

مدى إمكانية تطبيق استهداف
التضخم كإطار رسمي للسياسة
النقدية في مصر

مدى إمكانية تطبيق استهداف التضخم كإطار رسمي للسياسة النقدية

في مصر (*)

The possibility of applying Inflation targeting as a formal framework for monetary policy in Egypt

١ - مقدمة البحث:

خلال الآونة الأخيرة، أصبح انتهاز سياسة استهداف التضخم-Inflation (Targeting)، كإطار جديد للسياسة النقدية - والتي يشار إليها في الأدبيات المختصة بالـ IT - بمثابة الاستراتيجية الأكثر انتشاراً وقبولاً بين عدد من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. وفي هذا السياق، يُعرف استهداف التضخم على أنه "قاعدة مثلى بمقتضاها تقوم البنوك المركزية بوضع نقطة رقمية *point target*، أو نطاق *target range* مستهدف لمعدل التضخم المطلوب تحقيقه، واستهداف الإبقاء على ذلك المعدل خلال أفق زمني معين *target horizon*، وإرساء (*anchoring*) التوقعات المستقبلية للأفراد بشأن التضخم، تجاه ذلك المعدل المستهدف. وقد بلغ عدد الدول التي تطبق رسمياً سياسة استهداف التضخم حتى نهاية عام ٢٠١٣، نحو ٣١ دولة، من بينهم ٢٣ دولة نامية وصاعدة^(١).

ويُعدّ الدافع الأساسي لبداية تطبيق تلك الاستراتيجية هو عدم قدرة المتغيرات النقدية الكمية أو السعرية - كالمجامع النقدية أو سعر الصرف - على إرساء التوقعات التضخمية نحو اتجاه منخفض، ولا سيما مع الانفتاح العالمي المالي والتجاري، والتطورات التي شهدتها ساحة الأدوات المالية والمصرفية، والتي عملت على تشابك وتعقد ديناميكية العلاقات الحقيقية والنقدية. والجدير بالذكر أن سر نجاح استراتيجية الـ IT هو أن تطبيقها

(*) هذا البحث منشور في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد الواحد والخمسون، العدد الثاني، يوليو ٢٠١٤.

(١) تعتبر نيوزيلندا أول دولة تبنت رسمياً استهداف التضخم في ديسمبر ١٩٨٩، تليها كندا، المملكة المتحدة، أستراليا والسويد وفنلندا. وتعتبر شيلي (١٩٩١) أولى الدول الصاعدة التي طبقت استهداف التضخم، تلاها نحو ٢٢ دولة نامية أخرى. أما أرمينيا ٢٠٠٩، ألبانيا ٢٠٠٩، مولدوفا ٢٠١٠، وجورجيا ٢٠١٠ آخر الدول المنضمة لمتدى الدول المطبقة لاستهداف التضخم. علاوة على ذلك، فإن عددا من البنوك المركزية في الدول المتقدمة (البنك المركزي الأوروبي، البنك الفيدرالي، وبنك اليابان، البنك المركزي السويسري) تطبق عديد من عناصر استهداف التضخم. انظر: Hammond, G, 2012, p;4.

مرهون باستيفاء مجموعة من الشروط المسبقة *preconditions* أو المتطلبات *prerequisites* (الاقتصادية والمؤسسية والفنية)، من أهمها استقلالية البنك المركزي، الانضباط المالي، وجود قطاع مصرفي ومالي صلب، تحقيق درجة عالية من الشفافية والمساءلة، تبنى نظام مرن لسعر الصرف^(١). ومن هذا المنطلق، وفي ضوء الانتشار السريع لسياسة استهداف التضخم، وعدم تخلي أي من الدول المطبقة عن تلك السياسة بعد تطبيقها رسمياً، فإن تساؤلاً هاماً يطرح نفسه، وهو «كيف استطاعت الدول الصاعدة والنامية منخفضة الدخل في ظل ما كانت-أو مازالت- تعانيه من قيود مؤسسية واقتصادية أن تطبق استهداف التضخم رسمياً؟». بمعنى هل بإمكان الدول المرشحة للانضمام لتطبيق تلك السياسة دون استيفاء كل الشروط والمتطلبات السابقة؟^(٢).

وتُعد مصر واحدة من الدول المرشحة لتطبيق استهداف التضخم، خاصةً وأن البنك المركزي أعلن منذ عام ٢٠٠٥ «أنه يسعى لتطبيق استهداف التضخم كإطار رسمي للسياسة النقدية بمجرد استيفاء الشروط اللازمة. ومنذ ذلك التاريخ تعتبر مصر في مرحلة انتقالية لحين استكمال الخطوات اللازمة للتطبيق الرسمي للـ *IT*^(٣). والجدير بالذكر، أنه بنهاية عام ٢٠١٣، لم يُعلن البنك المركزي تاريخاً محدداً لانتهاء المرحلة الانتقالية، ولم يقم بالإعلان الصريح -أو الضمني- عن رقم أو نطاق مستهدف للتضخم، بل ولم يوضح بصورة رسمية ما حققه خلال تلك المرحلة، وما لم يحققه، وهل ومتى هو مستعد للتطبيق الرسمي لاستهداف التضخم^(٤). في هذا السياق، فإن قدراً من عدم الوضوح يحيط بمدى

(1) Roger, S, 2009, pp; 24-25.

(2) ثلاثة دول فقط، فنلندا، أسبانيا وسلوفاكيا، تخلت تماماً منذ عدة سنوات عن استهداف التضخم، وذلك بسبب انضمامها لليورو. وربما يحدث تغيير في عدد الدول التي تستهدف التضخم في السنوات

القليلة المقبلة، بسبب انضمامها إلى منطقة اليورو. أنظر: Jahan, Sarwat, 2012, p;2.

(3) بيان السياسة النقدية للبنك المركزي، التقرير السنوي للبنك المركزي ٢٠٠٤/٢٠٠٥.

(4) في مسح أجراه صندوق النقد الدولي عام ٢٠٠٦ أوضح أنه من بين ٨٨ دولة عضو في الصندوق -بعد استبعاد الدول المطبقة للـ *IT*، أكثر من نصف الدول أعربت عن رغبتها في الانتقال إلى الاستهداف الصريح للتضخم. علاوة على ذلك، ما يقرب من ثلاثة أرباع هذه الدول كانت تتوقع التحول إلى الاستهداف الكامل للتضخم بحلول عام ٢٠١٠. وأشار المسح أن ما حققته مصر من إصلاحات <=

استعداد مصر للتطبيق الفعلي للتضخم، ولا سيما في ظل تصاعد اختلافات سعر الصرف، وتصاعد العجز المالي للموازنة العامة، وتباطؤ النمو خلال الأعوام الثلاثة الأخيرة. ومن هنا يأتي موضوع البحث، وهو تقييم مدى استعداد مصر للتطبيق الرسمي لاستهداف التضخم، وما هي الآليات الممكنة للتطبيق والتي تضمن تحقيق درجة عالية من استقرار الأسعار دون أن يكون ذلك على حساب الاستقرار الاقتصادي الحقيقي.

١- إشكالية وأهمية البحث:

تزايد إشكالية وأهمية الورقة البحثية الحالية من أنه في ضوء ما يعانيه الاقتصاد المصري من تصاعد لمعدلات التضخم، - بصورة شبه مستمرة -، ومع تفاقم الاختلالات الاقتصادية - من عجز مالي، وانخفاض قيمة العملة المحلية - منذ مطلع ٢٠١١، فما لا شك فيه أن قيام البنك المركزي بإنهاء المرحلة الانتقالية صوب التطبيق الرسمي للـ IT قد يصبح أمراً غير مؤكد، حيث قد يستهدف البنك المركزي ضبط الاختلالات المالية والنقدية وتقلبات سعر الصرف على حساب ضبط الاتجاهات التضخمية، وهو الأمر الذي يشكك من قدرة السلطة النقدية على استهداف التضخم^(١).

في هذا السياق الإشكالية التي يثيرها البحث، هي هل يتم تأجيل تلك الخطوة، والاستمرار في الاستهداف غير المباشر للتضخم؟ هل يتم التخلي عن تلك الاستراتيجية لصالح أهداف أخرى كاستقرار النمو؟ هل الحل هو التطبيق الفوري للاستراتيجية واعتبارها خطوة هامة في طريق الإصلاح المؤسسي؟^(٢) ولأنه ربما تقوم مصر مستقبلاً

= مالية ومؤسسية واقتصادية يؤهلها للتطبيق الرسمي للاستراتيجية مع بداية عام ٢٠١٠. أنظر N. Batini, P. Breuer, K. Kochhar, & S. Roger, 2006, p;8.

(١) تسبب الانخفاض في قيمة العملة المحلية، والاختناقات المحلية للاقتصاد المصري منذ عام ٢٠١١، مع الارتفاع العالمي لأسعار السلع الغذائية والنفط في تزايد الضغوط التضخمية منذ النصف الأول من عام ٢٠١١. وعلى هذا النحو أخذت فعالية السياسة النقدية تشتت بين التضخم المرتفع، تدهور قيمة العملة المحلية، وتراجع النمو الاقتصادي.. Emam, 2012, p;15.

(٢) لا زالت مصر حتى الآن تطبق استراتيجية استهداف معدل نمو المعروض النقدي كمتغير وسيط للتحكم في الضغوط التضخمية مع توجيه الأدوات التشغيلية النقدية والكمية تجاه ضبط نمو السيولة المحلية.. Awad, 2010, P;71.

بتطبيق استهداف التضخم، فهنا تتبلور أهمية الورقة البحثية الحالية، ولا سيما من خلال الاسترشاد بتجارب بعض الدول النامية التي استطاعت تطبيق استهداف التضخم في ظل ما كانت تعانيه من تحديات واختلالات اقتصادية واسعة النطاق. ومن ثم يمكن لدولة نامية مثل مصر أن تستفيد من تلك التجارب في تطبيق استهداف التضخم. وإذا كان هناك عدد من المعوقات التي تحول دون التطبيق الرسمي، فما هي السياسات التي تجعل مصر ملائمة للتطبيق. ومن هنا تأتي أهمية تقييم مدى استعداد مصر لتطبيق استهداف التضخم رسمياً، وكيفية الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في هذا الإطار.

٢-١ تساؤلات البحث:

استناداً إلى القضايا التي تطرحها الورقة البحثية الحالية، بشأن إمكانية تطبيق مصر رسمياً لاستهداف التضخم، يطرح البحث عدداً من التساؤلات يسعى للإجابة عليها من خلال أساليب التحليل المختلفة:

- ١- هل مصر مؤهلة للتطبيق الرسمي لاستهداف التضخم؟ ما الذي حققته مصر من شروط؟، وما الذي لم تحققه؟، وهل بها حققته هي ملائمة للتطبيق؟
- ٢- هل تطبيق مصر لاستهداف التضخم ممكناً؟ هل سينجح البنك المركزي باستخدام أدواته النقدية في إرساء التوقعات التضخمية؟ هل مسار التضخم في مصر قابل للخضوع تحت سيطرة البنك المركزي؟ وقابل للاستهداف؟
- ٣- في حالة إمكانية وضرورة التطبيق الرسمي، ما هي الصورة الأكثر ملاءمة للتطبيق؟ بما يتلاءم مع ما حققته مصر من شروط ومتطلبات؟ ومع ما تواجه من تحديات؟
- ٤- إذا كان من الصعب تطبيق سياسة الاستهداف الرسمي للتضخم في المرحلة الحالية، فما هي التحديات والعوائق؟ وكيف يمكن علاجها للإسراع بالتطبيق الرسمي؟

٣-١ أهداف البحث:

في ضوء التساؤلات السابقة تهدف الورقة البحثية الحالية إلى:

- استعراض أهم متطلبات وشروط التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم.
- عرض بعض التجارب السابقة للدول النامية والصاعدة، فيما يتعلق بتطبيق استراتيجية استهداف التضخم.
- تقييم أداء مصر خلال المرحلة الانتقالية، ومدى استيفائها للشروط والمتطلبات.
- استخلاص أهم المضامين والدروس المستفادة من التجارب السابقة لتقييم قدرة مصر على التطبيق الرسمي.
- تقييم قدرة البنك المركزي على إرساء التوقعات التضخمية من خلال تحليل أهم مصادر تلك التوقعات.
- توضيح أهم الخيارات المتاحة لمصر بشأن مدى إمكانية التطبيق الناجح والملائم لاستهداف التضخم.

٤-١ منهجية وأساليب البحث:

- تستند الورقة البحثية الحالية إلى المنهج الاستقرائي، حيث يتم عرض لبعض التجارب السابقة، وتقييم الوضع الحالي لمصر من حيث المتطلبات الاقتصادية والمؤسسية والتشغيلية وذلك لاستقراء بعض الحقائق بشأن واقع مصر للتطبيق الرسمي. كما تستند الورقة البحثية إلى استخدام الأسلوب الوصفي (متضمناً التحليل والقياس)، حيث يتم وصف استراتيجية استهداف التضخم وأبعادها ومتطلبات نجاحها من خلال تحليل تجارب بعض الدول النامية والصاعدة في استهداف التضخم، واستخلاص مضامين تفسيرية لمصر. كما سيتم تحليل وضع مصر من حيث استيفاء المتطلبات الأساسية. فضلاً عن استخدام الأسلوب القياسي، لقياس مدى كفاءة آليات السياسة النقدية في استهداف التضخم، وقياس وتحليل مصادر التضخم في مصر للتعرف على كفاءة البنك المركزي في إرساء التوقعات التضخمية.

٥-١ خطة البحث:

تنقسم الورقة البحثية الحالية إلى سبعة أجزاء: وقد سبق عرض الجزء الأول، والذي يتضمن مقدمة البحث، (إشكالية وأهداف وتساؤلات ومنهجية البحث). الجزء

الثاني: الإطار النظري لاستهداف التضخم: متضمناً خصائص ومفاهيم استهداف التضخم، وأهم الشروط والمتطلبات اللازمة. أما الجزء الثالث، فيتم فيه عرض لأهم تجارب الدول النامية والصاعدة المتهجة لاستهداف التضخم. ويتناول الجزء الرابع، تحليل لأداء مصر في استيفاء متطلبات التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم، من خلال الاستناد إلى بعض الحقائق الجوهرية والمؤشرات الرقمية وأساليب القياس. أما الجزء الخامس، فيتم في إطاره استخلاص بعض الدروس المستنتجة من التجارب السابقة، والتي يمكن لمصر أن تستفيد منها. أما الجزء السادس، فيتطرق إلى أهم مضامين السياسة بشأن إمكانية تطبيق استهداف التضخم والخيارات المتاحة. والجزء السابع، فيتم تخصيصه للملخص البحث وعرض لأهم النتائج والتوصيات.

١- الإطار النظري لاستهداف التضخم (الخصائص والمفاهيم والمتطلبات):

تم تدشين استهداف التضخم كإطار - وليس كقاعدة ثابتة - للسياسة النقدية منذ نهاية الثمانينيات من القرن الماضي، وكان ذلك رد فعل لفشل عديد من الدول في استهداف متغيرات اسمية أو كمية كمتغيرات وسيطة لتحقيق الاستقرار السعري. ثم أخذ تطبيق تلك الاستراتيجية في التنامي بين الدول المتقدمة والنامية. في هذا السياق، تتمتع استراتيجية استهداف التضخم بكثير من الخصائص التي تميزها عن الاستراتيجيات الأخرى البديلة - والتي تمكنها من إرساء (*anchoring*) التوقعات التضخمية^(١).

٢- مفهوم وخصائص استهداف التضخم:

تتضمن استراتيجية الـ *IT* عدداً من العناصر الجوهرية التي تجعلها الأكثر تفضيلاً في حقل استراتيجيات السياسة النقدية، أهمها: الالتزام المعلن والرسمي من قبل البنك المركزي بأن استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، بل والإعلان رسمياً بأن

(١) يطلق على تلك الاستراتيجية في كثير من الأحيان استهداف التوقعات التضخمية، باعتبار أنها تنطوي على هدف وسيط وهو إرساء التوقعات التضخمية كمرتكز اسمي للاستراتيجية. ويتحقق ذلك من خلال توفير نقطة اتصال (هدف رقمي)، وتحريك السلوكيات الاقتصادية من مستوى غير مرغوب للتضخم إلى المستوى المنخفض المعلن. أنظر: Martinez, 2008, p; 87.

تبنى أهداف أخرى سوف يتعارض مع ذلك الهدف الرئيسى، الإعلان الرسمى لمعدل أو نطاق رقمى مستهدف للتضخم خلال أفق زمنى معين سنة أو ثلاث سنوات قادمة على الأكثر. علاوة على ما سبق يُعد الشفافية والمساءلة هما السبيلان لتنفيذ الاستراتيجية بما يضمن مصداقية البنك المركزى. ويتبلور استهداف التضخم حول انتهاج البنك المركزى لمنظومة شاملة للمعلومات بشأن السلوك المتوقع للمتغيرات الحقيقية والنقدية التى تشكل مسار التوقعات المستقبلية للتضخم.^١ فى هذا السياق يعتبر استهداف التضخم رسالة علنية بأن البنك المركزى مهمته هي الالتزام بجعل التضخم عند مستوى محدد مسبقاً^(٢).

تشير العناصر السابقة إلى أن تطبيق استهداف التضخم - يجب أن يتم فى ضوء توافر عدد من الشروط والمتطلبات الاقتصادية والمؤسسية والتشغيلية والتى بدورها تعزز من مصداقية البنك المركزى فى التنفيذ. وعلى الرغم من الجدل بين الاقتصاديين بشأن مدى ضرورة استيفاء تلك المتطلبات، فإن هناك اتفاق على أنه بدون توافر بعض من تلك المتطلبات فإنه من الصعب توقع النجاح فى تطبيق الاستهداف المباشر للتضخم. ومما لا شك فيه أن تزايد عدد الدول الآخذة بتلك الاستراتيجية، ولاسيما الدول النامية ومنخفضة الدخل، جعل دراسة تلك الشروط، وأولوياتها فى الاستيفاء من أكثر الموضوعات جدلاً فى مجال الأدبيات المتعلقة باستهداف التضخم للدول المرشحة^(٣).

٢-٢ المتطلبات (preconditions) المسبقة لاستهداف التضخم:

بغض النظر عن الترتيب النسبى لأهمية تلك المتطلبات، فقد اتفقت معظم الدراسات المعنية باستهداف التضخم بأنها تتمثل فى - سبعة شروط أساسية - على الدول المرشحة للانضمام أخذها فى الاعتبار:

(١) تم فى إطار الورقة البحثية الحالية الرجوع للمصادر التالية فى هذا الشأن:

Amato, and Gerlach, (2002). Fraga, and Minella, (2003). Jonas and Mishkin (2003), Roger, and Stone, (2005)

(2) Pétursson, 2004, p; 58.

(3) Freedman, C. and Ötör-Robe, I., p;5.

٢-٢-١ استقلالية البنك المركزي Central Bank Independence

يُعدّ المطلب الأكثر أهمية، بل والجوهري لبدء التفكير في تطبيق سياسة استهداف التضخم. وتنطوي استقلالية البنك المركزي على عديد من العناصر: (١) استقلالية الأهداف (*goal independence*) بمعنى أن يعلن البنك المركزي رسمياً ومن خلال نص قانوني بأن هدفه المبدئي هو استقرار الأسعار (سواء يحدد الهدف بمفرده أو بالتشاور مع الحكومة). (٢) استقلالية الأدوات، أو الاستقلال الوظيفي (*Instrument independence*). بمعنى أن يكون لدى البنك المركزي مطلق الحرية في وضع واستخدام أدواته النقدية بالطريقة التي تمكنه من بلوغ المعدل المستهدف للتضخم بعيداً عن أي ضغوط سياسية، و(٣) عدم تقيد البنك المركزي بتمويل عجز الموازنة العامة من خلال تقديم التمويل مباشرة للحكومة، أو وجود نص قانوني يمنع البنك المركزي من تمويل العجز الحكومي^(١). وكلما نجح البنك المركزي في تحقيق استقلاليته، كلما زادت مصداقيته على إرساء التوقعات التضخمية نحو الهدف المعلن، ومن ثم كلما زاد اهتمامه بوضع آليات تجعله خاضعاً للمساءلة والالتزام بتحقيق الهدف^(٢).

٢-٢-٢ الانضباط المالي Fiscal discipline:

يعتبر ذلك الشرط أكثر ارتباطاً باستقلالية البنك المركزي. فوجود عجز مالي مرتفع، مع التزام البنك المركزي بتمويل العجز - إما من خلال الإقراض المباشر للحكومة، أو التزام البنك المركزي بشراء حصة من السندات الحكومية الموجهة لتمويل العجز -، يعني فقدان البنك المركزي للاستقلال الوظيفي والمالي، حيث ستتقيد حرية

(1) See; Batini, & Laxton, 2006, pp; 33-34. Roger, 2009, p;8.

(٢) معظم البنوك المركزية على الأقل تتمتع بحكم القانون *de Jure* باستقلالية الأهداف في وقت تطبيق استهداف التضخم. ومع ذلك، بعضها عانى من نقص في جوانب أخرى للاستقلالية التي تم = النص عليها قانونياً. وهو ما يعني أن الاستقلال القانوني لا يعني الاستقلال الفعلي *De Facto*. في هذا السياق فإن الاستقلال الوظيفي - وليس مجرد استقلال الأهداف - هو معيار الاستقلال الفعلي للبنك المركزي، وبدونه من الصعب تطبيق استهداف التضخم. أنظر: Alpanda, and Honig, 2009, P; 1369.

البنك المركزي في توجيه أدواته النقدية تجاه المعدل المستهدف للتضخم. كما أن ارتفاع أعباء الدين الحكومي قد يجعل البنك المركزي رافضاً لرفع سعر الفائدة -لخفض التضخم- خشية من ارتفاع أعباء الدين العام، وهو ما يُعد أيضاً إنقاصاً للاستقلال الوظيفي للبنك المركزي^(١).

٢-٢-٣ نظام مالي صلب: (Sound Financial System)

وجود نظام مالي سليم، (قطاع مصرفي صلب، وسوق مالي نشط ومتطور) يعتبر شرط ضروري لضمان فعالية التأثير الذي تمارسه أدوات السياسة النقدية على هدف الحد من التضخم - سواء من خلال سعر الفائدة أو من خلال قنوات أخرى كحجم الائتمان، وأسعار الأصول المالية. ومن جهة أخرى وجود قطاع مالي ضعيف وهش قد يكون -حجرة عثرة أمام تطبيق استهداف التضخم. حيث يجد البنك المركزي نفسه متردداً في رفع سعر الفائدة على المدى القصير خوفاً من أن يؤدي ذلك إلى التأثير سلباً على ربحية القطاع المصرفي وحدوث انهيارات مالية، ولا سيما في حالة القطاع المصرفي المكبل بالتنظيمات الحكومية وسيطرة الائتمان الحكومي^(٢).

٢-٢-٤ عدم استهداف متغير آخر (الالتزام بتعويم سعر الصرف) Floating exchange Rate system

إن استهداف متغير آخر، بجانب استهداف التضخم يعد انتقاصاً لأحد متطلبات تنفيذ الـ *IT*، وهو المصادقية. حيث سيتشكك الجمهور في أن البنك المركزي - في حالة تعارض الأهداف - سيعطي الأولوية لتحقيق هدف التضخم. على هذا النحو، فإن تطبيق سياسة استهداف للتضخم تتطلب البعد عن الاستهداف الصريح لأي متغيرات أخرى (سعر الصرف / كمية النقود) إلا بصورة محدودة، ضمنية ووقتيّة. ففيما يتعلق بسعر الصرف، فقد كانت أهم دوافع انتقال الدول الصاعدة إلى تطبيق استهداف التضخم خلال التسعينيات من القرن الماضي هو أنه في ظل التحركات غير المقيدة لرأس المال، أصبح ربط

(1) Khan, 2003, p; 9.

(2) Lajnaf, p; 2.

سعر الصرف غير ممكن. علاوة على أن استهداف التضخم في ظل الاستهداف الصريح أو الضمني لسعر الصرف قد يجعل سعر الفائدة اللازم لبلوغ التضخم المستهدف يتعارض مع ذلك اللازم للحفاظ على سعر الصرف مستقراً. في هذا السياق فإن الدول المطبقة لـ *ITL*، أو حتى المرشحة اختارت انتهاج نظام سعر الصرف المعلوم. ولكن في ظل ما قد ينتج عن تعويم سعر الصرف من الإخلال بالتضخم المستهدف، فإن كثير من الدول التي تطبق سعر الصرف المعلوم تتدخل بين حين وآخر لضبط تقلبات سعر الصرف^(١). أما فيما يتعلق باستهداف معدل نمو المعروض النقدي فهو أمر من الصعب تحقيقه جنباً إلى جنب مع استهداف التضخم، حيث تعاني معظم الدول النامية والصاعدة من ضعف العلاقة بين المجامع النقدية والأسعار بسبب ضعف قناة سعر الفائدة أو الائتمان المصرفي في نقل موقف السياسة النقدية. في هذا الصدد فإنه بمجرد الإعلان الرسمي والصريح لـ *ITL* يجب التخلي عن استهداف السيولة النقدية، وإلا سوف تنحرف التوقعات التضخمية عن حيز سيطرة البنك المركزي^(٢).

٢-٥ متطلبات مؤسسية:

إن ضمان مصداقية البنك المركزي في تطبيق استهداف التضخم، وعدم الإخفاق في بلوغ المعدل المستهدف يقتضى توافر شرطين تتحقق بهما مصداقية البنك المركزي: الأول، هو الشفافية *Transparency*: بمعنى أن يسعى البنك المركزي إلى دعم عملية الاتصال المفتوح والمستمر مع الجمهور من خلال نشر وإتاحة البيانات ذات الصلة بالاستراتيجية (إعلان صريح ورسمي عن معدل أو نطاق رقمي مستهدف للتضخم خلال أفق زمني

(١) حاولت بعض الدول الجمع بين استهداف التضخم مع سعر الصرف الزاحف خلال الفترة الانتقالية. (شيلي وإسرائيل وبولندا، والمجر)، إلا أن الصراع بين تحقيق هدف التضخم وسعر الصرف المستهدف تفاقم، وأسفر عن توسيع نطاق هامش سعر الصرف، ومن ثم التخلي عنه كليةً بنهاية المرحلة الانتقالية. Mishkin, and Miguel, 2000, pp; 20-23

(٢) الجدير بالذكر أن استهداف النقود يكون كفاء فقط في الحالات التي يمكن للنقود أن توفر إشارات واضحة حول نوايا السلطات النقدية مسبقاً، بما يساعد على التأثير في توقعات التضخم. أنظر Kadioglu, et al., 2000, p;8-9,

معين)، النشر الفوري واللحظي لقرارات السياسة النقدية، وبناء نماذج متطورة للتنبؤ والتحليل للتضخم الحالي والمتوقع^(١). أما الثاني فهو المحاسبة والمسئولية *Accountability*، حيث يجب أن يتمتع البنك المركزي بدرجة عالية من الاستقلالية، بحيث يصبح مسئولاً عن تنفيذ مهامه بشأن استهداف التضخم. وفي حالة عدم تلبية الهدف يجب الإبلاغ والالتزام بتصحيح الانحرافات، وتحقيق الهدف. ويجب على البنك المركزي أن يحدد بوضوح الوحدات المسؤولة أمام الحكومة عن تحقيق هدف التضخم. ويجب أن تكون المسئولية مصحوبة بإبلاغ قرارات السياسة النقدية بوضوح وشفافية للجميع^(٢).

٢-٢-٦ متطلبات تشغيلية وفنية: *Technical and Operation Requirements*

لفهم ديناميكية العلاقة القائمة والمتوقعة بين أدوات السياسة النقدية والتضخم، يجب أن يسعى البنك المركزي لتطوير واستخدام تقنيات ونماذج متقدمة لجمع وتحليل البيانات والتعرف على متغيرات السياسة النقدية، وتصميم نماذج متطورة للتنبؤ بمسار التضخم وحركة المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

كما يجب على البنك المركزي تصميم واستخدام مؤشر للتضخم *core inflation* يمكن الوثوق به والاعتماد عليه في تقدير التضخم المستهدف. ومن الأفضل اختيار مؤشر يحقق ما يلي: يكون أكثر تمثيلاً لتطورات القوة الشرائية للنقد، مثل *(CPI)*، وأكثر استخداماً من جانب المستهلكين، وأن يكون المؤشر قابل للخضوع بسهولة لتحكم البنك المركزي. بمعنى بناء مؤشر - يستبعد بقدر الإمكان-، المصادر التضخمية الناجمة عن عوامل خارج

(١) في بعض الأحيان يشار إلى الشفافية بالإفصاح (*Disclosure*) على أساس أن كلاهما يعني أنه يتعين على البنك المركزي التواصل بوضوح وبشكل متكرر مع الحكومة والأسواق والجمهور.

انظر: Chortareas, Stasavage and G. Sterne, 2002, pp; 141-155.

(٢) في بعض الدول، يتم فرض المساءلة في نص القانون التشريعي للبنك المركزي (مثل نيوزيلندا)، وفي بعض الدول يكون تقديم التقرير إلزامي، وفي دول أخرى إبلاغ الجهات التشريعية عن السياسة النقدية قرارات طوعية. في جميع الأحوال الخوف من فقدان المصداقية هو الذي يدفع البنك المركزي لإخضاع نفسه للمساءلة. Siklos., and I. Ábel, 2003, pp, 9-11.

سيطرة البنك المركزي^(١). ومن جهة أخرى، فبمجرد إعلان البنك المركزي نيته في انتهاج استهداف التضخم - حتى وإن لم يبدأ في التطبيق الرسمي -، فيجب عليه: (١) تحديد الأفق الزمني لتطبيق المعدل المستهدف، (٢) تحديد الرقم أو النطاق الكمي لمعدل التضخم المستهدف بما يتناسب مع التضخم الفعلي^(٢).

٢-٢-٧ وجود علاقة مستقرة وقابلة للتنبؤ بين التضخم وأدوات السياسة النقدية.

يُعد ذلك الشرط بمثابة المرآة العاكسة لتوافر المتطلبات الأخرى سالفة الذكر. حيث أن أهمية هذا الشرط سوف تدفع بدورها السلطات والمؤسسات المسؤولة إلى إجراء إصلاحات مستمرة لتسهيل من عمل السياسة النقدية، وسيجد البنك المركزي نفسه مجبراً على تطوير آليات التوقع - لجعل السياسة النقدية أكثر فهماً وكفاءة في التأثير^(٣).

في ضوء العرض السابق والذي يؤكد على ضرورة توافر متطلبات جوهرية لتطبيق استهداف التضخم، فهل مصر وهي في طريقها الانتقال استطاعت استيفاء تلك المتطلبات أو بعضها؟ وهل ما حققته يعتبر كافياً للتطبيق الرسمي للـ *IT*؟ هل يمكن لمصر - في إطار

(١) تتعارض وجهات النظر بشأن استخدام مؤشر التضخم المستهدف. حيث يعد مؤشر التضخم الأساسي الأكثر قدرة في تمكين البنوك المركزية من توجيه السياسة الاقتصادية للمعدل المستهدف. يستبعد هذا المؤشر السلع والبنود العرضة للتقلب ولصددمات العرض وصددمات الأسعار الدولية، ومن ثم يكون أكثر استجابة لتغيرات سعر الفائدة. ومع ذلك تفضل معظم البنوك المركزية استخدام الرقم القياسي للأسعار *CPI* حيث أنه يعكس التكاليف الحقيقية للمعيشة، كما أنه أكثر فهماً واستيعاباً من جانب الجمهور، علاوة على أنه يعكس التطورات الفعلية للتضخم، حتى وإن كانت خارج سيطرة البنك المركزي. Pétursson, 2004, p; 70.

(٢) جميع البنوك المركزية في ظل استهداف التضخم تحدد التضخم المستهدف في إطار أحدي من الفئات التالية: استهداف نقطة رقمية، استهداف نقطة مع فاصل زمني، أو استهداف نطاقاً. ومن بين التفسيرات التي تقدمها البنوك المركزية فيما يتعلق بوجود نطاق أو أفق زمني أطول (١) ليعكس التضخم المستهدف احتمالية الانحرافات أعلى وأسفل المستهدف، (٢) للاعتراف بتقلب أسعار بعض البنود المكونة للرقم القياسي للأسعار، (٣) لتوفير بعض المرونة في إدارة السياسة النقدية، (٤) السماح لانحرافات التضخم بما لا يخل بالهدف لمواجهة الصدمات المؤقتة من أجل تجنب التغيرات المتكررة في أسعار الفائدة. أنظر: Jane & Teresa, 2009, p; 1.

(3) Boughrara, Adel., 2007, PP; 58-60.

الوضع الراهن - البدء بانتهاج النمط الخفيف لاستهداف التضخم، أم أنها مؤهلة لتطبيق النمط كامل الأركان لاستهداف التضخم^(١).

في هذا السياق ينبغي تقييم مدى استعداد مصر للتطبيق الرسمي لاستهداف التضخم من خلال استعراض بعض التجارب السابقة في هذا الإطار، ومن ثم، تحليل أداء مصر فيما يتعلق باستيفاء شروط ومتطلبات التطبيق، وفي نهاية الأمر، يتم استخلاص أهم الدروس المستفادة لمصر. ويتم ذلك في إطار تحليل، من خلال تحليل أداء مصر في بعض المؤشرات ذات الصلة بمتطلبات التطبيق، ومقارنتها بما حققته بعض التجارب الأخرى، وفي إطار قياس مدى كفاءة السياسة النقدية لمصر في ضبط واستهداف تضخم منخفض.

٢- تجارب دولية سابقة لاستهداف التضخم

تم تطبيق استراتيجية استهداف التضخم رسمياً في نحو ٢٣ دولة صاعدة ونامية حتى نهاية عام ٢٠١٣، ومع اختلاف دوافع تلك الدول في تبني تلك الاستراتيجية، وتفاوتها في الأداء الاقتصادي وقت التطبيق الرسمي، فإن ما تشترك فيه هذه الدول هو أنها

(١) في سياق استيفاء المتطلبات السابقة، تُصنف الأدبيات المختصة استهداف التضخم إلى ثلاثة نسخ، التضخم كامل الأركان (Full Fledged Inflation Targeting (FFIT وفي إطاره تتمتع الدول بدرجة عالية أو متوسطة من المصدقية، والالتزام بالتطبيق الفعلي لآليات الشفافية والنشر والاتصال المفتوح، وتخضع البنوك المركزية في تلك الدول لدرجة جيدة من المحاسبة. وتتمتع الدول المطبقة لتلك النسخة بنجاحها في قطع شوط كبير في تحقيق الانضباط والتعميق المالي. الاستهداف الانتقائي للتضخم (Eclectic Inflation Targeting (EIT، تتمتع الدول المنتهجة له بدرجة واضحة من المصدقية في تحقيق المعدل المستهدف للتضخم دون تحقيق الشفافية الكاملة. لكن مع إرساء آليات جيدة للمحاسبة. ويُطلق أحياناً على هذا النوع الاستهداف المرن للتضخم Flexible inflation targeting حيث يُسمح للسياسة النقدية بأن تكون أكثر مرونة لمعالجة الصدمات الحقيقية المشوهة للتضخم والنمو ولا سيما على المدى القصير. الاستهداف الخفيف للتضخم (Lite inflation targeting (LIT الدول المطبقة له لا تتمتع بنوكها المركزية بقدر عالٍ من المصدقية، لم تقطع شوط كبير في الإصلاحات المالية، ولا زالت في مرحلة تحسين آليات الشفافية والمحاسبة والنمذجة، وفي مرحلة البناء المستمر والاستكمال لشروط التطبيق الكامل. أنظر: Mark, and Carare 2006, P; 1300.

نجحت، وإن كان بدرجات متفاوتة في استيفاء أكبر قدر من المتطلبات قبل التطبيق الرسمي. وهو ما يجعلها بلا شك مجالاً خصباً للدول النامية المرشحة - ومنها مصر - لاستخلاص مجموعة من المضامين المستفادة لها في المرحلة الانتقالية للتطبيق^(١).

٣-١ تجربة شيلي:

أعلنت شيلي رسمياً عام ١٩٩٠ بأنها سوف تطبق استراتيجية استهداف التضخم بعد أن فشلت سياسة سعر الصرف الثابت بأن تكون مرتكز للسياسة النقدية، خلال تلك الفترة. حيث واجهت شيلي معدلات مرتفعة للتضخم وصلت إلى نحو ٢٥٪ عام ١٩٩٠. وظلت في مرحلة انتقالية خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٨، حيث تم التطبيق الرسمي والصريح للـ IT منذ عام ١٩٩٩. وخلال تلك المرحلة انتهجت شيلي كثير من الإصلاحات التدريجية لإنجاح سياسة استهداف التضخم. حيث بدأت في تطبيق نظام سعر الصرف المرن تدريجياً، تنشيط عمليات السوق المفتوح واستخدام سعر الفائدة بين البنوك كمتغيرات تشغيلية، وتخفيض العجز المالي من خلال خطة جادة ومتدرجة للإصلاح المالي والضريبي. بل ونجحت في تحقيق فائضاً مالياً خلال المرحلة الانتقالية (بلغ نحو ١٪)^(٢).

فمنذ أن أعلن البنك المركزي رسمياً استقلالته عام ١٩٩٠ وهو مستمر في بناء قواعد الشفافية والإفصاح. وقد نجح البنك المركزي في تحقيق معدلات نزولية للتضخم. كما أعلن البنك المركزي بتمتهى الشفافية بأنه يلجأ إلى تهدئة تقلبات سعر الصرف من خلال التدخل غير الرسمي وذلك لفترات محددة. ومنذ عام ١٩٩٦ تحول البنك المركزي من

(١) يبلغ عدد الدول المرشحة للانضمام إلى قائمة الدول المستهدفة للتضخم نحو ٢٢ دولة، -من بينها مصر- أعلنوا استقرار الأسعار هدف رئيسي للسياسة النقدية ولكن دون الإعلان الرسمي للتطبيق. وتختلف الدول في مدى تدرجها في التنفيذ الرسمي حسب درجة الاتساق والمصادقية التي اكتسبها البنك المركزي خلال المرحلة الانتقالية في أنه سيجعل هدف التضخم هو صاحب الأولوية الأولى. في هذا السياق تعد نيجيريا، باكستان، سيريلانكا وكازاخستان من أكثر الدول القريبة للتطبيق الرسمي، حيث إنها تطبق بالفعل استقرار الأسعار كهدف ضمنى مع استهداف رقم محدد خلال تلك المرحلة الانتقالية.. Alexandr, Sarwat, and Edward, 2011, p;3.

(2) Céspedes, and Soto, 2006, pp; 3-8.

استهداف نطاق (٢٪-٤٪)، إلى استهداف نقطة رقمية مع هامش سماح. ومنذ عام ٢٠٠٧ اتسع هامش السماح إلى (٣±٪) خلال أفق زمني ٢٤ شهر. ويقوم البنك المركزي بتقديم تقرير عن التضخم الفعلي كل أربعة شهور، مع النشر الفوري لقرارات السياسة النقدية كل ثلاث أسابيع. كما نجح البنك المركزي لدولة شيلي في تعديل استخدامه للرقم القياسي للأسعار (CPI) بحيث يتضمن السلع الأكثر إمكانية لإخضاعها تحت تحكم البنك المركزي. كما نجحت شيلي خلال المرحلة الانتقالية في تأسيس مؤسسات قوية في مجال الحصافة المالية^(١).

٢-٢ تجربة البرازيل:

في مواجهة الأزمات المالية في آسيا خلال النصف الثاني من تسعينيات القرن الماضي، وفشل المرتكزات الإسمية القائمة في تخفيض التضخم، أعلن البنك المركزي في مارس ١٩٩٩ تخليه كليةً عن نظام سعر الصرف الثابت، أو الزاحف، وأعلن التطبيق الفوري لاستهداف التضخم في ظل تعويم سعر الصرف. وفي يونيو ١٩٩٩ تم التطبيق الرسمي واستهداف معدلاً للتضخم يبلغ ٨٪ مع هامش سماح ٢±٪ والالتزام بالإعلان الرسمي. لعدل المستهدف قبلها بعامين. ورغم تعرض الاقتصاد البرازيلي لعدد من الصدمات المحلية والعالمية، والإخفاق في بلوغ المعدل المستهدف خلال (٢٠٠١ - ٢٠٠٤)، فقد تصرف البنك المركزي على نحو استباقي *pre-emptively* بهدف التقليل من الآثار التضخمية المحتملة للصدمات المختلفة، وعلى رأسها انخفاض سعر الصرف وزيادة الأسعار وأزمة الطاقة. وهنا تدخل البنك المركزي من خلال عمليات بيع وشراء العملة الأجنبية. ومنذ عام ٢٠٠٦ تم انتهاز نظام سعر الصرف المرن، والتدخل فقط في أوقات

(١) تعد شيلي نموذجاً للتحويل التدريجي للـ ITI منذ عام ١٩٩٠، حيث بدأ البنك المركزي استهداف نطاق رقمي للتضخم في متوسط أفق زمني ٧,٥ شهور بين عامي ١٩٩١ و ١٩٩٦، ثم التحول إلى استهداف نقطة كل ٢٤ شهر. ومن الالتزام الراسخ لاستهداف رقم فردي للتضخم، إلى استهداف معدلات تضخم ماثلة لما في الدول الصناعية، ومن سعر الصرف الثابت إلى نظام سعر الصرف الزاحف إلى تعويم الحر. أنظر: Valdés, 2007, pp: 5-9.

تأثير تقلبات سعر الصرف على التضخم المستهدف. ومنذ نهاية ٢٠٠٣ أصبح البنك المركزي يستهدف تضخم ٣,٧٥٪ مع هامش سماح ± 2 ، وبأفق زمني مدته سنة^(١).

أهم ما يميز تجربة البرازيل أن عملية الانتقال السريع والفوري لاستهداف التضخم كانت مدعومة بأربع ركائز أساسية: (١) إصلاح جذري للمالية العامة للدولة، والتحول من الفائض المبدئي ٠,٠١٪ للناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٨، إلى ٣,٢٣٪ في عام ١٩٩٩، وإلى ٣,٥١٪ في عام ٢٠٠٠ مع استمرار التحسن لسنوات تالية، (٢) نظام سعر الصرف الموعوم، (٣) تطوير القطاع المصرفي وأسواق السندات والوساطة المالية، (٤) وضع البنك المركزي منهجية لتقدير مصادر التضخم، والتي تم استخدامها في تسيير السياسة النقدية. وبالرغم من ذلك، لا زالت التحديات الرئيسية التي تواجه البرازيل حتى الوقت الراهن: غياب استقلال البنك المركزي في الإطار القانوني مما يمثل عقبة أمام تحقيق مستويات أعلى من المصداقية. ولا زالت قضية هامش التسامح ± 2 ٪، والأفق الزمني الذي تم تخفيضه إلى عام من الأمور التي تناقش حالياً، حيث من المقترح توسيعها لاستيعاب الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد. ولكن مع مرور الوقت أخذ البنك المركزي للبرازيل في بناء مصداقيته من خلال إرساء آليات المسائلة والشفافية. حيث يخضع البنك المركزي في البرازيل لدرجة عالية من المساءلة، ويلتزم بتقديم تقارير، وتفسيرات حول أدائه. كما يلتزم البنك المركزي منذ التطبيق بالنشر الفوري لقرارات السياسة النقدية^(٢).

٣-٣ تجربة المكسيك:

جاء الأزمة المالية والمصرفية الشديدة التي تعرضت لها المكسيك منذ ١٩٩٤،

(1) Sec; Tombini, and S. Lago, 2006, pp; 1-6. Bevilaqua, and Eduardo, 2004, pp; 98-104.

(2) يعتبر البعض التجربة البرازيلية مثلاً يحتذى به في التحول الفوري للـ IT حيث لم تتخذ البرازيل خطوات للإصلاح المصرفي والمؤسسي، - حتى لم يكن هناك صياغة لقانون لاستقلالية البنك المركزي قبل عام ١٩٩٩. ويرى البعض أن ذلك التحول السريع هو سبب إخفاقها أكثر من مرة في بلوغ المعدل المستهدف ولا سيما عند تعرض التضخم لصدمات شديدة. ولكن ما نجحت البرازيل في تحقيقه هو البناء التدريجي للمصداقية والمحاسبة، وممارسة ذلك وإثباته للجميع. أنظر: Bevilaqua, and Minella, 2007, pp; 4-8.

فقد أعلنت انتقالها من نظام سعر الصرف الثابت إلى معدل نمو المعروض النقدي كمرتكز اسمي لتحقيق استقرار للأسعار، وأعلنت استهداف معدلاً للتضخم يبلغ ٤.٢٪ عام ١٩٩٥، حيث إن معدل التضخم وقتها كان ٥.٢٪، والنزول بالمعدل المستهدف إلى ١.٥٪ عام ١٩٩٥، ومنذ ذلك التاريخ أعلن البنك المركزي رسمياً استهدافه للتضخم. ومنذ عام ٢٠٠١ حدد البنك المركزي استهداف نقطة رقمية ٦.٥٪ عام ٢٠٠١، ٤.٥٪ عام ٢٠٠٢، ومنذ عام ٢٠٠٣ بدأ استهداف معدلاً للتضخم ٣٪ مع هامش سماح $\pm 1\%$. ونجحت المكسيك أكثر من مرة في تحقيق ذلك الهدف^(١). أهم ما يميز تجربة المكسيك أنه بمجرد حدوث الأزمة عام ١٩٩٤، والدخول في المرحلة الانتقالية لاستهداف التضخم (١٩٩٥-٢٠٠١) نفذت السلطة النقدية سلسلة من البرامج لحماية القطاع المصرفي، وتعزيز الأداء المالي والإشرافي، وانتهاج برنامج متسق لإصلاح للاقتصاد الكلي فوراً بعد الأزمة في ظل التزام وتعهد السلطة المالية بالإصلاح المالي والضريبي. وقد التزمت المكسيك منذ عام ١٩٩٥ بتعويم سعر الصرف كجزء من سياسة إصلاح الاقتصاد الكلي، وتدخل السلطة النقدية بشفافية وبهدف حماية التضخم المستهدف، وليس للدفاع عن سعر معين للصرف. كما نجحت السلطات في تحقيق الاستقلال الوظيفي للبنك المركزي. ومنذ المرحلة الانتقالية يقوم البنك المركزي بالنشر الفوري لقرارات السياسة النقدية كل أسبوعين بعد اتخاذ القرارات. والجدير بالذكر أنه لا زال البنك المركزي يواصل عمله في مجال الإفصاح والمساءلة وانتهاج آليات لعزل تقلبات سعر الصرف عن فقدان المصداقية في بلوغ معدل التضخم المستهدف^(٢).

(1) See; Ramos and Torres, 2005, pp; 3-19. Capistrán, and Ramos-Francia, 2006, pp; 3-6.

(٢) تشير الشواهد إلى زيادة تقلب سعر الصرف في المكسيك - شأنها شأن باقي دول أمريكا اللاتينية- بعد تطبيق استهداف التضخم، ومع ذلك قللت من درجة التدخلات في سوق الصرف الأجنبي، ويكون هذا التدخل غير مباشر من خلال عمليات الانترينك. بينما أصبحت استجابة السياسة النقدية لصدمات التضخم أقوى وأكثر ثباتاً بعد (IT)، مما يشير إلى أن Fear of Inflation أكثر من Fear of Floating. أنظر: Reginaldo, 2009, pp; 207-208.

٣-٤ تجربة كوريا الجنوبية :

حتى منتصف التسعينيات من القرن الماضي كان البنك المركزي لكوريا الجنوبية يستند إلى المجاميع النقدية كمتغير وسيط لتحقيق الاستقرار السعري، ومع تداعيات الأزمة المالية الآسيوية في كوريا عام ١٩٩٨ من جهة، وتطور أسواق المال العالمية والانفتاح المالي العالمي الذي أدخل العلاقة بين النقود والأسعار من جهة أخرى، أعلن البنك المركزي عام ١٩٩٨ تعديل نصه القانوني ليتضمن الاستقلال السياسي والمؤسسي. وتم الإعلان عن استهداف التضخم كهدف رسمي للسياسة النقدية، واعتبار المرحلة ١٩٩٨-٢٠٠١ بمثابة مرحلة انتقالية للتطبيق. كما تم الإعلان عن استهداف معدل ٣٪ للتضخم، وهامش سماح $\pm 1\%$. وخلال المرحلة الانتقالية ظل البنك المركزي يستخدم معدل نمو السيولة الإجمالية كمتغير تشغيل. ثم بعد التطبيق الرسمي الاستناد إلى سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة كمتغير تشغيل. ويحدد البنك المركزي الرقم المستهدف للتضخم - كل ثلاث سنوات. ونجح البنك المركزي لكوريا الجنوبية في تصميم الرقم القياسي الأساسي *core Inflation*، وتعديل الرقم القياسي للأسعار ليكون أكثر ملاءمة مع التوقعات التضخمية. وقد نجحت كوريا الجنوبية خلال المرحلة الانتقالية في تعميق الإصلاحات المالية والمصرفية وإرساء آليات النشر والشفافية وتصميم نماذج متطورة للتنبؤ. واستطاعت كوريا الجنوبية في نهاية المرحلة الانتقالية الانتهاء من بناء نظام مرن تماماً لسعر الصرف، وتنشيط عمليات السوق المفتوح وأسواق السندات الخاصة والحكومية. والجدير بالذكر، ما زالت كوريا الجنوبية تواجه تحدياً في مجال استكمال متطلبات المحاسبة واستكمال الاستقلال السياسي والمؤسسي للبنك المركزي، حيث لم يعلن البنك المركزي استقرار الأسعار كهدف وحيد للسياسة النقدية إلا بعد التطبيق الرسمي، وما زال هناك بعض الهيمنة السياسية على قرارات البنك المركزي^(١).

٣-٥ تجربة إندونيسيا :

منذ منتصف التسعينيات من القرن الماضي وفي مواجهة الانفتاح المالي العالمي،

(1) See; Sanchez, Marcelo, 2012, pp; 14-19. Kim, S., Park, Y., 2006, pp; 140-143.

والإصلاحات المالية التي شهدتها إندونيسيا جراء الأزمة المالية الآسيوية فقد ضعف تأثير النقود على الأسعار، كما أخذت قيمة العملة في التقلب بسبب المضاربات الدولية مع هروب رؤوس الأموال للخارج. هنا تخلى البنك المركزي عن استهداف سعر الصرف، بينما ظل مستهدفاً السيولة الإجمالية كإجراء مؤقت لامتصاص السيولة الفائضة بالبنك المركزي، مع تنشيط دور سعر الفائدة كمتغير وسيط. ومع فشل القاعدة النقدية في إرساء التوقعات التضخمية أعلن البنك المركزي عام ١٩٩٩ تعديل قانونه ليتضمن أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية هو «استقرار الأسعار والحفاظ على استقرار قيمة العملة المحلية». وظل البنك المركزي في مرحلة انتقالية حتى عام ٢٠٠٥، والذي تم فيه إعلان التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم والتخلي كليةً عن استهداف القاعدة النقدية. وعندئذ تم الإعلان عن استهداف معدلاً للتضخم ٦٪ عام ٢٠٠٥، ثم ٥٪ عام ٢٠٠٧ ومنذ ٢٠١٠ تم تعديل الاستهداف إلى ٤,٥٪ مع تطبيق هامش سماح $\pm 1\%$ ^(١).

واجهت إندونيسيا خلال المرحلة الانتقالية كثير من التحديات بشأن الإصلاح المالي والمصرفي، وتصادد العجز المالي. حيث لم تنتهي من تحقيق إنجازات ملموسة في مجال الإصلاح المالي والمصرفي مع نهاية المرحلة الانتقالية مقارنةً بدول شرق آسيا الأخرى (كوريا وتايوان) التي طبقت الاستهداف الرسمي للتضخم. ومع ذلك استطاع البنك المركزي تحقيق إنجازات ملموسة في مجال تحسين الإفصاح والشفافية والنمذجة. حيث يلتزم البنك المركزي بتقديم تقرير عن أدائه وخطته بشأن استهداف التضخم كل فترة منتظمة، كما نجح البنك المركزي في تنشيط وتفعيل دور سعر الفائدة قصير الأجل وزيادة حجم الائتمان المصرفي الموجه للاستثمارات الخاصة. وتعد إندونيسيا نموذجاً للدول التي تستهدف التضخم (الأسلوب الخفيف والمرن)، ولا زال تحولها إلى الاستهداف كامل الأركان مرهوناً بتخفيض العجز المالي وتفعيل دور أسواق المال ^(٢).

(١) في مواجهة التحديات الاقتصادية أعلن البنك المركزي لإندونيسيا استهداف معدلاً يتناسب مع تلك الظروف، حيث تم استهداف ٦٪ منذ عام ٢٠١١. أنظر: Harmanta, and Jati Waluyo, 2011, pp: 288-290.

(2) Hartadi, 2007, pp; 1-5.

٣-٦ تجربة الفلبين:

أعلن البنك المركزي عام ١٩٩٥ استهداف التضخم بدلاً من استهداف القاعدة النقدية، وكجزء من خطة إعادة هيكلة النظام المالي والمصرفي في الفلبين. وخلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠١ أخذ البنك المركزي في انتهاج خطوات الإصلاح التدريجي واستهدفه ضمناً المعدل تضخم يتراوح بين ٧-٩٪ سنوياً. وأعلن بدء التطبيق الرسمي عام ٢٠٠٢ مع استهداف معدلاً يبلغ ٣,٥٪ وهامش سماح $\pm 1\%$. وقد عانت الفلبين خلال المرحلة الانتقالية من مشكلات عديدة (عجز مالي مرتفع وصل ٥٪ عام ٢٠٠١ ودين حكومي تعدت نسبته للناتج الإجمالي ٩٠٪ عام ٢٠٠٠، ومشكلة ديون متعثرة). كما لم يعلن البنك المركزي عن استقلاليته إلا منذ عام ١٩٩٩. ومع ذلك استطاع البنك المركزي للفلبين خلال المرحلة الانتقالية استيفاء بعض العناصر، حيث نجح في بناء نماذج قوية للتنبؤ، وإرساء آليات الإفصاح والشفافية (النشر الفوري والدوري لقرارات السياسة النقدية)، كما يقدم البنك المركز تقريراً دورياً عن أدائه للبرلمان. واستطاع البنك المركزي للفلبين انتهاج خطة متدرجة للإصلاح المصرفي نفذها خلال المرحلة الانتقالية، ولا سيما تعزيز قواعد الحوكمة والشفافية واستطاع البنك المركزي تطوير أسواق العملة الأجنبية خلال المرحلة الانتقالية واستمرار التطوير حتى بعد التطبيق الرسمي^(١). لا زالت الفلبين تواجه بعض التحديات التي أحياناً تعوق البنك المركزي على الاستهداف الكامل للتضخم (صددمات العرض، وسيطرة السلع الزراعية والأولية الأكثر عرضة للصددمات الدولية، ارتفاع حجم القروض المتعثرة). ومع ذلك بفضل ما حققه البنك المركزي من إصلاحات تدريجية خلال المرحلة الانتقالية نجح في التطبيق الانتقائي والمرن لاستهداف التضخم^(٢).

(1) Roberto & Delano, 2006, pp: 207-226.

(٢) منذ التطبيق الرسمي للـ IT، تتمثل معظم محاولات البنك المركزي للفلبين بمنع أن يؤدي فقدان التضخم المستهدف إلى تقليل مصداقية البنك المركزي لذا قام بتوصيف الظروف التي يتدخل فيها لمواجهة صدمات العرض على حساب التضخم، ويقوم بتقديم تفسيرات للحكومة، علاوة على استهداف قيمة مرتفعة للتضخم لتقليل معدل التغيير في سعر الفائدة لتصحيح الانحراف. <

٢-٧ تجربة جنوب إفريقيا:

حتى عام ١٩٩٤، كانت الاستراتيجية المتبعة للسياسة النقدية في جنوب أفريقيا تتمثل في استهداف المجاميع النقدية كمتغير وسيط. ومع التطورات المالية والمصرفية، والتعديلات الهيكلية المحلية التي انتهجتها جنوب أفريقيا في النصف الأول من التسعينيات من القرن الماضي أخذت النقود تفقد فاعليتها كمتغير وسيط لاستهداف التضخم، وعندئذ حاول البنك المركزي استخدام عدد من المتغيرات النقدية والسعرية في إرساء التوقعات التضخمية. وفي عام ١٩٩٨ أعلن البنك المركزي الاستهداف الضمني للتضخم بمعدل يتراوح من ١٪ إلى ٥٪ حتى عام ٢٠٠٠، مع الاستناد إلى معدل نمو السيولة الإجمالية كمتغير وسيط. ومع بداية عام ٢٠٠٠ أعلن البنك المركزي استهداف التضخم كهدف رسمي للسياسة النقدية، والتخلي عن أية استهدافات أخرى، واستهداف تضخم نطاقه يتراوح من ٣٪-٦٪. وخلال المرحلة الانتقالية (١٩٩٨-٢٠٠٠) حقق البنك المركزي كثير من الإصلاحات، أهمها الإصلاح المالي والمصرفي، وتطوير أسواق الصرف الأجنبي، والحد من ظاهرة الدولار التي كانت تمثل تهديداً كبيراً لاستهداف التضخم في جنوب أفريقيا، كما توقفت الحكومة عن محاولات ربط سعر الصرف^(١). تمكن البنك المركزي من تطوير الرقم القياسي للمستهلكين، والانهاء من النشر المنتظم للرقم القياسي الأساسي للتضخم. واستطاع البنك المركزي خلال المرحلة الانتقالية تطوير نماذج متطورة للتنبؤ. والجدير بالذكر أنه لم ينتهي البنك المركزي خلال المرحلة الانتقالية من التخلص كليةً من بعض الهيمنة المالية والسياسة على قرارات البنك المركزي. حيث تقوم الحكومة بوضع هدف التضخم بدايةً، ثم التشاور مع البنك المركزي. وحينما بدأت جنوب أفريقيا التطبيق الرسمي كانت لا تزال تعاني من مشاكل ضعف التواصل والشفافية، وعدم استكمال آليات المساءلة للبنك المركزي^(٢).

=ولا زال أهم تحدى يواجه البنك المركزي هو إدارة تقلبات سوق الصرف الأجنبي بما يهدد التضخم المستهدف. أنظر: Lim, 2008, pp; 271-285.

(1) See; Van, 2004, pp; 3-12., Kamal, 2010, pp; 23-28.

(2) التحدى الرئيسى الذى واجه جنوب إفريقيا خلال المرحلة الانتقالية هو استهداف التضخم دون=

٢-٨ تجربة غانا:

قام البنك المركزي بالتطبيق الرسمي لاستراتيجية استهداف التضخم في مايو ٢٠٠٧. حيث أعلنت غانا أنها في مرحلة انتقالية منذ عام ٢٠٠٢، وكان ذلك بسبب رغبة البنك المركزي في إعادة مصداقيته بشأن قدرته على إرساء التوقعات التضخمية بعد أن فشلت المجاميع النقدية في ذلك. استطاعت غانا خلال المرحلة الانتقالية ٢٠٠٢-٢٠٠٧ انتهاج سلسلة من الإصلاحات المالية والنقدية أهمها: الاستقلالية الوظيفية للبنك المركزي، حيث نص قانون البنك المركزي لعام ٢٠٠٢ بأن استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي والعام للسياسة النقدية، مع استمرار دعم السياسات المحققة للنمو الاقتصادي والاستقرار المالي. ودخلت غانا المرحلة الانتقالية وهي تعاني من نظام مالي ومصرفي هش، وهيمنة مالية شديدة، ومعدلات مرتفعة التضخم. ولكنها استطاعت خلال المرحلة الانتقالية انتهاج إصلاحات لتقوية مؤسساتها المالية والنقدية والمصرفية، وتعزيز عمليات السوق المفتوح، كما توسع البنك المركزي لغانا في إدخال وتنشيط آلية الكوريدور لإدارة السيولة في إطار التضخم المستهدف. واستطاعت غانا خلال المرحلة الانتقالية بناء نماذج متطورة للتنبؤ وإرساء آليات الشفافية. ولكنها لم تنجح خلال تلك الفترة في إرساء قواعد للمساءلة. لا زالت مشكلة العجز المالي وتزايد الدين العام من أبرز التحديات التي ظلت قائمة في غانا حتى بعد التطبيق الرسمي للاستراتيجية عام ٢٠٠٧، ولا زالت تلك المشكلة متفاقمة^(١). استهدف البنك المركزي في البداية معدلاً للتضخم ٥٪ مع هامش سماح $\pm 2\%$ ، ثم قام البنك المركزي برفع المعدل المستهدف ليتناسب مع الصدمات المحلية والدولية التي

=فقد النمو، ودون السماح بتقلبات عنيفة لسعر الصرف. لذا قام البنك المركزي باستهداف متوسطاً لمعدل التضخم ٣-٥٪ (٢٠٠٥-٢٠٠٦)، ومنذ ٢٠٠٦ حتى الآن ٣-٦٪ سنوياً. كما أعلن البنك المركزي أن استقرار سعر الصرف يمكن تحقيقه من خلال تهيئة الظروف الاقتصادية الأساسية المناسبة، واختيار منهج عدم التخلي عن مرونة السياسة النقدية. وتستخدم جنوب أفريقيا الهروب المشروط عن الاستهداف (escape clauses) فقط في حالة الانحرافات الناجمة عن الصدمات الاقتصادية، صدمات أسعار النفط، والتدابير التي تتخذها الحكومة للتأثير على الأسعار.

أنظر: Nabil, and et al, 2012, pp; 7-12.

(1) Sec; Heintz, and Ndikumana, 2010, pp; 25-35. Arto, Kovanen, 2011, pp; 4-11.

يتعرض لها الاستهداف. ومنذ ٢٠٠٩ يستهدف البنك المركزى معدلاً للتضخم يتراوح بين ٨٪ إلى ٩٪ وهامش سماح $\pm 1\%$ لإضفاء قدر من المصدقية والمرونة في انتهاج استهداف التضخم. على هذا النحو تعتبر تجربة غانا نموذجاً للاستهداف الخفيف والمرن، وتناسب الدول التى تعاني من اختلالات محلية ودولية^(١).

٣-٩ تجربة تركيا:

بعد سنوات عديدة من التضخم المرتفع (٦٨٪ عام ٢٠٠١)، وارتفاع معدلات الدولار، وتزايد أعباء الدين العام المحلي إلى نحو ٩١٪، أعلنت تركيا نيتها في استهداف التضخم وخاصةً أن ما شهدته تركيا عام ٢٠٠١ كان بمثابة أزمة مالية واقتصادية عنيفة. أمام هذا الوضع وجد البنك المركزى نفسه مجبراً على التخلي عن استراتيجية سعر الصرف الزاحف، وأعلن رسمياً عام ٢٠٠٢ التحول لاستهداف التضخم. وقد انتهجت تركيا خلال المرحلة الانتقالية (٢٠٠٢-٢٠٠٦) خمسة محاور إصلاحية: (١) تطوير النظام المالى والمصرفى وتقليص معدلات الدولار، (٢) التزمت الحكومة بمشاركة البنك المركزى في بلوغ المعدل المستهدف للتضخم من خلال تطبيقها لبرنامج جذرى للإصلاح المالى والضريبي، (٣) التدرج في تأسيس نظام سعر الصرف المرن من خلال بناء أسواق صرف متطورة وتفعيل الأدوات الحقيقية للتدخل في سوق الصرف، (٤) التدرج في بناء نهج قوية للتنبؤ بالتضخم، (٥) إخضاع البنك المركزى بصورة دورية لعمليات المساءلة وتقديم التفسيرات والحلول^(٢). وقد نجحت تركيا بنهاية المرحلة الانتقالية في تحسين كافة المؤشرات المالية حيث حققت انضباط مالى، ومعدلات منخفضة للدين العام، واختفاء لمشكلة الدولار. وبذلك تعتبر تركيا نموذجاً لدولة استطاعت أن ترسى شروط التطبيق الكامل لاستهداف التضخم خلال المرحلة الانتقالية مع تأكيد المصدقية والالتزام بمساندة البنك المركزى في تحقيق التضخم المستهدف. وقد استهدف البنك المركزى معدلاً للتضخم

(١) الأزمات العالمية الأخيرة وارتفاع الأسعار العالمية، مع عدم إرساء قاعدة جيدة من البيانات يجعل من الصعب أن تعكس قرارات السياسة النقدية في غانا كل التطورات في الجانب الحقيقى. Nabil Ben

Ltaifa, and et al, 2012, pp: 14-16

(2) Akyurek, & Yilmazkuday, 2011, pp: 343-355.

كل ثلاث سنوات ٤٪ للسنوات ٢٠٠٨، ٢٠٠٩، و٢٠١٠. ومعدلاً ٥٪ للسنوات ٢٠١٢، ٢٠١٣، ٢٠١٤ مع تطبيق هامش سماح $\pm ٢\%$ ^(١).

٣- تقييم قدرة مصر على التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم (إطار تحليلي)

استناداً إلى التجارب السابقة فبلا شك قد تتاح لمصر فرص لتطبيق استهداف التضخم كنهج رسمي للسياسة النقدية. في هذا الصدد، هل ما زالت مصر في ضربة ما حققته من خطوات خلال المرحلة الانتقالية، وفي ظل ما تواجهه من تحديات غير قادرة على التطبيق الرسمي للاستراتيجية؟ على هذا النحو، سيتم تحليل أداء مصر في المحاور التي تمثل المتطلبات اللازمة مقارنةً بوضعها قبل المرحلة الانتقالية، ومقارنة ذلك ببعض التجارب الدولية السابقة للتعرف على أين تقف مصر الآن من التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم.

٤-١ تقييم أداء مصر في مجال استقلالية البنك المركزي:

وفقاً للقانون رقم (٨٨) لعام ٢٠٠٣ فإن البنك المركزي قد تم منحه استقلالية وظيفية وقانونية. حيث نص القانون على «عدم تبعية البنك المركزي للحكومة، وأن البنك المركزي بالتشاور مع الحكومة يقوم بوضع أهداف السياسة النقدية بما يحقق استقرار الأسعار، ويضمن سلامة القطاع المصرفي في سياق السياسة الاقتصادية للدولة»^(٢).

وفيما يتعلق بالاستقلالية الفعلية {استقلالية الأدوات والأهداف} فقد تضمنت اللائحة التنفيذية للبنك المركزي والتي تم إصدارها عام ٢٠٠٤ إنشاء مجلس تنسيق للبنك المركزي وصدور قراراته بنظام الأغلبية المطلقة. ومع تأسيس المجلس عام ٢٠٠٥ تم إنشاء لجنة السياسة النقدية التي من خلالها تُصدّر كافة القرارات المتعلقة بأهداف وأدوات

(١) في حالة الانحراف عن الهدف، فإن البنك المركزي ملزماً بشرح الأسباب، والتدابير الواجب اتخاذها للحكومة (المادة ٤٢ من قانون البنك المركزي لتركيا) مع نشر ذلك بصورة ربع سنوية. ويسمح البنك المركزي ببعض المرونة على تحمل التضخم للصدمات المؤقتة قصيرة الأجل، حيث أعلن البنك عدم الاستجابة للصدمات إلا إذا كان معدل التضخم المستهدف على المدى المتوسط في خطر. كما قام البنك المركزي برفع المعدل المستهدف إلى ٧,٥٪ لتقليل العبء على السياسة النقدية في رفع سعر الفائدة لتخفيف التضخم. أنظر: Nabil, and et al, 2012, p:9.

(2) Central Bank, Annual Report, 2004/2005.

السياسة النقدية. حيث أعلن البنك المركزي «مسؤوليته في تحقيق استقرار الأسعار (استكمال متطلبات استهداف التضخم وفقاً لبيان البنك المركزي ٢٠٠٥) من خلال حرية استخدام الأدوات، وفي ضوء القرارات التي تصدرها لجنة السياسة النقدية». وهو ما يعد استقلالاً وظيفياً للبنك المركزي، حيث لا يوجد نص يلزم الحكومة بوضع الأهداف أو التصديق على قرارات البنك المركزي، بينما يقتصر دورها على التشاور مع البنك المركزي^(١).

منذ إعلان البنك المركزي نيته عن استهداف التضخم عام ٢٠٠٥ وهو ينتهج بعض الخطوات لتعميق استقلاله الوظيفية الفعلية، حيث تجتمع لجنة السياسة النقدية دورياً كل ستة ٦ أسابيع لاتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة سعر الفائدة قصير الأجل، وعقب كل اجتماع يتم إعلان ما توصلت إليه اللجنة من قرارات من خلال النشر الفعلي للتصريحات على موقع البنك المركزي. كما تضمن تعديل القانون للبنك المركزي (رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠) بعض البنود التي منحت البنك المركزي درجة أعلى من الاستقلالية في استخدام وتنفيذ الأدوات النقدية.

وفيما يتعلق بالاستقلال المالي، فقد تضمن قانون استقلالية البنك المركزي وتعديلاته (المادة ٣٩) بأن البنك المركزي ملتزم بتمويل العجز الموسمي للموازنة العامة في حدود ١٠٪ من متوسط الإيرادات للسنوات الثلاث الأخيرة للموازنة العامة للدولة. وقد يُشكل ذلك انتقاصاً من الاستقلالية الوظيفية للبنك المركزي «لأن مجرد وجود نص إلزامي يعنى عدم الحرية الكاملة للبنك المركزي في استخدام أدواته النقدية»، ولكن تحديد تلك النسبة ١٠٪ فقط، وارتباطها بالعجز الموسمي قد تعنى عدم هيمنة مالية. لذلك قد

(١) تتكون لجنة السياسة النقدية من تسعة أعضاء تتضمن، محافظ البنك المركزي ونائبي المحافظ، وستة أعضاء من مجلس إدارة البنك المركزي وهم ٤ أعضاء من ممثلي الوزارات المختلفة، وعضو يمثل هيئة سوق المال، وعضو يمثل بنك مصر. والجدير بالذكر أن وجود عدد كبير من ممثلي الحكومة في لجنة السياسة النقدية (ثلاثي الأعضاء) قد يعنى أن تشكيل تلك اللجنة وقراراتها يعكس التشاور والتنسيق بين البنك المركزي والحكومة في وضع الأهداف، ولكن مشاركة جميع الأعضاء في التصويت يجعل قرارات البنك المركزي بشأن السياسة النقدية متأثراً بشكل كبير بالتدخلات الحكومية. أنظر: Abd El

تعتبر مصر في وضع متوسط من حيث الاستقلال المالي للبنك المركزي، ولا سيما في ظل استبدال البنك المركزي آلية الإقراض المباشر للحكومة بآلية إصدار أذون الخزانة قصيرة الأجل منذ تسعينيات القرن الماضي، بمعنى عدم تقييد البنك المركزي بالإقراض المباشر للحكومة^(١).

في هذا الصدد يمكن الاستنتاج بأنه من الناحية القانونية - البنك المركزي يعد مستقلاً، ولكن من الناحية الوظيفية يتمتع البنك المركزي بدرجة متوسطة للاستقلالية الفعلية، حيث وجود بعض الهيمنة السياسية والمالية^(٢).

٤-٢ تقييم أداء مصر في مجال الانضباط المالي:

منذ عام ٢٠٠٤ شرّعت الحكومة المصرية في انتهاج عدة خطوات لضبط السياسة المالية للدولة بهدف خفض العجز المالي بمعدل ١٪ سنوياً ليصل إلى نحو ٣-٤٪ بنهاية السنة المالية ٢٠١٤/٢٠١٥. وبالرغم من انخفاض العجز المالي في بعض السنوات التالية لعام ٢٠٠٤، إلا أنه أخذ في التزايد بعد ذلك. وقد ازداد الوضع سوءاً في ظل تداعيات وأحداث ٢٥ يناير ٢٠١١، حيث تزايدت النفقات والأعباء الحكومية ولاسيما لتحقيق المطالب الفئوية، واستمرار زيادة النسبة المخصصة للنفقات الاجتماعية، مع ضعف نمو الإيرادات، في هذا السياق قفز عجز الموازنة العامة إلى نحو ١٠٪ في عام ٢٠١٢م^(٣). وفي ظل نقص السيولة المتاحة لدى القطاع المصرفي منذ عام ٢٠١١، لجأ البنك المركزي أكثر من مرة إلى رفع سعر الفائدة لتشجيع البنوك على الاكتتاب في أذون الخزانة الحكومية، وهو ما ينتج عنه: مزيد من العجز المالي. وفيما يتعلق بالدين الحكومي المحلي فقد تزايدت نسبته من الناتج المحلي الإجمالي، من ٧٣٪ عام ٢٠١١/٢٠١٢ إلى نحو ٨١,٧٪

(1) Awad, 2008, pp; 255-256.

(٢) عدم وجود نص قانوني يحدد مسبقاً فترة بقاء المحافظ أربع سنوات كاملة، - بغض النظر عن أدائه، وعدم وجود نص قانوني يحدد أن البنك المركزي مسئولاً عن استهداف معدلاً/ نطاقاً رقمياً للتضخم قد يعنى عدم الاستقلالية القانونية الكاملة de jure للبنك المركزي المصري، ويشكك في مصداقية انتهاج استهداف التضخم. أنظر: Ghalwash., 2010, pp; 94-95.

(3) Rebecca, Jeremy, 2013, pp; 3-4.

بنهاية عام ٢٠١٢^١ ونحو ١٨٪ من الزيادة في صافي الدين الحكومي تأتي من الرصيد غير المسدد لأذون الخزانة والسندات الحكومية التي يتم الاكتتاب فيها من قبل القطاع المصرفي. ويزداد الوضع خطورة في ظل عدم وجود أسواق سندات متطورة لامتناس أدوات الدين العام^(٢).

٤-٣ تقييم أداء مصرفى مجال صلابة النظام المالى :

تستند الدراسات المعنية باستهداف التضخم إلى قياس صلابة القطاع المالى بعدة مؤشرات: مؤشرات تعكس حجم وعمق الوساطة المالية المصرفية. مؤشرات تعكس كفاءة سوق المال (حجم الرسملة - معدل الدوران)، معدل نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، مؤشرات الملاءة المالية وسلامة القطاع المصرفي. وباستعراض وضع مصر، فقط شهد القطاع المصرفي والمالى تحسناً ملحوظاً ولاسيما منذ عام ٢٠٠٥، وذلك في إطار انتهاج البنك المركزى خطة إصلاح وتطوير القطاع المالى والمصرفي. حيث تضمنت المرحلة الأولى ٢٠٠٤-٢٠٠٨ تحسين كفاءة وسلامة القطاع المصرفي، وتعزيز دور الوساطة المالية، ومعالجة الديون المتعثرة. واستمرت المرحلة التالية للتطوير والتي بدأها البنك المركزى في عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١١، وقد ركزت على تطوير قواعد الحوكمة المصرفية، وإدارة المخاطر ورفع قدرة القطاع المصرفي على تطبيق مقررات بازل II^(٣). علاوة على ما سبق

(١) وفقاً لمؤشرات صندوق النقد الدولي، بلغت قيمة العجز المالى كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى نحو ١١,٣٪ في نهاية عام ٢٠١٣، وصعد حجم الدين المحلى الحكومى إلى نحو ٨٥,٣٪ من الناتج المحلى الإجمالى. IMF, 2013, Fiscal Monitor (Dec; 2013), Fiscal Adjustment in an Uncertain World

(٢) مدفوعات الفائدة في نهاية عام ٢٠١٢ تمثل نحو ٢٠٪ من النفقات الحكومية، وهذا التزايد مرجعه زيادة المعروض من سندات الدين الحكومى لتمويل العجز المتزايد في الموازنة العامة، فضلاً عن ذلك، فإن ارتفاع تكلفة الاقتراض هي استجابة لتخفيض درجة التصنيف السيادي لمصر: Emam, 2012, pp:19-24

(٣) يعتبر تطبيق مقررات بازل ٢ بالقطاع المصرفي المصري أحد المحاور الأساسية للمرحلة الثانية من برنامج الإصلاح المصرفي التي بدأها البنك المركزى في عام ٢٠٠٩ لتصبح جزءاً من الإطار الرقابى والاشرافى. وبازال II هي اتفاقية تم توقيعها في ٢٠٠٤ بين مجموعة من البنوك المركزية والسلطات الرقابية المصرفية الدولية لوضع معايير تتعلق بكفاءة رأس المال والمخاطر. تضمنت اتفاقية <=

انتهجت السلطة النقدية خطوات لتطوير السوق الثانوى وتنشيط سوق السندات واستهداف أدوات جديدة لإدارة السيولة، ولاسيما إدخال نظام الكوريدور، وتعزيز عمليات اتفاقات إعادة الشراء. ولا شك أن كل ذلك جاء فى إطار تسهيل التحول الرسمى لتطبيق استهداف التضخم^(١). من جهة أخرى فقد تراجعت بعض مؤشرات الأداء المالى والمصرفى خلال السنوات الأخيرة، ولاسيما المؤشرات التى تتعلق بسوق المال. كما شهد القطاع المصرفى بعض الاضطرابات التى أثرت على حجم الديون المتعثرة، ودفعتها للارتفاع خلال الأعوام الثلاث الأخيرة^(٢). وفى ظل التحديات التى يشهدها القطاع المصرفى - يجد البنك المركزى نفسه متردداً فى التوفيق بين هدفى استهداف التضخم، وحماية النظام المالى فى هذا الصدد، اتجاهات سعر الفائدة المعززة لربحية القطاع المصرفى قد تتعارض مع تلك اللازمة لمجابهة التضخم^(٣).

٤-٤ أداء مصرفى إطار تطبيق نظام مرن لسعر الصرف

انتقلت مصر إلى تطبيق نظام تعويم سعر الصرف منذ عام ٢٠٠٣ بعد فترة من اتباع نظام سعر الصرف الثابت، ثم الزاحف خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٣. واتسمت الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٧ باستقرار سعر الصرف. وتنسب حالة الاستقرار تلك إلى عدة أسباب، منها تدخل مصر أكثر من مرة لحماية أثر التعويم على الاحتياطيات الدولية من خلال عمليات

=بازل الثانية ثلاث دعائم أساسية، وهى: (١) طريقة مستحدثة لحساب كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر. (٢) ضمان وجود طريقة فعالة لعمليات المراجعة والمراقبة، (٣) نظام فاعل لانضباط السوق والسعي إلى استقراره. لمزيد من التفاصيل حول مراحل تطبيق بازل II فى مصر. أنظر: البنك المركزى المصرى، وحدة تطبيق مقررات بازل، أكتوبر ٢٠١٢.

- (١) البنك المركزى المصرى، ٢٠١٣، تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزى المصرى.
(٢) ارتفاع قيمة ونسبة الديون المتعثرة، من ٣,٦٪ كنسبة لإجمالى القروض، إلى ١١,٢٪ فى نهاية ٢٠١١، ترجع ليس فقط لتباطؤ النمو فى ظل تداعيات أحداث يناير ٢٠١١، بل لزيادة حالات كشف ورصد الفساد، وتتبع وكشف الوضع المالى للمقترضين واحتمالات التحفظ أو الاستيلاء العام على أموال المقترضين من رجال الأعمال الفاسدين، وهو ما أدى إلى التوسع فى عمليات الإعلان عن حجم تلك الديون. أنظر: Nasr, 2012, pp: 22-28.

(3) Maher, 2012, p: 11.

التعقيم، وتدخلها منذ عام ٢٠٠٥ من خلال عمليات إعادة الشراء، حيث تم تدشين سوق التعامل فيما بين البنوك (الإنترنتك) للعملة الأجنبية منذ ديسمبر ٢٠٠٤. كما لم تخل الفترات الأخيرة من تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، ففي ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي من خلال عمليات الإنترنيتك، ومن خلال رفع سعر الفائدة لجذب التدفقات الرأسمالية. ومع عدم استقرار الأوضاع السياسية منذ ٢٠١١، قد تدخل البنك المركزي عدد من المرات لرفع سعر الفائدة خوفاً من بزوغ ظاهرة الدولار، وكذلك للحد من معدلات التضخم. وهو ما قد يجعل التوقعات التضخمية متقلبة بين الارتكاز نحو التضخم المستهدف أم الاسترشاد بالتحركات الفعلية والمتوقعة لسعر الصرف^(١).

٤-٥ تقييم أداء مصر من حيث استيفاء المتطلبات المؤسسية والتشغيلية.

يقوم البنك المركزي منذ إعلانه المرحلة الانتقالية وإنشاء لجنة السياسية النقدية بالإصدار المنتظم أو الدوري لكافة قرارات السياسة النقدية عقب كل اجتماع، الإصدار المنتظم والدوري لتقرير التضخم الفعلي، ويسعى البنك المركزي إلى إعداد تقرير عن التضخم المتوقع ونشره على الموقع الرسمي. استخدام نماذج قياسية متطورة لتحليل الآثار الانتقالية لسعر الفائدة ولسعر الصرف على الأسعار، استخدام نماذج الـ VAR ومنحنيات العائد للتنبؤ بالتضخم وقياس ديناميكية العلاقة بين سعر الفائدة والمتغيرات الاقتصادية الكلية. كما أن البنك المركزي في إطار العمل على تطوير نماذج شديدة التطور لتحليل التغيرات الهيكلية الربع سنوية للناتج والتضخم^(٢). كما نجح البنك المركزي منذ عام ٢٠٠٩ بإعداد مؤشر معدل التضخم الأساسي ليتم الاستناد إليه في توقع التضخم. وقد استُبعد من هذا الرقم (السلع المحددة أسعارها إدارياً، وتلك التي تتأثر أسعارها بالتقلبات الخارجية كالخضروات والفاكهة)^(٣). وفيما يتعلق بالمحاسبة والمساءلة،

(1) Selim, 2012, pp; 3-8.

(2) Al-Mashat, 2008, p; 17.

(٣) الجدير بالذكر أن البنك المركزي المصري قام في السنوات الأخيرة ببعض المحاولات لتقليل الوزن<

فمنذ عام ٢٠٠٥، ينتهج البنك المركزي المصري عديد من الآليات في هذا الشأن^(١).

٦-٤ تقييم مدى كفاءة انتقال آليات السياسة النقدية

كما سبق القول، انتهج البنك المركزي في السنوات الأخيرة - ولا سيما في إطار إعلانه بدء المرحلة الانتقالية لسياسة استهداف التضخم - عدة خطوات لإصلاح كفاءة السياسة النقدية، وتنشيط دور سعر الفائدة، إلا أنه مع وجود عديد من الاختناقات التي عانى منها الاقتصاد المحلي (اختلالات سوق الصرف الأجنبي، العجز المالي، تباطؤ النمو الاقتصادي - تراجع كفاءة سوق المال) خلال السنوات الأخيرة قد تصبح أدوات السياسة النقدية - ولا سيما سعر الفائدة - قليلة الفاعلية في تحقيق استقرار الأسعار، حيث قد تتعدد أولويات السياسة النقدية بين معادلة تشوهات سعر الصرف وتشوهات السوق المحلي والاختلالات المالية. ولتقييم كفاءة أدوات السياسة النقدية في التأثير على التضخم، سيتم اختبار العلاقة السببية بين بعض أدوات السياسة النقدية ومعدل التغير في الرقم القياسي للمستهلكين كمؤشر للتضخم. وفي هذا الصدد يتم صياغة متجه الانحدار الذاتي *VAR* والذي يتضمن المتغيرات التالية^(٢):

=النسبة لبعض البنود الأكثر تقلباً. حيث منذ عام ٢٠١٠ قام البنك المركزي بتخفيض الوزن الترجيحي للغذاء والمشروبات من ٤٣,٩٪ إلى ٣٩,٩٪ وتطبيقه على معدلات التضخم. وبالرغم من ذلك ما زال الرقم القياسي للأسعار *CPI* يسيطر عليه السلع الغذائية والمرحلية أو تلك المحددة إدارياً والسلع المدعمة. وهو ما يجعل مهمة البنك المركزي في إرساء التضخم حول المعدل المستهدف أمراً صعباً. أنظر: Kandil, 2011, p;4

(١) ليس بالضرورة توافر ذلك الشرط خلال المرحلة الانتقالية، حيث عند تطبيق مصر رسمياً لاستهداف التضخم يمكن للبنك المركزي محاكاة البدائل المتنوعة لآليات المحاسبة المعمول بها، في التجارب ذات الصلة: الإعلان الصريح للإعفاء المشروط، التحديد المسبق لخدمات العرض والنطاق المسموح بها بما لا يخل بالتضخم المستهدف، استخدام أسلوب النطاق الواسع أو التضخم المرتفع مع فترات سراح واسعة، تقديم تقرير دوري أو خطاب تفسيري للبرلمان. أنظر: Awad, 2009, pp; 75-76

(٢) استندت عديد من الدراسات المختصة بتقييم استراتيجية استهداف التضخم، إلى تطبيق اختبار السببية على نموذج *VAR* للمتغيرات الداخلة. وفيما يتعلق بالحالة المصرية، فقد تم انتهاج تلك المنهجية القياسية في دراستي: Awad, 2008, p;9. Ghalwash, 2010, pp; 96-97.

$$Y_{t+1} = \alpha Y_{t-j} + BZ + \varepsilon \quad (1)$$

حيث Y_t تشير إلى مُتجه المتغيرات الداخلة *endogenous*، والذي يتضمن المتغيرات (التابعة والتفسيرية)، والتي تتحدد داخل النموذج، بمعنى تؤثر في بعضها البعض، وتتمثل في: *Inf* (معدل التضخم معبراً عنه بالرقم القياسى لأسعار المستهلكين)، *M2* معدل نمو السيولة المحلية، *IR* معدل الفائدة على الودائع لمدة ثلاث شهور، *EX* سعر الصرف الرسمى، و *BD*، تشير إلى عجز الموازنة العامة % للنتائج المحلى الإجمالى. ويمكن التعبير عن متجه المتغيرات الداخلة من خلال العلاقة الدالية التالية: $Y = (CPI, M2, IR, EX, BD)$. أما Z فتشير إلى مُتجه المتغيرات الخارجة (*exogenous*)، بمعنى المتغيرات التى تتحدد خارج النموذج. وتشير ε إلى متجه الخطأ العشوائى. وسيتم إخضاع متجه الانحدار الذاتى المتمثل فى المعادلة رقم (١)، إلى اختبار جرانجر للسببية (*Granger Causality Test*)، فى صورته المزدوجة (*bivariate*) - أى قياس العلاقة السببية بين كل متغير من المتغيرات الداخلة (Y)، مع المتغير الأخر. ولن يتضمن الاختبار أي متغيرات خارجة. على هذا النحو، يتخذ الاختبار الصيغة التالية:

$$\text{Log}(\text{inf})_t = \alpha_t + \sum_{j=1}^m B \text{Log}(\text{inf})_{t-j} + \sum_{j=1}^m \sigma_{\text{ind}} [\text{log}(Y_{\text{ind}})_{t-j}] + \varepsilon_{2t} \quad (2)$$

$$\text{log}(Y_{\text{ind}})_t = \lambda_t + \sum_{j=1}^m \varepsilon [\text{log}(Y_{\text{ind}})_{t-j}] + \sum_{j=1}^m [\text{plo g}(\text{inf})_{(1)}]_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (3)$$

حيث تشير t إلى الفترة الزمنية، وتشير y إلى عدد فترات الإبطاء، أما $(Y_{\text{ind}})_t$ فتشير إلى المتغيرات الداخلة الأخرى - غير معدل التضخم -. ويتمثل الفرض العدمى (H_0) فى عدم وجود علاقة سببية بين متغيرات النموذج (من المتغيرات Y_{ind} إلى المتغير $\text{Log}(\text{inf})_t$) فى المعادلة رقم (٢)، أو من المتغير $\text{Log}(\text{inf})_t$ إلى المتغيرات الأخرى (Y_{ind}) فى المعادلة رقم (٣). أما الفرض البديل (H_1)، هو وجود علاقة سببية، بمعنى كل متغير من المتغيرات الداخلة، يؤثر، أو يتأثر بمعدل التضخم. وقد تم الحصول على البيانات

من: *International Financial Statistics, IFS, Central Bank of Egypt, World Bank Indicators*. وسيتم تقدير النموذج خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٢. وقد تم التعبير عن المتغيرات في صورة لوغاريتمية. والنتائج موضحة بالجدول رقم (١):

جدول (١) نتائج اختبار السببية بين متغيرات نموذج VAR

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
<i>LOG(M2) does not Granger Cause LOG(Inf)</i>	32	1.61311	0.08915
<i>LOG(Inf) does not Granger Cause LOG(M2)</i>		0.90719	0.15247
<i>LOG(ER) does not Granger Cause LOG(Inf)</i>	32	1.01774	0.05140
<i>LOG(Inf) does not Granger Cause LOG(ER)</i>		0.01415	0.90614
<i>LOG(IR) does not Granger Cause LOG(Inf)</i>	32	0.82128	0.11502
<i>LOG(Inf) does not Granger Cause LOG(IR)</i>		6.80940	0.01419
<i>LOG(IR) does not Granger Cause LOG(ER)</i>	32	1.78994	0.04133
<i>LOG(ER) does not Granger Cause LOG(IR)</i>		14.6783	0.00063
<i>LOG(BD) does not Granger Cause LOG(Inf)</i>	32	7.9125	0.02369
<i>LOG(Inf) does not Granger Cause LOG(BD)</i>		6.1257	0.06985

تشير النتائج إلى أن معدل التضخم يرتبط بعلاقة سببية فقط مع سعر الصرف بدرجة ثقة ٩٥٪، وهو ما يؤكد على قوة انتقال أثر سعر الصرف *Exchange Rate Pass Through* على التضخم، ولا سيما على أسعار الغذاء والمنتجات المستهلكة للوقود والتي تستحوذ على حصة كبيرة من الرقم القياسي للمستهلكين. والجدير بالذكر أن وجود علاقة سببية مزدوجة الاتجاه بين سعر الصرف وسعر الفائدة تؤكد على أن البنك المركزي لا يزال يطبق ضمناً - استهداف استقرار سعر الصرف، ويعتبره الهدف الأكثر أولوية عن استهداف استقرار الأسعار^(١). أما عرض النقود، وسعر الفائدة فلا يظهران علاقة سببية قوية مع

(١) رغم إعلان البنك المركزي في عام ٢٠٠٥ عن نيته للانتقال إلى استهداف التضخم، وعمل تحسينات في سوق الصرف الأجنبي وسوق المال، فحتى الآن، هذه التحسينات لم تنجح في تحقيق استقرار =>

معدل التضخم، وقد يفسر ذلك بسيطرة القطاع الحكومي على الائتمان المصرفي، ضعف مرونة الاستثمارات للسيولة المحلية المتاحة لدى البنوك بسبب عدم كفاءة أو نقص فرص الاستثمار الخاص، العوائق التنظيمية في الحصول على الائتمان، وجود ديون متعثرة، وسيطرة العجز المالي الذي يجعل السياسة النقدية تابعة لتصحيح ذلك الوضع. كل ذلك يؤدي إلى إضعاف تأثير سعر الفائدة على التضخم حتى في ظل العمل بآلية الكوريدور^(١). ولا شك أن ضعف تأثير السياسة النقدية على التضخم، قد يجعل البنك المركزي لمصر غير قادر على إرساء التوقعات التضخمية في الأجل القصير. وتشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية مزدوجة الاتجاه، ومعنوية بين كل من عجز الموازنة العامة، ومعدل التضخم في مصر. وفي هذا الصدد، يعتبر العجز المالي أحد أهم العوامل المسببة لارتفاع معدل التضخم في مصر، وهو ما يقلل من فعالية السياسة النقدية في الاستهداف المباشر للتضخم، حيث تظل التوقعات التضخمية تابعة لاتجاهات العجز المالي من جهة، وتصاغ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية لصالح السيطرة على العجز المالي، أكثر من كونها تصاغ تجاه استهداف معدلات منخفضة للتضخم من جهة أخرى. وهو الأمر الذي يقلل من قدرة مصر على التطبيق الكامل لاستراتيجية استهداف التضخم.

٥- مقارنة أداء مصر مع التجارب السابقة، وأهم المضامين والدروس المستفادة لمصر:

يمكن الاستعانة بالجدولين رقم (٢) و(٣) لمقارنة ما حققته مصر من شروط ومتطلبات لازمة للتطبيق الرسمي لاستهداف التضخم، بما حققته بعض التجارب السابقة التي تُطبق رسمياً تلك الاستراتيجية، وذلك للتعرف على ما إذا كان ما حققته مصر من

=الأسعار، وهو ما يعني أنه لا يزال البنك المركزي يفقد لمسة إسمية منذ التخلي عن استراتيجية ربط سعر الصرف، ولا زالت السياسة النقدية تلعب دور المعالج أو المخفف لصدمات سعر الصرف وليس لصدمات التضخم، وهو ما يشكك في إمكانية نجاح البنك المركزي في استهداف التضخم كامل الأركان. أنظر: Al-Shawarby, & Selim, 2012, pp:4-5

(١) لا شك أن تنشيط دور سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة- وهو المؤشر الأقل تقلباً- سيعكس بصورة أفضل موقف السياسة النقدية وتأثيرها على الأسعار. ولكن يظل ذلك الموقف ضئيلاً ما لم تحسن كفاءة سوق المال وتزداد صلابه القطاع المصرفي: Al Mashat & Andreas, 2008, pp: 22

متطلبات وشروط حتى نهاية عام ٢٠١٢، يساعدها على التطبيق الرسمى للاستراتيجية. حيث يتضمن الجدول رقم (٢) تطور لبعض مؤشرات الانضباط المالى والصلاية المالية لمصر وللبعض التجارب الدولية التى سبق عرضها فى إطار الورقة البحثية الحالية، وذلك للفترات التى تسبق مرحلة التطبيق الرسمى للاستراتيجية لتلك الدول، وكذلك للفترات التى تمتد إلى ما بعد التطبيق الرسمى للدول التى عانت من مصاعب ومشكلات مالية ومؤسسية إبان التطبيق الرسمى. حيث متغير العجز المالى، والدين الحكومى كمؤشران للانضباط المالى، ومتغير يعكس العمق المالى، ومتغير آخر يعكس الائتمان المحلى الممنوح للقطاع الخاص كمؤشران للتطوير المالى. ويتضمن الجدول مؤشر يعكس مدى سلامة وصلاية القطاع المصرفى، وهو نسبة الديون المتعثرة إلى إجمالى القروض المصرفية. ويتضمن الجدول مؤشرى حجم رسملة (رأس مال) السوق (*Market Capitalization*)، ومعدل دوران رأس المال كمؤشرات لعمق وكفاءة سوق المال^(١).

أما الجدول رقم (٣)، فيتضمن عناصر وخصائص لاستراتيجية استهداف التضخم (دوافع تطبيق الاستراتيجية - مدى انطباق المتطلبات والشروط المبدئية، تحديات، ونمط الاستهداف)، وذلك للتجارب الدولية المعروضة، ولمصر. والهدف من هذا الجدول هو تحديد المرحلة التى تقف عندها مصر من التطبيق الرسمى لاستراتيجية استهداف التضخم مقارنة بالتجارب السابقة، ومن ثم النمط الأمثل لتطبيق الاستراتيجية.

ففيما يتعلق باستقلالية البنك المركزى، فكما يشير الجدول رقم (٣)، ما حققه البنك المركزى لمصر مقارنة بتجارب الدول الأخرى، يؤهله لتطبيق استهداف التضخم بصورة رسمية، ولكن بشرط أن يمارس استقلاليته بشفافية مع استمرار الإصلاحات التى تعزز من مصداقيته. وفيما يتعلق بانطباق شرط الانضباط المالى، فعلى عكس ما تشهده مصر من تدهور لتلك المؤشرات - ولا سيما العجز المالى - منذ إعلان البنك المركزى عن نيته فى

(١) تم اختيار المؤشرات المعروضة بالجدول، أسوةً بالعديد من الدراسات السابقة فى هذا السياق، والتى استخدمت تلك المؤشرات لتقييم جاهزية أى دولة لتطبيق استهداف التضخم فى ضوء متطلبات وشروط التطبيق.

تطبيق استهداف التضخم (منذ عام ٢٠٠٥)، فبالنظر الى التجارب الأخرى التى سبق عرضها، يتضح من الجدول رقم (٢) و(٣) أن الدول التى تنتهج استراتيجية استهداف التضخم كامل الأركان، نجحت فى السيطرة على مشكلتى العجز المالى والدين العام خلال المرحلة الانتقالية. أما الدول التى تنتهج النمط الخفيف للاستهداف فقد استطاعت خفض العجز المالى والدين العام خلال المرحلة الانتقالية ولكن بمعدلات اقل، ولكنها استطاعت بعد التطبيق الرسمى مواصلة الجهود فى الإصلاح، وهو ما يعكس مصداقية السلطة المالية وتناسقها مع السلطة النقدية فى تحمل مسؤولية تحقيق المعدل المنخفض للتضخم. أما فيما يتعلق بأداء مصر فى مجال صلابة النظام المالى، فكما يشير الجدول رقم (٢) فقد شهدت معظم مؤشرات صلابة القطاع المصرفى تحسناً منذ عام ٢٠٠٥، ولكنها تراجعت خلال عام ٢٠١٢. وفى هذا السياق، فإن التحليل السابق لا يعنى على الإطلاق التخلي عن استهداف التضخم. حيث كما تشير بيانات الجدول رقم (٢)، فإن عدم صلابة النظام المالى وارتفاع حجم الديون المتعثرة خلال المرحلة الانتقالية، لم يكن عائقاً لاستهداف التضخم فى بعض الدول طالما توافرت المصداقية والقدرة على مواصلة الإصلاح. فى هذا الصدد يمكن لمصر انتهاز النمط الخفيف أو الانتقائى لاستهداف التضخم (مثل غانا- الفلبين- اندونيسيا)، على أن يتعهد البنك المركزى بمواصلة الإصلاحات المالية والمصرفية لتسهيل الانتقال للتطبيق الكامل. وفيما يتعلق بتطبيق نظام مرن لسعر الصرف، فبمقارنة أداء مصر مع التجارب الأخرى فى هذا السياق، فكما يوضح الجدول رقم (٣) أن الدول التى نجحت فى التطبيق الرسمى كامل الأركان لاستهداف التضخم استطاعت خلال المرحلة الانتقالية البناء التدريجى لنظام سعر الصرف المرن، مع تدخلها فى بعض الأحيان (البرازيل- المكسيك- شيلى - جنوب أفريقيا- تركيا). بينما الدول التى لا تزال تتدخل بشكل غير مباشر - من خلال أدائها النقدية - فى سوق الصرف الأجنبى استطاعت تطبيق النسخة الخفيفة أو الانتقائية لاستهداف التضخم (غانا - إندونيسيا - الفلبين). حيث لا تزال تعاني تلك الدول - مثل مصر - من بعض الاختلالات المالية والنقدية التى تجعلها غير قادرة عن رفع يدها - تماماً من إدارة سعر الصرف. وفيما يتعلق بالمحاسبة والمساءلة، فإن ما حققه البنك المركزى فى مجال النشر والإعلان والشفافية يتقارب مع أداء بعض الدول المستهدفة

للتضخم، ولا سيما غانا، إندونيسيا والفلبين - وذلك كما يوضح الجدول رقم (٣). والجدير بالذكر، أنه بينما نجح البنك المركزي المصري في إعداد مؤشر الرقم الأساسي، إلا أنه ما زال يفضل الاستناد إلى الرقم القياسي لأسعار المستهلكين. في هذا الصدد، ما يميز التجارب السابقة أنها - باستثناء الفلبين - نجحت في الانتهاء من إعداد ونشر الرقم الأساسي *Core*، ولكن معظمها ما زال يفضل الاستناد إلى الرقم القياسي للأسعار (*CPI*) بعد تعديله. على هذا النحو، في ضوء التجارب السابقة، وانطلاقاً مما سبق، فإن ما حققته مصر في إطار إصلاح وتطوير البنية التحتية والتشغيلية قد يتيح لها الانتقال للتطبيق الرسمي للتضخم، ولكن بشرط استمرار جهود البنك المركزي في تطوير نماذج التنبؤ، والإسراع بتعديل الرقم القياسي للأسعار ليكون صالحاً كمرتكز إسمى للسياسة النقدية. وفيما يتعلق بكفاءة انتقال آليات السياسة النقدية، فكما أوضحت نتائج اختبار العلاقة السببية، فإن معظم أدوات السياسة النقدية تمارس تأثيراً محدوداً على التضخم، مما يقلل من قدرة البنك المركزي المصري على إرساء التوقعات التضخمية في الأجل القصير. ومع ذلك، فكما يوضح الجدول رقم (٣)، يمكن لمصر محاكاة كثير من التجارب السابقة لدول عانت من مشكلة ضعف آليات الانتقال للسياسة النقدية، وحاولت التغلب على تلك المشكلة من خلال تطبيق أفق زمني أطول (عام ونصف إلى ثلاث أعوام)، نطاق رقمي أوسع، ونقطة رقمية مرتفعة، - ولكن فردية - للتضخم.

جدول (٢) : تحليل مقارن لتطور المؤشرات المتعلقة بمتطلبات تطبيق استهداف التضخم في مصر وبعض الدول المختارة

معدل دوران رأس المال	رسملة السوق	القروض المتعثرة % القروض	الائتمان المحلى للقطاع الخاص % الناتج المحلى الإجمالى	العمق المالى M2/GDP	الدين الحكومى % للناتج المحلى الإجمالى	العجز المالى % للناتج المحلى الإجمالى
Chile	14.6% (1989) 28.7 % (1999)	49.3% (1989) 99.1% (1999)	1.2% (1999) 2.4% (2000)	39.3% (1989) 16.4% (1999)	41.3% (1990) 68.52% (1999)	-5.2% (1989) -0.6% (1999)
Brazil	15.8% (1998) 22.1% (1999)	27.8% (1998) 38.7% (1999)	8.3% (1999) 3.6% (2012)	35.2% (1998) 38.7% (1999)	25.6% (1998) 43.1% (1999)	0.1% (1998) 1.22% (1999)
Mexico	15.1% (1994) 6.2 % (2001)	29.2% (1994) 20.5 % (2001)	5.2% (2001) 2.2% (2012)	33.2% (1994) 18.7% (2001)	27.5% (1994) 27.2% (2001)	-0.6% (1994) -1.2% (2001)
South Korea	31.4% (1997) 182.5% (2000)	11.02% (1997) 55.6% (2000)	8.9% (2000) 1.5% (2012)	47.8% (1997) 79.8% (2000)	70.7% (1997) 83.4% (2000)	2.4% (1997) 4.4% (2000)
Indonesia	12.5 % (1999) 11.4% (2005) 17.5% (2012)	33.1% (1999) 25.6% (2005) 46.5% (2012)	34.4% (2000) 7.4% (2005) 2.1% (2012)	33.8% (1999) 22.5% (2005) 28.3% (2012)	54.1% (1999) 39.5% (2005) 41.5% (2012)	-3.4% (1999) -0.1% (2005) -1.1% (2012)
Philippines	17.4% (1994) 8.7% (2001) 13.6% (2012)	77.4% (1994) 41.7% (2001) 73.9% (2012)	27.8% (2001) 2.4% (2012)	26.33% (1994) 37.8% (2001) 30.4% (2012)	46.6% (1994) 57.7% (2001) 60.4% (2012)	-1.2% (1994) -3.9% (2001) -1.7% (2012)
South Africa	23.6% (1999) 56.6% (2001) 88.9% (2012)	155.2% (1999) 130% (2001) 232.4% (2012)	3.1% (2001) 4.6% (2012)	59.9% (1999) 68.8% (2001) 80.58% (2012)	50.2% (1999) 48.6% (2001) 74.6% (2012)	-2.2% (1999) -1.6% (2001) -4.2% (2012)
Ghana	35% (2001) 53% (2007) 23% (2012)	9.71% (2001) 12.61% (2007) 9.68% (2012)	19.5% (2001) 6.4% (2007) 14.1% (2012)	10.5% (2001) 11.6% (2007) 14.5% (2012)	24.2% (2001) 21.7% (2007) 28.9% (2012)	-6.5% (2001) -4.6% (2007) -3.7% (2012)
Turkey	37.25% (2001) 49.76% (2006) 53.68% (2012)	21.80% (2001) 29.77% (2006) 33.58% (2012)	29.6% (2001) 3.9% (2006) 2.5% (2012)	15.4% (2001) 22.4% (2006) 45.1% (2012)	33.9% (2001) 38.4% (2006) 52.6% (2012)	-6.8% (2001) -1.9% (2006) -1.4% (2012)
Egypt	17.19% (2004) 33.90% (2010) 22.2% (2012)	38.83% (2004) 11.1% (2010) 24.2% (2012)	23.6% (2004) 13.7% (2010) 10.7% (2012)	48.4% (2004) 57.7% (2010) 39.8% (2012)	87.9% (2004) 90.7% (2010) 78.8% (2012)	-5.8% (2004) -7.8% (2010) -9.8% (2012)

المصدر: تم الحصول على البيانات من International Financial Statistics (IFS), world Bank indicators(WBI) بالنسبة لمصر التحليل تم للفترة قبل المرحلة الانتقالية بعام وبعد المرحلة الانتقالية (٢٠١٠)، وبعد أحداث ثورة ٢٥ يناير بعام (٢٠١٢)، وللتجارب

الأخرى (التحليل قبل التحول للمرحلة الانتقالية بعام، وفي نهاية المرحلة الانتقالية، ولبعض الدول التي عانت من مصاعب مالية واقتصادية خلال المرحلة الانتقالية امتد التحليل إلى عام ٢٠١٢ للوقوف على مدى قدرة الـ IT على تحسين قدرة تلك الدول على مواصلة الإصلاح ومن ثم إمكانية ذلك لمصر.

استناداً إلى العرض السابق، سيتم استخلاص عدد من الدروس المستفادة بشأن ما حققته التجارب السابقة خلال المرحلة الانتقالية ومضامين ذلك لمصر (كفرص أو تحديات) لتقييم قدرتها على إنهاء المرحلة الانتقالية والتطبيق الرسمي للاستراتيجية:

١- أكدت كثير من التجارب السابقة أن الانتقال من المرحلة الانتقالية إلى مرحلة التطبيق الرسمي لا يعني بالضرورة استيفاء كافة المتطلبات، ولكن الشرط الضروري الذي لا يمكن الانتهاج الرسمي بدونه هو الاستقلال الوظيفي للبنك المركزي، والتخلي عن استهداف سعر الصرف. وفيما يتعلق بباقي الشروط فإن ما حققته الدول خلال المرحلة الانتقالية هو الذي يحدد شكل الاستهداف: استهداف كامل الأركان، أم استهداف خفيف أم استهداف انتقائي^(١).

وبالتالي قيام مصر بالتطبيق الرسمي الكامل أو الخفيف للـ IT، مرهون بما حققته في هذا الصدد.

٢- كما أشارت التجارب السابقة، معظم الدول لم تتخل عن استهداف بعض المتغيرات النقدية خلال المرحلة الانتقالية - السيولة الإجمالية، السيولة المحلية، فائض الاحتياطي النقدي - حين استكمال نهج الاستهداف المباشر للتضخم، ولكنها جميعاً تخلت عن استهداف سعر الصرف رسمياً^(٢).

في هذا الصدد فإن استهداف مصر للمعروض النقدي كمتغير وسيط خلال المرحلة الانتقالية لا يعني أنها غير مؤهلة للاستهداف المباشر للتضخم.

٣- تؤكد التجارب السابقة أن الجهود المستمرة لبناء نظام مرن لسعر الصرف يعمل على تسهيل قدرة الدول على إنهاء المرحلة الانتقالية والتطبيق الكامل الأركان

(1) A. Hakan, 2008, pp; 1-16.

(2) Freedman, and I. Ötör, 2009, pp; 20-21.

لاستهداف التضخم (شيلي، المكسيك، تركيا وجنوب أفريقيا)، بينما الدول غير القادرة على تطبيق نظام مرن تماماً لسعر الصرف وتتدخل بشكل غير مباشر لإدارة سعر الصرف تأهلت فقط لتطبيق الاستهداف الخفيف للتضخم^(١).

في هذا السياق، قدرة مصر على التطبيق الرسمي للـ *IT* مرهونة بكفاءة البنك المركزي في تأسيس نظام مرن تماماً لسعر الصرف

٤- عدم الاستناد إلى مؤشر أساسي للتضخم *core inflation*، واستمرار الاعتماد على الرقم القياسي للأسعار *CPI* لا يعوق بالضرورة التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم. حيث قليل من الدول (كوريا الجنوبية- جنوب أفريقيا) قامت بنوكها المركزية باستخدام الرقم القياسي الأساسي كمؤشر لاستهداف التضخم، ولكن تم التخلي عنه بعد فترة قصيرة، إلا أن كثير من الدول المطبقة لاستهداف التضخم قامت بتعديلات محدودة في الرقم القياسي للأسعار -واستبعاد بعض البنود الأكثر تقلباً-، كمؤشر للتنبؤ بالتضخم^(٢).

في هذا الصدد يمكن لمصر من خلال استخدام الرقم القياسي الجارى استخدامه (*CPI*)، التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم مع إجراء بعض التعديلات عليه لجعله أكثر قابلية للارتكاز.

٥- كما أوضحت التجارب السابقة أن بعض البنوك المركزية استهدفت نقطة زمنية منخفضة مع وجود هامش أو نطاق سماح $\pm 1\%$ (شيلي-المكسيك- كوريا)، وهي الدول الأكثر صلابة من حيث مؤسساتها المالية والمصرفية خلال المرحلة الانتقالية، بينما الدول التي عانت من اختلالات مالية وهيكلية ومعدلات عالية للدولة وللتضخم خلال المرحلة الانتقالية تفضل استهداف نطاق رقمى (جنوب أفريقيا) أو معدل متوسط للتضخم مع هامش نحو $\pm 2\%$ (تركيا، البرازيل) وذلك حتى تزداد مصداقية البنك المركزى بأنه لن يسعى إلى سياسة نقدية متشددة لإرساء التوقعات التضخمية. أما الدول التى تعاني من صدمات العرض المحلية والدولية، ولم تستطيع معالجة تلك الاختلالات خلال المرحلة

(1) Ötger, and Vávra, 2007, pp; 9-15.

(2) Jonas, and Mishkin, 2003, pp; 397-399.

الانتقالية، فتفضل استهداف معدلات مرتفعة للتضخم مع هامش $\pm 1\%$ (غانا)، وذلك لتمكين البنك المركزي من إرساء توقعات تضخمية مرتفعة. أما إندونيسيا والفلبين فقد استهدفا معدلاً متوسطاً للتضخم (هامش $\pm 1\%$)، وتلجأ كل فترة إلى رفع المعدل المستهدف لمنح البنك المركزي قدر من المرونة في مواجهة تقلبات الناتج دون أن يخرج التضخم عن حدوده المستهدفة. وتختلف الدول في تطبيق النطاق الزمني للاستهداف كما يوضح الجدول رقم (٣) (١).

في هذا الصدد، يناقح لمصر خيارات عديدة بشأن معدل الاستهداف ونطاقه الزمني

٦- تقلب معدلات التضخم، أو ارتفاع معدلات التضخم في بعض سنوات المرحلة الانتقالية لا يعوق بالضرورة التحول إلى استهداف التضخم. حيث تغلبت بعض الدول على تلك المشكلة باستهداف رقم مبدئي للتضخم خلال المرحلة الانتقالية، وهنا نجح البنك المركزي في تقليل معدل التضخم حتى تم الانتقال للتطبيق الكامل. أما عدم استقرار الاتجاه النزولي لمعدل التضخم خلال المرحلة الانتقالية فيمكن ملاحظته في الدول التي لم تعلن معدلاً مستهدفاً للتضخم خلال المرحلة الانتقالية، وإن كان بعد التطبيق الرسمي اتجه معدل التضخم للانخفاض (٢). المكسيك، الفلبين، جنوب أفريقيا وتشيلي وكوريا (أمثلة للحالة الأولى)، أما إندونيسيا وغانا وتركيا والبرازيل فتندرج تحت الحالة الثانية.

وبالتالي فإن ارتفاع معدل التضخم في مصر خلال المرحلة الانتقالية لا يعتبر عائقاً للتطبيق الرسمي بشرط توافر المصدقية في جعل التضخم في حدوده المسموح بها.

- (١) كما أشارت التجارب أن بعض الدول تفضل استهداف التضخم خلال مدى زمني طويل نسبياً من ١٨ شهر إلى ثلاث سنوات لإعطاء البنك المركزي بعض المرونة في تحقيق الاستقرار الحقيقي والسعري دون إنقاص كفاءة ومصدقية السياسة النقدية: أنظر: Jane & Teresa, 2009, pp; 11-14.
- (٢) يمكن التعامل مع مشكلة عدم استقرار اتجاهات التضخم خلال وبعد التطبيق الرسمي من خلال استهداف معدلات أو نطاقات واسعة للتحكم في التضخم في ظل درجة عالية من الشفافية مما ساعد على إرساء التوقعات. أنظر: Kamal, 2010, p; 40.

جدول (٤): خصائص استهداف التفضيل في مصر والدول المختارة قبل وخلال المرحلة الانتقالية

	Chile	Brazil	Mexico	South Korea	Indonesia	Philippines	South Africa	Ghana	Turkey	Egypt
١. دوافع تطبيق الـ ITI										
٢. فشل سياسة سعر الصرف كمركز لاسمي	✓	✓	✓				✓		✓	
٣. التمييز الأجنبي كإوجبة الأزمات المالية والاقتصادية	✓	✓	✓						✓	
٤. فشل الاستهداف النقدي كمركز وسيطة لتوزيع مصداقية السياسة النقدية في أزمة دولارات التفضيل				✓	✓	✓	✓	✓	✓	
٥. جرد أو استبعاد استراتيجيات الإصلاح المالي والنقدي			✓	✓	✓	✓	✓			✓
٦. استقلالية البنك المركزي										
٧. الاعتراف بأن استعوار الأصول الجوفاء الرسمي للسياسة النقدية										
٨. الهدف الوحيد للسياسة النقدية		✓		✓	•	✓	✓		✓	✓
٩. معاهدات أخرى واستقرار الأسعار له الأولوية	✓		✓		✓	✓	✓	✓		✓
١٠. استقلالية الأهداف										
١١. الأهداف المحددة بواسطة السياسة النقدية (البنك المركزي)	✓		✓							
١٢. الاعتراف المحدد من خلال البنك المركزي بالتشاور أو التنسيق مع الحكومة				✓	✓	✓		✓	✓	✓
١٣. الأهداف المحددة من قبل الحكومة بالتنسيق مع البنك المركزي		✓					✓			
١٤. الاستقلال الوظيفي والسياسي										
١٥. حرية جرد ومرونة تمويل البنك المركزي في صنع القرار وإدارة أزماته النقدية		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
١٦. الحكومة يجب أن تتوافق على قرارات البنك المركزي في قانون بذلك	✓						✓			
١٧. لا يوجد تفويض حكومي في لجنة السياسة النقدية		✓			✓		✓			
١٨. يوجد وليس له حق التصويت	✓		✓	✓					✓	✓
١٩. يوجد ولهم حق التصويت						✓		✓		
٢٠. الاستقلال المالي										
٢١. حظر الأوامر البنك المركزي للحكومة ويوجد ليس بذلك	✓		✓		✓				✓	
٢٢. الأوامر محدود (نحو ٢٠٪) بالتمويل						✓	✓	✓		✓
٢٣. لا يوجد لمن يبيع الأوراق الحكومية		✓		✓			✓			✓

	Chile	Brazil	Mexico	South Korea	Indonesia	Philippines	South Africa	Ghana	Turkey	Egypt
استهداف نقطة رقمية وهاش ساج ($P+T$) %	3 ± 1	4.5 ± 2	3 ± 1	3.0 ± 0.5	4.5 ± 1	$3-5$ Currently 4 ± 1			5.0 ± 2 Currently 7.5 ± 2	
استخدام مدى رقمي بدون هاش ساج (T)							3-6	$7-9 \pm 1$		
استخدام مدى رقمي مع هاش ساج ($T+T$)										
المدى الزمني للاستهداف	2 years	Yearly target	Medium term for year	3 years	Medium term for year	Medium term for 2 years	On a continuous	18-24 months	Multi year (2 years)	
٧ معدل التضمين قبل وأثناء المرحلة الانتقالية										
قبل المرحلة الانتقالية	$1/22$	$1/9.07$	$1/25$	$1/9.0$	$1/20.0$	$1/8.3$	$1/8.6$	$1/22.9$	$1/61.9$	$1/11.2$
اتجاه معدل التضمين خلال المرحلة الانتقالية	اتجاه تدريجي	متقلبة لدى الارتفاع والانخفاض	اتجاه تدريجي	متقلبة لدى الارتفاع والانخفاض	لدى الارتفاع في المرحلة الانتقالية	متقلبة لدى الارتفاع والانخفاض	اتجاه تدريجي	تضمين مرتبك في متوسطة الفترة	اتجاه متقلبة تدريجي مرتبك في بعض الفترات	اتجاه تضايف
معدل التضمين عند التطبيق الرسمي لـ IT (الأسعة الأخيرة للمرحلة الانتقالية)	$1/4$	$1/8.8$	$1/9.4$	$1/6.9$	$1/10.0$	$1/7.7$	$1/9.2$	$1/10.9$	$1/10.0$	خلال الربع الأول من عام ٢٠١٢ ($1/8.20$)
نمط استهداف التضمين خلال المرحلة الانتقالية (٢٠١٢)	جزئي	تضمين	جزئي	جزئي	تضمين	جزئي	جزئي	تضمين	تضمين	تضمين
نمط الاستهداف الرسمي للتضمين	كامل الأركان ومرن	كامل الأركان ومرن	كامل الأركان ومرن	كامل الأركان ومرونة مضبوطة	خفيف ومرن	والتفاضلي ومرن	كامل الأركان ومرن	خفيف ومرن	كامل الأركان ومرن	كامل الأركان ومرن

مجمّل ما سبق، أفادت نتائج الدراسة بأنه في ضوء ما حققته مصر خلال المرحلة الانتقالية، وبمقارنة وضعها ببعض الدول النامية والصاعدة الأخرى - فإنها قد تكون جاهزة للتطبيق الرسمي الخفيف لاستهداف التضخم. ولكن الشرط الضروري الذي مكّن دول أخرى - ومن خلال أداء أقل مقارنةً بمصر - تطبيق الاستراتيجية رسمياً، هو توافر المصدقية، بمعنى إقناع كافة الوحدات والأفراد بأن السلطة النقدية تعمل على تخفيض التضخم كهدف رئيسي وصريح. ولن يتسنى للبنك المركزي ذلك إلا لو تمكن من التحديد الدقيق لمصادر التضخم، وتوجيه كافة الجهات المسؤولة عن إدارة تلك المصادر بكفاءة، عندئذ ينجح البنك المركزي في إرساء التوقعات التضخمية تجاه المعدل المستهدف.

٦- مضامين السياسة: *Policy implications*

في إطار إمكانية مصر لتطبيق النسخة الخفيفة لاستهداف التضخم فحتى ينجح البنك المركزي في توجيه أدواته، ومن ثم توقعات التضخم تجاه المعدل المستهدف، فإن الأمر يستوجب انتهاز عدد من الآليات تصقل قدرته على استهداف التضخم بمصدقية في ظل مشاركة السلطات المسؤولة عن استكمال متطلبات التطبيق الرسمي. في هذا الصدد نقطة البداية لصانع القرار هي الفهم الجيد لديناميكية التضخم. على هذا النحو سيتم في إطار الدراسة الحالية تحليل مصادر التضخم في مصر من خلال تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR ، حيث سيتم تقدير تأثير عدد من المتغيرات التفسيرية الداخلة (معدل نمو السيولة المحلية $M2$ ، سعر الفائدة IR ، سعر الصرف ER ، وعجز الموازنة العامة) للناتج المحلي الإجمالي (BD) على معدل التضخم (Inf) كمتغير تابع. وسيتم التعبير عن كافة المتغيرات في صورة لوغاريتمية^(١). وتمثل الخطوة الأولى في إجراء اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات الداخلة في النموذج، والتي أكدت نتائجها بأنها متكاملة من الدرجة

(١) تعدد الدراسات المختصة بتقدير مصادر التضخم في مصر. وفي هذا الصدد تنوع محددات التضخم بين متغيرات نقدية: عرض النقود، سعر الفائدة، متغيرات سعرية، الأسعار العالمية، معدل التبادل التجاري، سعر الصرف، ومتغيرات مالية: عجز الموازنة العامة، الإنفاق الحكومي. ومتغيرات حقيقية مثل فجوة الناتج الإجمالي، حجم الواردات، كفاءة الأسواق من خلال مؤشر التنافسية. أنظر: El-Sakka & Ghali, 2005, pp:84-96. Moriyama, 2011, IMF, WP/11/160

الأولى (I(1). كما تم إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية *Johansen-Juselius Multivariate maximum likelihood procedure*، والتي أظهرت نتائجها وجود علاقة تكاملية وتوازنية بين تلك المتغيرات في المدى الطويل. وتمثل الخطوة التالية في تقدير نموذج *VAR*، في صورته غير المقيدة (*Unrestricted*). حيث يتم تقدير المتغير التابع كدالة في القيم الحالية والمبطاة للمتغيرات التفسيرية، والقيمة المبطاة للمتغير التابع. وقد تحدت فترة الإبطاء بفترة واحدة فقط. على هذا النحو، تتمثل معادلة نموذج *VAR* غير المقيد، والتي سيتم تقديرها لمصر خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٢، فيما يلي^(١):

$$\begin{aligned} \log(\inf)_t = & \sum_{i=0}^1 \alpha_1 (\log \inf)_{t-i} + \sum_{i=0}^1 \alpha_2 (\log M2)_{t-i} + \\ & \sum_{i=0}^1 \alpha_3 (\log IR)_{t-i} + \sum_{i=0}^1 \alpha_4 (\log ER)_{t-i} + \\ & \sum_{i=0}^1 \alpha_5 (\log BD)_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4) \end{aligned}$$

(+) (+) (-) (+) (+) (4)

الإشارات في الأقواس تشير إلى التأثير المتوقع للمتغيرات التفسيرية على معدل التضخم، والجدول رقم (٤) يظهر النتائج على النحو التالي: يتأثر معدل التضخم بشكل كبير بكل من العجز المالي وسعر الصرف، حيث كل زيادة مقدارها نقطة مئوية في العجز المالي تؤدي إلى

تم إجراء اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات السابقة، وأظهرت النتائج عدم استقرارها (المتغيرات تحتوى على جذر الوحدة)، وأوضحت نتائج اختبار التكامل المشترك رفض الفرض العدمي بعدم وجود تكامل مشترك. النتائج السابقة متاحة لدى الباحث ولكن لأغراض عدم التطويل لم يتم إدراجها.

(١) تم إجراء اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات السابقة، وأظهرت النتائج عدم استقرارها (المتغيرات تحتوى على جذر الوحدة)، وأوضحت نتائج اختبار التكامل المشترك رفض الفرض العدمي بعدم وجود تكامل مشترك. النتائج السابقة متاحة لدى الباحث ولكن لأغراض عدم التطويل لم يتم إدراجها. وفيما يتعلق بمنهجية القياس المستخدمة للتعرف على مصادر التضخم في إطار الدراسات المختصة باستهداف التضخم فقد تم الاستناد إلى منهجية الانحدار الذاتي غير المقيد (حيث تكتفى المنهجية باستعراض التأثيرات طويلة الأجل، ولا تنقيد بتصحيح خطأ انحراف السلاسل الزمنية عن مسارها في الأجل القصير). أنظر: Bakradze, & A. Billmeier 2007, Osuji, and Akujobi, 2012, pp: 52-81.

ارتفاع معدل التضخم بنحو ٥٦,٠ نقطة مئوية. وهذا التأثير معنوي عند مستوى ١٪. وفيما يتعلق بسعر الصرف فتشير النتائج أن كل زيادة قيمتها نقطة مئوية في سعر الصرف (انخفاض قيمة الجنيه) تعمل على زيادة معدل التضخم بنحو ٢١,٠ نقطة مئوية، وهذا التأثير معنوي فقط عند مستوى ٥ ٪. وفيما يتعلق بمعدل نمو السيولة المحلية فبالرغم من أن تأثيرها موجب، إلا أنه معنوي فقط عند مستوى ١٠ ٪. حيث كل ارتفاع نقطة مئوية في المعروض النقدي يؤدي إلى ارتفاع بنحو ٢٨,٠ نقطة مئوية في معدل التضخم. أما سعر الفائدة فيظهر تأثير سالب ومعنويته ضعيفة. وتشير النتائج إلى أن معدل التضخم يتأثر بشكل ملموس بسلوك التضخم في فترات سابقة. حيث تزايد معدل التضخم بنقطة مئوية يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم بنحو ١,٦٩ نقطة مئوية بعد فترة واحدة، وبدرجة ثقة ٩٩ ٪. في هذا السياق تضعف درجة التيقن بأن السياسة النقدية سواء من خلال تغيير سعر الفائدة، أو تغيير المعروض النقدي تعد مؤشراً قوياً لتوقع وضبط السلوك التضخمي في مصر. «بمعنى *Inertia* مصر. حيث التضخم في مصر ظاهرة تتسم بالقصور الذاتي والجمود التوقعات التضخمية تابعة للاختلالات المالية وجود تشوهات السوق المحلي وصدمة العرض أكثر من تبعيتها للسياسة النقدية». وبناءً عليه حتى لو قرر البنك المركزي التطبيق الرسمي لاستهداف التضخم وإعلان معدل رسمي وصريح للتضخم، فمن المحتمل ألا تتجه التوقعات التضخمية للارتكاز حول ذلك المعدل، بل ستتجه للارتكاز حول سلوك التضخم السابق المتأثر باتجاهات العجز المالي وتقلبات سعر الصرف. وهو ما يدل على عدم الثقة بشأن مصداقية السلطة النقدية في إرساء أدواتها تجاه المعدل المستهدف للتضخم^(١).

(١) التضخم في مصر ظاهرة تتسم بالقصور الذاتي *inertia* مما يجعل السياسة النقدية أكثر مسابرة للاتجاهات الدورية، على حساب إرساء التوقعات نحو التضخم المستهدف. لمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع، أنظر: Moriyama, 2011, pp. 16-17.

جدول (٤) تقدير نموذج الـ *VAR* للعلاقة بين التضخم والمتغيرات المفسرة له

Included observations: 32 after adjustments *Standard errors in () & t-statistics in []*

	LOG(Infl)	BD	LOG(M2)	LOG(ER)	LOG(IR)
LOG(Infl(-1))	1.690643 (0.53733) [5.02924]	0.112827 (0.63239) [0.17841]	-0.266892 (0.15404) [-1.73261]	0.020889 (0.05514) [0.37885]	0.008053 (0.01856) [0.43395]
LOG(BD(-1))	0.558825 (0.19399) [2.88064]	0.668825 (0.29359) [3.87052]	0.066382 (0.04725) [1.40480]	-0.025785 (0.01691) [-1.52440]	0.008649 (0.00569) [1.51937]
LOG(M2 (-1))	0.277161 (0.12945) [1.9593]	1.501367 (1.02441) [1.46560]	0.878876 (0.24953) [3.52213]	0.044013 (0.08932) [0.49276]	0.023452 (0.03006) [0.78015]
LOG(ER(-1))	-0.16397 (0.1000) [-1.40248]	0.732233 (0.73682) [0.99378]	-0.251273 (0.17948) [-1.40002]	1.061553 (0.06424) [16.5236]	-0.053518 (0.02162) [-2.47522]
LOG(IR(-1))	-0.251273 (0.10948) [-1.95002]	7.545997 (3.43691) [2.19557]	-0.570426 (0.83718) [-0.68137]	-0.614207 (0.29967) [-2.04961]	0.729601 (0.10085) [7.23420]
C	-0.578670 (2.07274) [-0.27918]	-23.45403 (9.54505) [-2.45719]	2.505466 (2.32503) [1.07761]	-1.604561 (0.83225) [-1.92798]	0.589913 (0.28009) [2.10612]
R-squared	0.789299	0.783440	0.569624	0.969031	0.952240
Adj. R-squared	0.693549	0.741794	0.486860	0.963075	0.943055
F-statistic	39.53636	18.81186	6.882464	162.7080	103.6773

وقد تم تأكيد النتائج السابقة بتطبيق منهجية تحليل مكونات التباين *Variance*

decompositions لنموذج *VAR* المقدر بالجدول رقم (٤)، وذلك لتقدير مدى المساهمة المتوقعة لأدوات السياسة النقدية في تفسير السلوك التضخمي خلال أفق زمني مستقبلي. والنتائج يوضحها الجدول رقم (٥).

جدول (٥) تحليل مكونات التباين لنموذج VAR ، لمتغير التضخم ($InfI$)

Period	LOG(Inf)	LOG(M2)	BD	LOG(ER)	LOG(IR)
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	94.07519	0.449431	5.451537	6.53E-06	0.023839
3	85.14367	0.368091	14.27953	0.176099	0.032606
4	75.47107	0.877300	22.71730	0.785450	0.148875
5	66.76923	2.514657	28.62172	1.752484	0.341914
6	59.85896	5.007193	31.75915	2.852528	0.522166
7	54.71435	7.858791	32.87372	3.914640	0.638499
8	50.92836	10.70847	32.80823	4.867373	0.687567
9	48.06109	13.38139	32.16361	5.705096	0.688820
10	45.77049	15.82844	31.28607	6.450602	0.664395

توضح النتائج أنه خلال أفق زمني مدته فترتين قادمتين، نحو ٩٤٪ من التباين في التضخم يُفسر من خلال الصدمات التضخمية السابقة. وهو ما يدل على أهمية التوقعات التضخمية في ضبط السلوك المستقبلي للتضخم. بينما لا يفسر سعر الفائدة سوى ٠,٠٢٪ من التباين، أما المعروض النقدي فيفسر نحو 0.45 من التباين. ويفسر ارتفاع العجز المالي نحو ٥,٥٪ من التباين المتوقع في معدل التضخم. وتتغير الصورة في المدى المتوسط والطويل حيث ترتفع مساهمة سعر الصرف لتصل إلى نحو ١,٨٪ في المدى الأطول (بعد خمس سنوات)، كما تزداد مساهمة سعر الفائدة والمعروض النقدي بشكل ملحوظ في المدى الطويل، وإن كانت الاتجاهات المسبقة للتضخم، تظل تلعب الدور الأكبر في تفسير السلوك المتوقع للتضخم. في هذا الصدد، إذا قام البنك المركزي المصري، باستهداف تضخم منخفض خلال أفق زمني قصير المدى (فترتين)، فمن غير المتوقع أن تحرك السياسة النقدية التوقعات التضخمية -ومن ثم التضخم الفعلي تجاه المعدل المستهدف. حيث اتجاه التضخم بعد فترتين يتشكل حسب التوقعات التي تتأثر بالتضخم في الفترات السابقة، بجانب العجز المالي وارتفاع سعر الصرف، ووجود صدمات العرض وتشوهات السوق التي تخرج عن سيطرة السياسة النقدية. ولن تتحسن آلية وكفاءة السياسة النقدية في التأثير على التضخم إلا بعد مرور فترة زمنية طويلة، وتظل التوقعات تلعب الدور الأكبر. ومن ثم لن يستطيع

البنك المركزي لمصر استهداف التضخم بالفعل إلا لو قام بضبط وإرساء التوقعات التضخمية.

على هذا النحو، تمثل المضامين الرئيسية *Implications* لمصر بشأن استهداف التضخم، في أنه (١) في ظل عدم استكمال بعض الشروط والمتطلبات اللازمة من جهة، وبسبب (٢) القصور الذاتي للتضخم وتأثره بتوقعات استمراره (حيث صدمات العرض وتشوهات السوق) من جهة أخرى، فإن الخيار الأفضل للبنك المركزي هو: «الاستهداف الخفيف والمرن للتضخم *(LFIT) Lite and Flexible Inflation Targeting*».

وتتمثل أهم الأدوات والسياسات المقترحة لتحقيق ذلك الخيار في:

١. تحسين آلية انتقال السياسة النقدية، مع الاستمرار في تطوير نماذج التنبؤ والتحليل، وبذل مزيد من الجهود لتحسين كفاءة الرقم القياسي للأسعار كمرتكز للسياسة النقدية.

٢. الإعلان الرسمي من قبل البنك المركزي عن معدل مرتفع (أحادي)، مع هامش متسع للسماح $\pm 2.5\%$ ، أو نطاق رقمي (٧-٩٪)، والاستهداف خلال مدى زمني متوسط (١٨ شهر إلى ٢٤ شهر) لإرساء المصدقية بجلب التضخم في النطاق المستهدف والملائم. مع عدم الركون بشكل مشدد على سعر الفائدة التي قد تفقد فاعليتها في التأثير على التوقعات التضخمية^(١).

٣. وأخيراً، فإن تطبيق استهداف التضخم يجب ألا يكون هدفاً خاصاً بالبنك المركزي وحده، بل يجب اعتباره هدف تشاركي تسعى جميع السلطات المسؤولة نحو تحقيقه من خلال التزام الجميع بمواصلة الإصلاحات الاقتصادية والمؤسسية واستكمال خطط

(١) لجاءت كثير من البنوك المركزية في الدول المتجهة لاستهداف التضخم في الدول المتقدمة والنامية والصاعدة إلى جعل تخفيض التضخم هدف يتم تحقيقه على المدى المتوسط. واعتبار تقليل تقلبات الناتج والتوظيف هدفاً طويل المدى. بناءً على ما سبق لا يتقيد البنك المركزي باستخدام الأدوات التقليدية المشددة لإدارة السياسة النقدية (سعر الفائدة - تقييد السيولة)، حيث ينتهج قدر من المرونة في الرقم أو النطاق الزمني المستهدف للتضخم. أنظر: Palmqvist, 2007, PP: 62-63.

التطوير المالى والمصرفى، وانتهاج خطة مدروسة لخفض العجز المالى، وتعميق الإصلاحات المعززة لتنافسية العملة المحلية^(١).

٧. الملخص والنتائج :

يحتاج التطبيق الرسمى والناجح لاستهداف التضخم (*Inflation Targeting (IT)* استيفاء الدول المنتهجة لعديد من المتطلبات والشروط المسبقة) (*prerequisites, or preconditions*). وفى ضوء الانتشار السريع لتلك الاستراتيجية، ولاسيما فى الدول النامية ومنخفضة الدخل خلال العقد الأخير، يصبح الاسترشاد بتجارب تلك الدول من حيث ما حققته من متطلبات وما واجهته من تحديات، أمراً فى غاية الأهمية لمصر والتي تُعتبر بالفعل فى مرحلة انتقالية منذ ٢٠٠٥، وتستهدف استقرار الأسعار كمتغير أساسى للسياسة النقدية منذ عام ٢٠٠٣. وفى هذا الشأن فإن عدم قيام البنك المركزى - بعد مرور ثمان سنوات منذ إعلان المرحلة الانتقالية - بالاستهداف الرسمى للتضخم، بل وعدم إعلانه أي تصريحات رسمية بشأن مدى ملاءمة مصر للتطبيق الرسمى، يطرح عدة تساؤلات تبلور بدورها عدد من القضايا: لماذا لم يتسنى حتى الآن للبنك المركزى تطبيق استهداف التضخم رسمياً منذ إعلانه الضمنى لذلك؟ هل السبب هو عدم القدرة على استيفاء الحد الأدنى من المتطلبات اللازمة خلال المرحلة الانتقالية؟ كيف، وهل من الممكن للبنك المركزى فى ظل التحديات الاقتصادية التى تفاقمت فى السنوات الأخيرة أن ينتقل للتطبيق الرسمى لاستهداف التضخم؟ فى هذا الصدد تبلورت أهمية البحث فى التعرف على مدى استعداد مصر للتطبيق الرسمى فى ضوء ما حققته من متطلبات خلال المرحلة الانتقالية، وفى ضوء ما تواجهه من اختلالات، وكيف يمكن تسهيل مهمة البنك المركزى للتطبيق الرسمى. من هذا المنطلق فقد تم تقييم ذلك الاستعداد من خلال: (١) استعراض بعض تجارب الدول النامية والصاعدة التى تطبق استهداف التضخم رسمياً، وذلك لاستخلاص الدروس المستفادة لمصر. وقد تم فى هذا الصدد التعرض لتجارب شيلي، البرازيل، المكسيك، كوريا الجنوبية، الفلبين، إندونيسيا، جنوب أفريقيا، غانا وتركيا. وتتضمن العرض دوافع، وتحديات التطبيق

(١) المشاط، ص: ١٤-١٥.

الرسمى للـ *IT*. ومدى استيفاء تلك الدول لمتطلبات التطبيق خلال المرحلة الانتقالية. كما تم التطرق إلى نمط استهداف التضخم في تلك الدول. (٢) تقييم أداء مصر في المحاور المتعلقة بشروط ومتطلبات التطبيق، ومدى تقارب أو تباعد مصر في هذا السياق مع التجارب الأخرى. حيث تم تقييم ما حققته مصر من حيث استقلالية البنك المركزى، ومن حيث تحقيق شرط الانضباط المالى، ومدى صلاية القطاع المالى. كما تم التطرق إلى مدى استيفاء شرط التعويم الحر لسعر الصرف، ومدى استيفاء البنك المركزى للمتطلبات الفنية والمؤسسية.

وعلى هذا النحو توصلت الدراسة للنتائج التالية:

١- ليس بالضرورة أن تحقق مصر استيفاء كافة المتطلبات اللازمة قبل التطبيق الرسمى. حيث يمكن محاكاة تجارب غانا، إندونيسيا، الفلبين في استيفاء حد معين من الشروط، واستكمال باقى المتطلبات بعد التحول الرسمى. وطالما نجحت مصر في استيفاء الشروط المتعلقة بالاستقلال الوظيفى للبنك المركزى، والتخلى عن نظام سعر الصرف الثابت، واستيفاء خطوات ملموسة للإصلاح المصرفى، وتحسين آليات الشفافية، فإن البنك المركزى قد يكون قادراً على استهداف النمط الخفيف للتضخم (*LIT*). وفيما يتعلق بالقدرات المؤسسية والتشغيلية، فما حققته مصر لا يختلف كثيراً عما حققته عديد من التجارب الأخرى. وما زال البنك المركزى يسير على طريق تحسين الشفافية وبناء نماذج متطورة للتنبؤ، وتحسين الرقم القياسى للتضخم.

٢- ما زالت مصر تواجه بعض التحديات التى تقف حائلاً دون استيفاء كافة المتطلبات (عجز مالى مرتفع، ومعدلات متصاعدة للدين العام، ونمو متباطئ، وانخفاض لقيمة العملة المحلية، ووجود بعض الهيمنة السياسية على وظائف البنك المركزى). وهنا ستتقيد حرية البنك المركزى في توجيه أدواته بمعزل عن تخفيف العجز المالى للدول وحماية العملة المحلية، وهو ما بدا أكثر وضوحاً في السنوات الأخيرة. ومن ثم لا زالت مصر في الوقت الراهن غير مؤهلة للتطبيق كامل الأركان للاستراتيجية *FFIT*، حيث

أنها غير قادرة على محاكاة تجارب دول أمريكا اللاتينية، أو تركيا وجنوب أفريقيا وكوريا الجنوبية..

٣- التحدى الأكبر الذى ما زال يواجهه مصر هو ضعف العلاقة بين أدوات السياسة النقدية ولاسيما سعر الفائدة ومعدل التضخم. وهذا ما أكدته نتائج اختبار السببية *Granger causality Test* وهو ما يعنى أنه بالرغم مما حققته مصر فى السنوات الأخيرة من تنشيط لأسعار الفائدة قصيرة الأجل وتفعيل عمليات السوق المفتوح، فلا زالت أدوات السياسة النقدية غير قادرة على التحكم فى تحركات التضخم بصورة قوية. وهو ما قد يشكك من قدرة البنك المركزى على إرساء التوقعات التضخمية عند التطبيق الرسمى لتلك الاستراتيجية.

٤- أظهرت نتائج تقدير نموذج *VAR* غير المقيد، وباستخدام منهجية تحليل مكونات التباين *VDM* لمحددات التضخم فى مصر خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٢) أن معدلات التضخم فى مصر تتأثر بشكل كبير بالعجز المالى، وتغيرات سعر الصرف. وتلعب التوقعات التى تتأثر بالتضخم فى الفترات السابقة الدور الأكبر. أما سعر الفائدة فيمارس تأثير محدود على تحركات التضخم، وهو ما قد يشكك من قدرة البنك المركزى على استهداف التضخم من خلال السياسات النقدية. حيث قد تتجه قرارات البنك المركزى نحو مسايرة تلك الاختلالات وليس نحو استهداف التضخم.

مجمّل نتائج البحث تقود إلى أن تطبيق مصر لاستهداف التضخم بصورة رسمية رهّن بتحقيق ما يلى:

أولاً: الإعلان الرسمى لمعدل/نطاق مستهدف للتضخم. وأن يكون ذلك المعدل أو النطاق مرناً بما يمكن البنك المركزى من إرساء توقعات التضخم ليتناسب مع الأوضاع الاقتصادية.

ثانياً: معالجة التشوهات الحقيقية والهيكلية التى تزيد من الضغوط التضخمية وتجعلها خارج سيطرة البنك المركزى. ويتحقق ذلك من خلال اعتبار استهداف التضخم هدفاً

قومياً. حيث تعلن كافة الجهات المسؤولة التزامها بمواصلة الإصلاحات التي تعالج الجذور الحقيقية للتضخم، لكي تساعد البنك المركزي في بلوغ هدفه في ظل درجة عالية من الاستقلالية والشفافية والمصداقية.

على هذا النحو، فإن مصر مستعدة لتطبيق الاستهداف الخفيف والمرن للتضخم. وعندئذ فإن البنك المركزي سيقدم رسالة قوية بأن كافة القائمون على إدارة الاقتصاد يلتزمون جنباً إلى جنب مع البنك المركزي بتحقيق هدف معلن ومستقر للتضخم المخفض، وفي هذا السياق سوف تتحرك التوقعات بنجاح تجاه هذا التضخم المستهدف.

مراجع البحث

1. Abd El Ghaffar, H. (2007), "Towards Inflation Targeting in Egypt: Fiscal and Institutional Reforms to Support Disinflation Efforts. European Commission Working Papers, Vol.1 (3).
2. Akyurek, Cem & Kutun, Ali M. & Yilmazkuday, Hakan (2011), "Can inflation targeting regimes be effective in developing countries? The Turkish experience," *Journal of Asian Economics*, Elsevier, vol. 22(5).
3. Alexandra Peter & Sarwat Jahan & Edward R. Gemayel (2011), "What Can Low-Income Countries Expect from Adopting Inflation Targeting?," IMF Working Papers 11/276.
4. Al-Mashat, R. (2008), "Monetary Policy in Egypt: A Retrospective and Preparedness of Inflation Targeting" Working Paper No. 134. ECES.
5. Alpanda, Sami and Honig, Adam (2009), "The Impact of Central Bank Independence on the Performance of Inflation Targeting Regimes", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 41(7).
6. Al-Shawarby, Sherine & Selim, Hoda (2012), "Are international food price spikes the source of Egypt's high inflation?," *Economic Research Paper (ERP)*, Working Paper 714.
7. Amato, J. D., and S. Gerlach (2002), "Inflation targeting in emerging market and transition economies: Lessons after a decade", *European Economic Review*, 46.
8. Arto, Kovanen (2011), "Does Money Matter for Inflation in Ghana?," IMF, Working Paper No. 11/274.
9. Awad, I. L. (2008). "Switching to the Inflation Targeting Regime: Does it necessary for the case of Egypt?" IES Working Paper 34/2008. IES FSV, Charles University.
10. Awad, I. L. (2008). "Towards Measurement of Political Pressure on Central Banks: The case of the Central Bank of Egypt" *Prague Economic Papers*, 2008, vol. XVII, no 3.
11. Awad, I. L. (2009). "Did Egypt Satisfy Prerequisites for an IT Regime?," *Acta Oeconomica Pragensia*, 2009, vol. 17, no 6.
12. Awad, I. L. (2010), "Measuring the Stability of the Demand for Money Function in Egypt", *Banks and Bank Systems*, Vol. 5, No 1.
13. Bakradze, G. & A. Billmeier (2007) *Inflation Targeting in Georgia: Are We There Yet?* IMF Working Paper, WP/07/193.
14. Batini, N.; Laxton, D., (2006), "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", *Central Bank of Chile Working Papers*, no. 406, December,.
15. Bevilacqua, A., M. Mesquita, and A. Minella (2007), "Brazil: Taming Inflation Expectations", *Central Bank of Brazil, Working paper*, No. 129.
16. Boughrara, Adel (2007), "Can Tunisia Move to Inflation Targeting?," *Developing Economies*, XLV-1(March).
17. Capistrán, C. and M. Ramos-Francia (2006), "Inflation Dynamics in Latin America", *Working Paper 2006-11, Banco de Mexico*.

18. Carare, Alina, and Mark R. Stone (2006), "Inflation Targeting Regimes." *European Economic Review*, vol. 50.
19. Central Bank, Annual Report, 2004/2005.
20. Céspedes, Luis, F. and Soto, Claudio (2006), "Credibility and Inflation Targeting In Chile" Central Bank of Chile, Working Paper No. 408, December.
21. Chortareas, G., D. Stasavage and G. Sterne (2002), "Monetary policy transparency, inflation and the sacrifice ratio", *International Journal of Finance and Economics*, 7.
22. El-Sakka M. I. T. & Ghali Khalifa H. (2005). "The Sources of Inflation in Egypt: A Multivariate Co-integration Analysis," *Review of Middle East Economics and Finance*, vol. 3(3), pages 84-96, December.
23. Emam, Hebatalla, Atef (2012), "Monetary and Fiscal Policies Post 25th January Revolution: Fighters against Windmills", A paper presented at the first graduate conference: Egypt in the Arab Spring: Perspectives from Economics and Democratizations Studies, London School of Economics, London, 28 September 2012.
24. Fraga, Arminio, Ilan Goldfajn, and Andre Minella (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies," NBER Working Paper, No. 10019.
25. Freedman, C. and Öster-Robe, I. (2010), "Important Elements Inflation Targeting for Emerging Economies", IMF WP /10/113.
26. Freedman, C., and I. Öster-Robe (2009), "Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting", IMF Working paper, WP/09/161.
27. Gathogo, GATHONI, Anthony (2011), "Preconditions for Adopting Inflation Targeting Framework: An Empirical Evidence for Small Economies", *Financial Management and Journal of Applied Finance*, Vol. 1.
28. Ghalwash, T. (2010), "An inflation targeting Regime in Egypt: a feasible option?", *modern economy*, vol. 1, n°2, August.
29. Hakan Kara (2008), "Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting," *Central Bank Review, Research and Monetary Policy Department*, Central Bank of the Republic of Turkey, vol. 8(1).
30. Hammond, G. (2012), "State of the art of inflation targeting", *Bank of England, CCBS Handbook* No. 29.
31. Harmanta, Barik Bathaluddin, and Jati Wahyu (2011), "Inflation Targeting Under Imperfect Credibility: Lessons from Indonesia," *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, January.
32. Hartadi A. Sarwono (2007), "Monetary Policy in Emerging Markets: Indonesia's Case, Paper presented at The OECD- CCBS Seminar on Monetary Policy in Emerging Markets, Paris, 28 February.
33. Heintz, J., Leonce Ndikumana (2010), "Is There a Case for Formal Inflation Targeting in Sub-Saharan Africa?", paper provided by Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst in its series Working Papers, no 2018.
34. IMF, 2013, *Fiscal Monitor, Fiscal Adjustment in an Uncertain World*.

35. Jahan, Sarwat (2012), " Inflation Targeting: Holding the Line", IMF, Finance & Development, March.
36. Jane Sneddon Little & Teresa Foy Romano (2009), "Inflation targeting: central bank practice overseas," Public Policy Brief, Federal Reserve Bank of Boston, No. 08-1
37. Jonas, J., and F. S. Mishkin (2003), "Inflation targeting in transition countries: Experience and prospects", NBER Working Paper Series, no. 9667.
38. Kadioglu, F., et al. (2000), "Inflation targeting in developing countries" The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussion Paper, September.
39. Kamal, Mona (2010), "Targeting in Brazil, Chile and South Africa: An Empirical Investigation of Their Monetary Policy Framework", William Davidson Institute Working Paper Number 1004, November.
40. Kandil, M. (2011), "Monetary Policy in Egypt: Recent Challenges and Future Priorities", ECES-PVP28-July, 2011
41. Khan, M. S. (2003), "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy", WP/03/56. IMF.
42. Kim, S., Park, Y. (2006), "Inflation Targeting in Korea: A Model of Success? In: Monetary Policy in Asia: Approaches and Implementation", BIS Paper, No. 31.
43. Lajnaf, R. (2013), "Possibility of Adopting the Inflation Targeting Strategy in Tunisia", international Journal of Applied Research and Studies (IJARS), Volume 2, Issue4.
44. Lim, Joseph Anthony (2008). "Central Banking in the Philippines: From Inflation Targeting to Financing Development," , International Review of Applied Economics" , , 22(2).
45. Maher, S. (2012), "An Assessment of the Inflation Targeting Policy in Egypt". The Journal of Monetary Economics, In process of publishing.
46. Martinez, Guillermo Ortiz (2008), "Inflation targeting" Bank of Canada, A Festschrift in honour of David Dodge, November.
47. Mishkin, Frederic, and Miguel Savastano (2000), "Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons from Latin America," , NBER Working Paper No. 7617
48. Moriyama, Kenji (2011), "Inflation Inertia in Egypt and its Policy Implications", IMF Working Papers, WP/11/160.
49. N. Batini, P. Breuer, K. Kochhar, and S. Roger (2006), "Inflation Targeting and the IMF," IMF Board Paper SM/06/33.
50. Nabil Ben Ltaifa, and et al. (2012), "Review of relevant country experiences in transition From monetary to inflation targeting", Kiglai Conference Review of Country Experiences in Transition to IT.DOCX July 25.
51. Nasr, S. (2012), " THE EGYPTIAN BANKING SYSTEM POST JANUARY 25TH REVOLUTION", paper presented for 2012 Cambridge Business & Economics Conference (CBEC), June 27-28, 2012, University of Cambridge, UK, June 27-28.

52. Nelson- Douglas, Bosede (2004), "Inflation Targeting Framework for Jamaica: An Empirical Exploration", Bank of Jamaica Working Paper, July.
53. Osuji Casmir Chinaemerem, and Akujuobi, L.E, (2012), "INFLATION TARGETING AND MONETARY POLICY INSTRUMENTS: EVIDENCE FROM NIGERIAN AND GHANA", Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review Vol. 1, No.11, July.
54. Ötör-Robe, I. and D. Vávra (2007), "Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons From Detailed Country Experiences", IMF Occasional Paper 256.
55. Palmovisit, Stefan (2007), Flexible inflation targeting – "how should central bank stake the real economy into consideration, ECONOMIC REVIEW, Riksbank's journal Economic Review.
56. Pétursson, Thórarinn G. (2004): "Formulation of inflation targeting around the world", Monetary Bulletin.
57. Ramos-Francia, M. and A. Torres (2005), "Reducing Inflation Through Inflation Targeting", Working Paper 2005-01, Banco de Mexico.
58. Rania Al Mashat & Andreas Billmeier (2008), "The Monetary Transmission Mechanism in Egypt," Working Papers 411, Economic Research Forum, revised June.
59. Rebecca M. Nelson, Jeremy M. Shar (2013), "Egypt and the IMF: Overview and Issues", Congressional Research Service(CRS) Report for Congress, April.
60. Reginaldo Pinto Nogueira J'uniór (2009), "Inflation Targeting and Fear of Floating in Brazil, Mexico and South Korea", Revista Economía, v.10, n.2, p.195–209, May-Aug 2009.
61. Roberto S Mariano Delano & Delano P Villanueva (2006). "Monetary policy approaches and implementation in Asia: the Philippines and Indonesia," BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Monetary policy in Asia: approaches and implementation, volume 31, pages 207-226 Bank for International Settlements.
62. Roger, S. (2009), "Inflation targeting at 20: achievements and challenges", WP/09/236. IMF.
63. Roger, Scott (2009), "Inflation targeting at 20: achievements and challenges", IMF, WP/09/236.
64. Roger, Scott, and Mark Stone (2005), "On Target: The International Experience with Achieving Inflation Targets," IMF Working Paper 05/163.
65. Sanchez, Marcelo (2012), "Characterizing the Inflation Targeting Regime in South Korea", ECB Working Paper No. 1004.
66. Selim, H. (2012), "HAS EGYPT'S EXCHANGE RATE POLICY CHANGED AFTER THE FLOAT?", Middle East Development Journal (MEDJ), 2012, vol. 04, issue 01, pages 1250005-1-1250005-27.
67. Siklos, P.L., and I. Abel (2003), "Is Hungary Ready for Inflation Targeting?" Economic Systems, 66: 1-25.

68. Tombini, A. and S. Lago Alves (2006), "the Recent Brazilian Disinflation Process and its Costs, Central Bank of Brazil", Working paper, No. 109. Bevilacqua, Afonso, and Eduardo Loyo, (2004), "Brazil's Stress Test of Inflation Targeting, BIS Paper, No. 23.
69. Valdés, R. (2007), "Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues, Central Bank of Chile, Economic policy paper, No. 22.
70. Valdés, R.O. (2007), "Inflation Targeting in Chile: Experience and Issues" OECD and Bank of England.
71. Van der Merwe, E.J. (2004), "Inflation Targeting in South Africa", Occasional Paper No. 19, South Africa Reserve Bank.
- ٧١- البنك المركزي المصري، ٢٠١٢، «بازل والقطاع المصرفي المصري»، وحدة تطبيق مقررات بازل، أكتوبر ٢٠١٢.
- ٧٢- البنك المركزي المصري، ٢٠١٣، «تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري» خلال الفترة (ديسمبر ٢٠٠٣ - ديسمبر ٢٠١٢).
- ٧٣- المشاط، رانيا، ٢٠١٢، «السياسة النقدية والمجال لتبنى إطار استهداف التضخم»، مجلة بنوك وأعمال، المعهد المصرفي المصري، أكتوبر - ديسمبر، العدد (١)، ص: ١٤-١٥.
- ٧٤- بيان السياسة النقدية للبنك المركزي، التقرير السنوي للبنك المركزي ٢٠٠٤/٢٠٠٥.

