Safaa Mahmoud

بسم اللّه الرحمن الرحيم

مركز الشبكات وتكنولوجيا المعلومات

قسم التوثيق الإلكتروني

Safaa Mahmoud

جامعة عين شمس

التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم

قسم

نقسم باللّه العظيم أن المادة التي تم توثيقها وتسجيلها

علي هذه الأقراص المدمجة قد أعدت دون أية تغيرات

كلية التجارة

الدرسات العليا

قسم الإقتصاد

دور أذون الخزانة في زيادة فعالية السياسة النقدية في مكافحة التضخم في مصر

The Role of Treasury Bills In Increasing The Effectiveness of Monetary Bolicy In Fighting Inflation in Egypt

رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير فى الإقتصاد

إعداد الباحث

أحمد حافظ إبراهيم حافظ ماضى

تحت إشراف

أ.د/ أحمد فؤاد مندور

أستاذ الإقتصاد والوكيل السابق لكلية التجارة جامعة عين شمس

د/ وائل فوزى

مدرس الإقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس

2019

كلية التجارة

قسم الإقتصاد

رسالة ماجستير :

اسم الباحث / أحمد حافظ إبراهيم حافظ ماضى

عنوان الرسالة / دور أذون الخزانة في زيادة فعالية السياسة النقدية في مكافحة التضخم في مصر

الدرجة العملية / ماجستير اقتصاد

لجنة المناقشه والحكم على الرسالة:

أ. د / أحمد فؤاد مندور	**أستاذ الإقتصاد والوكيل السابق لكلية التجارة جامعة عين شمس**	**مشرفا ورئيسا**
أ. د / تامر عبد المنعم راضى	**أستاذ الإقتصاد ورئيس قسم الاقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس**	**عضوا**
أ. د / دعاء وفيق ندا	**أستاذ الاقتصاد المساعد بجامعة بدر**	**عضوا**

الدرسات العليا :

ختم الإجازة **أجيزت الرسالة بتاريخ / / 2019**

موافقة مجلس الكلية / / 2019 **موافقة مجلس الكلية / / 2019**

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

قال تعالى

{وَقُلْ رَبِّ زِدْنِي عِلْمًا}

سورة طه: الآيه 114

إهداء

إلى روح أبي العطرة ..

رحمه الله وطيَّب ثراه وأسكنه فسيح جناته.

إلى أمى الحبيبة..

إلى أخوتى الأعزاء..

متعهم الله بالصحة والعافية وطول العمر.

شكر وتقدير

أتوجه بخالص الشكر والتقدير والعرفان إلى كل من **الأستاذ الدكتور/ أحمد فؤاد مندور** أستاذ الإقتصاد والوكيل السابق لكلية التجارة جامعة عين شمس **والدكتور/ وائل فوزى** مدرس الإقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس والذان شرفاني بالإشراف على إتمام هذه الرسالة، وقدما لي كل العون والنصائح الغالية ، وأفاضا عليَّ بعلمهما الوافر وكرمهما الجزيل، مضحيًا بكثير من وقتهما على الرغم من مشاغلهما الكثيره.

مقدمة عامة

تعرض الواقع الإقتصادي في كل الدول على مر العصور لظاهرة التضخم، ولم تفلت دولة واحدة من الوقوع في براثن هذه الظاهرة منذ وضعت الحرب العالمية الثانية أوزاها، مما حدا بالبعض إلى القول بان التضخم أصبح ظاهرة لصيقة بالحياة الاقتصادية.

ويؤكد الفكر الإقتصادي كما تؤكد خبرات الدول المتقدمة والناميه على حد السواء أن التضخم هو وثيق الصلة بعجز الموازنة العامة، ذلك أن التضخم وكما يعد ذاته سبب رئيسيا من أسباب العجز في الموازنة العامة، فإن عجز الموازنة هو الاخر يزيد من نيران التضخم ويؤججها. وهذه العلاقة التبادلية بين التضخم وعجز الموازنة قد إنتهت في بعض الدول إلى الوقوع في فخ التضخم الجامح.

ومن المُلاحظ على الصعيد المحلى في فترة السبعينات والثمانينيات وهي الفترة التي سبقت برنامج الإصلاح الإقتصادي أن التجربة المصرية ليست ببعيدة عن كل هذا ، فقد عانى الإقتصاد المصري في الفترة التي سبقت تطبيق سياسات الإصلاح الإقتصادي من عجز مزمن ومتواصل في الموازنة العامة . وكانت السياسة الإقتصادية المتبعة في تمويل هذا العجز معتمدة بنسبه كبيرة على الجهاز المصرفي من خلال الإفراط في خلق النقود، الأمر الذي ساهم في زيادة حدة التضخم وهكذا فقد إعتمد تمويل العجز في الموازنة العامة على الوسائل التضخمية والتي بدروها زادت من حدة العجز.

في ظل هذه الحلقه المتبادلة بين التضخم وعجز الموازنة، بدأت الدولة في بداية التسعينات في تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي. وضمن هذه السياسات صدرت السياسة النقدية الجديدة لتضمن ضمن أدوتها إصدار أذون الخزانة لتمويل عجز الموازنة بموارد ومدخرات حقيقية بهدف مكافحة التضخم، فضلا عن تقليل الإصدار النقدي بحيث يمكن ضبط معدل نمو المعروض النقدي للحد من التضخم.

وهكذا فقد تم إستحداث آلية أذون الخزانة كوسيله غير تضخميه لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة. ونظرا لأن أذون الخزانة تستخدم في الغالب لتمويل العجز المؤقت في الموازنة، ونتيجة لأن عجز الموازنة المصرية هو في الأصل عجز دائم فإن إستخدام هذه الأداة قد أثار عدد من التحفظات، خاصة وأن دور أذون الخزانة لا يقتصر على مجرد كونها أداة تمويليه، وإنما يتعدى ذلك بكثير لكون هذه الأداة ذات تأثير فعال وشديد على مسار النشاط الإقتصادي بأكملة.

من هنا فإن الدراسة الحالية تناقش أسلوب إصدار أذون الخزانة وتسعى لمعرفه تأثير إستخدام هذه الأداة في محاصرة التضخم من خلال ضبط معدل نمو السيولة المحلية والمعروض النقدي، فضلا عن معرفه تأثير إستخدام هذه الأداة على عدد من المتغيرات الإقتصادية والاجتماعية الأخرى.

مشكله الدراسة

تعتبر ظاهرة التضخم من الظواهر التي أضحت تعايش اقتصاديات كثير من دول العالم دون تمييز، كما تعتبر من الظواهر المؤثرة على كثير من أوجه النشاط الاقتصادي: الإنتاجي والإستهلاكي والإستثماري، وهي الأنشطة المسيرة للنظام الإقتصادي في مجموعه. بالإضافة إلى أن إرتفاع الأسعار يترك آثاره على قيم المتغيرات الإقتصادية بوجه عام، ومن ثم تفقد هذه المتغيرات دلالاتها الحقيقية ولذلك تعد ظاهرة التضخم من أهم المشاكل الإقتصادية المعاصرة الجديرة بالدراسة.

ومن المعلوم أن الإقتصاد المصري عانى من إختلالات هيكليه كبيرة في الفترة السابقة لتطبيق برامج التثبيت والتكيف الهيكلي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، ولعل أحد أهم هذه الإختلالات يكمُن في العجز الكبير في الموازنة العامة للدولة. ومن المعلوم أيضا أن هناك وسائل تضخميه وأخرى غير تضخميه تستخدم في تغطيه هذا العجز. تتمثل الوسائل غير التضخمية في الإقتراض من العالم الخارجي أو الإقتراض من الداخل من خلال الأوعية الادخارية المحلية كالاقتراض من الفوائض الموجودة لدى مؤسسات الدولة كشركات القطاع العام أو مصلحه البريد أو صناديق التأمينات والمعاشات وغيرها.

أما الوسائل التضخمية فهي تتمثل في الإقتراض من الجهاز المصرفي أي الإقتراض من البنوك التجارية أو من البنك المركزي مباشرة عن طريق الإصدار الجديد كمصدر أخير لتغطيه العجز في الموازنة العامة وهو ما يساهم في زيادة عرض النقود من خلال طبع البنكنوت دون أن يكون لذلك علاقة بنمو الناتج المحلى الإجمالي.

ونظرا لأن إدارة الإقتصاد المصري في الفترة ما قبل تطبيق سياسات الإصلاح الإقتصادي إتجهت في معالجة عجز الموازنة العامة إلى الأسلوب الثاني المسبب للضغوط التضخمية، فقد كان من نتاج ذلك بطبيعة الحال زيادة في حجم النقود المتداولة لم يقابلها زيادة مناظرة في حجم الناتج من السلع والخدمات، وهو ما افضى إلى إحداث إختلال واضح بين التيارين النقدي والحقيقي، وساهم في النهاية إلى إرتفاع المستوى العام للأسعار.

ولتصحيح هذه الإختلالات الهيكلية في الإقتصاد المصري، بدأت الدولة المصرية مع بداية التسعينات اتصالاتها مع صندوق النقد الدولي والذي إشترط تحقيق التوزان الداخلي والقضاء على التضخم من خلال الخفض التدريجي لعجز الموازنة العامة وتمويل المتبقي من العجز بموارد ومدخرات حقيقيه.

وفى ضوء كل هذه المتغيرات سالفة الذكر، فقد تم اللجوء إلى أذون الخزانة لإستخدامها كأداة تمويلية لسد عجز الموازنة العامة، كونها لا تمارس أي ضغوط تضخميه على الإقتصاد المصري، و نظرا لأنها توفر تمويلا حقيقيا ومن خلال موارد ومدخرات حقيقيه. فضلاً عن وجود أسباب أخرى دفعت بالحكومة إلى تفضيل أذون الخزانة منها المساهمة في إستقرارسعر صرف الجنيه وإمتصاص فائض السيولة لدى الجهاز المصرفي وتنشيط سوق المال المصري في الأجل الطويل.

إنطلاقا من كل هذه المعطيات السابقة، فإن مشكله الدراسة تتمثل في معرفة ما إذا كانت هذه الاداة التمويلية قد أدت الغرض الذي أصدرت من اجله وهو الحد من الاصدار النقدي وضبط معدل نمو النقود بغيه محاصرة التضخم، ام انها قد انحرفت عن تأدية للدور المنوط لها لتؤدي إلى نتائج أخرى غير متوقعه.

الدراسات السابقة

1. **محمد صلاح يوسف عفيفي، قياس الأثار الإقتصادية لإصدار أذون الخزانة في مصر خلال الفترة 1991-2013 مع دراسة تطبيقيه للأثر على الاستثمار، رسالة دكتوراه، كليه الإقتصاد والعلوم السياسية، جامعه القاهرة ، 2016 .**

سعت هذه الدراسة لمعرفه جدوى الاليات التي إعتمدت عليها التجربة المصرية في مواجهة العجز الحاصل في موازناتها منذ تطبيق روشتة صندوق النقد الدولي في العام 1991. وفى سبيل ذلك إستعرضت الدراسة آلية أذون الخزانة كأداة لتمويل عجز الموازنة والدور الذي لعبته هذه الأداة في الإقتصاد المصري. ثم تناولت الدراسة التحليل القياسي لأثار عمليه إصدار أذون الخزانة. وأخيرا طرحت الدراسة برنامج متكامل لمعالجة تمويل عجز الموازنة العامة المصرية بصياغة آليات مقترحه لمحاصرة العجز في الموازنة العامة وتمويل الجزء المتبقي منه بعد إجراءات محاصرته.

وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج اهمها:

- حققت أذون الخزانة نجاح جزئي في بدايات اللجوء إليها في محاصرة التضخم ومحاربه ظاهرة الدولرة، كما نجحت في تعديل تكلفه التمويل لعجز الموازنة العامة لكي تقترب من التكلفة الحقيقية للموارد المقترضة، إلا أن منجزات هذه السياسة قد بدأت تتلاشي تدريجيا مع التغيرات التي شهدها الإقتصاد المصري طوال فترة الدراسة.
- أدى إستخدام أذون الخزانة إلى نمو شديد في هيكل المديونية الحكومية ومن ثم إجمالي الدين المحلى.

2. أشرف حلمى سلامه، الأثار الإقتصادية لأذون الخزانة على الموازنة العامة المصرية، رسالة ماجستير، كليه التجارة، جامعه عين شمس ,2007.

ألقت هذه الدراسة الضوء على عجز الموازنة العامة وطرق تمويله قبل وبعد تطبيق سياسات برنامج الإصلاح الإقتصادي المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، كما تناولت الدراسة أيضا دورأذون الخزانة ضمن برنامج الإصلاح المالي وتطرقت إلى مزايا هذا البرنامج الجديد ومنجزاته على أرض الواقع. كما تناولت عدد من المشاكل التي صاحبت تنفيذ البرنامج الجديد هي: مشكله تراكم المديونية الداخلية، مشكله إمتصاص المدخرات المحلية. وأبرزت الدراسة عدد من المؤشرات المتعلقة بسياسه أذون الخزانة هي مؤشر خطورة الدين العام المحلى في مصر ومؤشر الاقتدار المالي العام.
وقد توصلت الدارسة لعدد من النتائج أهمها:

- نجحت أذون الخزانة في تحقيق الغرض الذي أصدرت من اجله وهو إحتواء التضخم.
- كان لأذون الخزانة دوراً بارزاً في تزايد مديونية مصر الداخلية.
- رغم إمتلاك البنوك للنسبة الأكبر من الأرصدة القائمة لأذون الخزانة، إلا أن تأثير ذلك لم يكن قوى على الإستثمار الكلى.
- تفاقم الأثار السلبية لتلك الاليه على مؤشرات الدين لعام المحلى في مصر.

3. حمدى الهنداوي، تمويل عجز الموازنة العامة باستخدام أذون الخزانة، الأسباب والاثار الاقتصادية، رسالة ماجستير، كليه التجارة، جامعه المنصورة , 1997.

بحثت هذه الدراسة في الأسباب التي دفعت الحكومة إلى إستخدام أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة وتناولت الجوانب التنظيمية المحيطة بعمليه إصدار الأذون ، كما ألقت هذه

الدراسة الضوء على الوسائل التي لجأت إليها الحكومة في إستهلاك رصيد الأذون والأثار المترتبة على ذلك. وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها:

- نجحت أذون الخزانة في تحقيق الهدف الأساسي الذي أصدرت من أجله وهو خفض معدل التضخم، بالإضافة إلى تحقيقها عدد من الأهداف الأخرى مثل تدعيم إستقرار سعر صرف الجنيه المصري وإمتصاص فائض السيولة والحد من تزايد الديون الخارجية وتنشيط سوق الأوراق المالية.
- ترتب على إصدار أذون الخزانة والافراط في هذا الإصدار زيادة الدين العام المحلى وزيادة أعباء خدمته، الأمر الذي دفع بعجز الموازنة إلى الإستمرار والتزايد.
- لجأت الحكومة في محاولة سداد الدين المتراكم من أذون الخزانة إلى عدة طرق منها إصدار أذون خزانه جديدة لسداد الرصيد المستحق من الأذون السابقة وهو ما يزيد من قيمه الدين العام المحلى ويزيد من أعباء خدمته، أو إصدار أذون خزانة ذات آجال متوسطة لتحل تدريجيا محل أذون الخزانة، أو الإقتراض من الأوعية الادخارية المحلية، أو إستخدام جزء من حصيلة بيع شركات القطاع العام في عمليه السداد.

4. ايمان عطية محمد العطوى، مدى فعالية السياسة النقدية في مكافحه التضخم في الفترة منذ بداية السبعينات وحتى برنامج الإصلاح الاقتصادي، رسالة ماجستير، كليه التجارة،جامعه عين شمس ،1997.

تناولت الدراسة الإطار النظري للتضخم وأساليب السياسة النقدية وتطرقت الدراسة لدول نجحت في الوصول باقتصادها إلى معدلات نمو مرتفعة مع الحفاظ على قدر مناسب من التضخم نتيجة للتدرج السليم في إتباع السياسات الملائمة لظروفها الإقتصادية مع أخذ المتغيرات الخارجية في الاعتبار(كوريا) ودول أخرى فشلت في الوصول إلى معدلات النمو المطلوبة نتيجة لإعتمادها على العالم الخارجي في تمويل التنمية مما أدى إلى تعرضهما للتقلبات الدولية بصورة عنيفة (المكسيك والبرازيل) ثم تناولت الدراسة السياسات النقدية التي إتخذتها مصر لمكافحه التضخم في فترة البحث وتوصلت الدراسة إلى :-

- إنخفاض فاعليه نسبة الإحتياطى النقدي خلال السبعينات لكون النسبة سالبة وخلال الثمانينيات لإحتفاظ البنوك بإحتياطيات فائضة، ولم تلعب سياسة السوق المفتوحة دورا

ملموسا نتيجة لعدم إستخدامها بكفاءة نظرا لضيق عرض السوق وعدم كفاية عرض الأوراق المالية، ولم يختلف الأمر كثيرا في سياسة نسبة السيولة حيث كان تأثيرها محدودا للغاية وفى أضيق الحدود لما تتمتع به البنوك من سيولة زائدة يغلب على إستخدامها انها وسليه تنظيميه لتشجيع نوع ميعن من الإئتمان أكثر من تأثيرها على العرض الكلى.

- توصلت الدراسة إلى أن إستمرار إعتماد الإقتصاد على الحزمة المتكاملة من السياسات المتمثلة في تحرير سعر الفائدة والسقوف الائتمانية وأذون الخزانة أدى في النهاية إلى عديد من الأثار السلبية على الإستثمار نتج عنه موجة من الكساد التضخمي.

5. **محمود على إبراهيم القصاص، فعالية السياسة النقدية المستخدمة في الإصلاح الإقتصادي في مصر وأثرها على نشاط البنوك 1982-1992، رسالة ماجستير، كليه التجارة، جامعه عين شمس ,1995.**

تناولت الدراسة الدور الذي لعبته السياسة النقدية على ثلاث محاور هما التضخم والإستثمار وأداء الجهاز المصرفي. وتوصلت الدراسة الى:

- بالنسبة للتضخم رأي الباحث أن الإئتمان المحلى كان المسئول الأبرز عن التوسع النقدي خلال فترة الدراسة ونتيجة لذلك بدأ الإعتماد على أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة مما كان له آثر واضح في تخفيض نسبة التضخم نتيجة للإعتماد على موارد حقيقية وليست نقدية ودافع الباحث عن دور السياسة النقدية في الحد من التضخم على الرغم من الإرتفاع المستمر في مستوى الأسعار والذي أرجع سببه إلى رفع الدعم عن أسعار كثير من السلع و الخدمات فضلاً عن زيادة الضرائب والرسوم بشكل كبير وعلى رأسها ضريبة المبيعات بالإضافة إلى الدور الذي لعبه التضخم المستورد في رفع الأسعار محليا .
- وبالنسبة لمستوى الإستثمار توصلت الدراسة إلى أن السياسة النقدية الإنكماشية كان لها أثر سلبي على مستوى الإستثمار خلال فترة الدراسة.
- أما فيما يتعلق بأداء الجهاز المصرفي فقد توصلت الدراسة إلى أن السياسة النقدية المتبعة آفضت إلى تراجع نشاط بنوك الإستثمار والأعمال بشكل واضح وتراجع نشاط البنوك المتخصصة بشكل أقل حدة، وعلى النقيض من ذلك تمتعت بنوك القطاع العام التجارية بوضع شبه إحتكاري في الجهاز المصرفي حيث سيطرت بشكل مباشر على

حوالي 80 % من المعاملات المصرفية وسيطرت بشكل غير مباشر على مجموعة أخرى من البنوك نظرا لتملكها حصصا في أسهمها.

6. **أكن لويس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، رسالة ماجستير، كليه العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعه الجزائر ,2011.**

تطرقت الدراسة إلى الإتجاهات الحديثة في الصيرفة المركزية والتي تتمثل في الإتجاه نحو الإدارة النقدية غير المباشرة، من خلال إستهداف تغيرات نقدية واستهداف معدلات التضخم، وتحرير الأسواق المالية وإسقاط تلك الجوانب النظرية على السياسة النقدية في الجزائر في الفترة الممتدة من عام 2000 حتى عام 2009 ودور تلك السياسة في ضبط العرض النقدي وتوصلت الدراسة الى:

- أن أدوات السياسة النقدية غير المباشرة تكون أكثر فاعلية إذا تم تفعيل دورها في بيئة مواتيه مثل ما حدث في الدول المتطورة والتي تتمتع فيها البنوك المركزية بإستقلالية كبيرة في إدارة سياستها النقدية.
- توصلت الدراسة أيضا إلى نجاح السياسة النقدية في الجزائر في الفترة محل البحث في تحقيق إستقرار الأسعار مع معدلات تضخم مقبولة باستثناء العامين الأخيرين (2008,2009) لكون معدل التضخم شهد ارتفاعا عن المعدل المستهدف نتيجة للتضخم العالمي في تلك الفترة وتمكنت السياسة النقدية أيضا من تحقيق أهدافها النهائية حيث حدث توزان في ميزان المدفوعات وإنخفاض لمعدلات البطالة بصورة مستمرة طوال فترة البحث بالتوازي مع تحقيق معدلات نمو موجبه طوال تلك الفترة.

7. **Amir Kia, " Deficits, Debt Financing, Monetary Policy and Inflation in Developing Countries: Internal or External shocks? Carleton University, 2004**.

بحثت هذه الدراسة في الأسباب النشئه للتضخم في ثلاث دول ناميه هي مصر وايران وتركيا وتوصلت إلى أن الدين الحكومى وعجز الموزانه العامة هما السبب الرئيسي لظاهرة التضخم في الثلاث دول بالاضافى إلى عدد من العوامل الأخرى كدرجة الحريه الاقتصاديه والتغيرات الهيكليه في النظام السياسي . وفيما يتعلق بالشان المصري فقد توصلت الدراسة إلى أن هناك

عدد من الأسباب الداخليه التي تسببت في إرتفاع معدل التضخم وذلك على المدى القصير والاجل الطويل , حيث ساهم كل من المعروض النقدي وسعر الصرف وسعر الفائدة في رفع مستوى الأسعار على الأجل القصير , في حين حين تتكفل الزيادة في الإنفاق الحكومى وعجز الموازنه في رفع مستوى الأسعار على المدى البعيد .

8. **Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, INFLATION TAREGETING: A NEW FRAMEWORK FOR MONETARY POLICY, NATIONAL BUREAU OF ECNOMIC RESEARCH, Cambridge, January 1997.**

تناولت الدراسة مفهوم إستهداف التضخم كونه جزء من سياسات إقتصاية تتسم بالشفافية وتخضع لقواعد نقديه وليست سياسات انتقائية يكون لها مردود إيجابي. وتوصلت الدراسة الى:

- يساهم إطار إستهداف التضخم في الوصول إلى معدلات تضخم منخفضه بالإضافة إلى الحد من درجه التقلب في معدلات التضخم مما يؤدى إلى إرتفاع معدلات الاستثمار.
- يعد إطار إستهداف التضخم النواه الأساسية لخفض عجز الموازنة فكثير من الدول التي اتبعت هذا الإطار بدأت بعجز مرتفع في الموازنة العامة ولكن مع تطبيق هذا الإطار أصبح خفض هذا العجز من الأولويات حتى انه أصبح فائضا مثل ما حدث في تركيا والبرازيل والمكسيك.

9. **Frederic S. Mishkin, international experiences with different monetary policy regimes, University or the National Bureau of Economic Research, January 1997.**

بحثت هذه الورقة في التجارب الدولية للأنواع الأساسية من الأنظمة السياسة النقدية واهمها إستهداف سعر الصرف، الإستهداف النقدي، إستهداف التضخم. وتناولت الدراسة الاستراتيجية التي يمكن تتبعها لتحقيق هذه الأهداف ومن أبرز ما توصلت إليه الدراسة هو أن الشفافية والمسائلة هما أمران هامان لكي تحقق السياسة النقدية النتائج المرغوبة منها على المدى البعيد.