

العدد: 9

بتاريخ: 9 أبريل 2020

## رأي في أزمة

## ملف خدمة الدين الخارجي المصري



## مقدمة عامة

بينما يشترك العالم أجمع في الخطوط العريضة للتداعيات الاقتصادية والاجتماعية لفيروس الكورونا (COVID-19) غير المسبوقة في تاريخه الحديث، تبقى خصوصية تأثير كل دولة مرتبطة بطبيعة المنظومة الاقتصادية بها، ومدى قدرتها على تحمل هذه التداعيات وسرعة التعافي منها.

في ضوء هذه الخصوصية في التأثير وضرورة دراسته قطاعيا لمواجهة بشكل صحيح على مستوى الدول، يقوم المركز المصري للدراسات الاقتصادية (ECES)، في مبادرة منه، بإصدار مجموعة تقارير "رأي في أزمة"، والتي تهدف إلى تحليل تداعيات الأزمة على مصر بالنسبة لعدد من القطاعات الإنتاجية والخدمية الحيوية وعلى أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية. وتأتي هذه المبادرة من منطلق الإيمان بأن المرحلة الحرجة الحالية تتطلب توجيه جهود الدولة لتحقيق هدفين رئيسيين وهما: توفير الحياة الكريمة للمواطن المصري خلال الأزمة وفي مرحلة التعافي، والحفاظ على الاستثمارات القائمة بالفعل

خاصة المحلية ومساعدتها على تجاوز الأزمة والاستعداد للانطلاق السريع مع التراجع التدريجي لحدة الأزمة وتعافي الاقتصاد العالمي تدريجياً.

وتقوم منهجية التقارير على تحليل صدمات العرض والطلب المرتبطة بدورة الأزمة (crisis cycle) في مراحلها المختلفة. ونظراً لعدم وجود بيانات تفصيلية عن درجة تأثير كل قطاع، يقوم التحليل القطاعي للمركز على افتراضات منطقية ترتبط بطبيعة القطاع ودرجة تأثيره بأزمات عنيفة سابقة - أقل حدة من الأزمة الحالية بالتأكيد، ومختلفة في طبيعتها - ولكنها تمثل نقطة بداية للاجتهاد العلمي المطلوب في هذه المرحلة وعلى وجه السرعة.

وتجتهد التقارير للتوصل إلى تصور تفصيلي عن حجم وتوجه التأثير في كل قطاع حالياً وحتى انتهاء الأزمة، بحيث يتم بقدر الإمكان اقتراح حلول سريعة مطلوبة لتقليل الآثار السلبية بشكل متوازن ومتكامل الأبعاد تستكمل الجهود الجادة التي تبذلها الدولة في هذا الشأن، فضلاً عن طرح حلول أخرى على المدى الأطول تخص أوجه الضعف المؤسسي الموجود بالفعل والذي كشفتته الأزمة بوضوح وحث الوقت لإصلاحه جذرياً بما يحسن من الجهود التنموية في مرحلة ما بعد الأزمة.

**" لا يمكن لأي دولة، ولا حتى الولايات المتحدة، أن تتغلب على الفيروس من خلال جهودها الوطني فقط، فتلبية لضروريات اللحظة يجب أن تقترن برؤية وبرنامج للتعاون العالمي، ولو لم نستطع أن نفعل ذلك سوف نواجه الجانب الأسوأ لكلاهما. "**

**هنري كيسنجر**

وزير الخارجية السابق

للولايات المتحدة الأمريكية

**"No country, not even the US, can in a purely national effort overcome the virus," ...  
"Addressing the necessities of the moment must ultimately be coupled with a global collaborative vision and program."**

**Henry Kissinger**

Former United States

Secretary of State

## أولاً: توصيف موجز حول موضوع التقرير

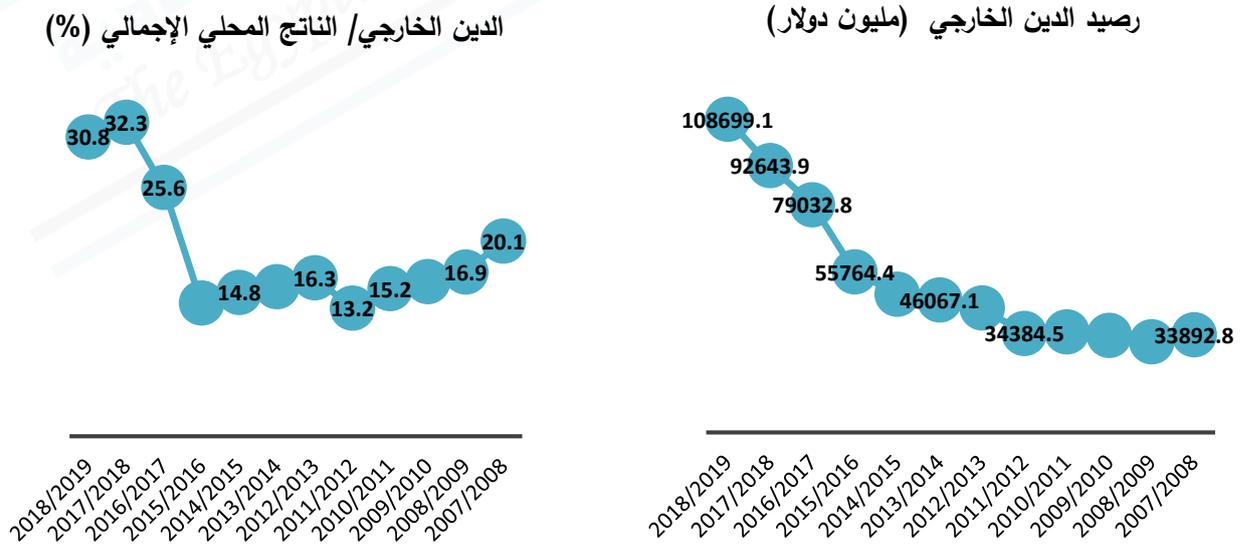
يستهدف هذا التقرير بيان تداعيات جائحة كورونا على إدارة خدمة الدين الخارجي المصري. وقد جاء الاهتمام بهذا البعد مدفوعاً ببيان أثر الجائحة على توليد مصادر الدخل بالعملة الأجنبية كما جاء على منحنى تفصيلي في التقارير السابقة والتي تناولت السياحة، تحويلات المصريين العاملين بالخارج، وعوائد قناة السويس، والصادرات الصناعية، الأمر الذي يستدعي النظر إلى الجانب الآخر وهو الخاص بالالتزامات بالعملة الأجنبية والتي من ضمنها خدمة الدين الخارجي. ولعل تصريح البنك المركزي المصري عن انخفاض صافي الاحتياطيات الدولية - على أساس شهري - بمقدار 4.5 مليار دولار بنهاية مارس 2020 ما يؤكد على أهمية التحقق من تأثير نزوب مصادر النقد مقابل الالتزامات القائمة.

## ثانياً: تطور وضع الدين الخارجي المصري

في تتبع تطور الدين الخارجي المصري، سيتم النظر إلى ثلاثة أبعاد: أولاً تطور حجم الدين وما يمثله من عبء (مؤشرات الاستدامة والملاءة)، ثانياً هيكل الدين من حيث نوع الأدوات، وأخيراً بيان بعض النسب المكتملة لتوضيح اختلاف الوضع المالي حالياً عن الأزمات السابقة.

### **1-2 تطور حجم وعبء الدين الخارجي المصري**

الشكل رقم (1): رصيد الدين الخارجي وتطوره نسبة للناتج المحلي الإجمالي



المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الشهرية، أعداد مختلفة.

بالنظر إلى الشكل رقم (1)، يتضح أن رصيد الدين الخارجي في عام 2019/2018 هو الأعلى منذ عام 2008/2007. حيث سجل رصيد الدين الخارجي 108.6 مليار دولار بنهاية العام المالي 2019/2018 بما يمثل 30.8 %<sup>1</sup> من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 16.9 % و13.2 % بنهاية عامي 2009/2008 (عام الأزمة المالية) و2011/2010 (عام ثورة 25 يناير) على التوالي، مع توقعات لوصول هذه النسبة إلى 34.4 % بنهاية العام المالي الجاري (وذلك في ظل تقديرات سبقت المشكلة الحالية). وبمجرد تعدي نسبة الدين الخارجي 30 %، فقد تعدى حد الأمان الأول المعروف من قبل صندوق النقد الدولي. ويمكن رصد الاتجاه التصاعدي للدين الخارجي (رصيد ونسبة للناتج المحلي الإجمالي) مع عام 2013/2012 ثم حدثت قفزة واضحة مع عام 2018/2017 في أعقاب تحرير سعر الصرف، ليستمر في استكمال الاتجاه التصاعدي.

الجدول رقم (1): مؤشرات سلامة الدين الخارجي لسنوات مختارة

2019/2018	2017/2016	2016/2015	2011/2010	2010/2009	2009/2008	2008/2007	
25.9	40.7	17.1	10.4	8.4	6.8	7.3	الدين الخارجي قصير الأجل/ صافي الاحتياطيات الدولية (%)
16.4	29	23.8	11.8	12.4	13.8	12.9	خدمة الدين الخارجي/ الصادرات السلعية والخدمية (%)
11.3	19.3	16.4	4.5	4.5	5.4	3.9	خدمة الدين الخارجي/ الحصيلة الجارية (%)

المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الشهرية، أعداد مختلفة، والصور الأخيرة تقرير الربع الأول من العام الجاري.

وبالنسبة لسائر مؤشرات سلامة الدين الخارجي، فيتضح من الجدول رقم (1) أن نسبة الدين الخارجي قصير الأجل لصافي الاحتياطيات الدولية قد سجلت 25.9 % بنهاية 2019/2018، ورغم كونه انخفاضا عن النسبة المحققة في عام 2017/2016 إلا أن هذا جاء نتيجة لاتجاه استثمارات الأجانب في أدوات الدين السيادية للخروج في أعقاب أزمة الأسواق الناشئة في 2018. وبالتالي، لا يمكن اعتباره تغيرا جذريا في إدارة ملف الدين الخارجي. وعلى جانب

<sup>1</sup> كانت التقديرات الأولية لهذه النسبة تشير إلى وصولها إلى 36 % من الناتج المحلي الإجمالي وفق تقرير الوضع الخارجي المصري، الربع الأول 2020/2019.

خدمة الدين (فوائد + أقساط) كنسبة للصادرات السلعية والخدمية فقد وصلت 16.4% بنهاية عام 2019/2018 مقارنة بـ13.8% في 2009/2008 و6.3% في 2011/2010. كما ارتفعت نسبة خدمة الدين للحصيلة الجارية (وتضم التحويلات وعائد دخل الاستثمار بجانب الصادرات السلعية والخدمية) إلى 11.3% في 2019/2018 مقارنة بـ5.4% و4.5% عامي 2009/2008 و2011/2010 على التوالي. ورغم وجود تحسن في مؤشر أو أكثر من المؤشرات موضع التحليل، إلا أنه من الملاحظ بوجه عام في هذا الصدد أن هذه المؤشرات توضح ارتفاع عبء مقابلة الالتزامات الخاصة بخدمة الدين.

## 2-2 تغير هيكل الدين الخارجي من حيث الأدوات

الجدول رقم (2): هيكل الدين الخارجي وفقا لنوع الدين (%)

2019/2018	2017/2016	2016/2015	2011/2010	2010/2009	2009/2008	2008/2007	
3	5	9	37	37	45	46	القروض الثنائية المعاد جدولتها
9	8	11	15	14	15	15	القروض الثنائية الأخرى
30	28	25	31	30	26	22	المؤسسات الدولية والإقليمية
10	8	6	1	1	1	2	تسهيلات المشترين والموردين
16	23	29	0	0	0	0	الودائع طويلة الأجل
18	11	6	8	9	6	8	سندات
10	16	13	8	9	7	7	الدين قصير الأجل

المصدر: البنك المركزي المصري، تقرير الوضع الخارجي للاقتصاد المصري، أعداد مختلفة.

بالنظر إلى الجدول (2) يتضح أن اختلاف وضع الدين الخارجي المصري يشمل أيضا تكوينه من حيث الأدوات وهو اختلاف يمكن رصده من العام المالي 2016/2015. حيث انخفضت نسبة كل من القروض الثنائية المعاد جدولتها والقروض الثنائية العادية مقابل ارتفاع كل من نصيب القروض من المؤسسات الدولية، الودائع، السندات وتسهيلات الموردين والمشترين متوسطة الأجل، والدين قصير الأجل، أي أن هيكل تكوين الدين الخارجي قد أصبح أكثر تنوعا عن الوضع في أعقاب الأزمة المالية العالمية. وعلى الرغم من إيجابية مبدأ التنوع، إلا أن ما يحمله خلال الوضع الحالي هو وجود أنواع قد لا يكون من الممكن طرحها في خطة أو طلب

تأجيل سداد وفق ما هو مطروح الآن من قبل بعض الدول والمؤسسات المالية العالمية. فما يمكن أن يكون طرح هذه الخطة هي القروض الثنائية بأنواعها والقروض من المؤسسات الدولية وهي نسبة تصل في إجمالها إلى 42% من رصيد الدين الخارجي وفق بيانات يونيو 2019. أما الودائع، وهي من الممكن التفاوض على مد أجلها وتمثل 16% من رصيد الدين الخارجي خلال ذات الفترة.

أما باقي أنواع الدين وبالأخص قصير الأجل، وتسهيلات الموردين متوسطة الأجل، والسندات فستحتاج إلى تعامل من نوع آخر لأنها تمثل التزام مع أطراف غير سيادية مع الأخذ في الاعتبار أن أسواق المال في الوقت الحالي لن تنجذب إلى الاستثمار في أدوات دين الدول النامية، أي أنه سيتعذر إعادة تمويل السندات من خلال سندات أخرى خاصة مع اتجاهات السياسة النقدية الحالية.

### 3-2 مقارنة الوضع الخارجي الحالي لمصر بالأزمات السابقة

الجدول رقم (3): الوضع المالي الخارجي للاقتصاد المصري					
أزمة كورونا	ثورة 25 يناير 2011		الأزمة المالية العالمية		
	قبل الأزمة	بعد الأزمة	قبل الأزمة	بعد الأزمة	
	2019/2018	2011/2010	2010/2009	2009/2008	
44481	26564	35221	31310	34572	صافي الاحتياطات الدولية (مليون دولار)
8	6.3	8.6	7.5	7.9	عدد شهور الواردات السلعية التي يغطيها صافي الاحتياطات (عدد)
16.684	5.937	5.599	5.599	5.336	سعر الصرف (جنيه/دولار) -متوسط يونيو
-102.5	-9753.9	3355.7	-3377.6	5420.4	ميزان المدفوعات (مليون دولار)

-0.03	-4.1	1.5	-1.8	3.3	ميزان المدفوعات/ الناتج المحلي الإجمالي (%)
2141	17809	16184	14724	23172	<u>صافي أصول البنوك</u> <u>بالعملة الأجنبية (1)</u> <u>- (2)</u>
18533	23312	21703	19630	27944	أصول البنوك بالعملة الأجنبية (مليون دولار) (1)
16392	5503	5519	4906	4772	خصوم البنوك بالعملة الأجنبية (مليون دولار) (2)

المصدر: البنك المركزي المصري، تقرير الوضع الخارجي للاقتصاد المصري، أعداد مختلفة.

ويقدم الجدول رقم (3) صورا عن بعض المتغيرات الاقتصادية اللازمة لتوصيف جاهزية الوضع المالي الخارجي لمصر لتلقي أزمة كورونا. وقد تمت المقارنة بالأعوام ما قبل الأزمة المالية العالمية وقبل ثورة 25 يناير 2011. وبناء على البيانات الواردة يمكن توضيح ثلاث ملاحظات أساسية: أولا ثبات المعيار الحقيقي لصافي الاحتياطيات الدولية (معبرا عنه بعدد الشهور السلعية) رغم ارتفاع مستوى صافي الاحتياطيات الدولية قبل أزمة كورونا حيث سجلت 44.4 مليار دولار بنهاية العام المالي 2019/2018، ووصلت وفق آخر تقدير إلى 45.5 مليار دولار بنهاية فبراير 2020، مقارنة بـ 34.5 مليار دولار قبل الأزمة المالية العالمية و35.2 مليار دولار قبل أزمة 2011، فعدد الواردات التي تغطيها هذه الاحتياطيات يتراوح حول 8 أشهر. ولكن المقصود أن اختلاف مستوى الاحتياطيات لا يعني مساحة مالية أفضل في الوقت الحالي. ثانيا، أن أداء ميزان المدفوعات في 2019/2018 قد أنتج عجزا كبيرا، وذلك نتيجة أزمة الأسواق الناشئة وهروب الاستثمارات الأجنبية في السندات السيادية. ولكن على الجانب الآخر جاءت السنوات السابقة للأزمة المالية العالمية وأزمة 2011 بتحقيق

فانض في ميزان المدفوعات الأمر الذي ساعد في تخفيف وطأة الأزمات عندما حدثت. ثالثاً، تدني وضع صافي أصول البنوك من العملة الأجنبية بنهاية العام السابق لأزمة كورونا (2019/2018) عن كافة الأعوام محل المقارنة. ويعتبر صافي أصول البنوك أحد ملاذات السيولة لمقابلة الالتزامات المختلفة بالنقد الأجنبي في حالة عجز الحصيلة الجارية.

ويتضح من التحليل المجلد أن وضع الدين الخارجي المصري وخدمته في الوقت الحالي أسوأ من الوضع أثناء الأزمة المالية العالمية أو حتى أثناء ثورة يناير 2011 خلال أعوام التأثير ذاتها، وذلك قبل احتساب تأثير الأزمة الحالية وهي نقطة بداية للتحليل التالي.

### ثالثاً: صدمات الطلب والعرض في إطار دورة الأزمة وسياق ملف الدين الخارجي

#### **3-1 مراحل تطور جائحة كورونا**

##### ■ المرحلة الأولى: ظهور الفيروس

شهدت بداية الأزمة وتفاقمها في الصين فقط، ولم يتأثر باقي العالم ومنه الدول العربية والأوروبية بالأزمة بعد.

##### ■ المرحلة الثانية: بداية الانتشار

انتشار واسع للفيروس عالمياً، وتأثر الدول الأوروبية بشدة به وبدأت الدول العربية في التأثر مع نهاية شهر فبراير وبادرت باتخاذ تدابير احترازية منعا لانتشار الفيروس.

##### ■ المرحلة الثالثة: تفاقم المشكلة

تفاقم الوضع في العالم وإجراءات مشددة في الدول الأوروبية والعربية وخاصة السعودية وتفاقم كبير للأزمة في إيطاليا، وبدايات انحسار الفيروس في الصين وانتشاره في الولايات المتحدة الأمريكية.

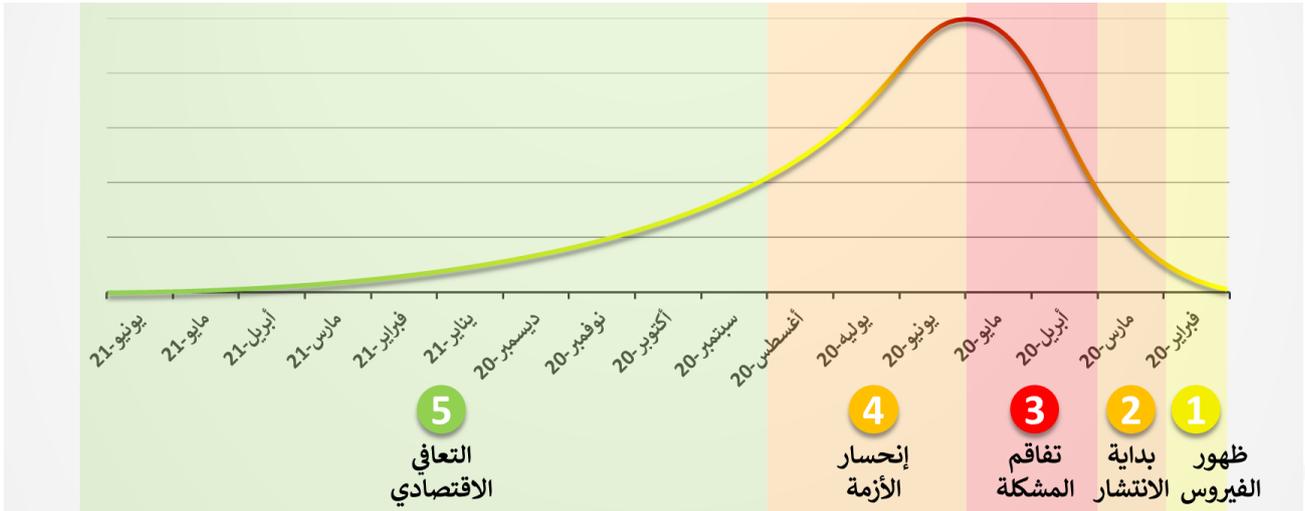
##### ■ المرحلة الرابعة: انحسار الأزمة

بداية التعافي من الفيروس عالمياً بدءاً من الصين ويتوقع أن تليها الدول الأوروبية وأخيراً الدول العربية، والولايات المتحدة.

## ■ المرحلة الخامسة التعافي:

التعافي الكامل بشكل تدريجي لجميع الدول ومنها الدول العربية وإن كان من المتوقع تأخر تعافي الأخيرة بحكم قوة تأثيرها بالاقتصاد العالمي وضعف تأثيرها فيه.

الشكل رقم (2): مراحل جائحة كورونا على المستوى العالمي من المنظور الصحي أو انتشار الفيروس



المصدر: شكل تصوري من إعداد المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

## 2-3 المستجدات العالمية ذات الصلة بملف الدين الخارجي

في ضوء اختلاف الموضوع محل الدراسة والذي يتعلق بوحدة من ضمن المعاملات الاقتصادية مع العالم الخارجي والتي تمثل التزاما على الاقتصاد القومي، يصبح من الضروري الوقوف على أهم التطورات العالمية الاقتصادية الحادثة أو المتوقعة ذات التأثير في الموضوع محل الدراسة، كي يتم على أساس ذلك تحديد الافتراضات التي سنبنى عليها التحليل وكذلك الحلول المقترحة.

وأهم التوجهات ذات الصلة التي يمكن رصدها هي قرارات البنوك المركزية العالمية لخفض أسعار الفائدة والتميسير الكمي للحفاظ على الموقف المالي للشركات ومستوى معيشة الأفراد في ظل الأزمة الحالية، ففي خطوة لاحتواء تقلبات أسواق النقد والضغط على العملات الرئيسية، قام عدد من البنوك المركزية الكبرى ومنها البنك الفيدرالي الأمريكي، بنك كندا، بنك اليابان،

البنك المركزي الأوروبي، بنك إنجلترا، وبنك سويسرا بالإعلان عن إجراء تنسيقي بينهم للحصول على سيولة دولارية من خلال اتفاقيات مبادلة عملات<sup>2</sup> currency swap. ثم تبعه إعلان اتفاق إعادة شراء REPO لمساعدة الأسواق الأخرى على توفير السيولة الدولارية خلال فترة الأزمة<sup>3</sup>.

كما صدر عن كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بيانات تفيد بالاستعداد لتقبل طلبات الدول بشأن تأجيل سداد خدمة الديون<sup>4</sup>، هذا بالإضافة إلى طرح حزم تمويلية لتمويل جهود مكافحة الفيروس. وقد انضمت في هذا الصدد عدة مؤسسات أخرى منها على سبيل المثال لا الحصر بنك التنمية والإعمار الأوروبي، بنك الواردات والصادرات الأفريقي. ولكن ذلك لا يحمل توفر القروض في المطلق نظرا للضغط المالي الذي تفرضه الأزمة على الدول الممولة وتأثر كافة دول العالم. ولا نعلم ما إذا كانت مصر قد تقدمت بطلب للاستفادة من هذه الفرص أم لا.

### **3-3 صدمة الطلب والعرض في إدارة الدين الخارجي المصري**

#### **➤ تعريف المقصود من صدمة الطلب والعرض في تحليل الدين الخارجي**

بناء على طبيعة الموضوع محل الدراسة والذي يحمل أهمية لتوفر النقد الأجنبي لمقابلة الديون الخارجية، سيتم اعتبار **النقد الأجنبي هو السلعة التي تتعرض لصدمة أو ضغوط سواء من ناحية العرض أو الطلب.**

وفيما يخص تعريف قنوات العرض والطلب للنقد الأجنبي: فالمقصود من **جانب العرض** المصادر المولدة للدخل بالعملة الأجنبية ومنها الموارد الجارية مثل السياحة والصادرات وتحويلات المصريين العاملين بالخارج ودخل قناة السويس، أو المالية والرأسمالية مثل الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة والاقتراض وأصول البنوك بالعملة الأجنبية، وأخيرا

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200320\\_1~be7a5cd242.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200320_1~be7a5cd242.en.html)

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/fima-repo-facility-faqs.htm>

<sup>4</sup> [https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/25/pr20103-joint-statement-world-bank-group-and-imf-call-to-action-on-](https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/25/pr20103-joint-statement-world-bank-group-and-imf-call-to-action-on-debt-of-ida-countries)

[debt-of-ida-countries](https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/25/pr20103-joint-statement-world-bank-group-and-imf-call-to-action-on-debt-of-ida-countries)

صافي الاحتياطات الدولية. أما **الطلب** فيتعلق بجانب الالتزام المطلوب بالعملة الأجنبية مثل الاستيراد وخدمة الدين، وسياسة الدولة المتبعة تجاه سعر الصرف. ويقدم الشكل رقم 3 التالي صورة توضيحية.

الشكل رقم (3): توضيح قنوات صدمات العرض والطلب على النقد الأجنبي



المصدر: شكل تصوري من إعداد المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

### ➤ الاعتبارات النظرية والافتراضات الحاكمة لتحليل سيناريوهات التأثير

يختص هذا الجزء بتوضيح الافتراضات التي تشترك فيها كافة السيناريوهات التالية:

- يعتمد التحليل على توقعات البنك المركزي المصري لخدمة الدين الخارجي (الأقساط + الفوائد) الواردة وفق بيانات أكتوبر 2019، الأمر الذي يحمل بالطبع اختلافا في هذه التقديرات في ضوء ما استجد أو ما قد يستجد من أعباء، وعليه من المتوقع أن تكون الأرقام الحقيقية أعلى من المذكورة.
- سيتم اتباع منهجية تقوم على بيان التأثير المتوقع للأزمة الحالية على مصادر النقد الأجنبي من خلال أداء ميزان المدفوعات خلال أزمت سابقة (مضافا له فارق خدمة الدين) وبذلك

يكون تم احتساب أبعاد عرض النقد الأجنبي والعوامل الأخرى المزاحمة لخدمة الدين الخارجي في الطلب على النقد.

■ تم اختيار أعوام الأزمة المالية العالمية وثورة 25 يناير لبيان تأثير الصدمة الحالية، فرغم اختلاف طبيعة هذه الأزمات فيما بينها وبين الأزمة الحالية من حيث المسببات والنطاق والمدى المتوقع، يظل أن الأزمات الثلاثة يشتركن في وجود تأثير على جانبي ميزان المدفوعات (الإيرادات والالتزامات)، فانخفاض الصادرات بسبب ضعف الطلب العالمي في الأزمة المالية أو وقف الإنتاج المحلي في 2011 قد صاحبه انخفاض للواردات الوسيطة لهذه القطاعات. وقد ظهر أن تأثير الأزمة المالية العالمية أقل على ميزان المدفوعات مقارنة بأزمة 2011<sup>5</sup>.

■ افتراض عدم حدوث تغير كبير في سعر صرف العملات الكبرى فيما بينها بفعل الجهود التنسيقية بين البنوك المركزية الكبرى وبالتالي الحد من تأثير القيمة الدفترية لخدمة الدين (book value).

■ افتراض اتباع البنك المركزي المصري للتوجهات التنسيقية العالمية فيما يخص أسعار الفائدة والتي تتجه نحو التيسير وتوقع الاستمرار بذات الاتجاه لفترة التعافي، مع عدم حدوث تغير كبير في سعر صرف الجنيه المصري مقابل العملات الأخرى.

■ بسبب طبيعة حركة رؤوس الأموال غير المتوقعة، لن يتم تقديرها كمياً خلال السيناريوهات التالية، ويبقى تأثيرها محتملاً خلال أي من المراحل، وتقدر أرصدها وفق بيانات أكتوبر بحوالي 18.9 مليار دولار. وعلى صعيد آخر، جاء احتراز مقابل لهذا التحفظ يتعلق بالمدة المتوقع بها التأثير باضطرابات الأزمة الحالية لتصل حتى عام 2022/2021.

أما الافتراضات الخاصة بكل مرحلة فسيتم ذكرها في موضعها.

<sup>5</sup> ظهرت إمكانية المقارنة بوضع ميزان المدفوعات خلال 2015/2014 و2016/2015 والذي شهد ضغطاً ملحوظاً أيضاً بسبب حرب أسعار النفط، وتوقف السياحة في ضوء حظر السفر، وتفضيل المصريين العاملين بالخارج للتحويل عبر قنوات غير رسمية للاستفادة بفرق سعر الصرف في السوق السوداء، بالإضافة إلى تداعيات قيود حركة الأموال من أحجام استثمار مباشر أو غير مباشر وكذلك أحجام المستثمرين المحليين عن تحويل متحصلات التصدير لديهم. ولكن جاء تأثير وقع الصدمة خلال هذه الفترة متوسط بين ذلك المقدر في الأزمة المالية العالمية و2011. ولعل ذلك يكون بسبب طبيعة سياسة سعر الصرف السائدة وقتها.

## ➤ سناريوهات تأثر خدمة الدين الخارجي المصري وفق مراحل الأزمة الحالية<sup>6</sup>

المرحلة	صدمة الطلب و/أو صدمة العرض	الافتراضات ومنهجية التحليل	الأثر الكمي المتوقع (فجوة الالتزامات والإيرادات بالنقد الأجنبي)
المرحلة الأولى: ظهور الفيروس (ديسمبر 2019-يناير 2020)	صدمة خفيفة وغير محسوسة الفترة السابقة وليس الفيروس ذاته.	سيتم الاعتماد على البيانات الفعلية لأداء ميزان المدفوعات <sup>7</sup> خلال النصف الأول من العام المالي الجاري أي حتى نهاية ديسمبر	<ul style="list-style-type: none"> <li>بالرجوع إلى أهم بنود ميزان المدفوعات، يتضح بالفعل عدم ظهور تأثير الأزمة على أهم موارد النقد الأجنبي، و<b>تحقق ميزان المدفوعات فائض قدره 410.9 مليون دولار</b> خلال الفترة (يوليو- ديسمبر 2019) مقابل <b>عجز</b> يقدر بـ 1.7 مليار دولار خلال ذات الفترة من العام المالي السابق.</li> <li>وقد ارتفع صافي الاقتراض متوسط وطويل الأجل بحوالي 2.5 مليار دولار خلال النصف الأول من العام المالي الجاري مقارنة بذات المدة من العام السابق.</li> <li><b>استقر صافي الاحتياطيات الدولية عند 45.4 مليار دولار</b> بنهاية يناير 2020 مقارنة بـ 45.3 بنهاية نوفمبر 2019.</li> <li>كما شهد <b>سعر صرف الجنيه المصري ارتفاعا في قيمته</b> مقابل العملات الأخرى خلال ديسمبر ويناير، حيث وصل متوسط سعر صرف الدولار للجنيه المصري من 16.11 إلى 15.79.</li> </ul>
المرحلة الثانية: بداية انتشار الفيروس (فبراير-منتصف مارس 2020)	بدء ظهور تداعيات الصدمة على كافة موارد النقد الأجنبي	تم دمج المرحلتين وتركيز التحليل على النصف الثاني من العام المالي	<p><b>تقدر التزامات خدمة الدين الخارجي للنصف الثاني من العام المالي الجاري بحوالي 12.9 مليار دولار<sup>8</sup> أي أربعة أضعاف خدمة الدين الفعلية في النصف الأول من العام، من ضمنها 4.7 مليار دولار خدمة دين عن ودائع بعض دول الخليج.</b></p> <p>أما على صعيد أداء ميزان المدفوعات، فيمكن تقدير الأثر من خلال السيناريوهات التالية<sup>9</sup>:</p>

<sup>6</sup> التقديرات الواردة بالتحليل اجتهادية في ظل وضع شديد التغير والتعقيد.

<sup>7</sup> يعتبر ميزان المدفوعات هو الإطار المتكامل للتعبير عن كافة المعاملات مع العالم الخارجي سواء من ناحية الإيرادات أو الالتزامات.

<sup>8</sup> وفق بيانات أكتوبر 2019.

<sup>9</sup> يظل أن هذه السيناريوهات عرضة لعدة تحفظات في اتجاهات مختلفة ولكنها ليست مخلة في ضوء ما سيوضح. التحفظ الأول يخص المدى الزمني البعيد في التنبؤ بالتأثير النقدي (القيمة بالدولار)، وهذا التحفظ من شأنه أن يجعل الأرقام المقدرة أقل من المتوقع understimation، ويأتي الرد على هذا التحفظ في ضوء التصحيح الذي يقدمه اختلاف سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار وبالتالي تضاعف عبء ذات المبلغ، بالإضافة إلى أن معظم السنوات الواقعة التالية لهذه الأزمات قد أفرزت أداء يقع ضمن المنحنى التنزلي للدورة الاقتصادية مما يزيد أيضا من حدة العبء. والتحفظ الثاني أن تأثير الأزمة الحالية لن يكون خلال الربع الأخير كله، فهناك بعض المتغيرات التي لن تشهد انخفاض حاد إلا بنهايته أي أن اتجاه التحفظ هنا هو overestimation. ويوجد تحفظ ثالث لا يمكن تحديد اتجاهه يخص اختلاف تكوين ميزان المدفوعات عن الوضع الحالي، ولكن يظل أن التعامل إجماليا وفي ضوء ظرف عام أثر على كافة القطاعات وليست صدمة قطاعية.

<p><b>سيناريو (1) : استنادا إلى بيانات الأزمة العالمية 2009/2008:</b></p> <p>يبلغ صافي التأثير حوالي 8.7 مليار دولار (تحول من فائض كلي 5.4 مليار دولار إلى عجز قيمته 3.3 مليار دولار) خلال ثلاثة أرباع من العام (الأزمة بدأت سبتمبر)، وقد بلغت خدمة الدين 3 مليار دولار عن إجمالي العام المالي. وبالتالي يصبح إجمالي الضغط المتوقع على ميزان المدفوعات في النصف الثاني من العام الجاري 1.9 مليار دولار<sup>10</sup> (صافي 1.5 مليار في ضوء الفائض المحقق خلال النصف الأول)<sup>11</sup>.</p> <p><b>وبالتالي تصبح فجوة النقد (عجز ميزان المدفوعات + خدمة الدين) وفق هذا السيناريو = 14.8 مليار دولار عن النصف الثاني من 2020/2019، وذلك دون احتساب إمكانية مد أجل الودائع<sup>12</sup>.</b></p> <p><b>سيناريو (2) استنادا إلى بيانات عام 2010/2011 (ثورة 25 يناير):</b></p> <p>يبلغ صافي التأثير حوالي 13 مليار دولار خلال نصف عام (الأزمة بدأت يناير)، وقد بلغت خدمة الدين حوالي 3 مليار دولار عن إجمالي العام المالي. وبالتالي يصبح إجمالي الضغط على ميزان المدفوعات 5 مليار دولار (صافي 4.5 مليار في ضوء الفائض المحقق خلال النصف الأول).</p> <p><b>وبالتالي تصبح فجوة النقد (عجز ميزان المدفوعات + خدمة الدين) وفق هذا السيناريو = 17.4 مليار دولار عن النصف الثاني من 2020/2019، وذلك دون احتساب إمكانية مد أجل الودائع.</b></p>	<p>الجاري نظرا لطبيعة البيانات المتوفرة عن التزامات خدمة الدين الخارجي. والبيانات الواردة هي عن توقعات خدمة الدين وفق بيانات أكتوبر 2019 وبالتالي يتتابها التحفظ دون اعتداد لما طرأ أو قد يطرأ.</p>		<p><b>المرحلة الثالثة: تفاقم المشكلة (منتصف مارس- منتصف مايو 2020)</b></p>
<p>سيتم تقدير الأثر هنا على العامين الماليين القادمين 2021/2020، و 2022/2021، وهنا ستنقل السيناريوهات إلى جانب التزامات الديون بجانب سيناريوهات ميزان المدفوعات والتي سيتم تقدير التكلفة السنوية بأربعة أضعاف التكلفة المقدرة في المرحلة السابقة.</p>	<p>تم افتراض استمرار الأزمة على صعيد مصادر النقد لمدة</p>	<p><b>ذروة تأثير صدمات العرض السابق ذكرها رغم بدء</b></p>	<p><b>المرحلة الرابعة: انحسار الأزمة (منتصف مايو- أغسطس 2020)</b></p>

<sup>10</sup> تم احتساب منهجية أخرى لتقدير تأثير الأزمة على موارد النقد الأجنبي من خلال احتساب مجموع تغير صافي أصول البنوك، صافي الاحتياطيات الدولية، وتغير رصيد الديون ثم تم اختصار مدفوعات خدمة الدين عن ذات العام المالي وقد أظهرت أرقاما متقاربة. وتأتي هذه المنهجية مبررة في ضوء ثبات سعر الصرف الأمر الذي يتطلب ضخ موارد دولارية مساوية للالتزامات.

<sup>11</sup> تم قسمة المبلغ الإجمالي على 3 لتحديد درجة التأثير الواقعة بالربع الواحد.

<sup>12</sup> وفق البيان الصادر عن البنك الدولي وصندوق النقد الدولي فإن طلبات الدول لتأجيل التزاماتها يبدأ مع أبريل، ومن المتوقع أن تتم بعض المفاوضات في ضوء محدودية موارد هذه المؤسسات وبالتالي لم يتم افتراض انخفاض التزامات ما تبقى من العام المالي الجاري.

<p>وبالتالي يصبح العبء السنوي لعجز ميزان المدفوعات وفق السيناريو الأول 7.6 مليار دولار، ووفق السيناريو الثاني 20 مليار دولار، وذلك دون احتساب جانب التزامات الدين.</p> <p><b>على جانب التزامات خدمة الدين:</b></p> <p><b>سيناريو (1) لا تغير في التزامات خدمة الدين الخارجي والتي تقدر وفق بيانات أكتوبر بـ:</b></p> <p>2021/2020 = 18.5 مليار دولار 2022/2021 = 14 مليار دولار، وبالتالي تتراوح فجوة النقد (عجز ميزان المدفوعات + خدمة الدين) بين:</p> <p>2021/2020 = 25.1 أو 38.5 مليار دولار 2022/2021 = 21.6 أو 34 مليار دولار<sup>13</sup></p> <p><b>سيناريو (2) تأجيل جزئي للديون من المؤسسات الدولية والديون الثنائية<sup>14</sup> (بنسبة 50%) وتجديد ودائع دول الخليج خلال هذه الفترة لمدة عامين، وفق بيانات أكتوبر</b></p> <p>وعلى هذا الأساس تقدر خدمة الدين بـ:</p> <p>2021/2020 = 5.2 مليار دولار 2022/2021 = 7.6 مليار دولار، وبالتالي تتراوح فجوة النقد (عجز ميزان المدفوعات + خدمة الدين) بين:</p> <p>2021/2020 = 12.8 أو 25.2 مليار دولار 2022/2021 = 15.2 أو 27.6 مليار دولار</p> <p><b>سيناريو (3) تأجيل كلي للديون من المؤسسات الدولية والديون الثنائية وتجديد الودائع المستحقة خلال هذه الفترة لمدة عامين،</b></p> <p>وعلى هذا الأساس تقدر خدمة الدين بـ:</p> <p>2021/2020 = 1.2 مليار دولار 2022/2021 = 3.1 مليار دولار، وبالتالي تتراوح فجوة النقد (عجز ميزان المدفوعات + خدمة الدين) بين:</p> <p>2021/2020 = 8.8 أو 21.2 مليار دولار 2022/2021 = 10.7 أو 23.1 مليار دولار</p>	<p>عامين للتعبير عن الاحتمالات الأكثر تحفظاً. والبيانات الواردة هي عن توقعات خدمة الدين وفق بيانات أكتوبر 2019 وبالتالي ينتابها التحفظ دون اعتداد لما طرأ أو قد يطرأ.</p>	<p>التعافي العالمي خلال المرحلة الخامسة مع إمكانية تخفيف عبء خدمة الديون</p>	<p>المرحلة الخامسة التعافي (بداية من سبتمبر 2020)</p>
--	---	--	---

<sup>13</sup> إعادة التقدير وفق سيناريوهات ميزان المدفوعات.

<sup>14</sup> توفر بيانات البنك المركزي المصري تقسيم خدمة الدين المتوقع وفق نوع الدين، وقد تم اعتبار الديون ثنائية الأطراف والديون مع المؤسسات الدولية قابلة للتفاوض، بالإضافة إلى ودائع الدول العربية. البيانات وفق تقديرات أكتوبر 2019.

## رابعاً: التدخلات المطلوبة لتخفيف آثار الأزمة

لا شك أن المرحلة الراهنة قد دفعت جميع الدول إلى التخلي عن النظرة للدين باعتباره خيار سيء، مقابل دوره في ضمان استمرار الحركة الاقتصادية. ولكن ذلك يجب أن يكون رهن حرص شديد وفي سياق تحكمه اعتبارات عدة للإدارة الرشيدة. وبناء على هذا، تنقسم التدخلات المطلوبة للتعامل مع وضع الدين العام في مصر إلى نوعين، الأولى تتعلق بإدارة التزامات النقد الأجنبي خلال فترة تأثر القطاعات المولدة للدخل بالعملة الأجنبية والتي يتوقع لها أن تمتد لأكثر من عام ونصف. أما المرحلة الثانية، والتي يجب البدء بها من الآن، فتتعلق بالتمهيد أو الترتيب لمقابلة التزامات الديون في مرحلة التعافي. وكافة الحلول لابد أن تكون في إطار يدعم من ثقة المستثمرين المستقبلية في الاقتصاد المصري وإدارته الكلية.

### **1-4 حلول تخص إدارة الدين الخارجي حتى عام 2022/2021**

- قيام البنك المركزي المصري بالتفاوض على مد آجال ودائع الدول العربية لديه والمستحقة حتى عام 2022/2021 بشكل متنفس ومساحة مالية تخفف من عبء التزامات خدمة الدين خلال هذه المرحلة الحرجة تقدر بحوالي 15.9 مليار دولار من أصل 44.5 مليار دولار مستحقة عن إجمالي خدمة الدين بداية من النصف الثاني من العام المالي الجاري وحتى نهاية عام 2022/2021، وذلك وفق رصيد الدين الخارجي المسجل في الأول من أكتوبر 2019، بالإضافة إلى التفاوض على تمديد آجال الديون الثنائية أو المستحقة لمؤسسات التمويل الدولية.

- يمكن اللجوء للبنوك الصينية والصناديق الإقليمية للحصول على قروض<sup>15</sup>. ومن أدوات الدين التي يمكن استخدامها حالياً آلية إعادة الشراء REPO والتي أطلقها البنك الفيدرالي الأمريكي لمساعدة الدول على توفير السيولة الدولارية من خلال شراء الفيدرالي للسندات السيادية المصدرة بالدولار مع التزام الدولة المصدرة بإعادة الشراء مرة أخرى وذلك وفق محددات وشروط معينة. وهنا ننوه أنه بتوافر مصادر تمويل ممكنة وجب الإشارة إلى ضرورة التوازن بين الحفاظ على تحركات سعر الصرف ضمن حدود معقولة، وبين عدم الإسراف في الدفاع عن الجنيه في ضوء التطورات المختلفة.

<sup>15</sup> المصدر: د. محمود محي الدين، ندوة الاستعداد للواقع الجديد، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، أبريل 2020.

## 2-4 حلول تخص ضمان موارد نقد مستدامة مع بدء مرحلة التعافي

- التحول التدريجي نحو الدين المحلي، خاصة في ظل اتجاه انخفاض سعر الفائدة
- الاهتمام باختيار بعض الصناعات الصاعدة والقيام بالإصلاح التشريعي والمؤسسي اللازم لجذب الاستثمارات المباشرة بها مع بدء مرحلة التعافي الاقتصادي (سيتم بيان هذه القطاعات مع التحليل التفصيلي للصناعات التحويلية).
- الاهتمام بتصدير المنتجات ذات الرواج الحالي مثل الكمادات الطبية
- العمل على تخطيط توطين بعض الصناعات المغذية والاحلال محل الواردات لخفض فاتورة الاستيراد والاهتمام بالقطاعات التكنولوجية
- شراء عقود آجال النفط، لخفض فاتورة استيراده خلال مرحلة التعافي<sup>16</sup>

### خامسا: أوجه الضعف الهيكلي التي كشفتها الأزمة

- جاءت بداية تفاقم وضع الدين الخارجي مع اللجوء إليه في ظل سعر صرف غير حقيقي لتمويل عجز الموازنة العامة بداية من عام 2015، وهو بداية الخطأ نظرا لتقدير أقل من حقيقي لتكلفة هذا الدين قبل اللجوء إليه، وكذلك فإن تمويل عجز الموازنة لن يكون مدرا لعائد يمكن من سداد هذه الديون. وبعد تحرير سعر الصرف ارتفعت فاتورة الدين بشكل غير مسبوق، ومن هنا وجب الانتباه إلى البعد الخاص بسعر الصرف كأحد عوامل المخاطر في إدارة الدين الخارجي.

- وبعد تحرير سعر الصرف أواخر 2016، تركزت الإصلاحات الاقتصادية المتبعة على الجانب المالي دون الحقيقي والمؤسسي، وبالتالي جاءت معظم الزيادة في موارد النقد الأجنبي من استثمارات الأجانب في أدوات الدين الحكومية في ضوء سعر فائدة استثنائي، دون الاهتمام برفع جاذبية البورصة المصرية لاستقطاب موازي لاستثمارات الحافظة. ويظل أن هذا المصدر غير مستدام وهو ما ثبت في ضوء اضطرابات الأسواق الناشئة في منتصف عام 2018، كما أنه يمثل تمويلا بالدين، أي أن الدين يسدد بدين آخر.

- ضعف صافي أصول البنوك من العملة الأجنبية، والذي جاء نتيجة استخدامها لتغطية الضغط الحادث على ميزان المدفوعات خلال الفترات السابقة والحفاظ على سعر الصرف

<sup>16</sup> المصدر السابق.

ومؤخرا مع هروب استثمارات الحافظة منذ النصف الثاني من عام 2018، كما جاء إعادة تكوينها النسبي مع اللجوء للاقتراض الخارجي كبديل لتخفيف الضغط عليها.

- التركيز في تحقيق فائض الميزان السلعي أو احتواء عجزه على الصادرات النفطية وصادرات الذهب ضمن السلع غير النفطية دون الاهتمام بمكونات أخرى مساعدة.

- ضعف جاذبية القطاعات الاقتصادية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، والذي تركز معظمه منذ تحرير سعر الصرف في الاستخراجات.

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 اعتمادا للجدوى التجارية للنشاط موضوع التقرير ولا لقدرته على تحقيق نتائج معينة، وقد تم إعداد هذه البيانات والتحليلات بناء 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.

المركز المصري للدراسات الاقتصادية ECES 2020 (c)  
جميع الحقوق محفوظة