المجلة العلمية التجارة والتمويل
https://caf.journals.ekb.eg

تأثير صدمات السياسة النقدية على مكونات الطلب الكلي والتضخم في مصر

أحمد فتحي الخضراوي

أستاذ مساعد بقسم الاقتصاد – كلية التجارة – جامعة دمياط

تاريخ النشر الالكتروني: ديسمبر 2024

للتأصيل المرجعي: الخضراوي ، أحمد فتحي. **تأثير صدمات السياسة النقدية على مكونات الطلب الكلي والتضخم في مصر ، المجلة العلمية التجارة والتمويل**، المجلد 44 (4) 755-783.

المعرف الرقمي:**10.21608/caf.2024.399932**

للتواصل مع المؤلف: **Afkhadrawi@gmail.com**

تأثير صدمات السياسة النقدية على مكونات الطلب الكلي والتضخم في مصر

أحمد فتحي الخضراوي

أستاذ مساعد بقسم الاقتصاد – كلية التجارة – جامعة دمياط

تاريخ المادة
تم استلامه في 12 نوفمبر 2024 ، وتم قبوله في 24 ديسمبر 2024، وهو متاح على الإنترنت ديسمبر 2024

المستخلص

تهدف هذه الورقة إلى دراسة أثر صدمات السياسة النقدية على مكونات الطلب الكلي والتضخم في مصر. ومن خلال التحليل التطبيقي لنماذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) المطبقة على بيانات ربع سنوية تغطي الفترة من عام 1991 إلى عام 2022، توصلت لدراسة إلى ما يلي: أولاً، تؤدي سياسة رفع أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي المصري، والتي تهدف إلى احتواء التضخم، إلى صدمة سلبية كبيرة لكل من الاستثمارات الخاصة والإنفاق الاستهلاكي. ثانياً، غالباً ما تتعرض جهود البنك المركزي إلى عدم تحقيق أهدافها المنشودة في احتواء التضخم بسبب ما يعرف بتأثير "العبور" والمرتبط باستمرار انخفاض سعر الصرف. ثالثًا، إن سعر الصرف، وليس معدل التضخم، هو الذي يشكل السبب وراء قرارات السياسة النقدية للبنك المركزي. رابعًا، إن الاعتماد على سعر الصرف فقط لتصحيح العجز التجاري ليس له تأثير كاف على إزالته. وبناءً على هذه النتائج، نوصي بما يلي: أولاً، إن تغير السياسة النقدية نحو مجموعة من السياسات القائمة على استهداف التضخم، مع إعطاء دور واضح وشفاف لسعر الصرف، قد يزيد من مصداقية البنك المركزي المصري ومن فعالية السياسة النقدية. ثانياً، ينبغي لواضعي السياسات أيضاً النظر في موائمة السياسة النقدية مع تدابير جانب العرض التي تهدف إلى تحقيق مستهدفات النمو المستدام وعلاج الاختلالات المالية والخارجية غير المستدامة لتحقيق استقرار الأسعار.

الكلمات المفتاحية: صدمات السياسة النقدية؛ مكونات الطلب الكلي؛ سعر الصرف، التضخم؛ نموذج SVAR.

المقدمة

حالياً، هناك إجماع شبه كامل بين الخبراء الاقتصاديين على أهمية الدور الذي تلعبه السياسة النقدية في توجيه النشاط الاقتصادي وضمان استقرار الأسعار. ومع ذلك، تبقى فعالية هذه السياسات وآلية انتقالها موضع بحث مستمر في الأدبيات الاقتصادية. فقد أشارت العديد من الدراسات التي تناولت الاقتصادات المتقدمة والنامية إلى غياب توافق حول استجابات الاقتصاد للتدخلات النقدية، وكذلك حول الآليات التي تمر من خلالها هذه السياسات، وهي قضايا جوهرية بالنسبة لصناع القرار في البنوك المركزية. في هذا السياق، استعرض Mishkin (1996)

القنوات المختلفة التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية على الاقتصاد، كما انتقد ميل الدراسات التطبيقية إلى تجاهل هذه القنوات، ممّا يؤدي إلى التعامل مع تأثيرات السياسات "كصندوق أسود". في الآونة الأخيرة، ومع انتشار جائحة كورونا خلال العامين الماضيين، اتجهت العديد من البنوك المركزية حول العالم إلى اتباع سياسات نقدية أكثر تشدداً، حيث شرعت في رفع معدلات الفائدة بشكل متكرر استجابةً للارتفاع الكبير في معدلات التضخم. إن مدى الاعتماد على هذا التوجه بتوقف على اكتشاف كيفية استجابة الاقتصاد لهذه التدابير، وهو ما يتطلب تحليلاً دقيقًا من خلال تضمين هذه العوامل في النماذج الاقتصادية، سواء كعوامل داخلية أو خارجية، بما يمكّن صناع السياسات من فهم أفضل لكيفية تأثير تشديد السياسات النقدية على الاقتصاد، لا سيما من خلال آليات انتقالها المختلفة، والتي تتم عبر عدة مسارات، تؤثر في نهاية المطاف على إجمالي الإنفاق والإنتاج والتضخم. في هذا الإطار، تستكشف هذه الدراسة كيفية استجابة مكونات الطلب الكلي والتضخم للصدمات الناتجة عن السياسة النقدية، مع التركيز على ثلاثة قنوات رئيسية للسياسة النقدية وهي أسعار الفائدة، حجم الائتمان المتاح، وسعر الصرف.

تتوافق آلية سعر الفائدة مع النظرية الكينزية المتعلقة بآلية تكلفة رأس المال، والتي تفترض أنّ أسعار الفائدة الأساسية تُحدَّد للتأثير على تكلفة رأس المال وبالتالي على النفقات المرتبطة بالاستثمارات طويلة الأجل، بما في ذلك الإسكان، والأصول الثابتة، والمخزون، والسلع الاستهلاكية المعمرة. ونتيجة لذلك، فإن التقلبات في الطلب الكلي تظهر في تعديلات على مستوى الإنتاج والأسعار (1995) ,Taylor. أما قناة الائتمان فتوضح كيف يمكن أنّ يؤثر التشديد النقدي على قدرة البنوك على منح الائتمان وهو ما يمكن إرجاعه إلى عدة عوامل: 1) تكاليف البنوك المرتبطة بالحصول على الأموال نتيجة لتشديد السياسة النقدية (1992) Bernanke and Blinder، 2) المصاريف الإدارية التي تنشأ بين المقرضين والمقترضين والتي تُزيد من تردد النظام المصرفي في تمديد الائتمان خلال فترات ارتفاع أسعار الفائدة أو الركود الاقتصادي Holmstrom and Tirole (1997); Jiménez et al. (2012) ، 3) قيود الميزانية العمومية التي تُزيد من تقليص توافر الائتمان نتيجة لتشديد السياسة النقدية Peek and Rosengren (1995); Stein (1998); Van den Heuvel (2002). بالإضافة إلى ذلك، يشكل سعر الصرف عاملًا حيويًا في آلية انتقال السياسة النقدية. إلى جانب تأثيرات تقلبات أسعار الفائدة على سعر الصرف، تؤدي هذه التقلبات إلى تغييرات في تكاليف السلع والخدمات ومستوى النشاط الاقتصادي؛ حيث ترتبط هذه الآلية بنظرية التكافؤ بين أسعار الفائدة لمندل Mundell's interest rate parity theory، التي تقترح أنه عندما تحدث تحركات في رأس المال، يتعين على الدول رفع سعر الصرف مع زيادة سعر الفائدة المحلي لتحقيق تكافؤ العوائد المتوقعة على المستويين المحلي والدولي.

تختلف الدراسة الحالية عن غالبية الدراسات السابقة من حيث إنها تحلل كيفية استجابة الاقتصاد من خلال هذه القناة، بدلاً من قياس ردود الفعل تجاه التغيرات في سياسات سعر الفائدة. كما يستفيد كل من صناع السياسات

في البنوك المركزية والاقتصاديين الكليين من النتائج المتحصل عليها، نظرًا لتركيزها على مصر، وهي اقتصاد حديث نسبياً حيث لا تزال الأبحاث المتعلقة بهذا الموضوع نادرة إلى حد بعيد.

وقد تم اختيار مصر لأسباب متعددة. أولاً، تُعد مصر نموذجاً للتحول المؤسسي داخل منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كاقتصاد مفتوح؛ إذ شهدت البلاد تطورات ملحوظة في نظام سعر الصرف وزيادة في مرونة السياسة النقدية على مدار السنوات الأخيرة، ممّا قد يعزز من فعالية السياسة النقدية. كما تُشير المؤشرات إلى مستوى عالٍ من استقلالية البنك المركزي، ممّا يعزز استقلاله المالي ويزيد من مسؤولياته من خلال تحسين تواصله بشأن السياسات والأهداف Rodolfo et al. (2020) . ثانيًا، عمد البنك المركزي المصري إلى رفع أسعار الفائدة بشكل متواصل للتخفيف من الضغوط التضخمية الأخيرة، ماشياً مع التوجه العام العالمي. ومع ذلك، تظل فعالية هذه السياسة موضع تساؤل، خاصةً أن الضغوط التضخمية لم تنخفض رغم ارتفاع أسعار الفائدة. علاوةً على ذلك، لم يحدث تحسن في سعر الصرف بشكل ملحوظ. بالإضافة إلى ذلك، أدى استمرار تدهور سعر الصرف إلى توسيع العجز التجاري. ومن ثم، فإنه لا يمكن الجزم بفعالية السياسة النقدية فيما يتعلق بأسعار الفائدة في مصر، حيث يتم تنفيذ التدابير بحذر دون اتباع نهج صريح لاستهداف التضخم. ثالثًا، تقتصر الدراسات التي تناولت تأثير الصدمات النقدية على الطلب الكلي والتضخم في مصر، ولم تكن نتائج الدراسات السابقة متسقة فيما يتعلق بطبيعة ومدى التأثيرات. فضلاً عن أنّ الكثير منها تناول السياسة النقدية كمتغير غير مفصل، دون التطرق لآلياتها الانتقالية بشكل دقيق.

اعتمدنا في التحليل التطبيقي على نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي SVAR استناداً إلى بيانات السلاسل الزمنية حتى عام 2022 لدراسة استجابة مكونات الطلب الكلي والتضخم لصدمات السياسة النقدية. تُظهر النتائج جوانب مثيرة للنقاش. حيث تبين أنّ السياسة النقدية التقييدية تؤثر سلبًا على الاستثمار الخاص والاستهلاك عبر أسعار الفائدة في السوق بطريقة أقوى من القنوات الأخرى التي تم تحليلها. وتشير تقديراتنا لاستجابة التضخم إلى أنّ حوالي 42% من تباين الخطأ في التضخم يُعزى إلى تقلبات سعر الصرف، بينما يعود حوالي 7% منها إلى تقلبات أسعار الفائدة. تقدم هذه النتائج دليلًا أوليًا على تأثير سعر الصرف في رفع مستوى التضخم. علاوةً على ذلك، تُظهر النتائج أنّ تراجع سعر الصرف وحده غير كافٍ لمعالجة العجز التجاري الهيكلي. بناءً على ذلك ينبغي على البنك المركزي المصري والحكومة اتخاذ عدد من الإجراءات التي من شأنها تعزيز مصداقية البنك المركزي، ممّا يسهم في زيادة فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار.

في ضوء ما سبق، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة أقسام رئيسية بخلاف المقدمة، حيث يتناول القسم الثاني مراجعة للأدبيات ذات الصلة متضمنًا تحليلاً نقديًا للدراسات السابقة وتحديد الثغرات والقيود التي تعتريها. أما القسم الثالث فيختص بالتحليل التطبيقي ويعرض المنهجية الاقتصادية ذات الصلة، بالإضافة إلى تقديم نظرة عامة على

البيانات وتطورها التاريخي. بينما يختص القسم الرابع بتحليل النتائج. وأخيراً، يختتم القسم الخامس الدراسة من خلال تلخيص النتائج الرئيسية للدراسة والتوصيات وآفاق البحث المستقبلي.

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في تقييم مدى فعالية السياسة النقدية في التأثير على مكونات الطلب الكلي والتضخم في مصر، وذلك من خلال استكشاف آليات انتقال السياسة النقدية عبر قنواتها الرئيسية: أسعار الفائدة، حجم الائتمان المتاح، وسعر الصرف. تعكس الدراسة السياق الاقتصادي الراهن، حيث اتبعت البنوك المركزية، بما في ذلك البنك المركزي المصري، سياسات نقدية متشددة لاحتواء التضخم. ومع ذلك، لا تزال فعالية هذه السياسات، خاصة في اقتصاد مثل مصر، غير محسومة، إذ تستمر الضغوط التضخمية وتراجع سعر الصرف، ممّا يثير تساؤلات حول مدى قدرة السياسة النقدية على تحقيق استقرار الأسعار ودعم النمو الاقتصادي.

فروض الدراسة:

1. السياسة النقدية التقييدية تؤثر بشكل سلبي على الاستثمار الخاص والاستهلاك في مصر من خلال ارتفاع أسعار الفائدة.
2. استجابة التضخم في مصر للصدمات النقدية متأثرة بشكل رئيسي بتقلبات سعر الصرف أكثر من أسعار الفائدة.
3. تأثير السياسة النقدية في مصر على العجز التجاري محدود، ولا يسهم تدهور سعر الصرف في تصحيح العجز
4. قنوات انتقال السياسة النقدية في مصر غير فعالة بما يكفي لتحقيق استقرار الأسعار في ظل غياب استهداف صريح للتضخم

أهداف الدراسة:

1. تحليل استجابة مكونات الطلب الكلي والتضخم لصدمات السياسة النقدية في مصر.
2. تحديد القنوات الأكثر فعالية في انتقال السياسة النقدية وتأثيرها على الاقتصاد المصري.
3. تقييم مدى فعالية السياسة النقدية في مصر في ظل ارتفاع معدلات التضخم وتدهور سعر الصرف.

حدود الدراسة:

تطبق الدراسة على الاقتصاد المصري وذلك خلال الفترة الزمنية من 1991 إلى 2022.

منهج الدراسة:

تعتمد الدراسة على منهج كمي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) لتحليل استجابة مكونات الطلب الكلي والتضخم لصدمات السياسة النقدية في مصر. تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المتعلقة بالاقتصاد المصري حتى عام 2022، مع التركيز على تحليل القنوات الرئيسية لانتقال السياسة النقدية وتأثيراتها المتباينة.

2. الدراسات السابقة

يهدف هذه القسم إلى تقديم ملخص موجز لأهم الدراسات التي تستقصي العلاقة بين صدمات السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية الرئيسية، مع التركيز بشكل خاص على التضخم ومكونات الطلب الكلي. نبدأ بتقديم الدراسات التي أجريت على نطاق دولي قبل الانتقال إلى الدراسات التي أُجريت في السياق المصري.

تناولت الأدبيات على المستوى الدولي ديناميكيات الدول المتنوعة. على سبيل المثال، استخدم Romer and Romer (2004) نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) لتوثيق التأثير اللافت للسياسة النقدية على الإنتاج والتضخم في الاقتصاد الأمريكي. تشير النتائج إلى أنّ بعض الإشارات الجديدة لصدمات السياسة النقدية تحقق تأثيرات أقوى بكثير ممّا تظهره المقاييس التقليدية لسعر الفائدة الفيدرالي. على سبيل المثال، أدى ارتفاع في مقياس سعر الفائدة الجديد بمقدار 1% إلى انكماش بنسبة 4.3% في الإنتاج الصناعي خلال الأربعة أشهر التالية؛ كما أدت السياسة النقدية الصارمة إلى تقليص التضخم بنسبة 6% بعد أربع سنوات. في المقابل، قدم Uhlig (2005) طريقة جديدة لتقدير آثار صدمات السياسة النقدية من خلال تطبيق قيود على استجابات الأسعار والاحتياطيات غير المقترضة وسعر الفائدة الفيدرالي، مع ترك استجابة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي غير مقيدة. تظهر النتائج أنّ صدمات السياسة النقدية الانكماشية لا تؤثر بشكل كبير على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، رغم أنّ الأسعار تتكيف تدريجيًا مع هذه الصدمات؛ ممّا يدعم حيادية السياسة النقدية وفقًا للنتائج التطبيقية.

في سياق ممّاثل، أجرى Jakab et al. (2006) دراسة في المجر ووجدوا أنّ الاستثمارات قد تنخفض بعد السياسات التقييدية للسياسة النقدية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية؛ بالإضافة إلى أن الآثار المرتبطة بهذه السياسات لم تكن واضحة على الاستهلاك مقارنة بالصادرات الصافية التي ظلت ثابتة خلال العامين الأولين بعد الصدمة. دراسة أخرى من قبل Bachmann et al. (2022) تناولت صدمات السياسة النقدية من خلال تحليل التباينات بين التقديرات الحالية والتقديرات النهائية للفجوة الإنتاجية والتضخم، مما يسمح بتحديد التعديلات في سعر السياسة التي تكون مستقلة عن العوامل الاقتصادية. تشير النتائج إلى أنّ صدمة السياسة النقدية الانكماشية تؤدي إلى تراجع طفيف في الناتج، مع تأثير سلبي دائم على الأسعار. بالإضافة إلى ما سبق، استهدف Sona et al. (2020) بحث تأثيرات صدمات السياسة النقدية في منطقة اليورو على دول وسط وشرق وجنوب شرق أوروبا. حيث أظهرت النتائج عن درجات متفاوتة من الانكماش في الأسعار والإنتاج بعد تشديد السياسة النقدية.

من ناحية أخرى، أظهرت دراسة Mbarek and colleagues (2019) أنّ التغيرات في السياسة النقدية، مثل خفض سعر الفائدة، لم يؤثر بشكل كبير على عوائد سندات الخزينة التونسية. وقد أرجعت الدراسة هذه النتيجة إلى حالة عدم اليقين، والنظر إليها كعامل رئيسي يؤثر على فعالية السياسة النقدية، خاصة في أوقات الصدمات الاقتصادية عندما تزداد احتمالية حدوث مشاكل اقتصادية، كمرحلة ما بعد الثورة؛ وهو ما يعكس ضرورة وجود نهج أكثر حذرًا واستباقية. استخدم Khundrakpam and Jain (2012) نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) لتقييم تأثيرات السياسة النقدية على الطلب الكلي في الهند، مشيرين إلى أنّ تشديد السياسة النقدية من خلال رفع أسعار الفائدة يقيد نمو الطلب الكلي بشكل أكبر في الاستثمار الخاص والواردات. بالمثل، أظهرت دراسة Sajid and Lan Phi (2018) والتي طبقت على الاقتصاد الفيتنامي أنّ ارتفاع أسعار الفائدة وسعر الصرف والصدمات الخارجية تؤثر على الناتج.

بالتطبيق على الاقتصاد الهندي، استهدف Khundrakpam (2017) دراسة التأثير غير المتوازن للسياسة النقدية على جوانب مختلفة من مكونات الطلب الكلي، بما في ذلك التضخم. حيث تم التمييز بين الصدمات المتوقعة وغير المتوقعة للسياسة النقدية، وهو النهج الذي تم اعتماده أيضًا في العديد من الدراسات السابقة، مثل تلك التي أجراها Cover (1992), Ravn and Sola (2004). من خلال بيانات ربع سنوية تغطي الفترة من 1996 إلى 2014 أظهرت النتائج أنّ الصدمات غير المتوقعة غير متوازنة في تأثيرها على الاستهلاك الخاص، بينما يظهر تأثير متوازن على الاستثمار وتأثير ضئيل على الاستهلاك العام. كما وجدوا تأثيرًا متوازنًا للصدمات غير المتوقعة على التضخم. من جانبهم، قام Hürtgen and Cloyne (2014) بتطوير مقياس جديد للسياسة النقدية في المملكة المتحدة باستخدام مجموعة من البيانات التنبؤية؛ وقد أظهرت النتائج أنّ زيادة قدرها 1% في سعر الفائدة يؤدي إلى تقليل الناتج بنسبة تصل إلى 0.6%، والتضخم بمقدار نقطة مئوية واحدة خلال عامين إلى ثلاثة أعوام. بالإضافة إلى ما سبق، فقد استعرضت دراسة Khatat et al. (2020) السياسة النقدية في تونس منذ عام 2011. مشيرةً إلى استمرارية الحيادية النقدية على المدى الطويل، ومؤكدةً أنّ السياسة النقدية التقديرية تفتقر إلى الاتساق. كما أظهرت الدراسة أنه بالنظر إلى مستويات النمو الاقتصادي والمالي المحققة ودور البنك المركزي، لا توجد معوقات كبيرة أمام تطبيق إطار لاستهداف التضخم كجزء من السياسة النقدية.

بالإضافة إلى ما سبق، تناولت العديد من الدراسات فكرة "تأثير التمرير" لسعر الصرف على التضخم المحلي. على سبيل المثال، بالتطبيق على المملكة المتحدة، وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي SVAR، استهدفت دراسة Forbes et al (2018) التنبؤ بتأثيرات تحركات سعر الصرف على التضخم؛ حيث أظهرت النتائج أنّ استجابة الأسعار لتحركات أسعار الصرف تختلف حسب الأسباب الكامنة وراء هذه التحركات؛ حيث يكون تمرير سعر الصرف إلى الأسعار منخفضًا استجابةً لصدمات الطلب المحلي، ومرتفعًا نسبيًا استجابةً لصدمات السياسة

النقدية المحلية. على نحو ممّاثل، استهدفت دراسة Anh et al. (2021) دراسة هذه الظاهرة في خمس دول من رابطة دول جنوب شرق آسيا (آسيان)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي SVAR. وقد أظهرت الدراسة عدداً من النتائج يمكن إجمالها فيما يلي: أولاً، تمرير تقلبات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية غير مكتمل، وأنّ مؤشر أسعار المنتجين يتأثر أكثر من مؤشر أسعار المستهلكين. ثانياً، تؤثر صدمات سعر الصرف مباشرةً في أسعار المنتجين خلال ربع سنة في جميع الدول محل الدراسة. ثالثاً، أكدت النتائج على أنّ التباين في الأسعار المحلية يعود بشكل رئيسي إلى الصدمات في أسعار النفط، وفجوات الناتج، وأسعار الصرف، مع اختلافات طفيفة في مدى التأثيرات بين الدول. رابعاً، أظهرت النتائج أنّ أسعار الفائدة تلعب دوراً ضئيلاً في تفسير معدل التضخم في الدول الخمس محل الدراسة. من ناحية أخري، قام Shevchuk (2022) بدراسة التأثيرات طويلة الأجل لتقلبات سعر الصرف على الأسعار والإنتاج في دول أوروبا الوسطى والشرقية (بالإضافة إلى تركيا وروسيا)، باستخدام نموذج DOLS مع بيانات ربع سنوية من 2002 إلى 2019. كما تم تقيم تأثير جودة المؤسسات والتوجه السياسي من خلال مؤشر الحرية الاقتصادية، حيث أشارت النتائج إلى أنّ الانخفاض المتوقع في سعر الصرف يؤدي إلى تمرير غير كامل لسعر الصرف إلى أسعار المستهلك وانخفاض في الإنتاج. من بين النتائج الأخرى، لوحظ وجود توازن بين تأثيرات السعر والناتج لعوامل عرض النقود، كما ارتبطت الاستثمارات في رأس المال المادي بزيادة في الناتج. وأخيرًا، تبين أنّ جهود التحرير الاقتصادي، كما تم قياسها بواسطة مؤشر الحرية الاقتصادية، كانت تضخمية وانكماشية.

على جانب آخر، تناولت دراسة Ca' Zorzi et al. (2007) مدى انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار في 12 سوقًا ناشئة في آسيا، وأمريكا اللاتينية، وأوروبا الوسطى، والشرقية. حيث أشارت النتائج المستندة إلى ثلاثة نماذج مختلفة من الانحدار الذاتي إلى التشكيك في المفهوم السائد القائل بأنّ انتقال تأثيرات سعر الصرف إلى أسعار الواردات وأسعار المستهلك يكون دائمًا أعلى في البلدان الناشئة مقارنة بالبلدان المتقدمة. إذ تظهر النتائج أنه بالنسبة للأسواق الناشئة ذات معدلات التضخم الأحادية الرقم (خصوصًا في الدول الآسيوية)، يُلاحظ أنّ تأثير انتقال سعر الصرف إلى أسعار الواردات وأسعار المستهلك منخفض وليس مختلفًا بشكل كبير عن المستويات التي تشهدها الاقتصادات المتقدمة. كما تُظهر النتائج دليلاً قويًا على وجود علاقة إيجابية بين مدى انتقال تأثير سعر الصرف ومعدل التضخم، بما يتوافق مع فرضية تايلور، وذلك بعد استبعاد دولتين متطرفتين (الأرجنتين وتركيا) من التحليل. وأخيرًا، في حين أنّ العلاقة الإيجابية بين انفتاح التجارة (الواردات) وانتقال تأثيرات سعر الصرف تعتبر منطقية من الناحية النظرية، فإن الأدلة التجريبية تدعم هذا الارتباط بشكل ضعيف.

من ناحية أخرى، استهدفت دراسة Ha et al. (2020) استكشاف مدى الاختلاف في استجابة الأسعار المحلية لتحركات سعر الصرف من خلال تقدير نماذج متجهات انحدار ذاتي مُعزَّزة بعوامل هيكلية لـ 47 دولة. وقد أبرزت الدراسة عاملين أساسيين يفسران هذه الاختلافات: طبيعة الصدمة التي تسببت في تحركات العملة،

وخصائص الدول نفسها. حيث خلصت الدراسة إلى ما يلي: أولاً، أنّ الصدمات المحلية والعالمية المختلفة قد ترتبط بنسب انتقال مختلفة بشكل كبير. ثانيًا، تلعب خصائص الدول دورًا مهمًا، بما في ذلك الأطر السياسية التي تحكم استجابات السياسة النقدية، فضلاً عن السمات الهيكلية الأخرى التي تؤثر على حساسية الاقتصاد لتقلبات العملة. وتميل نسب انتقال تأثيرات سعر الصرف إلى التضخم إلى أن تكون أقل في البلدان التي تجمع بين أنظمة أسعار صرف مرنة وأهداف تضخم موثوقة. وأخيرًا، تشير النتائج إلى أن استقلالية البنك المركزي قد تسهّل بشكل كبير مهمة استقرار التضخم في أعقاب تحركات كبيرة في العملة، مما يتيح استخدامًا أوسع لسعر الصرف كوسيلة للتخفيف من الصدمات الخارجية.

في سياق مماثل، استهدفت دراسة Aisen et al. (2021) تقدير تأثير انتقال سعر الصرف في موزمبيق باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) على عينة بيانات تمتد من عام 2001 إلى 2019. حيث أشارت النتائج إلى أنّ تأثير الانتقال غير متماثل وكبير وسريع؛ حيث تمر 50٪ من تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار في أقل من ستة أشهر.. على صعيد آخر، استهدفت دراسة Vo, Duc (2019) تقييم درجة انتقال تغيرات سعر الصرف إلى مؤشرات أسعار الواردات، والمنتجين، والمستهلكين في أستراليا، ونيوزيلندا، واليابان، وكوريا ضمن منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وقد توصلت الدراسة إلى أن انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية يتبع تسلسلًا واضحًا؛ إذ تؤدي تقلبات سعر الصرف إلى تغييرات في أسعار الواردات أولاً، تليها تأثيرات على أسعار المنتجين والمستهلكين في مرحلة لاحقة. كما قدمت الدراسة أدلة قوية تشير إلى زيادة انتقال تغيرات سعر الصرف إلى أسعار الواردات بعد الأزمة المالية العالمية في كل من اليابان وكوريا ونيوزيلندا، مع استقرار نسبي في هذا الانتقال في أستراليا. بالإضافة إلى ذلك، أظهرت النتائج أنّ مرونة انتقال سعر الصرف تتأثر بشكل كبير بالعوامل الاقتصادية الكلية، مثل تقلبات التضخم، وأسعار الفائدة، والانفتاح التجاري، على أنّ هذه التأثيرات تختلف بشكل ملحوظ بين الدول المدروسة والمؤشرات السعرية الثلاثة. في دراسة أخرى أجراها Pinshi and Sungani (2018) بالتطبيق على جمهورية الكونغو الديمقراطية، مع التركيز على قياس مدى انتقال أثر سعر الصرف إلى التضخم خلال الفترة الممتدة من يناير 2002 حتى مارس 2017. وباستخدام تحليل التكامل المشترك وتطبيق نموذج متجه تصحيح الأخطاء (VECM)، أظهرت النتائج أنّ التغيرات في سعر الصرف تؤثر على التضخم بمعدل يتجاوز التأثير المباشر. حيث يؤدي خفض قيمة العملة بنسبة 1% إلى ارتفاع في مؤشر الأسعار بنسبة 0.38% على المدى القصير، ويزداد هذا التأثير ليصل إلى 1.66% على المدى الطويل. علاوة على ذلك، أشارت النتائج إلى أنّ عملية التكيف نحو التوازن تستغرق حوالي 12 شهراً وأسبوعين. في سياق مماثل، استهدفت دراسة Pham et al. (2022) البحث في تأثيرات تمرير سعر الصرف إلى أسعار المستهلك في فيتنام ضمن نظام سعر صرف مربوط خلال الفترة من 2001 إلى 2019، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR). أكدت النتائج على أنّ درجة تأثير تمرير سعر الصرف في فيتنام أعلى من مثيلاتها في الاقتصادات

الناشئة والمتقدمة الأخرى. وقد أرجعت الدراسة هذه النتيجة إلى عدة عوامل رئيسية، مثل التضخم المرتفع والمتقلب، ودرجة الانفتاح الاقتصادي العالية، ونظام سعر الصرف المتبع. بالإضافة إلى ذلك، أظهرت النتائج أنّ هناك علاقة إيجابية بين تمرير سعر الصرف ومستوى التضخم وتقلبه عبر مختلف القطاعات الاقتصادية.

فيما يتعلق بالسياق المصري، لم يتم إجراء الكثير من الدراسات حول كيفية استجابة التضخم والطلب الكلي لصدمات السياسة النقدية. لا شك أنّ هناك مجموعة من الآراء حول قوة ونوع المؤثرات في هذه الاستجابة. علاوة على ذلك، ركزت معظم الدراسات الحالية على تأثير صدمات السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الكلي، ولا سيما الناتج المحلي الإجمالي، وليس على مكونات الطلب الكلي الفردية. على سبيل المثال، استهدفت دراسة Moursi et al. (2007) فحص السمات البارزة والتطورات في هيكل السياسة النقدية وتحديد تأثيراتها على الاقتصاد المصري خلال الفترة 1990 إلى 2005، مستندين في ذلك إلى مجموعة من النماذج الموجهة للسياسات، والتي تقيس توجه السياسة النقدية وتقييم استجابات المتغيرات الأساسية للسياسة (كإجمالي الاحتياطيات والاحتياطيات غير المقترضة وسعر الفائدة) والمتغيرات غير المتعلقة بالسياسة (كالأسعار السلعية، ومعدل انكماش الناتج المحلي الإجمالي، والناتج الحقيقي) تجاه صدمات السياسة النقدية. وتشير النتائج إلى أنّ صدمات السياسة النقدية لم يكن لها تأثير فعلي على الناتج، ممّا يوفر دليلاً يدعم حيادية السياسة النقدية على المدى الطويل. وتخلص الدراسة إلى أنّ تأثير السياسة النقدية على مستوى ومعدل نمو الناتج الحقيقي على المدى الطويل يظل محدودًا بقدرتها على تحقيق استقرار الأسعار على المدى الطويل.

في سياق مماثل، استهدفت دراسة Al–Mashat and Billmeier (2008) فحص آلية انتقال السياسة النقدية في مصر في ضوء توجه البنك المركزي نحو تبني سياسة استهداف التضخم. باستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (VAR) تُظهر النتائج أنّ قناة سعر الصرف تلعب دوراً محورياً في نقل الصدمات النقدية إلى الناتج والأسعار، بينما تتسم قنوات أخرى، مثل الإقراض المصرفي وأسعار الأصول، بفعالية أقل. ورغم أنّ قناة سعر الفائدة لم تصل بعد إلى درجة كافية من التطور، إلا أنها تشهد تقدمًا ملحوظًا منذ اعتماد نظام إطار أسعار الفائدة المتضمن لسعريين على عائد ليلة واحدة أحدهما للإيداع وآخر للإقراض، والمعروف بنظام الكوريدور، وذلك منذ عام 2005، ممّا يعزز من فرص نجاح سياسة استهداف التضخم على المدى المتوسط.

باستخدام نماذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) خلال الفترة من ديسمبر 1976 إلى مايو 2006 استهدفت دراسة Hachicha and Lee (2009) تحليل تأثير قناة سعر الفائدة في الاقتصاد المصري؛ حيث أظهرت النتائج أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى استقرار الناتج في البداية، يليه ارتفاع مؤقت، ثم عودة إلى المستويات الأساسية. ورغم حدوث زيادة في المجمل النقدي العالمي، إلا أنّ هذه الزيادة لا تعتبر ذات دلالة إحصائية. كما لوحظ ارتفاع كبير في مستوى الأسعار استجابة لصدمة سلبية في سعر الفائدة تؤثر على السيولة العالمية. وخلصت

الدراسة إلى أنّ فائض عرض النقود يترك أثراً مؤقتاً على الناتج، إلا أنه يساهم في خلق ضغوط تضخمية. وتبين النتائج أنّ تأثير قناتي الإقراض البنكي وسعر الفائدة على الاقتصاد محدود زمنياً، حيث تتراجع فعالية انتقال السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة على المدى القصير، بينما تظل قناة الإقراض البنكي غير فعالة. اتباعًا لنفس المنهجية، استهدفت دراسة Abdel-Baki (2010) تحليل فعالية نقل السياسة النقدية في اقتصاديات الأسواق الناشئة، وقد تمت دراسة الحالة المصرية لاختبار فعالية القطاع المصرفي كوسيط انتقال بعد الإصلاحات المصرفية وذلك خلال الفترة من 1991 إلى 2009. وقد تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي للتحقيق في تأثير قنوات سعر الفائدة وسعر الصرف على الناتج والتضخم. حيث كشفت النتائج أنّ تدخلات سعر الفائدة تؤثر بشكل كبير على الناتج مع تأثير محدود على التضخم، بينما تؤثر تدخلات سعر الصرف على التضخم أكثر من الإنتاج. وتوضح النتائج أنّ كلا القناتين تظهران زيادة في الفعالية وتحديداً بعد الإصلاحات المصرفية، ممّا يشير إلى أنه ينبغي على البنك المركزي المصري دمج استراتيجيات سعر الصرف مع سياسات سعر الفائدة لتحقيق أهداف استهداف التضخم.

في سياق مماثل، استهدفت دراسة Awad (2011) تحليل آلية نقل السياسة النقدية في الاقتصاد المصري، مع التركيز على استقلالية السياسة النقدية، وتأثير الصدمات الخارجية على الإنتاج الاقتصادي والتضخم، والقنوات الرئيسية التي تنتقل من خلالها تأثيرات السياسة. وقد تم استخدم مؤشرات مثل أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل والاحتياطيات غير المقترضة لتقييم موقف السياسة النقدية. تشير النتائج إلى أنّ البنك المركزي المصري لديه سياسة نقدية غير مستقلة ويعتمد استراتيجية تدخل معقّمة. كما تؤثر العوامل الخارجية مثل تقلبات سعر الصرف ومعدلات الفائدة الفيدرالية الأمريكية بشكل كبير على أسعار الفائدة قصيرة الأجل في مصر، فيما تؤثر الصدمات الخارجية على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بينما تؤثر الصدمات المحلية بشكل أساسي على التضخم. وتساهم قناة سعر الفائدة إيجابيًا على نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم.

من ناحية أخرى، أجرى Shokr et al. (2019) دراسة لتقييم تأثيرات السياسة النقدية والصدمات الخارجية على نمو الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، وسعر الصرف في مصر باستخدام نموذج SVAR. وقد كشفت النتائج أنّ صدمات السياسة النقدية، من خلال التغيرات في سعر الفائدة أو المعروض النقدي، لها تأثير كبير على الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، وسعر الصرف في مصر. ثانياً، تؤثر أسعار النفط العالمية والناتج الأجنبي بشكل كبير على الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، وسعر الصرف في مصر، بينما يؤثر سعر الفائدة الأجنبي بشكل ملحوظ على الناتج المحلي الإجمالي والتضخم المحلي. أخيراً، استهدفت دراسة Omar and Yousri (2023) تحليل التأثيرات المتماثلة وغير المتماثلة للسياسة النقدية على الناتج المحلي والتضخم في مصر. اعتمدت الدراسة على سعر الفائدة كأداة رئيسية للسياسة النقدية، كما تمت الاستعانة ببيانات ربع سنوية تغطي الفترة من الربع الثالث لعام 2007 حتى الربع الثالث لعام 2019. وقد تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) بنموذجه

الخطي وغير الخطي. كما قامت الدراسة باشتقاق المضاعف الديناميكي لتصوير التأثيرات غير المتماثلة. أكدت النتائج على أنه على الرغم من وجود تأثير طويل الأجل ملحوظ على كلا المتغيرين الاقتصاديين الرئيسيين، إلا أنّ النتائج تشير إلى وجود تأثيرات غير متماثلة على التضخم، بينما لم تُظهر ذلك بالنسبة للناتج.

الفجوة البحثية

تُبرز مراجعة الدراسات السابقة اهتمامًا كبيرًا بدور السياسة النقدية في توجيه النشاط الاقتصادي وتحقيق استقرار الأسعار في مختلف الاقتصادات، سواء المتقدمة أو النامية. ومع ذلك، لا تزال هناك فجوات كبيرة، خاصة فيما يتعلق بآليات نقل السياسة النقدية في الدول النامية مثل مصر. إذ ركزت العديد من الدراسات السابقة على قياس تأثير السياسة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي، متجاهلة القنوات المحددة التي تؤثر من خلالها هذه السياسة على مكونات الطلب الكلي.

من ناحية أخرى، تتمحور معظم الدراسات المعنية بالشأن المصري حول التأثيرات العامة للسياسة النقدية، متجاهلة التأثيرات التفصيلية التي قد تمارسها على مكونات الطلب الكلي، بما في ذلك الاستثمار الخاص والاستهلاك. كما أنّ تأثير تقلبات سعر الصرف، وتأثير "التمرير" على التضخم، والديناميكيات الخاصة بقنوات الائتمان وأسعار الفائدة لم يتم توصيفها بشكل كافٍ. في الوقت نفسه، تعالج الدراسات الحالية العلاقة بين تقلبات سعر الصرف وتفاقم العجز التجاري بشكل غير مكتمل، فضلاً عن تفاعل التدخلات النقدية مع القضايا الهيكلية الاقتصادية المتجذرة في مصر.

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة هذه الفجوة من خلال التركيز على الحالة المصرية، وهي دولة شهدت تحولات مؤسسية وسياسية كبيرة في السنوات الأخيرة. ستقدم هذه الورقة بإجراء تحليل شامل لآليات نقل السياسة النقدية، مع التركيز على تأثير أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وتوافر الائتمان على مكونات الطلب الكلي والتضخم، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) وبيانات السلاسل الزمنية حتى عام 2022. تختلف هذه المقاربة عن الدراسات الأخرى التي تناولت التأثيرات العامة، إذ تسعى إلى فحص التأثيرات التفصيلية على مكونات الطلب الكلي، ممّا يوفر رؤى أكثر دقة لصانعي السياسات. كما تبرز أهمية هذه الدراسة فيما يتعلق بما تم اتخاذه من قرارات راهنة مرتبطة بالسياسة النقدية في مصر، وفي ضرورة وضع استراتيجيات محددة لضمان أنّ السياسة النقدية تحقق أهدافها في الحفاظ على استقرار الأسعار وتعزيز النمو الاقتصادي.

3. تحديد النموذج، والمنهجية الاقتصادية، ومجموعة البيانات المستخدمة.

1.3 تحديد النموذج والمنهجية الاقتصادية المستخدمة.

تشير المناقشة السابقة إلى أنّ نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) تُعد أداة مهمة في الاقتصاد الكلي لتقييم كيفية استجابة العوامل الداخلية بشكل غير متوقع للصدمات الخارجية. تستخدم هذه الدراسة هذه التقنية لتحليل تطور مكونات الطلب الكلي والتضخم في ظل صدمات السياسة النقدية في السياق المصري. ومع ذلك، فإن نماذج VARالتقليدية المعتمدة على الشكل المخفض لا تأخذ في اعتبارها الطبيعة المتزامنة للمتغيرات، مما يحد من إمكانية تقديم تفسير اقتصادي واضح لتأثيرات الصدمات المختلفة. تتناول نماذج الانحدار الذاتي الهيكلية (SVAR) هذه الإشكالية؛ ومع ذلك، مثلما هو الحال في نماذج VAR التقليدية، فإنها غالبًا ما تكون غير محددة بشكل كافٍ، وبالتالي تفتقر إلى حلول فريدة للصدمات. واحدة من الطرق للتعامل مع هذه المشكلة هي فرض قيود على الصدمات المتزامنة. على سبيل المثال، يمكن تمثيل نموذج SVAR كما يلي:

$$A(L)Y_t = A_0\,(I_n + A_1L + A_2L^2 + ..A_kL^k)\,Y_t = A_0\pi_t = H\epsilon_t \qquad (1)$$

حيث إن $A, A_0\ A_1, \dots\ A_k$ هي مصفوفات معاملات ذات أبعاد $(n \times n)$ ؛ Y_t هو متجه للمتغيرات المختارة؛ π_t هو متجه من الصدمات في الصورة المختصرة بأبعاد $(n \times 1)$، حيث $\pi_t \sim N\,(0, \sigma)$ و E [$\pi_t\pi_v^*$] = 0_nلكل $v \neq t$ ؛ أما ϵ_t فهو متجه الابتكارات الهيكلية بأبعاد $(n \times 1)$، حيث $\epsilon_t \sim N\,(0, I_n)$ و $E\,[\epsilon_t\epsilon_v^*\,] = 0_n$ لكل $v \neq t$. كما أن L تمثل عامل الإبطاء. تتضمن عملية تحديد المعادلة الهيكلية ضمان أنّ كل معامل ضمن مصفوفتَي A_0 و A يمكن استنتاجه من الصورة المختصرة.

بناءً على هذه الطريقة في التعريف، يتم تمييز المصفوفة A بأنها كمصفوفة قطرية، في حين يجب أنّ تتضمن المصفوفة A_0 عددًا لا يقل عن $(n\ -1)/2\ n$ من القيود لتحقيق التعريف الدقيق للنظام. يُستخدم اختبار (LR) لتقييم مدى صحة هذه القيود الإضافية، إلى جانب جميع القيود الأخرى قيد الدراسة. تسعى هذه الدراسة إلى تحليل استجابة مكونات الطلب الكلي والتضخم لآليات السياسة النقدية المختلفة. لتحقيق ذلك، نقوم ببناء أربعة نماذج، يهدف كل منها إلى دراسة تفاعل الطلب الكلي أو التضخم مع الصدمات الناتجة عن السياسة النقدية. يتم التعبير عن هذه النماذج باستخدام المتجه المتعلق بالمتغيرات على النحو التالي:

$$Y_t = (AD_t,\ INF_t,\ ER_t,\ CREDIT_t,\ AIR_t) \qquad (2)$$

من المعادلة (2) تمثل AD_t مكونات الطلب الكلي $(HFCE_t, GFCF_t, CR_t)$، حيث يُشير المتغير $HFCE_t$ إلى الإنفاق الاستهلاكي الحقيقي النهائي للأسر ، ويُشير المتغير $GFCF_t$ إلى إجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص، وتُشير CR_t إلى نسبة التغطية، والتي تستخدم كبديل لمكوّن صافي الصادرات؛ كما يُشير INF_t إلى معدل

التضخم. نمثل المتغيرات الثلاثة الأخيرة آليات انتقال الصدمات النقدية التي تمت دراستها، وهي تُشير على التوالي إلى سعر الصرف ER_t ، الائتمان المحلي المقدم من البنوك للقطاع الخاص $CREDIT_t$، ومتوسط سعر الفائدة في السوق AIR_t.

بعد اشتقاق المساواة $A_0\pi_t = H\epsilon_t$ في المعادلة (1)، نقوم بإدراج القيود الموضحة في المعادلتين (3) و(4) بهدف تحديد النماذج الانحدارية الذاتية الهيكلية الأربعة التي نقوم بتحليلها.

$$\begin{pmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & a_{34} \\ 0 & a_{42} & 0 & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \pi_t^{AD} \\ \pi_t^{ER} \\ \pi_t^{CREDIT} \\ \pi_t^{AIR} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} h_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & h_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & h_{33} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & h_{44} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \epsilon_t^{AD} \\ \epsilon_t^{ER} \\ \epsilon_t^{CREDIT} \\ \epsilon_t^{AIR} \end{pmatrix} \quad (3)$$

$$\begin{pmatrix} 1 & a_{12} & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & a_{34} \\ a_{41} & a_{42} & 0 & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \pi_t^{INF} \\ \pi_t^{ER} \\ \pi_t^{CREDIT} \\ \pi_t^{AIR} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} h_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & h_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & h_{33} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & h_{44} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \epsilon_t^{INF} \\ \epsilon_t^{ER} \\ \epsilon_t^{CREDIT} \\ \epsilon_t^{AIR} \end{pmatrix} \quad (4)$$

حيث يشير π_t^{AD} إلى الصدمات المتزامنة ذات شكل مختزل مرتبطة بأحد مكونات الطلب الكلي الثلاثة؛ في حين يشير ϵ_t^{AD} إلى الصدمات هيكلية. وفي جميع المتغيرات، يشير π_t^j إلى الصدمات في شكلها المختزل، في حين يشير ϵ_t^j إلى الصدمات الهيكلية.

توضح المعادلة (3) فرض القيود على الصدمات الهيكلية المتزامنة. افترضنا أنّ مكونات الطلب الكلي (الاستهلاك النهائي للأسر $(HFCE)$ والاستثمار $(GFCE)$ ونسبة التغطية (CR)) تستجيب بشكل متزامن مع صدمات السياسة النقدية (b_{12}, b_{13}, b_{14}). كما افترضنا أنّ متغير سعر الصرف (ER) يتفاعل بفترة تأخير مع الاضطرابات في مكونات الطلب الكلي، وسعر الفائدة، والائتمان ، حيث: $a_{21} = a_{23} = a_{24} = 0$. بالإضافة إلى ذلك، افترضنا أنّ الائتمان $(CREDIT)$ يستجيب بشكل متزامن مع صدمات سعر الفائدة (a_{34}). فيما يتعلق بسعر الفائدة، نفترض أنه يتفاعل بشكل متزامن مع تقلبات سعر الصرف (a_{42}). من المهم ملاحظة أن ضمان استقرار أسعار الصرف هدفًا مركزيًا للبنك المركزي المصري، وهو خطوة حاسمة نحو تحقيق هدفه الشامل في الحفاظ على استقرار الأسعار.

في المعادلة (4)، وبما يتفق مع النتائج الواردة في أدبيات "التمرير"، افترضنا أنّ التضخم (INF) يتفاعل في نفس الوقت مع صدمات سعر الصرف (a_{12}). يُفترض أنّ سعر الصرف (ER) هو متغير تحكم يستجيب بفارق زمني للصدمات في $AD, AIR, CREDIT$. علاوة على ذلك، فرضنا أن الائتمان $(CDEDIT)$ يستجيب في نفس الوقت لصدمات أسعار الفائدة (a_{34}). أخيرًا، يُفترض أنّ سعر الفائدة (AIR)، يستجيب في نفس الوقت لصدمات سعر الصرف (a_{42}).

تتضمن بعض الفحوصات الأولية التي تسبق تقدير نماذج SVAR، أولاً، فحص استقرارية البيانات وإمكانية تواجد تكامل مشترك؛ وثانيًا، التحقق من استقرار النموذج واختيار العدد المناسب من التأخيرات للمتغيرات المستخدمة؛ وثالثًا، التحقق من قيود التشخيص للمعادلات. في الجزء التالي سنقدم لمحة موجزة عن البيانات المستخدمة في هذه الدراسة، جنبًا إلى جنب مع أنماطها طويلة الأجل، ثم يلي ذلك نتائج التقدير.

2.3 تطور السياسة النقدية وسلوك المتغيرات الاقتصادية الكلية

تم الحصول على البيانات المستخدمة في التحليل من قواعد بيانات متنوعة تشمل مؤشرات التنمية العالمية (WDI)، والإحصاءات المالية الدولية (IFS)، والبنك المركزي المصري، وذلك للفترة من 1991 إلى 2022. وقد تمت معايرة جميع المتغيرات المستخدمة بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي لعام 2015، باستثناء متغيري التضخم (INF)وأسعار الفائدة (AIR) اللذين تم التعبير عنهما كنسبة مئوية، وسعر الصرف (ER) الذي عُبّر عنه كمؤشر. ولأغراض التحليل الاقتصادي القياسي، تم تحويل جميع المتغيرات إلى اللوغاريتمات باستثناء متغيري التضخم وأسعار الفائدة.

يُقدم التاريخ النقدي والمتغيرات قيد الدراسة إسهامًا كبيرًا في فهم السياق المصري. من الجدير بالذكر أنّ عام 2011 شكّل نقطة تحول حاسمة في تاريخ مصر، إذ شهدت البلاد ثورة شعبية. هذه الثورة أحدثت تغييرات جوهرية في الأوضاع والسياسات النقدية للبنك المركزي المصري. تحت ضغوط متزايدة في السيولة وعجز في احتياطيات النقد الأجنبي، أصبح من الحتمي أنّ تتبنى البلاد مرونة أكبر في سعر الصرف. وعلى الرغم من تنفيذ هذا النظام الجديد لسعر الصرف، إلا أنّ الجنيه المصري استمر في التراجع مقابل عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين، كما هو موضح في الشكل 1. في الوقت ذاته، حافظ البنك المركزي المصري على التزامه بتوفير السيولة للقطاع المصرفي، ممّا سهل توسعًا في حجم الائتمان الموجه للاقتصاد من خلال عمليات إعادة تمويل كبيرة. ويوضح الشكل 1 مسارًا تصاعديًا ثابتًا في حجم القروض للقطاع الخاص خلال فترة الدراسة. ومن المحتمل أنّ يكون الحفاظ على السيولة الكافية، إلى جانب الانخفاض المتتابع في سعر الصرف، قد أضعف من جهود البنك المركزي في الحد من الضغوط التضخمية عن طريق رفع أسعار الفائدة. ومن الشكل 1، يظهر أنّ معدل التضخم (INF) كان في اتجاه تصاعدي، متجاوزاً متوسط 9% خلال فترة الدراسة. كما يُظهر الشكل 1 أنّ معدل التضخم بلغ ذروته عند 33% في عام 2023، نتيجة الصدمات المتتالية التي تحملها الاقتصاد العالمي جراء تأثير اضطرابات سلاسل الإمداد الناجمة عن جائحة كوفيد−19 والحرب الروسية الأوكرانية.

من خلال النظر في الاتجاهات المتعلقة بمكونات الطلب الكلي، يمكن ملاحظة عدة اتجاهات بارزة؛ كما هو موضح في الشكل 1، فإن الإنفاق الاستهلاكي النهائي للأسر $(HFCE)$ في اتجاه تصاعدي على مدار العقود الثلاثة الماضية. أما اتجاه إجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص $(GFCF)$ فهو يميل إلى الانخفاض، ويبدو

أنّ هذا الانخفاض بات أكثر حدة في الفترة الأخيرة، وقد تسارع بشكل ملحوظ في عام 2020 بسبب تفشي جائحة كوفيد-19. ومن المثير للاهتمام أنّ تحليل نسبة الصادرات إلى الواردات (CR) يُظهر استمرار العجز الهيكلي في الميزان التجاري كظاهرة متأصلة في ميزان المدفوعات المصري.

الشكل 1: اتجاه متغيرات مكونات الطلب الكلي، والتضخم، والسياسة النقدية خلال الفترة (1991 – 2022)

4. نتائج التقدير والتحليل

1.4 مشكلة السكون

تقدم الجداول 1أ و 1ب النتائج المتعلقة بمستويات التكامل والعلاقات المحتملة للتكامل المشترك بين المتغيرات المدرجة في النماذج. تشير النتائج إلى أنّ جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة (1)I. تم إجراء نوعين من اختبارات الجذر الوحدوي: اختبار ديكي – فولر الموسع (ADF)، واختبار فيليبس – بيرو (PP). علاوة على ذلك، بعد استخدام اختبار الحدود الذي اقترحه Pesaran et al. (2001) بالتزامن مع حساب القيم الحرجة بواسطة Kripfganz and Schneider (2020) والقيم الاحتمالية التقريبية المقابلة، نتوصل إلى أنّ فرضية العدم المتعلقة بعدم وجود علاقة على المستوى لا يمكن رفضها في أي من النماذج عند مستويات معنوية 1% و5% و10%. وبالتالي، يتم صياغة معادلات SVAR باستخدام المتغيرات في الفرق الأول، ممّا يدل على عدم وجود علاقات تكامل مشترك.

جدول 1: اختبارات جذر الوحدة

	ADF		***PP***	
Variable:	**LVL**	**DIF**	**LVL**	**DIF**
Log (HFCE)	−3.664***	−6.637***	−3.680***	−6.349***
Log (GFCF)	−2.582	−6.699**	−2.569	−6.617***
Log (CR)	−2.337	−5.416***	−2.109	−5.822***
INF	−3.116**	−5.647***	−3.171**	−4.235***
AIR	−2.038	−7.679***	−2.224	−7.561***
Log (ER)	−0.208	−3.225**	−0.481	−3.738***
Log (CREDIT)	−4.120***	−6.483***	−3.913***	−6.620***

***Notes** : ADF and PP refers to augmented Dickey–Fuller and Phillips–Perron tests respectively. *, **, and *** denote significance at 10%, 5%, 1% level.*

المصدر: من إعداد الباحث وفق مخرجات برنامج Eviews

جدول 1ب: نتائج اختبار الحدود (التكامل المشترك بين المتغيرات)

Sig. level (%)		*Model (1) Log (HFCE)*		*Model (2) Log (GFCF)*		*Model (3) Log (CR)*		*Model (4) Log (INF)*	
		F	t	F	t	F	t	F	t
10%	I(0)	3.150	−2.80	3.161	−2.810	3.098	−2.746	3.176	−2.775
	I(1)	4.360	−3.694	4.347	−3.703	4.426	−3.652	4.480	−3.683
5%	I(0)	3.795	−3.152	3.803	−3.160	3.754	−3.115	3.866	−3.148
	I(1)	5.170	−4.095	5.147	−4.099	5.285	−4.072	5.374	−4.110
1%	I(0)	5.333	−3.873	5.330	−3.872	4.894	−3.416	5.566	−3.919
	I(1)	7.082	−4.902	7.028	−4.896	7.355	−4.929	7.558	−4.990
p−value	I(0)	0.417	0.507	0.530	0.922	0.315	0.462	0.300	0.411
	I(1)	0.617	0.802	0.790	0.939	0.398	0.733	0.344	0.656
Test statistic		2.902	−2.332	2.321	0.715	4.288	−2.408	5.176	2.646

Notes** : (a) : Fixed−effects (within) regression. (b) : Random−effects regression. (c): Feasible Generalized Least Squares regression. (d) : Global model significance test. (e) : Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity : The null hypothesis H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i. (f) : Wooldridge test for autocorrelation in panel data : The null hypothesis H0: no first−order autocorrelation. Parameters in brackets are the t−statistics. *, **, and **** denote significance of the estimated coefficient at 10%, 5%, 1% and less than 1%, respectively.*

المصدر: من إعداد الباحث وفق مخرجات برنامج Eviews 10.

2.4 تحديد فترة الإبطاء المثلي:

تحديد فترة الإبطاء يُعد عنصرًا حيويًا في التحليل التطبيقي عند تحديد نموذج VAR/SVAR. على الرغم من وجود معايير معلوماتية لتحديد طول فترة الإبطاء، مثل AIC و SBIC و HQIC، فإن الاعتماد الحصري على هذه المقاييس قد يؤدي إلى نتائج غير كافية إذا لم تجتز البواقي اختبارات عدم الارتباط والتوزيع الطبيعي. وعليه، وكما هو الحال في دراسة Ziaei (2014)، فإن نهجنا يتضمن تحديد طول فترة الإبطاء بطريقة تضمن عدم الارتباط التسلسلي وتوزيع البواقي وفق التوزيع الطبيعي في نموذج VAR. تعرض الجداول 2أ و2ب اختبارات التشخيص للبواقي، حيث تم اختيار طول إبطاء يبلغ أربعة. وتوضح النتائج أنّ البواقي في جميع معادلات نماذج SVARقد اجتازت اختبارات الارتباط والتوزيع الطبيعي.

جدول2أ : الاختبارات التشخيصية: اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي LM

Model (1) (HFCE)		*Model (2) (GFCF)*		*Model (3) (CR)*		*Model (4) (INF)*	
lag length	**ρ−value**	**lag length**	**ρ−value**	**lag length**	**ρ−value**	**lag length**	**ρ−value**
1	0.91011	1	0.94225	1	0.32979	1	0.36096
2	0.80097	2	0.18714	2	0.38966	2	0.32437
3	0.47819	3	0.33721	3	0.29269	3	0.23419
4	0.23550	4	0.13659	4	0.75649	4	0..72805

المصدر: من إعداد الباحث وفق مخرجات برنامج Eviews 10.

جدول 2ب: الاختبارات التشخيصية: اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي JB

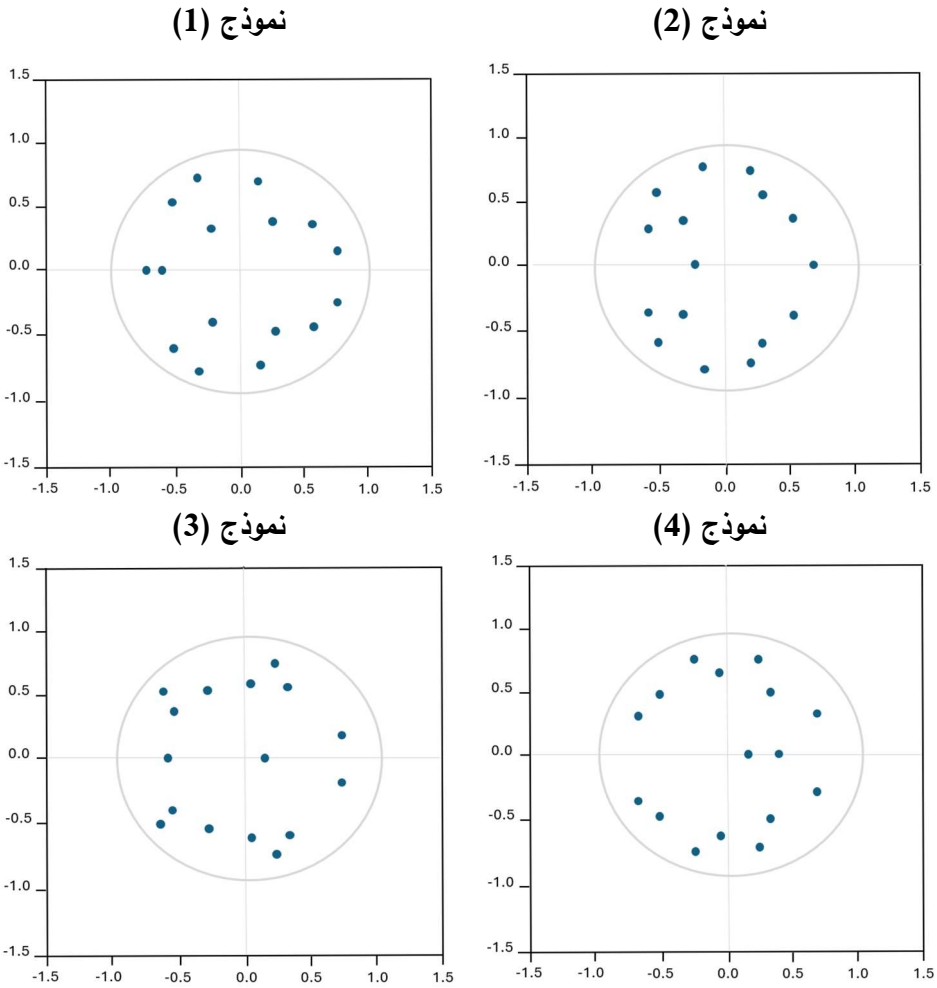
Model (1) (HFCE)		*Model (2) (GFCF)*		*Model (3) (CR)*		*Model (4) (INF)*	
EQN	**ρ−value**	**EQN**	**ρ−value**	**EQN**	**ρ−value**	**EQN**	**ρ−value**
HFCE	0..57371	*GFCF*	0.15044	*CR*	0.37598	*INF*	0.25591
ER	0.31953	*ER*	0.91432	*ER*	0.40621	*ER*	0.53213
CREDIT	0.77868	*CREDIT*	0.81490	*CREDIT*	0.14999	*CREDIT*	.092973
AIR	0.15757	*AIR*	0.74426	*AIR*	0.55018	*AIR*	0.51427
ALL	0.38913	*ALL*	0.81044	*ALL*	0.30680	*ALL*	0.73821

المصدر: من إعداد الباحث وفق مخرجات برنامج Eviews 10.

3.4 اختبار استقرارية النماذج:

يعتمد معيار الاستقرار على اختيار أفضل طول لفترة التأخر لجميع المتغيرات في النظام. وقد تم اختيار فترة تأخر قدرها 4 لجميع النماذج المستخدمة لضمان الاستقرار. وتؤكد البيانات الواردة في الشكل 2 هذه النتيجة، حيث تعرض نتائج اختبار الجذور العكسية (Inverse Roots) توافر شروط استقرار النماذج طالما أن جميع الجذور هي أقل من الواحد. وتوضح الرسومات البيانية الموضحة بالشكل (2) بشكل قاطع استقرار النماذج، إذ تقع جميع النقاط داخل إطار الدائرة الواحدة.

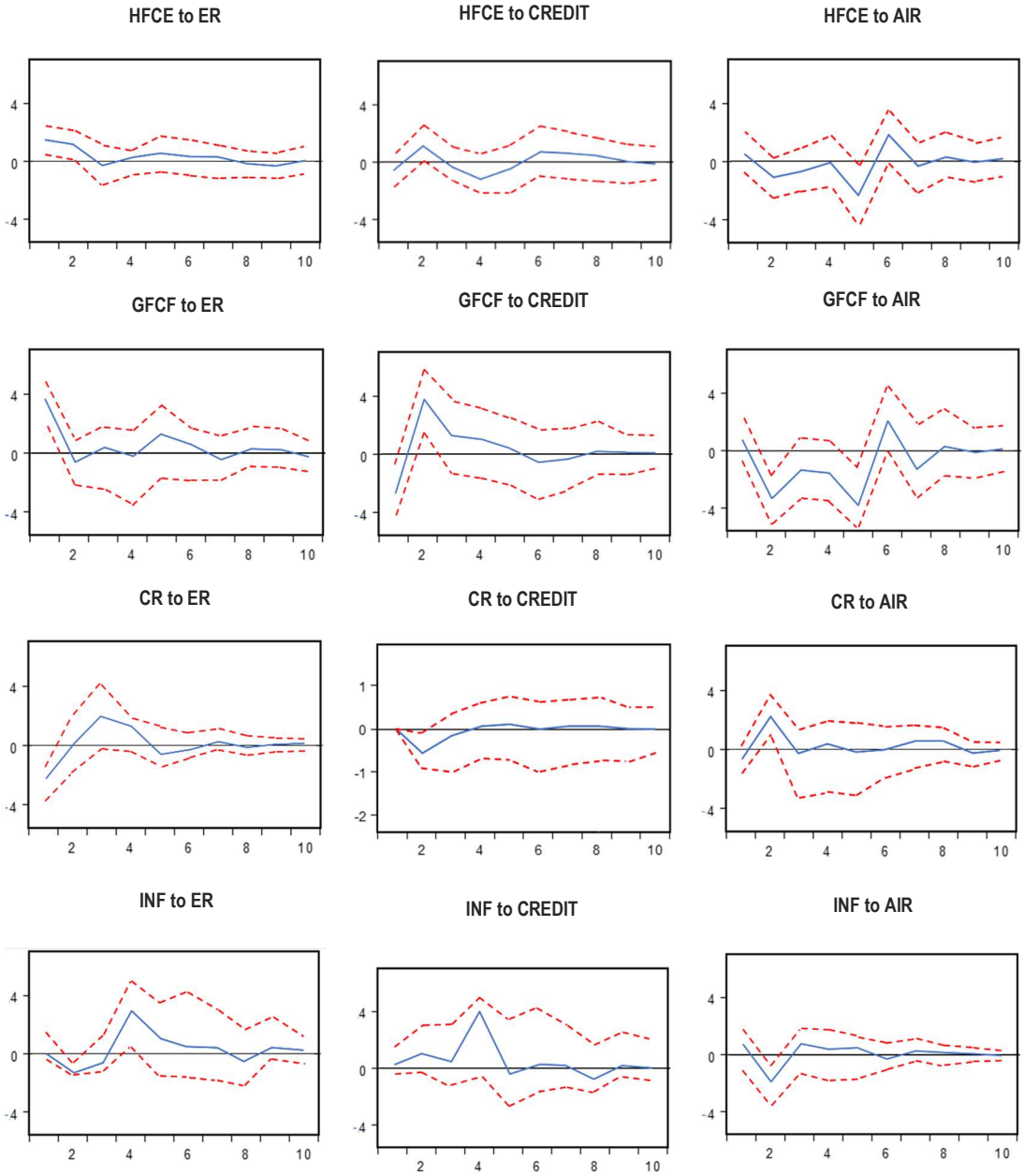
جدول 2: نتائج اختبار الاستقرارية: Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



4.4 دوال الاستجابة النبضية Impulse Response Functions (IRF):

يوضح الشكل 3 دوال الاستجابة النبضية للصدمات المستخلصة من نماذج الانحدار الذاتي الهيكلي SVAR. تُبيّن هذه الرسوم البيانية كيفية استجابة مكونات الطلب الكلي لانحراف معياري واحد في صدمات السياسة النقدية، وذلك عبر متغيرات سعر الصرف (ER)، والائتمان $(CREDIT)$، وسعر الفائدة (AIR) وتوفر الأنماط الناتجة عن هذه الاستجابات رؤى شاملة للتفسير. فعلى سبيل المثال، يؤثر تقلب سعر الصرف (ER) بشكل ملحوظ على نسبة التغطية(CR) ، والتضخم (INF)، وإجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص $(GFCF)$.

شكل 3: استجابة مكونات الطلب الكلي لصدمات السياسة النقدية



المصدر: من إعداد الباحث وفق مخرجات برنامج Eviews 10.

ينتج عن انخفاض سعر الصرف بمقدار انحراف معياري واحد زيادة في نسبة التغطية (CR) بنحو نقطة مئوية واحدة خلال السنتين الأوليين بعد الانخفاض، ثم يعود تدريجيًا إلى المستويات السابقة بحلول العام الثالث. وتظهر وتيرة التضخم (INF) استجابة مشابهة لمعدل التغطية؛ إذ ترتفع بنسبة إضافية تقدر بنحو 0.3 نقطة مئوية خلال السنوات الثلاث الأولى، لتعود إلى المستوى السابق بعد السنة الرابعة. وتوضح الاستجابات المتزامنة لمعدل التغطية ومعدل التضخم وجود أثر "التمرير"، حيث تنتقل أسعار الواردات إلى الأسعار المحلية. من المحتمل أنّ الانخفاض الحالي في سعر الصرف قد عمل كعامل موازٍ للجهود التي يبذلها البنك المركزي المصري لمواجهة الزيادة التضخمية

من خلال رفع أسعار الفائدة. وأخيراً، يتضح أنّ إجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص ($GFCF$) يُظهر استجابة سلبية تجاه انخفاض سعر الصرف، حيث يسجل انخفاضًا بنحو 5%. وبما أنّ معظم السلع الرأسمالية يتم استيرادها، فإن هذه النتيجة متوقعة إلى حد كبير، ويبدو أنّ هذا التأثير مؤقت، إذ تبدأ آثار الصدمة في التلاشي بعد السنة الرابعة.

يبدو أنّ تأثير الصدمة الائتمانية ($CREDIT$) ينتقل عبر التضخم، رغم أنّ الزيادة الناتجة ضعيفة وغير ذات دلالة إحصائية، إذ تبلغ 0.3 نقطة تقريبًا وتستمر لمدة أربع سنوات تقريبًا قبل أنّ تتلاشى. وتسبب الصدمة نفسها انخفاضًا بمقدار 0.5 نقطة مئوية في نسبة التغطية (CR)، وهو انخفاض يتلاشى سريعًا بمرور الوقت. وتوفّر الزيادة في الائتمان دعمًا ماليًا ضروريًا للمستوردين لتمويل عملياتهم، ممّا يؤدي إلى زيادة الواردات وتوسع العجز التجاري. علاوة على ذلك، تؤدي الزيادة في الائتمان إلى ارتفاع في كل من الإنفاق الاستهلاكي النهائي للأسر ($HFCE$)، وإجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص ($GFCF$) بنسبة 1.5% و4% على التوالي، بعد زيادة بمقدار انحراف معياري واحد في معدل نمو الائتمان خلال السنتين الأوليتين بعد الصدمة. وتُعد هذه الآثار مؤقتة وتتراجع خلال السنوات اللاحقة.

وبالمثل، فإن زيادة بمقدار انحراف معياري واحد في سعر الفائدة تؤدي إلى انخفاض بنحو 1% في معدلات نمو إنفاق الأسر الاستهلاكي النهائي ($HFCE$) وانخفاض بمقدار 4% تقريبًا في معدل نمو إجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص ($GFCF$) سنويًا خلال السنوات الست الأولى بعد الصدمة. ومع ذلك، فإن هذه الآثار السلبية مؤقتة، حيث يعود كلا العنصرين إلى معدلات نموهما الأصلية بحلول السنة السابعة. تؤدي صدمة مشابهة في أسعار الفائدة (AIR) إلى زيادة متوسطها 2% في نسبة التغطية (CR) خلال السنتين الأوليين بعد الصدمة، إلا أنّ هذا التأثير يتلاشى تدريجيًا بعد ذلك. ويُمكن تفسير ذلك جزئيًا بانخفاض الواردات نتيجة تكبد بعض المستوردين تكاليف أعلى عند الاقتراض لأنشطتهم الاستيرادية. أما بالنسبة لمعدل التضخم (INF)، فيظهر انخفاض أولي بنسبة 2% تقريبًا خلال السنتين الأوليين بعد الصدمة، يتبعه استعادة بطيئة للمستويات الأساسية. لكن، وبالرغم من أهمية هذا التأثير، قد لا يكون كافيًا، خصوصًا في ظل ارتفاع معدلات التضخم مؤخرًا وارتفاع أسعار الفائدة الحالية، ممّا قد يجعل التشديد الإضافي غير مستدام اقتصاديًا واجتماعيًا في ظل الضغط على الطلب الكلي.

5.4 تحليل تباين خطأ التنبؤ Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

يُعدّ تحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD) مقياسًا لنسبة التباين في أخطاء التنبؤ لمتغير معين، حيث يُمكن تفسير هذا التباين إمّا من خلال الصدمات الخاصة به أو من خلال صدمات متغير آخر عند أفق زمني محدد. وكما هو مُلخّص في الجدول 3 أدناه، تمّ تحليل هذا التباين باستخدام أربعة نماذج من الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) على مدى فترة زمنية تبلغ 12 عامًا.

تظهر النتائج النقاشية بعض النقاط المثيرة للاهتمام؛ فعند أفق زمني مدته 3 سنوات، يمكن تفسير حوالي ربع خطأ التنبؤ في الإنفاق الاستهلاكي النهائي للأسر $(HFCE)$ من خلال صدمات أسعار الفائدة الحقيقية (AIR) والائتمان $(CREDIT)$، بنسبة 14.7% و 9.3% على التوالي. وتزداد هذه النسبة إلى 40% بحلول العام السادس (بنسبة 28% لـ AIR و11.7% لـ$CREDIT$0). كما تُظهر النتائج أنّ مجموع قنوات السياسة النقدية الثلاث، يُفسر حوالي 62% من تباين إجمالي الاستثمار المحلي في القطاع الخاص $(GFCF)$ بحلول العام السادس، حيث تساهم صدمة أسعار الفائدة الحقيقية (AIR) بنسبة هي الأعلى، تصل إلى 40% في تباين خطأ إجمالي الاستثمار المحلي للقطاع الخاص $(GFCF)$ مقارنةً بـ 14.8% و7% من صدمات الائتمان $(CREDIT)$ وسعر الصرف (ER)على التوالي.

يُلاحظ أيضًا أن تأثير آليات انتقال السياسة النقدية على تباين خطأ نسبة التغطية (CR) يرتفع سريعًا من 3.64% في السنة الأولى إلى 44% بحلول السنة السادسة، مع مساهمات أكبر لصدمات سعر الفائدة (AIR) و سعر الصرف (ER). فيما يتعلق بتحليل تباين الخطأ للتضخم (INF)، نجد أنّ حوالي 60% من هذا التباين يعود لصدمات السياسة النقدية خلال فترة ست سنوات، حيث تمثل صدمة سعر الصرف (ER) حوالي 35 إلى 42% من هذا الجزء. وبالتزامن، ظلّ تأثير أسعار الفائدة على تباين خطأ التضخم مستقرًا إلى حد كبير خلال الفترة المتوقعة، متذبذبًا حول نسبة 7% طوال هذه الفترة.

تُمكّن النتائج الواردة في هذا القسم من إجراء مقارنات مع الأبحاث التطبيقية السابقة على المستويين الدولي والمحلي. في البداية، تتوافق نتائجنا بشأن الآثار السلبية لتشديد السياسة النقدية على مكونات الطلب الكلي مع معظم الدراسات الدولية المشار إليها، مثل Romer and Romer (2004); Christiano et al. (1999); Bernanke and Gertler (1995); Bachmann et al. (2012); Peersman, G., and Smets (2003); Kim and Roubini (2000); Khundrakpam and Jain (2012); Ziaei (2014). ومع ذلك، وعلى عكس تلك الدراسات، تميز دراستنا بين التأثيرات الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة في السوق وتلك المرتبطة بحجم الائتمان المصرفي وسعر الصرف، ممّا يسهم في تحسين تحديد آليات السياسة النقدية الأكثر احتمالاً للتأثير على النمو الاقتصادي. علاوةً على ذلك، تتوافق النتيجة المتعلقة بمدى انتشار ظاهرة تمرير سعر الصرف في السياق المصري مع ما وثقته الدراسات الدولية في هذا المجال، مثل Anh et al. (2021); Pinshi and Sungani (2018); Forbes et al. (2018); Shevchuk (2022); Pham et al. (2022).

جدول 3: تحليل تباين خطأ التنبؤ

Model (1)		*VDPP*		
Forecast Horizon	*HFCE*	*ER*	*CREDIT*	*AIR*
1	70.6	3.51	6.54	7.80
3	57.6	3.64	9.30	14.7
6	38.4	4.2	11.7	28.0
9	37.3	5.08	10.8	29.2
12	36.7	4.95	10.6	30.1
Model (2)		*VDPP*		
Forecast Horizon	*GFCF*	*ER*	*CREDIT*	*AIR*
1	64.2	11.62	12.82	2.13
3	40.8	6.37	18.32	25.33
6	26.0	7.02	14.82	39.93
9	23.6	8.09	14.32	41.9
12	22.9	8.54	14.02	43.67
Model (3)		*VDPP*		
Forecast Horizon	*CR*	*ER*	*CREDIT*	*AIR*
1	86.83	0.81	1.01	1.82
3	52.35	6.99	6.18	27.5
6	48.95	12.71	7.06	24.45
9	48.65	12.54	6.87	25.15
12	47.95	12.41	7.24	25.65
Model (4)		*VDPP*		
Forecast Horizon	*INF*	*ER*	*CREDIT*	*AIR*
1	79.89	15.07	0.25	0.81
3	49.07	35.1	4.06	8.79
6	42.5	41.5	7.74	10.12
9	40.7	41.5	7.92	13.08
12	40.5	40.8	9.81	11.7

المصدر: من إعداد الباحث وفق مخرجات برنامج Eviews 10.

نجد أنّ التغيرات في سعر الصرف تفسر ما يقارب 35% إلى 42% من تقلبات التضخم على مر الزمن في مصر. وهناك أدلة أقل على أنّ معدلات الفائدة تؤثر بشكل كبير على ديناميكيات التضخم مقارنةً بسعر الصرف. وتشير هذه النتائج إلى أهمية زيادة اهتمام البنك المركزي المصري بقدرته على التواصل بشفافية فيما يتعلق بسياسة أسعار الفائدة، وخاصةً فيما يتعلق باتساقها مع إدارة سعر الصرف. وتظهر نتائجنا أنّ التغيرات في سعر الصرف

تسبق التغيرات في سعر الفائدة، مما يشير إلى أنّ النتائج الفعلية لاستراتيجية التشديد النقدي التي اتبعها البنك المركزي المصري في العقد الماضي لا تتسق مع الأهداف المُعلنة. إن هذا التباين بين الأهداف الفعلية والمُعلنة للبنك المركزي المصري يقوّض شفافية ومصداقية سياساته ويحد من فعالية تدخلاته النقدية. لذا فإن التحول من السياسات النقدية التقديرية إلى السياسات القائمة على قواعد واضحة ذات أهداف وآليات انتقال محددة من شأنه أنّ يحقق الشفافية والمصداقية، مما يُمكّن الفاعلين الاقتصاديين من توقع إجراءات البنك المركزي بدقة أكبر، وبالتالي يسهم في تحقيق استقرار اقتصادي أكبر. وهذا يعني أنّ تحقيق الشفافية والمصداقية للبنك المركزي وسياساته هو أمر أساسي لتحقيق هذه الأهداف.

الخاتمة والتوصيات:

تهدف هذه الورقة إلى دراسة تأثير صدمات السياسة النقدية على مكونات الطلب الكلي والتضخم في مصر. بالاعتماد على بيانات ربع سنوية للفترة الممتدة من 1991 إلى 2022، أظهرت النتائج أنّ رفع أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي المصري خلال العقد الأخير أدى إلى تقييد الإنفاق الكلي بشكل ملحوظ، لا سيما في مجالي الاستثمار الخاص والاستهلاك. ومع ذلك، فإن هذا التأثير كان محدودًا للغاية على التضخم، حيث يعزز الانخفاض المتواصل لقيمة العملة المحلية التأثير السلبي على الأسعار. وهو ما يطرح تساؤلات حول كفاءة البنك المركزي المصري وفعاليته من حيث استقرار الأسعار.

يتعين على البنك المركزي المصري أيضًا توضيح إطار سياسته النقدية وتقليل الاعتماد على التدابير التقديرية بهدف تعزيز المصداقية وتعزيز فعالية السياسة النقدية. إن اعتماد إطار يعتمد على قواعد واضحة ويستهدف التضخم بشكل شفاف سيساهم في استقرار توقعات التضخم وتحسين آليات انتقال السياسة النقدية. علاوةً على ذلك، ينبغي على البنك المركزي المصري تحقيق قدرًا أكبر من الاستقلالية المؤسسية لتجنب التدخلات السياسية، بحيث تستند قرارات السياسة النقدية إلى معطيات اقتصادية بحته.

من جهة أخرى، يتطلب تحقيق الاستقرار الاقتصادي، معالجة القيود على جانب العرض. وفي هذا السياق، فإن اعتماد سياسات تعزز الإنتاجية من خلال الاستثمار في البنية التحتية والتكنولوجيا وتطوير الموارد البشرية سيساهم أيضًا في تحقيق النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار. إن تعزيز المنافسة في السوق المحلية ومواجهة الاتجاهات الاحتكارية سيساهم إلى حد كبير في الحد من الضغوط التضخمية الناجمة عن تكاليف الإنتاج. يجب على البنك المركزي المصري تعزيز التواصل والشفافية فيما يتعلق بأهداف سياسته وقراراته، ممّا يسهم في تثبيت توقعات الجمهور وتقليل حالة عدم اليقين.

كذلك، ينبغي للبنك المركزي المصري وضع استراتيجية واضحة بشأن سعر الصرف، والتي يمكن أنّ تحد من تأثير انتقال انخفاض قيمة العملة إلى التضخم، وربما عن طريق اعتماد نظام سعر صرف أكثر مرونة. وستتطلب استعادة الاستقرار الاقتصادي تنسيقًا فعالًا بين السلطات النقدية والمالية، مع ضبط الإنفاق المالي وتقليص العجز في الموازنة.

ختامًا، هناك حاجة إلى دراسات مستقبلية تستقصي تأثيرات السياسة النقدية غير الخطية على مكونات الطلب الكلي والتضخم، وإجراء تحليل مفصل لاستجابات القطاعات المختلفة، وكذلك دراسة تأثير الشمول المالي على آلية انتقال السياسة النقدية. كما أنّ دراسة التفاعل بين السياسات النقدية والمالية في مصر، وتأثير الظروف الاقتصادية العالمية، قد تثمر عن نتائج غنية ومفيدة. بالإضافة إلى ذلك، يتطلب الأمر تطوير الاستفادة من إمكانات التقنيات الرقمية لتعزيز فعالية السياسة النقدية واستقرار النظام المالي، بما في ذلك توظيف التكنولوجيا المالية والعملات الرقمية.

المراجع:

Abdel-Baki, M. (2010), "The effects of bank reforms on the monetary transmission mechanism in emerging market economies: evidence from Egypt", *African Development Review*, Vol. 22 No. 4, pp. 526-539. https://doi.org/10.1111/j.1467-8268.2010.00247.x

Aisen, A., Manguinhane, E., and Simione, F. F. (2021), "An empirical assessment of the ERPT in Mozambique", *IMF Working Paper* /21/132.

Al-Mashat, R. and Billmeier, A. (2008), "The monetary transmission mechanism in Egypt", *Economic Research Forum*, working paper No. 411.

Anh, V. T., Quan, L. T. T., Phuc, N. V., Chi, H. M., and Duc, V. H. (2021), "ERPT in Asian countries: an application of the SVAR model", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 57 No. 1, pp.21–34.

Awad, I. L. (2011), The Impact of Recent Innovations in Monetary Policy on the Monetary Transmission Mechanism in Egypt," Economic Studies journal, Bulgarian Academy of Sciences - Economic Research Institute, issue 4, 186-20

Bachmann, R., Berg, T.O., & Sims, E.R. (2012), "Inflation Expectations and Readiness to Spend: Cross-Sectional Evidence." American Economic Journal: Economic Policy, 4(2), 1-35.

Bachmann, R., Gödl-Hanisch, I., and Sims, E. R. (2022), "Identifying MP shocks using the central bank's information set", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.145, https://doi.org/10.1016/j.jedc.2022.104555.

Bernanke, B., and Blinder, A. (1992), "The federal funds rate and the channels of the monetary transmission", *American Economic Review*, Vol. 82 No. 4, pp. 901–921.

Bernanke, B., and Gertler, M. (1995), "Inside the black box: The credit channel of MP transmission", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 No. 4, pp. 27–48.

Ca' Zorzi, M., Hahn, E., and Sánchez, M. (2007), "ERPT in emerging markets", *European central bank*, working paper series, No. 739.

Christiano, L. J., Eichenbaum, M., & Evans, C. L. (1999), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?", Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, Part A.

Cover, J. (1992), "Asymmetric Effects of Positive and Negative Money-Supply Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107 No. 4, pp. 1261-1282. https://doi.org/10.2307/2118388.

Duc, Vo. (2019), "Macroeconomics determinants of ERPT: new evidence from the Asia-pacific region", *MPRA Paper* No. 103293.

Ella, K., Sheng, Z., and Niall, O.'S. (2022), "MP, trade-offs and the transmission of UK MP", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 44 No. 6, pp. 1128–1147.

Forbes, K., Hjortsoe, I., and Nenova, T. (2018), "The shocks matter: Improving our estimates of exchange rate pass- through", *Journal of International Economics*, Vol. 114, pp. 255–275.

Ha, J., Stocker, M. M., and Yilmazkuday, H. (2020), "Inflation and Exchange Rate Pass-Through

", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 105 No. 2, pp. 102–187.

Hachicha, A., and Lee, C. F. (2009), "Are structural vars with Long-Run restrictions useful for developing MP strategy in Egypt?", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 12 No. 3, pp. 509-527. https://doi.org/10.1142/S0219091509001721.

Holmstrom, B., and Tirole, J. (1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112 No. 3, pp. 663–691. http://hdl.handle.net/10.1162/003355397555316.

Hürtgen P. and Cloyne J. (2014), "The macroeconomic effects of MP: A new measure for the United Kingdom", *Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik: Evidenzbasierte Wirtschaftspolitik - Session: Empirical Macro - Time Variation and Structural Identification*, No. C07-V3, ZBW.

Jakab, Zoltán M., Várpalotai, Viktor and Vonnák, Balázs (2006), "How does MP affect aggregate demand? A multimodel approach for Hungary", Magyar Nemzeti Bank, Budapest, *MNB Working Papers*, No. 2006/4.

Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J.-L., and Saurina, J. (2012), "Credit supply and MP: Identifying the bank balance-sheet channel with loan applications", *American Economic Review*, Vol. 102 No. 5, pp.2301–2326.

Khatat, M. E. H., End, N., and Kolsi, R. (2020), "Tunisia MP since the Arab spring: the fall of the exchange rate anchor and rise of inflation targeting", *IMF Working Paper*/20/167.

Khundrakpam, J. K. (2017), "Examining the asymmetric impact of MP in India", *The Journal of Applied Economic Research*, Vol. 11 No. 3, pp. 290-314.

Khundrakpam, J. k. and Jain, R. (2012), "Monetary policy transmission in India: A peer inside the black box", *MPRA Paper* No. 50903.

Kim, S., & Roubini, N. (2000), "Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution with a Structural VAR Approach." Journal of Monetary Economics, 45(3), 561-586.

Kripfganz, S., and Schneider, D. (2020), "Response surface regressions for critical value bounds and approximate p-values in equilibrium correction models", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 82 No. 6, pp. 1456–1481.

Mbarek, L., Marfatia, H. A., and Juko, S. (2019), "Time-varying response of treasury yields to MP shocks: Evidence from the Tunisian bond market", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 27 No. 4, pp. 422–442.

Mishkin, F. C. (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *NBER*, WP. 5464.

Moursi, T. A., Mossallamy, M. E., and Zakareya, E. (2007), "Effect of Some Recent Changes in Egyptian MP: Measurement and Evaluation", The Egyptian Center for Economic Studies, *ECES Working Paper,* No. 122.

Omar, N., and Yousri, D. (2023), "Investigating the effects of MP shocks on growth and inflation in Egypt: asymmetry and the long-term impact", *ERF Working Papers series*, No. 1627.

Peek, J., and Rosengren, E. (1995), "Bank regulation and the credit crunch", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19 No. 3-4, pp. 679–692.

Peersman, G., & Smets, F. (2003), "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis." In Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Palgrave Macmillan, London, 36-55.

Pesaran, M. H., Shin, Y., and Smith, R. J. (2001), "Bounds testing approaches to analysis of level relationships", *Journal of Applied Econometrics*, Vol.16 No. 3, pp. 289–326.

Pham, A., Nguyen, H. H., Nguyen, D.N., and Vu, L. M. (2022), "exchange rate pass-through and its heterogeneity under the pegged regime: a case of Vietnam", *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 29 No. 2, pp. 612-633. https://doi.org/10.1080/13547860.2022.2035093.

Pinshi, C. P., and Sungani, E. (2018), "The Relevance of Pass-Through Effect: Should We Revisit MP Regime?", *International Journal of Economics, Business and Management Research*, Vol. 2 No. 2.

Ravn, M. O., and Sola, M. (2004), "Asymmetric effects of MP in the United States", *Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis*, Vol. 86 No. 5, pp. 41-58.

Rodolfo Dall'Orto M., Benjamin V., Christian F., and Katrin A., (2020), "The case for central bank independence: A review of key issues in the international debate", *European Central Bank*, Occasional Paper Series, No. 248.

Romer, C. D., and Romer, D. H. (2004), "A new measure of monetary shocks: Derivation and implications", *American Economic Review*, Vol. 94 No. 4, pp. 1055–1084.

Sajid, A., and Lan Phi, N. (2018), "Channels of MP transmission in Vietnam", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 40 No. 4, pp. 709–729.

Shevchuk, V. (2022), "Price and output effects of long-term exchange rate changes: Central and Eastern European countries in 2002-2019", *Entrepreneurial Business and Economics Review*, Vol. 10 No. 3, pp. 37–50.

Shokr, M.A., Abdul Karim, Z. and Zaidi, M.A.S. (2019), "MP and macroeconomic responses: non-recursive SVAR study of Egypt", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 11 No.3, pp. 319-337. https://doi.org/10.1108/JFEP-07-2018-0103.

Sona, B., Ludmila, F., and Martin, F. (2020), "The impact of Euro Area MP on Central and Eastern Europe", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 42 No.6, pp. 1310–1333.

Stein, J. (1998), "An adverse-selection model of bank asset and liability management with implications for the transmission of MP", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 29 No. 3, pp. 466–486.

Stock, J. H., and Watson, M. W. (2001), "Vector autoregressions", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 No. 4, pp. 101–115.

Taylor, John B. (1995), "The monetary transmission mechanism: An empirical framework", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 No. 4, pp. 11–26.

Uhlig, H. (2005), "What are the effects of MP on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52 No. 2, pp. 381–419.

Van den Heuvel, S. (2002), "Does bank capital matter for monetary transmission?", *Economic Policy Review*, Vol. 8, pp. 259–265.

Ziaei, S. M. (2014), "Evaluating the effects of MP shocks on aggregate demand components in GCC countries: Evidence from SVAR", *The Journal of Developing Areas*, Vol. 48 No. 1, pp. 405–423.

Vo, D. (2019), "Macroeconomics Determinants of Exchange Rate Pass-through: New Evidence from the Asia-Pacific Region", MPRA.