

العدد: 29

بتاريخ: 2021-1-18

## رأي في أزمة

## الموقف الخارجي للاقتصاد المصري



## مقدمة عامة

بادر المركز بإعداد مجموعة دراسات لتحليل تداعيات أزمة كورونا على المتغيرات والقطاعات المختلفة. وينتقل الآن للمرحلة الثانية وهي طرح محاور العمل الاستراتيجية لمرحلة ما بعد الكورونا على صعيد الاقتصاد المصري، أخذا في الحسبان الوضع الاقتصادي العالمي الجديد الذي فرضته الأزمة ولم تتضح ملامحه بعد بشكل كامل.

وتركز هذه السلسلة من التقارير الجديدة على تناول تفصيلي لمجموعة من محركات التغير أي القضايا التي من المتوقع إذا تم تناولها بالشكل السليم أن تُحدث طفرات تنموية كبيرة في الاقتصاد المصري. وقد تكون هذه القضايا تم تناولها مسبقاً إلا أنه لم يتم تبنيها بالشكل المطلوب، وبالتالي تحتاج إلى مراجعة؛ أو لم يتم التطرق إليها بالأساس رغم أهميتها.

وتتبع هذه السلسلة من التقارير منهج التحليل الوصفي والكمي وفقاً لطبيعة الموضوع؛ حيث يتناول كل تقرير القضية المعني بها من خلال ثلاثة محاور رئيسية تبدأ بتوضيح أهمية التركيز على هذه القضية والأسباب وراء ذلك، يليه توصيف سريع للوضع الحالي، وأخيراً، تناول تفصيلي لأسلوب التغيير المقترح ومداه الزمني، أي تغيرات فورية/ متوسطة المدى/ طويلة المدى مع تحديد الجهات المسؤولة عن التنفيذ والشروط المسبقة للنجاح وأهم النتائج المتوقعة.

***“Egypt’s high public debt and large financing needs remain a risk and create a vulnerability to changes in financial market conditions”***

**International Monetary  
Fund**

***“الدين العام المرتفع واحتياجات التمويل الكبيرة في مصر لا تزال من المخاطر القائمة وهي تخلق نقطة ضعف تجعلها عرضة للتأثر بتغيرات الأوضاع في الأسواق المالية.”***

**صندوق النقد الدولي**

يهدف هذا التقرير إلى دراسة تأثير أزمة جائحة كوفيد 19 على القطاع الخارجي المصري والفجوة التمويلية الخارجية؛ ففي ظل استمرار مصر في الاعتماد على تدفقات الحافظة الوافدة لتمويل هذه الفجوة كان من المحتم أن تفرض صدمة الجائحة مزيدا من الضغوط على ميزان المدفوعات؛ حيث أدى تراجع الإيرادات السياحية بسبب الأزمة وتدفقات الحافظة الخارجة من الأسواق الصاعدة مجتمعان إلى فرض ضغوط شديدة على الحسابات الخارجية لمصر.

ولجأت الحكومة لصندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمة والضغوط الناجمة عنها على ميزان المدفوعات؛ حيث وافق المجلس التنفيذي للصندوق في مايو 2020 على أن يمنح مصر قرضا بقيمة 2.8 مليار دولار كدعم طارئ لمواجهة تداعيات الجائحة، وفي يونيو 2020 وافق على اتفاق للاستعداد الائتماني مدته 12 شهرا، يتيح لمصر الحصول على قرض كلي بقيمة 5.2 مليار دولار أمريكي تقريبا لمواجهة احتياجات تمويل ميزان المدفوعات.

في هذا الإطار، يناقش هذا التقرير المسارات المحتملة لحسابات مصر الخارجية في ضوء تداعيات الأزمة، كما يُجري تحليلا عميقا للأسباب الرئيسية وراء ضعف القطاع الخارجي المصري في الأعوام الأخيرة. ومن منطلق النظر إلى الأزمة الحالية على أنها تمثل فرصة أخرى للإصلاح الاقتصادي الكلي، يطرح التقرير عددا من التدابير المقترحة في مجال السياسات والتي تهدف إلى معالجة أوجه الضعف التي يعاني منها القطاع الخارجي المصري.

### أولاً: مصادر الضعف في الوضع الخارجي للاقتصاد المصري قبل الأزمة

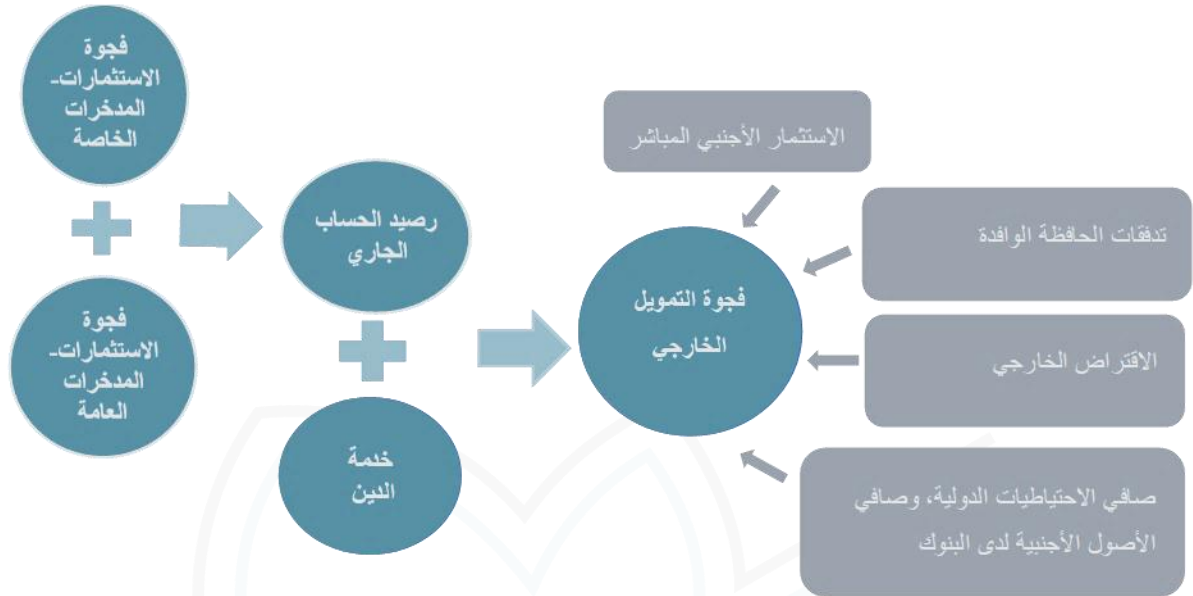
قبل تقييم أثر الأزمة على الوضع الخارجي للاقتصاد المصري، يجدر بنا تحليل التطورات التي شهدتها القطاع الخارجي خلال الآونة الأخيرة وعلاقتها بموقف السياسات الاقتصادية الكلية.

تعاني مصر من عجز في الحساب الجاري (current account) بلغ 4% في المتوسط من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة يوليو 2014 - مارس 2020، مقارنة بفائض قدره 0.1%

في المتوسط في الاقتصادات الصاعدة والنامية الأخرى خلال ذات الفترة. وفي عام 2015/2016 بلغ عجز الحساب الجاري مستوى مقلق (6% من الناتج المحلي الإجمالي) بالتزامن مع أزمة عدم استقرار سعر الصرف؛ إلا أن تخفيض سعر الصرف بصورة كبيرة في نوفمبر 2016 قد ساعد على تراجع هذا العجز، ولكن ظل السبب الأساسي لاختلال الحساب الجاري كما هو.

أفضل طريقة لفهم العجز في الحساب الجاري المصري تكون وفقا لإحدى معادلات الاقتصاد الكلي الأساسية (macroeconomic identity) والتي تشير إلى أن الفجوة بين الاستثمارات والمدخرات تساوي رصيد الحساب الجاري؛ ومن ثم فإن العجز الضخم المستمر في الحساب الجاري خلال السنوات الأخيرة يعكس حقيقة أن معدل الاستثمار في مصر يفوق ما يمكن تمويله من خلال المدخرات الوطنية؛ ما نتج عنه تكوين العجز والذي يحتاج إلى تمويل، وأحد مصادر هذا التمويل هو المدخرات بالنقد الأجنبي من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات الحافظة الوافدة أو الاقتراض الخارجي، بينما المصدر الآخر للتمويل هو استخدام المدخرات المتراكمة من النقد الأجنبي مما يؤدي إلى استنزاف صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي أو صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية أو كلاهما. ونظرا لأن فجوة الاستثمارات-المدخرات المصرية يمكن تقسيمها إلى عامة وأخرى خاصة، ومع الأخذ في الاعتبار أن خدمة الدين هي التزام واجب التمويل أيضا، نلخص العلاقات بينهم في الشكل 1 التالي:

## الشكل 1: مصادر تمويل الفجوة التمويلية الخارجية

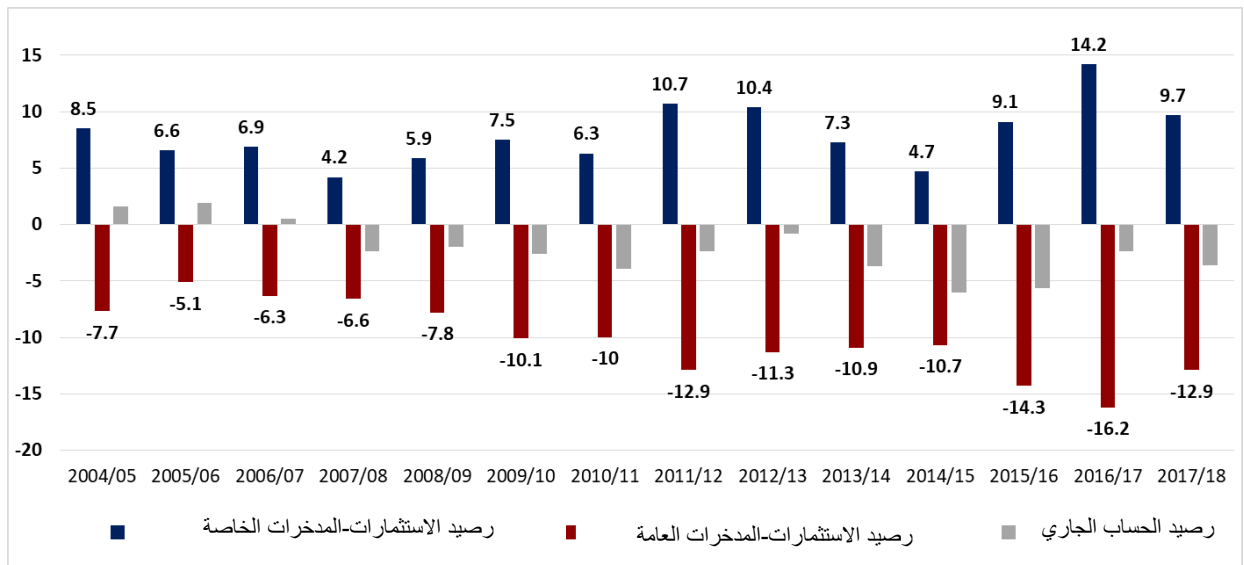


وننتقل في الجزء التالي من التقرير إلى تحليل التطورات التي شهدتها فجوة الاستثمارات-المدخرات العامة والخاصة مع الوقت. حيث يبين الشكل رقم 2 أن السبب في تراجع الفجوة الكلية للاستثمارات-المدخرات في مصر يرجع إلى اتساع العجز في الموازنة الحكومية والذي ارتفع بصورة متصاعدة من 7% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2004 / 2005 إلى 12.9% في عام 2018 / 2019، وتشير الاتجاهات في الشكل إلى أن مصر تواجه حالياً عجزاً مزدوجاً في كل من الموازنة العامة والحساب الجاري، ففي ظل التوسع المتزايد في سياسة المالية العامة خلال الأعوام الأخيرة، تحول عجز الحساب الجاري إلى عجز مستمر وبلغ حجماً ضخماً. وتجدر الإشارة هنا إلى أن كل زيادة بنسبة 1% في عجز الموازنة الحكومية تتطلب تمويلاً بنحو 3 مليار دولار وهو ما ينتج عنه احتياجات تمويل خارجي ضخمة لتجنب نفاد صافي الاحتياطيات الدولية وصافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية.

ويرجع التحسن في عجز الموازنة منذ عام 2016 / 2017 إلى إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة (fiscal consolidation) التي تم اتخاذها في إطار اتفاق تسهيل صندوق النقد الدولي

الممدد بإجمالي 12 مليار دولار في نوفمبر 2016؛ حيث تضمن الاتفاق استهداف تحقيق فائض أولي في الموازنة العامة، الأمر الذي تحقق في عام 2017/2018، وهو إنجاز كبير يتحقق لأول مرة منذ عام 2006/2007. إلا أن العجز الكلي في الموازنة لا يزال مرتفعا مقارنة بالأسواق الصاعدة الأخرى.

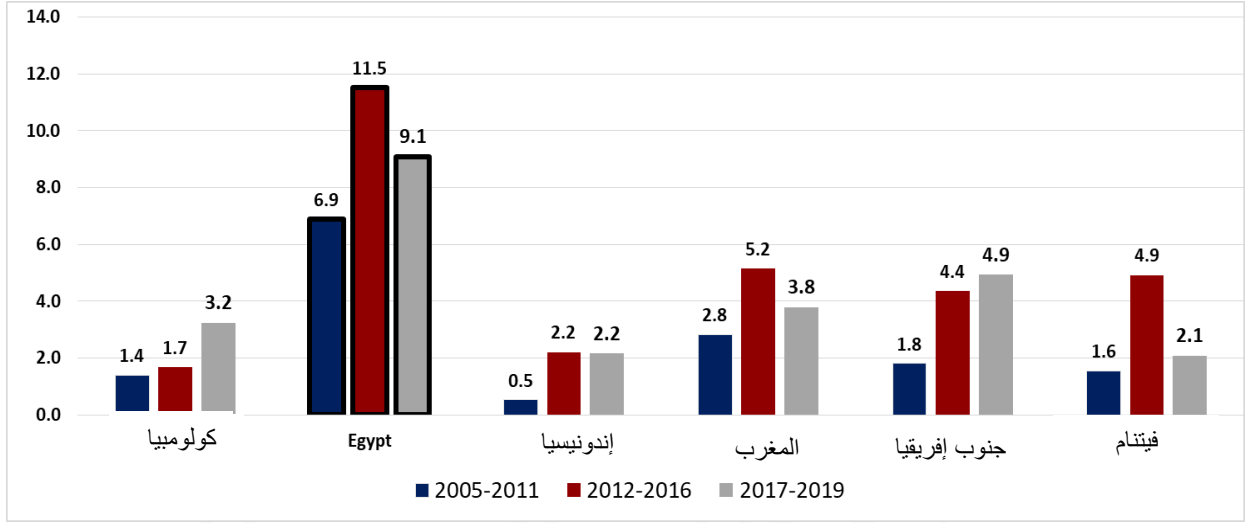
## الشكل 2: رصيد الاستثمارات- المدخرات العامة والخاصة والحساب الجاري (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر: صندوق النقد الدولي، سلسلة التقارير القطرية لخبراء صندوق النقد الدولي، مصر (09/25, 10/94, 15/33, 18/14, 19/311, 20/271). ملاحظة: جميع المتغيرات مُعبر عنها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

ورغم البدء في ضبط أوضاع المالية العامة منذ عام 2017/2018، إلا أن العجز الكلي في الموازنة سجل 9.1% في المتوسط من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات المالية 2017-2019 مقابل 3.2% في المتوسط من الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات النظيرة المختارة (الشكل 3). وبالإضافة إلى العجز الكبير في الموازنة، تعاني مصر أيضا من ارتفاع مستوى الدين العام المحلي، والذي سجل 71.9% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2018/2019، كما ارتفع الدين الخارجي إلى 41.1% من الناتج المحلي الإجمالي في العام 2016/2017، وإن كان قد تراجع فيما بعد إلى 34% في العام المالي 2018/2019 (الشكل 4).

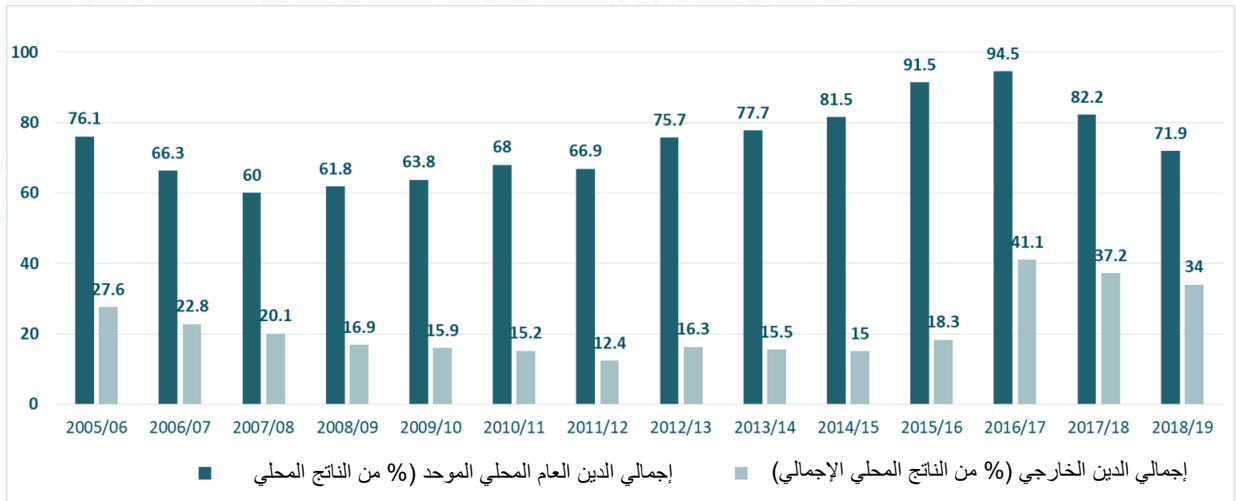
### الشكل 3: العجز الكلي في الموازنة - مقارنة بين الدول



المصدر: IMF Fiscal Monitor database.

ملاحظة: يُعرف الرصيد الكلي للموازنة العامة بأنه الفرق بين إجمالي الإيراد وإجمالي الإنفاق، وفقا لدليل إحصاءات مالية الحكومة الصادر عن صندوق النقد الدولي (GFSM 2014).  
\* جميع المتغيرات مُعبر عنها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

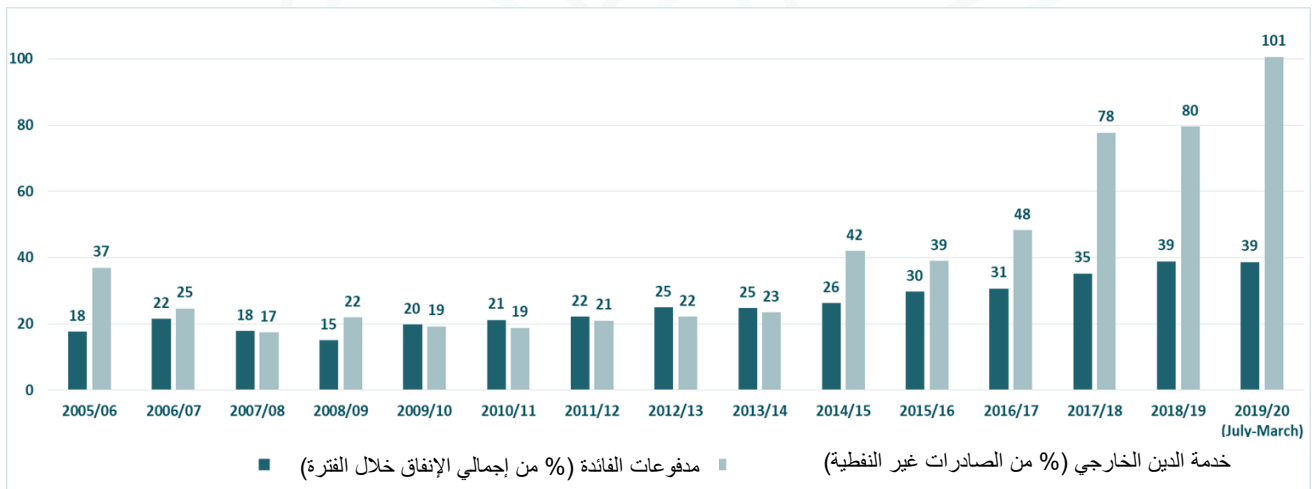
### الشكل 4: الدين المحلي والخارجي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر: وزارة المالية، النشرات ( vol.15 no.10, vol.15 no.2, vol.14 no.3, vol.12 no.2, vol.11 no.3, )  
vol.10 no.2, Sep 2013). تم حساب البيانات السنوية في نهاية شهر يونيو، وتُعرف بأنها الدين المحلي الموحد ( consolidated domestic debt) المستحق على الحكومة عامة والهيئات الاقتصادية، فيما عدا الديون القائمة على الهيئات الاقتصادية للبنوك الاستثمارية الوطنية (NIB) وقطاع الموازنة المقترض من الهيئات الاقتصادية، وتم حساب إجمالي الدين الخارجي باستخدام سعر الصرف في نهاية الفترة.

وتجدر الإشارة إلى أن دوامة عجز الديون أصبحت تشكل تحديا كما يتبين من الشكل 5؛ حيث ارتفعت مصروفات الفائدة على الدين المحلي خلال الأعوام الأخيرة لتصل إلى نحو 40% من إجمالي المصروفات الحكومية في الموازنة العامة لعام 2019/2020 التي وافق عليها مجلس النواب. كما ارتفعت خدمة الدين الخارجي بحدة لتسجل نحو 101% من الصادرات المصرية غير النفطية خلال الفترة من يوليو 2019 إلى مارس 2020.

### الشكل 5: مدفوعات الفائدة على الدين المحلي وخدمة الدين الخارجي



المصادر: وزارة المالية، النشرات المالية الشهرية ( vol.15 no.10, vol.14 no.3, vol.12 no. 2, vol.10 no. ) (2, Sep للأعوام 2012، و2013؛ والبنك المركزي المصري، النشرات الشهرية ( 165, 174, 190, 225, 250, )، النتائج الأولية لعامي 2019/2018، و2020/2019 (يوليو-مارس). (282) ملاحظة: تم حساب البيانات السنوية في نهاية شهر يونيو.

وقبل أن نعود إلى تمويل عجز الحساب الجاري، ينبغي تحليل الاتجاهات الأخيرة في ميزان المدفوعات المصري، حيث يتبين من الجدول 1، تحسن الميزان التجاري للسلع غير النفطية، مدفوعا في ذلك بتراجع كل من الصادرات والواردات؛ ولكن كانت وتيرة التراجع في الواردات أسرع منها في الصادرات. وفي ذات الوقت، تحسن ميزان الخدمات أيضا نتيجة زيادة إيرادات السياحة في ظل تعافي القطاع تدريجيا خلال السنوات التي سبقت أزمة كوفيد 19. كما دعمته



التحويلات الخاصة والتي تشهد ارتفاعا مستمرا منذ عام 2016 / 2017. إلا أن التدفقات الخارجة من صافي الدخل الأولي (primary net income outflows) – ومعظمها مدفوعات الفائدة على الدين الخارجي – عملت على الحد من هذه المكاسب. ورغم تزايد اعتماد مصر خلال الأعوام الأخيرة على إيرادات السياحة والتحويلات الخاصة كمصادر أساسية لإيرادات الحساب الجاري، إلا أنها ليست بمعزل عن التأثير بالصدمات والتي تؤدي إلى عدم استقرارها، ولا تزال مساهمة الصادرات غير النفطية في إيرادات الحساب الجاري ضعيفة.

### الجدول 1: بعض المؤشرات المختارة لميزان المدفوعات

/2019 2020 (يوليو- مارس)	/2018 2019	/2017 2018	/2016 2017	/2015 2016	/2014 2015	
-2.7	-3.6	-2.4	-5.6	-6.0	-3.7	الحساب الجاري
-10.2	-12.6	-14.9	-14.5	-11.6	-11.8	الميزان التجاري
-0.3	0.0	-1.5	-2.2	-1.1	-1.0	النفط والغاز
-9.9	-12.6	-13.4	-12.3	-10.5	-10.7	صادرات أخرى
3.1	4.3	4.4	2.2	2.0	3.2	ميزان الخدمات
6.7	8.1	8.6	6.0	4.8	6.6	مقبوضات الخدمات
3.5	4.2	3.9	1.7	1.1	2.2	ومنها: مقبوضات السياحة
-3.3	-3.6	-2.5	-1.8	-1.3	-1.7	الدخل الأولي (الصافي)
7.8	8.3	10.6	8.5	5.1	6.6	المدفوعات التحويلية (transfer)
7.7	8.2	10.5	8.5	5.0	5.8	ومنها: التحويلات الخاصة
1.5	1.4	5.2	6.0	6.4	5.4	الحساب الرأسمالي والمالي
0.5	0.4	0.4	1.1	0.4	-0.1	الاقتراض متوسط/ طويل الأجل (صافي)
2.0	2.6	3.0	3.0	2.0	1.9	الاستثمار الأجنبي المباشر (صافي)
-2.9	1.4	4.8	6.3	-0.3	-0.2	استثمارات الحافظة (صافي)
2.9	-0.6	1.2	-3.1	2.5	2.4	صافي الأصول المالية لدى البنوك التجارية

						بنود أخرى (بما في ذلك ودائع البنك المركزي)
-1.0	-2.4	-4.0	-1.1	1.8	1.4	
-1.9	-2.3	1.6	-0.8	-0.8	1.8	الرصيد الكلي
						<b>بنود المذكورة: Memorandum items</b>
4,475	5,322	4,437	3,470	2,709	2,444	النتاج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار جنيه)
275	302	250	256	332	332	النتاج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار)
16.1	17.6	17.7	14.7	8.1	7.4	سعر الصرف

المصادر: البنك المركزي المصري؛ وصندوق النقد الدولي.

ونتيجة العجز المزمّن في الحساب الجاري تزايد اعتماد الاقتصاد على مصدرين للتمويل: تدفقات الحافطة الوافدة، في صورة "تجارة الفائدة (carry trade)" في سوق السندات المحلية؛ والاقتراض الخارجي. وكما يتبين من الجدول 1، ارتفع صافي استثمارات الحافطة من قيم ضعيفة غير معنوية إلى 6.3% (16.1 مليار دولار) و4.8% من الناتج المحلي الإجمالي (12 مليار دولار) في عامي 2016 / 2017، و2017 / 2018 على التوالي. وفي حين ارتفعت أسعار الفائدة الاسمية في عام 2017 لاحتواء تأثير التضخم الناجم عن تخفيض سعر الصرف في نوفمبر 2016، اجتذب ارتفاع الفرق في سعر الفائدة على الجنيه تدفقات حافطة وافدة ضخمة. وظلت التدفقات في أذن الخزانة الحكومية والسندات عند 21.4 مليار دولار ثم ارتفعت إلى 37.1 مليار دولار بنهاية عام 2019.<sup>1</sup>

وجاء تزايد الاعتماد على تدفقات الحافطة الوافدة كمصدر للتمويل الخارجي، مدفوعا بارتفاع أسعار الفائدة الاسمية، كتطور غير مسبوق في الاقتصاد المصري أضعف وضع التمويل الخارجي لمصر حتى قبل ظهور أزمة كوفيد 19، كما يشكل معضلة في إطار عمل السياسة الاقتصادية الكلية لمصر؛ حيث إن الاعتماد على تدفقات الحافطة الوافدة يجعل من الصعب فصل الأداة الرئيسية

<sup>1</sup> المصدر: تقييم البنك المركزي المصري للميزان الخارجي لعام 2016 / 2017 (التقرير رقم 58)، ويوليو/ سبتمبر 2019 / 2020 (التقرير رقم 67).

للسياسة النقدية للبنك المركزي - سعر الفائدة قصيرة الأجل - عن احتياجات تمويل عجز الحساب الجاري. ورغم خفض البنك المركزي لأسعار الفائدة بـ 300 نقطة أساس في مارس 2020 لمواجهة أزمة كوفيد 19، إلا أن أسعار الفائدة الاسمية لا تزال مرتفعة مقارنة بالدول النظيرة. ويبدو أن مستوى أسعار الفائدة الاسمية يرتبط بصورة معقدة بالاستمرار في جعل تجارة الفائدة في مصر جاذبة للمستثمرين الأجانب.<sup>2</sup> فضلا عن ذلك، ارتفعت أسعار الفائدة الحقيقية مع اعتدال التضخم منذ الشهور الأولى لعام 2020، مما أدى إلى انخفاض الاستثمارات الخاصة المحلية ويهدد استدامة ديناميات الدين المصري إذا ظل النمو ضعيفا.

### ثانيا: أزمة كوفيد 19 - اختبار الوضع الخارجي للاقتصاد المصري

لأول مرة في التاريخ الحديث تشكل أزمة الجائحة الحالية صدمة شديدة في جانبي العرض والطلب في ذات الوقت وبتأثير متباين (differential impact) على الاقتصاد؛ حيث تضررت بشدة القطاعات كثيفة العمالة مثل الفنادق والمطاعم والأنشطة الترفيهية على وجه الخصوص. ولكن نظرا لطبيعة موضوع هذا التقرير، نركز على التدفقات في ميزان المدفوعات المصري التي تأثرت بصورة مباشرة جراء الأزمة.

يوضح الجدول 2 تغير توقعات صندوق النقد الدولي حيال الاقتصاد المصري والتي تمت مراجعتها خلال الفترة ما بين أكتوبر 2019 إلى سبتمبر 2020، فعلى جانب الحساب الجاري، من المتوقع بوجه عام انخفاض العجز التجاري في السلع غير النفطية نظرا لأن حجم التراجع في الواردات يتجاوز نظيره في الصادرات مما يحسن الميزان التجاري الكلي. ولكن من المرجح تدهور ميزان تجارة الخدمات مدفوعا في ذلك بالأساس بانخفاض إيرادات السياحة، وبشكل جزئي بتراجع تحويلات العاملين بالخارج نتيجة تراجع أسعار النفط. وبالتالي من المتوقع تدهور عجز الحساب الجاري بصورة أكبر إلى 4.3% و 4.6% من الناتج المحلي الإجمالي في عامي 2020/2019، و 2021/2020 على التوالي.

<sup>2</sup> تقدم مصر حاليا أعلى عائد اسمي، مما يجعلها واحدة من أكثر المقاصد العالمية جذبا لتجارة الفائدة.

## الجدول 2: ميزان المدفوعات - تغير التوقعات بسبب كوفيد 19

توقعات صندوق النقد الدولي						الفعلي		
/2021	/2020	/2019	/2021	/2020	/2019	/2018	/2017	
2022	2021	2020	2022	2021	2020	2019	2018	
(سبتمبر 2020)			(أكتوبر 2019)					
-2.7	-4.6	-4.3	-1.9	-2.1	-2.5	-3.6	-2.4	الحساب الجاري
-7.4	-8.0	-9.6	-11.6	-11.5	-11.7	-12.6	-14.9	الميزان التجاري
0.2	0.5	0.6	0.1	0.7	0.8	0.0	-1.5	النفط والغاز
-7.7	-8.5	-10.2	-11.7	-12.2	-12.6	-12.6	-13.4	صادرات أخرى
2.6	1.2	3.0	5.5	5.3	5.1	4.3	4.4	ميزان الخدمات
5.4	3.5	6.1	9.2	9.0	8.8	8.1	8.6	مقبوضات الخدمات
2.4	0.9	2.9	5.0	4.9	4.7	4.2	3.9	ومنها: مقبوضات السياحة
-4.0	-4.0	-4.1	-2.7	-2.9	-3.0	-3.6	-2.5	الدخل الأولي (الصافي)
6.1	6.2	6.4	6.9	6.9	7.1	8.3	10.6	المدفوعات التحويلية (transfer)
6.0	6.1	6.3	6.8	6.8	7.0	8.2	10.5	ومنها: التحويلات الخاصة
3.1	2.5	-1.1	2.2	2.4	1.8	1.4	5.2	الحساب الرأسمالي والمالي
								الاقتراض متوسط/ طويل الأجل
0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	(صافي)
2.3	2.0	2.2	2.8	2.5	2.3	2.6	3.0	الاستثمار الأجنبي المباشر (صافي)
1.6	0.8	-3.6	1.0	1.6	1.5	1.4	4.8	استثمارات الحافظة (صافي)
0.9	0.4	1.7	0.9	0.3	1.2	-0.6	1.2	صافي الأصول المالية لدى البنوك التجارية
-1.9	-0.9	-1.8	-2.5	-2.1	-3.3	-2.4	-4.0	بنود أخرى (بما في ذلك ودائع البنك المركزي)
0.4	-2.1	-5.4	0.3	0.3	-0.6	-2.3	1.6	الرصيد الكلي
								<b>بنود المذكرة Memorandum items:</b>
--	--	--	--	--	--	5,322	4,437	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار جنيه)
--	--	--	--	--	--	302	250	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار)
--	--	--	--	--	--	17.6	17.7	سعر الصرف

المصادر: البنك المركزي المصري؛ وصندوق النقد الدولي.

وفي ظل وجود عجز ضخم في الحساب الجاري، من المتوقع أن يسجل ميزان المدفوعات عجزاً قدره 5.4% و 2.1% من الناتج المحلي الإجمالي في عامي 2019/2020، و 2020/2021 على التوالي ثم يحقق فائضاً قدره 0.4% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2021/2022. كما من المتوقع أن ينقلب وضع التدفقات الرأسمالية في 2019/2020 (تدفقات خارجة قدرها 3.6% من الناتج المحلي الإجمالي) ثم تعود التدفقات الوافدة بداية من 2020/2021. لذا، كانت هناك حاجة واضحة لموافقة صندوق النقد الدولي على الدعم الطارئ لمواجهة كوفيد 19 بقيمة 2.8 مليار دولار، و اتفاق الاستعداد الائتماني بقيمة 5.2 مليار دولار لتجنب حدوث تدهور ضخم في صافي الاحتياطيات الدولية.

ويعتمد مدة وحجم التدهور في الحساب الجاري على وتيرة تعافي الاقتصاد العالمي من أزمة الجائحة؛ حيث تدور مخاطر التوقعات حول بعدين: 1- التوقعات المفاجئة أو الانقلاب المفاجئ في اتجاه التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الصاعدة؛ و 2- زيادة تكاليف الاقتراض بسبب ارتفاع علاوة المخاطر لديون الأسواق الصاعدة. ونطرح فيما يلي سيناريوهين للمسارات المحتملة.

## 1-2 السيناريوهان

تركز افتراضتنا في وضع سيناريوهات التطورات الاقتصادية العالمية على عاملين لهما أكبر تأثير في الوقت الحالي على الاقتصاد المصري، وهما: حالة التعافي في الطلب العالمي، ومستوى التقلبات التي تشهدها التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الصاعدة؛ فعلى الرغم من عدم اندماج الاقتصاد المصري بدرجة كبيرة في الاقتصاد العالمي نظراً لانخفاض مستوى الانفتاح التجاري به، إلا أن الأوضاع الاقتصادية العالمية تؤثر على قطاعات الاقتصاد المصري وترتبط مباشرة بالحساب الجاري مثل إيرادات السياحة وقناة السويس. كما أن تعافي الطلب العالمي من المرجح أن يؤدي إلى رفع أسعار النفط وهو ما يؤثر على تدفق الأموال من الاقتصادات الغنية بالنفط في

الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى مصر في صورة تحويلات العاملين بالخارج والاستثمار الأجنبي المباشر.

### الجدول 3: افتراضات السيناريوهات

السيناريو الثاني	السيناريو الأول	الطلب العالمي
تعافي سريع بداية من النصف الثاني من عام 2021	تعافي بطيء وممتد	
استقرار تدفقات الحافطة الوافدة إلى الأسواق الصاعدة	تقلب تدفقات الحافطة وتوقفات مفاجئة متكررة	تدفقات الحافطة الدولية

بحسب الافتراضات في الجدول 3، وفقا للسيناريو الأول، من المتوقع أن يشهد الطلب العالمي تعافيا بطيئا وممتدا بسبب الآثار الاقتصادية طويلة الأجل التي خلفتها صدمة الجائحة وتأثيرها على جانب العرض في الاقتصاد. كما من المتوقع أن تشهد تدفقات الحافطة الوافدة إلى الأسواق الصاعدة تقلبات وتوقفات مفاجئة متكررة نظرا لظهور موجة ثانية حادة من الجائحة في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، بالإضافة إلى عدم التيقن الذي صاحب الانتخابات الرئاسية الأمريكية. أما بالنسبة للسيناريو الثاني، فمن المتوقع أن يشهد النشاط الاقتصادي تعافيا مطردا في الاقتصادات المتقدمة الكبرى بداية من النصف الثاني من عام 2021، مع استقرار نسبي في التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الصاعدة بدون أي توقفات مفاجئة أو انقلابات في الاتجاهات.

### 2-2 النتائج المتوقعة وفقا لسيناريوهات مختلفة للعام المالي 2021 / 2020

وفقا للسيناريو الأول، من المتوقع أن يسجل العجز في الحساب الجاري 4.5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2021 / 2020 وهو ما يشير إلى فجوة مالية ضخمة. ويأتي هذا العجز مدفوعا في الأساس بتراجع إيرادات السياحة، وبدرجة أقل بهبوط إيرادات قناة السويس. ويتم تمويل الفجوة التمويلية الخارجية الناتجة عن ذلك في جزء منها بالاقتراض الخارجي، على افتراض استمرار

التقلبات في التدفقات الرأسمالية العالمية الوافدة وتعرضها لتوقعات/ انقلابات مفاجئة محتملة وفقا للسيناريو. ونظرا لحجم الفجوة التمويلية الخارجية، من المتوقع أن يشهد ميزان المدفوعات عجزا كبيرا يُقدر بنحو 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي، مما سينتج عنه تراجع في صافي الاحتياطيات الدولية وربما في صافي الأصول المالية لدى البنوك التجارية بنفس القدر.

#### الجدول 4: النتائج الاقتصادية الكلية للعام المالي 2021/2020

السيناريو الثاني	السيناريو الأول	
الإبقاء على عجز الحساب الجاري عند مستوى أقل بصورة طفيفة من المستويات الأخيرة ليستقر عند 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي، مدفوعا في ذلك بالأساس بارتفاع مقبوضات السياحة.	مزيد من الضغط على عجز الحساب الجاري، ليتجاوز 4.5% من الناتج المحلي الإجمالي؛ وفجوة تمويلية خارجية ضخمة.	رصيد الحساب الجاري
عجز ميزان المدفوعات بنحو 1.5% إلى 2% من الناتج المحلي الإجمالي، وثبات التدفقات الرأسمالية بفعل ارتفاع أسعار الفائدة مما يعمل على سد الفجوة التمويلية الخارجية جزئيا. وتحسن الوضع السلبي الطفيف لميزان المدفوعات في ظل عودة التعافي العالمي.	عجز ضخم في ميزان المدفوعات (نحو 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي) بسبب عدم قدرة التدفقات الرأسمالية على سد الفجوة التمويلية الخارجية، والاعتماد على الاقتراض الخارجي بتكلفة أعلى بسبب ارتفاع مخاطر ديون الأسواق الصاعدة.	ميزان المدفوعات
استقرار صافي الاحتياطيات الدولية وتراجع طفيف في صافي الأصول المالية الأجنبية (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) لحين بدء التعافي العالمي، واستقرار كل من صافي الاحتياطيات الدولية وصافي الأصول المالية الأجنبية (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) بعد ذلك.	تراجع صافي الاحتياطيات الدولية وبعض التقلبات في صافي الأصول المالية لدى القطاع المصرفي.	صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي المصري وصافي الأصول المالية الأجنبية لدى البنوك التجارية
استقرار مستوى الدين الخارجي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) في حال كانت التدفقات الرأسمالية الوافدة كافية لسد الفجوة، أو زيادته بوتيرة بطيئة إذا تم استخدام الدين قصير الأجل في حالة نقص التدفقات الرأسمالية الوافدة.	ارتفاع الدين الخارجي عن مستواه المرتفع بالفعل وزيادة الاعتماد على الدين قصير الأجل.	الدين الخارجي

المصدر: إعداد المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

وفقا للسيناريو الثاني (المتفائل)، بافتراض تعافي الطلب العالمي بوتيرة أسرع، من المتوقع أن يتراجع العجز في الحساب الجاري ليدور حول 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي تقريبا، ويعمل استقرار التدفقات الرأسمالية الوافدة بفعل ارتفاع فرق أسعار الفائدة على سد الفجوة التمويلية الخارجية جزئيا، ويتم تمويل العجز الناتج في ميزان المدفوعات (نحو 1.5% إلى 2% من الناتج المحلي الإجمالي) في الأساس باستخدام صافي الأصول المالية لدى البنوك التجارية بينما يظل صافي الاحتياطيات الدولية ثابتا، مع استقرار إجمالي الدين الخارجي أو ارتفاعه قليلا بحسب وضع التدفقات الرأسمالية الوافدة.

وفيما يلي أوجه الاختلاف بين توقعات السيناريو الخاصة بنا وآخر توقعات لصندوق النقد الدولي: جاءت توقعات السيناريو الأساسي لنا حيال العجز في الحساب الجاري مشابهة لتوقعات صندوق النقد الدولي، ولكننا نتوقع في نفس السيناريو أن يشهد ميزان المدفوعات عجزا أكبر (3.5% من الناتج المحلي الإجمالي) من توقعات صندوق النقد الدولي (2.1% من الناتج المحلي الإجمالي)؛ ويرجع ذلك إلى أننا نفترض استمرار التقلبات في التدفقات الرأسمالية مما يجعلها مصدرا لا يُعتمد عليه للتمويل في ظل مناخ من تزايد عدم اليقين العالمي. ومن ناحية أخرى، نتوقع في السيناريو المتفائل أن يشهد ميزان المدفوعات عجزا طفيفا (من 1.5% إلى 2% من الناتج المحلي الإجمالي) وذلك بالقرب من توقعات صندوق النقد الدولي (2.1% من الناتج المحلي الإجمالي)، كما نتوقع عجزا أقل في الحساب الجاري من توقعات الصندوق.

### ثالثا: تدابير السياسات الإصلاحية

لخفض أوجه الضعف في الوضع الخارجي للاقتصاد المصري يجب تبني نهج متعدد الجوانب لتحقيق هدفين متزامنين: 1- خفض الاعتماد الكلي على التمويل الخارجي، و2- تغيير مصادر التمويل الخارجي لأخرى تتسم بالاستقرار وتعمل على تعزيز النمو. وفيما يلي يوضح الشكل 6



بعض التوصيات في مجال السياسات؛ وقد تم تقسيمها وفقا للمدة الزمنية اللازمة لتنفيذها، مع وصف أكثر تفصيلا للسياسات والنتائج.

### الشكل 6: تسلسل توصيات السياسات



ويشكل ضبط أوضاع المالية العامة نقطة بداية مهمة في الأجل القصير للخروج من دوامة تفاقم أوجه الضعف في الوضع الخارجي للاقتصاد المصري. ومن شأن تراجع العجز الكلي في الموازنة العامة خفض عجز الحساب الجاري وتخفيف الضغط الواقع على ميزان المدفوعات، وتحرير سعر الفائدة قصير الأجل كأداة للسياسة النقدية لتحقيق هدفها المتمثل في خفض واستقرار معدلات التضخم. كما يجب تبني تدابير لزيادة المدخرات المحلية لتحقيق مزيد من التحسن في ميزان الحساب الجاري. وأخيرا، فإن خلق مناخ أعمال مواتٍ للقطاع الخاص هو من الأمور المهمة لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية المباشرة.

ولا بد من تحقيق الاتساق بين مدى الضبط المالي اللازم في الأجل القصير ونقص موارد إيرادات الحساب الجاري الأساسية مثل إيرادات السياحة، وفي حال شهدت التدفقات الرأسمالية الوافدة في تجارة الفائدة إنقلابا جزئيا، كما في السيناريو الثاني، ستكون هناك حاجة لخفض عجز الموازنة بدرجة أكبر. ونشير هنا إلى أن الضبط المالي هو إجراء انكماشى بوجه عام، ولكن التدابير التالية تهدف إلى الحد من التأثير الانكماشى له إلى أدنى قدر.

ويمثل ارتفاع أسعار الفائدة حاليا تهديدا مباشرا لاستدامة الدين العام، فلكي يظل الدين الحكومي ثابتا أو لكي تتراجع نسبته من الناتج المحلي الإجمالي، يجب أن يكون سعر الفائدة الحقيقية على الدين أقل من النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أو مساويا له. وربما يرتبط السبب في ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية رغم اعتدال التضخم بدرجة كبيرة خلال الشهور الأخيرة بالإبقاء على جاذبية "تجارة الفائدة (carry trade)" وثبات التدفقات الرأسمالية الوافدة لتمويل عجز الحساب الجاري.

ومن الضروري أن نضمن عدم وجود تأثير اجتماعي للضبط المالي أو الحد من هذا التأثير ووضع استراتيجية للاستدامة في الأجلين المتوسط والطويل. وفي ضوء ذلك نقترح فيما يلي بعض التدابير التي ليس لها تأثير على الإنفاق على التعليم والصحة وشبكات الأمان الاجتماعى، والتي تعمل على تعزيز مدخرات القطاع الخاص والإصلاحات الهيكلية:

- **ترشيد الإنفاق الحكومي (سياسة المالية العامة):** المكون الرئيسي الذي يمكن ترشيده دون آثار سلبية اقتصادية واجتماعية كبيرة هو الإنفاق الرأسمالي على المشروعات الاستثمارية المختلفة؛ حيث يمكن إحلاله بشراكات فعالة بين القطاعين العام والخاص يلعب فيها القطاع الخاص دوره الطبيعي. ومن ثم من المتوقع أن يكون الأثر الانكماشى لهذا الإجراء محدودا نظرا لأن إجمالي الإنفاق على مشروعات البنية التحتية سوف يستمر ولكن مع تحول مصدر التمويل إلى الاستثمارات الخاصة عوضا عن الأموال العامة.

- **تسوية الديون Bulk debt settlement (سياسة المالية العامة):** لنجاح التعديل المالي يجب أن يقابله تراجع في علاوة المخاطر السيادية (sovereign premium) يُترجم إلى انخفاض أسعار الفائدة. حيث تشكل مدفوعات الفائدة حاليا نحو 40% من إجمالي الإنفاق الحكومي، ويُعزى ذلك إلى ارتفاع كل من حجم الدين وأسعار الفائدة. لذا، فإن تسوية الديون سوف تعمل على خفض مدفوعات الفائدة ومن ثم خفض العجز الكلي. ويمكن استهداف تنفيذ هذا الإجراء ضمن تدابير السياسات قصيرة الأجل والتي لها مردود كبير ويمكن تحقيقه من خلال عدة تدابير مختلفة: أولا، فتحت أزمة الجائحة الحالية الباب أمام الدعاوي الدولية بإعفاء الاقتصادات النامية من الديون وإعادة هيكلتها، وهو ما يمكن أن تستفيد منه مصر؛ ثانيا، يمكن ترتيب مقايضة/ مبادلة الدين (debt swaps) وخاصة في ضوء تزايد جاذبية مقايضة الديون بالبرامج البيئية (debt-for-environment)، حيث يقوم مالك الدين بإعفاء المدين جزئيا مقابل توجيه مدفوعات الدين التي يتم إعفائها للمشروعات التي تحقق منافع بيئية كبيرة؛ وثالثا، يعتبر بيع الأصول المملوكة للدولة والغير مستخدمة أحد الاختيارات المجدية، على أن يتم توجيه حصيلة البيع بالكامل لتسوية الديون.
- **خفض مصروفات الفائدة (سياسة المالية العامة):** تمثل استراتيجية إدارة الدين التي تتبناها الحكومة حاليا وسيلة جيدة تستهدف خفض مصروفات الفائدة تدريجيا من خلال مجموعة من التدابير من بينها، على سبيل المثال لا الحصر: تحسين إدارة استحقاق الدين، والنظر في اختيارات إعادة التمويل بتكاليف اقترض أقل في ضوء المناخ العالمي المواتي حاليا وبأسعار فائدة مخفضة. ونشير إلى أن هذا الإجراء مع تسوية الديون ليس لهما أي تأثير انكماشى نظرا لارتباطهما بإدارة مبدأ الدين ومصروفات الفائدة الخاصة به.
- **خفض أسعار الفائدة (السياسة النقدية):** يأتي هذا الإجراء نتيجة تمويل عجز الحساب الجاري وتخفيف الضغوط الواقعة على ميزان المدفوعات، مما يحقق عددا من الأهداف

المهمة: أولاً، تحرير سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية من خضوعها للضبط المالي؛ وثانياً، خفض سعر الفائدة الحقيقية وهو أمر ضروري لتحقيق استدامة الدين؛ وثالثاً، خفض تكلفة الاقتراض مما يحفز الطلب الكلي ويوازن أي آثار انكماشية تنتج عن الضبط المالي. باختصار، خفض أسعار الفائدة سوف يكمل جهود الضبط المالي.

■ **زيادة الإيرادات الضريبية في الأجل المتوسط (سياسة المالية العامة):** لا بد من وجود نظام ضرائب تصاعدي يمكن التنبؤ به لزيادة الإيرادات الضريبية بصورة ناجحة ومستدامة. وقد أثبت إصلاح السياسات الضريبية مع تحسين الإدارة الضريبية أنهما أكثر الطرق فعالية لاستدامة الإيرادات الضريبية. ولتسهيل هذه الإجراءات من المهم تبسيط قانون الضرائب والامتثال بتقديم الإقرارات الضريبية، خاصة في ظل وجود قطاع غير رسمي ضخم في مصر؛ فمن شأن تبسيط قانون الضرائب الحد من المعوقات التي تواجه المنشآت الصغيرة وتحول دون إنضمامها للقطاع الرسمي، فضلاً عن تقديم إطار سياسات ضريبية مستقرة للمستثمرين يشجعهم على الاستثمار بثقة في المشروعات بدون تكاليف عشوائية. كما أن رقمنة المعاملات الحكومية والتي تحتل صدارة الأولويات الحكومية حالياً هي خطوة في الاتجاه الصحيح؛ ومن الضروري إعادة النظر في السياسة الضريبية الحالية، بالإضافة إلى الحاجة لهيكل ضريبي أكثر تصاعدياً في الأجل المتوسط.

■ **تعزيز المدخرات الخاصة في الأجل الطويل (التطوير المالي):** وفيما يتعلق بتعزيز المدخرات الخاصة في مصر، من المهم توفير مناخ اقتصادي كلي مستقر يسمح بتحقيق نمو مرتفع ومستدام في الدخل للفرد، وهو ما يتطلب إطار سياسة عامة تدعم تحقيق نمو عادل؛ فإذا ما تم الحفاظ على معدلات التضخم تحت السيطرة وأصبحت التوقعات حياله ثابتة، سوف يتحسن التخطيط المالي مما يمكن الأسر والشركات من تقييم جدوى المدخرات البديلة وأدوات الاستثمار.

■ **التعميق المالي financial deepening (التطور المالي):** هو أمر ضروري لزيادة المدخرات. ويتطلب التعميق المالي تعزيز الشمول المالي للاستفادة من مدخرات القطاع غير الرسمي وتوجيهها للاستخدام الإنتاجي. كما أن مصر بحاجة إلى تطوير القطاع المالي الحالي الذي يسيطر عليه البنوك وتشكل الودائع أداة المدخرات الرئيسية فيه. ويمثل تطوير الأسواق المالية المحلية كذلك أحد الأمور الضرورية؛ حيث إن استحداث أدوات مالية جديدة في السوق المصرية مثل السندات المرتبطة بمؤشر التضخم (inflation-indexed) والصناديق الاستثمارية المتداولة (exchange-traded funds)، والتوسع في سوق السندات ليصبح أكثر اندماجا كلها أمور تشكل خطوات مهمة نحو تطوير سوق المال بما يجذب المدخرات الخاصة.

■ **مناخ موات/ تمكيني للاستثمارات الخاصة (سياسة الاستثمار):** يجب إجراء مزيد من الإصلاحات المؤسسية بالتوازي مع ضبط أوضاع المالية العامة وتطبيع أسعار الفائدة، وذلك لخلق مناخ أعمال موات للقطاع الخاص، فخلال الأعوام الأخيرة، قامت الحكومة باستثمارات ضخمة في البنية التحتية وهو ما يؤثر بصورة إيجابية على نمو الإنتاجية في الأجل البعيد. ولكن لا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا اضطلع القطاع الخاص بدوره كمحرك للنمو وخلق فرص العمل. لذلك يجب أن تهدف الإصلاحات في مناخ الاستثمار إلى إزالة كافة المعوقات التي تواجه المستثمرين، وإلى خلق مناخ من تكافؤ الفرص يستطيع القطاع الخاص أن يزدهر فيه. كما أن هناك حاجة لسياسات جيدة التصميم لتعزيز الاستثمار الخاص على وجه الخصوص (المحلي والأجنبي) في الصناعات التحويلية التي لها إمكانات تصديرية. ومع الوقت سوف يؤدي ذلك إلى نمو الصادرات غير النفطية والتي يمكن أن تصبح القوة المحركة لتحقيق فائض مستقر في الحساب الجاري.

## رابعاً: ملاحظات ختامية

استهدف هذا التقرير تحديد أوجه الضعف في الوضع الخارجي للاقتصاد المصري، موضحاً كيف أضرت به قبل ظهور أزمة كوفيد 19، وخاصة فيما يتعلق بالاعتماد الشديد على تدفقات الحافزة الوافدة والاقتراض الخارجي لتمويل عجز الحساب الجاري. ويناقش التقرير – من خلال طرح سيناريوهين لتطور القطاع الخارجي أثناء وبعد أزمة كوفيد 19 – الاتجاهات المتوقعة للحساب الجاري وميزان المدفوعات، وتأثير ذلك على صافي الاحتياطيات الدولية وصافي الأصول المالية لدى البنوك والدين الخارجي. ويختتم بطرح مقترحات لتدابير السياسات اللازمة لتخفيف المخاطر التي فرضتها أوجه الضعف الحالية؛ والتي تركز في الأساس على ضبط أوضاع المالية العامة وتعزيز المدخرات الخاصة وسياسة سعر الفائدة وخلق مناخ موات للاستثمار المحلي والأجنبي.

تنبيه هام:

أعد هذا التقرير لأغراض التوزيع للمركز المصري للدراسات الاقتصادية ولا يجوز نشره أو توزيعه دون موافقة كتابية من إدارة المركز، ولا تعد أي من البيانات أو التحليلات أو المعلومات الواردة بهذا التقرير توصية، كما أن ما ورد بالتقرير ليس اعتماداً للجدوى التجارية للنشاط موضوع التقرير ولا لقدرته على تحقيق نتائج معينة، وقد تم إعداد هذه البيانات والتحليلات بناءً على وجهة نظر المركز والتي اعتمدت على معلومات وبيانات تم الحصول عليها من مصادر نعتقد بصحتها وأمانتها وفي اعتقادنا فإن المعلومات والنتائج الواردة تعتبر صحيحة وعادلة في وقت إعدادها، كما أن هذه البيانات لا يعتد بها كأساس لاتخاذ أي قرار استثماري والمركز غير مسئول عن أي تبعات قانونية أو استثمارية نتيجة استخدام المعلومات الواردة، ونؤكد أن أي أخطاء قد تكون وردت عند إعداد هذه البيانات هي من قبيل المصادفة وغير مقصودة.

(c) ECES 2021 المركز المصري للدراسات الاقتصادية

جميع الحقوق محفوظة