات (٠.٦٧) عنها فى منتصف ونهاية الثمانينات (٥٠ ر) جدول (١٨) حيث توصلت دراسة تطبيقية ^(١) الى أن النقود عالية القوة ^(*) دالة فى صافى المطلوبات من الحكومة قبل البنك المركزى وهو ما يعنى أن التغيير فى النقود الاحتياطية أساسا دالة فى تمويل البنك المركزى لعجز الموازنة . هذا بالإضافة الى أن تمويل البنك المركزى لعجز الموازنة لا يعتمد فقط على الاصدار النقدى الجديد حيث تمثل الزيادة فى الاصدار النقدى ما لا يزيد عن ٣٠ % من التغير فى

(١) مدوح حبسة مرجع سبق ذكره ، ص ١٧ .

(*) النقود عالية القوة أو النقود الاحتياطية وهى النقود التى تخلقها السلطات النقدية (البنك المركزى) وتتمثل فى جانب الاستخدامات فى العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفى ، احتياطيات البنوك التجارية سواء الممثلة فى ودائعها لدى البنك المركزى أو النقدية فى خزائنها أما جانب المصادرفيشمل صافى الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية ، صافى مديونية الحكومة قبل السلطات النقدية والذى يتأثر أساسا بالنتيجة التى تسفر عنها الموازنة العامة للدولة ، الائتمان الممنوح من السلطات النقدية للبنوك التجارية (إعادة الخصم) ، ثم صافى البنود الأخرى فى ميزانية البنك المركزى (رأس المال ، الفوائض ، أصول غير مبهمة ، ودائع (مدفوعات مقدمة بالنسبة للواردات) . أما الاصدار النقدى فيلجأ اليه البنك المركزى فى حالة عدم كفاية النقدية من خلال تحويل جانب من السندات الحكومية من جانب الاصدار (عمليات مصرفية) الى جانب الأصول (غطاء الاصدار) يترتب عليه زيادة خصوم البنك المركزى نقد مصدر وزيادة فى الأصول نقدية بالخزينة . وبالتالى فى حالة زيادة الاحتياطيات الواردة من البنوك التجارية أو فائض سيولة كبير قد لا يضطر البنك المركزى لاجراء اصدار نقدى جديد لتمويل اقتراض الحكومة .

صافى المطلوبات من الحكومة قبل البنك المركزى . وأشارت الى أن البنك المركزى لا يلجأ للاصدار النقدى الجديد الا فى حالة وجود نقص فى السيولة ويمثل هذا الاصدار أحد مصادر السيولة النقدية التى يعتمد عليها البنك . وتتمثل المصادر الأخرى للسيولة فى احتياطيات البنوك التى يتم ايداعها بالبنك المركزى كذلك اقتراض البنك المركزى لفائض السيولة لدى البنوك .

٢٠٢ وسائل تمويل الدين العام :

يكشف جدول (١٩) حجم الدين العام ومكوناته (ضمن بند المطلوبات الحكومية) وعلى الرغم من وجود اختلافات وفروق بين أرقام الدين العام فى جدول (١٨) ، (١٩) باختلاف مصادر البيانات الا أن الاتجاه العام تصاعدى فى حجم الدين المصرفى . حيث يلاحظ من جدول (١٩) أن حجم الدين العام قد ارتفع بمعدل نمو سنوى قدره ١٤٣٪ خلال ٨٠/٧٩ - ٨٥/٨٤ مقابل ١٠٧٪ خلال ٨٥/٨٤ - ١٩٨٩/٨٨ . وهذا يعكس بطبيعة الحال التصاعد الملحوظ فى الائتمان المقدم للقطاعات غير الحكومية ومنها القطاع الخاص ما خفض من معدلات الزيادة فى الاقتراض الحكومى من الجهاز المصرفى (وستتفق فيما بعد مع تطور اتجاهات تمويل عجز الموازنة بالتركيز على الأوعية الادخارية) .

والواقع أن تزايد لجوء الحكومة الى الاقتراض يقتضى تحقيق نوع من الاستقرار فى سوق المال وتوافر قدر كاف من الطلب على السندات الحكومية (وهى نقطة سبق الإشارة الى أهميتها) ويفترض تدخل البنك المركزى للتخفيف من التذبذبات فى أسعار السندات من خلال ممارسته لعمليات السوق المفتوحة والتحكم فى عرض النقود ومن أجل تحقيق الاستقرار فى أسعار الفائدة الحالية والمستقبلية (والستى كانت الى وقت قريب محدودة بشكل ادارى ولا تعكس ظروف العرض والطلب وتفسيرات

سعر الصرف ومعدلات التضخم الفعلية المتوقعة) والمتتبع لتطور مكونات الدين العام المصرفى يلاحظ الآتى :

أولا : ان الدين العام المصرفى يشكل نسبة تزيد عن ٦٥% من اجمالى الدين العام المحلى فى كل سنوات الثمانينات .

ثانيا : ان الأوراق المالية (سندات حكومية ، أذونات خزانة) قد شكلت أيضا غالبية الدين العام المصرفى خلال الثمانينات (حيث أن أوائل الثمانينات قد شهدت اعتمادا أكثر على التسهيلات الائتمانية) . ومن الجدير بالاشارة أن الواقع الفعلى كما تعكسه الاحصائيات لم يبرز أى مساهمة لأذونات الخزانة بعد عام ١٩٨٢ فى الوقت الذى شهد فيه عقد التسعينات عودة أخرى لأذونات الخزانة فى ظل محاولات الاصلاح الاقتصادى بتحديد أسعار الفائدة ، (وهى نقطة يتطلب تحريها دراسة أخرى وتقع خارج اطار البحث الحالى) .

واذا كان الأثر النهائى لعجز الميزانية العامة يتوقف على طبيعة ووسائل تمويل هذا العجز فان جدول (٢٠) يؤكد أنم باستبعاد المصادر الأجنبية التى تراوحت مساهمتها فى تمويل جانب من عجز الموازنة العامة فى مصر خلال ٨٠ - ١٩٨٩ من ٢٠ الى ٣٣% فان الأوعية الادخارية المحلية قد غطت ما يقرب من نصف عجز الموازنة العامة خلال سنوات الدراسة وذلك يتفق مع اتجاهات التخفيض فى معدلات الزيادة فى استدانة الحكومة من الجهاز المصرفى . وهكذا فان اللجوء للجهاز المصرفى لتمويل العجز الصافى لم تتجاوز حصته ٢٦% وذلك مقارنة بفترة السبعينيات وأوائل الثمانينات حيث كان التركيز أساسا يتم مع الجهاز المصرفى كممول رئيسى

جدول (١٩) : تطور الاقتراض الحكومي من الجهاز المصرفي ومكوناته خلال ٨٠ - ١٩٨٩
(ضمن المطلوبات من الحكومة)

السنوات	إذون الخزانة (١)	سندات حكومية (٢) (١)	جملة الأوراق المالية (١) + (٢)	من جملة الدين العام المصرفي %	تسهيلات ائتمانية	الدين العام المصرفي من إجمالي الدين العام %	إجمالي الدين العام الداخلي
١٩٨٠	٣٢٩٧	١٠٨٧,٩	٤٣٨٤,٩	٤٦,٥	٥٠٤٠,٨	٨٧,٤	١٠٧٨٤,٣
١٩٨١	—	٤٣٧٤,٤	٤٣٧٤,٤	٤٢,٥	٥٨٦٠,٨	٦٧,٣	١٥٣١٠,٧
١٩٨٢	—	٩١٨٠,٧	٩١٨٠,٧	٧٠,٦	٣٨١٩,٨	٨٤,٨	١٥٣٣٧,٦
١٩٨٣	—	١٠٥٠٥,٣	١٠٥٠٥,٣	٧١,٢	٤٢٤٠,٦	٨١,٥	١٨١٠١,٧
١٩٨٤	—	١١٩٦٩,٨	١١٩٦٩,٨	٦٧,٩	٥٦٦١,٦	٨٢,٦	٢٢٣١٩,٧
١٩٨٥	—	١٣٤٠٨,٨	١٣٤٠٨,٨	٦٣,٨	٧٦٢٥,٧	٨٨,٧	* ٢٣٧١٢,٤
١٩٨٦	—	١٧٣٤٥,٩	١٧٣٤٥,٩	٨٩,٠	٧٢٠٨	٨٩,١	* ٢٧٥٤٨,٨
١٩٨٧	—	٢٠٦٨٢,٥	٢٠٦٨٢,٥	٧٢,٣	٧٩١٤,٢	٩٠,٧	* ٣١٥٣٠,٣
١٩٨٨	—	٢٥٥٤٦,٠	٢٥٥٤٦,٠	٧٤,٠	٨٩٨٥	٩١,٩	* ٣٧٥٦٥,١
١٩٨٩	—	٢٦٤٦٠,٠	٢٦٤٦٠,٠	٦٨,٥	١٢١٧٤	٩٠,٩	* ٤٢٥٠٩,٤

المصادر : البيانات حتى عام ١٩٨٣ مأخوذة من محمد البنا : مرجع سبق ذكره و جدول (١) و ص ٣٠. أما رقم الدين العام لعام ١٩٨٤ المصادر
فمأخوذة من بحث سعيد دويدار " العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية " و المؤتمر العاشر للاقتصاد بين ١٩٨٥ و
ص ١٦٠.

* أما تقديرات الأعوام بعد ١٩٨٥ فقد حسبت بمعرفة الباحث من التقارير السنوية للبنك المركزي اعداد متفرقة. ويعتمد المفهوم
للدين العام على اضافة الدين العام المصرفي الى الاوعية الادخارية المحلية و جدول (٢٠).
الدين العام المصرفي = جملة الاوراق المالية (اذون خزانة و سندات حكومية) + تسهيلات ائتمانية.

جدول (٢٠) : عجز الموازنة العامة للدولة ومصادر تمويله

السنوات	قيمة المعجز الكلية	تمويل	توزيع	محل	اوعية ادخارية محلية	%	قروض من مصادر اخرى	الجهاز المصرفى (المعجز الصافى) %
١٩٨١/٨٠	٢٢٢٤,٥	٤٧٤,٣	١٨٤٤,٠	٥٢,٣	١٥٢١,٠	٤٣,١	—	٩٧٥,٥
١٩٨٢/٨١	٣٥٢٦,٠	١٨٤٤,٠	١٢٧٨,٩	٤٦,٤	٢٠٦٦,٣	٤٢,٧	—	١٦١,٠
١٩٨٣/٨٢	٤٨٤٥,٢	١٢٧٨,٩	١٣٨٧,٠	٢٧,٧	٢٣٢٥,٤	٤٦,٤	—	١٥٠٠,٠
١٩٨٤/٨٣	٥٠١٢,٤	١٣٨٧,٠	١٥٢٢,١	٢٨,٢	٢٦٧٧,٩	٤٩,٦	—	١٣٠٠,٠
١٩٨٥/٨٤	٥٤٠٠,٠	١٥٢٢,١	١٠٥٠,٠	٢٠,٥	٢٩٩٤,٩	٦١,١	—	١٢٠٠,٠
١٩٨٦/٨٥	٤٩٠٠,٠	١٠٥٠,٠	١٠٥٨,٢	٢٢,٢	٢٩٣٣,٦	٦١,٥	—	٩٠٠,٠
١٩٨٧/٨٦	٤٧٧١,٨	١٢٢٤,٩	١٢٢٤,٩	٢٤,٨	٣٠٣٤,١	٦١,٤	٢,٠	٧٨٠,٠
١٩٨٨/٨٧	* ٤٩٤٠,٠	١٢٢٤,٩	١٢٢٤,٩	٢٤,٨	٣٠٣٤,١	٦١,٤	٢,٠	٦٨٠,٠
١٩٨٩/٨٨	* ٧٢١٩,٦	٢٤٢٤,٢	٢٤٢٤,٢	٢٣,٦	٣٨٧٥,٤	٥٣,٧	٢٥٠,٠	٦٧٠,٠

* ربط اصلى وليس معدل

المصادر : البنك الاهلى المصرى و النشره الاقتصادية و المعددان الاول والثانى ١٩٨٩ و
البنك المركزى... و المجلة الاقتصادية و العدد الثالث ١٩٨٩/٨٨

لعجز الموازنة العامة للدولة حيث ساهم بنحو ٤٢٪ (١) من جملة مصادر التمويل نظرا لضعف سوق المال بعد التأميم .

ويمكن حصر مصادر التمويل المحلية فى الآتى :

— المدخرات الاختيارية من الجمهور والمؤسسات غير المصرفية وأجهزة تعبئة المدخرات وتمثل فى حصيلة شهادات الاستثمار وأموال الهيئة العامة لصندوق توفير البريد بالإضافة الى السندات الحكومية .

— فائض أموال هيئة التأمين والمعاشات وهيئة التأمينات الاجتماعية وتمثل المصادر الرسمية الى اعتبار هذه الأموال أحد مكونات الادخار الحكومى على أساس أنها فوائض لهيئات حكومية .

— الاقتراض من الجهاز المصرفى .

فالعجز فى الموازنة العامة ظاهرة مزمنة حيث تقصر الموارد السيادية الجارية عن تمويل الانفاق العام الجارى الاستثمارى . فاذا ما تتبعنا ظاهرة العجز الفعلى فى الموازنة العامة فى مصر لوجدنا أن هذا العجز لا يرجع فقط الى قصور الموارد السنوية عن توفير متطلبات الأنشطة التى تتطلب انفاقا عاما ولكنه يرجع أيضا الى خصائص أخرى مثل الخروج على مبدأ سنوية الموازنة وفى عدم دقة تقديرات العجز وفى اختلاف العجز المقدّر عن العجز الفعلى بسبب شمول الأخير لقيمة العجز المالى لجهات أخرى لا تشملها أصلا الموازنة العامة بالإضافة الى

(١) محمد البنا ، " السياسة المالية فى مصر ٧٤-١٩٨٤ : العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية فى إطار إدارة الدين العام الداخلى " ، المؤتمر العلمى السنوى العاشر للاقتصاديين المصريين ، ١٩٨٥ ، ص ٨ .

اختلاف القيمة النقدية للمعجز عن قيمته الاقتصادية (*) . حيث يترتب على تعدد الميزانيات وصناديق التمويل اختلاف المفاهيم في مختلف المعاملات . ثم ان تأخر تحويلات الحكومة المركزية لتغطية المعجز تقتضى أن تقوم بعض وحدات القطاع العام بالاقتراض المباشر من الجهاز المصرفي مما يجعل الرقابة على الانفاق والتحليل المالي على جانب كبير من التعقيد (١) . وتوضح وتؤكد الأرقام (جدول ٢١) مدى اتساق الاحصاءات مع التحليل النظري السابق حيث يوجد فرق بين المعجز الفعلي والمقدر بحيث يحول الفائض المقدّر الى عجز كبير كما حدث عام ١٩٨٢/٨١ حيث أن ما لا يتم تغطيته من عجز نقدي خلال العام المالي تصدر به سندات لتغطيته في سنوات مالية لاحقة وبالتالي لا يمكن أن يتساوى المعجز الصافي المقدّر (الجهاز المصرفي) مع اجمالي المعجز الصافي الممول بسندات أو بصكوك . فالمعجز الصافي المقدّر (الممول من الجهاز المصرفي) لعام ٨٣/٨٢ ، ١٩٨٦/٨٥ هو على الترتيب ١٥٠٠ ، ٩٠٠ مليون جنيه بينما اجمالي العجز الصافي الممول بسندات أو بصكوك ٣٧٣٤٥ ، ٣١٤٥٥ على الترتيب .

(*) يدخل في هذا المفهوم أساسا اعتبار تعدد أسعار الصرف وعلى نقطة سيرد الحديث عنها فيما بعد ،

(١) سعيد دويدار ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩ .

جدول (٢١) : مصادر الفرق بين المعجز المقدّر والفعلی وبنوده خلال سنوات الدراسة

مليون جنيه

السنة المالية	المعجز (الافتراض) المقدّر في الموازنة	المعجز النقدي فعلياً	عجز سنوات سابقة وتغطية مديونية الحكومة	عجز مرحل لتهيئة السلع التموينية	مديونية سابقة للقطاع العام	المعجز الاكثوارى للهيئات التأمين	اجمالي المعجز الصافي الممول بسندات أو صكوك
٨٢/٨١	٥٩٢ر٨	١٢٥٣ر١	٦٨٤٢ر٧	—	—	٠ر٤	٨٠٩٦ر٢
٨٣/٨٢	١٥٠٠ر٠	١٣٧٥ر٥	—	—	—	٢٣٥٩ر٠	٣٧٣٤ر٥
٨٤/٨٣	١٣٠٠ر٠	١٢٢٠ر٠	—	٢٦٦ر٠	—	٨١ر٨	١٥٦٧ر٨
٨٥/٨٤	١٢٠٠ر٠	١١٨٠ر٠	٢٧٥ر٠	—	—	٤٥ر٠	١٥٠٠ر٠
٨٦/٨٥	٩٠٠ر٠	٨٩٨ر٠	٨١١ر٨	٨٢٤ر٦	٦١١ر١	—	٣١٤٥ر٥
٨٧/٨٦	٧٨٠ر٠	١٨٥٧ر٠	٨٦٥ر٠	—	—	—	٢٧٢٢ر٠
٨٨/٨٧	—	—	—	—	—	—	٤٥٠٥ر٧

٦٢١١

المصدر : البيانات مأخوذة من :

محمود أبو العيون و "التشارك المالي والنقدي وفما لية السياسة الاقتصادية في مصر" ، مصر المعاصرة ، يناير وابريل ١٩٨٩ و العددان ٤١٥ و ٤١٦ و جدول (٣) .

نفس المؤلف و "توزيع الائتمان المصرفي بين الحكومة والقطاع الخاص" في دور الاستثمار الخاص في تحقيق اهداف التنمية بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي السنوي، الثالث عشر للاقتصاديين ، ٢٤ - ٢٦ نوفمبر ١٩٨٨ و الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي ، "الاحصاء والتشريع" و جدول (٣) ص ٢٨٧ .

٣٠٢ نظرة حول فاعلية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في إدارة الدين العام

وإذا كانت الآثار النقدية للقروض العامة على الاستقرار الاقتصادي تتوقف على هيكل الاستحقاق وسيولة الدين واستهلاكه فان التحليلات تكشف عن الآتى :

(١) باعتبار التقسيم التقليدى لهيكل الدين العام من حيث القروض المبتسطة (طويلة الأجل) والقروض السائرة (قصيرة الأجل والمؤقتة) فان نتائج دراسة (١) ما للفترة منذ منتصف السبعينات وحتى أوائل الثمانينات قد أظهرت تواضع نسبة الدين المثبت الى اجمالي القروض العامة (حيث لم تتجاوز ٧ ٪) وتركزها حول قروض الانتاج وفلسطيين وسندات التأمين والتعميم على أنه ترتب على استهلاك معظم القروض وعدم اصدار سندات جديدة أن انخفضت هذه النسبة الى ٢ ٪ عام ١٩٨٤ مما يدل على ارتفاع سيولة الدين العام وانعكاس ذلك على الاستقرار النقدى .

(٢) نظرا لصعوبة اجراء مقارنة دقيقة تتفق مع تقسيم الدراسة سالفة الذكر لهيكل الدين العام فقد اكتفينا باعتبار السندات الحكومية (قروض طويلة الأجل أما سندات الخزنة والأوعية الادخارية والتسهيلات الائتمانية قروض سائرة (٢) وقمنا بتجميع هذه البنود فى جدول (٢٢) والذي يشير الى استمرار هيمنة القروض الطويلة الأجل على اجمالي القروض العامة للدين العام خلال السنتين موضع الاعتبار وبالرغم من أن هذه الأرقام لا تعطى صورة دقيقة عن حقيقة هيكل الدين باعتبار اهمال بنود أخرى جرى العرف على ادخالها فى

(١) محمد البنا ، " " مرجع سبق ذكره ، ص ١٢ - ١٩ .

(٢) محمد البنا ، " " مرجع سبق ذكره ، ص ١٢ .

جدول (٢٢): هيكل الدين العام خلال ٨٢ و ١٩٨٩

البيان	١٩٨٢	١٩٨٩
سندات حكومية	٩١٨٠ر٧	٢٦٤٦٠ر٠
سندات خزانة	١٢٥٣ر١	١٨٥٧ر٠ (*)
أوعية ادخارية	١٥٢١	٣٨٧٥ر٤
تسهيلات ائتمانية من البنوك	٣٨١٩ر٨	١٢١٧ر٤

المصدر : جداول (١٩) ، (٢٠) ، (٢١) .

(*) عام ١٩٨٢ .

الدين العام (مثل فائض السيولة في البنوك التجارية باعتبارها قروض سائرة اذا مولت عجز الخزانة العامة) الا أنها لن تضلل الصورة العامة كثيرا ولن تخفى حقيقة إنخفاض سيولة (*) الدين العام في نهاية الثمانينات . غذا مع الأخذ في الاعتبار أن سندات الجهاد قد استهلكت ولم تجدد وان سندات الاسكان قد تم تجديدها بسعر فائدة ٨ ٪ عام ٢٠٠٠ (المبحث الأول) بالاضافة الى ذلك فقد تم اصدار سندات تنمية دوائية .

(٣) بالرغم من أنه في السبعينات كان يؤخذ على مكونات القروض العامة الافراط في الاعتماد على الجهاز المصرفي في تمويل عجز الميزانية (أدون خزائنة ،

(*) هناك فرق بين أثر ارتفاع الدين العام المصرفي على كمية وسائل الدفع حيث تؤدي الى ارتفاع سيولة الاقتصاد ومن ثم يساهم في تعميق التضخم وبين مستوى سيولة الدين العام والذي يتحدد بهيكل هذا الدين (قروض قصيرة الأجل أو قروض متوسطة وطويلة الأجل) .

تسهيلات ائتمانية) مما ساهم فى خلق ضغوط تضخمية الا أن مؤشرات الثمانينات قد كشفت عن الاتجاه نحو التركيز على السندات الحكومية والائتمانية الادخارية الأخرى لتمويل عجز الموازنة .

(٤) فى ضوء العروض السالفة يتضح أنه لا يوجد ميكانيزم سوق وأن سعر الفائدة يحدد بالاتفاق مع البنك المركزى حيث تحدد السلطات اصدار السندات فى ضوء عجز الميزانية المتبأ به والأهمية النسبية لعجوزات الخزنة الموسمية . ولذا فانه من المتوقع أن ينخفض اصدار السندات لو أمكن لوحدات القطاع العام أن تصدر سندات خاصة بها . والواقع أن ادارة الدين العام المحلى بأسلوب موجه بالسوق سيضمن توافر سندات حاملة للفوائد فى اسواق المال والنقد . حيث أنه فى هذه الحالة ستصبح الزيادات المتوقعة فى تقويم رأس المال عاملا مؤثرا ومحددا للطلب على السندات حيث يتفق نظريا على ضرورة توافر مستوى ملائم من عمليات الخصم والمضاربة والتغطية فى الأسهم والسندات والعملة والسلع . ولذا فى ضوء معطيات الاقتصاد المصرى الحالية لا نتوقع أن يزيد أو ينمو الطلب على هذه الأصول أو يتنافس مع الودائع البنكية فى هذه المدخرات . حيث تتفق معظم الآراء على أن هناك تمييزا فى مصر بين السندات بالجنيه والعملات الأجنبية نظرا لوجود قيود النقد الأجنبى ولذا فان تطوير سوق رأس المال سيظل غير كامل الا بإزالة قيود النقد الأجنبى وحررت أسعار الصرف واكتفى بتحقيق الحماية بالاجراءات الجمركية والمالية وغيرها ويدور فى ظل محاولات الاصلاح الاقتصادى الحالية أننا لا زلنا على الطريق .

(٥) تتركز مساهمات الأفراد في الدين العام في حصيلة شهادات الاستثمار وفائض هيئتي التأمين الاجتماعى وصندوق توفير البريد وهو ما يعنى أن سياسة الدين العام قد اعتمدت على أجهزة تجميع للأموال (التأمين وصندوق التوفير) ثم أجهزة تعبئة المدخرات متمثلة أساسا في شهادات الاستثمار وما لا شك فيه أن غياب عمليات اصدار سندات حكومية جديدة من خلال الاكتتاب العام تمثل ضعف وأوجه نقص في سياسة الدين العام . والأمر يتطلب كما سبق وذكرنا تطوير أسواق المال ورفع سعر الفائدة على سندات الحكومة أى التنسيق بين السياستين المالية والنقدية . وإذا كان انخفاض أسعار الفائدة على الصكوك الحكومية يقلل من مدفوعات خدمة الدين إلا أن تطويرها ورفع أسعار فائدتها وتداولها في سوق الأوراق المالية يمكن أن يوفر فرصة كبيرة لتطوير سياسة الدين العام من خلال استخدامها ليس فقط في تمويل جانب من عجز الميزانية دون ضغوط تضخمية ولكن عن طريق إعادة بيع هذه الصكوك في السوق المالية . والواقع أن سعر الفائدة على صكوك التمويل (١) كوعاء ادخارى جديد سيجذب قطاع كبير من المدخرين للاستثمار في وعاء ادخارى مضمون ويفيد الشركات المتعثرة ويحل مشكلة السيولة مما يؤدى إلى تنشيط التعامل في البورصة .

(١) ان صكوك التمويل وفقا لحكم المادة (١٥) من القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ تصدرها الشركات المساهمة الأخرى من غير الشركات المساهمة العاملة في مجال تلقى الأموال لاستثمارها وقد تكون هذه الشركات المساهمة الأخرى مصرية تابعة للقطاع العام أو الخاص . كما أن العائد المتغير لصكوك التمويل لا يتجاوز ما يحدده البنك المركزى بالاتفاق مع هيئة سوق المال وهنا لا ينفرد البنك المركزى المصرى وحده بتحديد سعر الفائدة على عكس الحال بالنسبة لفوائد السندات المنصوص عنها في البند ٥ من المادة الأولى لقانون ١٥٢ لسنة ١٩٨١ . حول هذه النقطة راجع : محسن جمجوم ، "صكوك التمويل الجديد بين الضرائب والاعفاء الضريبية" ، الاهرام الاقتصادى ، العدد ١٠٧٢ - ٣١ يوليو ١٩٨٩ .

(٦) ويتفق البعض على أنه لا ضرر من تمويل عجز طارئ ومحدود فى الميزانية بالاقتراض سواء من الأفراد أو من البنك المركزى أما العجز الدائم فى الميزانية كما فى حالة مصر فلا يمكن تمويله عن طريق الاستمرار فى الاقتراض من البنك المركزى وذلك لخطورة أثر السيولة الزائدة على مستوى الأسعار فى المدى الطويل " فالتمويل النقدى يؤدى الى خلق نقود جديدة أى نمو القاعدة النقدية لدى البنك المركزى بمضاعفات نسبة الزيادة الأصلية فى القاعدة النقدية أما أثر التمويل القرضى فلا يؤدى الى خلق نقود جديدة لدى البنك المركزى كما يحدث عادة فى حالة التمويل القرضى (ببيع سندات للأفراد) وهكذا تقل السيولة فى الاقتصاد مرحليا . من ناحية أخرى على حين يعتبر الأثر الصافى لزيادة الانفاق الحكومى وتمويله من الأفراد هو زيادة فى الانفاق الكلى فان تمويل عجز الموازنة بالاقتراض من البنوك التجارية تتضمن زيادة فى السندات الحكومية فى محفظة الأوراق المالية والاستثمارات وزيادة فى الودائع الا أن بيع السندات الى الأفراد أقل تأثيرا على التضخم من بيعها للبنوك (٢) لذا فان عرض السندات الحكومية للاكتتاب العام لدى الأفراد فى مصر سيساهم فى الحد من الضغوط التضخمية فى الاقتصاد .

(١) الاهرام الاقتصادى ، " الزيادة فى الأسعار وليست الزيادة فى الانتاج " عدد يونيو عام ١٩٨٨ .

(٢) PATNAIK,---Monetary Policy,---op. cit.
pp. 419-433.

(٢)

(٧) استكمالا لجوانب الموضوع نجد أنه من الضروري الاهتمام باكتتاب الأفراد فى السندات وليس قصرها على البنوك وشركات القطاع العام والحقيقة أن هذه النقطة تثير اشكاليات بخصوص أداة سعر الفائدة ودورها فى جذب المدخرات لاقتناء هذه الأصول خاصة وأن رفع أسعار الفائدة الدائنة والمدينة من المتوقع أن يزيد من صافى العبء على الموازنة العامة للدولة . فقد توصلت دراسة تجريبية ^(١) الى أن رفع أسعار الفائدة الدائنة والمدينة بنسبة ١% سيؤدى الى تحميل الموازنة العامة بنحو ١٥١٢ مليون جنيه اذا ما ظلت أرصدة الودائع والقروض على ما كانت عليه فى ١٩٨٧/٨٦ . ونفس الشيء يصدق على رفع أسعار الفائدة على الاقتراض الحكومى من البنك المركزى (رفع أسعار الفائدة على السندات) حيث يؤدى رفع سعر الفائدة الى تزايد فوائد الدين العام الداخلى نظرا لتشابك أنشطة البنك المركزى مع الأنشطة المالية للدولة ولذا يعتقد أن هذه السياسة مشكوك فى فعاليتها .

(١) محمود أبو العيون ، " التشابك المالى والنقدى " ، مرجع سبق ذكره ، ص

٤٠٢ سياسة سعر الصرف وإدارة الدين العام الداخلى

تستهدف سياسة سعر الصرف (١) الموازنة بين أهداف التوازن الداخلى والخارجى للاقتصاد القومى ويتحقق ذلك من عدة محاور :

(١) يتفق الاقتصاديون على تقسيم السياسات الاقتصادية الكلية التعديلية وفقا لآثارها

الأولية Primary impact على الآتى :

الاستيعاب Absorption : سياسات إدارة الطلب

الانتاج الجارى والمتوقع : السياسات الهيكلية

تقسيم الانتاج والاستيعاب (بين السلع الدولية وغير الدولية) : سعر الصرف

التدفقات الرأس مالية : سياسات التمويل الخارجى .

حيث تعتبر السياستين النقدية والمالية الأدوات الرئيسية للتأثير على الطلب . ومن المعروف أن هناك تناقضا بين تحسين ميزان المدفوعات والوصول الى هدف التوظيف الكامل داخليا سيظل قائما والمهم هو توليفة الأساليب التى تخدم أولا الوضع فى ميزان المدفوعات دون أن تؤثر جذريا على هدف التوظيف الكامل مثل الرقابة على التجارة الخارجية وسياسة سعر الصرف (حيث أنها تؤثر أساسا كما ذكرنا على جانب العرض أما جانب الطلب فتحدث آثارا جانبية عليه) فإذا لم تنجح سياسة سعر الصرف وغيرها فإن هناك السياسة النقدية والضريبية التى تهتم بصفة أساسية بأوضاع التوازن الداخلى (مستوى التشغيل ، شكل إعادة توزيع الموارد أو تعديل استخدامات الناتج القومى ، التوازن المالى بين النفقات العامة والإيرادات العامة كخاصية لمصيقة بميزانية القطاع الحكومى فى هذه الدول ، والتوازن النقدى أى بين المعروض النقدى والطلب النقدى) . ثم تنتقل آثارها الى ميزان المدفوعات . ومن هنا يتمثل هدف سياسة سعر الصرف الموازنة بين التوازن الداخلى والخارجى .

حول هذه النقطة راجع تفاصيل كل من :

Khan , M.S. Macro Economic Adjustment in Developing Countries, A policy perspective, World Bank Research Observer 2, No.1, Jan. 1987, pp. 73-24. (١)

(٢) السيد ناصف ، سياسات دعم ميزان المدفوعات : الاطار النظرى والتطبيق بالتجربة المصرية : ٤٥ - ١٩٧٠ ، مذكرة خارجية رقم ١٣١٦ ، معهد التخطيط القومى ، القاهرة .

- أولا : التأثير على عرض النقود من خلال صافي الأصول الأجنبية .
- ثانيا : التأثير على الصادرات والواردات .
- ثالثا : تحقيق تحسن في موقف التوازن الخارجى (ميزان المدفوعات) .
- رابعا : تأثير سعر الصرف على الموازنة الحكومية .

والعلاقة بين سعر الصرف وصافي الأصول الأجنبية تحدث عن طريقتين :
التدفقات الرأس مالية والتحويلات والآخر الميزان التجارى وبالنسبة للاقتصاد المصرى يصعب تقييم مدى تلك العلاقة وهى مجال للعديد من الدراسات (*) مع ملاحظة أن التحسن في صافي الأصول الأجنبية (انظر الملحق) خلال الثمانينات لا يرجع الى أداء ميزان المدفوعات (**) وانما الى زيادة الودائع بالعملات الأجنبية

(*) بحث العام القادم .

(**) من المعروف أن التغير في صافي الأصول الأجنبية يحبر عن رصيد ميزان المدفوعات حيث يفهم من ذلك أن العجز الجارى غير المغطى من الفائض الرأسالى يتم تسويقه فى النهاية بنقص فى مقدار الاحتياطيات الأجنبية .
ويمثل صافي العمليات الرأس مالية الفرق بين المعاملات الرأس مالية الدائنة وتشمل (صافي استخدام التسهيلات المصرفية ، الودائع الأجنبية والقروض الخارجية) أما المعاملات الرأس مالية المدينة فتتمثل فى القروض الممنوحة من مصر وصافي سداد التسهيلات المصرفية .

من هنا يتضح من تحليل جدولى (٨) ، (٩) بالملحق أن التغير فى صافي الأصول الأجنبية بالتحسن قد عكس الزيادة فى حجم الودائع بالعملات الأجنبية خاصة وأن أداء ميزان المدفوعات قد تأثر بزيادة العجز فى ميزان المعاملات الجارية الناتج عن انخفاض أسعار وكمية صادرات البترول وارتفاع أسعار الواردات .
هذا مع العلم بأن مصر دولة مستوردة لرأس المال وأن هناك فائضا محققا فى حساب العمليات الرأس مالية نتيجة تزايد القروض الخارجية .

لدى البنوك والتي انعكست على ما لديها من أصول أجنبية بالزيادة حيث أن الزيادة فى الودائع بالعملات الأجنبية تمول غالبا من مدخرات المصرفيين العاملين بالخارج الا أنها لا تسجل فى احصاءات ميزان المدفوعات .

وفيما يتعلق بتأثير سعر الصرف على الموازنة الحكومية ، فمن المعروف أن للحكومة موارد واستخدامات بالنقد الأجنبى وهى تتجمع فى مجمع البنك المركزى الذى يحانى دائما عجزا مع تزايد التزامات خدمة الدين العام الخارجى . ونظرا لأن هذا العجز يتم تدبيره بأسعار صرف مرنة فان تدهور سعر الصرف يؤدى الى زيادة أعباء اقتناء العملات الأجنبية لتغطية العجز فى المجمع مما يؤدى الى زيادة العجز الكلى فى الموازنة العامة للدولة . كما أن بنوك القطاع العام التى تتجاوز خصومها بالنقد الأجنبى أصولها بالعملات الأجنبية المترتبة على تمويل بعض احتياجات القطاع العام فان إعادة تقويم هذه الأصول والخصوم بأسعار صرف عالية للعملات الأجنبية يعرض البنوك لخسائر (*) تلزم الحكومة بتغطيتها بسندات وصحيح أن السداد بسندات لا يخلق نقود جديدة وانما لاعتبارات السيولة تقدم السندات للبنك المركزى لشراؤها ولذلك يزداد المعروض النقدى لاعتبارات مشاكل إعادة التقويم الأمر الذى ينعكس مرة أخرى على التضخم والتدهور لسعر الصرف (١) :

من ناحية أخرى فانه حتى مشروع موازنة العام المالى ١٩٨٩/٨٨ تأثرت حسابات الموازنة بسعر الصرف فى مجمع النقد الأجنبى لدى البنك المركزى وفى مجمع النقد الأجنبى لدى البنوك المعتمدة وكذلك تأثرت حسابات سعر الصرف فى السوق المصرفية الحرة فى مايو ١٩٨٧ . وتحسب قيمة بعض موارد الموازنة العامة

(*) خاصة على جانب الخصوم وذلك لأنه يفترض أن تؤدى إعادة تقويم الحملة الى مكاسب على جانب الأصول .

(١) ممدوح حبة ، " " ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦ .

للدولة من القيم المقابلة لحصيلة الصادرات (بسعر البنك المركزى) كما تحتسب قيمة بعض استخدامات الموازنة بالقيمة المقابلة للمدفوعات عن الواردات بسعر الصرف بذات المجمع (السلع المدعومة ٠٠ القمح ٠٠٠) والالتزامات بخدمة الدين العام الخارجى . أما حسابات الموازنة التى تأثرت بسعر الصرف لدى مجمع البنوك المحتمدة قبل الفائه عام ١٩٨٨ فكانت تخص واردات سلعية ، أعباء أجور واشتراكات وتمويل العجز الجارى أو عجز التحويلات الخاصة بالهيئات الاقتصادية وشركات القطاع العام وهكذا فان الاتجاه نحو تحرير سعر الصرف سيجترب عليه زيادة أعباء الاستيراد وخدمة الدين الخارجى ومن الناحية الأخرى زيادة موارد الصادرات (فى مجمع البنك المركزى) (١) .

١٠٤٠٢ العلاقة بين سعر الصرف وصافى الأصول الأجنبية :

حيث يتضح جليا (جدول ٣٣) أن تأثير تغيرات سعر الصرف كما تكشفها علاقة الارتباط مع صافى الأصول الأجنبية موجبة وفى الاتجاه العام المرغوب فيه الا أنه لا بد وأن نفسر هذه العلاقة القوية فى ضوء الآتى :

أ - ان صافى الأصول الأجنبية رقم اجمالى يخفى تأثير بنود مختلفة ومتضادة أحيانا مثل التدفقات الرأسمالية والتحويلات وميزان التجارة بالاضافة الى أنه يعكس الوزن النسبى لودائع القطاع الحائلى بالعملات الأجنبية .

ب - ان بند صافى الأصول الأجنبية يمثل بنود تخص البنك المركزى ومعظمها التزامات حكومية .

(١) محمود أبو العيون ، " " ، مرجع سبق ذكره .

جدول (٢٣) : العلاقة بين صافي الأصول الأجنبية وسعر الصرف خلال الشائنتات

السنوات	صافي الأصول الأجنبية	% من إجمالي الأصول	سعر الصرف	إجمالي الأصول (السوية المحلية) ^٣
١٩٨١	٥٠٨	٤,٢	٨٣,٢	١٢٠١٦
١٩٨٤	٢٠٣٨	٨,١	٨٣,٢	٢٥٠٩٥
١٩٨٧	٣١٣٠	٧,٥	١٤٦,٠	٤١٥٠٣
١٩٨٨	٦١٣١	١١,٤	٢٣٠,٨	٥٣٩٣٠
١٩٨٩	٥٩٩٥	٩,٦	٢٤٥,٩	٦٢١٧٤

المصدر : انظر الملحق .

سعر الصرف : x ه صافي الأصول الأجنبية / ي (الفترة ٨١ - ١٩٨٩)

معادلة الانحدار :

$$y = 29.89x - 1031.5$$

$$r = 0.9469$$

ح - سعر الصرف المستخدم فى معادلة الانحدار هو متوسط مجموعة أسعار تبدأ بأسعار السوق الموازية ثم السوق المصرفية الحرة وبذلك نستبعد من الاعتبار سعر مجمع البنك المركزى (الرسمى) والذي لم يتغير من ٧٠ قرش خلال الثمانينات (وكان يمكن تجربة حسابات تقديرات السعر الحقيقى للصرف ولكن لا تتسع الدراسة الحالية لذلك)

على أنه من الواضح فى ضوء بيانات الجدول (٢٣) :
من حيث أهمية صافى الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية توجد علاقة مـا بينها وبين السيولة المحلية (عرض النقود ن ٣) ولكن هذه العلاقة من المؤكد محدودة لـضآلة مساهمة صافى الأصول فى عرض النقود حيث لم تتجاوز ١٠ ٪ باستثناء
ط م ١٩٨٨ .

وعليه يتوقع أن تكون قدرة البنك المركزى (من خلال عمل السياسة النقدية) فى التأثير على ميزان المدفوعات محدودة فى ضوء ما ذكرنا بالاضافة الى الآتى :
أولا : أن محتوى الواردات يتأثر فى مصر بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية .
ثانيا : لا يوجد فى مصر سوق للأصول الأجنبية قصيرة الأجل بالمعنى المفهوم فى أسواق المال فى العالم بحيث يتأثر بفروق أسعار الفائدة العالمية بالاضافة الى أن حجم الأسهم والسندات الدولارية وبالعملات الأجنبية (كما سبق الإشارة فى المبحث الأول) محدود بمحدودية سوق المال فى مصر وغير قابلة للتداول فى البورصات العالمية .

ثالث : لا تزال توجد قيود على التجارة الخارجية ارتبطت أساسا بمرحلة التنمية الاقتصادية على الرغم من محاولات التحرير .

رابعاً : بالرغم من أن تخفيض سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية قد يقترح لتشجيع الاستثمار الأجنبي الخاص ^(١) إلا أنها قد تساهم في زيادة الضغوط التضخمية .

نظراً لصعوبة قياس العلاقات الفرعية بين سعر الصرف وبنود صافي الأصول كل على حدة داخل دراسة واحدة ونظراً لأهمية ودائع القطاع العائلي من العملات الأجنبية من منظور السياسة النقدية وأهدافها فإننا قمنا بحساب علاقة الانحدار بين سعر الصرف وودائع القطاع العائلي وقد وجد أن العلاقة موجبة مما يدل على أن تأثير إدارة سعر الصرف كانت موجبة على تحويلات العاملين بالخارج جدول (٢٤) .

Sethi, J.D., Problems of Monetary Policy in under developed Country with

Special reference to India ,ASIA Pub. House, 1961, Chapter XIII, P. 97

جدول (٢٤) : العلاقة بين أرصدة الودائع لدى القطاع الماعلى وسعر المصرف

خلال المائتينات .

السنوات	أرصدة لدى البنوك التجارية بالجنيه	أرصدة لدى بنوك الاستثمار والأعمال والجنيه	إجمالي بنوك الودائع جنيه	سعر الصرف المقوم به	إجمالي أرصدة الودائع بالذولار	صافي الأصول الأجنبية
١٩٨١/٨٠	١١٦٢,٠	٣٦٩,٩	١٥٣١,٢	٨٣,٢	١٨٤١,٠	٥٠٨
١٩٨٤/٨٣	٢٨٦٩,٨	٧٥٦,٢	٣٦٢٦	٨٣,٢	٤٣٥٨,٢	٢٠٣٨
١٩٨٧/٨٦	٦٥٦٧,٠	١٤٣٦,٨	٨٠٠٣,٨	١٤٦,٠	٥٤٨٢,١	٣١٣٠
١٩٨٨/٨٧	١١٤٩٥,٢	٢٣٨٢,٣	١٣٨٧٨,٠	٢٣٠,٨	٦٠١٣,٠	٦١٣١
١٩٨٩/٨٨	١٣٤٧٦,٠	٢٥٢٨,٠	١٦٠٠٤,٠	٢٤٥,٩	٦٥٠٨,٣	٥٩٩٥

المصدر : انتر الملحق .

معادلة الانحدار : $y = 1621.071 + 21.024 x$, $r = 0.786$ y حيث تمثل إجمالي أرصدة الودائع لدى القطاع الماعلى : y سعر الصرف : x

٢٠٤٠٢ تأثير سعر الصرف على الموازنة الحكومية :

بمتتبع التغيرات السنوية في الموازنة العامة وسعر الصرف والدين الداخلى يتضح أن قيمة العجز الصافى للموازنة العامة قد اتجهت نحو الانخفاض بنسبة ١٨% مع التخفيض التالى للتخفيض الرسمى (عام ١٩٧٩) كما أنه فى ظل الثبات لسعر صرف الجنيه رسميا وغير رسميا حتى عام ١٩٨٥/٨٤ حدثت انخفاضات سنوية متتالية فى العجز الصافى ونسبته الى العجز الكلى وهذا قد يفسر اما :

أ - بمحاولات الحكومة لتقليل الاعتماد على الجهاز المصرفى للتمويل وهو ما يتأكد باتجاه تخفيض نسبة العجز الصافى الى العجز الكلى من ٤٤ر عام ٨٠/١٩٨١ الى ٢٢ر عام ٨٤/١٩٨٥ . أو

ب - بعدم دقة حسابات العجز الصافى المقدرة والتي قد لا تكون بالدقة التامة .
لنعكس العجز الفعلى للموازنة العامة .

ومن ثم فقد تتضح الصورة أكثر بالاعتماد على التغيرات السنوية فى تقديرات الدين العام الداخلى جدول (٢٥) . حيث تشير الى تواكب التغيرات السنوية فى أسعار الصرف مع التغيرات السنوية فى الدين العام الداخلى فى السنوات فيما بحسب ٨٤/١٩٨٥ مما يدل أن التدهور فى قيمة الجنيه قد أحدث زيادات فى الدين الداخلى بنفس نسب التغير السنوى تقريبا (*) . وهو ما يحى أن التغيرات المتوقعة فى قيمة الجنيه مستقبلا ستترك آثارا ملموسة فى الموازنة الحكومية والدين الداخلى ستؤثر حتما على الاستقرار الاقتصادى ما لم يتم تطوير سوق المال والنقد

(*) وهو ما قد يفسر بأن تدهور سعر الصرف كان المحدد الرئيسى للزيادة فى الدين العام الداخلى . والواقع أن التوصل الى تحديد مسئولية سعر الصرف تتطلب دراسات تفصيلية لعلاقة كل بند من بنود الموازنة سواء على جانب النفقات أو الإيرادات بسعر الصرف وهو ما لم يتسع له المقام هنا .

جدول (٢٥) : التغيرات السنوية في الموازنة العامة والدين الداخلي وسعر الصرف

	٨١/٨٠	٨٢/٨١	٨٣/٨٢	٨٤/٨٣	٨٥/٨٤	٨٦/٨٥	٨٧/٨٦	٨٨/٨٧	٨٩/٨٨
نسبة التغير السنوي في المعجز الصافي %	(١٨,٥)	(٦٤,١)	٣٢٨,٦	(١٣,٣)	(٧,٢)	(٢٥,٠)	(١٣,٣)	(١٢,٨)	(١,٥)
نسبة المعجز الصافي المعجز الكلي	٤٤ر	١٠ر	٣١ر	٢٦ر	٢٢ر	١٨ر	١٦ر	١٤ر	٠,٩ر
اسعار الصرف	٨٣,٢	٨٣,٢	٨٣,٢	٨٣,٢	٨٣,٢	١٣٦,٠	١٤٦,٠	٢٣٠,٨	١٤٥,٩
تغير أسعار الصرف %	١٣,٢	—	—	—	—	١٣,٢	١٤,١	١٩,١	١٥,٨
نسبة التغير السنوي في الدين العام الداخلي %	٤٢,٠	٢ر	١٨,٠	٢٣,٣	٦,٢	١٦,٢	١٤,٥	١٩,١	١٣,٢

المصدر : جداول (٢) و (٣) و والملحق.

بحيث توضع استراتيجية لتقليل الاعتماد على مصادر التمويل الخارجى وتطوير
أساليب تنمية المدخوات المحلية . هذا مع الأخذ فى الاعتبار التخفيضات المتعلقة
بأثر تحرير سعر الصرف فى مجمع البنك المركزى على التخصيص الأمثل للموارد
وعلى أسعار السلع الأساسية .

خلاصة الجزء الثانى :

تحدد أهداف السياسة الائتمانية والنقدية خلال الثمانينات بتوفير احتياجات النشاط الاقتصادي بما يلاءم أولويات الخطة ، محاربة التضخم ، دعم الجنيه المصرى ومساندة خططوات الإصلاح الاقتصادي ٠٠٠ الخ .

وقد أعتمد البنك المركزى المصرى فى تحقيق السياسات النقدية والائتمانية على اداتين رئيسيتين :
أسعار الخصم ، وأسعار الفائدة الدائنة والمدينة .

وتشير نتائج الدراسة الى أن أسعار الفائدة على الودائع أكثر من سنة قد تم رفعها عدة مرات خلال الثمانينات وأن أسعار الفائدة المدينة قد حافظت على فرق لا يقل عن ٢% مع سعر الخصم لذلك فقد تفاوتت أسعار الفائدة على القروض حسب نوعية قطاعات النشاط الاقتصادي وذلك فى اطار سياسة عامة لعلاج الاختلال الهيكلى فى الاقتصاد المصرى ، ويكشف التحليل للارقام عن عدم تكامل هيكل أسعار الفائدة فى الاقتصاد مع وجود فروق واسعة فى ثمن الائتمان من قطاع الى آخر وعلى مستوى المشروعات بالإضافة الى قائمة العملات والمصاريف ٠٠٠ الخ . حيث يلاحظ تدنى النصيب النسبى للزراعة والصناعة فى توزيع الائتمان بالإضافة الى الارتفاع النسبى فى أسعار الفائدة التفضيلية والميسرة .

وبالنظر الى أداتى الرقابة النقدية نسب السيولة والاحتياطى فقد لفتت الدراسة الانتباه الى أنهما لم تكنا موظفتان على الاطلاق .

أما السياسة الائتمانية الكمية المنشودة التى أستخدمت فى بعض سنوات الثمانينات فقد فشلت فى تحقيق المستهدف منها وربما كان ذلك سببا فى أستخدام سياسة ربط التوسع الائتمانى بحجم الودائع .

وباعتبار أن الحكومة قد مثلت المصدر الرئيسى للزيادة فى السيولة المحلية فان الائتمان الممنوح للحكومة أجدد بأن تستهدفه السياسة النقدية والائتمانية بالتقييد لضبط معدلات نمو السيولة المحلية .

والواقع أن تقييم الجزء الثاني من الدراسة لفاعلية أدوات السياسة النقدية والائتمانية قد ألقى الضوء حول الآتي :

أولا : ان سياسة سعر الخصم لم تكن فاعلة لضعف سوق ما بين البنوك حيث تشير النتائج الى أن البنوك التجارية كان اعتمادها الأكبر على أرصدة الودائع فلم يتجاوز اقتراضها من البنوك المصرية ٧% (حيث مثل نصيب البنك المركزي بالسبته ١٧% (١٩٨٩) من اجمالي التزامات البنوك التجارية) مقابل ٢٣% لبنوك الاستثمار والاعمال). والواقع أن ذلك يبرز أهمية دور هذه الودائع في تمويل استثمارات التنمية في مصر وكذلك أهمية تواجد سوق مالية نشطة وهيكل سعر فائدة متوازن لتشجيع تدفق الودائع ومنهج الائتمان . أيضا فان الاقراض بضمان الاوراق المالية قد مثل نشاطا محدودا للبنوك التجارية، ويرتبط تنشيط سوق المال بقبول الاوراق المالية كضمان لمنح الائتمان لدى البنوك التجارية .

ثانيا : تتحدد فاعلية اداة سعر الفائدة من خلال جذب الودائع ومنح الائتمان . حيث توضح النتائج أنه قد ترتب على رفع أسعار الفائدة خلال الثمانينات أن تغير هيكل الودائع في صالح الودائع لاجل على حسب الودائع الجارية وهو ما يعنى أن السياسة النقدية مشحولة عن تركيز المدخرات في الودائع الزمنية في البنوك كقنوات مباشرة لتمويل الزيادات السنوية في الدين العام مما يشكل عائقا امام تطوير أسواق النقود ورأس المال .

وانه على الرغم من ارتفاع أسعار الفائدة المدينة ووضع سقف ائتمانية الا أن المشروعات لم تتوقف عن الاعتماد على الائتمان بالرغم من ارتفاع تكلفته نظرا لضعف مواردها الذاتية وضعف سوق المال مما يلقى الضوء على أهمية التوسع الائتماني في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي .

ثالثا : ويتحدد مستوى فاعلية سياسة السوق المفتوحة خلال الثمانينات في ضوء الآتي :

١- عدم وجود سوق نشطة للسندات الحكومية بالرغم من هيمنة البنك المركزي على حافظة الاوراق المالية في مصر . حيث تقتصر السندات على السندات الحكومية

وتمثل الاسهم نسبة لا تتجاوز ٧٪ من الاوراق المالية • وهو ما يعنى أن السياسة النقدية كان مجالها الوحيد هو السوق الآجل والمتوسط الآجل في السندات • أيضا فان غالبية الاوراق المالية في المحفظة الاستثمارية للبنوك تتركز داخل البنوك التجارية • وهو ما يؤكد على ضالة الدور الذى لعبته بنوك الاستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة فى التنمية خلال الثمانينات • وهذه الصورة قد عكست ضعف سوق الاوراق المالية فى مصر مما دعا الى الحاجة الى بعض الادوات لتنشيطه وزيادة فاعليته للمساهمة فى التنمية •

٢- ان القضية الاساسية للجهاز المصرفى ليست درجة استقرار أسعار السندات بقدر ما هى تدنى القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية بسبب انخفاض العوائد النسبية المتوقعة للسندات مقارنة بالايدياع فى البنوك •

٣- ان البنوك المصرية لم تكن لتعانى من قيود سيولة يتتبع المستويات الفعلية للاحتياج والسيولة •

وان الحكم على فعالية أدوات السياسة النقدية والائتمانية فى انجاح أهداف السياسة النقدية يترجم فى التحليل النهائى بالقدرة على تقليل عجز الموازنة العامة للدولة ثم حسن ادارة الدين الداخلى •

ان الارقام تبرز محاولات خلال الثمانينات لتغيير هيكل ومصادر تمويل عجز الموازنة العامة • حيث يلاحظ أن الاوعية الإلادخارية المحلية قد غطت ما يقرب من نصف عجز الموازنة العامة وأن اللجوء للجهاز المصرفى لتمويل العجز الصافى لم تتجاوز حصتها ٢٦٪ • كذلك فان ظاهرة العجز الفعلى فى الموازنة العامة لا يرجع فقط الى قصور الموارد السنوية عن توفير متطلبات الانشطة التى تتطلب انفاقا عاما ولكنه يرجع للخروج عن مبدأ سنوية الموازنة وعدم دقة التقديرات للعجز • الخ •

ونظرا لان الآثار النقدية للقروض العامة على الاستقرار الاقتصادى تتوقف على هيكل الاستحقاق وسيولة الدين العام واستهلاكه فى المقارنة بالسبعينيات حيث كان يؤخذ على مكونات القروض العامة

الافراط في الاعتماد وعلى الجهاز المصرفي في تمويل عجز الميزان مما ساهم في خلق ضغوط تضخيمية فان مؤشرات الثمانينات قد كشفت عن الاتجاه نحو التركيز على السندات الحكومية والاوعية الادخارية لتمويل عجز الموازنة • و تتركز مساهمات الافراد في الدين العام في حصيلة شهادات الاستثمار وفائض هيئتي التأمين وصناديق التوفير ويمثل غياب عمليات اصدار سندات حكومية جديدة من خلال الاكتتاب العام بعض أوجه القصور في سياسة الدين العام والامر يتطلب كما اقترحت الدراسة تطوير اسواق المال ورفع سعر الفائدة على سندات الحكومة أي التنسيق بين السياستين المالية والنقدية • فرفع أسعار الفائدة على الصكوك للحكومية وتداولها في سوق الاوراق المالية سيعطى فرصة كبيرة لتطوير سياسة ادارة الدين ليس فقط بالتمويل دون ضغوط تضخيمية ولكن عن طريق اعادة بيع هذه الصكوك في السوق المالية حيث سيساهم ذلك في جذب قطاع كبير من المدخرين ويحل مشاكل الشركات المتعثرة وينشط البورصة، فالتركيز على اكتتاب الافراد في السندات وليس قصرها على البنوك وشركات القطاع العام يجب ان يمثل نقطة محورية في استراتيجية السياسة النقدية وفي ادارة الدين العام الداخلي •

ولقد لعبت سياسة سعر الصرف دورا في ادارة الدين العام الداخلي خلال الثمانينات حيث ترتب على تدهور سعر الصرف زيادة أعباء اقتناء العملات الاجنبية لتغطية العجز المترتب على اعادة التمويل وكذلك تمويل احتياجات القطاع العام مما انعكس مرة أخرى على التضخم والتدهور لسعر الصرف الا انه مع الاتجاه لتحرير سعر الصرف سترتب على ذلك زيادة أعباء الاستيراد وخدمة الدين الخارجى ومن ناحية أخرى زيادة موارد الصادرات •

ونظرا لضآلة مساهمة صافي الاصول في عرض النقود وعدم وجود سوق للاصول الأجنبية قصيرة الآجل لمحدودية سوق المال في مصر فانه يتوقع أن تكون قدرة البنك المركزى (من خلال عمل السياسة النقدية) في التأثير على ميزان المدفوعات محدودة •

وتدل النتائج التطبيقية عن وجود علاقة ارتباط موجبة بين سعر الصرف وودائع القطاع العائلى • وكذلك عن توافك التغير السنوى في سعر صرف الجنيه مع التغيرات السنوية في الدين العام

الداخلي وهو ما يعنى أن تحرير سعر صرف الجنيه مستقبلا من المتوقع أن يؤثر على الاستقرار الاقتصادي ما لم يتم تطوير سوق المال والنقد بحيث يقل الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية ويتم تنمية المدخرات المحلية •

وفي ضوء حزمة الاجراءات النقدية الجديدة التى بدأت أكتوبر ١٩٩١ والتى تتلخص فى الآتى :

- الغاء السقف على اسعار الفائدة •
- خفض نسب الاحتياطى النقدى والسيولة •
- تعويم سعر الخصم (وربطه بسعر اذون الخزانة) •
- تقييد الائتمان المصرفى •
- تحرير سوق الصرف •
- تسويق اذون الخزانة القصيرة الاجل •

يثار التساؤل لى مدى ستعتبر استراتيجية التحرير السريع لسعر الفائدة هى الاستراتيجية المناسبة لظروف الاقتصاد المصرى بالاخذ فى الاعتبار ؛ وضع القطاع الخاص ، أدوات السياسة النقدية ومؤسسات الجهاز المصرفى وقدرتها على تحقيق المنافسة وآليات السوق ثم سوق الاقتراض بين البنوك •

فمن الواضح فى ضوء تحليلات ونتائج الجزء الثانى من الدراسة ضرورة تحسين فعالية أدوات السياسة النقدية وتنشيط سوق الاقتراض ما بين البنوك وترويج الاوراق الحكومية ثم التصدى لقضية نقص الموارد المحتملة للبنوك المتخصصة الاكثر اعتمادا على البنك المركزى فى الحصول على موارد ها بالمقارنة بالبنوك التجارية وبنوك الاستثمار والاعمال وكذلك أهمية تجنب استمرار السياسة الحالية فى استنزاف موارد الجهاز المصرفى من أجل تمويل المعجز الحكومى وحرمان القطاعات الانتاجية من موارد ها • فاذا كانت اذون الخزانة هى احدى أدوات السياسة المالية فى سوق النقود فمن غير الممكن الوصول الى أسعار توازنية لهذه الازونات فى ظل وجود عجز كبير فى موازنة الحكومة فالمسألة تستلزم تكاملا وتنسيق السياستين المالية والنقدية • كذلك فاستمرار تخمة فى السيولة حتى بعد تخفيض نسب الاحتياطى والسيولة القانونية سيقف عتبة دون الوصول الى أسعار توازنية لها • لذا قد يقترح

ايجاد مصادر تمويل بعيدا عن الجهاز المصرفي لتعديل هياكل الشركات المتعثرة • وتبرز هنا أهمية تزامن خطوات اصلاح سوق رأس المال مع الاصلاح في سوق النقد لضمان توفير التمويل لهذه المشروعات • ويفترض مع قيام الشركات القابضة في قطاع الاعمال وطرح أوراق لعدد من شركاتها التابعة وطرحها في السوق تنمية وتنشيط سوق المال • ولتشغيل آلية السوق في تحديد اسعار أذون الخزانة يلزم الامر أن يكتب فيها الافراد ولا يقتصر على البنوك وشركات القطاع العام حتى لا تدور في نفس الحلقة المفرغة (كما سبق التنويه على ذلك) •

ويبرز في هذا الخصوص أهم سياسة تحرير سعر الصرف في تسهيل جانب من الودائع الد ولا ريبه وزيادة النقد الاجنبى في سوق الصرف مما يدعم الجنيه المصرى •

ملحق احصائى

خلاصة عامة

تخلص الدراسة في جزئها الأول بما يلي :

أ - تم تقدير الأساس الحقيقي للوساطة المالية للجهاز المصرفى بنسبة ٥٢% خلال فترة الثمانينات ، وذلك استنادا الى مواقف الدائنية / المديونية للقطاعات غير المصرفية تجاه الجهاز المصرفى .

ب - ساد المسار التوسعى للسياسة النقدية خلال الفترة ٨١/٨٢ - ٨٤/٨٥ ١٩٨٥ متبوع بمسار انكماش خلال الفترة ٨٥/٨٦ - ٨٨/٨٩ ١٩٨٩ ، لتوجيه رئيسى للسياسة النقدية خلال الثمانينات .

ج - يجب أن تكون جرعة التغير فى الاحتياطي القانونى (كأداة للسياسة النقدية) ضخمة حتى تحدث تأثيرها فى عرض السيولة .

د - السياسة النقدية غير قادرة على ضبط التفضيل النقدى للجمهور من خلال أداة سعر الفائدة كتكلفة للفرصة البديلة للاحتفاظ بالسيولة .

هـ - لا توجد قاعدة اقتصادية لتحديد حجم التغير التدرجى فى سعر الفائدة . والرأى هو تحريك سعر الفائدة دوريا بما يعادل معدل التغير فى الرقم القياسى لمكش الناتج المحلى الاجمالى - آخذين فى الاعتبار الوضع القائم لسعر الفائدة كأساس لاحتساب معدل تحريكه لأعلى .

و - سعر الفائدة الحقيقى السالب يفرغ السياسة النقدية الانكماشية (من خلال سعر الفائدة) من محتواها .

ز - طالما ، يلعب سعر الفائدة فقط دور المؤشر للحد الأدنى لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالسيولة .

ح - لا تزال السياسة النقدية من خلال السقوف الائتمانية أكثر فاعلية من تلك المطبقة من خلال سعر الفائدة .

ويخلص الجزء الثانى من الدراسة الى أن البنك المركزى المصرى قد اعتمد فى تحقيق السياسات النقدية والائتمانية على أدواتين رئيسيتين هما سعر الخصم وسعر الفائدة ، فى حين أن نسبة السيولة ونسبة الاحتياطى لم توظفا على الاطلاق . وقد ألقى تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية والائتمانية الضوء حول ما يلى :

أ - ان الحكم على فعالية أدوات السياسة النقدية والائتمانية فى انجاح أهداف السياسة النقدية يترجم فى التحليل النهائى بالقدرة على تقليل عجز الموازنة العامة للدولة ثم حسن ادارة الدين الداخلى .

ب - يتطلب الأمر التنسيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية بتطوير أسواق المال ورفع أسعار الفائدة على الصكوك الحكومية .

ج - يتوقع أن تكون قدرة البنك المركزى (من خلال اعمال السياسة النقدية) فى التأثير على ميزان المدفوعات محدودة لضعف مساهمة صافى الأصول فى عرض السيولة وعدم وجود سوق للأصول الأجنبية قصيرة الأجل لمحدودية سوق المال فى مصر .

د - التوصية بتحسين فعالية أدوات السياسة النقدية وتنشيط سوق الاقراض ما بين البنوك ، وترويج الأوراق الحكومية ، ثم التصدى لقضية نقص الموارد المحتملة للبنوك المتخصصة الأكثر اعتمادا على البنك المركزى فى الحصول على موارد ————— بالمقارنة بالبنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال ، وكذلك أهمية تجنب استمرار السياسة الحالية فى استنزاف موارد الجهاز المصرفى من أجل تمويل العجز الحكومى وحرمان القطاعات الانتاجية من موارد ها .

جدول (١) : جانب الخصوم من المركز المالي الاجمالي للبنوك التجارية

الاجمالي الخصوم	ودائع قيمة	التزامات قبل البنوك في الخارج قيمة	التزامات قبل البنوك في مصر قيمة	سندات وقروض طويلة الاجل قيمة	حقوق المالكية ومخصصات	مخصصات قيمة	حقوق المالكية قيمة	
٤٠١٥٧	٢٦٨٧٥	٤٠١٦	٣١٠٨	٢٧٧	٢٨٠٠	١٦٢٠	١١٨٠	١٩٨٦ يونية
٤٥٩٠٩	٣٠٨١٣	٣٦٢٤	٣١٥٧	٢٠٣	٣٢٧٠	٢٠٠٧	١٢٦٣	١٩٨٧ يونية
٥٩٦٦٣	٤١٠٨٧	٤٣٠٦	٣٦٣٦	٢٥٨	٣٩٢٣	٢٥١٣	١٤١٠	١٩٨٨ يونية
٦٧١٨٤	٤٥٢٤٥	٤٥٢٤	٣٣٦٥	٢١٧	٤٨٢١	٣٢٣٨	١٥٨٣	١٩٨٩ مارس
١٢٣١١,٣	٦٥١٧٥	١٣٤٧٠	٦٦٣٤	—	٨٠٤٣٣	٦٦٠٩	١٤٤٣	١٩٨٠ ديسمبر

المصدر : البنك المركزي المصري والنشرة الاقتصادية ١٩٨٩/٨٨٥ هـ العدد الثالث .

جدول (٣) : جانب الاصول من المركز المالي الاجمالي للبنك التجاري

الاجمالي الاصول	الخصم والاقتراض %	ارصدة الاقتراض والخصم قيمة	البنك في الخارج %	ارصدة قلة دي قيمة	البنك لدى العميل %	الارصدة لدى العميل	الارصدة استثمارا %	اوراق مالية استثمارا قيمة	نقدية %	نقدية قيمة	
٤٠٩٩٣	٤٣,٩	١٧٩٩٤	١٤,٣	٥٨٤٨	٢٦,٣٠	١٠٧٦٨	٨,٩	٣٦١٧	١,٦١	٦٥٩	يونية ١٩٨٦
٤٥٩٠٩	٤٣,٩	٢٠١٥١	١٣,٣	٦٠٨١	٢٦,١	١١٩٥٩	٩,٤	٤٣٣٣	١,٦٠	٧١٥	يونية ١٩٨٧
٥٩٦٦٣	٣٩,٧	٢٣٦٧٣	١٧,٠	١٠١٥٩	٢١,٣٠	١٢٦٧٨	١١,٤	٦٧٩٤	١,٢٠	٧٢١	يونية ١٩٨٨
٦٧١٨٤	٣٨,٩	٢٦١٢١	١٦,٥	١١٠٩٢	٢٠,٣	١٣٦١١	١١,٥	٧٧٣٨	٨	٥٣٢	مارس ١٩٨٩
١٢٣١١,٣	٥٣,٠	٦٥٢٩,٤	١٩,٦	٢٤١٨,١	٥,٧	٦٩٥,٩	٥,٥	٦٧٣,٧	١,٣	١٦٠,٠	ديسمبر ١٩٨٠

المصدر : البنك المركزي... المجلة الاقتصادية ه اعداد متفرقة .

جدول (٤) : جانب الأصول من المركز المالي الاجمالي لبنوك الاستثمار والاعمال والبنوك المتخصصة

نقدية قيمة	٪	اوراق مالية واستثمارات قيمة	٪	ارصدة لدى البنوك في مصر قيمة	٪	ارصدة لدى البنوك في الخارج قيمة	٪	ارصدة الاقراض والخصم قيمة	٪	اجمالي الأصول
٢٤,٠	٤ر	١٦٧,٦	٢,٧	١١٨٧,١	١٩,٤	١٧٧٤,٥	٢٩,٠	٢٥٧٢,٩	٤٢,٠	٦١١٩,٤
٨٠,٠	٨ر	٣٦١	٣,٨	١٥٤٣	١٦,١	٢٢٨٧	٢٣,٨	٤٣٠٣	٤٤,٨	٩٦٠,٨
٦٦	٦ر	٤٠٠	٣,٦	٢٠٢٥	١٨,٢	٢٤٢٧	٢١,٨	٥١٢٥	٤٦,١	١١١٢,٨
١١٠	٧ر	٥٧٠	٣,٦	٢٧٥٤	١٧,٢	٣٥٥٦	٢٢,٢	٦٩٠٧	٤٣,٠	١٦٠٥,٠
١٣١	٨ر	٤٦٣	٢,٨	٣١٣٢	١٩,٠	٤٠٧٤	٢٤,٨	٧١٢٦	٤٣,٣	١٦٤٥,٥
١٠,٧	٤ر	٣٠,٨	١,٠	١٤,٢	٥ر	٣,٤	١ر	٢١٤٠,٩	٦٩,٩	٣٠٦٥,١
٢	صفر	٨٧	٢,٣	١٨	٥ر	٩	٢ر	٣٠٩٩	٨٤,٥	٣٧٥,٧
٢	صفر	٩٧	٢,٠	٢٢	٥ر	٢٠	٤ر	٤٠٢٥	٨٢,٢	٤٨٩,٤
١١	٢ر	١٠١	١,٧	٤٠	٧ر	١٣	٢ر	٤٦٢١	٧٦,٢	٦٠٦,٧
٢١	٣ر	١٠٩	١,٥	٤٤	٦ر	٢٠	٣ر	٥٠١٩	٦٩,٦	٧٢١,٦
بنوك الاستثمار والاعمال										
بنوك الاستثمار والاعمال										
ديسمبر ١٩٨٤										
يونية ١٩٨٦										
يونية ١٩٨٧										
يونية ١٩٨٨										
يونية ١٩٨٩										
مارس ١٩٨٩										
البنوك المتخصصة										
ديسمبر ١٩٨٤										
يونية ١٩٨٦										
يونية ١٩٨٧										
يونية ١٩٨٨										
يونية ١٩٨٩										
مارس ١٩٨٩										

المصدر : البنك المركزي - المجلة الاقتصادية - -- أعداد متفرقة .

جدول (٥) : موقف البنوك مع البنوك الأخرى خلال سنوات مختارة

	مارس ١٩٨٩			يونيه ١٩٨٨			يونيه ١٩٨٧			يونيه ١٩٨٦			ديسمبر ١٩٨٤			
	% إجمالي التزامات البنك	% إجمالي التزامات البنك	قيمة	% إجمالي التزامات البنك	% إجمالي التزامات البنك	قيمة	% إجمالي التزامات البنك	% إجمالي التزامات البنك	قيمة	% إجمالي التزامات البنك	% إجمالي التزامات البنك	قيمة	% إجمالي التزامات البنك	% إجمالي التزامات البنك	قيمة	
إجمالي التزامات البنوك التجارية البنك المركزي المصري البنوك التجارية بنوك الاستثمار والأعمال البنوك المتخصصة	٦٧١٨٤	٣٣٦٥	٥٧١	٢١٣٣	٢٦٣٦	٩٣٣	٤٨١٩	٢٦٣	٣١٥٧	٤٠٨٣	٢٤٣	٣١٠٨	٧٨٣٤	١٦١	٣١٧٧	إجمالي التزامات بنوك الاستثمار والأعمال
	١٧,٠	٥٧١	١,٦	٢٥,٧	٩٣٣	١,٨	٢٦,٣	٨٣٠	٨٣٠	١,٨	٢٤,٣	٧٥٤	١,٦	٢٠,١	٤٣,٧	
	٢,٧	١٧٩٩	٣,٣	٥٤,٣	١٩٧٤	٣,٦	٥٢,٩	١٦٧٠	١٦٧٠	٤,١	٥٤,١	١٨٣	١,٦	١٢,٠	٣٣,٣	
	١,٢	٧٨٣	١,١	١٨,٢	٦٦٠	١,٣	١٨,٨	٥٩٤	٥٩٤	١,٦	٢١,٠	٦٥٢	١,٦	٢١,١	٤٦٨,٩	
إجمالي التزامات بنوك الاستثمار والأعمال البنوك المتخصصة	٢,٣	٢١٢	١,١	٢,٠	٦٩	١,١	١,٢	٦٣	٦٣	١,٠	١,١	٢٠	١,٠	١,١	١٨,٩	إجمالي التزامات البنوك المتخصصة
	١٣,٨	٣٧٦٢	١٢,٥	٢٠,٥	١٨٣٤	١٢,٧	٥٥,٢	١٤٠٨	١٤٠٨	١١,١	٥١,٤	١٠,٨	١٢,٣	٥١,٣	٧٥٣,١	
	٦,٨	١١٢١	٥,٦	٢٩,٦	٩٠٤	٨,٦	٣٧,٥	٩٥٥	٩٥٥	١١,١	٥١,٤	١٠,٦	١٢,٣	٥١,٣	٧٥٣,١	
	٢,٢	٣٦٧	١,١	١٠,٢	٣٠,٩	١,٦	٧,٢	١٨٣	١٨٣	١,١	٤,١	١٠,١	٢,١	٨,٨	١٢٩,٣	
إجمالي التزامات البنوك المتخصصة البنك المركزي المصري البنوك التجارية بنوك الاستثمار والأعمال البنوك المتخصصة	—	٤	—	—	٣	—	—	٤	—	—	—	٣	—	—	١	إجمالي التزامات البنوك المتخصصة
	٢٢١٦	٦٠٦٧	٢٨٧١	٤٨٩٤	٢٤,٤	٢٤,٤	٤٦,٢	١١٩٥	٢٥٨٧	٣٧٥٧	٥٢,٧	١٨٤٣	٣٥٣	١١٦,٩	١١٦,٩	
	١٧,٥	١٢٥٩	٢١,٤	٤٥,٣	١٣٠,١	٢٤,٤	٤٦,٢	١١٩٥	٢٥٨٧	٣٧٥٧	٥٢,٧	١٨٤٣	٣٥٣	١١٦,٩	١١٦,٩	
	٢٣,٨	٥٢,٥	٢٥,١	١٥٢٣	٤٢	٢٨,٣	٥٢,٥	١٣٨٥	٢٣,٨	٤٧,٠	٤٧,٠	٨٦,٦	١٥,١	٤١,٦	٤٨٤,٣	
إجمالي التزامات البنوك المتخصصة البنك المركزي المصري البنوك التجارية بنوك الاستثمار والأعمال البنوك المتخصصة	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	إجمالي التزامات البنوك المتخصصة
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	

المصدر : البنك المركزي المصري والهيئة الاقتصادية - مبالغ متفرقة .

جدول (٦) : القروض والكمبيالات المخصصة في البنوك التجارية

القروض والكمبيالات المخصصة	كمبيالات مخصصة من إجمالي القروض والكمبيالات	قيمة	اجمالي القروض	بضمان اوراق مالية من إجمالي القروض والكمبيالات	قيمة	بدون ضمان عيني	كمبيالات	بضمانات اخرى	بضمانات حاصلات زراعية	قطن	
٦٦٢٨,٦	٢٨	١٨ر٨	٦٦٠٩ر٨	٢٠٠٣	٢,٢	٤٧٧٤,٠	١٤٦,٢	٤٥١,٧	٨,٠	٢١٦,٦	١٩٨٠
١٨١٦٧,٢	٤	٢٥,٦	١٨١٤١,٦	٢٠٠٥	٨,٦	٩٨٩٠,٦	٤٣٧,٨	٣٩٠٥,٧	١٤,٤	٤٥٩,٤	١٩٨٥
١٩١٨٩,٠	٢	٢٢,٦	١٩١٦٦,٤	٢٠٠٤	٧,٨	٩٦٨٥,٢	٣٧٤,٠	٤٤٦٥,٨	١٢,٨	٥٥٩,٦	١٩٨٦
٢١٧٠٤,٠	١	٢٢,٩	٢١٦١٨,١	٢٠٠٤	٨,١	١٠٨٠١,٦	٣٢١,٨	٥٤٩٣,٩	٣٢,١	٦٠٥,٠	١٩٨٧
٢٤٩٦٢,٧	١٠	٢٤ر٨	٢٤٩٣٧,٩	٢٠٠٤	٨,٧	١٢٨٣٠,١	٢٩٦,٣	٥٧٢٢,١	٢٤,٧	٦١٩,٢	١٩٨٨
٢٧٠٠٨ر٨	١٠	٢٥,٧	٢٦٩٨٣,١	٢٠٠٤	٩,٦	١٣٦٣٤,٤	٣٢١,٤	٦٢٥٢,١	٣٧,٧	٤٣٤,١	١٩٨٩

١٢٠١

المصدر : البنك الاهلي المصري ، النشرة الاقتصادية ، العدد الاول والثاني ١٩٨٩

جدول (٧) : مكونات السيولة المحلية

صافي الأصول الأجنبية	سعر الصرف	صافي الائتمانات المحلي	إجمالي الأصول السيولة المحلية (ف٣)	
١٩٨١	٥٠٨	١٣٢٤٥	١٢٠١٦	
١٩٨٢	٣٧٨	١٨٦١٨	١٦٤٠٥	
١٩٨٣	٢٠٤٧	٢٢٢٤٣	٢١٢٢٤	
١٩٨٤	٢٠٣٨	٢٦٨٦٥	٢٥٠٩٥	
١٩٨٥	٢٠٦٨	٣١٧٤٤	٢٨٧٥٦	
١٩٨٦	٣٥٣٣	٣٨٥٣٧	٣٦٧٣٥	
١٩٨٧	٣١٣٠	٤٤٧٨١	٤١٥٠٣	
١٩٨٨	٦١٣١	٥٣٤٢٢	٥٣٩٣٠	
١٩٨٩	٥٩٩٥	٦٣١٢٨	٦٢١٧٤	

١٢٢١

المصدر : البنك المركزي... المجلة الاقتصادية... اعداد متفرقة .

٥ سيد عيسى... مرجع سبق ذكره ...

(مليون)

جدول (٨) : ودائع القطاع المائلي بالعملة الأجنبية لدى البنوك المسجلة في مصر

تطور صافي الأصول الأجنبية في البنوك	اجمالي ارصدة السودائع بال دولار	سعر الصرف المستخدم في التقييم (ق.ش.م) لكل دولار	اجمالي الارصدة لدى بنوك الودائع الأجنبية	الارصدة لدى بنوك الاستثمار الاعمال الأجنبية	الارصدة لدى البنوك التجارية الأجنبية	
-	١٣٢٧,٢	٧٠,٠	٩٢٨,٨	٢٤٣,١	٦٨٥,٧	١٩٨٠/٧٩
٥٠٨	١٨٤١,٠	٨٣,٢	١٥٣١,٧	٣٦٩,٧	١١٦٢	١٩٨١/٨٠
٣٧٨	٢٩٥٦,٩	٨٣,٢	٢٤٦٠,١	٤٩٧,٩	١٩٦٢,٢	١٩٨٢/٨١
٢٠٤٧	٣٨٠٠,٨	٨٣,٢	٣١٦٢,٣	٦٢٥,٥	٢٥٣٦,٨	١٩٨٣/٨٢
٢٠٣٨	٤٣٥٨,٢	٨٣,٢	٣٦٦٢,٦	٧٥٦,٢	٢٨٦٩,٨	١٩٨٤/٨٣
٢٠٦٨	٤٨٣٦,٤	٨٣,٢	٤٠٢٣,٩	٨١٥,٦	٣٢٠٨,٣	١٩٨٥/٨٤
٢٥٣٣	٥٢٥٦,٥	١٣٦,٠	٧١٤٨,٩	١٣٤٦,٥	٥٨٠٢,٤	١٩٨٦/٨٥
٣١٣٠	٥٤٨٢,١	١٤٦,٠	٨٠٠٣,٨	١٤٣٦,٨	٦٥٦٧	١٩٨٧/٨٦
٦١٣١	٦٠١٣,٠	٢٣٠,٨	١٣٨٧٨,٠	٢٣٨٢,٣	١١٤٩٥,٧	١٩٨٨/٨٧
٥٩٩٥	٦٥٠٨,٣	٢٤٥,٩	١٦٠٠٤,٠	٢٥٢٨,٠	١٣٤٧٦	١٩٨٩/٨٨

١١٨١١

المصدر : البنك المركزي. هـ. المجلة الاقتصادية. هـ. اعداد متفرقة .

$$y = 21.024 X + 1621.021 \quad r = 0.786$$

y

اجمالي ارصدة الودائع للقطاع المائلي

X

سعر الصرف

جدول (٩) : ملخص عام لميزان المدفوعات خلال الشمانينيات
مليون جنيه

الاجمالي الفائق او المعجز	صافي المعاملات الراسائية	ميزان المعاملات الجارية والتحويلات	التحويلات	رصيد ميزان العمليات في المنظرة	رصيد الميزان التجاري	
—	—	١٠٨٧,٨ —	٤٤,٣	٢٧٦٧,٧	٣٨٩٩,٨ —	١٩٨١٦٨٠
—	—	٢٠٦٤,٦ —	٣٥,٧	١٦٩٦,٨	٣٧٩٧,١ —	١٩٨٢/٨١
—	—	١٣١٣,٦ —	١٧,٦	٢٣٦٢,٥	٣٦٩٣,٧ —	١٩٨٣/٨٢
٥٧٤,٥ —	٨١٠,٦	١٣٨٥,١ —	٢٨٥٧,٨	٢٤٩,٢	٤٤٩٢,١ —	١٩٨٤
٣١٠,٥ —	١٠١٥,٩	١٣٢٦,٤ —	٢٤٩٦,٤	١٩,٨ —	٣٨٠٣,٠ —	١٩٨٥
١٢١,٣ —	٢٥٥١,٤	٢٦٧٢,٧ —	٦٩٥٤,٦	٥١,٧	٩٦٧٩,٠ —	١٩٨٧/٨٦
١٧٩,٦	٢٥٩٢,٩	٢٤١٣,٣ —	٧٥٨٣,٧	٢٤٧٠,٤	١٢٤٦٧,٤ —	١٩٨٨/٨٧
٢٢٩,٠ —	٣٧٩٤,٤	٤٠٢٣,٤	—	—	—	١٩٨٩/٨٨

المصدر : البنك المركزي المصري .. هـ المجلة الاقتصادية و .. اعداد متفرقة .
والبنك الاهلي المصري هـ النشرة الاقتصادية هـ العدد الثالث ١٩٨٣ .

- (١٤) سيد عيسى ، " سياسة أسعار الفائدة في ظل التحرير الاقتصادي في مصر " في تحرير الاقتصاد المصري ، المؤتمر العلمي السنوى السادس عشر للاقتصاديين المصريين ، القاهرة ، ١٢ - ١٤ ديسمبر ١٩٩١ .
- (١٥) سيد شوريجى ، دراسة قياسية لدالة الطلب على النقود في مصر ، مجلة البحوث التجارية المعاصرة ، تجارة سوهاج ، جامعة أسيوط ، العدد الأول ، المجلد الثانى ، يونية ١٩٨٨ .
- (١٦) صبرى أبو زيد ، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات ، مصر المعاصرة ، يناير ، أبريل ١٩٨٨ .
- (١٧) عبد الحميد القاضى ، " السياسة النقدية والائتمانية كأداة للتنمية الاقتصادية " ، مجلة مصر المعاصرة ، يناير ١٩٧٤ .
- (١٨) عبد المعطى حشاد ، " تعليق نسبة الاحتياطى المصرفى " الاهرام الاقتصادى ، ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ .
- (١٩) عدالات عبد الوهاب ، " لا لرفع سعر الفائدة " الاهرام الاقتصادى ١٩ سبتمبر ١٩٨٨ .
- (٢٠) على لبيب عزيز ، " أدوات الرقابة على الائتمان ، معهد التخطيط القومى ، مذكرة داخلية رقم ٤٢ ، أبريل ١٩٦٩ .
- (٢١) كتاب الاهرام الاقتصادى ، " تنمية الصناعية في مصر " ، دور البنوك التجارية في تمويل القطاع الصناعى ، سبتمبر ١٩٨٨ .
- (٢٢) محسن جمجوم ، " صكوك التمويل الجديد بين الضرائب والاعفاء الضريبى " الاهرام الاقتصادى ، العدد ١٠٧٢ ، ٣١ يولية ١٩٨٩ .
- (٢٣) محمد البنا ، السياسة المالية في مصر ٧٤ - ١٩٨٤ : العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية في اطار ادارة الدين العام الداخلى في المؤتمر العلمي السنوى العاشر للاقتصاديين المصريين ، ١٩٨٥ .
- (٢٤) محمود ابو العيون ، " توزيع الائتمان المصرفى بين الحكومة والقطاع الخاص في " دور الاستثمار الخاص في تحقيق أهداف التنمية ، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي السنوى الثالث عشر للاقتصاديين ٢٤ - ٢٦ نوفمبر ١٩٨٨ ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع .

- (٢٥) محمود أبو العيون ، " التشابك المالى والنقدى وفعالية السياسة الاقتصادية فى مصر " ،
مصر المعاصرة ، يناير وابريل ١٩٨٩ ، العددان ٤١٥ ، ٤١٦ .
- (٢٦) محمود الطنطاوى ، حجب الائتمان الانتاجى المدعوم والركود الاقتصادى فى الاقتصاديات
النامية مع اشارة خاصة للاقتصاد المصرى ، مصر المعاصرة ، يناير
ابريل ١٩٩٠ ، الاعداد ٤١٩ - ٤٢٠ .
- (٢٧) مدوح حبيب ، آليات التضخم من خلال التوسع النقدى وسعر الفائدة فى ندوة " آليات
التضخم فى مصر " مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية ، كلية
الاقتصاد ، جامعة القاهرة ٣ - ٥ مارس ١٩٩٠ .
- (٢٨) معبد الجارحى ، التطورات والسياسات النقدية فى مصر ١٩٥٠ - ١٩٨٢ ، مصر المعاصرة
العدد ٣٩٦ ، ابريل ١٩٨٤ .
- (٢٩) هدى صبحى ، أثر السياسات النقدية والائتمانية على الاستقرار والنمو ، معهد التخطيط
القومى ، مذكرة خارجية رقم ٥٠٣ ، أغسطس ١٩٨٩ .

ثانيا : المراجع باللغة الانجليزية :

- (1) Wabil, Mohareb, policy measures for money and capital
markets developments , L'EGYPTE CONTE MPORAIN, no . 404
APRIL, 1986 .
- (2) PATNAIK, K., M. Monetary
Policy and Economic Development in India,
DELHI, S. CHAND, Co., 1965.
- (3) Sethi, J.D , Problems of monetary policy in an under-
developed country, India, ASIA Pub. House, 1961.

سلسلة من القضايا صدر منها :

(١) دراسة الهيكل الاقليمي للعمالة فى القطاع العام فى جمهورية مصر العربية (ديسمبر ١٩٧٧)

Adverse Economic Effects Resulting from Israeli Aggressions and Continued occupation of Egyptian Territories, April 1978.

(٣) الدراسات التفصيلية لمقومات التنمية الاقليمية بمنظمة جنوب مصر (ابريل ١٩٧٨)

(٤) دراسة تحليلية لمقومات التنمية الاقليمية منظمة جنوب مصر (يونيو ١٩٧٨)

(٥) دراسة اقتصادية فنية لافاق صناعة الاسمدة والتنمية الزراعية فى جمهورية مصر العربية حتى

عام ١٩٨٥ . (ابريل ١٩٧٨)

(٦) التغذية والغذاء والتنمية الزراعية فى البلاد العربية . (اكتوبر ١٩٧٨)

(٧) تطور التجارة الخارجية وميزان المدفوعات ومشكلة تفاقم العجز الخارجى وسياسات مواجهته

(١٩٧٠ / ٦٩ - ١٩٧٥) . (اكتوبر ١٩٧٨)

Improving the position of Third World Countries in the International Cotton Economy, June 1979.

(٩) دراسة تحليلية لتفسير التضخم فى مصر (١٩٧٠ - ١٩٧٦) . (اغسطس ١٩٧٩)

(١٠) حوار حول مصر فى مواجهة القرن الحادى والعشرين . (فبراير ١٩٨٠)

(١١) تطوير أساليب وضع الخطط الخمسية باستخدام نماذج البرمجة الرياضية فى جمهورية مصر

العربية . (مارس ١٩٨٠)

(١٢) دراسة تحليلية للنظام الضريبى فى مصر (١٩٧٠ / ٧١ - ١٩٧٨) . (مارس ١٩٨٠)

(١٣) تقييم سياسات التجارة الخارجية والنقد الاجنبى وسبل ترشيدها . (يوليو ١٩٨٠)

(١٤) التنمية الزراعية فى مصر ماضيها وحاضرها (ثلاثة اجزاء) . (يوليو ١٩٨٠)

A study on Development of Egyptian National Fleet, June 1980 (١٥)

(١٦) الانفاق العام والاستقرار الاقتصادى فى مصر ١٩٧٠ - ١٩٧٩ . (ابريل ١٩٨١)

(١٧) الابعاد الرئيسية لتطوير وتنمية القرية المصرية . (يونيو ١٩٨١)

(١٨) الصناعات الصغيرة والتنمية الصناعية .

(التطبيق على صناعة الغزل والنسيج فى مصر) . (يوليو ١٩٨١)

(١٩) ترشيد الادارة الاقتصادية للتجارة الخارجية والنقدية الاجنبية (ديسمبر ١٩٨١)

- (٢٠) الصناعات التحويلية فى الاقتصاد المصرى (ثلاثة أجزاء) . (أبريل ١٩٨٢)
- (٢١) التنمية الزراعية فى مصر (جزئين) . (سبتمبر ١٩٨٢)
- (٢٢) مشاكل انتاج اللحوم والسياسات المقترحة للتغلب عليها . (أكتوبر ١٩٨٣)
- (٢٣) دور القطاع الخاص فى التنمية (نوفمبر ١٩٨٣)
- (٢٤) تطور معدلات الاستهلاك من السلع الغذائية وأثارها على السياسات الزراعية فى مصر . (مارس ١٩٨٥)
- (٢٥) البحيرات الشمالية بين الاستغلال النباتى والاستغلال السمكى (أكتوبر ١٩٨٥)
- (٢٦) تقييم لاتفاقية التوسع التجارى والتعاون الاقتصادى بين مصر والهند ويوغوسلافيا . (أكتوبر ١٩٨٥)
- (٢٧) سياسات وامكانات تخطيط الصادرات من السلع الزراعية (نوفمبر ١٩٨٥)
- (٢٨) الافاق المستقبلية فى صناعة الغزل والنسيج فى مصر . (نوفمبر ١٩٨٥)
- (٢٩) دراسة تمهيدية لاستكشاف آفاق الاستثمار الصناعى فى اطار التكامل بين مصر والسودان . (نوفمبر ١٩٨٥)
- (٣٠) دراسة تحليلية عن تطور الاستثمار فى ج.م.ع مع الاشارة للطاقة الاستيعابية للاقتصاد القومى . (ديسمبر ١٩٨٥)
- (٣١) دور المؤسسات الوطنية فى تنمية الاساليب الفنية للانتاج فى مصر (جزئين) . (ديسمبر ١٩٨٥)
- (٣٢) حدود وامكانات مساهمة ضريبية على الدخل الزراعى فى مواجهة مشكلة العجز فى الموازنة العامة للدولة وأصلاح هيكل توزيع الدخل القومى . (يوليو ١٩٨٦)
- (٣٣) التفاوتات الاقليمية للنمو الاقتصادى والاجتماعى وطرق قياسها فى جمهورية مصر العربية (يوليو ١٩٨٦)
- (٣٤) مدى امكانية تحقيق اكتفاء ذاتى من القمح (يوليو ١٩٨٦)
- (٣٥) Integrated Methodology for Energy Planning in Egypt, Sept. 1986. (يوليو ١٩٨٦)
- (٣٦) الملامح الرئيسية للطلب على تملك الاراضى الزراعية الجديدة والسياسات المتصلة باستصلاحها واستزراعها (نوفمبر ١٩٨٦)
- (٣٧) دراسة بعنوان مشكلات صناعة الالبان فى مصر (مارس ١٩٨٨)
- (٣٨) دراسة بعنوان آفاق الاستثمارات العربية ودورها فى خطط التنمية المصرية . (مارس ١٩٨٨)
- (٣٩) تقدير الاجار الاقتصادى للاراضى الزراعية لزراعة المحاصيل الزراعية الحقلية على المستوى الاقليمى لجمهورية مصر العربية عامى ٨٠ ١٩٨٥٠ . (يونيو ١٩٨٨)
- (٤٠) السياسات التسويقية لبعض السلع الزراعية وآثارها الاقتصادية (يونيو ١٩٨٨)

- ٤١ - بحث الاستزراع السمكى فى مصر ومحددات تنمية
أكتوبر ١٩٨٨
- ٤٢ - نظم توزيع الغذاء فى مصر بين الترشيد واللقاء
أكتوبر ١٩٨٨
- ٤٣ - دور الصناعات الصغيرة فى التنمية
أكتوبر ١٩٨٨
- ٤٤ - دراسة تحليلية لبعض المؤشرات المالية للقطاع الصناعى
أكتوبر ١٩٨٨
- التابع لوزارة الصناعة .
- ٤٥ - الجوانب التكاملية وتحليل القطاع الزراعى فى خطط التنمية
الاقتصادية والاجتماعية
فبراير ١٩٨٩
- ٤٦ - امكانيات تطوير الضرائب العقارية لزيادة مساهمتها فى
فى الإيرادات العامة للدولة فى مصر .
فبراير ١٩٨٩
- ٤٧ - مدى امكانية تحقيق اكتفاء ذاتى من السكر
سبتمبر ١٩٨٩
- ٤٨ - دراسة تحليلية لآثر السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية
على تطوير التنمية للقطاع الزراعى
فبراير ١٩٩٠
- ٤٩ - الانتاجية والاجور والاسعار - الوضع الراهن للمعرفة النظرية
والتطبيقية مع إشارة خاصة للدراسات السابقة عن مصر .
مارس ١٩٩٠
- ٥٠ - المسح الاقتصادى والاجتماعى والعمرانى لمحافظة البحر الاحمر
وفرض الاستثمار المتاحة للتنمية .
مارس ١٩٩٠
- ٥١ - سياسات اصلاح ميزان المدفوعات المصرى للمرحلة الاولى
مايو ١٩٩١
- ٥٢ - بحث صناعة السكر وامكانيات تصنيع المعدات الرأسمالية فى مصر
سبتمبر ١٩٩٠
- ٥٣ - بحث الاعتماد على الذات فى مجال الطاقة من منظور تنموى وتكنولوجى
سبتمبر ١٩٩٠
- وتكنولوجى
- ٥٤ - التخطيط الاجتماعى والانتاجية
أكتوبر ١٩٩٠
- ٥٥ - مستقبل استصلاح الاراضى فى مصر فى ظل محددات الارض والمياه
والطاقة ..
نوفمبر ١٩٩٠
- ٥٦ - دراسات تطبيقية لبعض قضايا الانتاجية فى الاقتصاد المصرى
نوفمبر ١٩٩٠
- ٥٧ - بنوك التنمية الصناعية فى بعض دول مجلس التعاون العربى
نوفمبر ١٩٩٠
- ٥٨ - بعض آفاق التنسيق الصناعى بين دول مجلس التعاون العربى
نوفمبر ١٩٩٠

- ٥٩ - سياسات اصلاح ميزان المدفوعات المصرى (مرحلة ثانية) نوفمبر ١٩٩٠
- ٦٠ - بحث اثر تغيرات سعر الصرف على القطاع الزراعى وانعكاساتها الاقتصادية ديسمبر ١٩٩٠
- ٦١ - الامكانيات والافاق المستقبلية للتكامل الاقتصادى بين دول مجلس التعاون العربى فى ضوء هياكل الانتاج والتوزيع يناير ١٩٩١
- ٦٢ - امكانيات التكامل الزراعى بين مجلس التعاون العربى يناير ١٩٩١
- ٦٣ - دور الصناديق العربية فى تمويل القطاع الزراعى ابريل ١٩٩١
- ٦٤ - بعض القطاعات الانتاجية والخدمية بمحافظة مطروح (جزئين) اكتوبر ١٩٩١
- الجزء الاول : القطاعات الانتاجية
- ٦٤ - بعض القطاعات الانتاجية والخدمية بمحافظة مطروح (جزئين)
- الجزء الثانى: القطاعات الخدمية والبنية الاساسية
- ٦٥ - مستقبل انتاج الزيوت فى مصر اكتوبر ١٩٩١
- ٦٦ - الانتاجية فى الاقتصاد القومى المصرى وسبل تحسينها - مع التركيز على قطاع الصناعة (الجزء الاول) الاسس والدراسات النظرية اكتوبر ١٩٩١
- ٦٦ - الانتاجية فى الاقتصاد القومى المصرى وسبل تحسينها - مع التركيز على قطاع الصناعة (الجزء الثانى) الدراسات التطبيقية اكتوبر ١٩٩١
- ٦٧ - خلفية ومضمون التطورات الاقتصادية الحالية والمتوقعة بشرق اوربا . ومحددات انعكاساتها الشاملة على مستقبل التنمية فى مصر والعالم العربى ديسمبر ١٩٩١
- ٦٨ - ميكنة الانشطة والخدمات فى مركز التوثيق والنشر ديسمبر ١٩٩١
- ٦٩ - ادارة الطاقه فى مصر وضوء ازمة الخليج وانعكاساتها دوليا واقليميا ومحليا ديسمبر ١٩٩١
- ٧٠ - واقع وافاق التنمية فى محافظه الوادى الجديد يناير ١٩٩٢
- ٧١ - انعكاسات ازمة الخليج (١٩٩١/٩٠) على الاقتصاد المصرى يناير ١٩٩٢
- ٧٢ - الوضع الراهن والمستقبلى لاقتصاديات القطن المصرى مايو ١٩٩٢
- ٧٣ - خبرات التنمية فى الدول الاسيوية حديثه التصنيع وامكانية الاستفادة منها فى مصر يوليو ١٩٩٢
- ٧٤ - بعض قضايا تنمية الصادرات الصناعية المصرية سبتمبر ١٩٩٢
- ٧٥ - تطوير مناهج التخطيط وادارة التنمية فى الاقتصاد المصرى فى ضوء المتغيرات الدولية المعاصرة سبتمبر ١٩٩٢