



# أزمة المكسيك: دروس مستفادة للإصلاح الاقتصادي

د. إيليانا كاردوسو

ترجمة: د. سمير كريم

مراجعة: د. محمود محيي الدين

المحاضرة المتميزة رقم " ١ "

من مطبوعات

المركز المصري للدراسات الاقتصادية

## المحتويات

تقديم

نبذة عن المحاضرة

القسم الأول: أزمة المكسيك : دروس مستفادة للإصلاح الاقتصادى

١. مقدمة ١
٢. أزمة المكسيك ٢
٣. البرازيل والأزمة المكسيكية ٣
٤. التكلفة الناشئة عن زيادة سعر الصرف الحقيقى ٧
٥. التحديات أمام البرازيل ١٣
٦. التدفقات الرأسمالية ١٤

القسم الثانى: سياسة سعر الصرف فى مصر

- ١ - هل هناك مغالاة فى التقييم؟ ١٨
- ٢ - المناقشات ٢٠
- ملحق ١ : خطة الإصلاح الاقتصادى فى البرازيل ٢٩
- ملحق ٢ : قائمة بأسماء المشاركين ٣٥

المراجع

## تقديـم

سواء في الحرب أو في السلم، ليس أمام الفرقاء إلا أن يتفقوا. هذا المنطق لا ينطبق بالضرورة على التحليل الاقتصادي، ففي تصوري أن الموضوعات التي تكون محل جدال هي التي تستحق التمحيص، وخير مثال على ذلك سياسة سعر الصرف. فبينما قامت بعض الدول النامية باستخدام سعر صرف اسمي ارتكازي (Nominal Anchor) للحد من التضخم وإشاعة الإحساس بالثقة في الإصلاح، نجد أن التجارب التي مرت بها كثير من الدول قد أثبتت أن تراكم الزيادة في سعر الصرف يضعف القدرة التنافسية ويشجع على الاستيراد والاستهلاك على حساب الادخار، وكلاهما يضر بالنمو الاقتصادي.

وفي هذا الإصدار الأول من سلسلة المحاضرات المتميزة تشرح إيلينا كردوسو كيفية تجنب الزيادة في سعر الصرف الحقيقي، ولا يقوم تحليلها على الأساس النظري فحسب، بل تدعمه أيضا بشواهد وقرائن من تجارب البرازيل والمكسيك وشيلي والأرجنتين. إن النقطة الأساسية التي تحاول كردوسو إبرازها هي أن الدول في نهاية الأمر تدفع ثمناً غالياً لتجنب تخفيض قيمة العملة المحلية عندما يكون التخفيض ضرورياً، ويتمثل هذا الثمن عادة في التضحية بالنمو وعدم الكفاءة في توظيف عناصر الإنتاج.

وفي استعراضها للدروس المستفادة بالنسبة للبرازيل ومصر، توصي كردوسو كلا الدولتين بتجنب المسار الذي اتخذته شيلي في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينيات، والمكسيك في الفترة التي سبقت وقوع الكارثة في عام ١٩٩٤، كما تقترح أن تتبع مصر سياسة أكثر مرونة لسعر الصرف.

وفي المناقشة التي تلت محاضرة كردوسو في ٢٧ فبراير ١٩٩٦، أبدى بعض الاقتصاديين المصريين البارزين معارضتهم لما ذهب إليه في تحليلها. وسواء إتفق القارئ مع كردوسو في آرائها، أو اختلف معها، فإنني لا أشك في أنه سيجد في المناقشات الواردة في هذا الإصدار آراء ومعلومات لها قيمتها. وفي الواقع، فهذا هو الهدف من سلسلة المحاضرات المتميزة، التي يدعى لها اقتصاديون دوليون اشتهروا بتأثيرهم الكبير في الفكر الاقتصادي ووضع السياسات. وفضلاً عن التعرف على الخبرات الدولية، فإن هذا التجمع يهدف إلى فتح المجال لتبادل الآراء ووجهات النظر بين المشاركين في شأن الموضوعات الاقتصادية الهامة التي يتم تناولها تباعاً.

د. أحمد جلال

المدير التنفيذي

المركز المصري للدراسات الاقتصادية

القاهرة - مارس ١٩٩٦

## نبذة عن المحاضرة

د. إيلانا كردوسو

وكيلة وزارة المالية، البرازيل

تعتبر إيلانا كردوسو واحدة من المتخصصين البارزين في الإصلاح الاقتصادي في أمريكا اللاتينية ولها باع طويل في علم الاقتصاد سواء من الناحية الأكاديمية أو التطبيقية. فبعد حصولها على درجة الدكتوراة في الاقتصاد من معهد "ماساتشوستس" للتكنولوجيا (MIT) قامت كردوسو بالتدريس في جامعة بوسطن ثم في كلية فليتشر للقانون والدبلوماسية في جامعة "تفتس"، كما كانت أيضا أستاذة مساعدة زائرة للاقتصاد في جامعة "بييل".

وفي عام ١٩٩٤ التحقت إيلانا كردوسو بالبنك الدولي، حيث شغلت وظيفة اقتصادية أول في إدارة الصين ومنغوليا، وهي الآن وكيلة وزارة المالية للشؤون الخارجية، وكبيرة المستشارين الاقتصاديين لوزير المالية بالبرازيل.

وقد كتبت كردوسو في موضوعات متفرقة مثل التضخم، وتوزيع الدخل، والتنمية، وسياسة سعر الصرف، ومن أبرز كتبها المنشورة "اقتصاد أمريكا اللاتينية بين التنوع والاتجاهات والاختلافات" و "كوبا فيما بعد الشيوعية" (وكلاهما من مطبوعات MIT لعام ١٩٩٢). وقد نشرت ما يربو على سبعين مقالا في المجالات الاقتصادية البارزة في كل من الولايات المتحدة وأمريكا اللاتينية، وهي باحثة مشاركة في المكتب القومي للبحوث الاقتصادية في كيمبريدج- ماساتشوستس، كما أنها عضو في مجلس إدارة كل من مجلة بحوث أمريكا اللاتينية *Journal of Latin America Studies* و الاقتصاد الجديد *Nova Economia*.

## القسم الأول

### أزمة المكسيك: دروس مستفادة للإصلاح الاقتصادي

#### ١ - مقدمة

في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات، رأى القائمون على المؤسسات وقادة الرأي في أمريكا الآتينية أن هناك حاجة إلى تحرير التجارة وخصخصة المشروعات المملوكة للدولة، وإلى ضرورة تحقيق التوازن في الموازنات الحكومية، وكان هذا نقطة تحول في الشؤون الاقتصادية في هذه القارة. وكانت شيلي ثم المكسيك هما أول ما توجهت إليه أنظار القائمين على بنوك الاستثمار ووزراء المالية، باعتبارهما نموذجين للنظام الجديد، إلا أن أزمة المكسيك التي وقعت في عام ١٩٩٤ وضعت حداً لهذا الإفراط في التفاؤل وأثارت تساؤلات هامة حول مدى فاعلية اقتصاديات السوق، ودور التدفقات الرأسمالية في الأسواق الصاعدة.

تلقي أزمة المكسيك الضوء على ضعف إدارة السياسات النقدية وسياسة سعر الصرف، أكثر مما تنبئنا عن آفاق النمو في الأجل الطويل: إن هذه الأزمة لاتجعلنا نشك في الحاجة إلى الإصلاح، ولكنها تجعلنا نعيد النظر في مدى نجاح الإصلاح الاقتصادي عندما يتحول اقتصاد نام بسرعة كبيرة إلى مجموعة من الأسواق التي تعمل بكفاءة.

ويركز هذا البحث على الآثار المترتبة على الجمع بين تطبيق سياسات اقتصادية كلية ضعيفة مع محاولة التكامل مع الأسواق المالية العالمية، هذا فضلاً عن بحث تأثير الأزمة المكسيكية على البرازيل والدروس المستفادة من تجارب التثبيت الاقتصادي التي تقوم على أساس الارتكاز على سعر صرف كمرتكز اسمي، وذلك بهدف تأكيد الدور الأساسي لسعر الصرف الحقيقي في تشجيع قيام مناخ اقتصادي فعال. وستتناول الأجزاء التالية من هذا البحث الاستخدامات الخاطئة والصحيحة لسعر الصرف في برامج التثبيت، وبعض الآثار الجانبية غير المرغوبة للتدفقات الرأسمالية.

#### ٢ - أزمة المكسيك

إن السنوات العشر الأخيرة من الإصلاح الاقتصادي في المكسيك كانت ناجحة جداً، فلقد أدى الانضباط المالي، والإصلاح الضريبي، والتحرير المالي، وتحرير التجارة والاستثمار الأجنبي، والخصخصة إلى زيادة الإنتاجية، ومع ذلك، فإن كل هذه الإصلاحات كانت تحد من فاعليتها الإدارة السيئة للاقتصاد الكلي، حيث أدت إلى إحداث مغالاة في سعر الصرف وإلى انخفاض في المدخرات المحلية.

ولقد أدى الازدهار الذى شهدته الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة فى المكسيك فى البداية إلى تعضيد الإصلاح لأنه سمح بانخفاض أسعار الفائدة بعد برنامج التثبيت فى عام ١٩٨٩، إلا أن ذلك قد أدى إلى انهيار الاقتصاد فى النهاية، عن طريق دعم المغالاة فى سعر الصرف. وقد ساعدت الظروف المالية السائدة فى الخارج على الازدهار فى التدفقات الرأسمالية- إلى حد كبير- التى ساعدت بدورها على إخفاء حقيقة العجز فى الحساب الجارى لميزان المدفوعات والتدهور فى المدخرات الخاصة. وكأن استمرار تدفق رأس المال إلى الداخل زاد من المغالاة فى قيمة البيزو، كما ألقى بغشاوة على أبصار واضعى السياسات وشغلهم عن توقع الكارثة التى كانت نذرها تترى يوماً بعد يوم.

إن مشكلة المغالاة فى تقييم سعر الصرف هى أنها غالباً ما تكون مصاحبة لارتفاع شديد فى الاستهلاك، وهو ما يستدعى زيادة ضخمة فى الواردات وهبوطاً فى المدخرات الخاصة. وتشجع المغالاة فى تقييم سعر الصرف المستوردين على القيام باستيراد السلع التى يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد، وإذا حدث هذا فى نفس الوقت الذى يتم فيه تحرير التجارة فإن آثاره تكون مضاعفة، إذ تؤدي إلى زيادة مفاجئة فى حجم الواردات، بسبب تداعى كل وسائل الرقابة. وإذا تم التشكيك فى عمليات الإصلاح، فإن المؤسسات التجارية والأفراد سيتشككون فى استمرار عملية تحرير التجارة، ومن ثم يمضون فى زيادة عمليات الاستيراد بلا ضابط على سبيل الاحتياط. ولهذه الأسباب فإن الارتفاع الشديد فى الاستيراد غالباً ما يكون أحد الخصائص التى تتصف بها فترات الإصلاح الاقتصادى. وعلى أية حال، فإن أسواق المال العالمية لن تتغاضى إلى الأبد عن العجز المستمر فى الحساب الجارى، كما أن المشاكل التى تخلقها المغالاة فى تقييم سعر الصرف لن تختفى دون إحداث تخفيض فى قيمة العملة، وكلما ازداد تأجيل إجراء عملية الإصلاح، كلما ازدادت وطأة التعديل.

وقد تبدو أزمة المكسيك مختلفة عن الأزمات النقدية الأخرى، إلا أن المشاكل التى أدت إلى الكارثة كانت معروفة تماماً قبلها، فقد كانت هناك فترة حضانة طويلة للأزمة، وكانت المشاكل الاقتصادية المتصاعدة للمكسيك موضع تحليل دقيق قبل أزمة ميزان المدفوعات فى ديسمبر ١٩٩٤ بفترة طويلة [ انظر على سبيل المثال ] (Dornbusch & Werner (1994). المغالاة الحقيقية فى تقييم البيزو والعجز الضخم فى الحساب الجارى (الذى مولته التدفقات الرأسمالية الهائلة) وهبوط المدخرات الخاصة كانت كلها أموراً لا يمكن الاستمرار عليها. ولعل الدرس الرئيسى المستفاد من الأزمة هو أن فهم ومعرفة المشاكل القائمة لم يكن عسيراً، فالموضوعات كانت سهلة جداً من الناحية الفنية، وكما لاحظ [ Naim (1995) ] فإن الصعوبة نشأت عن تنفيذ الإجراءات السليمة، من الناحية الاقتصادية لأن تطبيقها كان صعباً من الناحية السياسية.

إن قليلاً من الحكومات تقاوم إغراء ترك سعر الصرف الحقيقي ليمضى فى الارتفاع، طالما أن الأموال تتدفق إلى داخل الدولة وتقوم بتمويل العجز فى الحساب الجارى، بل إن بعض الحكومات قد تقول: إن السلع الداخلة فى التجارة تنمو بدرجة تكفى لتبرير الزيادة الحقيقية فى سعر الصرف، وإن العجز فى الحساب الجارى إنما يستخدم لتمويل استيراد السلع الرأسمالية التى ستقوم بدورها بتوليد صادرات فى الغد تكفى وتزيد لدفع الالتزامات المتركمة، أما الحقيقة فهى أن نمو الإنتاجية ينبغى أن يكون أعلى بكثير لتبرير حجم الزيادة الحقيقية فى قيمة العملة التى تبدأ عادة مع بداية برامج التثبيت الذى يقوم على سعر صرف اسمى ارتكازى.

وفى النهاية، فإن تصحيح المغالاة فى تقييم العملة يؤدي دائماً إلى جعل عملية الإصلاح قاسية. أما الجديد فى أزمة المكسيك فقد كان هو مدى عمق واتساع موجات الصدمة التى سببتها الكارثة ودرجة الإحساس بها، وكان هذا يتعلق بدرجة أكبر بالنظام النقدى العالمى أكثر منه بالسياسات الداخلية للمكسيك. وعندما وقعت الأزمة، فقد كان رد الفعل الأول لدى المستثمرين هو أن الكارثة المالية للمكسيك ستمتد لتشمل جميع الأسواق الصاعدة، فعندما انخفضت أسعار الأوراق المالية خاصة فى الأرجنتين والبرازيل، هبطت أسعار عملات الدول النامية من تايلاند إلى بلغاريا، واختفت الاستثمارات الأجنبية. ولقد قام صندوق النقد الدولى بالتغاضى عن القواعد التى وضعها لنفسه وشارك الولايات المتحدة الأمريكية فى عملية إنقاذ سريع: فقامت الولايات المتحدة بتقديم ٢٠ مليار دولار من صندوق تثبيت أسعار الصرف، بينما قدم صندوق النقد الدولى ١٧,٨ مليار دولار لدعم عملية الإصلاح فى المكسيك، وقد أدى برنامج الإنقاذ السريع هذا إلى عزل الأسواق المالية بعيداً عن الأزمة، إلا أن ذلك لم يمنع من استمرار المشاكل الداخلية فى المكسيك، وواصل الاقتصاد انحداره محققاً انخفاضاً فى النمو بنسبة ٨% فى عام ١٩٩٥.

### ٣- البرازيل والأزمة المكسيكية

فى خلال النصف الثانى من عام ١٩٩٤، كان الاقتصاد البرازيلى يعمل بكفاءة معقولة، وكان الإصلاح الهيكلى يتم وفقاً للخطة الموضوعية له. كان النمو الاقتصادى قويا (جدول رقم ١) وبدأ الميزان التجارى يظهر علامات عجز وشيك كان من المقدر أن يزداد فى الثلاثة أشهر الأولى من عام ١٩٩٥، وأدى برنامج التثبيت وفقاً لخطة الإصلاح الاقتصادى Real Plan (انظر ملحق رقم ١)، إلى انخفاض حاد فى التضخم، من أكثر من ٥٠٠٠ % فى السنة المالية ١٩٩٣/٩٤ إلى أقل من ٢٥% فى ١٩٩٤/٩٥، بينما كانت كافة نواحي القصور الأخرى فى الاقتصاد ناجمة عن عدم التوازن المالى فى الولايات الإقليمية، وكذلك تحرير التجارة بسرعة مفرطة. وعندما حدثت أزمة البيزو فى المكسيك فى ديسمبر ١٩٩٤، كانت الاحتياطات الأجنبية للبرازيل مرتفعة، مما هيا للسلطات الاقتصادية البرازيلية بعض الحرية فى اختيار الطريقة التى يتعاملون بها مع الأزمة.

إلا أن أزمة المكسيك قد دهمت البرازيل فى لحظة حساسة، إذ كان الميزان التجارى قد بدأ فى إظهار عجزه فى خلال الشهرين الأخيرين من عام ١٩٩٤ بعد عشر سنوات متصلة من الفائض، ولقد استمر هذا العجز فى

الميزان التجارى طوال عام ١٩٩٥ وأسهم فى زيادة عجز الحساب الجارى (جدول رقم ١) وكان هذا العجز نتيجة لزيادة النشاط الاقتصادى الذى تلى تطبيق خطة الإصلاح الاقتصادى ونتيجة أيضاً للجهود الأخرى فى تحرير التجارة.

جدول رقم (١): البرازيل : مؤشرات اقتصادية مختارة (١٩٩٥ - ١٩٩٠)

١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	البيان
٥٧٠,٠	٥٥٠,٠	٤٨٥,٠	٤٥٠,٠	٤٣٧,٠	٤١٧,٠	إجمالى الناتج المحلى (مليار دولار) (١)
٤,٢	٥,٨	٤,١	٠,٨-	٠,٢	٤,٤-	معدل نمو الناتج المحلى الحقيقى % (٢)
٥,٠	٥,٠	٥,٣	٥,٨	٤,٨	٤,٣	معدل البطالة % (٣)
١٦,٠	١٠٩٤,٠	٢٧٠٩,٠	١١٥٨,٠	٤٨٠,٠	١٤٧٦,٠	معدل التضخم % (٤)
١٥,٠	٧٣٨,٠	٢٣٨٩,٠	١٠٦٣,٠	٥١٥,٠	١٥٦٧,٠	التخفيض الاسمى فى العملة
٣٣,٠	٢٤,٨	٧,١	٣٠,٢	٦,٧	٤,٨-	سعر الفائدة الحقيقى % (٥)
						ميزان المدفوعات (مليار دولار)
٤٦,٥	٤٣,٦	٣٨,٨	٣٥,٨	٣١,٦	٣١,٤	الصادرات
٥٠,٠	٣٣,٢	٢٥,٧	٢٠,٦	٢١,٠	٢٠,٧	الواردات
١٧,٨-	١,٥-	٠,٦-	٦,١	١,٤-	٣,٨-	الحساب الجارى
٣٠,٧	٩,٢	١٠,٧	١٠,٣	٠,٨	٥,٣	الحساب الرأسمالى
٥١,٨	٣٨,٨	٣٢,٢	٢٣,٨	٩,٤	١٠,٠	إجمالى الاحتياطيات الرسمية
٣١,٦	٢٨,٥	٣٨,٤	٤٢,٧	٤٣,٥	٤٢,٧	إجمالى الدين العام الصافى
						(كنسبة من إجمالى الناتج المحلى)
٢٥,٩	٢٠,٣	٢١,٦	٢١,٢	١٥,٩	١٨,٧	صافى الدين المحلى
٥,٧	٨,٣	١٦,٨	٢١,٥	٢٧,٦	٢٤,٠	صافى الدين الخارجى

\* تقديرات مبدئية.

(١) محولة إلى دولارات على أساس متوسط سعر الصرف لكل سنة.

(٢) على أساس متوسطات حقيقية ثابتة لعام ١٩٩٤.

(٣) متوسط معدل البطالة فى المناطق الحضرية فى Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife., Sao Paolo, Salvador, Rio de Janeiro.

(٤) النسبة المئوية للتغير فى الرقم القياسى العام للأسعار-عرض السلع المحلية (GPI-DS) قامت بحسابها Getulio Vargas Foundation.

(٥) أرقام الخزانة البرازيلية الفيدرالية مخفضة بمعامل (GPI-DS)، ومعذلة فى آخر كل شهر.

المصدر: IBGE , Getulio Vargas Foundation and Central Bank

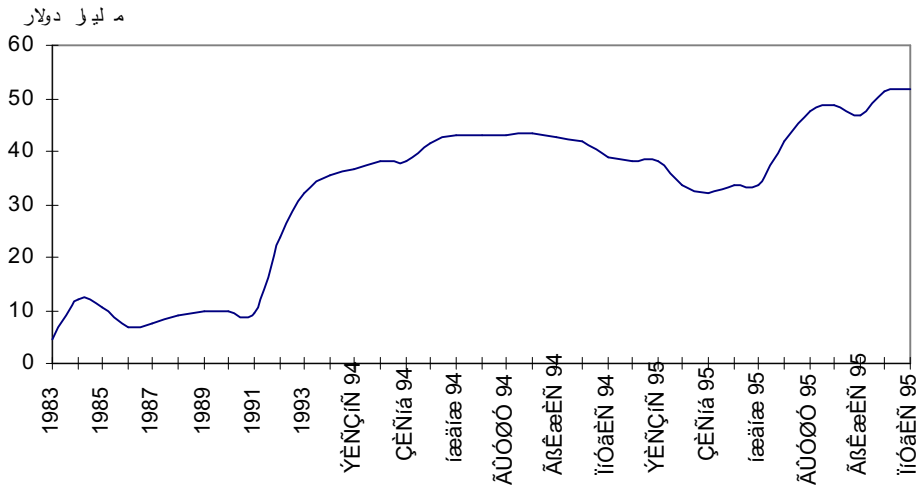
وقد أشارت جريدة Wall Street فى عرضها للأزمة التى حدثت فى ٢٨ ديسمبر ١٩٩٤ إلى "أن القيمة الدولارية للبيزو قد هبطت أمس أكثر من أى وقت مضى، لدرجة أنه تندى إلى ٥,٧ بيزو للدولار الواحد واستشرت الأزمة لتصل إلى البرازيل، حيث فقد مؤشر الأسهم ٣,٨% وفى الأرجنتين هبط المؤشر بنسبة ٤%". وقد اختتم المقال بعبارة تحذير: "وإذا ما أخذنا فى الاعتبار هذا الموقف الحساس والمخاطر الشديدة التى يتضمنها، فإن المكسيك بحاجة إلى كل مساعدة يمكن أن تحصل عليها، ولكن حتى الآن يبدو أن كل القادة الذين يجب أن ينفذوا الموقف يتمتعون بإغفاءة القيلولة".



إلا أن القادة في البرازيل لم يكونوا نائمين، وفي مواجهة الصدمة المكسيكية قام واضعو السياسة في البرازيل باتخاذ قرارات حكيمة أدت إلى حماية التثبيت الذي كان قد تم تحقيقه حديثاً، فضلاً عن ذلك فإن الاستجابة السريعة لحكومة الولايات المتحدة الأمريكية وصندوق النقد الدولي، ربما كانت أكثر أهمية من السياسات المحلية في جلب رأس المال من جديد.

لقد أدت أزمة المكسيك إلى انتكاسة لتدفقات رأس المال إلى الأسواق الصاعدة، وفي السنوات الأخيرة كان صافي تدفقات رأس المال الأجنبي إلى البرازيل كافياً لتمويل العجز المحدود في الحساب الجاري مع إسهامه في نفس الوقت في زيادة الاحتياطيات الأجنبية، ومع ذلك فإن رأس المال هذا كان يتكون بصفة أساسية من الموارد قصيرة الأجل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر [Portfolio Investment]. في عام ١٩٩٤ مثلت الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ٧٠% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية التي بلغت ٩ مليارات دولار، وفي خلال الثلاثة أشهر الأخيرة من عام ١٩٩٤ والثلاثة الأولى من عام ١٩٩٥ لم يكن صافي تدفق رأس المال كافياً لتمويل العجز في الحساب الجاري، وفقد البنك المركزي احتياطيات تبلغ ٩,٨ مليار دولار (شكل رقم ١). وعلى الرغم من هبوط نصيب المحافظ الاستثمارية بالنسبة إلى صافي التدفقات الرأسمالية في عام ١٩٩٥، فإن الأزمة لم تؤثر على التدفقات الاستثمارية المباشرة.

شكل رقم (١): الاحتياطيات الدولية في البرازيل، (١٩٨٣ - ١٩٩٥)



المصدر: بنك البرازيل المركزي.

لقد أدت أزمة المكسيك إلى إرغام واضعى السياسات فى البرازيل لتوجيه اهتمامهم إلى العجز التجارى، والذى ازداد مع التوسع فى حجم الطلب الذى سببته خطة الإصلاح Real Plan، واستمر هذا العجز حتى الشهور الأولى من عام ١٩٩٥. وقد كان استمرار عدم الاستقرار المالى فى بداية عام ١٩٩٥ وكذلك استمرار ازدياد الطلب سببا أدى بواضعى السياسة إلى إعادة ترتيب الأولويات. وفى مارس عام ١٩٩٥، قامت السلطات الاقتصادية باتباع إجراءات مالية ونقدية للتحكم فى العرض الكلى وميزان المدفوعات تضمنت تخفيضاً فى الإنفاق على المشروعات الفيدرالية وتلك التابعة للولايات، وفرض قيود على المصروفات الخاصة بالأجور والمرتبات الفيدرالية، وتغيير التشريعات لزيادة إيرادات الضرائب (على سبيل المثال، فرض ضرائب على أرباح أسهم الاستثمارات المالية).

كذلك فقد تم اتخاذ إجراءات للسيطرة على نمو الائتمان تضمنت شروطاً تقضى بضرورة إيداع ٦٠% لدى البنك المركزى من قيمة الأصول المصرفية المستخدمة كضمان أو لتقديم أنواع معينة من القروض، ورفع معدل الضريبة على العمليات المالية التى تتضمن قروضا من البنوك من ٦% إلى ١٨%، بما فى ذلك الأرصدة المدينة لديون لبطاقات الائتمان أو السندات فضلاً عن فرض حظر على وساطة البنوك المالية التى تتضمن أوراقاً تجارية، ورفع متطلبات الاحتياطى عن الودائع الآجلة.

أما عن التعامل مع العالم الخارجى، فقد تم اتخاذ الإجراءات التالية: قامت وزارة المالية بإلغاء الضرائب التى فرضت فى أكتوبر عام ١٩٩٤ على شراء الأجانب للأسهم والسندات البرازيلية، وكذلك على عمليات الائتمان الأجنبية، كما تم تخفيض الضريبة على الاستثمارات الأجنبية فى صناديق الدخل الثابت البرازيلية إلى ٥%، وقام

البنك المركزي باتباع نظام صرف جديد وتخفيض العملة بنسبة ٥,٢% مقابل الدولار، وقد حظى المصدرون بحوافز جديدة عن طريق تخفيض الضرائب على مستلزمات الإنتاج المحلية، كذلك تم زيادة الرسوم الجمركية على بعض السلع الاستهلاكية المعمرة والسيارات من ٢٠% إلى ٧٠%.

وقد أدت هذه الإجراءات إلى تحقيق النتائج المرجوة منها، فتباطأ النمو الاقتصادي، وحقق الميزان التجارى فائضاً بحلول شهر أغسطس ١٩٩٥، كما عادت التدفقات الرأسمالية والاحتياطيات الأجنبية إلى سابق عهدها، وقد أدى ذلك إلى زيادة الضريبة على الاستثمارات الأجنبية فى أوجه الاستثمار ذات الدخل الثابت من ٥% إلى ٧% وعلى الاستثمار فى السندات من صفر إلى ٥%، وتم إلغاء الاستثمارات الأجنبية الجديدة فى أسواق الأسهم. وفى خلال الثلاثة أشهر الأخيرة من عام ١٩٩٥ كانت السلطات الاقتصادية قد بدأت فى إلغاء بعض الإجراءات المقيدة وإزالة بعض القيود على الائتمان.

ولقد كان لأزمة المكسيك تأثير محدود لفترة قصيرة على الاقتصاد البرازيلى، والذى انحصر فى هبوط كبير نسبياً فى الاحتياطيات الأجنبية وفى تدفقات الاستثمار غير المباشر فى خلال الشهور الأربعة الأولى التى تلت الأزمة، وقد نجا التثبيت الذى حققته خطة الإصلاح Real Plan من الصدمة، وبحلول منتصف عام ١٩٩٥ كان واضع السياسات فى البرازيل يواجهون نفس التحديات التى كانوا يواجهونها قبيل الصدمة، وهى استمرار الإصلاح المالى غير الكافى الذى أصبح يفرض عبئاً كبيراً على سياسات النقد والائتمان وسعر الصرف.

#### ٤- التكلفة الناشئة عن الزيادة الحقيقية فى سعر الصرف

أظهرت الأزمة المكسيكية أن تأثير الزيادة الحقيقية فى قيمة العملة يظهر ببطء، وأن نمو الصادرات ليس اختباراً كافياً للمغالاة فى تقييم العملة. فإذا كانت المدخرات الخاصة تتناقص، ولم يكن الاقتصاد يحقق نمواً، فربما كان سعر الصرف الحقيقى غير متوازن، وفى هذه الحالة فإن تخفيض التضخم بنسبة أقل من ٢٠% لا ينبغى أن يكون أولوية بالنسبة لوضع السياسات، وكذلك فإنه ينبغى إعادة النظر فى استخدام سعر الصرف للسيطرة على التضخم.

بطء ظهور تكلفة الزيادة الحقيقية فى سعر الصرف أظهر رفع قيمة البيزو المكسيكى بالتعقيم على هشاشة كثيرة من أشكال تحركات رؤوس الأموال، والمخاطر التى يمكن أن تنشأ عندما تقوم التدفقات الرأسمالية المغالاة فى سعر الصرف والعجز الضخم فى الحساب الجارى. ولقد تطلبت الأزمة عدة سنوات كي تظهر، لأن مخاطر وتكاليف المغالاة فى سعر الصرف تنمو ببطء ولكنها تتفجر فجأة، وطالما كانت الاحتياطيات ورعوس الأموال متاحة، فإنه من غير الصعب مقاومة إغراء استخدام سعر الصرف للسيطرة على التضخم، ويمكن اكتشاف هذه

الظاهرة في ثلاثة من برامج التثبيت في أمريكا اللاتينية التي استخدمت سعر صرف اسمي ارتكازي، والدول المعنية هي شيلي في الفترة من ١٩٧٥-١٩٨١، والمكسيك في الفترة من ١٩٨٧-١٩٩٣، والأرجنتين في الفترة من ١٩٩٠-١٩٩٥.

ولقد كانت المكسيك في التسعينيات تتشابه في كثير من الأشياء مع شيلي في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات، فقد استخدمت شيلي أيضا سياسة سعر الصرف لتخفيض التضخم، وحدثت بها أيضا زيادة حقيقية في قيمة العملة، وتدفقت إليها رعوس الأموال بكميات كبيرة، وعانت من عجز في الحساب الخارجي، ثم في عام ١٩٨٢ حدث تخفيض ضخم في قيمة العملة والكساد.

وقد اتبعت كل من المكسيك والأرجنتين مؤخراً نفس مسار التثبيت، بالاعتماد على سعر صرف اسمي ارتكازي، وتكوين فوائض مالية، والقيام بتحرير التجارة، وتشجيع التحول إلى القطاع الخاص، وقد قام كلا البلدين بالعمل على زيادة الإنتاجية عن طريق إصلاح أسواق السلع والعمل، إلا أن الإصلاح المالي ونمو الإنتاجية لا يكفیان بمفردهما لتصحيح المغالاة في سعر الصرف، إذ أن هذه المغالاة تشجع على تقلص المدخرات، حيث يميل المواطنون إلى تفضيل الاستهلاك الحاضر عن الادخار للمستقبل. ورغم أن صادرات المكسيك نمت بقوة في عام ١٩٩٤، إلا أن المدخرات القومية هبطت إلى مستويات متدنية جداً وصلت إلى ١٣,٧% من إجمالي الناتج المحلي. أما المغالاة في قيمة العملة في شيلي في الفترة من ١٩٧٨ إلى ١٩٨١ فقد صاحبها أيضا مستوى منخفض من الادخار كان يتراوح في حدود ١٠% من إجمالي الناتج المحلي في الفترة من ١٩٧٨-١٩٨١ [ Milesi-Ferreti and Razin (١٩٩٦) ] لقد ظهر جلياً أن المغالاة في تقييم العملة تعوق النشاط الاقتصادي لما يصاحبها من إرتفاع في أسعار الفائدة للمحافظة على التدفقات الرأسمالية التي تدعم سعر الصرف، وإذا ما انخفض النمو فإن المدخرات تتخفض بدرجة أكبر وتؤدي إلى حلقة مفرغة من انخفاض في الادخار وانخفاض في معدلات النمو الاقتصادي.

وتظهر الأشكال ٢، ٣، ٤ تراكم الزيادة الحقيقية في قيمة العملات المحلية في المكسيك وشيلي والأرجنتين. إن هذه الزيادة هي المساحة المحصورة بين الخط الذي يمثل التضخم المحلي والخط الذي يمثل التضخم الأجنبي في العملة المحلية، ويمكن التعبير عن الزيادة الحقيقية في قيمة العملة في سنة محددة على أنها تعادل:

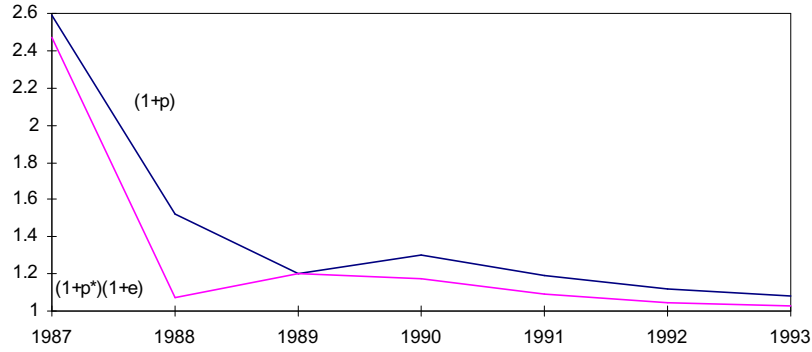
$$\{(1+p)/(1+p^*)(1+e)\}-1$$

على أساس أن (p) هو معدل التضخم المحلي، و(p\*) تمثل معدل التضخم في الدول الصناعية و(e) تمثل معدل التخفيض الاسمي للعملة المحلية.

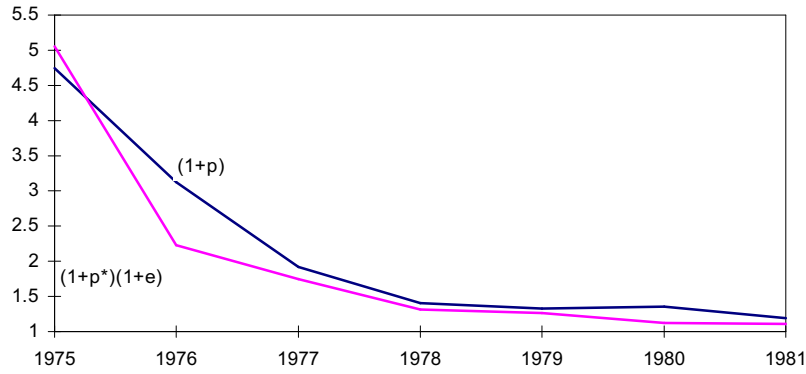
وتتشرك الاشكال الثلاثة فى بعض النواحي، ففي كل منها، ينخفض التضخم بسرعة بعد تطبيق برنامج تثبيت يقوم على أساس اتباع سعر صرف اسمى ارتكازى، إذ ترتفع الزيادة الحقيقية فى قيمة العملة فى السنة الأولى من البرنامج، وبعد ذلك ينخفض معدل التغير فى الزيادة الحقيقية فى قيمة العملة بشكل ملحوظ، وعلى الرغم من أن التضخم المحلى يتجه إلى التقارب بسرعة مع التضخم الأجنبى، إلا أنه يظل أعلى من التضخم الأجنبى فى السنوات التى تسبق الأزمة، مما يودى إلى تراكم المغالاة فى قيمة العملة. فى كل الحالات الثلاث، استغرقت الأزمة وقتاً لكى تظهر، لأن تأثير الزيادة الحقيقية فى قيمة العملة يأتى بعد مرور فترة من الوقت. وعلى أية حال، فإن العجز فى الحساب الجارى يتزايد مع تراكم حقيقى فى قيمة العملة. وفى النهاية، تظهر المشاكل الاقتصادية، التى تخلفها المغالاة فى قيمة العملة، فقد انهار البيزو فى شيلى عام ١٩٨٢ وفى المكسيك عام ١٩٩٤ وأدى ذلك إلى إجراءات شديدة الصعوبة للإصلاح. أما فى الأرجنتين فى عام ١٩٩٥، فقد حدثت بطالة لعشرين بالمائة من القوى العاملة بالبلاد.

وتدخل البرازيل الآن عامها الثانى من التضخم المنخفض، بينما مخاطر الزيادة الحقيقية- فى قيمة العملة- تنتظر، إلا أن واضعى السياسات قد وعوا الدروس التى تعلموها من الأرجنتين، وشيلى والمكسيك. وفى بداية البرنامج اختارت هذه الدول اتباع منهج أكثر مرونة وتبنت نظام حواجز سعر الصرف (أى بوضع حد أدنى وحد أعلى تتراوح بينهما معدلات الصرف). واتبعوا نظام حواجز القيود لسعر الصرف. وقد تم تعديل هذه الحواجز أربع مرات منذ بداية تطبيق البرنامج، وقد تم فى عام ١٩٩٥ إجراء تصحيح جزئى للزيادة الحقيقية فى قيمة العملة التى تراكمت فى أثناء عام ١٩٩٤.

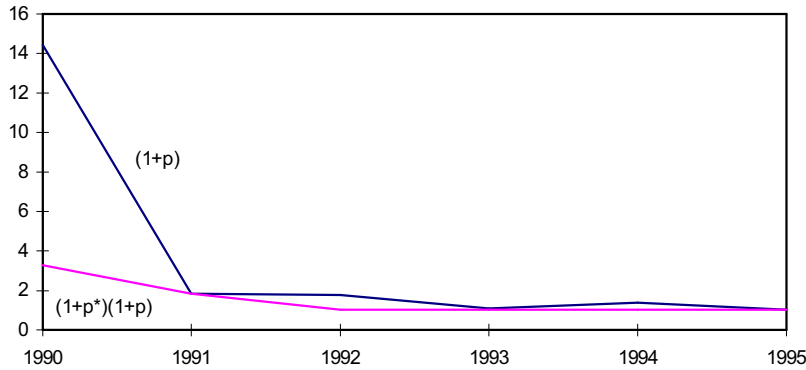
شكل رقم (٢): الزيادة الحقيقية المتراكمة في قيمة العملة في المكسيك: ١٩٨٧-١٩٩٣



شكل رقم (٣): الزيادة الحقيقية المتراكمة في قيمة العملة في شيلي: ١٩٧٥-١٩٨١



شكل رقم (٤): الزيادة الحقيقية المتراكمة في قيمة العملة في الأرجنتين: ١٩٩٠-١٩٩٥



المصدر: International Monetary Fund, International Financial Statistics, & Economic commission for Latin America and the Caribbean, Balance Preliminar (1995).

وعت البرازيل حقيقة أن التثبيت المتواصل يعتمد على التوازن المالى، إلا أن التقشف المالى صعب المنال ويتطلب إصلاحات قد تستغرق زمناً طويلاً، وهكذا يصبح من الضروري وضع استراتيجية قصيرة الأمد عند التحول من التضخم المرتفع إلى التضخم المنخفض مع وجود فترات تتميز بالعجز المالى وشبه المالى الكبير، وهروب رأس المال، ووجود آليات توصل زيادة التضخم، الذى يصاحبه عجز مالى يمكن تحمله.

الطريقة الخاطئة: استخدام سعر الصرف حتى يمكن التوصل فى النهاية أثناء الفترة الأولى التى تجرى فيها محاولة تخفيض التضخم السنوى المرتفع جداً الذى يصل إلى أكثر من ١٠٠٠%، لينظم ويضبط التوقعات ويوقف بعض الآليات ( مثل الربط الرسمى للأجور بالأسعار) التى قد تؤدى إلى زيادة التضخم، أما بعد أن ينخفض معدل التضخم فإن استخدام سعر الصرف ينتج عنه اختلالات خطيرة. ولدعم التوازن الخارجى وتخفيض العجز التجارى أثناء ارتفاع سعر الصرف الحقيقى، فإن واضعى السياسات غالباً ما يستخدمون السياسات النقدية لتخفيض الطلب الكلى، ويؤدى الاختلاف بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار الفائدة الأجنبية إلى زيادة الاقتراض الخارجى، ومن ثم يؤدى إلى دعم الزيادة فى سعر الصرف، إلا أن الحسابات التى قام بها [ Sargent & Wallace (١٩٨٦) ] قد أظهرت أن مثل هذه السياسة النقدية المقيدة لايمكنها القضاء على التضخم إذا ما استمر العجز فى الموازنة، وفضلاً عن ذلك، فإن أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة يمكن أن تجعل عملية التعديل والإصلاح المالى أكثر صعوبة، لأنها تزيد من أعباء خدمة الدين العام، كما أنها أيضاً تسهم فى تدهور محافظ البنوك، وتزيد الحاجة إلى دعم البنوك وإعادة رسميتها، وليس من السهل تخفيض أسعار الفائدة الحقيقية دون توليد تضخم، لأن ذلك يتطلب، فيما يتطلبه، إعطاء شحنة من الثقة لايمكن تحقيقها إلا باتباع سياسة واقعية لسعر الصرف وأن يؤدى هذا إلى رفع معدلات التضخم وتحسين التوازن المالى وتوازن الحسابات الجارية لميزان المدفوعات.

الطريقة الصحيحة: من الصعب إقناع صانعى السياسات والمواطنين بأن التضخم لن يزول أو يختفى تماماً من تلقاء نفسه، وذلك بسبب جمود الاقتصاد وأيضاً بسبب الاختلالات الأخرى فى التوازن المالى، إلا أن محاولة تقليص التضخم ليصبح معدله أقل من ١٠% عن طريق استخدام السياسات النقدية وسياسة سعر الصرف تؤدى إلى خفض الادخار المحلى وتخلق عجزاً غير متواصل فى الحساب الجارى لميزان المدفوعات، وهكذا فإن تصحيح عجز الحسابات الجارية عن طريق السياسات النقدية المقيدة التى تؤدى إلى خفض الطلب على كل من السلع المحلية والأجنبية يقدم حلاً للمشكلة. وهذا الاتجاه يؤدى إلى القضاء على النمو، وعندما يختفى النمو، تختفى معه المدخرات الخاصة، وقد يكون قبول معدل تضخم يتراوح بين ١٠% و ٢٠% طريقاً إلى تسهيل عمليات الإصلاح الضرورية.

وفى البرازيل التي حققت مؤخراً انخفاضاً حاداً فى معدل التضخم، فقدت البنوك الدخل الذى كانت تحصل عليه من ضريبة التضخم على الودائع تحت الطلب، والذى بلغ أكثر من ٩ مليار دولار أمريكى فى عام ١٩٩٣، طبقاً لتقديرات البنك المركزى، وبالإضافة إلى ذلك فإن أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة قد أسهمت فى التدهور الذى أصاب محافظ البنوك التجارية، ولقد ازداد عدد البنوك التجارية من أقل من ١٩٠ بنكا فى عام ١٩٨٨ إلى أكثر من ٢٧٠ بنكا فى عام ١٩٩٤، وبعض هذه البنوك ينبغى أن يصفى أو يدمج مع بعضه البعض، وقد قام البنك المركزى فعلاً فى الفترة من ١٩٩٤ إلى أوائل ١٩٩٦ بتصفية ١٧ بنكاً صغيراً، وتدخل فى خمسة بنوك مملوكة للدولة وثلاثة بنوك خاصة.

إن الاحتفاظ بأسعار فائدة مرتفعة جداً، مع تقييد السيولة بهدف خفض التضخم، قد يؤدى إلى تحقيق بعض المكاسب، من ناحية الحد من التضخم، غير أن هذه المكاسب تضيع بعد ذلك بسبب حدوث أزمة فى البنوك، ولذا فإن القيود التى تفرضها بعض البنوك التى تعمل بطريقة غير سليمة يجب أن تؤخذ فى الحسبان عند تحديد أهداف التضخم.

إن أسعار الفائدة المخفضة يمكنها أيضاً أن تسهم فى الإصلاح المالى، كما يمكن أن تقوم بذلك المخصصة، غير أن استخدام المخصصة لتخفيض الدين العام عن طريق تقليل عبء خدمة الدين طريقة أفضل من تخفيض أسعار الفائدة، كما أنها أيضاً تشجع الثقة وتساعد على تقليص الفجوة بين أسعار الفائدة المحلية وتلك الأجنبية. وقد قامت البرازيل بالبداية فى برنامج المخصصة فى عام ١٩٨١، إلا أنه حتى عام ١٩٩٥ كانت الحكومة ماتزال مسيطرة على حوالى مائة مؤسسة. وكان من بين تلك المؤسسات، ٢٩ مؤسسة فى قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية، وخمسة فى قطاع الكهرباء تبلغ قيمتها السوقية ١٤ مليار دولار و١٣ فى قطاع البترول، و١٤ شركة كبرى أخرى للبيع قيمتها السوقية ١٠ مليار دولار والباقى عبارة عن مؤسسات صغيرة للنقل ومستشفيات وشركات للمعلومات والحاسبات.

وعلى الرغم من المعارضة التى أبدتها اتحادات العمال وبعض القوى السياسية، فإن برنامج المخصصة لقى ترحيباً شعبياً، وقد تم إنشاء مجلس للمخصصة يتبع رئيس الجمهورية مباشرة ويقوم البنك الوطنى بالتنمية بتنسيق البرنامج. وتتمتع عملية المخصصة والقواعد التى تدير عليها بالشفافية، ويتم عقد المزادات فى بورصة البرازيل للأوراق المالية، والآن مع استكمال كل الأمور الأساسية، فقد أصبح من الضرورى الإسراع فى تنفيذ البرنامج.

٥- التحديات أمام البرازيل



إن التحديات المتمثلة في التخلص من العجز المالى مع المحافظة على سعر صرف تنافسى تعتبر تحديات صعبة، إلا أنها تؤتى ثمارها عند تجاوزها. والسلطات الاقتصادية فى البرازيل على وعى تام بأن التثبيت الاقتصادى المتواصل سيقضى وجود قدر صغير من العجز فى الحسابات الجارية لميزان المدفوعات والتي تمولها التدفقات الرأسمالية المتواصلة متوسطة وطويلة الأجل. ولتعويض العجز الصغير فى الحساب الجارى لميزان المدفوعات مع الاستثمارات التي يتطلبها النمو، فإن المدخرات المحلية يجب أن تزداد، وهذه الزيادة فى الادخار المحلى يمكن تحقيقها عن طريق تخفيض عجز الموازنة الحكومية وخلق مناخ يؤدي إلى تشجيع الادخار الخاص.

ويعتمد النقشف المالى على إصلاحات هيكلية تأخذ وقتاً طويلاً فى تنفيذها إذ تتضمن إصلاحاً فى الإدارة الحكومية والنظام الضريبي والتأمين الاجتماعى، كما سيتطلب الأمر تعديلات دستورية وتشريعية لتنفيذ بعض هذه الإصلاحات، والحصول على الموافقات البرلمانية المطلوبة. وفى خلال ١٩٩٥ حققت البرازيل تقدماً هاماً فى تنفيذ الإصلاحات الهيكلية وفتح الطريق أمام النشاط الخاص فى قطاعات المواصلات السلكية واللاسلكية وتوزيع الغاز الطبيعى، وإزالة التمييز بين الشركات البرازيلية والأجنبية فى قطاعات التعدين والكهرباء، مع السماح لشركات الملاحة الأجنبية بنقل البضائع فيما بين الموانئ البرازيلية.

وهناك عدد من الإصلاحات الأخرى التي ستؤتى ثمارها فى الأجل الطويل وتساعد على زيادة الادخار، فهناك اقتراح بتعديل دستورى فى الإدارة العامة، ونظام القضاء، والخدمة المدنية، يهدف إلى زيادة كفاءة الإدارة العامة، والمساعدة على توازن الموازنات العامة، وتحقيق مرونة أكبر فى إنهاء عقود العمل، إلى جانب أشياء أخرى، وهناك تعديل دستورى آخر بشأن التأمين الاجتماعى يهدف إلى إنشاء نظام جديد يتسم بالعدالة ويمكن تنفيذه، وسيجرى وضع حدود عليا للاشتراكات التي يتم دفعها والمزايا التي يمكن الحصول عليها فى نظام التأمين الاجتماعى، كما سيجرى إصلاح ذو ثلاث نواحى للقضاء على الاختلالات الحالية وهي: وضع نظم للرقابة الإدارية على أساس نظم معلومات جيدة، وميكنة النظام وتحديثه، وتسهيل القوانين للحد من التفسيرات المتعددة، وإعادة وضع نظام التأمين الاجتماعى الحكومى.

وتواجه هذه الإصلاحات فى البرازيل، كما فى غيرها من الدول، معارضة من الجماعات التي تستفيد من الوضع الراهن ومن ثم تعارض تغيير التشريعات. وبالتالي، فإن عملية التفاوض لإقرار هذه التشريعات تستغرق وقتاً طويلاً فى البرلمان، إلا أن شفافية المناقشات ووضوح المفاوضات يسهمان فى بناء الثقة واستمرار الإصلاحات.

إن أكثر المهام العاجلة الآن هي تخفيض أسعار الفائدة والحد من التدفقات الرأسمالية. ويقارن جدول رقم (٢) بين صافي التدفقات الرأسمالية في دول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي في التسعينيات والثمانينيات. ويتضح أن الفرق بين إجمالي صافي التدفقات الرأسمالية في الأعوام ١٩٩٠-١٩٩٤ والأعوام ١٩٨٣-١٩٨٩ يبلغ حوالي ٣١٧ مليار دولار وفيما بين ١٩٩٠-١٩٩٤ أكثر من نصف صافي التدفقات الرأسمالية كانت نتيجة زيادة صافي محافظ الاستثمارات والتي ارتفعت متوسط قيمتها إلى ٢٧ مليار دولار سنوياً مقارنة بقيمتها المنخفضة في سنوات السبعينيات والثمانينيات.

جدول رقم ٢- التدفقات الرأسمالية إلى أمريكا اللاتينية ودول البحر الكاريبي  
(المتوسطات السنوية، بالمليار دولار أمريكي)

١٩٩٠/٩٤	١٩٨٣/٨٩	١٩٧٧/٨٢	
٤٠,١	١٦,٦-	٢٦,٣	إجمالي صافي التدفقات الرأسمالية
١١,٩	٤,٤	٥,٣	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر
٢٦,٦	١,٢-	١,٦	صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر
١,٦	١٩,٨-	١٩,٤	أخرى

المصدر : David Folkerts-Landau & Takatoshi Ito, International Capital Markets, Developments, Prospects and Policy : Issues, International Monetary Fund, Washington D.C. August (1995).

#### ٦- التدفقات الرأسمالية

قد يكون للتدفقات الرأسمالية الكبيرة مشاكلها الكبيرة، إلا أن المشاكل لا يمكن أن تكون بدون حلول.

لماذا تسبب التدفقات الرأسمالية مشاكل؟ إن تدفقات رأس المال الأجنبي إلى الأسواق الجديدة الصاعدة في التسعينيات كان يحركها في الغالب الانخفاض النسبي لأسعار الفائدة في الدول الصناعية أكثر من اتجاهها إلى هذه الأسواق لدعم عمليات الإصلاح الاقتصادي الشاملة التي كانت تجرى بها [انظر Calvo وآخرين (١٩٩٢) و Dooley وآخرين (١٩٩٤)]. ويستخلص [Fernandez-Arias & Montiel (١٩٩٥)] دليلاً يوضح أن انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة قد لعب دوراً جوهرياً في ضخ رأس المال إلى الدول النامية.

إن أقوى الحجج لشرح الاختلافات في توزيع التدفقات الرأسمالية هي التي تتاصر أهمية العوامل الخاصة بالدول المستقبلية، إلا أن هذه المقولة لها مشاكلها لأن التدفقات لم تكن قاصرة على الدول التي تسير بخطى واثقة في عمليات الإصلاح، وقد كانت الآثار التي ترتبت على هذه التدفقات مثيرة للمتعاب، لأنه إذا تدفق رأس المال بسبب عوامل خارجية أكثر منه بسبب المساهمة في إصلاح اقتصاد الدولة المتلقية، فإنه يتوقف بعد حين مما يؤدي إلى إرغام الدول المتلقية على القيام بإصلاحات عالية التكلفة.

لا شك أن التدفقات الرأسمالية قد أسهمت إسهاماً ملموساً في دعم دور اقتصاديات السوق وفي تعويض النقص في الادخار المحلي ومن ثم أدت إلى تشجيع النمو، ومع ذلك، فقد تكون لها آثار ضارة بسبب الاختلالات التي تحدثها على مستوى الاقتصاد الجزئي المحلي، وما تجره من تأثيرات على ثبات الاقتصاد ككل.

إن اختلالات الاقتصاد الجزئي، مثل قصور الأسواق المالية، والدعم الحكومي الضمني عن طريق التسعير الإداري، وعمليات المضاربة، والمنافسة غير العادلة يمكن أن تؤدي إلى استخدام التدفقات الرأسمالية في مشروعات غير ذات قيمة اجتماعية كبيرة أو مشروعات ذات عائد منخفض وكل ذلك على حساب الاستهلاك في المستقبل، الذي يجب التضحية به للوفاء بالالتزامات المترتبة.

أما التدفقات الرأسمالية المتقلبة فهي التي تسبب أكثر المشاكل لاقتصاد الدولة المتلقية، إذ تؤدي إلى فقدان الرقابة النقدية المحلية، والمغالاة في سعر الصرف الحقيقي، وعدم الاستقرار. وأكثر المشاكل خطورة التي تنشأ عن التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل فهي المغالاة في سعر الصرف الحقيقي، وهذا يتعارض مع الأهداف طويلة الأجل للإصلاح الاقتصادي، فطالما تم التمسك بسعر صرف اسمي ثابت، فإن ذلك يشجع على الاستثمار في الأصول المالية المحلية ذات الأرباح العالية القابلة للتعديل وفقاً لسعر الصرف، إلا أنه بمجرد أن يفقد نظام الصرف المعنى فإن التدفقات الرأسمالية سرياً ما تتسحب. وتعتبر أمريكا الآتينية أكثر عرضة لهذه التقلبات من آسيا، بسبب انخفاض نسبة الاستثمار المباشر بها واعتمادها بدرجة أكبر على التدفقات الرأسمالية غير المباشرة، كما أن هناك حدوداً لحجم العجز في الحسابات الجارية الذي يمكن للأسواق المالية تمويله، وفضلاً عن ذلك، فإن تقلب تلك التدفقات تزيد من تعرض الدولة لفقدان ثقة الأسواق العالمية بها وتؤدي أيضاً إلى هروب رأس المال المحلي.

السياسات المطلوبة لحل مشكلة التدفقات الرأسمالية الكبيرة: إن الرغبة في مقاومة الضغوط التي تفرضها المغالاة في تقييم سعر الصرف في مواجهة التدفقات الرأسمالية الضخمة تؤدي أحياناً إلى تدخل نشط من جانب البنك المركزي، وتتضمن السياسات الخاصة للحد من الآثار السلبية للتدفقات الرأسمالية: التدخل المباشر لتخفيض

التدفقات عن طريق فرض القيود على حركة رأس المال والضرائب، ووضع سياسة نقدية مقيدة فيما يعرف بالتعقيم.

فرض ضوابط على حركة رأس المال: تتبع هذه القيود بحيث يمكن التمييز بين الاستثمار الذي يساعد على جعل الاقتصاد أكثر إنتاجاً، وأكثر استجابة للسوق العالمية (مثل الاستثمار الأجنبي المباشر وشراء أسهم طويلة الأجل) وبين الاستثمارات قصيرة الأجل التي تهدف إلى الكسب قصير الأجل، وهناك كثير من الدول التي تقيد شراء غير المقيمين بالدولة للأوراق المالية قصيرة الأجل، أو تطلب من المستثمرين غير المقيمين أن يحتفظوا بالأوراق المالية لمدة معينة كحد أدنى قبل أن يتم السماح لهم ببيعها، وبعض الدول تقوم أيضاً بالحد من قدرة المؤسسات على الاقتراض من الخارج. وهذا إجراء يمكن تبريره على أساس توخي الحيطة، وبعض الأساليب الأخرى تعتمد على تغيير الأسعار النسبية أكثر من اعتمادها على إجراءات منع شاملة، ولقد كانت معدلات الاحتياطي القانوني المطلوبة من البنوك التي تقترض من غير المقيمين إحدى الوسائل المعروفة لتخفيض قيمة العائد الذي يمكن أن تقدمه البنوك إلى الأجانب، كذلك قد يجرى فرض ضرائب على عمليات مختارة للحد من التدفق الرأسمالي.

إلا أنه ينبغي ملاحظة أن فرض مثل هذه الضوابط لا يمكن أن يستمر لمدة طويلة، إذ يمكن دائماً الالتفاف حول الرقابة بوسائل شتى، مثل القيام بالتمويل والسداد في الخارج مع تزييف الفواتير. وبمرور الوقت فإن المتعاملين سيجدون ثغرات ينفذون منها، ومع ذلك، فإنه في الأجل القصير على الأقل، أثبتت بعض القيود المفروضة على حركة رأس المال فعاليتها في عدد من الدول ليس فقط في آسيا ولكن أيضاً في أمريكا الآتينية، حيث تمكنت كل من شيلي وكولومبيا من الحد من تدفقات الاستثمار غير المباشر.

سياسة التعقيم: إن هبوط أسعار الفائدة الاسمية الذي تلى عمليات التثبيت في التسعينيات في أمريكا الآتينية، م يتبعه انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية، ومن ثم فإن الفروق بين أسعار الفائدة في دول أمريكا الآتينية وبين أسعار الفائدة في الدول الصناعية تعدت التخفيض المتوقع في قيمة العملة في الأجل القصير، وهكذا استمر الحافز موجوداً للتدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، وقد ذهب جزء من تلك التدفقات الرأسمالية لزيادة الاحتياطيات. ويؤدي التعقيم غير الكامل إلى زيادة سيولة البنوك التجارية التي تؤدي بدورها إلى زيادة الائتمان المصرفي، الذي يصعب التخلص منه في حالة انسحاب رأس المال الأجنبي فجأة على النحو الذي عانى منه القطاع المصرفي المكسيكي.

ومن ناحية أخرى، فإن التعقيم يمكن أن يؤدي إلى تحميل تكاليف كبيرة على الموازنة العامة من جراء الاحتفاظ باحتياطي كبير من النقد الأجنبي لتمويل المبالغ الكبيرة، وتعتمد التكاليف على حجم العمليات وعلى حجم الفرق في سعر الفائدة المحلي مقابل أسعار الفائدة على الدولار (أو أسعار الفائدة الخاصة بالعملة الداخلة في تكوين الاحتياطي). ويلاحظ أن الارتفاع في إجمالي الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية بالمقارنة بالزيادة في القاعدة النقدية يدل على الضخامة الشديدة التي تميزت بها عمليات التعقيم في البرازيل في التسعينيات.

يؤدي التعقيم غالباً إلى إعطاء الحافز للتدفقات الرأسمالية، لأنه يحافظ على ارتفاع سعر الفائدة "1". وتؤدي أسعار الفائدة المحلية المرتفعة نسبياً إلى تشجيع البنوك على اتخاذ مراكز مالية مفتوحة بالعملة الأجنبية عن طريق تمويل الإقراض بالعملة المحلية من القروض التي تحصل عليها بالعملة الأجنبية. وحتى عندما توضع قواعد تحدد مراكز العملة الأجنبية لدى تلك البنوك، فإن البنوك تظل معرضة لمخاطر تخفيض قيمة العملة، ومع استخدام سعر الصرف الاسمي الارتكازي وارتفاع أسعار فائدة محلية، وانخفاض احتمالات تخفيض قيمة العملة، فإن المؤسسات غالباً ما تدفع إلى الحصول على قروض بالعملة الأجنبية، وفي الحالات التي تدفع فيها عائدات المقترضين بالعملة المحلية، فإن نوعية القروض المقدمة بالعملة الأجنبية يمكن أن يصيبها التدهور أيضاً، إذا ما حدث تخفيض في قيمة العملة المحلية. وباختصار، فإنه لا يمكن للقيود على حركة رؤوس الأموال أو عمليات التعقيم أن تتغلب على المشاكل الاقتصادية التي تنتسب فيها التدفقات الرأسمالية الكبيرة قصيرة الأجل، والتي تتم أساساً بسبب الفرق في أسعار الفائدة، والحل الوحيد يعتمد على وضع الأسس السليمة التي تتمثل في تحقيق التوازن المالي والخارجي، وتخفيض أسعار الفائدة وتجنب المغالاة في تقييم العملة.

---

"1" كانت دول أمريكا اللاتينية تميل إلى ارتفاع أسعار الفائدة بها في التسعينيات، وفي بعض الحالات كانت أسعار الفائدة الحقيقية المبالغ فيها تعكس إلى درجة كبيرة صعوبة تحقيق مصداقية في السياسة الاقتصادية في الدول التي تميزت بوجود معدلات عالية من التضخم لفترات طويلة من الزمن.

## القسم الثانى

### سياسة سعر الصرف فى مصر

قامت المحاضرة بتطبيق نتائج التحليل الذى ورد فى دراستها على سياسة سعر الصرف فى مصر، وقد أثار ما ذكرته مناقشات مستفيضة حول الموضوع، شارك فيها عادل بشاى، وهبة حندوسة وسعيد النجار من الأكاديميين فى المؤسسات البحثية وسمير طوبار ويوسف بطرس غالى وحمدي صالح من الحكومة وفؤاد سلطان وحازم حسن ومحمد منصور من القطاع الخاص ( انظر ملحق رقم ٢ الذى يتضمن قائمة كاملة بأسماء الحاضرين وجهات عملهم.

وفيما يلى نورد ملخصاً عما دار فى المناقشة:

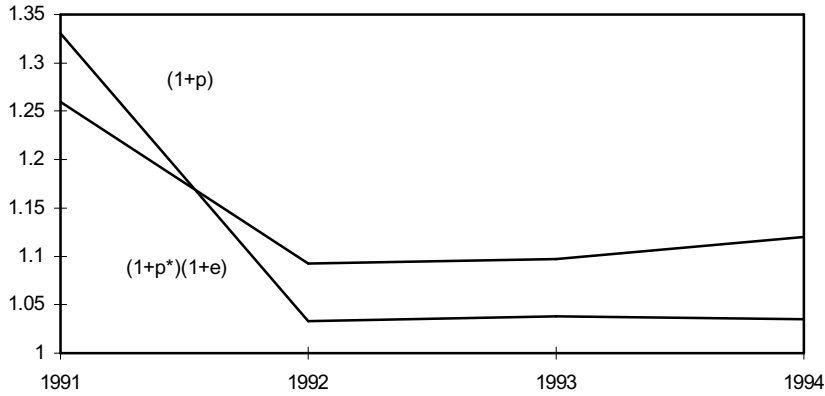
١ . هل هناك مغالاة فى سعر الصرف أم لا؟

المحاضرة: إن ذلك أمر يمكن أن يكون محل اختلاف وجهات النظر، ولكن من المؤكد أنه كانت هناك زيادة حقيقية فى سعر الصرف فى الفترة بين ١٩٩٢ و ١٩٩٤ ( انظر فى شكل رقم ٥ ). فلقد حققت مصر تقدماً هائلاً على جبهتين منذ عام ١٩٩١، فكما حدث فى البرازيل فقد بذل جهد كبير فى الناحية المالية وتم تخفيض عجز الموازنة من نسبة ١٧% من إجمالى الناتج المحلى فى أوائل التسعينات إلى ما يقرب من ٢,٥% فى عام ١٩٩٥، وكان هناك توحيد لسعر الصرف الذى تم فى عام ١٩٩١، مع تخفيض كبير فى قيمة العملة، أما نسبة هذا التخفيض فلا يمكن الجزم بها، حيث لم يكن هناك سعر صرف واحد فى عام ١٩٩٠ ليتمكن مقارنته بالسعر الجديد فى نهاية ١٩٩١، وقد تكون النسبة ٣٠% أو ٥٠%، وارتفاع التضخم فى عام ١٩٩١ يرجع إلى سوء الموقف المالى، إلى الأثر التضخمى الذى ينشأ عن تخفيض العملة. إن تخفيضاً بنسبة ٣٠% أو ٥٠% يعتبر تخفيضاً كبيراً، ولذلك كان التضخم فى عام ١٩٩١ مرتفعاً فى مصر، فكانت نسبة ١٩% فى المتوسط، ولكن إذا ما أخذت أرقام شهر ديسمبر ١٩٩١ فقد كانت النسبة حوالى ٢٥%، وعندما تم تثبيت سعر الصرف، أو تقادى تخفيضه بنسبة كبيرة، انخفض معدل التضخم، ولكن بأقل من نسبة التخفيض، وفيما بين عامى ١٩٩٠ و ١٩٩٤ كانت نسبة التضخم حوالى ١٠% بينما كان معدل التضخم فى الخارج حوالى ٤%.

لقد كان معدل التضخم فى مصر فى عام ١٩٩١ مرتفعاً على المستوى المحلى، ولكن عند مقارنته بمستويات التضخم فى أمريكا الآتينية سيلاحظ أنه ليس مرتفعاً بدرجة كبيرة، وعندما يتم استخدام سعر الصرف الاسمى

كأساس لتخفيض التضخم في مصر، فإن التضخم سينخفض ولكن بنسبة أقل من انخفاضه في أمريكا الآتينية، ففي البرازيل مثلاً انخفض معدل التضخم من ٥٠٠٠ % إلى ١٥%. إن تاريخ التضخم وسياسات التقييس (أى ربط معدل زيادة الأجور بمعدل التضخم) في البرازيل والأرجنتين، وعن طريق ربط سعر الصرف بالدولار، فإنه يمكن لمتخذى القرار أن يتخلصوا من كل من الآليات الرسمية وغير الرسمية لربط الأسعار بالأجور التي لم تعرفها مصر.

شكل رقم (٥): الزيادة المتراكمة في قيمة سعر الصرف الحقيقي في مصر: ١٩٩٤-١٩٩١



ملحوظة: قبل عام ١٩٩١، كانت هناك أسعار صرف متعددة في مصر، وقد صاحب عملية توحيد أسعار الصرف تخفيض كبير في قيمة العملة، وتختلف التقديرات بشأن هذا التخفيض في قيمة العملة المصرية بين ديسمبر ١٩٩٠ وديسمبر ١٩٩١ طبقاً للأوزان المختلفة المعطاة لأسعار الصرف التي كانت سائدة قبل عملية توحيد سعر الصرف، وقد تم عمل الرسم البياني في الشكل الموضح بعاليه على أساس إجراء تخفيض في قيمة العملة بنسبة ٣٣% فيما بين ديسمبر ١٩٩٠ وديسمبر ١٩٩١.

المصدر: البنك الدولي (1995), World Tables - الجهاز المركزي للتعبئة والإحصاء - النشرة الشهرية - أعداد مختلفة- نشرة البنك الأهلي المصري لعام ١٩٩٤، وأعداد مختلفة من النشرة الشهرية الاقتصادية لمركز المعلومات لمجلس الوزراء.

ونظراً للموقف المالي في مصر، فإن الشك يساورني في إمكانية تخفيض معدل التضخم في مصر إلى أقل من ١٠% سنوياً عن طريق تثبيت سعر الصرف، ودون أن يتم في نفس الوقت تحميل البلاد بعبء ضخم ينشأ عن الزيادة الحقيقية في تقييم العملة.

وإذا ما كان الأجانب يعتقدون أن مصر ستقوم بعملية الإصلاح والخصخصة، فإن رأس المال الأجنبي الذي سيتدفق إليها سيدعم ويساند تلك الزيادة في قيمة العملة. وقد يحدث ازدهار نتيجة لذلك، ولكنه لن يكون مستمراً، فما لم يكن هناك سعر صرف حقيقي، فلن يقوم الأفراد بالادخار، ولن يحدث نمو حقيقي، ولذلك فإنني لا أريد أن آخذ

جانب الحذر وأنظر إلى كافة العناصر الداخلة في عملية الإصلاح، ومن ثم، فإنني أحيذ تصحيح سعر الصرف، ثم التحرك بعد ذلك إلى فترة من النمو المستمر حيث تزداد الإنتاجية أيضاً مع كافة الإصلاحات الاقتصادية الجيدة التي تقوم بها مصر الآن.

## ٢ - مناقشات

مشارك: لماذا ينبغي أن نفترض أن هناك توازن في سعر الصرف عند بداية عمليات الإصلاح في المكسيك وشيلي والأرجنتين ومصر؟ فربما كان التخفيض في قيمة العملة قد تم بمعدل مبالغ فيه قبل عملية الإصلاح، فإذا كانت مصر قد قامت بإجراء تخفيض يبلغ ٣٠% أو ٥٠% فقد يكون هناك مجال كبير للمناورة في السنوات التالية لتتيح لها قليلاً من الزيادة في قيمة العملة. وإلى أي مدى يمكننا القول إن الهدف الأساسي لعملية تخفيض قيمة العملة هو تخفيض الدخل والأجور الحقيقية في الدولة؟ إننا نتحدث عن الفرق بين الأسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية، وفي النهاية سنجد أن كل شيء يمكن الاتجار فيه، إلا عاملاً واحداً من عوامل الإنتاج وهو العمل، فإذا ما كنا نريد إجراء التخفيض في قيمة العملة لتصبح أكثر قدرة على المنافسة فإن علينا أن نقوم بتخفيض الأجور في مصر بالنسبة للأجور في الخارج، وإنني أعتقد أن مستوى الأجور في مصر يقارب مثيله في الصين. فهل يتطلب الأمر لدينا فعلاً أن نخفض الأجور لنصبح أكثر قدرة على المنافسة في الأسواق العالمية؟

إن هناك مشاكل كثيرة تتعلق بالتصدير ونمو الصادرات ولا تتصل إلا قليلاً بتكلفة العمالة، وذلك سواء تم أو لم يتم تعديل الأجور الاسمية وفقاً للإنتاجية. وفي حالة مصر، فإنه على الرغم من هبوط معدل التضخم بأقل من نسبة التخفيض في قيمة العملة عام ١٩٩١ فقد صاحب ذلك إصلاحات كبيرة في الأسعار، وقد تم رفع أسعار كثير من السلع والخدمات التي ينتجها أو يقوم بها القطاع العام، وهو ما أدى إلى الحد من معدل انخفاض معدل التضخم، ولكنني أظن أنه كان خفضاً كبيراً إذا ما أخذ في الاعتبار ارتفاع كبير من أسعار الطاقة والمواد الغذائية وكثير من السلع الأساسية.

المحاضرة: أولاً، أنا لا أفترض أن أسعار الصرف الحقيقية في الأرجنتين وشيلي والمكسيك ومصر كانت في حالة توازن عندما بدأت عمليات الإصلاح، ولكنني أعتقد أنه من الممكن فعلاً، أن تكون الزيادة الحقيقية التي طرأت على سعر الصرف والتي تبعت تنفيذ برنامج التثبيت كبيرة بالدرجة الكافية لتحريك سعر الصرف بعيداً عن نقطة التوازن. وفي حالة شيلي والأرجنتين كانت هناك فعلاً مغالاة في سعر الصرف قبل عملية التثبيت، لأن التضخم



المرتفع لم يسمح لمعدل التخفيض في قيمة العملة أن يتحرك بالسرعة الكافية لسد الفجوة القائمة بين معدل التضخم

المحلي ومعدل التضخم الخارجي. وهذا يعني أن سعر الصرف قد جرى تحديده في الوقت الذي كانت فيه مغالاة، على أنني أشك في أن ذلك كان هو نفس الوضع في المكسيك، إذ أن المكسيك كانت قد أجرت تخفيضاً كبيراً في قيمة عملتها بعد أزمة الديون في عام ١٩٨٢، إلا أنه تم السماح بزيادة سعر الصرف الحقيقي مرة أخرى قبل برامج التثبيت في الفترات ١٩٨٧ - ١٩٨٩، وحتى لو تم تثبيت سعر الصرف عند مستوى يمكن معه تحمل قدر من الزيادة الاسمية، فإنه إذا استمرت الزيادة لمدة ثلاث أو أربع سنوات ستؤدي إلى محو كل التخفيض المبدئي في قيمة العملة وكافة المكاسب التي تحققت في الإنتاجية بمرور الوقت عن طريق تراكم المغالاة في قيمة العملة.

أما التساؤل عما إذا كان التخفيض في القيمة الحقيقية للعملة يتطلب تخفيض الأجور الحقيقية، فإن الأمانة تقتضى الإجابة بنعم. إن التخفيض عادة ما يتطلب خفضاً في الأجور الحقيقية إذا ما تم قياسها بالسلع التي يمكن الاتجار فيها، ولما كان الطعام هو أحد السلع التي يجري الاتجار فيها في كافة أنحاء العالم، وهو يعتبر من أهم مكونات الأجور، فإن الأجور الحقيقية عادة ما تنخفض في أثناء فترة التخفيض الحقيقي في قيمة العملة، وهذا يمثل تكلفة على العمال تجعل السياسيين يترددون قبل إجراء التخفيض، لأنه لا يوجد شخص يرغب في رؤية الانخفاض في أجور العمال الحقيقية، ولكن ينبغي مقارنة الأجور الحقيقية المنخفضة بانعدام الأجور الناشئ عن البطالة التي تتسبب فيها المغالاة في تقييم سعر الصرف، وإنني أفضل أن أحصل على انخفاض في الأجر الحقيقي بدلاً من أن أفقد عملي، وهكذا فإن هناك فعلاً تكلفة. إن الناس ينبغي أن يفكروا في تخفيض سعر الصرف ليس كإجراء منفرد، ولكن كأحد العناصر في مجموعة تتضمن السياسة المالية، والسياسة النقدية، والبرامج الاجتماعية، وبرامج العمالة، ولذا فإن التخفيض الحقيقي يعتبر مسألة كبيرة لها تكاليفها، ولو لم تكن لها هذه التكاليف، ما كانت محل بحث.

وقد لا يكون من الصواب أن نقول إن الأجور الحقيقية في مصر يمكن مقارنتها بالأجور الحقيقية في الصين، فمصر والصين دولتان فقيرتان، إذ أن مستوى الأجور الحقيقية منخفض في كليهما مقارنة بالدول الأخرى، وإذا ما تم النظر إلى قيمة الأجور الحقيقية بالدولار في الصين، فإنها ستكون أقل من أية أجور في أي مكان في العالم. ولهذا يتحدث الناس عن الإغراق القادم من الصين، (الصينيون قادمون ولن يمكننا منافستهم) فإذا ما كانت الأجور في مصر مقومة بالدولار، فإنني أعتقد أنها مع الإصلاحات الأخرى ستمكن مصر من غزو الأسواق الأخرى بشكل أكبر مما هو عليه الآن.

لقد ذكرتم بأن إصلاح الأسعار في مصر لم يسمح للتضخم بالانخفاض بدرجة أكبر، وأنتم على صواب تام، إن كثيراً من الاقتصادات التي تمر بعمليات التثبيت والإصلاح الاقتصادي في نفس الوقت تجد أن إصلاح الأسعار يعتبر ضرورياً لتصحيح العجز في المؤسسات التي تملكها الدولة، إلا أن كل دولة سيكون لديها سبب مختلف لتخفيض الأسعار وبدرجة أبداً في بعض القطاعات وأسرع في بعضها الآخر.

مشارك: لقد شهدت مصر تخفيضاً تدريجياً في قيمة الجنيه المصري من ٠,٤ جنيه للدولار إلى ٣,٤ جنيه للدولار، ولم يتأثر عجز الميزان التجاري كثيراً، أي أن تخفيض قيمة الجنيه المصري لم يؤدي إلى زيادة الصادرات، ولا أظن أن هناك مرونة في رد فعل المصدرين بالنسبة للتخفيض في قيمة العملة، فإذا ما نظرنا إلى هيكل وارداتنا نجد أن ٧٠% منها آلات ومعدات و سلع رأسمالية و سلع وسيطة لا يمكن أن تحل محلها سلع من الإنتاج المحلي سواء في الأجل القصير أو المتوسط.

إن التخفيض في قيمة العملة سيعني زيادة في أسعار الآلات والمعدات، وزيادة في تكلفة الإنتاج بما في ذلك السلع التي نريد إنتاجها بصفة رئيسية للتصدير، كما سيؤدي إلى تقليل قدرتنا التنافسية ويخلق عجزاً أكبر في الميزان التجاري، أما باقي النسبة وقدرها ٣٠% من الواردات فهي تتكون من السلع الضرورية الأساسية، مثل القمح، وهكذا فإن تخفيض قيمة الجنيه سينعكس في صورة أسعار أعلى للخبز، أو على شكل زيادة في الدعم وكلاهما أمر خطير.

المحاضرة: لقد حدث تخفيض كبير في قيمة الجنيه، ولكن النسبة الكبرى منه حدثت في عام ١٩٩١ إن سعر الصرف لم يرتفع من ٠,٤ جنيه إلى ٣,٤ جنيه للدولار في فترة قصيرة، بل أنه في خلال السنوات الثلاث الأخيرة لم يتحرك إلا بقدر ضئيل جداً، ولذلك فإن الزيادة في قيمة العملة تحدث الآن. وسواء كانت بالقدر الكافي لمعادلة آثار التخفيض الحقيقي لعام ١٩٩١ أم لا، فإن الأمر يستحق أن يدرس. أما عن الأثر على العجز في الميزان التجاري فإن سعر الصرف ليس هو العامل الوحيد لحدوثه؛ لقد عانت مصر طويلاً من عدم النمو، وإذا لم يحدث نمو فإنه لا يمكن الإنفاق، ومن ثم لا يمكن الاستيراد، وإذا لم يتم الاستيراد لن يحدث عجز تجارى.

إن النظر إلى العجز التجاري لا يكفي وحده لتحديد وجود مغالاة في قيمة العملة، إننا نطمح إلى رؤية اقتصاد سليم يحقق نمواً مع وجود عمالة كاملة، وعندئذ نتساءل عما إذا كان يمكن لهذا الاقتصاد أن يستمر في تحمل العجز في الميزان التجاري أم لا في الأجل المتوسط.

لقد ذكرت أن مصر تختلف عن غيرها من الدول نظراً لعدم مرونة الواردات والصادرات بالنسبة لسعر الصرف الحقيقي، وهذه هي نفس الحجة التي كان يثيرها مواطنو أمريكا اللاتينية منذ الخمسينات، وهي أن وارداتهم لا تتمتع بالمرونة، وأنهم يحتاجون إلى سلع رأسمالية أقل ثمناً، كما كانوا يقولون إن الزيادة الحقيقية في قيمة العملة ستؤدي إلى الحد من قدرتهم التنافسية، وفي نفس الوقت، نجد أن كوريا والصين تخفضان قيمة عملتيهما وتحافظان على إبقاء أسعار صرف لديها تتمتع بالمنافسة، كما أن كوريا تقوم الآن بتصدير نفس السلع الرأسمالية التي كانت تستوردها فيما قبل.

إنني أرجو ألا تسأل عن موقف الميزان التجاري لمصر الآن، ولكن أسأل عن الوضع الذي تود أن ترى عليه هيكل التجارة الدولية لمصر بعد عشر سنوات من الآن، ولعلك لا تريد أن تستمر مصر في تصدير القطن فقط، بل تريد أن تقوم بتصدير الملابس وكافة أنواع السلع المصنعة، لأن في ذلك تكمن القيمة المضافة، وفي ذلك أيضاً توجد فرص العمالة التي تريد خلقها والتقدم الذي ترجو تحقيقه، بل قد يصل بكم الأمر إلى تصنيع السلع الرأسمالية التي تقومون اليوم باستيرادها، إلا أن هذا كله سيعتمد على الاتجاه الذي يريد القطاع الخاص لديكم أن يذهب إليه، وعلى الاتجاه الذي ستتخذه الأسواق في تخصيص الموارد في الاقتصاد المصري.

مشارك: لقد نوهت بالإصلاح الضريبي في البرازيل، والذي تضمن خفضاً في معدلات الضرائب مع توسيع القاعدة الضريبية. ما هي نسبة التخفيض في الضرائب؟ وما هي الإجراءات التي تم اتخاذها لتحقيق توسيع القاعدة الضريبية؟ وكيف أثرت تلك الإجراءات على الإنتاج وعلى الإيرادات الحكومية في الأجلين القصير والمتوسط؟ إن هذا الموضوع شديد الأهمية في الوقت الحاضر، حيث يقوم المركز المصري للدراسات الاقتصادية بدراسة عن الضرائب تركز على هذه النقطة.

المحاضرة: إن التعديل الخاص بالضريبة على الدخل في البرازيل تمت الموافقة عليه مؤخراً، ولذا فإن تأثيره على الإنتاج لم يتضح بعد، وأحد الإصلاحات الهامة في أمريكا اللاتينية هو إصلاح الضرائب غير المباشرة، وقد أدى فرض ضريبة القيمة المضافة بشكل واسع وفي جميع قطاعات الاقتصاد إلى زيادة إيرادات الضرائب وجعل عملية إدارتها أكثر سهولة، كما عمل على وقف التهرب من الضرائب. لقد قامت البرازيل بتخفيض الضريبة على الأعمال من ٤٥% إلى ٢٥% ولكن بدون الاستثناءات والإعفاءات التي كانت موجودة من قبل، لقد أصبح تحصيل الضرائب أكثر سهولة ومن عدد أكبر من المنشآت، لأن إجراءات الضرائب تم تبسيطها بدرجة كبيرة، أما أصحاب الأعمال فقد كانوا على استعداد للاستغناء عن الإعفاء الضريبي، على أن يدفعوا الضرائب بمعدلات أقل، مع أنهم في نهاية المطاف قد يدفعون نفس المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل، ولكن بإجراءات أقل، تجعل حياتهم أكثر

بساطة، وتترك لهم الفرصة للتفكير فى الإنتاج بدلاً من إضاعة الوقت فى البحث عن طرق ووسائل للالتفاف حول القانون. وإننى أعتقد أن الإصلاح الضريبي على درجة كبيرة جداً من الأهمية، وفى بعض الدول مثل الأرجنتين والمكسيك كان من المهم العمل على زيادة إيرادات الضرائب، وفى البرازيل حيث تمثل إيرادات الضرائب ٣٠% من إجمالي الناتج المحلى، فإن ما نحتاج إليه ليس هو زيادة إيرادات الضرائب ولكن ترشيد هيكل الضرائب وتقليل الاختلافات وجعل الضرائب أكثر توحداً. وقد تكون مصر بحاجة إلى إصلاح يقوم بترشيد أكبر وزيادة أكبر فى الإيرادات من الضرائب مثل ضريبة على الدخل مصحوبة بنوع من الضريبة على القيمة المضافة.

مشارك: لقد ركزت على الناحية النقدية الدولية، وهى فعلاً شديدة الأهمية وقد حذرت من أنه عند تناول موضوعات مثل الخصخصة والإصلاح الهيكلى فإنه يجب أخذ المتغيرات الكلية فى الحسبان، والنتيجة الطبيعية لذلك هى أن النظر إلى المتغيرات الكلية، بدون أخذ الأشياء الأخرى فى الاعتبار، يمكن أن يؤدي إلى إعطاء صورة مشوهة، أو إلى الانبهار بالأرقام فى حد ذاتها وهو ما حذر منه الدكتور محبوب الحق فى كتابه "ستار الفقر".

وقد يتساءل المرء مثلاً، ما الذى قامت به الحكومة المصرية بالنسبة للمصروفات الحكومية؟ ولا نكتفى هنا بمجرد النظر إلى عجز الموازنة؛ إن تقييم الأداء الاقتصادى لأى دولة يجب أن يتم أولاً بعد الأخذ فى الاعتبار الظروف الخاصة بهذه الدولة والعوامل الخاصة التى تميز اقتصادها عن غيره، وهذا أمر شديد التعقيد لأن العوامل الاقتصادية تمتزج مع بعضها البعض ويؤثر كل منها فى الآخر، ولا يمكن أن نهمل الحقيقة القاطعة وهى أن لدينا فى مصر مشاكل إدارية وهيكلية خطيرة مثل البيروقراطية، والمشاكل التى يعانى منها المصدرون فى المطارات، والمشاكل الخاصة بمواعيد تسليم السلع، والجودة... الخ. ونحن لا نريد أن نتناول هذه المشاكل من الناحية النقدية فحسب. إن تخفيض قيمة العملة هو مجرد تغيير فى السعر، والتصدير هو محصلة للسعر مع عشرين عامل آخر. إن ما نحتاج إليه هو مجموعة من السياسات المتناغمة التى تعمل فى تناسق آخذة فى الاعتبار وضع الدولة مضافاً إليه كما ذكرت الاستراتيجية والرؤية للسنوات العشر أو العشرين القادمة.

المحاضرة: لقد أظهرت فى كلامك ناحيتين هامتين من نواحي مناقشتنا اليوم وهما الناحية المؤسسية أو الهيكلية والإنفاق الحكومى، ولقد أصبت تماماً فى أنه ينبغى النظر إلى جانب المصروفات، وهنا تكمن أهمية عملية الخصخصة، لأنها ستجعلنا قادرين على ترشيد طريقة الإنفاق الحكومى، وإذا ما تم استخدام حصيلة الأموال الناجمة عن عمليات الخصخصة لتخفيض حجم الدين العام، فإن هذا سيسهم فى خفض عبء خدمة الدين.

مشارك: لقد ذكرت أن المغالاة في سعر الصرف هي نتيجة للفرق بين تراكم معدل التضخم المحلي وتراكم معدل التضخم في الخارج لمدة أربع أو خمس سنوات، وفي بلد مثل مصر، فإنه ينبغي التفكير في ثلاثة أشياء رئيسية: أولها، أن الإنتاج في الاقتصاد المصري ليست له القدرة على الاستجابة لتخفيض العملة لأن مصر مازال لديها قطاع عام ضخم. وثانيها، أنه ما لم يكن طبقة رجال الأعمال قادرين على التحرك إلى الأمام فلن يكون هناك أي أثر على الطاقة الإنتاجية. أما ثالثها، فهو أن التضخم في مصر له أثر غير تقليدي على الاقتصاد، فهو يؤدي إلى زيادة أسعار العقارات بينما تنخفض أسعار السلع الداخلة في التجارة، ولعل هذا مرجعه أن التدفقات الرأسمالية التي تدخل البلاد بسبب تخفيض قيمة العملة تتجه إلى الاستثمار في العقارات وتؤدي إلى إحداث اختلال أكثر في الاقتصاد. والسؤال الآن هو هل كانت الإنتاجية ستزداد أو على الأقل ستبقى على ما هي عليه؟ فإذا ما تركنا سعر الصرف يعدل عن طريق تغيير هيكله في الاقتصاد، فقد يؤدي نمو الاقتصاد عند حدوثه، إلى أن يصلح من وضع سعر الصرف دون الحاجة إلى اللجوء للتخفيض، وإذا أحدثت قوى السوق ذلك الإصلاح فلماذا التدخل؟ لنضع السوق يقوم بالمهمة.

مشارك: إن البحث الذي تقدمت به الدكتورة كردوسو شديد الصلة بوضعنا الاقتصادي في مصر، ولقد كنت دائماً من المنادين بأن سياسة سعر الصرف في مصر ينبغي أن تظل دائماً مسألة اقتصادية بحتة ولا يجب إدخال أي عامل سياسي فيها. إن سياسة سعر الصرف هي إحدى أدوات السياسة الاقتصادية الرئيسية التي يجب أن تكون متاحة أمام الحكومة، وأي حكومة تحرم نفسها من هذه الأداة تضع نفسها في مأزق لا مبرر له، أما جعل سياسة سعر الصرف أو ثبات سعر الصرف الاسمي مرادفاً لنجاح الإصلاح الاقتصادي، والنظر إلى تخفيض قيمة العملة كدليل على فشل الإصلاح الاقتصادي فهي سياسة خاطئة تماماً.

إن من الصعب الاختلاف مع الرأي الذي يقول بأنه في الفترة بين عامي ١٩٩١ و ١٩٩٥ كانت هناك زيادة في سعر الصرف الحقيقي، وقد كان معدل التضخم في مصر خلال تلك الفترة أعلى بكثير من معدل التضخم لدى شركائها في التجارة، وبينما كان هناك تحسن ملموس في الإنتاجية في تلك الدول تدهورت الإنتاجية في مصر، وقد زاد الطين بلة قصورنا في تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي، وإذا ما عقدنا مقارنة بين معدل التضخم والتغيرات في الإنتاجية في مصر بالأرقام المماثلة لدى تلك الدول فإننا سنصل إلى نتيجة واحدة محددة وهي أن هناك مغالاة في سعر الصرف الحقيقي في خلال تلك الفترة.

لقد أثبتت عدة أمور فيما يتعلق بثبات سعر الصرف لدينا، فإذا ما كانت قوى السوق تؤدي إلى ثبات سعر الصرف الاسمي فلماذا نتدخل في السوق؟ إن ثبات سعر الصرف الاسمي وتوازن ميزان المدفوعات يجب أن ينظر إليهما جنباً إلى جنب مع المعايير الأخرى للوضع القائم، وفي حالة مصر هناك ثلاثة معايير تشرح ثبات سعر الصرف الاسمي وتجعله متفقاً مع الزيادة في سعر الصرف الحقيقي، وأولها هو سياسة سعر الفائدة، لقد كان سعر الفائدة في مصر مرتفعاً خلال تلك الفترة، وقد ساعد ذلك، كما قالت محدثتنا اليوم، على زيادة الاحتياطيات، وتدفق رؤوس الأموال التي أخفت حقيقة الوضع. أما المعيار الثاني فهو السياسة التجارية والتي مازالت مقيدة إلى حد كبير

على الرغم من بعض الخطوات التي اتخذت لتحرير التجارة في مصر. أما المعيار الثالث فهو المعدل المرتفع للبطالة، فإذا ما تغير أى من هذه المعايير الثلاثة؛ فإنه من المحتمل أن تعكس المغالاة في سعر الصرف الحقيقي في شكل تخفيض في سعر الصرف الاسمي.

وقد يثور التساؤل عن التكلفة التي تفرضها علينا السياسة الحالية، وفي الواقع فإننا ندفع مبالغ طائلة مقابل تحويل سياسة سعر الصرف إلى مسألة سياسية، وأيضاً مقابل جعل التخفيض في قيمة العملة مرادفاً للفشل. إننا ندفع مقابل ذلك انخفاضاً في معدلات النمو، بل في بعض الأحيان تكون معدلات النمو سالبة، كذلك فإن نسبة البطالة تقترب من ٢٠%<sup>(١)</sup>، وميزاننا التجاري في وضع خطر أو يعاني من العجز، وأنا لا يمكن أن أوافق على القول بأن الصادرات أو الواردات المصرية تتمتع بالمرونة، إذ يكفي أن ننظر إلى جانب الصادرات في الميزان التجاري لنرى ما نحن عليه من تخلف بالمقارنة بدول أخرى. إننا دولة بها ٦٠ مليون نسمة، ولكن صادراتنا من السلع لا تتعدى ٣,٥ مليار دولار بما في ذلك البترول، وبدون البترول فإن كافة صادراتنا من السلع الزراعية والمصنعة لا تتجاوز ٢ مليار دولار، وهما نفس قيمة ما تصدره كوريا من القمصان والأحذية فقط.

إن الفشل في أداء صادراتنا ليس ببساطة مسألة سعر تنافسي فقط ولكن السعر هو أحد العوامل، وبحثنا اليوم في تخفيض قيمة الجنيه المصري ينبغي أن يكون مسألة اقتصادية ولا ينبغي أن تكون له أية صلة بفشل أو نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي، وفي مصر كثير من الاقتصاديين يعتقدون أننا بمجرد أن نقوم بتخفيض قيمة العملة، فإننا نكون قد وضعنا قدمنا على بداية طريق منزلق من تخفيض العملة بحيث يؤدي كل تخفيض إلى تخفيض آخر أكبر، إلا أن الموقف هنا يختلف تماماً عما كان عليه الحال في تركيا أو المكسيك. ولا أظن أننا في وضع يسمح لنا بالتخوف من التخفيض.

مشارك: لقد قمنا بإجراء تخفيض في قيمة العملة بلغ حوالي ٢٥% في عام ١٩٩١، لكن كانت هناك عدة تخفيضات بدأت منذ عام ١٩٨٥ عندما كان عدد كبير من رجال الأعمال في القطاع الخاص في بداية نشاطهم، ولقد أدى هذا بنا إلى مصاعب جمة وإلى كثرة حالات الإفلاس نظراً لعدم معرفة الأفراد كيف يتصرفون مع النقد الأجنبي وخاصة فيما يتعلق بتغطية الالتزامات والتوتر من التغيرات في سعر الصرف وقد يكون هذا - جزئياً - هو السبب في إحجام الحكومة عن القيام بتخفيض قيمة الجنيه المصري، أما إذا ما تم التخفيض اليوم، فإن هذا لن يعنى أننا سنزيد صادراتنا بشكل تلقائي، لأن لدينا شوطاً طويلاً علينا أن نقطعه. إن علينا أن نقوم بإعادة هيكلة صناعتنا، وأن نعمل على الارتفاع بمستويات الإدارة لدينا وخاصة في موانينا، وتحديد الأسواق، وهي أمور لانعرفها حتى الآن، إن هناك كثيراً من القضايا، ولكن تخفيض قيمة العملة هو جزء من كل. إن علينا أن نحسن اختيار الوقت، كما ينبغي أن يعلم الأفراد أن التخفيض سيحدث حتى لا يفاجئوا به، ويمكنهم أن يتصرفوا وفقاً له.

مشارك: إن بعض الموضوعات مثل نمو الإنتاجية والادخار تعتبر أموراً أساسية لتقرير ما إذا كان لدى مصر سعر صرف حقيقي مناسب، وما إذا كان عليها أن ترفع من قيمة العملة أم تخفضها أم لا تفعل شيئاً على الإطلاق. لقد انخفض الإنفاق الحكومي من ٤٢% من الناتج المحلي الإجمالي إلى حوالي ٣٨% الآن.

(١) هذا هو تقدير المشارك بينما تقدير البطالة الرسمي هو ٩,٤% لعام ١٩٩٥/٩٦.

إن ما يؤثر في الصادرات ليس هو التخفيض المستتر في قيمة العملة والتآكل التدريجي لسعر الصرف ولكنه سياسة اقتصادية تتميز بالاستقرار وتدور حول سعر صرف حقيقي، وهو ما يشبه الفرق بين الري بالتقسيط والري بالغمر، ففي عملية الري بالتقسيط يتم إعطاء النبات جرعات متواصلة من المياه كل دقيقة وطوال اليوم، أما في عملية الري بالغمر فإن الماء يغمر الحقل والنبات مرة واحدة في أحد الأيام، ثم يترك النبات لمدة ١٥ يوماً مثلاً قبل أن يعود إلى غمره بالماء مرة أخرى، ومثل هذه الطريقة لن تؤدي إلى ترويج الصادرات، أما ما يؤدي إلى ترويج الصادرات فهو سياسة مستمرة متواصلة للحفاظ على سعر الصرف.

إن الكوريين وغيرهم قد حافظوا على ثبات أسعار الصرف بالقيمة الحقيقية بطريقة أو أخرى، لقد قاموا بتخفيضها أحياناً، ولكنهم كانوا يقومون بحماية أسعار عملتهم من التقلبات الحقيقية في معظم الأحيان، وهذا هو ما يؤدي إلى ترويج الصادرات. إن المصدر يجب أن يعلم أنه ليس من المريح القيام بالتصدير الآن فقط، بل إن الأمر سيستمر على ذلك الوضع للعامين القادمين أو الثلاثة أو حتى الأربعة القادمة على الأقل، وينبغي أن تكون لدينا قناعة مؤداها الحفاظ على سعر الصرف الحقيقي، وإلا فإننا سنسقط في الفخ المنصوب للتخفيض والاستمرار فيه، وما لم يدرك المصدر أن ربحية عملية التصدير تمتد إلى عدة سنوات قادمة فإنه لن يقوم بالاستثمار.

إن السيد دومينجو كافالو، وزير الاقتصاد الأرجنتيني، يتبع نموذجاً قريباً جداً منا، وسنده في ذلك، وهو ما أعتقد أنه ينطبق على مصر أيضاً، أن هناك مجالاً واسعاً لتحسين الإنتاجية والنمو بمجرد إبعاد الحكومة عن الأفراد وإعطائهم الحرية للتصرف. إن الإنتاجية لدينا قد ظلت منخفضة بسبب التدخل المستمر من جانب الحكومة في العملية الإنتاجية على كافة المستويات من لحظة تقديم الخدمة أو السلعة وحتى وصولها إلى المستهلك، ولذلك فإن النموذج الذي يتم اختياره، وهو المحافظة على سعر صرف اسمي اقتصادي، لن يمكن المحافظة عليه إلا بالإصلاح العاجل والمستمر للبيروقراطية وإذا لم نجعل النظام القانوني مرناً والإجراءات بسيطة، وما لم نرفع يد الحكومة عن التدخل في شؤون المنتجين، فإننا سنضطر إلى تغيير الطريقة المتبعة في تحديد سعر الصرف، كما ذكرت المتحدثة في محاضرتها.

أما النقطة الأخرى المهمة في التحليل الذي قامت به المتحدثة فهو الادخار، فإنني أرى أن الخصخصة ستكون المورد الرئيسي للموازنة المصرية في خلال فترة تمتد من خمس إلى عشر سنوات، ولدينا أصول في القطاع العام يمكن تقييمها بمبلغ يتراوح بين ٦٠٠ و ٦٥٠ مليار جنيه أي عشرة أضعاف ميزانية الدولة اليوم، وإذا ما أمكن لنصف هذا المبلغ أن يدخل في الموازنة، وإذا أمكن استخدام المبلغ في تخفيض الدين العام - فإننا عندئذ سنكون على عتبة مرحلة من التحسن في الادخار المحلي.

إن هناك بعدين سيساعدنا على المحافظة على سعر صرف اسمي ارتكازي: إننا يمكن أن نحافظ على أي مرتكز اسمي يجرى تثبيته في النظام الاقتصادي ويكون له أثر معادل، وأكثر هذه المرتكزات كفاءة هو سعر الصرف، وبسبب عدم وجود نظام للضمان الاجتماعي، وبسبب وجود الجمود في مستوى المصروفات الحكومية، فإنه إذا لم يتم الإسراع بهذين البعدين في السنوات القليلة القادمة - كما يوضح التحليل الذي قدمته المحاضرة بحق - فإنه سيكون علينا أن نعيد هيكله سياستنا حول سعر صرف اسمي آخر.

لقد عرف مواطنو الأرجنتين مغالاة في سعر الصرف الحقيقي بنسبة تتراوح بين ٣٥% و ٤٠% في السنوات الخمس الأخيرة، وهو بشكل أو بآخر نفس نوع المغالاة أو الزيادة التي رأيناها في مصر منذ ١٩٩١. ويقول السيد كافالو: إنه يعتقد أنه سينجح في تخفيف هذا النظام عن طريق الاستمرار في إلغاء القوانين، ولكنه يعتقد أيضاً أنه في خلال سنوات قليلة لابد أن يبحث عن نظام يدعم ويقوى ما تم التوصل إليه عن طريق وسائل مختلفة، إذ لا يمكن الاستمرار على نفس المنوال الحالي لمدة طويلة.



## ملحوظة ١

### خطة البرازيل للإصلاح

### “Brazil’s Real Plan”

مر التثبيت طبقاً لخطة الإصلاح في البرازيل في مراحل ثلاث: التعديل المالي العام، والإصلاح النقدي واستخدام سعر الصرف كمرتكز اسمي. وفي شهر يناير ١٩٩٤ وافق البرلمان البرازيلي على خطة للتعديل المالي تضمنت تخفيضاً في الإنفاق الجارى وإنشاء الصندوق الاجتماعي للطوارئ. وقد جرى تمويل الصندوق عن طريق إعادة توجيه إيرادات الحكومة المركزية (الفيدرالية) وكذلك الحد من قدرة الولايات والبلديات في الحصول على الائتمان، إلى جانب استعادة اشتراكات التأمين الاجتماعي الإجباري، وأدى هذا إلى عدم التزام الحكومة الجزئي بالربط الإلزامي بين الإيرادات والنفقات، وحررت بذلك نحو ٢٠% من الإيرادات التي كانت مخصصة لأغراض أخرى، وقد أدى تزايد المرونة والنمو الاقتصادي اللذان أتى بهما الإصلاح إلى تحقيق فائض في حساب العمليات في عام ١٩٩٤.

أما المكون الثاني من خطة الإصلاح فقد كان إجراء مؤقتاً للإصلاح النقدي، وبمقتضاه تم الربط بين العقود URV والأسعار والأجور وسعر الصرف وبين معامل ارتفاع يومي واحد ووحدة حسابية (الوحدة الحقيقية للقيمة) ( وقد كان الهدف من الإصلاح الذي بدأ في أول مارس ١٩٩٤ واستمر لمدة أربعة Unidade Real de Valor شهور، أن يساعد على إعادة الثقة في العملة الوطنية. وقام البنك المركزي بتحديد سعر تعادل يومي بين على أساس المعدل الجارى للتضخم، وفقاً لما تعكسه ثلاثة من مؤشرات URV الكروزيرويرال وبين وحدة منخفضة URV الأسعار القياسية التي يتم متابعتها عن كثب. ولما كانت قيمة كل من الكروزيرويرال ووحدة بالنسبة للدولار الأمريكي بنفس المعدل تقريباً، فقد كانت معظم الأسعار والعقود مقومة ضمناً بالدولار الأمريكي. إلى URV وفي أول يوليو عام ١٩٩٤ تم إدخال عملة جديدة إلى التعامل وهي "ريال" عن طريق تحويل العقود المقومة بوحدة Real Cruzeiro Reals "الريال" و بسعر ١ : ١، وتوقف وجود الكروزيرويرال وتم تحويله إلى العملة الجديدة على أساس ٢٧٥٠.

وعلى الرغم من أن الإصلاح المالي لم يكن كاملاً فقد كان هناك تحسن كبير منذ عام ١٩٩٤ كما تظهر المؤشرات المالية. وإذا ما نظرنا إلى احتياجات القطاع العام من القروض، والذي يعتبر مقياساً تقليدياً لعجز الموازنة، فإننا سنلاحظ أن هذا المقياس كان يمثل ٥٨% من إجمالي الناتج المحلي في عام ١٩٩٣، ولكنه تراجع إلى ٤٤% في عام ١٩٩٤، وإلى ٧% في عام ١٩٩٥. وكان هناك جزء من المدفوعات عن الفوائد مرتبطاً بالتضخم. وهكذا فإن الانخفاض الضخم لاحتياجات القطاع العام من القروض في عام ١٩٩٥ يعكس هبوطاً في معدلات الفائدة الاسمية استجابة للانخفاض الكبير في التضخم.

والمقياس الآخر للعجز هو عجز حساب العمليات ( انظر العمود الثاني في جدول رقم ٣ ) وهو يستبعد من مصروفات الحكومة الجزء الذي يمثل التضخم في المدفوعات عن الفوائد، ويعتبر حساب عجز العمليات عملية حساسة للغاية بالنسبة لمعامل الانكماش المستخدم

وللتغيرات في سعر الصرف، وخاصة في اقتصاد تكون الأسعار فيه قد تحركت بمعدل ٨٠% في شهر واحد، ومع انخفاض التضخم، تصبح هذه الأرقام أكثر شفافية. وقد أدت أسعار الفائدة المحلية الحقيقية المرتفعة إلى زيادة تكلفة خدمة الدين المحلي، وأسهمت بذلك في تحقيق عجز بلغ ٤% في عام ١٩٩٥، ويكشف هذا المقياس للعجز أن المهمة الصعبة لتخفيض المصروفات الحكومية ما زالت قائمة، وهو اكتشاف يؤيده صغر حجم الفائض الابتدائي.

جدول رقم (٣): المقاييس المختلفة لعجز الموازنة كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي في

البرازيل (١٩٩٥ - ١٩٩٠)

السنة	المتطلبات الاقتراضية للقطاع العام	فائض (عجز) العمليات	الفائض (العجز) الأولي
١٩٩٠	٣٠	١,٣	٤,٧
١٩٩١	٢٤	١,٤	٣
١٩٩٢	٤٤	(٢,٢)	٢,٤
١٩٩٣	٥٨	٠,٢	٢,٦
١٩٩٤	٤٤	١,١	٤,٨
١٩٩٥	٧	(٤,٢)	١

المصدر : وزارة المالية

وفي عام ١٩٩٥ انخفض الفائض الابتدائي، الذي لا يدخل فيه مدفوعات الفوائد ( العمود الثالث في جدول رقم ٣)، مما يعكس زيادة كبيرة في الأجور، ومن الممكن أن يتغير هذا قريباً على أية حال، نظراً لما يسود البلاد الآن من وعى جديد على كافة المستويات في الحكومة وبين المواطنين أيضاً بأن التوازن المالي يعتبر عنصراً أساسياً للاقتصاد السليم. ولهذا نجد أن الحكومات الإقليمية بدأت في عقد اتفاقيات مع وزير المالية لإعادة جدولة ديونها، وهذه الاتفاقيات تفرض شروطاً قاسية على تلك الحكومات بما في ذلك زيادة في فوائضها الابتدائية عن طريق تخفيض الأجور وخصخصة المنشآت المحلية.

إن نجاح البرازيل في خفض التضخم كان مصحوباً بزيادة في سعر الصرف الحقيقي (شكل رقم ٦) وبتوسع اقتصادي فيما بين أغسطس ١٩٩٤ وأبريل ١٩٩٥ تبعه انكماش في منتصف عام ١٩٩٥. وهذه الصورة التي تتشابه مع ما تم ملاحظته في الدول الأخرى التي استخدمت سعر الصرف الاسمي الارتكازي، تتضمن زيادة حقيقية في سعر الصرف، وارتفاعاً في الأجور الحقيقية، وتدهوراً في الحسابات الخارجية، وازدهاراً اقتصادياً تليه مرحلة تباطؤ وركود.

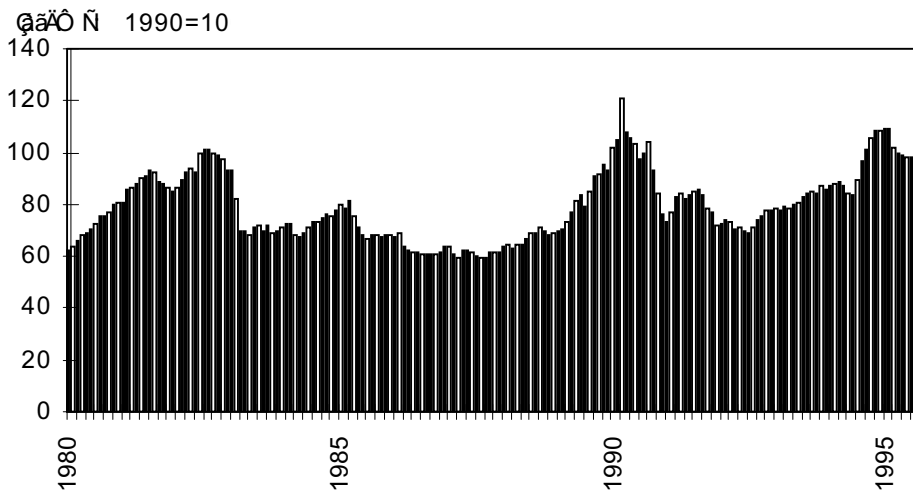
لقد أدى تدفق الاستثمار الأجنبي إلى دعم الزيادة الحقيقية في سعر الصرف فيما بين يوليو ومنتصف أكتوبر عام ١٩٩٤، عندما قام البنك المركزي بفرض ضريبة بنسبة ١% على المستثمرين الأجانب الذين كانوا يشترون الأسهم البرازيلية، وارتفع معدل الضريبة

المفروضة على الأجانب الذين يستثمرون في صناديق الاستثمار البرازيلية ذات الدخل الثابت من ٥% إلى ٩% ، كما ارتفع سعر الصرف على عمليات الائتمان الأجنبية من ٣% إلى ٧% وقد أسهمت التدفقات الرأسمالية الضخمة في زيادة الاحتياطيات الأجنبية التي بلغت ما يعادل ١٤ شهراً من قيمة الواردات في نهاية ١٩٩٤.

لم ينشأ الازدهار الاقتصادي لم ينشأ من الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية، كما كان عليه الحال في البرامج الأخرى لخفض وفي الواقع فإن أسعار الفائدة الحقيقية [1982] (Rodriguez (1982) Dornbusch) التضخم الذي قام على أساس سعر الصرف [انظر ظلت مرتفعة طوال الفترة (انظر جدول رقم ١)، بل نشأ الازدهار مع الانخفاض في ضريبة التضخم التي تولد عنها الثراء بسبب ( ١٩٨٧ )] وقد لعب استهلاك السلع (Helpman & Razin) [انظر Ricardian Equivalence] نقص في المعادل الريكاردى ( ١٩٩٤)] وقد أسهمت الزيادة في الأجور الحقيقية في زيادة الاستهلاك Gregorio Guidotti & Vegh De المعمرة دوراً أيضاً [انظر فيما بين عام ١٩٩٣ وعام ١٩٩٥ وأجريت عدة تعديلات على الأجور، أدت إلى زيادة كبيرة في الأجور الحقيقية.

وفي بداية التسعينات، اتبعت البرازيل نفس النهج الذي سارت عليه دول أمريكا اللاتينية وقامت بفتح أبواب التجارة عن طريق تخفيض الرسوم الجمركية، واستبعاد العوائق غير الجمركية فضلاً عن إلغاء إعانات الدعم والحوافز الخاصة بالتصدير وقد انخفض متوسط الرسوم الجمركية بما يزيد على ٣٠% في عام ١٩٩١ إلى ١٤% في نهاية عام ١٩٩٤.

شكل رقم (٦): سعر الصرف الحقيقي الفعلي في البرازيل (١٩٨٠ - ١٩٩٥)



ملاحظة : الحركة إلى أعلى تعنى زيادة حقيقية

المصدر : Morgan Guaranty.

كما انخفضت كل من الحماية الاسمية والفعلية وأصبحت أكثر تماثلاً ( شكل رقم ٧)، وفي يناير ١٩٩٥ تم تطبيق الرسوم (، وهذه التعريفات الجمركية التي تندرج من صفر في المائة Mercosur Common External Tariff الجمركية الخارجية الموحدة )

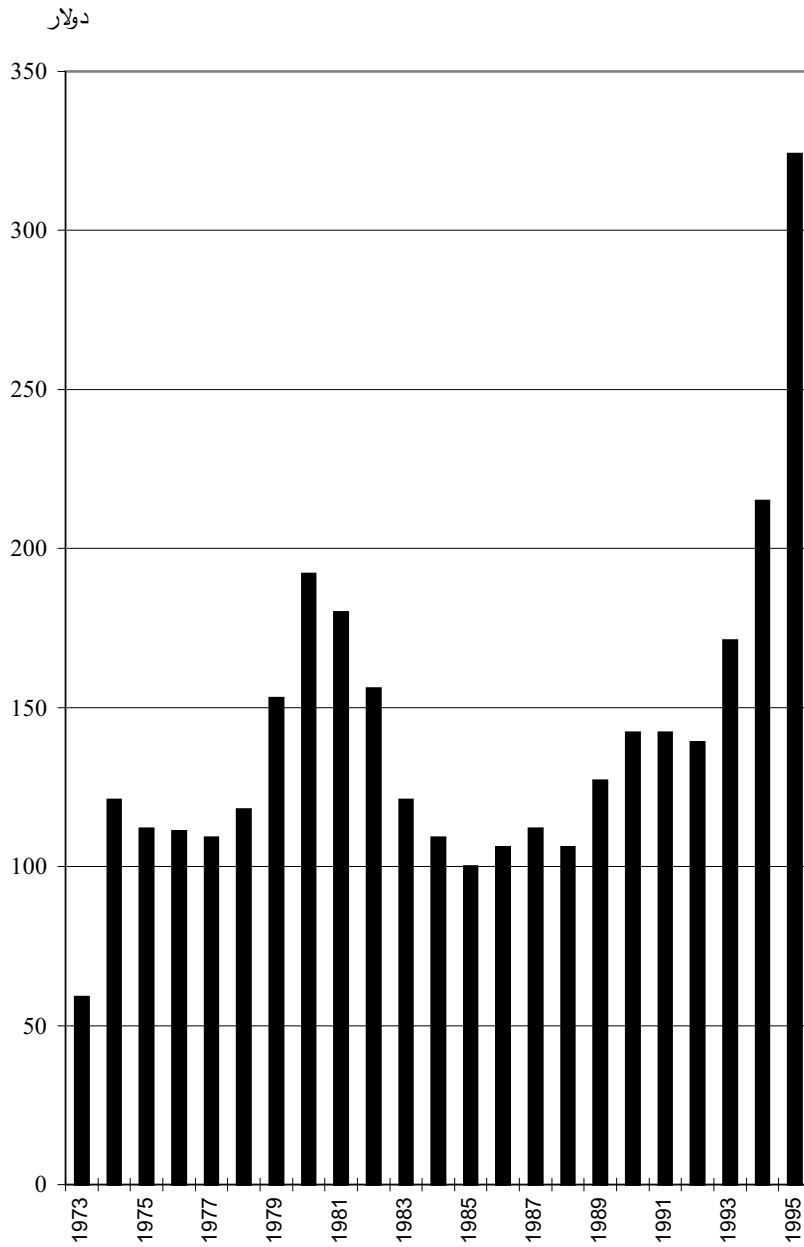
إلى ٢٠% على حوالى ٨٥% من تجارة دول الميركوسول مع باقى العالم، تفرض الانضباط لأنها تزيد من صعوبة النكوص عن إجراءات تحرير التجارة، وقد ساعد التحرير - فى زيادة حجم الواردات زيادة كبيرة. (انظر شكل رقم ٨).

شكل رقم (٧): معدلات الحماية الفعلية فى البرازيل (١٩٩٠-١٩٩٤)

تقسيم السلع بحسب النشاط

المصدر: (معهد البحوث الاقتصادية والاجتماعية - وزارة التخطيط البرازيلية).

شكل رقم (٨): نصيب الفرد من الواردات في البرازيل (١٩٧٣ - ١٩٩٥)



المصدر : (وزارة الصناعة والتجارة والمعهد البرازيلي للإحصاء والجغرافيا)

## ملحق ٢

## قائمة الحضور

المدير التنفيذي ومدير البحوث - المركز المصري للدراسات الاقتصادية	أحمد جلال
عضو مجلس إدارة المركز المصري للدراسات الاقتصادية ورئيس مكتب الدراسات المالية والاستثمارية.	أسعد سمعان أسعد
نائب أول رئيس شركة الأهلى للاستثمار والتنمية.	أشرف محمود
أخصائى مشروعات، هيئة المعونة الأمريكية.	تيموثى أوكنور
مراسل جريدة فاينانشيال تايمز.	جيمس ويتينجتون
عضو اللجنة التنفيذية - المركز المصري للدراسات الاقتصادية ورئيس	حازم حسن
حازم حسن للخبرة الاستشارية. KPMG مجلس إدارة	
مدير إدارة مراكز البحوث والجامعات ومؤسسات الرأى العام.	حمدي صالح
ممثل مقيم - البنك الدولي.	خالد إكرام
نائب مساعد وزير الخارجية للتعاون الاقتصادي الإقليمي - وزارة	رعوف سعد
الخارجية.	
رئيس قسم الشؤون السياسية والاقتصادية - السفارة البريطانية.	روبين لامب
سكرتير ثان - السفارة البرازيلية.	رونالد منديس
رئيس جمعية النداء الجديد.	سعيد النجار
رئيس اللجنة الاقتصادية - الحزب الوطنى.	سمير طوبار
رئيس مجلس إدارة المركز المصري للدراسات الاقتصادية وشريك فى	طاهر حلمى
مؤسسة بيكر وماكنزى للشئون القانونية.	
رئيس قسم الاقتصاد بالجامعة الأمريكية.	عادل بشاى
نائب أول رئيس شركة الأهلى للاستثمار والتنمية.	علاء عامر
صحفية - الأهرام ويكلى.	غادة رجب
سفير البرازيل فى جمهورية مصر العربية.	فيرجليو موريسترن دى أندراد
رئيس مجلس إدارة شركة الأهلى للتنمية والاستثمار - القاهرة.	فؤاد سلطان
أستاذ اقتصاد - جامعة القاهرة.	ليلى الخواجة

مديرة برامج - برنامج الأمم المتحدة للتنمية - القاهرة.	ليلى درويش
مستشار اقتصادى - الاتحاد الأوروبى - القاهرة.	مارتين لوفيك
مساعد وزير الخارجية.	محمد جمال الدين بيومى
أمين عام المركز المصرى للدراسات الاقتصادية	محمد منصور
رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لشركة مانتراك ورئيس مجلس إدارة	
مجموعة منصور موتورز.	
خبير اقتصادى - المركز المصرى للدراسات الاقتصادية ومدرس	محمود محيى الدين
اقتصاديات التمويل - كلية الاقتصاد والعلوم السياسية- جامعة القاهرة.	
عضو مجلس إدارة المركز المصرى للدراسات الاقتصادية.	ناجى الفيومى
كبير مستشارين ومساعد المدير المساعد للتجارة والاستثمار - هيئة	
المعونة الأمريكية القاهرة.	
المدير التنفيذى - منتدى البحوث الاقتصادية للدول العربية وإيران وتركيا.	هبة حندوسة
نائب المدير- ومدير الشؤون الإدارية والمالية والاتصالات - المركز	هشام فهمى
المصرى للدراسات الاقتصادية.	
عضو مجلس إدارة - المهندسون المتحدون.	يوسف الشرنوبى
وزير الدولة بمجلس الوزراء.	يوسف بطرس غالى