



تجربة التثبيت في مصر

تأليف: أرفند سوبرامانيان

ترجمة: سمير كريم

ورقة عمل: رقم ١٨

أكتوبر ١٩٩٧

يتوجه المؤلف بالشكر لكل من بيتر ألوم، وجيمس دانيل، وأحمد جلال، وهوارد هاندي، وهبه خندوسه، وسوندراجان والمشاركين في ندوات المركز المصري للدراسات الاقتصادية ومنتدى البحوث الاقتصادية في القاهرة، وبخاصة محمد العريان للملاحظات القيمة على النسخة السابقة من هذه الورقة. كما يشكر أيضاً كلا من ندى مسعود، وناهد الطنطاوى، ورفيق ويليام لمساعدتهم الممتازة في البحث، أما الأخطاء كما يقول المؤلف فلا يتحمل وزرها سواه.

١. مقدمة:

بدأت مصر عملاً جاداً للإصلاح يهدف إلى النهوض باقتصادها ووضعه على مسار النمو المرتفع الذى يؤدى بدوره إلى تحقيق الارتفاع الدائم بمستويات المعيشة، كما يعمل على انحسار موجة البطالة وزيادة العمالة، فضلاً عن تخفيض مستويات الفقر، وتسهيل اندماج مصر السريع فى الاقتصاد العالمى. وكان من الواجب أن يتم بلوغ هذه الأهداف فى إطار برنامج يقوم على أساس ثبات الاقتصاد الكلى الذى تحقق فى السنوات القليلة الماضية، والذى يدعو إلى التنبؤ بتزايد سرعة تنفيذ الإصلاحات الهيكلية، التى تضم الخصخصة، وتحرير التجارة، وتخفيض العوائق التنظيمية والإصلاح المالى وتقوية القطاع التمولي. ولضمان قيام بيئة جيدة مؤيدة لهذه الإصلاحات فقد اقتضى الأمر، ضرورة فهم وتقييم نجاح تجربة مصر فى تثبيت الاقتصاد الكلى واستخراج الدروس التى يمكن استفاستها، لأن استمرار التثبيت ودوامه بشكل الدعامة الأساسية لمرحلة النمو.

وتتناول هذه الورقة بالتحليل تجربة مصر فى التثبيت، مع التركيز على العموميات التى تشترك فيها هذه التجربة مع تجارب التثبيت فى الدول الأخرى، وكذلك على خصوصيات الوضع فى مصر. وقد جرى ترتيبها كما يلى:

- يتناول القسم الثانى باختصار أداء الاقتصاد الكلى فى مصر فيما بين ١٩٨٨/٨٧ و ١٩٩٧/٩٦، على أساس أن الفترة ما بين ١٩٨٨/٨٧ و ١٩٩١/٩٠ تمثل فترة ما قبل التثبيت، وأن الفترة فيما بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٧/٩٦ تمثل فترة التثبيت.
- ونورد فى القسم الثالث فصلاً للأسس المالية للتثبيت، مع وصف أحجامها وتحليل العوامل التى تقوم عليها، وتقييم التثبيت فى الأجل المتوسط.

- ويترجى القسم الرابع آليات الانتقال والمسائل النقدية فى شكل إجابات على أسئلة تحليلية مثل هل كان الطلب على النقود ثابتاً؟ والآثار المترتبة على تحديد الهدف النقدى مقابل سعر الصرف الأجنبي؟ هل كانت السياسة النقدية - بصفة عامة - شديدة التثبيت؟ وإذا كان الأمر كذلك فهل أدى هذا إلى زيادة تكلفة الناتج من التضخم؟ ولماذا تم بنجاح التخلص من الوفرة على عكس ما حدث فى بعض بلدان أمريكا اللاتينية وشرق آسيا.
- ويختص القسم الخامس بتحليل التطور فى النظام التمولي فى خلال فترة التثبيت، وبخاصة الكيفية التى يمكن بها النظام التمولي من تفاىد الجراح والصعوبات التى عادة ما تصاحب وتهدد عمليات التثبيت.
- ويقدم القسم السادس تقييماً لبعض الموضوعات المختارة المتصلة بسعر الصرف.
- ويجرى فى القسم السابع عقد مقارنة بين عدد من الملامح الخاصة بالتجربة المصرية، بما يحدث فى بعض الدول النامية الأخرى حديثة العهد بالتثبيت.
- ويحدد القسم الثامن باختصار النقاط الضعيفة فى عملية التثبيت.
- ويقدم القسم التاسع خاتمة لهذا البحث.

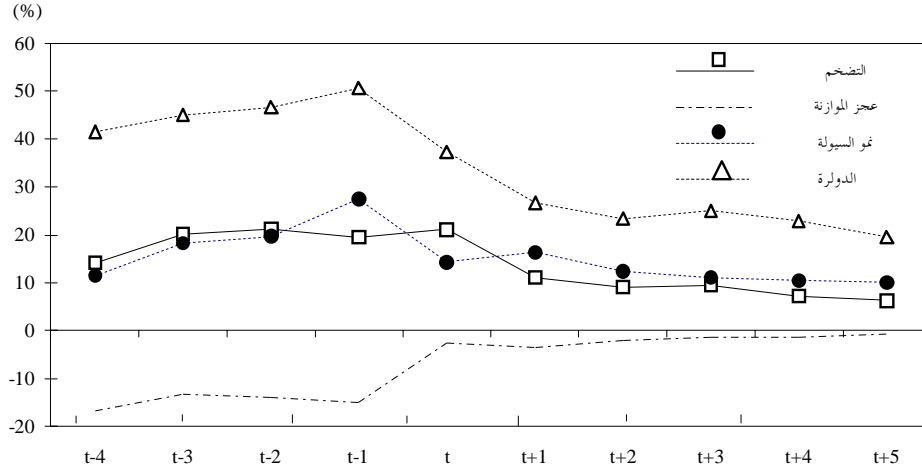
٢. نظرة عامة:

فى أواخر الثمانينيات ظهرت على مصر تلك الأعراض التقليدية التى يعانى منها أى اقتصاد يصاب بعدم التوازن المالى. وكما يوضح الرسم رقم (١)، فإن معدل التضخم كان يربو على ٢٠% فى سنوات ما قبل التثبيت.^١ نتيجة للوضع المالى المتهاك مع عجز فى الموازنة بلغ فى المتوسط حوالى ١٥% من الناتج المحلى الإجمالى.

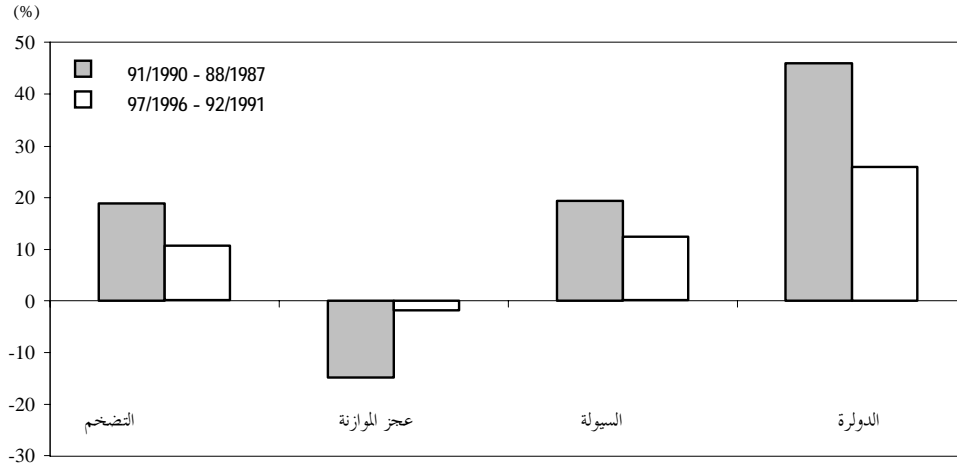
^١ عندما تتم الإشارة فى هذه الورقة إلى ما قبل التثبيت، وما بعد التثبيت فإن ذلك يعنى الفترات من ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩١/٩٠ و ١٩٩٢/٩١ - ١٩٩٧/٩٦ على التوالى.

رسم رقم (١) مؤشرات التثبيت ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦

شكل ١- (أ) السلاسل الزمنية



شكل ١- (ب) المتوسطات في فترتي ما قبل التثبيت وما بعده.



المصدر: تقديرات الحكومة في ج.م.ع وتقديرات صندوق النقد الدولي

التضخم ونمو السيولة (نسبة مئوية)

الدولرة: الودائع بالنقد الأجنبي كنسبة مئوية من السيولة

عجز الموازنة: نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

وقد أدت التسوية الأوتوماتيكية لهذا العجز إلى السياسة النقدية التوسعية التي تدل عليها المعدلات السنوية للسيولة التي تزيد على ١٨% وكانت الثقة تضعف في الاقتصاد وانعكس ذلك في زيادة الدولار إلى نسبة عالية (حوالي ٥٠%) من إجمالي السيولة، وكان ذلك يتمثل في الإبداعات بالنقد الأجنبي. فضلاً عن عدم التوازن الداخلي فقد كان هناك عدم التوازن الخارجي، وقد تجمدت الصادرات في أغلب سنوات الثمانينات، وبلغ عجز الحساب الجاري حوالي ٨% من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٨٩/٨٨ مما أدى إلى عدم القدرة على خدمة أعباء الدين الخارجي، كذلك بلغ إجمالي حجم التمويل الاستثنائي فيما بين ١٩٨٧/٨٦ و ١٩٩١/٩٠ بالإضافة إلى المتأخرات المتركمة لخدمة الدين الخارجي حوالي ١٤.١ مليار دولار. وقد أدت سلسلة التخفيضات الإسمية المتتالية

منذ عام ١٩٨٦ إلى منع تآكل القدرة التنافسية بدرجة كبيرة إذ أن السعر الحقيقي للصرف الأجنبي قد انخفض بنسبة بلغت حوالي ٣٠% فيما بين ١٩٨٧/٨٦ و ١٩٩١/٩٠.

وشهد عام ١٩٩١/٩٠ بداية الحد الفاصل في جهود مصر للتثبيت، فقد قامت الحكومة المصرية في أعقاب حرب الخليج ببذل جهد متناسق لتحقيق التثبيت يركز على النقاط الأربع التي ضمتها وصفة برونو Bruno (١٩٩٣) الأصلية وهي (أ) إرساء الأسس السليمة للتوازن الداخلى والخارجى، (ب) اتخاذ مرتكزات إسمية (nominal anchors) لتخفيض التضخم، (ج) القيام بإصلاحات نقدية للإسراع بثبات سعر الصرف، و(د) القيام بإصلاحات هيكلية للقضاء على الاختلالات السعرية. ولعله كان ينبغي أن يضيف عنصراً حيوياً آخر هو ضرورة توافر تطورات خارجية ملائمة وهو ما أسهم أيضاً في نجاح التجربة المصرية.

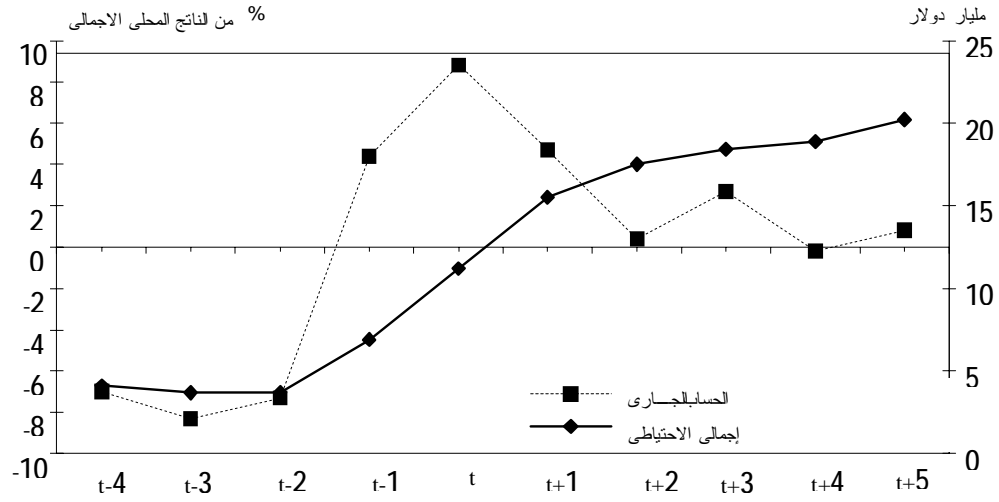
كان التثبيت المالى هو حجز الزاوية في إرساء أسس الاقتصاد الكلى، وقد تم تخفيض العجز المالى مما يربو على ١٥% من الناتج المحلى الإجمالى إلى ١.٣% من الناتج المحلى الإجمالى في ظرف أربع سنوات، وهو جهد قد لا يوجد له مثيل على المستوى العالمى في التاريخ الحديث.^٢ أما من ناحية اختيار المرتكز الأسمى. فقد تجنبت مصر بالطبع مرتكزات الأجور/ الأسعار باعتبارها أدوات للتخطيط الاقتصادى الحكومى لا يمكنها أن ترقى إلى مستوى المرتكزات. وبدلاً من ذلك اختارت مصر مرتكز سعر الصرف وعززته بسياسة نقدية وأهداف إئتمانية متشددة.^٣ وقد كان إتباع الإصلاح النقدى في مرحلة مبكرة من بداية جهود التثبيت، في فبراير ١٩٩١، عن طريق التوحيد الفعلى لكافة الأسواق المختلفة للنقد الأجنبى. وفي ذات الوقت، شرعت مصر في اتخاذ خطوات هامة تجاه السوق المالية من خلال تحرير سعر الفائدة، حيث تم إلغاء الحدود الرسمية الموضوعه لأسعار الفائدة في يناير ١٩٩١، وتبع ذلك إلغاء الحدود المفروضة على الاقراض إلى القطاعين الخاص والعام في ١٩٩٢ و ١٩٩٣، على التوالى: إلى جانب إدخال نظام المزداد في طرح أذون الخزانه.

وقد أنتج هذا الجهد تحولاً ملحوظاً في مصير الاقتصاد الكلى المصرى، إذ انخفض التضخم من ٢١% في ١٩٩٢/٩١ إلى ٧.١% في ١٩٩٦/٩٥ بينما انخفض نمو السيولة أيضاً من مستوى يزيد على ٢٧% في ١٩٩١/٩٠ إلى ١٠.٥% في ١٩٩٧/٩٦. وتم تحقيق الثقة الخارجية نتيجة لتحسن الحساب الجارى، وتحوله من عجز بلغ حوالى ٥% من الناتج المحلى الإجمالى إلى فائض بنسبة ١.١% في الفترة التى أعقبت التثبيت، وبلغت الاحتياطات بالنقد الأجنبى مستويات غير مسبوقه (رسم رقم ٢). أما نمو الإنتاج الحقيقى الذى انخفض بشدة فى السنتين الأوليين لعملية التثبيت - إلى ٠.٣% و ٠.٥% على التوالى - فقد استدار بسرعة، وتبع انخفاض التضخم بفارق سنة واحدة فقط (بيان رقم ٣)، ومنذ عام ١٩٩٤/٩٣ أخذ الناتج المحلى الإجمالى ينمو باستمرار، حتى بلغت نسبة النمو ٥% في عام ١٩٩٧/٩٦. ولم تتأثر الأجور عكسياً كما حدث في الاقتصادات الأخرى التى مرت بعملية الإصلاح.

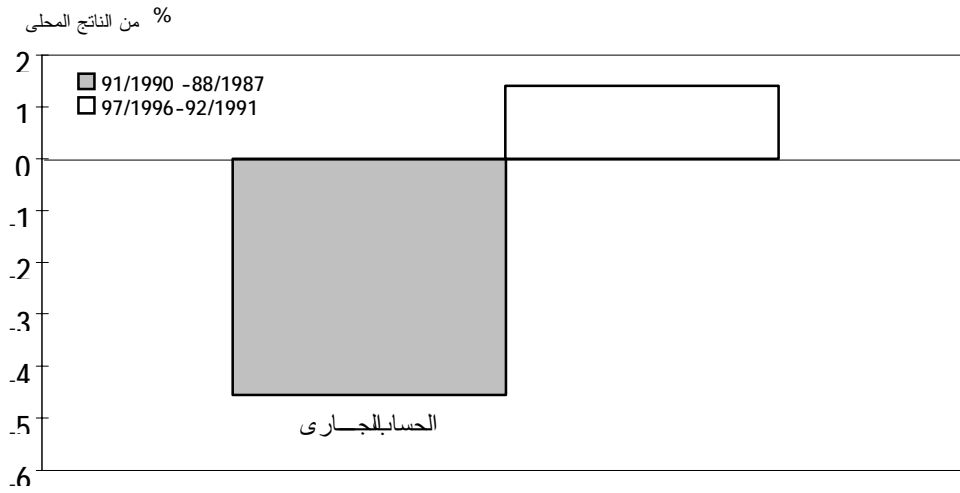
² شهد التوازن الأولى، في خلال نفس الفترة - تحسناً ملموساً زاد على ١٦ نقطة مئوية، إذ تحول من عجز بلغ حوالى ٩% من الناتج المحلى الإجمالى في ١٩٩١/٩٠ إلى فائض بلغ أكثر من ٧% من الناتج المحلى الإجمالى في ١٩٩٥/٩٤.

³ بينما قد يكون لفظ "مرتكز" anchor مناسباً كإستعارة تستخدم لوصف دور سعر صرف ثابت لتسهيل تخفيض التضخم، إلا أن هذا لا يصدق على وضع التدفقات الرأسمالية إلى الداخل حيث تكون مرونة سعر الصرف هي الحافز الأكبر على تخفيض التضخم.

رسم رقم (٢) - المؤشرات الخارجية، من ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦ (نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، بالمليار دولار)
شكل ٢ (أ) السلاسل الزمنية



شكل ٢ (ب) المتوسطات قبل وبعد عملية التثبيت.



المصدر: الحكومة المصرية، وتقديرات صندوق النقد الدولي

(t) سنة الأساس: ١٩٩٢/٩١.

* تقديري:

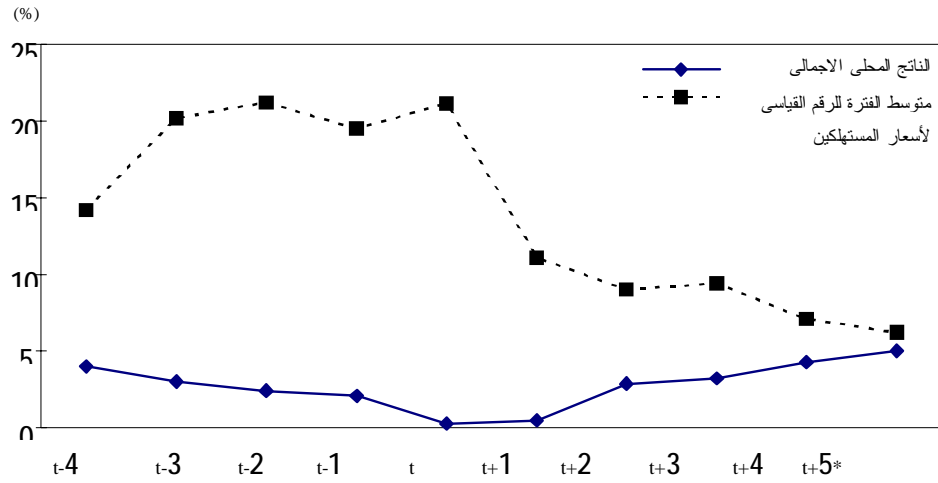
وعلى سبيل المثال، فإن الأرقام الخاصة بأجور موظفي الحكومة، والقطاع العام تبين أن الزيادات الإسمية في الأجور قد تعدت نسبة التضخم في خلال الفترة فيما عدا عام ١٩٩٢/٩١ الذي كان يمثل قمة التضخم (انظر القسم ٧ للحصول على تفصيل أكثر).

٣ - تكيف المالية العامة:

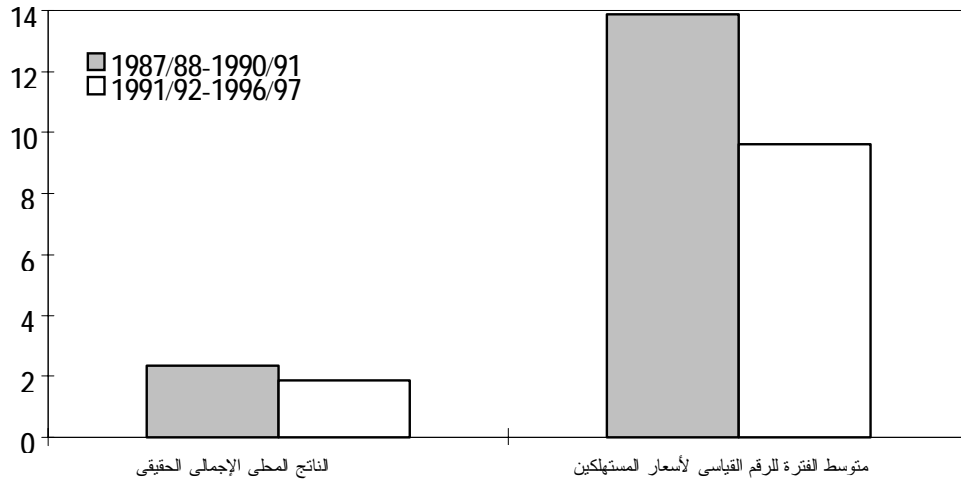
كان تصحيح عدم التوازن في المالية العامة - كما لاحظنا - هو لب عملية التثبيت. ويركز هذا القسم على حجم العمليات التي تضمنها تصحيح المالية العامة والطريقة التي تم بها تحقيقه.

رسم رقم (٣) التضخم والناتج (%) ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦

شكل ٣-أ السلاسل الزمنية



شكل ٣-ب المتوسطات قبل وبعد عملية التثبيت.



المصدر: الحكومة وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي

*: تقديري t سنة الأساس ١٩٩٢/١٩٩١

أحجام الصورة العامة:^(٤)

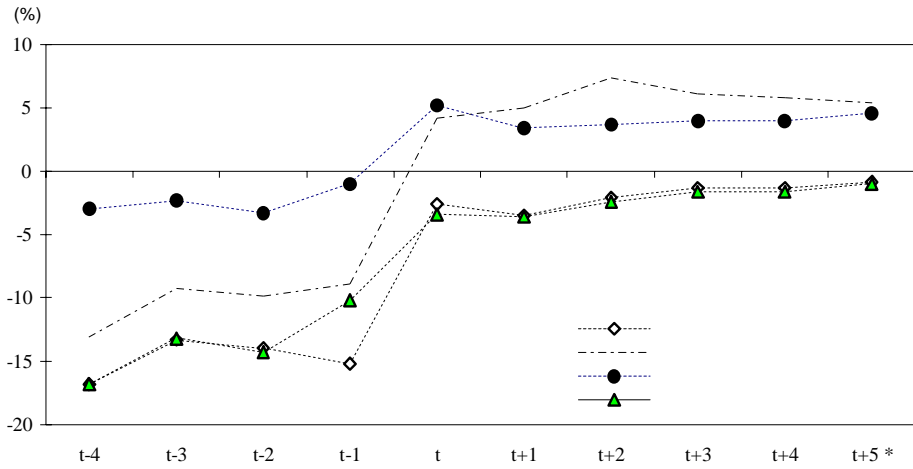
ترسم مقارنة المتوسطات للفترتين قبل وبعد التثبيت صورة للجهد الملحوظ لعمل التثبيت (بيان رقم ٤): فقد انخفض العجز الإجمالي من حوالي ١٥% إلى ٢% من الناتج المحلي الإجمالي، وقفز الميزان الأولي من عجز يربو على ١٠% إلى فائض بلغ حوالي ٦%، وأصبحت الحكومة تحقق ادخاراً صافياً، إذ ازدادت المدخرات من -٢% إلى أكثر من ٤% من الناتج المحلي الإجمالي، وانخفض العجز بين الادخار والاستثمار من ١٤% تقريباً إلى حوالي ٢%.^(٥) إلا أن هذه المتوسطات تحجب السرعة التي تم بها التصحيح المالي، إذ أن الجزء الأكبر من جهد التكيف تركز في سنة واحدة فحسب من ١٩٩١/٩٠ إلى ١٩٩٢/٩١. وفي خلال فترة السنوات الأربع، من ١٩٩١/٩٠ إلى ١٩٩٥/٩٤، كان التغيير في العجز العام والميزان الأولي أكثر من ١٤ و١٦ نقطة مئوية على التوالي.

عناصر التكيف:^(٦)

تم تحقيق التخفيض في العجز الإجمالي عن طريقين: زيادة الإيرادات التي بلغت نسبتها ٤٢% من مقدار حيز السنة السابقة، بينما حقق خفض المصروفات ٥٨% (بيان ١٥)^(٧) وباستبعاد المصروفات العرضية المرتبطة بعملية رسملة البنوك، بلغ إجمالي خفض المصروفات إلى ٦.١% من الناتج المحلي الإجمالي مما أدى إلى تحييد عملية التكيف المالي بين الإيرادات والمصروفات. وما لم تكن مصر قد منحت عملية إسقاط الديون وتخفيضها نتيجة لحرب الخليج، وما صاحبها من إعادة جدولة الديون، لكانت المصروفات الجارية أكثر ارتفاعاً، وكان التكيف المالي العام أقل مما حدث بنسبة تبلغ حوالي ١.٤% من الناتج المحلي الإجمالي في المتوسط خلال فترة التثبيت.

رسم رقم (٤): مؤشرات المالية العامة، ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦ (% من الناتج المحلي الإجمالي)

شكل رقم (٤-أ) السلاسل الزمنية



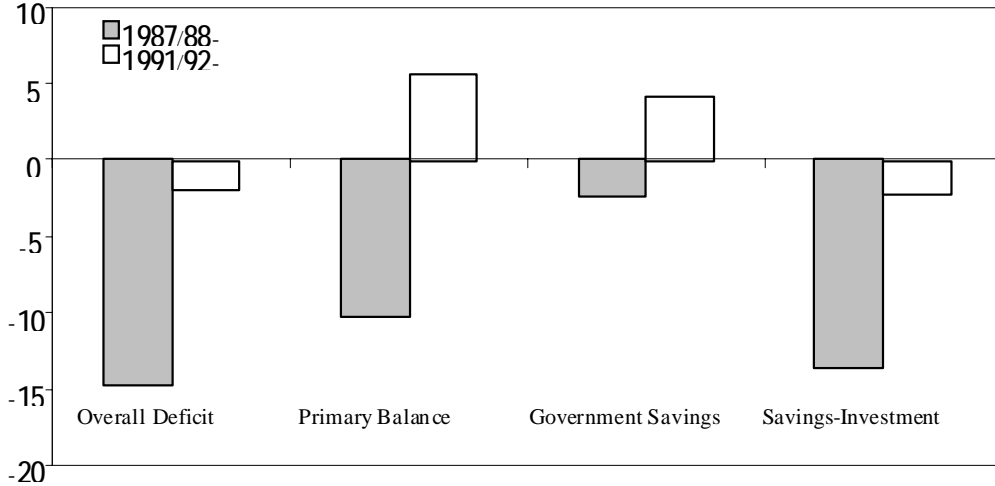
⁴ تم تعديل أرقام الناتج المحلي الإجمالي على أساس المراجعة الوحيدة التي تمت للارتفاع بالرغم في ١٩٩٢/٩١ لتسهيل المقارنة بين الفترتين قبل وبعد التثبيت.

⁵ تعرف "الحكومة" هنا بأنها تتضمن الحكومة المركزية والحكومة المحلية، والهيئات الاقتصادية للخدمات، والنشاط الاستثماري للهيئات الاقتصادية، والتي تضم معظم البنية الأساسية الاقتصادية، وتم استبعاد شركات القطاع العام أيضاً من نطاق الحكومة في فترتي ما قبل وبعد التثبيت.

⁶ تم تعديل الأرقام الواردة في هذا القسم لتأخذ في الحسبان التغيير الكبير الذي طرأ على مقدار ما تتناوله الحسابات المالية في ١٩٩٢/٩٢ والذي تضمن استبعاد شركات القطاع العام من الحسابات. وبغض النظر عن هذا التعديل، فإن الجهود المالية بشكل عام تعتبر ضخمة إلى حد ما: وبخاصة، أن الحسابات غير المعدلة قد تظهر إنخفاضاً في العجز العام من ١٦.٩% من الناتج المحلي الإجمالي إلى ٢.٤% من الناتج المحلي الإجمالي. وأهم من ذلك، أن عدم عمل مخصص لذلك التغيير سيؤدي إلى التحيز أو الخطأ في تقدير مكونات التغيير (إنظر ما بعده).

⁷ بدون التدخل في التغيير الذي طرأ على ما تتناوله الحسابات المالية، فقد يبدو أن أثر التعديل من الناحية المالية قد توزع فيما بين زيادة الإيرادات وخفض المصروفات بنسبة ٢٠% و ٨٠% على التوالي.

شكل رقم (٤-ب) قبل وبعد التثبيت



المصادر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي.

T = سنة الأساس ١٩٩٢/٩١

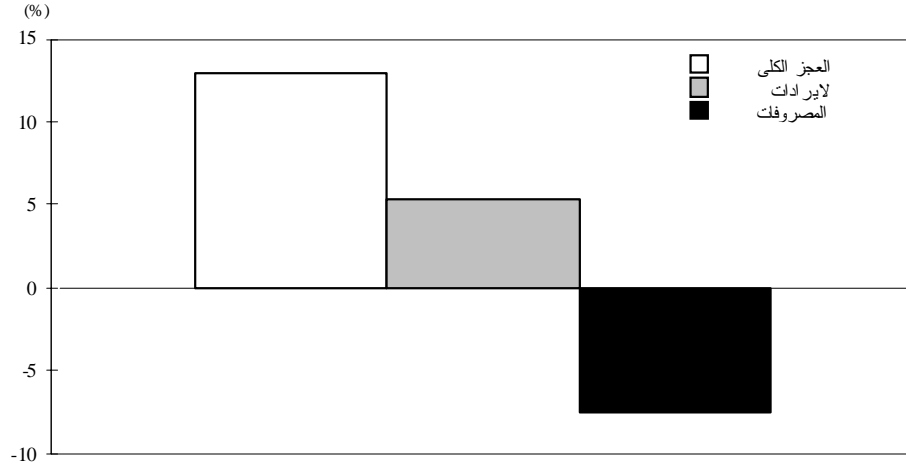
*تقديري

وكان تغيير سعر الصرف في بداية ١٩٩١ هو أضخم العناصر في السياسة الخاصة بجانب الإيرادات. فقد أدى ذلك إلى زيادة الإيرادات من حصيلة البترول (بنسبة ١% تقريباً في المتوسط)، وبين حصيلة قناة السويس (بنسبة ٢% تقريباً في المتوسط)، وكذلك من حصيلة الضرائب على التجارة الدولية. فضلاً عن هذا، فقد أسهم فرض ضريبة المبيعات في عام ١٩٩١ وما تلاه من توسع في تطبيقها إلى زيادة الإيرادات بنسبة ١.٤% تقريباً.

- أما في جانب المصروفات فقد توزع الخفض الإجمالي (الذي بلغ ٧.٥% من الناتج المحلي الإجمالي) بين المصروفات الجارية والمصروفات الاستثمارية بنسبة ١٦% و ٦٤% على التوالي، أما الباقي فيرجع إلى انخفاض صافي الأقرض. ^٨ (بيان رقم ٥ ب). وقد كان التغيير في صافي الأقرض تعديلاً عارضاً لمرة واحدة بسبب إعادة رسملة البنوك (في عام ١٩٩١/٩٠) التي بلغ إجماليها ٥.٥% أو ١.٤% في السنة على مدى الفترة السابقة على التثبيت. وهذا الأمر العارض يضح من المصروفات في الفترة التي سبقت عملية التثبيت، كما يؤدي إلى تضخم حجم عملية التكيف في فترة التثبيت. وفيما يتعلق بالمصروفات الاستثمارية، بقيت حصة الإنفاق على قطاعات الخدمات الاجتماعية على حالها دون تغيير، مما أدى إلى إزالة المخاوف التي كانت قائمة بشأن تحمل القطاعات الأفقر من المجتمع لبدء التكيف المالي. وقد كان الجزء الأكبر من الخفض في المصروفات الاستثمارية في المجال الاقتصادي حيث خفضت الحكومة من المشروعات في قطاعي الكهرباء والسياحة.

^٨ إذا لم يكن قد تم تعديل البنود التي تغطيها الموازنة العامة، لكان قد أظهر أن الانخفاض في الانفاق الاستثماري بلغ حوالي ٩%. وقد حدث هذا لأن تغيير الطريقة تضمن استبعاد المصروفات الاستثمارية لمنشآت القطاع العام من إطار الحسابات المالية. والتخفيض في صافي الأقرض الذي لوحظ بين الفترتين يعزى معظمه إلى إعادة رسملة البنوك الذي كان أمراً عارضاً لمرة واحدة. وعلى أية حال، فإن صافي الأقرض - في حالة مصر - ينبغي استبعاده في تحليل التطورات المالية، إذ أنه عبارة عن بديل تمويل، يتضمن مدفوعات الحكومة عن استهلاك ديونها إلى بنك الاستثمار القومي.

رسم رقم (٥ أ) مؤشرات المالية العامة: التغير بين فترتي ما قبل وما بعد التثبيت (% من الناتج القومي المحلي)



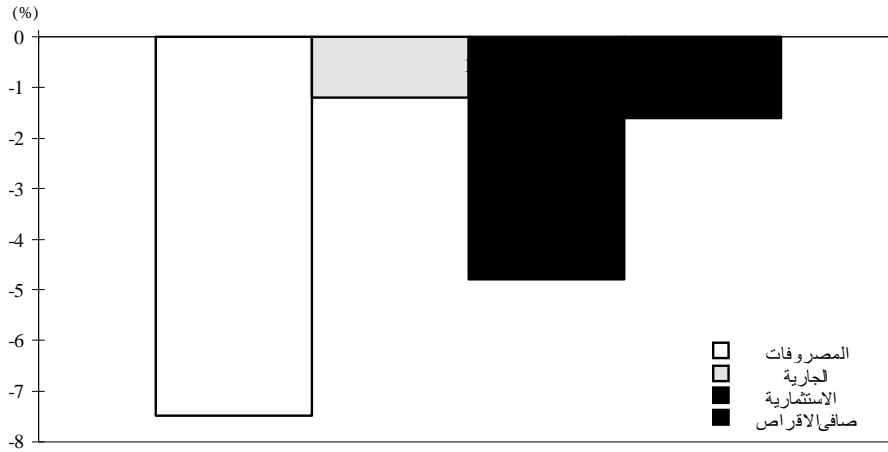
المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي

وفي نطاق المصروفات الجارية، التي تم تخفيضها بنسبة ١.٢%، شهدت إعانات الدعم والتحويلات انخفاضاً بنسبة ٢.٤% تقريباً، بينما انخفضت الأجور والمرتببات (بما في ذلك المعاشات) انخفاضاً متواضعاً بنسبة ٠.٦% من الناتج المحلي الإجمالي. ويخفى الانخفاض في إجمالي المصروفات تحولاً مركباً عن المصروفات المعفاة من الفوائد، ومصروفات الفوائد، وخاصة عن الدين المحلي حيث ارتفعت بنسبة ٢.١% أكثر في خلال فترة التثبيت (بيان رقم ٥ ب). ويفسر هذا التحول المركب أيضاً الانخفاض الأكبر في الميزان الأولى بمقارنته بالتحول الكلي. ونتيجة لإسقاط الديون واتفاق نادى باريس لعام ١٩٩١، انخفضت فوائد الديون الأجنبية لمصر بشكل جوهري، مما يوازى ٨.٤% من الناتج المحلي الإجمالي (على أساس جملتها في فترة ما بعد التثبيت) أو ١.٤% في المتوسط خلال فترة السنوات الست.

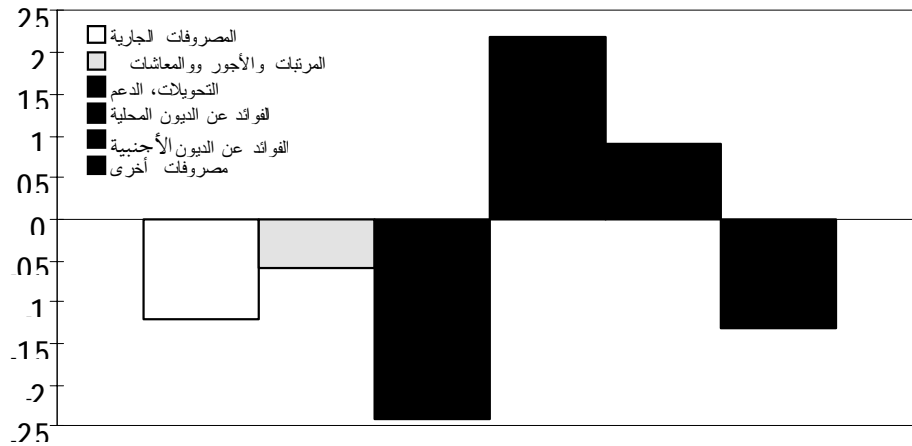
وينبغي أن يتم تقييم التكيف المالي الذي قامت به مصر في ضوء عملية التعقيم الضخمة التي تمت في خلال الفترة من ١٩٩٢/٩١ إلى ١٩٩٤/٩٣ حتى تلغى أثر السيولة الناشئة من التدفقات الرأسمالية الداخلة. وقد بلغت التكاليف المالية الإجمالية لعملية التعقيم حوالي ٤% من الناتج المحلي الإجمالي أو بمتوسط ٠.٦% سنوياً خلال السنوات الست لعملية التثبيت. وعلى أية حال، فإنه ما تم النظر إلى عملية التعقيم في إطار آثاره من ناحية توفير دعم ضمني للنظام المصرفي، فإن العبء المالي يبلغ ٨% من الناتج المحلي الإجمالي (فضلاً عن المصروفات التي بلغت ٥.٥% من الناتج المحلي الإجمالي وتم تحملها في ١٩٩١/٩٠ علناً لإعادة رسملة النظام المصرفي، انظر قسم ٥ للحصول على التفاصيل).^{١٠}

^{١٠} تم حساب تكلفة التعقيم باعتبارها قيمة التغير في صافي الأصول المحلية للبنك المركزي المصري وهي المقابل للزيادة في التدفقات إلى الداخل مضروباً في الفرق في سعر الفائدة على الأصول المحلية والأجنبية. يؤدي استبعاد المتأخرات المتراكمة على الحكومة من الحسابات المالية إلى تضخم حجم التكيف المالي، وبينما لا توجد بيانات مؤكدة، فإنه يبدو أن عملية المتأخرات على الحكومة - والتي من المحتمل أن يكون أغلبها قد تراكم في خلال فترة التثبيت - مستحقة للهيئات الاقتصادية وشركات القطاع بلغت حوالي ١٠ مليار جنيه مصري في نهاية سنة ١٩٩٦. وعلى أية حال، فإن هذا الحذف لا يفسد صلاحية التحليل الذي ورد أعلاه إذا ما تم إدراك أن تراكم المتأخرات على الحكومة قد أدى إلى هشاشة النظام المصرفي، وهو الأمر الذي استلزم ضماناً مالياً في صورة تخصيص قدر من أذون الخزانة للبنوك. (انظر قسم ٥ فيما بعد). وهكذا تم قيد المتأخرات المتراكمة غير المسجلة في الحسابات المالية، ولكن بطريقة مقلقة، وعلى الرغم من التكلفة التي تم تحملها لعلاج آثار تراكم المتأخرات.

رسم رقم (٥ ب) مؤشرات المالية العامة: التغير بين فترتي ما قبل وما بعد التثبيت (% من الناتج المحلي الإجمالي)



المصروفات الجارية



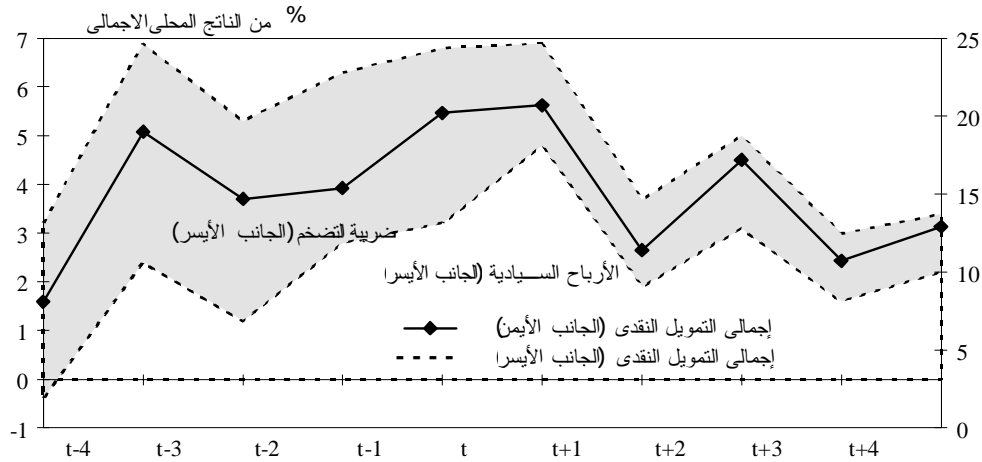
المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الأولي.

كان أحد الآثار المباشرة لتقوية المركز المالي هو نقص الاعتماد على التمويل النقدي، الذي يضم الأرباح السياسية Seignorage والضريبة على التضخم (بيان رقم ٦)^{١١}. وقد ازداد ما تحصل عليه الدولة من أرباح سيادية، يتم تحويلها إلى الموازنة في شكل ضرائب وأرباح محولة من البنك المركزي المصري، بنسبة بلغت حوالي ١.٢% من الناتج المحلي الإجمالي (من ١.٥% إلى ٢.٨%). ومن ناحية أخرى، فإن لجوء مصر إلى ضريبة التضخم قد انخفض بشكل جوهري كحصة من الناتج المحلي الإجمالي،

^{١١} تنشأ الأرباح السيادية من قيام البنك المركزي المصري بإصدار التزامات دون تكلفة، ترحب بشرائها المنشآت الاقتصادية، ويتم قياس هذه الأرباح على أساس الفرق في الاحتياطات النقدية كحصة من الناتج المحلي الإجمالي؛ أو ضريبة التضخم تمثل الانخفاض في القوة الشرائية للموازين النقدية والذي يعزى إلى التضخم ويتم قياسه بضرب معدل التضخم في الاحتياطي النقدي كحصة من الناتج المحلي الإجمالي. أما القطاع الخاص فلا بد أن تكون إيراداته أعلى من مصروفاته كي تكون لديه فائض حتى يكون لديه توازن نقدي إذا ما كان التضخم موجباً وهكذا يكون عليه دفع ضريبة التضخم، أما السلطات المالية فإنها تريح فقط إلى الحد الذي لا تعوض فيه أرباح القطاع الخاص باعتباره مديناً صافياً عن تآكل قيمة النقود بسبب التضخم. وهذا هو السبب في أن وعاء ضريبة التضخم هو الاحتياطي النقدي وليست الأموال بشكل عام. [(Anand & Wijnbergen, 1989)].

من ٣.٩% إلى ٢%. وبصفة عامة، انخفض التمويل النقدي كحصة من الناتج المحلي الإجمالي (من ٥.٤% إلى ٤.٨% من الناتج المحلي الإجمالي) ولكنه يلاحظ أن ازداد قليلاً بمقارنته بإجمالي المصروفات. وقد كان انخفاض درجة اللجوء إلى التمويل النقدي مصحوباً بشكل عام بالتغير الإيجابي المركب الذي أوضحت الأهمية النسبية للأرباح السيادية وضريبة التضخم. وفي الفترة السابقة على التثبيت انخفضت حصة الاحتياطي النقدي في الناتج المحلي الإجمالي بشكل حاد، وهو ما كان يعنى أن حصة ضريبة التضخم كانت نتيجة للمعدل المرتفع للضريبة أكثر من كونها نتيجة لاتساع وعاء الضريبة. وعلى النقيض من ذلك، فإنه في أثناء مرحلة التثبيت، انخفضت حصة ضريبة التضخم وتم استبعادها في مقابل وعاء ثابت أو قابل للتوسع، وبدون تشويه آثار ارتفاع معدل الضريبة.

رسم رقم (٦). التمويل النقدي، ١٩٩٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦ (% من الناتج المحلي الإجمالي)

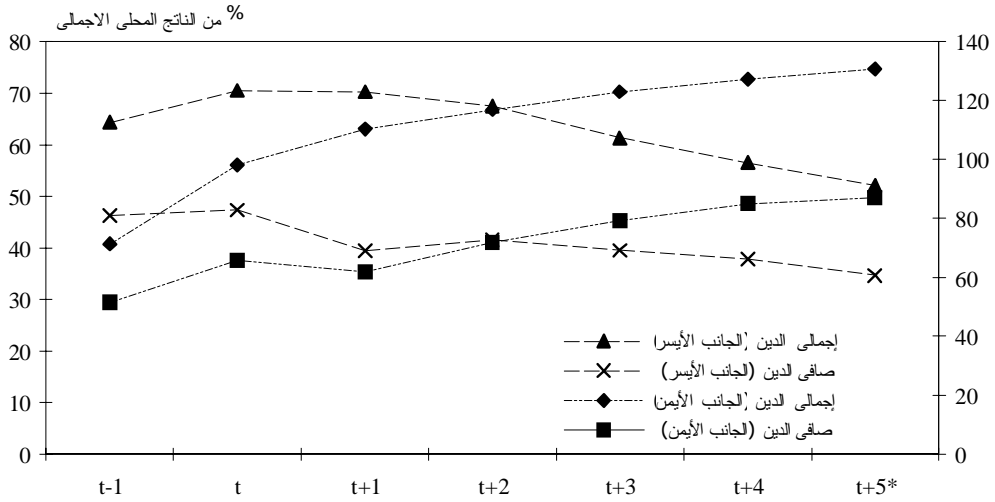


صلاحية وضع المالية العامة في الأجل المتوسط

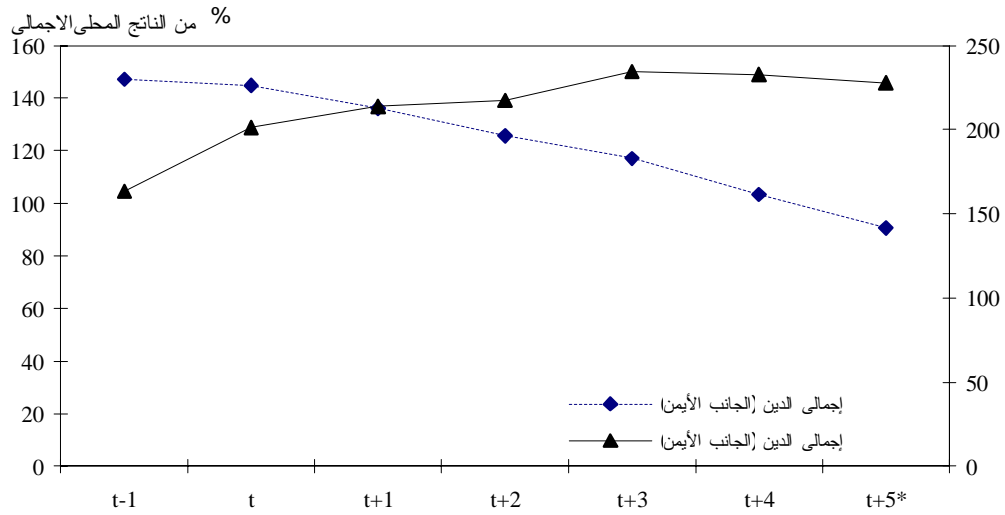
بينما يبدو التكيف المالي أمراً مثيراً للإعجاب، إلا أنه ينبغي الاحتراس والحذر بسبب ارتفاع معدلات الدين العام، والتي بلغت حوالي ٩١% من الناتج المحلي الإجمالي في ١٩٩٧/٩٦ (الرسم رقم ٧). وأى تقييم للوضع المالي في الأجل الطويل سيتطلب النظر إلى تطور موقف الدين. وهنا أيضاً، فإن الصورة تبين تقدماً يشهد عليه انخفاض إجمالي الدين، وكذلك الدين المحلي معبراً عنهما كحصة من الناتج المحلي الإجمالي. وقد انخفض مجموع إجمالي الدين المحلي إلى حوالي ٥٢% من الناتج المحلي الإجمالي في ١٩٩٧/٩٦، بعد وصوله معدلاً مرتفعاً بلغ حوالي ٧١% في الوقت الذي كان مصر تقوم فيه بتعقيم التدفقات الرأسمالية الداخلة إليها.

الرسم رقم ٧ - الدين العام ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦ (بالمليار جنيه و% من الناتج المحلى الإجمالى)

شكل رقم (٧ - أ) الدين بالعمله المحليه.



شكل (٧ - ب) إجمالي الدين



المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفى صندوق النقد الدولى

t: سنة الأساس: ٩٢/٩١

* تقديرى.

وإذا ما أخذ فى الاعتبار الحجم الكبير لودائع الحكومة فى البنك المركزى المصرى (المقابل لعملية التعقيم)، فإن صافى الدين المحلى يصبح أقل بدرجة كبيرة، وتبلغ نسبته حالياً ٣٥% من الناتج المحلى الإجمالى.

وبينما يؤدي انخفاض نسب الدين إلى إزالة القلق بشأن ثبات المركز المالي المصري في الأجل المتوسط، إلا أنه ينبغي تعزيز ذلك بفحص تحركات الدين في الفترة البيئية على أنه يؤخذ في الاعتبار القيود والمحددات التي قد تنشأ في الفترة البيئية، ويشرح [Anand & Wijnbergen (1989)] طريقة التخمين التي تتبع لعمل ذلك، والتي تفترض أن الدين متوسط الأجل والثبات المالي يتأثران بمعادلة بسيطة تربط الميزان الأولى بالأرباح السيادية والفرق بين سعر الفائدة الحقيقية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي¹² ويمكن استخدام هذه المعادلة لاستخراج مستوى الميزان المالي الأولى (الميزان المستقر) الذي يعتبر ملائماً للمستوى الثابت للدين بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي.

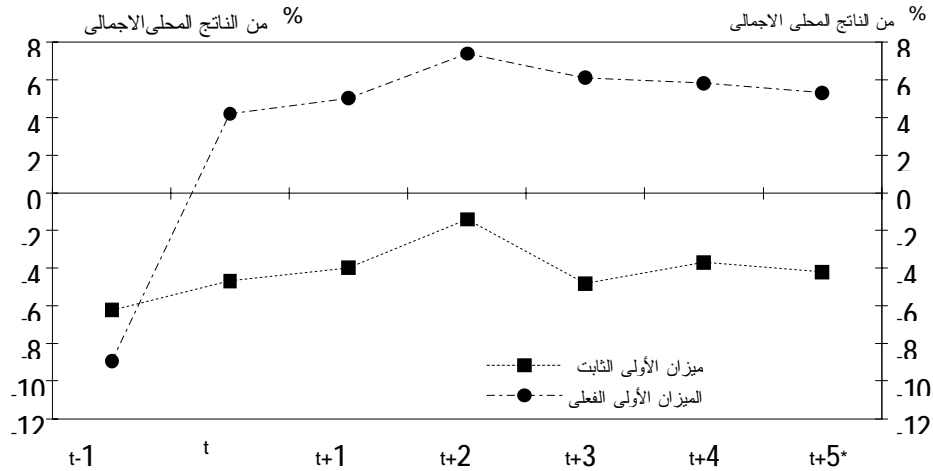
ويصور الجدول رقم (١) والرسم رقم (٨) الموضوعات المتعلقة بالاستقرار والاستمرار. وهما يوضحان أنه في خلال فترة التثبيت ظل الميزان الأولى الفعلي أعلى بدرجة كبيرة عن الميزان النظري المستقر المستخرج من المعادلة الخاصة بتحركات الدين¹³. ---- الذي يدعو للاطمئنان يزيد على ٨% من الناتج المحلي الإجمالي، يفترض أنه ليس هناك سوى القليل الذي يدعو للقلق بالنسبة للصلاحيات المالية في الأجل المتوسط، من ناحية القدرة على خدمة الدين في مواعيدها والتي تتلاءم مع التضخم المنخفض. وفضلاً عما تقدم، فإن ضخامة الهامش تخفي وراءها التغيير الإيجابي الذي حدث في خلال فترة التثبيت. وفي أوائل فترة التثبيت، كانت مبررات الاستدانة تقوم بدرجة أكبر- على أساس الأسعار المرتفعة لضريبة التضخم في مقابل معدلات فائدة تزيد على معدلات النمو. وعلى أية حال، فإنه منذ عام ١٩٩٥/٩٤، يبدو أن حالة الاستقرار والاستقرار قد تحققت في ظل اقتصاد أكثر قوة وصحة يتضمن مستويات أدنى من التمويل التضخمي ومعدلات الفائدة الحقيقية تقل عن معدلات النمو الحقيقي.

ومن الطبيعي، أن هذا المقياس للتوازن المالي المستقر لا يعالج التقييم الأساسي الذي يمكنه أن يجيب عما إذا كان موقف السياسة المالية العامة متفقاً مع الأهداف العريضة لنمو الاقتصاد الكلي. وبغض النظر عن التحركات المواتية في الدين التي تم تصويرها أعلاه، فإن الإصلاح الأكثر طموحاً للمالية العامة قد يتطلب عدداً من التطورات، والاعتبارات السياسية، بما في ذلك زيادة كبيرة في التدفقات الرأسمالية إلى الداخل (وهو ما يتطلب موقفاً مالياً عاماً أكثر تشدداً للمحافظة على القدرة التنافسية)، وكذلك ضرورة زيادة المدخرات المحلية لبلوغ معدلات أعلى من النمو. وعلى أية حال، فإن الحد الأدنى هو أنه في حالة عدم وقوع تطورات غير متناظرة، فإن المركز الحالي للمالية العامة في مصر بما في ذلك مديونية الحكومة يتلاءم مع القدرة على خدمة الدين مع وجود معدلات معتدلة من التضخم.

رسم رقم (٨) - مدى ثبات المالية العامة ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦ (% من الناتج المحلي الإجمالي)

¹² معادلة تحديد موازنة أولى مستقر d يمكن الحصول عليها كما يلي $d = s - [(r - g) \times b D]$ حيث تمثل (b) نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، و (d) هي العجز الأولى كحصة من الناتج المحلي الإجمالي، و (s) تشير إلى الإيراد من الأرباح السياسية (بما في ذلك ضريبة التضخم) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، و r تمثل معدل الفائدة الحقيقي، و g معدل النمو الحقيقي. والتخمين أو الحدس هو أن الحكومة لديها عجز أولى يزيد كثيراً عن مبلغ الأرباح السيادية، التي يمكنها الحصول عليها، وإذا كان معدل الفائدة الحقيقي يزيد على معدل النمو، فإن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي سترتفع بدون حدود.

¹³ عند حساب الميزان المستقر، فإن البعد المطلوب هو تقييم إمكانية التطبيق في وقت التكيف وليس من خلال الأحداث الماضية، ولهذا فإن الحساب يقوم على أساس المتوسطات المتحركة لثلاث سنوات للنمو الحقيقي ومعدلات الفائدة.



المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي
* تقديري

٤ - آلية التحول:

الإجماليات النقدية والطلب

في خلال فترة التثبيت، كان التغيير النقدي مصحوباً بالتكيف المالي الذي كان في مرحلة التنفيذ. وقد تم التحكم في نمو السيولة الكلية، والتي كانت قد بلغت مستوى مرتفعاً قدره حوالي ٢٨% في ١٩٩١/٩٠- وهي السنة التي بلغ التجاوز المالي فيها الحد الأقصى- إلى نسبة ١٠% و ١١% بعد ١٩٩٥/٩٤. وبينما كان التغيير في الاحتياطي النقدي كبيراً، إلا أن الاتجاه كان هبوطاً من مستويات مرتفعة بلغت ٢١%.

وقد أدى التكيف المالي وكذلك سرعة وضع معدلات فائدة إيجابية، بدلا من المعدلات التمويلية المقيدة والمتمدنية في السنة الثانية لعملية التثبيت، إلى تسهيل إتخاذ القرارات النقدية الحكيمة. ومع ازدياد تحرير التمويل، وفتح الحساب الرأسمالي أمام احتمالات الاستفادة من فروق أسعار العملات الدولية، أصبح الفارق بين الأصول المقومة بالجنيه، والدولار، مؤشراً هاماً، وهدفاً لسلوك السياسة النقدية. وقد تمثلت العودة الباهرة للثقة في العملة المحلية في العدول السريع عن الدولار^١ من حوالي ٥٠% في ١٩٩٢/٩١ إلى حوالي ٢٤% بعد سنوات من التثبيت. فقد بالطبع ساعد على عملية العدول عن الدولار، وذلك الفرق الضخم بين أسعار الفائدة على الدولار والجنيه، والذي بلغ ١٤% في ١٩٩٢/٩١، ثم هبط تدريجياً حتى بلغ ٥% في ١٩٩٥/٩٤.

جدول رقم ١ - مصر: استقرار المالية العامة والتمويل النقدي ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦

(% من الناتج المحلي الإجمالي - ما لم يذكر خلاف ذلك)

٩٧/٩٦	٩٦/٩٥	٩٥/٩٤	٩٤/٩٣	٩٣/٩٢	٩٢/٩١	٩١/٩٠	
٣٨.٦	٤٦.٨	٥٥.٧	٥٨.٠	٦٥.٨	٧٤.٣	٨٢.٦	إجمالي الدين الخارجي
٥٢.٠	٥٦.٥	٦١.٣	٦٧.٥	٧٠.٢	٧٠.٥	٦٤.٣	إجمالي الدين المحلي
٩٠.٦	١٠٣.٣	١١٧.٠	١٢٥.٥	١٣٦.٠	١٤٤.٨	١٤٩.٩	إجمالي الدين
٢.٢	١.٦	٣.١	١.٩	٤.٨	٣.٢	٢.٨	الأرباح السيادية
١.٢	١.٤	١.٩	١.٨	٢.١	٣.٦	٣.٥	ضريبة التضخم
٤.٥	٤.٥	٤.٥	٤.١	٤.٠	٠.٤-	٣.١	سعر الفائدة على الدين الخارجي

^١ يتم قياس الدولار على أساس نسبة الودائع بالنقد الأجنبي إلى الحجم الكلي للودائع.

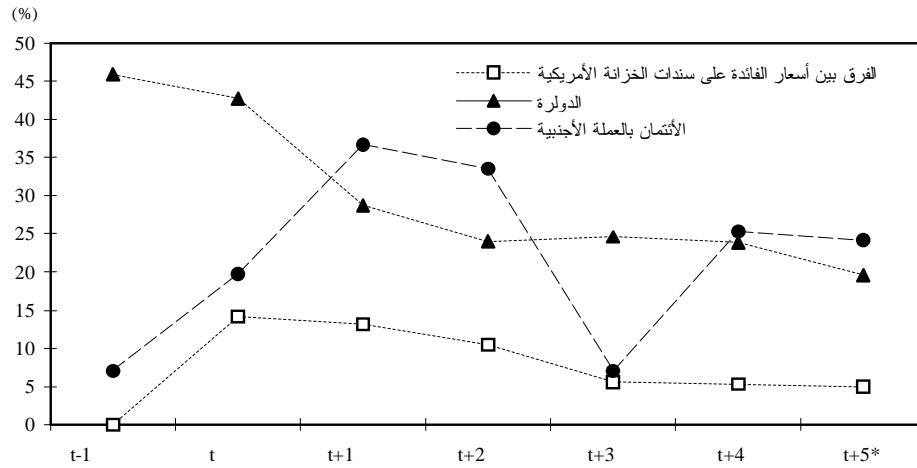
٣.٦	٣.١	١.٤	٤.٤	٤.٦	٢.١-	٠.٤-	سعر الفائدة على الدين المحلي
٣.٩	٣.٥	٣.٦	٤.٠	٣.٤	٢.٥	١.٣	متوسط سعر الفائدة (متحرك، لثلاث سنوات)
١١.٥	١٢.٤	١٥.٨	١٠.٢	١٢.٩	٢٥.١	٢٥.١	المعدل الاسمي لنمو الناتج المحلي الإجمالي
٥.٠	٤.٣	٣.٢	٢.٩	٠.٥	٠.٣	٢.١	المعدل الحقيقي لنمو الناتج المحلي الإجمالي
٤.٧	٤.٢٧.١	٣.٥	٢.٢	١.٢	١.٠	١.٢	المعدل الحقيقي لنمو الناتج المحلي الإجمالي (متوسط متحرك لثلاث سنوات)
٦.٢	٧.١	٩.٤	٩.٠	١١.١	٢١.١	١٩.٥	التضخم
٠.٨-	٠.٦-	٠.٢	١.٨	٢.١	١.٥	٠.١	سعر الفائدة - معدل النمو الحقيقي/١
٤.٢-	٣.٧-	٤.٨-	١.٤-	٠.٤-	٤.٧-	٦.٢-	التوازن الأولي المستقر (فرض)/١
٥.٣	٥.٨	٦.١	٧.٤	٥.٠	٤.٢	٨.٩-	التوازن الأولي الفعلي
٣.٤	٣.٠	٥.٠	٣.٧	٦.٩	٦.٨	٦.٣	إجمالي التمويل النقدي
١٢.٩	١٠.٧	١٧.٢	١١.٤	٢٠.٧	٢٠.٢	١٥.٤	كنسبة من إجمالي المصروفات

١/ على أساس متوسط متحرك لثلاث سنوات لمعدلات الفائدة ومعدلات النمو الحقيقية.

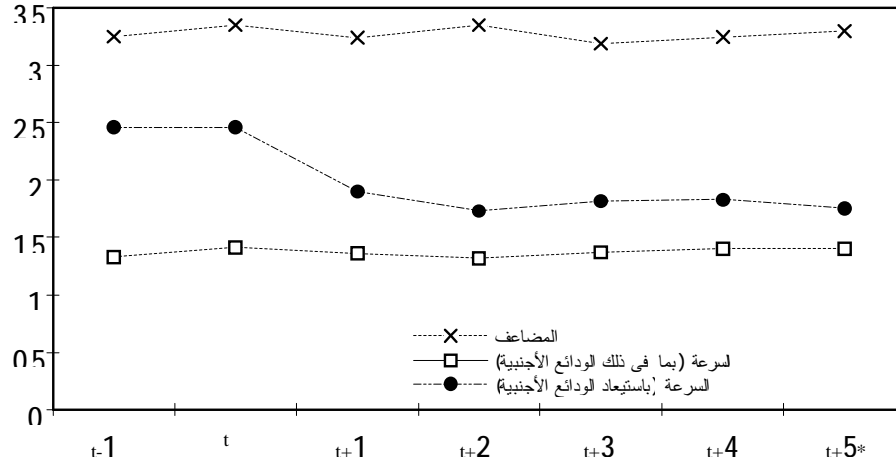
المصدر: تقديرات الحكومة المصرية و موظفي صندوق النقد الدولي.

رسم (رقم ٩) التدفقات الرأس مالية الداخلة - مؤشرات الثقة ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦

شكل رقم (٩ - أ) الاستفادة من فروق أسعار العملة



شكل رقم (٩ - ب) السرعة والمضاعف



المصدر: تقديرات الحكومة المصرية وموظفي صندوق النقد الدولي

t: سنة الأساس ١٩٩٢/٩١

* تقديري

جدول رقم (٢): مصر : التدفقات الرأسمالية الداخلة والمؤشرات المرتبطة بها

(% من الناتج المحلي الإجمالي ما لم يذكر خلاف ذلك)

متوسط سنتين قبل العملية		التدفقات المرحلة ١		السنوات بين المرحلتين		التدفقات مرحلة ٢ تقديري	
٩٢/٩١	٩٣/٩٢	٩٤/٩٣	٩٥/٩٤	٩٦/٩٥	٩٧/٩٦	٩٥/٩٤	٩٦/٩٥
الأحجام							
غ.م.	٢.٥	١.١	١.٢	غ.م.	١.٥	غ.م.	غ.م.
زيادة التدفقات الداخلة - (مليار دولار)							
غ.م.	٦.٠	٢.٣	٢.٣	غ.م.	٢.٠	غ.م.	غ.م.
% من الناتج المحلي الإجمالي							
غ.م.	٢.٥	٣.٧	٤.٨	غ.م.	٦.٣	غ.م.	غ.م.
التدفقات المتراكمة (مليار دولار)							
غ.م.	٦.٠	٨.٣	١٠.٦	غ.م.	١٢.٦	غ.م.	غ.م.
% من الناتج المحلي الإجمالي							
المؤشرات المالية							
١٧-	٥.٤-	٣.٥-	٢.١-	١.٣-	٠.٨-	١.٣-	١.٣-
التوازن الإجمالي (%)							
١١.٨-	١.٤	٥.٠	٧.٤	٥.٨	٥.٣	٦.١	٥.٨
التوازن الأولى (%)							

٤.٦	٤.٠	٤.٠	٣.٧	٣.٤	٥.٢	٠.٢	مدخرات الحكومة (%)
المؤشرات النقدية							
١٠.٤	٨.٤	١٦.٨	٨.٩	٢٠.٢	١٠.٨	٢٣.٦	الاحتياطي النقدي (%)
٨.٨	٤٦.٠	٥٩.١	١٤٣.٣-	١٣٣.٦-	٣٤٩-	٨٧.٩-	صافي الأصول المحلية للبنك المركزي المصري %
١٢٩.١	١١٨.٧	٢٦.٨	٤٩.٢-	١٨٨.٣-	٣٤٣.٥-	٢٥٩.١-	منها: صافي الأقرض للحكومة %
١٢.٢	١٠.٥	١١.١	١٢.٤	١٦.٤	١٤.٣	٢٣.٦	النقود %
١.٣٩	١.٤٠	١.٣٧	١.٣٢	١.٣٦	١.٤١	١.٣٣	السرعة (بما في ذلك الودائع بالعملة الأجنبية)
١.٧٥	١.٨٣	١.٨٢	١.٧٣	١.٩	٢.٤٦	٢.٤٦	السرعة (بدون الودائع بالنقد الأجنبي)
٢٠.٢	٢٣.٨	٢٤.٦	٢٤.٠	٢٨.٨	٤٢.٧	٤٥.٩	الدولة (%)
٢٢.٤	٢٣.٦	٢٣.٥	٢٥.١	١٩.٢	٦.٢	٢١.٨	الأئتمان عبر الحكومة (اسمي) (%)
١٥.٢	١٥.٤	١٢.٩	١٤.٨	٧.٣	١٢.٣-	١.٢	الأئتمان عبر الحكومة (حقيقي) (%)
٩.٦	١٠.٣	١٠.٢	١٢.٠	١٥.٢	١٦.٢	غ.م.	سعر الفائدة على أذون الخزانة (اسمي) (%)
٣.٤	٢.٩	١.٤	٤.٦	٤.٧	٢.١-	غ.م.	سعر الفائدة على أذون الخزانة (حقيقي) (%)
٤.٨	٥.٣	٥.٦	١٠.٥	١٣.٢	١٤.٢	غ.م.	الفرق بين سعر الفائدة على أذون الخزانة المصرية والأمريكية (%)
الدخل والأسعار							
٥.٠-	٤.٣	٣.٢	٢.٩	٠.٥	٠.٣	٢.٣	المعدل الحقيقي لنمو الناتج المحلي الإجمالي (%)
٦.٢	٧.١	٩.٤	٩.٠	١١.١	٢١.١	٢٠.٤	التضخم
مؤشرات التعقيم							
٣٢.٦	٣٠.٣	٢٩.٩	٣٥.٢	٣٠.٥	١٧.١	٤.٠	رصيد أذون الخزانة (مليار جنيه)
٦.٢	٧.١	٩.٤	٩.٠	١٣.٤	١٣.١	٤.٠	إجمالي إصدار أذون الخزانة (مليار جنيه)
١.٠	١.٨	٤.١	٤.٧-	٨.٥-	١٠.٦-	٩.٤-	التغير في صافي الأصول المحلية لدى البنك المركزي المصري (مليار جنيه)
١٢.٠	١٤.٠	٨.٩	١٣.٤	٨.٥	٩.٢	٨.٥	التغير في صافي الأصول المحلية بخلاف البنك المركزي المصري (مليار جنيه)
غ.م.	غ.م.	غ.م.	٠.٤٩-	١.١٨	١.٥	١.٣	التكلفة المالية للتعقيم (مليار جنيه)
غ.م.	غ.م.	غ.م.	٠.٣-	٠.٨	١.١	١.٢	كنسبة % من الناتج المحلي الإجمالي
المؤشرات الخارجية							
٢٠.٢	١٨.٨	١٨.٤	١٧.٠	١٤.٩	١٠.٦	٦.٤	إجمالي الاحتياطيات الرسمية (مليار دولار)
١٦.٢	١٦.٠	١٨.٦	١٩.١	١٦.٧	١٢.٦	٦.٧	عدد أشهر الاستيراد
٣.٢	غ.م.	غ.م.	٣.٥	٤.١	٤.٢	غ.م.	النسبة إلى إجمالي التدفقات الداخلة
٠.٨	٠.٢-	٢.٧	٠.٤	٤.٧	٨.٨	١.٥-	توازن الحساب الجاري (%)
١٠.٨	٢.٤	٠.٤-	١٠.٤	٧.٩	٠.٧	١١.٥-	الزيادة الحقيقية في قيمة العملة (%)
-	١٨.٦-	٢٤.٧	٥.٦-	٢٠.٤-	٢.٧	٢.٧	حجم الصادرات بخلاف البترول (%)
الادخار - الاستثمار							
١٩.٠	١٦.٦	١٩.٤	١٧.١	٢٠.٩	٢٧.٠	١٩.٦	الادخار القومي (%)
١٨.١	١٦.٩	١٦.٧	١٦.٨	١٦.٢	١٨.٢	٢١.٠	الاستثمار (%)

١. النسبة المئوية للنمو

٢. الإسهام في نمو الاحتياطي النقدي
٣. متوسط الفترة (فيما يخص الفترة السابقة على ١٩٩١/٩٠ تم تعديل الأرقام لتأخذ في الحسبان المراجعة التي تمت في ٩١/٩٠ لمستوى الناتج المحلي الإجمالي
٤. الودائع بالنقد الأجنبي كنسبة من إجمالي الودائع.
٥. التدفق في الفترة السابقة على مرحلة ١ تشير إلى يونيو ١٩٩٠.
٦. الرصيد في نهاية المدة. الأرقام الواردة في فترة التدفقات (١) تشير إلى يونيو ١٩٩٠.
٧. الإشارة السالبة تشير إلى تخفيض العملة.
٨. نظراً لتغير الطريقة في الفترة السابقة على التدفق (١) واللاحقة عليه، فإن الأرقام قد لا يمكن مقارنتها.

هل كان الطلب على النقود ثابتاً؟

يظهر الجدول رقم (٢) والرسم رقم (٩)، سلوك سرعة إجماليات عرض النقود بمعناها الواسع، بما في ذلك (M3) وباستبعاد الودائع بالنقد الأجنبي (M2x) والأخيرة يمكن أن تخضع بدرجة أكبر للرقابة الحكومية، كما أن لها أثراً كبيراً على المالية العامة عن طريق الأرباح السيادية وضريبة التضخم. وبينما كانت سرعة الإجمالي الأقل تميل إلى الهبوط بشكل محسوس جداً (وهو ما يعكس العدول عن الدولار)، فإن الإجمالي الأكبر بقى ثابتاً بدرجة ملحوظة، فيما عدا فترة قصيرة هبط فيها بدرجة محسوسة في خلال سنوات التدفق الرأسمالي ١٩٩٣/٩٢ و ١٩٩٤/٩٣.

إن هذا الثبات الظاهر للطلب على النقود بمعناها الواسع يثير التساؤل عما إذا كان الاعتماد على سعر الصرف كمحور ارتكاز اسمي أمراً مبالغاً فيه؟ وهل التثبيت القائم على الأساس النقدي معادلاً في أثره للمهمة التي تم القيام بها؟ أو بطريقة أخرى هل ما زال اختيار محور الارتكاز يمثل أهمية، ما دامت عملية التكيف المالي قد تمت بسلام؟ ويمكن القول بأن الآراء التي تناصرت وجود محور ارتكاز لسعر الصرف ما تزال لها وجاهتها للأسباب الآتية:

أولاً: أنه على الرغم من ثبات السرعة إذا ما تم قياسها في إطار مدة أطول، فإن عدم الثبات في خلال السنة قد يصيب استراتيجية تخفيض التضخم القائمة على الأساس النقدي.

ثانياً: أن عملية التثبيت القائمة على أساس نقدي ستظل تتطلب فروضاً عن سلوك الإنتاج الحقيقي والأسعار الحقيقية، التي قد يكون من الصعب التنبؤ بها.

ثالثاً: نظراً للمستوى المرتفع للدولرة في بداية برنامج التثبيت وما تلاه من التحول إلى العملة الوطنية كجزء كبير من القاعدة النقدية، فإن التوازن المطلق أو التوازن الأولي بالنسبة للأهداف النقدية كان يمكنه أن يجرد الاقتصاد من محور الارتكاز الاسمي. والرد بأن الإجمالي النقدي المعنى الذي يؤثر في الطلب الاسمي ومن ثم في الأسعار كان هو النقود بمعناها الضيق (أي استبعاد الودائع بالنقد الأجنبي) أكثر من كونه النقود بمعناها الواسع، هو رد لا يتلاءم مع التجربة المصرية في خلال فترة التثبيت على الأقل.^{١٥}

ولعل أكبر القوى الدافعة كانت هي الظروف التي مرت بها مصر، وتاريخ نقص النقد الأجنبي والأزمات التي نشأت عنه، والتي جعلت من سعر الصرف رمزاً هاماً للثبات ذاته، وهكذا كان ثبات سعر الصرف هدفاً يجب العمل على تحقيقه، وليس مجرد وسيلة لبلوغ ثبات الأسعار بالمعنى الواسع. وفضلاً عن هذا، فإن التحركات المترامنة في سعر الصرف الاسمي في أواخر الثمانينات والتضخم كان يعني أن أهمية الأثر القاسي على الأسعار المحلية قد أخذت في الاعتبار، كما أن وجود محور ارتكاز لسعر الصرف له ما يبرره من ناحية السيطرة واحتواء هذا المصدر من مصادر الضغط التضخمي.

هل كان الأثمان مقيداً؟

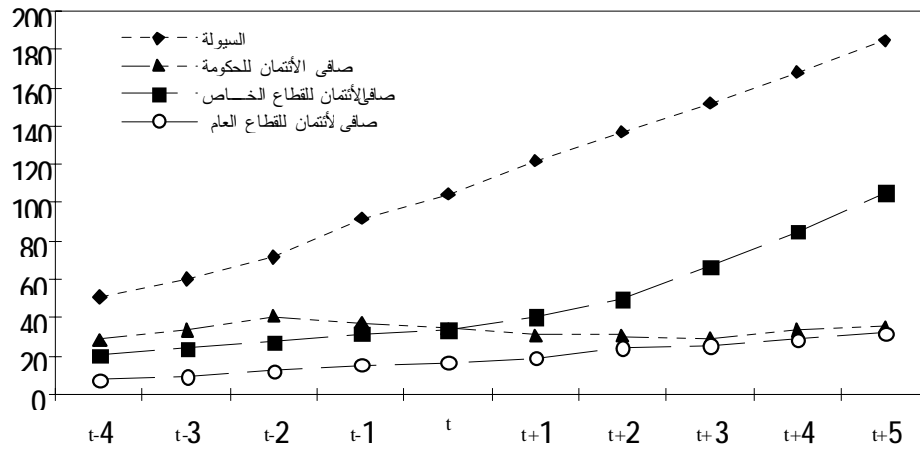
عادة ما تؤدي آثار استراتيجية خفض التضخم على الناتج الحقيقي إلى إثارة التساؤل عما إذا كانت السياسة النقدية مقيدة بشكل عام. وهناك ثلاثة أدلة تشير إلى الإجابة السالبة لهذا التساؤل. أولها أن الركود الذي توعد به السياسات المتشددة لخفض

¹⁵ ليس هناك نظرية قاطعة بشأن اختيار إجماليات النقود المتصلة بتحديد الإجمالي (Freedman , 1995) وهناك طريقتان للتأثير من النقود بمعناها الواسع إلى إجماليات المصروفات، يستندان إلى إمكانية الودائع بالنقد الأجنبي من ناحية خدمة للسيولة، ومن ناحية أثرها على الثروة. وفي حالة مصر، كان الدور الأكثر أهمية للنقود بمعناها الواسع هو ما يوضحه وجود ارتباط مرتفع بين النقود بالمعنى الواسع والتضخم أكثر منه بين MI والتضخم (في الفترة ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦). وقد ورد في تقدير سابق لموظفي الصندوق عن الطلب على وظيفة النقود في الفترة ١٩٨٣/٨٢ - ١٩٩١/٩٠) ما يشير إلى قوة تفسيرية أكبر للنقود بمعناها الواسع عن إجمالي النقود بمعناها الضيق، وهو ما يعزز الافتراض بأن الودائع بالنقد الأجنبي، كانت بديلاً قريباً جداً للنقود المحلية.

التضخم لم يمتد لفترة طويلة، إذ أنه بعد مرور ثلاث سنوات من اتباع إستراتيجية خفض التضخم، ارتفع الناتج إلى حوالي ٣%، كما أن المعاناة الحقيقية المعتدلة التي لم تكن متناسبة مع حجم التكيف المالي الضخم تشير إلى وجود سياسة نقدية مرنة باعتبارها عاملاً مخفضاً جديراً بالاعتبار. وثانياً: أنه فيما عدا ما حدث في عام ١٩٩٢/٩١ عندما تم التضيق في صافي الأصول المحلية والأئتمان المحلي استجابة للتدفقات الرأسمالية الداخلة، فإن الأئتمان الممنوح لشركات القطاع الخاص والعام ارتفع بشكل كبير عن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وقد استمر النمو الحقيقي في الأئتمان الممنوح لغير القطاع الحكومي، موجباً طوال فترة برنامج خفض التضخم بمتوسط بلغ أكثر من ١١% منذ ١٩٩٣/٩٢ (الرسم رقم ١٠). وثالثاً بينما قفزت أسعار الفائدة الحقيقية من المستويات المقيدة في الفترة السابقة على التثبيت، إلا أنها تراجعت وهبطت بسرعة. وقد انخفضت أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع من ٤.٧% في ١٩٩٢/٩١ إلى ٢.٩% في ١٩٩٥/٩٤ (الرسم رقم ١١)، كما تم خفض أسعار فائدة الإقراض أيضاً، بل بسرعة أكبر من خفضها بالنسبة للودائع، وساعد على ذلك انخفاض الهامش بين الفوائد المدينة والدائنة تدريجياً في خلال بضعة سنوات أثناء عملية التثبيت (رسم رقم ٩). كذلك فإن إسقاط الديون وما تلاه من التدفق الرأسمالي إلى مصر قد جاء في الوقت المناسب، ليخفف من القيود الخارجية/ مما كان له أثره في تخفيض أسعار الفائدة، دون التنازل عن متطلبات الثقة الخارجية.

(مليار جنيه)

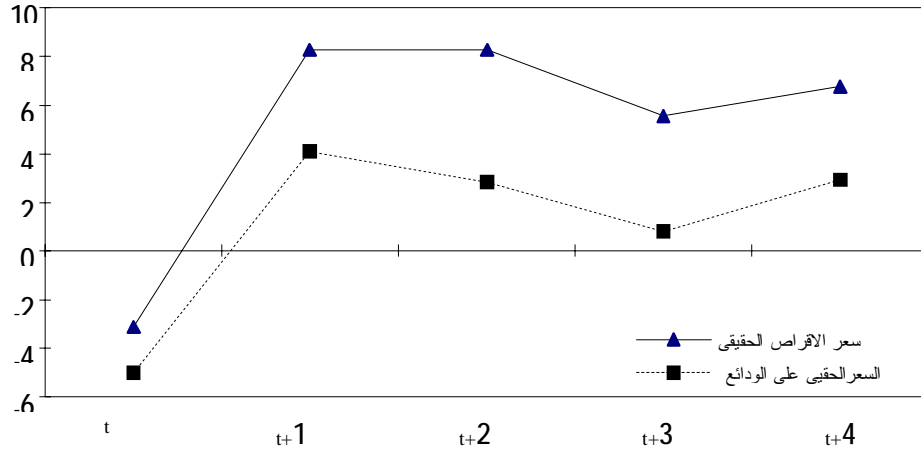
الرسم رقم (١٠) - تطور الائتمان، ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦



المصدر: الحكومة المصرية، تقديرات موظفي صندوق النقد الدولي. سنة الأساس ١٩٩٢/٩١

(%)

الرسم رقم (١١) أسعار الفائدة الحقيقية، ١٩٩٢/٩١ - ١٩٩٧/٩٦



المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات صندوق النقد الدولي

t: ١٩٩٢/٩١ سنة الأساس

لماذا تم العدول عن الدولار بنجاح؟

إن أحد الملامح البارزة في عملية التثبيت المصرية كان نجاح العدول عن الدولار من حوالي ٥٠% في ١٩٩١/٩٠ إلى ٣٧% في السنة التي تلتها، والتخفيضات المتلاحقة فيما بعد، بحيث وصلت النسبة في هذه السنة (١٩٩٧/٩٦) إلى حوالي ٢٠%، وكان تحليل سابق لظاهرة إحلال العملات في مصر (العريان ١٩٨٧) قد أشار إلى أن طلب المقيمين على العملات الأجنبية كان حساسة بالنسبة للعائد الحقيقي عليها، وهكذا فإن كان معرضاً بدرجة كبيرة للضغوط التضخمية، وللتوقعات بانخفاض أسعار الصرف التي كانت تصادفها الموازين الخارجية.

وهناك ثلاثة مراحل مميزة في خلال عملية التثبيت يمكنها أن تساعدنا على فهم السبب في العدول عن الدولار.

في المرحلة الأولى: فيما بين ١٩٩٢/٩١ كان الفرق الضخم في أسعار الفائدة على الأصول المقومة بالعملة المصرية والدولار (والذي بلغ في البداية حوالي ١٥%) هو الذي فجر العدول عن الدولار. ولكن حتى بعد انخفاض هذا الفرق بشدة استمرت عملية التحول عن الاحتفاظ بالعملة الأجنبية نظراً لتنفيذ استراتيجية لمحاربة التضخم جذيرة بالثقة، يعززها إصلاح المالية العامة، مما أدى إلى تناقص المخاوف من التضخم ومن عدم ثبات سعر الصرف (رسم رقم ٩). وقد أدى كل من حجم عملية الإصلاح والسرعة التي تمت بها إلى تغير سريع في إحساس المستثمرين. وفي نفس الوقت، أسهمت التدفقات الرأسمالية، وانتعاش رصيد الاحتياطي من النقد الأجنبي أيضاً في زيادة الثقة في عملة ربط سعر الصرف.

في المرحلة الثانية: فيما بين عامي ١٩٩٥/٩٤ و ١٩٩٦/٩٥، توقفت عملية التحول عن الدولار مؤقتاً عندما تضاعل الفرق في أسعار الفائدة، وازدادت درجة عدم التيقن، وعلى أية حال، عادت عملية العدول عن الدولار إلى مسارها السابق من ناحية هبوط الاحتفاظ بالودائع بالنقد الأجنبي، على الرغم من انخفاض الفرق الأسمى في أسعار الفائدة عن مستواه في العامين السابقين (الرسم رقم ٩)، بما يبنى عن تناقص توقعات المخاطر بدرجة كبيرة في بداية عملية تسارع تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي وتجدد الثقة في الاقتصاد المصري. وفي الواقع فإن سنتي الركود في ١٩٩٥/٩٤ و ١٩٩٦/٩٥ توفر دليلاً سالباً قوياً بأن عملية العدول عن الدولار ترتبط بشدة بتوقعات المخاطر والثقة في الاقتصاد المصري.

لماذا انخفضت أسعار الفائدة في مواجهة عملية التعقيم القوية رداً على التدفقات الرأسمالية إلى الداخل؟

شهدت مصر ارتفاعاً في التدفقات الرأسمالية إلى الداخل فيما بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٤/٩٣، مما كان عودة الثقة، وبلغ حجم التدفقات الرأسمالية الداخلة (إجمالي) حوالي ٥ مليارات دولار أو حوالي ١٠.٦% من الناتج المحلي الإجمالي. ومن ناحية المبدأ، فإن الارتفاع

في التدفقات الرأسمالية إلى الداخل ينبغي أن تؤدي إلى تسهيل الشروط في سوق النقود المحلية عندما يزداد عرض الأموال القابلة للإقراض، مما يعني إذا ظلّت كافة العوامل الأخرى على حالها، أن تنخفض أسعار الفائدة¹⁶

وتعتبر التجربة المصرية هامة لسببين: الأول: أنه بعد السنة الأولى من التدفقات التي كانت مصحوبة بتضيق في الائتمان، تحسنت الظروف بشكل كبير، إذ انخفضت أسعار الفائدة الأسمية بنسبة تعدت ٤% بينما ارتفع نمو الائتمان (الرسم رقم ١٠) في عام ١٩٩٤/٩٣، وهي السنة الأخيرة من سنوات التدفقات والثاني أن هذا الهبوط في أسعار الفائدة الأسمية حدث في مواجهة عملية تعقيم قوية وزيادة الطلب على النقود (وانعكس الأمر الأخير في انخفاض في السرعة بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٤/٩٣) وكان كلاهما يميل إلى إحداث ضغط تجاه الارتفاع (أو إلى الحد من الضغط نحو الهبوط) على أسعار الفائدة. وفيما بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٤/٩٣ أدت عملية التعقيم إلى زيادة في رصيد أذون الخزانة بحوالي ٣١ مليار جنيه مصرى (أى بنسبة تزيد على ٨٠% من متوسط الاحتياطي النقدي في خلال الفترة)، وهو ما يعكس هبوطاً معادلاً في صافي الأصول المحلية للبنك المركزي (جدول رقم ٢).

وكان التناقض الظاهري لانخفاض أسعار الفائدة يعود إلى ما يمكن تسميته بأثر الثقة الائتمانية. لقد كانت عملية التعقيم وما صاحبها من زيادة في الاحتياطيات، أموراً غير مسبوقه عندما تم التعبير عنها بمقدار ما يمكن أن تغطيه من الواردات، وتتراكم المتدفقات إلى الداخل (انظر جدول رقم ٢)، وأدت إلى زيادة الثقة في نظام سعر الصرف الثابت. وازداد اقتناع المستثمرين بأن الحكومة لديها القدرة للدفاع عن نظام ربط العملة إذا ما أرادت ذلك، مما أدى إلى تناقص مخاطر تخفيض سعر الصرف. وكنيجة لذلك، كان هناك تحول في اتجاه الهبوط في عرض الأموال القابلة للإقراض والتي أدت إلى خفض أسعار الفائدة¹⁷ على الرغم من ازدياد الطلب على النقود وازدياد عرض أذون الخزانة.

٥ - نظام التمويل.

خلفية:

تعانى كثير من الاقتصادات التي تقوم بعمليات الإصلاح من مصاعب في نظام التمويل، انظر [Sundararajan & Balino (1991), Lindgren et al (1996), Sundaraviajan (1996)] وتظهر مراجعة تجارب ١٨١ دولة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، أن ١٣٣ دولة قد مرت بمشاكل كبيرة في القطاع المصرفي، بما في ذلك حدوث أزمات في ٣٦ دولة. وترتبط سلامة النظام المصرفي بصفة عامة بسلامة البيئة الاقتصادية، ومن ثم فإن التغيرات الحادة أو المفاجئة في هذه البيئة تؤثر بدرجة كبيرة في النظام المصرفي. وتمكن أن تبدأ المشكلة في القطاع المصرفي، أو تظهر على السطح عن طريق عدد ضخم من عوامل الاقتصاد الكلى المتنوعة، تتضمن اقتصاداً ضعيفاً بشكل دوري، وتغيرات سريعة في الأسعار النسبية بما في ذلك أسعار الصرف وأسعار الأصول الأخرى [انظر Lindgren et al, 1996] (Lindgren et al, 1996) ، ومن المثير، أن انخفاضاً كبيراً في معدل التضخم يمكن أن تكون له آثار عكسية على النظام المصرفي، ويبدو أن هذا كان أحد العوامل الهامة في ٢١ حالة من بين ٣٤ حالة تعانى من المشاكل والتي قام بدراستها ليندجرن وآخرين [Lindgren et al (1996)].

وظواهر الأزمات عديدة منها: عدم ثبات الطلب على النقود وعدم ثبات العلاقات النقدية، وبإمكان ارتفاع مضاعف النقود ارتفاعاً حاداً كما حدث في الأرجنتين وشيلي وغانا والفلبين. كذلك يمكن أن ترتفع نسبة النقود- الودائع (مع ما يصاحبها من انخفاض في مضاعف القاعدة النقدية) كما حدث في استونيا، كما يمكن أن تتغير مرونة أسعار للعملة أو للنقود بمعناها الواسع. وفي بداية عملية التثبيت في عام ١٩٩١/٩٠، عانت البنوك التجارية، كان النظام التمويلي في مصر يعانى من أزمة نتيجة للضعف الهيكلي القائم منذ فترة طويلة، وكان ذلك بدوره بسبب البيئة غير المستقرة، والسياسات العقيمة المعقدة التي كانت تتحكم في تنظيم القطاع التمويلي. ولقد عانت البنوك من خسائر فادحة في عام ١٩٩١/٩٠، كما أنها كانت تعانى من نقص المخصصات بدرجة كبيرة. ولعلاج هذه المشكلة، قامت الحكومة بضخ الأموال لإعادة رسملة البنوك التجارية وبلغ ذلك ٥.٥% من الناتج المحلى الإجمالى.

تجنب مصر للمشاكل الخطيرة في قطاع التمويل خلال فترة التثبيت

¹⁶ هناك مبرران لهذا الاتجاه في الأثر : أولاً: إذا كانت الزيادة في التدفقات نتيجة لزيادة الطلب على الائتمان من المقيمين الراغبين في الحصول عليه. وثانياً: إذا كان رد الفعل للتدفقات وهو عملية التعقيم القوية، وزيادة العرض من الأوراق الحكومية سيؤدي إلى الحد من هبوط أسعار الفائدة.

على أية حال، كان أحد الملامح البارزة في تجربة التثبيت المصرفية هو تجنب المشاكل الخطيرة في قطاع البنوك في بداية عملية تخفيض التضخم عن طريق الانكماش الحالى في المالية العامة، والتخفيض الذى لازم ذلك في النشاط الحقيقى للقطاع. ويركز كثير من مؤشرات قطاع التمويل صورة التحسن الذى طرأ على نشاط التمويل في بنوك القطاع العام. وكما يوضح الجدول رقم ٣، فإن ربحية بنوك القطاع العام الأربعة، التى تضم فيما بينها ٦٠% من النظام المصرفى، تحسنت بشكل ثابت وارتفعت من ١.٤ مليار جنيه فى ١٩٩١/٩٠ إلى ٢.٧ مليار جنيه فى ١٩٩٦/٩٥، أى بزيادة بلغت ٩٣% فى خلال خمس سنوات. وفى نفس الفترة ارتفع حجم المخصصات فى النظام المصرفى بأكمله بصفة مطلقة، وأيضاً كنسبة من إجمالى القروض المقدمة والخصم، من ١١% فى ١٩٩١/٩٠ إلى ١٥% فى ١٩٩٥.١٤/٩٤، فضلاً عن ذلك، فإن الرفاعى (١٩٩٧) تقدم دليلاً على تحسن الأداء التمولي للنظام المصرفى عن طريق قياسه وفقاً لمتوسط العائد على حقوق الملكية للنظام المصرفى.^{1٩}

والعلامة الأخرى للصحة الواضحة للتمويل فى القطاع المصرفى يظهرها الهامش بين أسعار الفائدة على الاقراض وعلى الودائع. فقد اتسعت الهوامش عقب تحرير أسعار الفوائد فى ١٩٩١، لتبلغ ٥.٤% فى ١٩٩٤/٩٣ إلا أنها هبطت بسرعة ولحسن الحظ أيضاً بعد ذلك إلى مستوى بلغ ٣.٨% فى عام ١٩٩٦/٩٥ وقد كان الهبوط فى الهامش ملحوظاً لأنه تم فى الوقت الذى ازدادت فيه الاحتياطيات المفرطة وارتفعت، مما أدى إلى الانقاص من أرباح العمليات المصرفية.^{٢٠}

كيف تم تدعيم نظام التمويل

اتحدت مجموعتان من العوامل لتنتج أثراً حميداً أو لتمعن فى الواقع أثراً خبيثاً - على النظام المصرفى - عوامل الاقتصاد الكلى والمساعدة الخاصة للبنوك - وكانت عوامل الاقتصاد الكلى مرتبطة بسلوك أسعار الفائدة والموقف العام للسياسة النقدية فى خلال الفترة الانتقالية (انظر الرسم رقم ١٠ ورقم ١١). إذ أنه فى إثر تحرير أسعار الفائدة فى ١٩٩١، ارتفعت تلك الأسعار من الأسعار السابقة المقيدة، إلى أنها تراجعت بعد ذلك وهبطت بسرعة، وبعد أن كانت أسعار الفائدة الأسمية على الودائع قد بلغت ١٦% فى ١٩٩٢/٩١ هبطت إلى ١٠% فى عام ١٩٩٦/٩٥، وفى نفس الوقت تراجعت أسعار الفائدة على الاقراض من ١٩% إلى ١٤%، وكان تراجع أسعار الاقراض بنسبة تفوق تراجع أسعار الفائدة الودائع دليلاً على تحسن الوساطة المصرفية وما نتج عن ذلك من انخفاض فى الهوامش المصرفية. وفى نفس الوقت أيضاً، سياسة المالية العامة وعدم وجود قيود خارجية إلى زيادة المرونة فى السياسة النقدية والسماح بنمو صحى فى الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص. وكانت الظروف النقدية الميسرة نسبياً تعنى أن النظام المصرفى المصرى لم يكن واقعا تحت الضغوط المكثفة التى يفرضها ارتفاع أسعار الفائدة وركود النشاط الذى تعكسه ميزانيات المنشآت. كذلك فإن العملية الهادئة لتخفيض التضخم منعت تعرض البنوك إلى تحركات شديدة مفاجئة فى المتغيرات الاقتصادية.

وعلى أية حال، فقد كان العامل الرئيسى الذى حافظ على سلامة البنوك عاملاً غير مباشر وهو المساعدة المتخصصة للبنوك، فى شكل إصدار أدون الخزانة، والتى تحملت الموازنة العامة للدولة تكلفة إصدارها.^{٢١} إذ أنه منذ ١٩٩١، عندما بدأ إصدار أدون الخزانة، قامت البنوك التجارية بشراء الجزء الأكبر منها (حوالى ٧٧% فى عام ١٩٩١/٩٠ و ٨٨% فى عام ١٩٩٦/٩٥). وقد ارتفع ما تملكه البنوك من أوراق مالية بالنسبة لإجمالى أصولها من ٣% فى نهاية ديسمبر ١٩٩١ إلى ٢٣% فى عام ١٩٩٣ وذلك قبل أن يهبط إلى ١٦% فى نهاية عام ١٩٩٥ (انظر الرفاعى، ١٩٩٧). ومن ناحية القيمة المطلقة، ارتفعت ملكية البنوك من ٣.١

¹⁷ وفقاً لمعادلة السعر الرسمى للفائدة، حيث يكون سعر الفائدة المحلية هو مجموع أسعار الفائدة الأجنبية والنخفاض المتوقع فى العملة المحلية، والتطور فى الاحتياطيات، فإن النمو الملحوظ فى الثقة الأتمانية أدى إلى إنخفاض توقعات خفض سعر صرف العملة، مما نشأ عنه انخفاض فى أسعار الفائدة المحلية.

¹⁸ لم تتمكن من الحصول على الأرقام الخاصة بالخسائر الناشئة عن الاقراض، والأرقام المبينة أعلاه تتعلق بالمخصصات بوجه عام. وعلى أية حال فإن التغيرات فى حجم المخصصات الكلى فى خلال هذه الفترة كان ينبغى أن يتناسب مع التغيرات فى حجم المخصصات لخسائر الاقراض، والتى يحتمل أنها كانت الدافع الرئيسى وراء عمل مخصصات أكبر. وبلغ الانخفاض فى مخصص الديون المعدومة فى ١٩٩٦/٩٥ حوالى ١٤% من المستويات العليا التى كانت قد وصلت إلى ١٧% فى عام ١٩٩٣/٩٢ وهو ما يعتبر مؤشر لتحسن نوعية محفظة القروض، وهو تطور يتناسب مع ارتفاع حصة الأتمان المقدم للقطاع الخاص. وكذلك فإن النسب الخاصة بكفاية رأس المال غير متاحة وغير معلنة للجمهور ولكن التقديرات الأولية تبين أن نسبة رأس المال والاحتياطيات إلى الأصول المرجحة بعنصر المخاطرة فى النظام المصرفى وباستبعاد البنوك المتخصصة وفروع البنوك الأجنبية كانت حوالى ٩.٥ فى نهاية يونيو ١٩٩٦، ويحتمل أن تكون هذه النسبة أعلى بكثير عما كانت عليه فى بداية عملية التثبيت.

¹⁹ ارتفع العائد على حقوق الملكية للنظام المصرفى من ١٠.٢% إلى ١٢% فيما بين ١٩٩٣/٩٢ و ١٩٩٦/٩٥.

²⁰ ارتفعت درجة الافراط فى الاحتياطيات من ١.١ مليار جنيه فى ١٩٩٣/٩٢ إلى ٢.٦ فى ١٩٩٦/٩٥، بحيث بلغ متوسطها ٣% من السيولة المحلية. كذلك فإن انخفاض الهامش لم يكن نتيجة لتغير متطلبات الاحتياطى القانونى خلال الفترة.

مليار جنيه في عام ١٩٩١/٩٠ إلى ٢٦.٨ مليار جنيه في عام ١٩٩٦/٩٥ وارتفع الإيراد الناشئ من ملكية أذون الخزانة من ٠.٩ مليار جنيه في عام ١٩٩١/٩٠ إلى ٣.٩٩ مليار جنيه في ٩٤/٩٣ ثم إلى ٢٦.٨ مليار جنيه في ١٩٩٦/٩٥. فضلاً عن ذلك، فإن هذا الإيراد معفى من الضرائب. ولقد كان هذا الإيراد المعفى من الضريبة حيوياً بالنسبة لصحة النظام المصرفي كما تشير إلى ذلك المقارنة في زيادة المخصصات، وهو ما يعتبر أيضاً بديلاً عن صافي البنوك قبل وبعد الضريبة.^{٢٢} وقد كانت الزيادة في المخصصات - وكافة الأرباح - أكثر من الإيراد الذي حققته أذون الخزانة. وبالفعل كان متوسط الأرباح والتغيرات في المخصصات، في خلال فترة التثبيت، حوالى ٧٠% من الإيراد من الأوراق المالية الحكومية، مما كان يدل على إسهام الحكومة في زيادة حيوية البنوك.

جدول رقم (٣) مؤشرات مختارة للنظام المصرفي.

٩٦/٩٥	٩٥/٩٤	٩٤/٩٣	٩٣/٩٢	٩٢/٩١	٩١/٩٠	
٣.٨	٤.٨	٥.٤	٤.٢	٤.٣	-	الهامش %
٤٢.٨	٣٨.٤	٣١.٧	٢٧.٩	٢٧.٣	٢٨.٨	نصيب القطاع الخاص من إجمالي الائتمان (%)
١٣.٩	١٤.٨	١٦.٤	١٦.٧	١٥	١١.٣	المخصصات كنسبة مئوية (%) من القروض
٢٦.٨	٢٥.١	٢٨.٩	٢٣.٥	١٢.٦	٣.١	إجمالي الأوراق المالية الحكومية
٨٨.٦	٨٤.١	٨٢.١	٧٦.٩	٧٣.٨	٧٧.٧	كنسبة (%) من الإجمالي
٢.٦	٢.٨	٣.٦	٣.٥	١.٣	٠.٤	الإيراد من الأوراق المالية الحكومية
١.٢	١.٤	٢.١	٢.٢	٠.٩	٠.٤	كنسبة (%) من الناتج المحلى الإجمالي
٢.١	٢.٧	٢.٠	٢.٦	١.٨	١.٢	الزيادة في المخصصات
٨١.٠	٩٦.٠	٥٦.٠	٧٤.٠	١٣٨.٠	٣٠٠.٠	كنسبة (%) من الإيراد من الأوراق المالية الحكومية
٢.٧	٢.٢	١.٩	١.٧	٢.٨	١.٤	الأرباح قبل الضريبة لبنوك القطاع العام الأربعة

المصدر: البنك المركزى المصرى وتقديرات موظفى صندوق النقد الدولى

١. سعر الاقراص لسته شهور مطروحا منه سعر فائده الإيداع.
٢. زيادة استثنائية بسبب إعادة رسملة البنك بمبلغ ٦ مليار جنيه.

ومما يثير الانتباه أنه على الرغم من أن البنوك لم تقم بعمل مخصصات كاملة عن الديون المعدومة لديها في بداية فترة التثبيت. إلا أنها لم تقم بزيادة الهوامش المرتفعة أو حتى المحافظة عليها (كما حدث في الدول الأخرى التي مرت بمرحلة الانتقال [انظر (Begg (1996)]^{٢٣} لإنتاج الأرباح الكافية لعمل المخصصات. ولو كانت المحافظة على تلك الهوامش المرتفعة قد استمرت، لكانت قد ازدادت عملية الاستغناء عن عمليات الوساطة المالية، أو ربما لكانت قد شددت شروط الائتمان، بما لهما من آثار عكسية على الاقتصاد الكلى. وأحد التفسيرات لهذا السلوك، الذى هو بالتحديد: التدرج الذى اتبعته البنوك في بناء الكفاية الرأسمالية، يمكن أن يكون التأكيد أو ضمان الإمداد بأذون الخزانة المعفاة من الضرائب التى يمكنها أن تحافظ على الأرباح وتشجع بلوغ مستويات محترمة من المخصصات. وفي هذه الحالة، فإنه يمكن تبرير هذا التوقع بالكامل في خلال فترة التثبيت.

²² بمعنى آخر: ظان البنوك لم تدفع فعلاً أية ضرائب على الدخل في خلال فترة التثبيت.
²³ لاحظ (Begg (1996) أن في الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال أن انتشار الهوامش الواسعة يعكس الحاجة إلى عمل المخصصات مقابل الديون المشكوك فيها وضرورة توفير كفاية رأس المال وفى الجمهورية التشيكية، كان ٧٢% من الهامش يعزى إلى الحاجة لعمل مخصصات مقابل الديون المشكوك فيها.

مشاكل الأرصدة والتدفقات

قد يكون من المفيد النظر إلى النظام المصرفى على أساس احتمال تعرضه لمشاكل الأرصدة والتدفقات. وتنتشأ الأرصدة من تراكم الديون المشكوك فيها والتي تؤدى إلى إفسار البنوك وتتطلب العلاج عن طريق ضخ رأس المال بما له من تكلفة كبيرة على موازاناتها. وقد حدث هذا فى مصر فى عام ١٩٩١/٩٠، وبلغت تكلفته المالية ٥.٥% من الناتج المحلى الإجمالى. وعلى أية حال فإن حل مشاكل الأرصدة لا يكفى وحده للمحافظة على سلامة النظام المصرفى. كذلك فإنه ينبغى أيضاً معالجة مشاكل التدفقات، وهى تتعلق بالحوافز التى تقدم للبنوك لى تحافظ على صحتها بعد عملية إعادة الرسملة وحتى لا تقع فى الممارسات السيئة التى أدت إلى مشاكل الأرصدة. كذلك يمكن إجهاض مشاكل التدفق عن طريق تنظيم لائى أفضل وإشراف أدق للنظام المصرفى.

وما زال الوقت مبكراً للحديث عما إذا كانت مصر قد عالجت مشكلة التدفقات بطريقة حاسمة. يبدو أن هناك خمسة عناصر هامة ستؤثر فى هذا التقييم: أولاً من المهم فى مصر أن نلاحظ أنه لم يكن هناك دعم من الموازنة العامة فحسب لعلاج مشكلة الأرصدة، ولكن لابد أن يلاحظ أيضاً أن مشكلة التدفقات الضخمة، واستمرار امتلاك البنوك لأوراق المالية الحكومية يعادل دعم الموازنة العامة، الذى يقدر بنسبة ١٠% من الناتج المحلى الإجمالى. وقد أسهم هذا بدرجة كبيرة فى إصلاح السلامة التمويلية للنظام المصرفى. ثانياً: يبين أحد المؤشرات أن ممارسات البنوك فى الاقراض تتحرك فى اتجاه لا يتحمل معه تكرار نفس التجارب السابقة. ويتعلق ذلك بحصة الاقراض للقطاع الخاص، التى توسعت بشكل كبير (انظر رسم ١٢) نظراً لازدياد نمو الاقراض للقطاع الخاص باستمرار بحيث أصبح يزيد عن معدل نتج القروض للحكومة والقطاع العام فى الماضى القريب. وقد بلغ نصيب الاقراض للقطاع الخاص فى يناير ١٩٩٦ ما يناهز ٤٣% مقارنة بنسبة ٢٩% فى عام ١٩٩١/٩٠. ثالثاً: بدأت الحكومة سلسلة من الإجراءات لمنع حدوث تكرار مشكلة التدفقات. وتضمنت هذه الإجراءات خصخصة النظام المصرفى، وإلى جانب العمل على تقوية الإشراف المعقول^{٢٤} رابعاً: كان ما تبقى من عناصر الفلق بشأن مشكلة التدفقات يرجع إلى الانكشاف الضخم للنظام المصرفى تجاه شركات القطاع العام. وعلى الرغم من ضخامة انكشاف النظام المصرفى تجاه القطاع العام الذى بلغ حجمه ٢٥ مليار جنيه فى ديسمبر ١٩٩٦، إلا أن ذلك يعتبر جزءاً متناقصاً من الانكشاف الإجمالى **Expose**، وحتى لو كان هناك جزء كبير من هذا الدين يعتبر ديوناً مشكوكاً فيها^{٢٥}، فإن بعض أو كل (أو على الأقل كل الديون المدومة التى لم تتم عمل مخصص لها) يمكن استعارتها عن طريق برنامج ناجح للخصخصة، بحيث يستخدم جزء من الحصيلة لتسوية تلك الديون القائمة. ولقد تم فى عام ١٩٩٦ وحده استخدام مبلغ ١.٨ مليار جنيه (تمثل نحو ٥٠% من مجموع إجمالى الحصيلة) لتسوية مثل هذه الديون. وأخيراً، فإن المخاوف التى ثارت بشأن السلامة التمويلية لبنوك القطاع العام الكبرى، والتى تعرضت بطريقة غير متناسبة معها للمخاطر المرتفعة التى تمثلها ديون القطاع العام، يمكن أن تزداد بالحد الذى تحصل فيه هذه البنوك على حصص "فى ملكية البنوك المشتركة والمقيدة حالياً بأقل من قيمتها فى ميزانيتها. إلا أن الصورة تصبح أفضل بشكل كبير، إذا ما تخلصت تلك البنوك من أسهمها واستخدمت قيمتها فى زيادة الاحتياطيات لديها.

²⁴ تقوم الحكومة المصرية منذ ١٩٩٦ بالأسراع فى خصخصة البنوك المنشأة على شكل شركات مساهمة بهدف استكمال هذه العملية قريباً. كما قامت بتدعيم الإشراف القائم على أساس رقابة السوق، فى شكل الإفصاح فى الوقت المناسب وبطريقة أكثر دقة الذى أصبح مطلباً أساسياً، وأصدر البنك المركزى المصرى تعليمات بذلك فى إبريل ١٩٩٧ تلزم البنوك باتباع المعايير الدولية فى الاعلان عن قوائمها المالية والإفصاح.

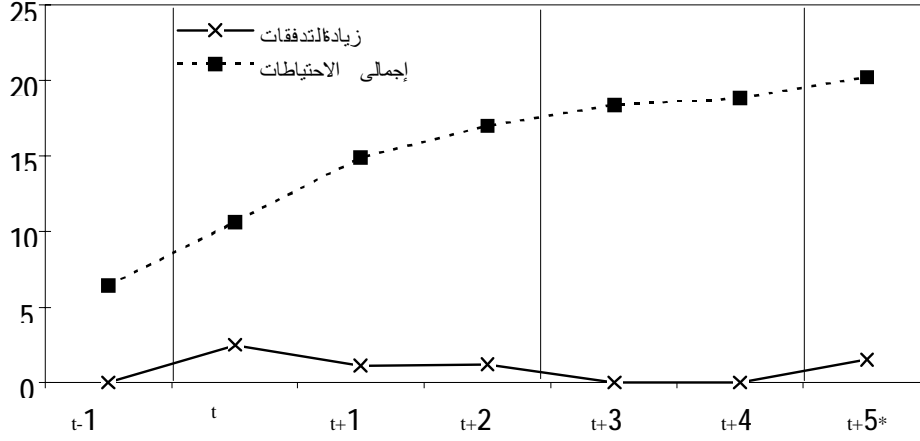
²⁵ يبين تحليل القوائم المالية للشركات الخاضعة للقانون ٢٠٣ أن المنشآت التى تراكت لديها خسائر، كانت تمثل مبالغ لا تتناسب مع حجم الدين المستحق على منشآت القطاع العام. وقد بلغ ذلك فى ١٩٩٤/٩٣ أقل من ٣٠% من إجمالى المبيعات ولكنه فى ذات الوقت كان يمثل ٦٠% من إجمالى الدين الذى بلغ حوالى ١٥ مليار جنيه مصرى، ومع ذلك، فإن هذه الصورة لهشاشة القطاع العام ينبغى

الرسم رقم ١٢ : التدفقات الرأس مالية - المؤشرات الخارجية. ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦

(القيمة بالمليار دولار)

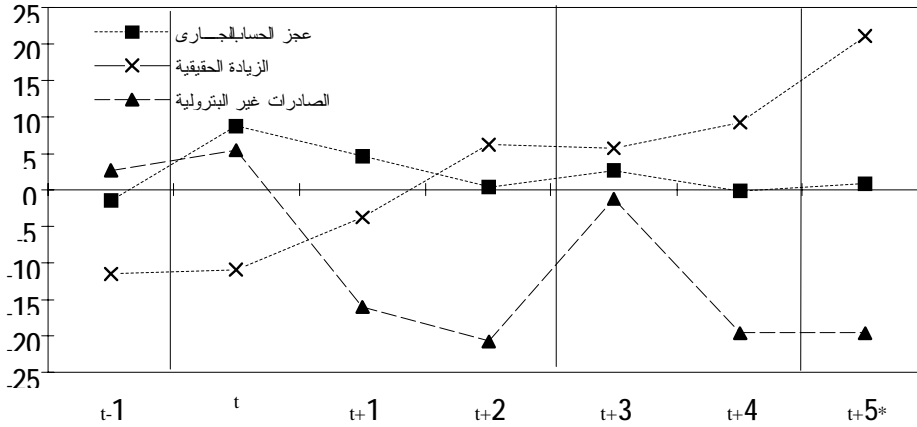
شكل رقم (١٢-أ)

المرحلة الثانية المرحلة الانتقالية المرحلة الاولى ما قبل عملية التثبيت



شكل رقم (١٢-ب)

المرحلة الثانية المرحلة الانتقالية الأولى ما قبل



• المصدر: تقديرات الحكومة المصرية وموظفى صندوق النقد الدولي

t معنى الأساس ٩٢/٩١

• ميزان الحساب الجارى كنسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالى

• الزيادة الحقيقية - النسبة المئوية للتغير المتراكم منذ الفترة السابقة على التثبيت

• الصادرات غير البترولية - النسبة المئوية للتغير المتراكم منذ الفترة السابقة على التثبيت.

أن ينظر إليها مقابل حقيقة أخرى أن الحكومة يستحق عليها ١٢ مليار جنيه مصرى لمنشآت القطاع العام، وهو ما يمكن استخدامه لتسوية الديون المستحقة على القطاع العام للبنوك.

التعمق التمويلي:

خرج النظام المصرى سالماً نسبياً من عملية الضبط فى خلال الفترة الانتقالية، التى عادة ما تلقى بظلالها القائمة على النظم المصرفية، وقد كان هذا إنجازاً فى حد ذاته، كما أنه أدى إلى تيسير إدارة السياسة النقدية، وخاصة من ناحية السماح بالتحرك من الرقابة النقدية المباشرة إلى الرقابة غير المباشرة التى بدأت فى مرحلة من عملية التثبيت.

وبينما تعرض حالة مصر خصائص نظام مصرفى متعمق من هوامش فائدة منخفضة وأخذة فى الهبوط، إلى العدول الحاسم عن الدولار، وهبوط نسبة النقود - الودائع - إلا أن هناك أمراً مميزاً ما زال باقياً، وخاصة فى ضوء كل هذه الإنجازات الأخرى، وهو ما يتعلق بمستوى استخدام النقود فى الاقتصاد كما تشهد عليه النسبة العكسية لسرعة النقود. وإذا ما تم النظر إلى ذلك فى مدى أطول، عشر سنوات مثلاً، فإننا نجد أن السرعة العكسية قد تراجعت وهبطت من ٨٣% فى ١٩٨٨/٨٧ إلى حوالى ٧٤% الآن (الرسم رقم ١٣). ويتحليل مشاكل الدولار فى أمريكا اللاتينية، يميز [Savastano (1992)] بين الهروب من النقد المحلى والهروب من النظام المصرفى المحلى. وفى عدد من دول أمريكا اللاتينية الذى شهدت عمليات دلورة ضخمة فى الثمانينات والتسعينات، لوحظ أن عمليات تخفيض التضخم السريعة لم ينشأ عنها أى عدول مماثل عن الدولار، كما لوحظ أعلاه. وعلى أية حال، فإن بغض النظر عن تطور الدولار، فقد حدث فى كافة الدول تقريباً أن درجة استخدام النقود أو تعميق النظام المصرفى المحلى (وفقاً للقياس الذى تعبر عنه حركة أوسع الاجماليات النقدية) قد حققت كسباً ملحوظاً لدى تحقيق هبوط التضخم (انظر جدول رقم ٤).

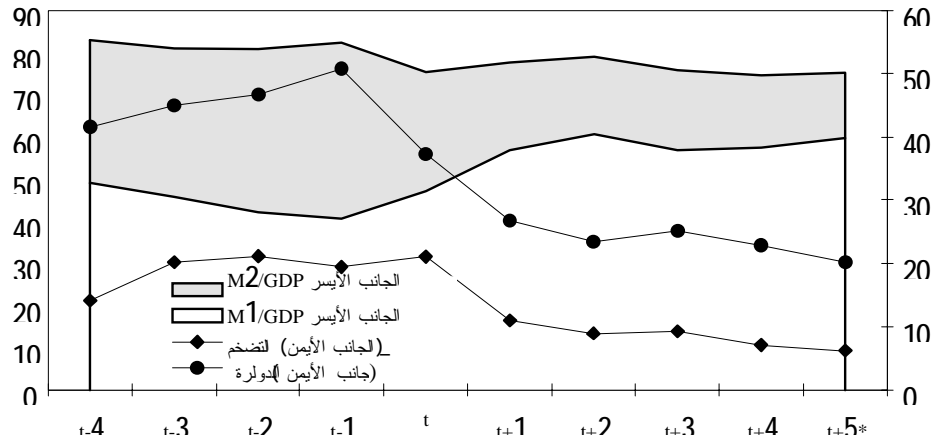
ومن الناحية الأخرى، ففى مصر، بينما تم العدول عن الدولار بنجاح وحسم، إلا أنه لم يكن هناك عودة مماثلة إلى استخدام النقود فى الاقتصاد حتى بعد مرور خمس سنوات على التخفيض الناتج للتضخم. وبعبارة أخرى، فإن عودة الثقة فى النقود المحلى لم تتم ترجمتها أيضاً إلى عودة متلازمة للثقة فى النظام المصرفى فى مجموعة - أو على الأقل ليست بنفس الدرجة المتناسبة مع عملية التثبيت.

وأحد التفسيرات المحتملة، التى تشير فى اتجاه سرعة، أكثر منها فى اتجاه تخلف، عملية التعمق هى ما يلى: أنه حتى فى أثناء السنوات التى تميزت بأكبر قدر من عدم الاستقرار المالى فى خلال السنوات الأخيرة من الثمانينات، كانت مصر ذات اقتصاد شديد الاستخدام للنقود، وبلغت النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلى الإجمالى ٨٣%، وهو ما يمكن اعتباره معدلاً جيداً لدى مقارنته مع الدول النامية الأخرى المماثلة التى قامت باستعادة الاستقرار المالى، بل وحتى مع الدول الصناعية^{٢٦} لقد أدى عدم الاستقرار المالى فى أواخر الثمانينات إلى تآكل الثقة فى النقود المحلى، وفى النظام المصرفى، ويوضح ذلك زيادة الدولار وانخفاض نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلى الإجمالى (انظر جدول رقم ٥)

وهكذا، عندما تمت استعادة الاستقرار المالى واستعادة الثقة تم انقلاب هذه العوامل السلبية، ولكن مع خلاف أساس سنوى إستخدام النقود الذى وصل إلى درجة مرتفعة فى ١٩٩٤/٩٣ بحيث بلغ ٧٩% (أقل من المستويات فى فترة ما قبل التثبيت) ثم أخذ فى الهبوط بعد ذلك بحيث وصل إلى ٧٤% فى ١٩٩٧/٩٦.

²⁶ الأرقام التى يمكن مقارنتها عن معدل النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلى الإجمالى هى البرازيل (١٩٩٥) - ٧٠%، والأرجنتين (١٩٩٤) - ١٦%، شيلي (١٩٩٤) - ٣٨%، بولنده (١٩٩٤) - ٣٦% جمهورية التشيك (١٩٩٤) - ٨٣% جمهورية السلوفان (١٩٩٤) - ٧١%، الهند (١٩٩٥) - ٥٦% والمملكة المتحدة (١٩٩٥) - ٨٩%، الولايات المتحدة (١٩٩٥) - ٩٥%، ألمانيا (١٩٩٥) - ٧٤%

الرسم رقم ١٣ - استخدام النقد، والدولة والتضخم ١٩٨٨/٨٧ - ١٩٩٧/٩٦



المصدر: تقديرات الحكومة المصرية وموظفي صندوق النقد الدولي

t: سنة الأساس ١٩٩٢/٩١

* تقديري

جدول رقم ٤ استخدام النقود، والذلة في دول مختارة

	t+4	t+3	t+2	t+1	t	
الأرجنتين						
التضخم	١١	٢٥	١٧٢	٢٣١٤	٣٠٧٨	
الدولة	٤٠.٤	٣٧.١	٣٥.١	٣٤.٢	غير متاح	
استخدام النقود	٢٥٤	١٩٠	١٣٤	١٠٠	١٨٢	
بوليفيا						
التضخم	١٥	١٦	١٥	٢٧٦	١١٧٥٠	
الدولة	٨١.٩	٨٣.٩	٨٠.٨	٧٦.٨	٧٠.٨	
استخدام النقود	٧٣	٧٢	٦٧	٣٦	١٨	
المكسيك						
التضخم	٢٣	٢٧	٢٠	١١٤	١٣٢	
الدولة	غير متاح	غير متاح	غير متاح	غير متاح	غير متاح	
استخدام النقود	١٣٧	١٠٠	٦٦	٩٦	١١٠	
بيرو						
التضخم	٢٤	٤٩	٧٤	٤١٠	٧٤٨٢	
الدولة	٦٤.٢	٧٠.٢	٦٥	٥٩.٩	غير متاح	
استخدام النقود	٢٥٣	٢٣١	١٨٢	١٢٦	١٠٠	

مصر

التضخم	٢١	١١	٩	٩	٧
الدولة	٤٣	٢٩	٢٤	٢٥	٢٤
استخدام النقود	٧١	٧٤	٧٦	٧٣	٧٠

المصدر: International Financial Statistics وتقديرات موظفي الصندوق النقد الدولي

t: السنة التي بلغ فيها التضخم أعلى معدلاته

الدولة: الودائع بالعملة الأجنبية كنسبة من إجمالي الودائع

استخدام النقود: النقود وشبه النقود كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (رقم قياسي).

وهذا الهبوط في أهمية النظام المصرفي، يمكن أن يعكس، وأنه يعزى جزئياً إلى الأهمية المتزايدة لأسواق المال، وأن تعزز الرأي بأن هذه التطورات النقدية تشير إلى تعمق النظام المالي، إلا أن ذلك يكون جزئياً على حساب النظام المصرفي. ويقدم الجدول رقم (٥) بعض المؤشرات عن تعميق سوق المال. وابتداءً من عام ١٩٩٤/٩٣ (والذي لم يكن بمحض الصدفة العام الذي بلغ فيه استخدام النقد قمته) بدأت سوق رأس المال في النمو سواء من ناحية الحجم أو من ناحية الأهمية. وازدادت قيمة رءوس الأموال في السوق بنسبة ٢% من الناتج المحلي الإجمالي في ١٩٩٤/٩٣، وتبع مكاسب هائلة بنسبة ٦% تقريباً في ١٩٩٦/٩٥ و ١٩٩٧/٩٦، مما أدى إلى زيادة بنسبة ١٦% في خلال أربع سنوات، وفي خلال نفس الفترة هبطت نسبة النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي ٥% وازداد معدل الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي ١٢%. أما أن هذه الزيادة في الرسملة كان سببها هو الزيادة في حجم رءوس الأموال أكثر من كونه زيادة الأسعار وحدها، فإن ذلك يوضحه رقم رءوس الأموال في السوق بعد تخفيضه بنسبة زيادة الأسعار، وهو ما يبين زيادة بحوالي ثلاثة أمثال، كما توضحه أيضاً البيانات عن الإصدارات الجديدة^{٢٦}، والتي سجلت زيادة بنسبة تتراوح بين ٢% و ٤% من الناتج المحلي الإجمالي في السنوات الثلاث الأخيرة^{٢٧}. وتشير هذه البيانات إلى المنافسة البارعة مع النظام المصرفي من بقية النظام التمويلي.

ومن المحتمل أن هذه الضغوط، مثل ضعف الوساطة المالية العارض أو التحول إلى الأوراق المالية، ستؤثر في كلا جانبي ميزانيات البنوك، ففي ناحية الخصوم، وكلما توسعت أنواع الأنواع المالية، سيكون على الودائع المصرفية أن تتنافس مع الأدوات الجديدة على مدخرات الأسرة. وقد تؤدي التطورات المؤسسية، والطلب غير المرن على النقود فيما يتعلق بالثروة إلى هبوط نسبي في حصة الثروة المخصصة للودائع المصرفية. وهناك بعض الدلائل على ذلك تقدمها [فائقة الرفاعي (١٩٩٧)] التي تقدر أن حصة الأصول المالية التي بلغت في النظام المصرفي حوالي ٦٧% في عام ١٩٩٢ قد هبطت إلى ٥٨% في عام ١٩٩٦^{٢٨}. ويعزز هذه التطورات هبوط نسبة النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي. وعلى جانب الأصول في ميزانيات نفس المنشآت، نجد أن هذه المنشآت في سعيها للحصول على تمويل طويل الأجل، وتمويل يتمتع بتأييد الدولة، فإنها من المحتمل أن تلجأ إلى أسواق رأس المال، ومن ثم تخفض اعتمادها على الاقتراض من البنوك، ويبين التطور النسبي في الائتمان والمؤشرات عن رؤوس الأموال في البورصة تلك الضغوط الواقعة على البنوك^{٢٩}.

²⁶ تقلل البيانات الخاصة بالإصدارات الجديدة من مدى الاعتماد على أسواق رأس المال، بجانب تغاضيها عن خصخصة الشركات الخاضعة للقانون ٢٠٣، والتي مثلت جانباً كبيراً من نشاط البورصة منذ ١٩٩٥/٩٤.

²⁷ شهدت شبلي ارتفاعاً مماثلاً في أهمية أسواق رأس المال بالنسبة للنظام المصرفي [انظر Snarez & Weisbrod 1994].

²⁸ فيما بين ١٩٩٥/٩٤ و ١٩٩٧/٩٦ ازداد عدد صناديق الاستثمار المحلية من ٥ إلى ١٧، مما يعني زيادة في الأصول التي تديرها من ١.١ مليار جنيه مصري (٥.٠% من الناتج المحلي الإجمالي) إلى ٣.٤ مليار جنيه مصري (٤.١% من الناتج المحلي الإجمالي).

²⁹ كلما نما سوق رأس المال، بمساعدة الأصول المتدفقة الناشئة عن عملية الخصخصة والتطور المؤسسي، وكلما ارتفعت نسب الأرباح إلى أسعار الأسهم، يتزايد إقبال المنشآت بدرجة أكبر على إحلال رأس المال محل تمويل البنوك. ويمكن إدراك ملامح هذه التطورات من عدد إصدارات الشركات لأسهم رأس المال في عام ١٩٩٧.

جدول رقم ٥: مصر: مؤشرات التعمق التمويلي ١٩٩٠/٨٩ - ١٩٩٧/٩٦.

١٩٩٧/٩٦	١٩٩٦/٩٥	١٩٩٥/٩٤	١٩٩٤/٩٣	١٩٩٣/٩٢	١٩٩٢/٩١	١٩٩٠/٨٩	
٧٥.٠	٧٥.٠	٧٦.٠	٧٩.٠	٧٨.٠	٧٥.٠	٨١.٠	استخدام النقود (%) من الناتج المحلي الإجمالي
٥٥.٠	٥٠.٠	٤٦.٠	٤٣.٠	٣٨.٠	٣٤.٠	٤٤.٠	الانتماء غير الحكومي (%) من الناتج المحلي الإجمالي
٥٩.٠	٣٧.٨	٢١.٠	١٣.٦	١١.٨	٩.٨	٤.٧	الرسمة الأسمية للسوق (مليار جنية)
١٧.٤	١١.١	٦.٢	٤.٠	٣.٥	٣.٠	٣.٠	الرسمة الأسمية للسوق (مليار دولار)
٢٤.٠	١٧.٠	١٠.٠	٨.٠	٨.٠	٧.٠	٥.٠	الرسمة الأسمية للسوق (%) من الناتج المحلي الإجمالي
١٧.٩	١٢.٩	٧.١	٣.٥	غ.م.	غ.م.	غ.م.	الإصدارات الجديدة (عدا الحكومة) بالمليار جنية)
٥.٣	٣.٨	٢.١	١.٠	غ.م.	غ.م.	غ.م.	الإصدارات الجديدة (عدا الحكومة) بالمليار دولار
٧.١	٥.٧	٣.٥	٢.٠	غ.م.	غ.م.	غ.م.	الإصدارات الجديدة (عدا الحكومة) % الناتج المحلي
٢٠.٥	٧.٤	٣.٢	١.٦	٠.٥	٠.٥	٠.٣	قيمة المتاجرة (مليار جنية)
٨.٢	٣.٣	١.٦	٠.٩	٠.٤	٠.٤	٠.٣	قيمة المتاجرة (%) من الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: هيئة سوق المال وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي.

تقديري

غ.م.: (غير متوفر)

٦. سعر الصرف

سياسة سعر الصرف

في بداية عملية التثبيت في عام ١٩٩١، اختارت مصر أن تستخدم سعر الصرف كمرتكز اسمي لدعم جهود التثبيت. وكان هذا الاختيار عن وعي، كما ذكر من قبل، وكانت له آثار كبيرة بفضل ما يتمتع به من مزايا في ظل استراتيجية لتخفيض التضخم، نظراً لأن سعر الصرف كان ينظر إليه باعتباره رمزاً للاستقرار. وقد كان ذلك هدفاً تجنب المحافظة عليه، كما كان في نفس الوقت وسيلة لتخفيض التضخم. وفي الواقع فإن سعر الصرف لم يتغير منذ توحيد أسواق الصرف في أوائل عام ١٩٩١، ولمدة ست سنوات^٣

تطورات سعر الصرف

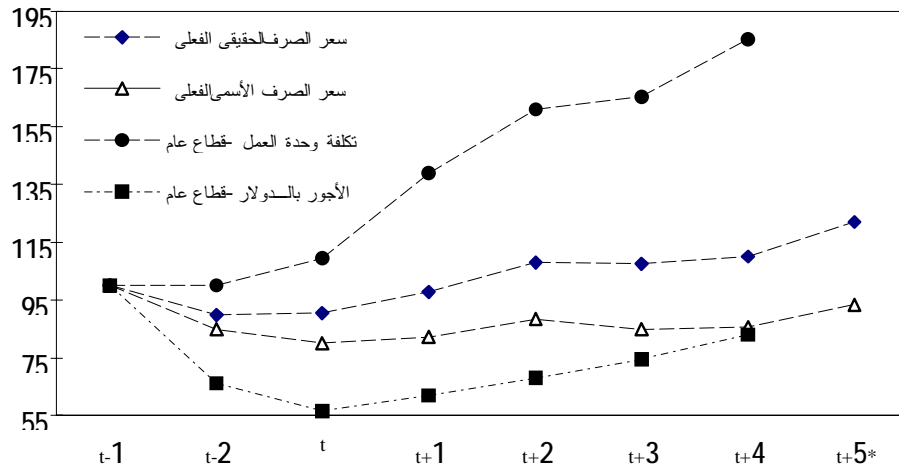
كان تطور سعر صرف الجنيه المصري متفقاً مع النمط الذي تمت ملاحظته في عدد من الدول التي مرت بمرحلة الانتقال [Halpern & Wyplosz]. إذا أنه بعد سلسلة من التخفيضات الاسمية في السنوات السابقة مباشرة لبداية عملية التثبيت، أدت سياسة محور الارتكاز الاسمي إلى زيادة حقيقية فيما بين يوليو ١٩٩١ وديسمبر ١٩٩٦ بنسبة تزيد على ٣٠% إذا ما تم قياسها بواسطة الرقم القياسي لسعر الصرف الفعلي الحقيقي الذي يستخدم فروق أسعار المستهلكين كأساس للقياس. ومن هذه النسبة (٣٠%) يمكن أن يعزى ٩% للزيادة في السعر الاسمي، بينما يمكن أن يعزى الباقي إلى الفرق في معدلات التضخم بين مصر والدول التي تشترك معها في التجارة. كما أن هناك مقياسين بديلين للتنافسية تم حسابهما وبينهما الرسم رقم ١٤، وهناك رقم قياسي يقوم على

³⁰ يلاحظ [Begg 1996] أمرين أساسيين للمحافظة على نجاح المحور الارتكازي وهما: التكيف المالي والاحتياطي الكافية، بحيث يمكن التحوط ضد التحركات السريعة الناشئة عن توقعات المستثمرين. وكلاهما قد حدث بنجاح في التجربة المصرية.

أساس تطورات تكلفة وحدة العمل في القطاع العام يبين أن التدهور في درجة التنافسية بلغ ٥٧% للفترة من ١٩٩٢/٩١ إلى ١٩٩٥.^{٣١}/٩٤

وأخيراً، فقد تم حساب رقم قياسي للأجر بالدولار وهو يدل على أن هناك تدهوراً في التنافسية، ولكن حجمه أصغر، إذ يبلغ حوالي ٢٥% فيما بين ١٩٩١/٩٠ و١٩٩٦/٩٥. وهكذا فإن كافة المؤشرات تشير إلى تدهور التنافسية، ولكن بدرجات متفاوتة.

الرسم رقم ١٤. مؤشرات التنافسية ١٩٩٠/٨٩ - ١٩٩٧/٩٦ (الرقم القياسي ١٩٩٠/٨٩ = ١٠٠)



المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي، تم استخراج تكلفة وحدة العمل في القطاع العام من القيمة الاسمية المضافة للقطاع العام مخفضة بمعدل تخفيض الأسعار الصناعية.

T: ١٩٩٠/٩١ *: تقديري

هل تعتبر الزيادة في قيمة العملة مشكلة؟

بعد مرور ست سنوات في مرحلة الانتقال، فإن استمرار زيادة قيمة سعر الصرف الحقيقي في مواجهة التدفقات الرأسمالية إلى الداخل، قد أثارت السؤال عما إذا كانت تلك الزيادة في القيمة هي ظاهرة توازن أو عما كانت تشير إلى تدهور خطير في التنافسية، مما يندر بعدم الاستمرار في المستقبل.^{٣٢} ولما كانت مشكلة المكسيك (عام ١٩٩٤) ما زالت قابعة في أعماق تفكير واضعي السياسات، فإن هذه المسألة تبدو وكأنها تهدد بالوقوع بين لحظة وأخرى. وكل منها لها آثارها المختلفة على إرادة السياسة، فإذا ما كان السؤال الأول هو الواقع، فلا بد من النظر في إتباع منهج أكثر تفاؤلاً، بينما أن الوضع الذي يدل عليه السؤال الثاني سيتطلب إجراءً فورياً لإيقاف أو حتى عكس مسار الخسارة في التنافسية.

وعلى أية حال، فإن عملية التعقيم تتطلب وضع سعر صرف توازي في البداية، وبعبارة عامة، فإن سعر الصرف التوازني هو ذلك السعر الذي يضمن التوازن الداخلي (الناتج، والعمالة والتضخم) والتوازن الخارجي، بينما أن يمكن تعريف الأخير

³¹ بينما أن تطورات تكلفة وحدة العمل في القطاع العام تعتبر مؤشراً ناقصاً على درجة تنافسية الاقتصاد في مجموعة، ومن المحتمل أن تبالغ في نمو زيادة تكلفة وحدة العمل بافتراض أن القطاع الخاص كان يشهد تغيرات كبيرة من ناحية الكفاءة، ومع ذلك فإنها تدل على تطورات كلية لأن القطاع العام تضم نحو ٧٠% من القيمة الاجمالية للإنتاج الصناعي وحوالي ٥٦% من الصادرات غير البترولية. وحتى بالنسبة لقطاع المنسوجات، الذي يمثل ٤١% من الصادرات غير البترولية في عام ١٩٩٤، وقد بلغ نصيب القطاع العام ٦٢% من إجمالي الصادرات في عام ١٩٩٤ (انظر هناك خير الدين وهدي السيد، ١٩٩٦). وفضلاً عن ذلك، فإن البيانات التي يمكن الاعتماد عليها بشأن الأجور وإنتاجية العمل غير متاحة بالنسبة للاقتصاد بأكمله، بينما أنه يمكن استخراجها وبدرجة كبيرة من الثقة بالنسبة للقطاع العام باستخدام القوائم المالية للمنشآت.

³² هناك تحفظ ينبغي ملاحظته، أن البحث الخاص بتوازن سعر الصرف في هذا القسم يتسم بالاختصار، ويركز على تطورات ميزان المدفوعات، ومن ناحية المبدأ فإن سعر التوازن يتحدد عن طريق مجموعة من العوامل، بما في ذلك التطور في توازن الاستثمار مع الاندخار في الاقتصاد.

بأنه المحافظة على توازن الحساب الجارى الذى يتلاءم مع التدفقات الرأسمالية المتواصلة إلى الداخل. وفى الناحية العملية، فإن من الصعب تحديد هذه البداية، أو البدائل مثل مختلف المؤشرات الخاصة بالتنافسية فتعتبر غير كافية بسبب نقص النقاط التاريخية التى يمكن المقارنة بها، وأيضاً لأن التطورات الفعلية فى هذه المؤشرات قد تعكس ردود فعل باطنية للتغيرات الحقيقية التى تؤثر فى الاقتصاد.³³

هل زيادة قيمة سعر الصرف تعتبر ظاهرة توازن لأنها تعكس مكاسب فى الإنتاجية؟

بدلاً من تقييم درجة التنافسية عن طريق تغير الأسعار، فإنه يمكن اتباع أسلوب بديل عن طريق تحليل الناتج الذى تتحكم فيه تطورات الأسعار والإنتاجية. فإذا ما كان سعر الصرف الذى زادت قيمته هو ظاهرة توازن، أدت إليها ودفعته مكاسب الإنتاجية فى الاقتصاد، فقد يكون هناك بعض التحسن فى أداء السلع الداخلة فى التجارة وخاصة الصادرات غير البترولية.

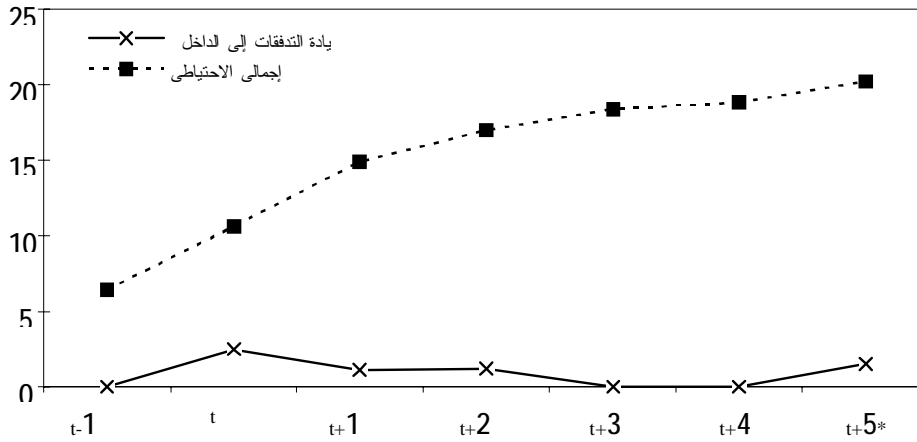
ويلقى الرسم رقم (١٥) ظللاً من الشك على هذا الاحتمال. إذ كان حجم الصادرات غير البترولية فى عام ١٩٩٧/٩٦ أقل بنسبة ١٠% عما كانت عليه فى عام ١٩٩٠/٨٩، وهو ما يعتبر اتهاماً لأداء الإنتاجية. وبخلاف عام ١٩٩٥/٩٤، عندما ارتفعت الصادرات ارتفاعاً كبيراً، بسبب محصول القطن الذى لم يتكرر، فإن أداء الصادرات كان ضعيفاً، ومما أدى إلى حد قفص أسواق التصدير التقليدية لمصر، وظل الأداء واهياً. وقد فقدت الصادرات المصرية ١٠% من حصتها فى دول الاتحاد السوفيتى السابق، ولكن حتى لو أمكن مقارنة أداء الصادرات حديثاً بالسنة السابقة على انهيار الاتحاد السوفيتى (١٩٩١)، لاتضح أن النمو من ناحية الحجم كان ضئيلاً جداً. وبالإضافة إلى ذلك، فإن النقص فى نمو الصادرات لا يمكن أن يعزى إلى ركود الطلب فى أسواق التصدير، إذ أن الطلب فى الدول المشتركة فى التجارة نما بنسبة بلغت حوالى ١٣% فيما بين عامى ١٩٩١ و١٩٩٦، وهو ما كان ينبغى أن يودى إلى زيادة الصادرات إلى هذه الدول.

الرسم رقم (١٥): التدفقات الرأسمالية : المؤشرات الخارجية : ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦

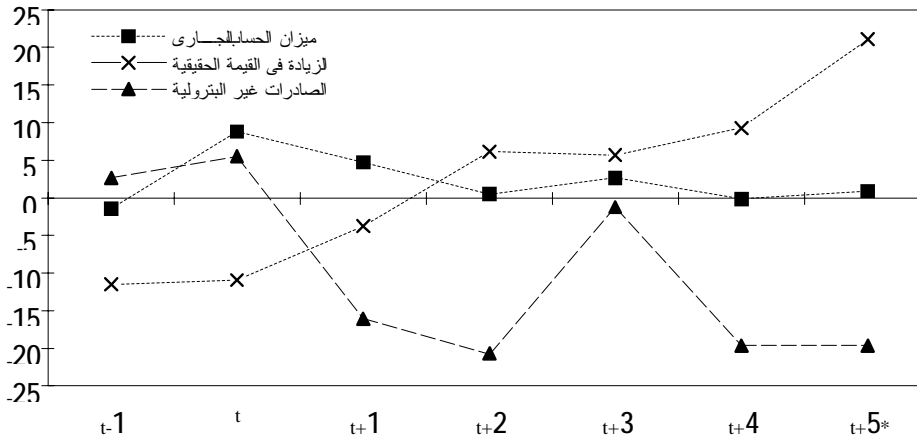
(القيمة بالمليار دولار)

³³ لهذا السبب، فإن من الصعب تقييم ما إذا كان التخفيض الحقيقى الذى سبق عملية التثبيت يضعف آثار زيادة القيمة الذى حدثت بعد ذلك.

بالمليار دولار



(%)



المصدر: الحكومة المصرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي

t = سنة الأساس ١٩٩٢/٩١

*: تقديري

- ميزان الحساب الجاري - نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

- الزيادة في القيمة الحقيقية - إجمالي تغير النسب المئوية منذ الفترة السابقة على التثبيت

- حجم الصادرات غير البترولية - إجمالي تغير النسب المئوية منذ الفترة السابقة على التثبيت.

ومن ثم فإن تفسير ما حدث من هبوط في حجم التصدير ربما كان يكمن - من بين أشياء أخرى - في تطورات الأسعار غير المناسبة والتي لم يعوض عنها التحسن في الإنتاجية. فضلاً عن ذلك، فإن بيانات القطاع العام الاقتصادي، تعرض صورة تتسم بتدهور الإنتاجية، التي تراجعت بنسبة بلغت ٩% فيما بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٥/٩٤، وهكذا، فإن البيانات المحدودة المتاحة لا يحتمل أن تتناسب مع افتراض نمو الإنتاجية. ولهذا فإن التجربة المصرية في هذه الناحية منحرفة عن بعض اقتصاديات أوروبا الشرقية الأكثر نجاحاً، حيث تم بلوغ التحسن في الإنتاجية في خلال الفترة الانتقالية.³⁴

³⁴ بيانات عن معدلات نمو الصادرات لدول مختارة من أوروبا الشرقية.

هل يمكن لزيادة قيمة سعر الصرف أن تعكس ظاهرة توازن حتى لو كانت هناك مكاسب بسيطة للغاية في الصناعة التحويلية؟

يمكن القول بأن استقرار وتماسك الحسابات الخارجية لا يعتمد فقط على مجرد الأداء في القطاع السلعي، ولكنه أيضاً يعتمد على عناصر أخرى في ميزان المدفوعات³⁵ وهناك ثلاثة عناصر قد تكون متصلة بعملية تقييم مدى إمكان تحقيق المتأخرة الخارجية مع وجود زيادة في قيمة سعر الصرف.

أولاً: هناك حساب الخدمات، وهنا كانت التقلبات أقل. وقد نمت الإيرادات من الخدمات بنسبة ٢٩% فيما بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٧/٩٦، مع نمو إيرادات السياحة بشكل كبير إذ بلغ معدل نموها ٧٥% في خلال نفس الفترة.

ثانياً: كانت هناك عملية إسقاط الديون، وعملية إعادة جدولة الديون التي تلت حرب الخليج، والاتفاق مع نادي باريس، وقد أفضت هذه العمليات الخاصة بتخفيف عبء الدين إلى تحسن ميزان المدفوعات (على أساس التدفقات) بما يقدر بـ ١٥.٥ مليار دولار (تراكمي)، وهو ما يعادل كل الزيادة في إجمالي الاحتياطيات بين التاريخين³⁶ ويمثل هذا الرقم تحسناً في ميزان المدفوعات بلغ ٢.٢ مليار دولار. وللوصول إلى مقياس لتوازن الزيادة في قيمة العملة يتناسب مع هذا التحسن، يمكن للمرء أن يضع سؤالاً عن مقدار التخفيض الضروري في سعر الصرف (مع افتراض وجود مرونة ملائمة في الطلب على كل من الصادرات والواردات) لتوليد تحسن سنوي مساو له في ميزان المدفوعات. فإذا ما كانت مرونة سعر الواردات = ١ وكانت مرونة سعر الصادرات = ٠.٥ فإن هذا يعني أن حجم التحسن المطلوب يتطلب تخفيضاً حقيقياً حوالى ١٧%. ومن ثم إسقاط ديون بالفنر الذي منح لمصر يمكن أن يكون قد سمح - من ناحية المبدأ - بحدوث توازن جوهري في زيادة سعر الصرف.

ثالثاً: يرتبط العامل الثالث باستمرار التدفقات الرأسمالية إلى الداخل، التي تعتبر جزءاً متكاملًا لظاهرة الأهلية الخارجية. ونتيجة لجهود التثبيت والإصلاح الهيكلي، والتحسن الذي طرأ على الثقة في أهلية الاقتصاد، وقد تم التوسع في إمكانيات التمويل، وهو ما يتناسب مع شيء من توازن الزيادة في قيمة سعر الصرف، وقد تم حصر هذا الرأي بما أثبتته تجربة التدفقات الرأسمالية إلى الداخل، والتي بلغت في خلال خمس سنوات (على دفعتين) حوالى ٦ مليار دولار أو بمعدل يزيد على مليار دولار في السنة. وبينما أن هذه التدفقات معرضة للتقلبات الشديدة تبعاً لأهواء المستثمرين، وهكذا فإنها قد تنقلب طائفة إلى الخارج، إلا أنها بلا شك قد أسهمت في المستويات المرتفعة من الاحتياطي وما تبع ذلك من بلوغ الأهلية الخارجية بدون أن تؤدي إلى أي زيادة في حجم مديونية الاقتصاد³⁷ فضلاً عن ذلك، فإن إجمالي الاحتياطيات من النقد الأجنبي، قد أصبح يفوق ثلاثة أمثال ما كان عليه. ويمكن لإجمالي ما تدفق من رءوس أموال أن يمتص أية صدمات قد تنجم من تقلبات السوق المالية.

٧. أوجه الشبه والاختلاف مع عمليات التثبيت الأخيرة

تقدم تجربة مصر مجموعة كبيرة من أوجه الشبه والاختلاف مع تجارب التثبيت في الدول النامية الأخرى. ويلخص هذا القسم هذه الوجوه، كما يقدم تفسيراً لها.

كان التكيف المالي ضخمًا، بل كان من بين أكبر العمليات المماثلة في السنوات الأخيرة

تبين المقارنة مع جهود التكيف المالي التي تمت في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية [OECD] حجم الجهود المصرية. وعلى سبيل المثال فإن ما [كديرموت وستكوت Mcdermott & West Cott] يوردان تعريفاً للإجراء المالي "الضخم" بأنه ذلك الإجراء الذي يؤدي إلى تحسن لا يقل عن ١.٥% في الميزان الأولي الهيكلي للحكومة في خلال سنتين، مع عدم حدوث نقص في أي

³⁵ قد يعزز هذا الرأي الاتجاه إلى استبعاد التحيز "للسلع" (أو السلع المصنعة) الذي يؤرق الاقتصاديين [انظر Bhagwati, (1989)]

³⁶ من بين ١٥.٥ مليار دولار، هناك ١١.١ مليار دولار تم الحصول عليها في ٩١/٩٠ إلى جانب ٦.٤ مليار دولار نتيجة إسقاط إجمالي متأخرات الديون، ١.٣ مليار إسقاط المبالغ منخفضة عن الديون، ٣.٤ مليار كتحويلات رسمية من دول الخليج. وفيما بين ٩٢/٩١ و ١٩٩٧/٩٦، نتج عن نادي باريس انخفاض في خدمة الدين إلى حد ٢.٥ مليار دولار (إجمالي) هذا فضلاً عن إسقاط الولايات المتحدة لدين مصر العسكري، الذي لم يكن متأخراً، وهناك ٥.٣ مليار دولار نشأت كمدخرات إضافية، في مصروفات الفوائد بلغت ١.٩ مليار دولار (إجمالي).

³⁷ انخفضت معدلات الدين وخدمة الدين بشكل كبير جداً في خلال فترة التثبيت، من ٧٤% في ١٩٩٠/٨٩ إلى أقل من ١٣% في ١٩٩٧/٩٦، بينما انخفض معدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي من حوالى ٨٣% في ١٩٩١/٩٠ إلى نحو ٤١% في ١٩٩٧/٩٦.

من السنتين، بينما يعرف التكيف المالي الناجح بأنه الذى يحدث تخفيضاً يبلغ ٣% على الأقل فى نسبة إجمالى الدين العام إلى الناتج المحلى الإجمالى فى نهاية السنة الثانية بعد انتهاء فترة سنتين من التصحيح فى المالية العامة. وطبقاً لهذه المعايير، فإن مصر تعتبر قد لمحت فى اختبار التكيف. وفى الواقع فإن مصر قد أحدثت تكيفاً فى العجز الأولى الذى بلغ ١٧% فى خلال أربع سنوات، وقامت بتخفيض إجمالى الدين بنسبة ١٢% فى خلال ٦ سنوات، مما جعلها تتفوق أضخم عملية تكيف مالى قام بها أى من اقتصادات دول منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية [OECD] فى التاريخ الحديث، وبالتحديد ما قامت به الدنمارك فى عام ١٩٨٨/٨٧، والتي خوضت ميزانها الأولى بنسبة ١١% [(انظر (Alsin & Perotti (1996))^{٣٨} وتظهر المقارنة أن أداء مصر كان أفضل، إذا ما أخذ فى الاعتبار درجة التطور فى نسبة الدين إلى الناتج المحلى الإجمالى - وهو تخفيض فى حالة مصر ولكنه فى حالة الدنمارك كان زيادة ضخمة^{٣٩}.

إن تجربة مصر فى التكيف المالى جديرة بالاعتبار والتقدير، حتى بمقارنتها بعمليات التكيف المالى التى تمت فى الدول النامية الأخرى. وفى عينة من ثمانى دول نامية (بنجلاديش وشيلي، والهند، والمكسيك، والمغرب والسنغال وتايلاند) قام بدراستها ماكنزى وآخرون [Mackenzie et al(1997)]، كان أضخم تكيف مالى من ناحية التحسن فى العجز الأولى هو ذلك الذى قامت به المغرب بنسبة بلغت حوالى ١١% من الناتج المحلى الإجمالى فى خلال ١٣ سنة، ثم الذى قامت به المكسيك بنسبة ١٠% من الناتج المحلى الإجمالى فى خلال أربع سنوات. أما فى داخل المنطقة، فقد كانت هناك عمليات تكيف لها قدرها، قامت بها كل من الجزائر والأردن. وقد تمكنت الأردن من تحسين الميزان الكلى والأولى فيما بين ١٩٨٩ و ١٩٩٢ بنسبة ١٦% و ١٨% على التوالي، وبذلك تفوقت على مصر إلا أن الأردن بعد ذلك شهدت تدهوراً فى مركزها المالى، بينما استمر تدعيم مركز مصر المالى.

على الرغم من كبر حجم التكيف المالى تجنبت مصر انهيار الناتج.

لقد أثرت عملية التثبيت دون شك فى الأداء الاقتصادى الحقيقى كما يدل على ذلك حقيقة أن متوسط معدل النمو فى الفترة التالية للتثبيت ما يزال أقل من معدل النمو فى الفترة السابقة على التثبيت (الرسم رقم ٣) كما أن هناك أيضاً دلائل على ثبات، أو ارتفاع متواضع فى مستويات البطالة والفقر. وهذه موضوعات خطيرة لا بد من التعامل معها دون تأخر. ومع ذلك، وبالمقارنة، يلاحظ أن أداء الناتج فى مصر كان أقل بشدة.

وبعد معدلات النمو المنخفض فى السنتين الأوليين من عملية التثبيت، تدعم الناتج وبلغ ٥% فى ١٩٩٧/٩٦، ومن المتوقع أن يستمر فى الاتجاه الصعودى. وقد بلغت زيادة إجمالى الناتج فى ١٩٩٧/٩٦ حوالى ١٧% عما كان عليه فى بداية عملية التثبيت، وهو ما يتفوق بدرجة ملحوظة عن معظم الاقتصادات فى فترة الانتقال حيث لم يستعد الناتج المستوى الذى كان عليه قبل التثبيت. [Begg (1996)] كذلك فإن الأجور - فى قطاع الحكومة على الأقل - لم تتأثر عكسياً أيضاً، كما حدث فى الاقتصادات التى تمر بعمليات الإصلاح. وتظهر بيانات الأجور، مثلاً أن الأجور الأسمية فى قطاع الخدمة الحديثة والقطاع العام الصناعى قد ازدادت عن معدل التضخم منذ ١٩٩٢/٩١ (انظر الملحق). ويجب أن ينظر إلى هذا الإنجاز فى مقابل الرأى المقبول بشكل عام والذى يرى أن تخفيض التضخم من المعوقات الدنيا فى البداية أصعب كثيراً، وأن ذلك سيتم بتكلفة كبيرة فى شكل الناتج المفقود [انظر Coorey (1997) et al.]. إن الأثر غير الظاهر نسبياً على الناتج وقصر فترة وجوده نسبياً (بالمقارنة مع التجارب العالمية) يتطلب تفسيراً، خاصة مع تنفيذ عملية التكيف المالى الضخم التى تصحب عملية التثبيت.

أولاً: نظراً لأن عملية التكيف كانت سريعة، فإنها ساعدت على إرساء قواعد الثقة ومنعت اللجوء إلى سياسات مالية متشددة لمدد أطول مما يلزم. وبخاصة أن الهبوط السريع فى التضخم، ساعد على تخفيض أسعار الفائدة بشكل حاسم مع تجنب تهدير الميزانيات الخاصة بالمنشآت. كذلك تم جزئياً تعويض الأثر المباشر لإجمالى الطلب من ناحية الانكماش المالى عن طريق ازدياد الثقة التى سهلت تخفيض أسعار الفائدة وأدت إلى مرونة السياسة النقدية دون إفراط. وهناك نقطة تتعلق بالموضوع رغم بعدها وهى

³⁸ تم تحقيق هذه الأرقام على الرغم من عمليات التعقيم الواسعة لمقاومة أثر السيولة التى أحدثتها التدفقات الرأسمالية فيما بين ١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٥/٩٤ (انظر بعده) وينبغى ملاحظة إن إسهام عملية إسقاط الديون فى عملية التكيف كان صغيراً، ولا يمثل أكثر من ١.٤% من الناتج المحلى الإجمالى فى المتوسط خلال فترة التثبيت (انظر قسم رقم ٣).

³⁹ حتى التكيف المالى الأيرلندى، الذى تضمن ٨% تخفيضاً فى الميزان الأولى وبعض الهبوط المتواضع فى نسبة الدين إلى الناتج المحلى الإجمالى، يصبح باهتاً بالمقارنة بالأداء المصرى. لقد قام عدد من الدول النامية، وخاصة فى المنطقة، بعمليات كبيرة للتكيف المالى، وفى حالة واحدة - الأردن - كان جهد التكيف مماثلاً، بل وتعدى، نجاح مصر فى التكيف.

أن السياسة المالية الناجحة قد سمحت بدعم للنظام المصرفي بصراحة وكان ذلك يعنى أنه خرج سليماً نسبياً دون أن تلحقه أذى، وبدون إضافة إلى الأعباء التي تعاني منها النظم الهشة أو المتهاوية عادة.

ثانياً: بينما كان التكيف المالي شديداً من ناحية الحجم، إلا أنه تم تقليل المصاعب الاقتصادية في المدى القصير إلى الحد الأدنى بسبب تكوين عناصر التكيف. لقد تم تحقيق العبء الأكبر من عملية التكيف عن طريق تخفيض الاستثمارات في جانب المصروفات وبالإيرادات الناشئة عن الربح في جانب الإيرادات، بحيث كون ذلك ٦٠% من إجمالي عبء التكيف المالي. ولما كانت السلع الاستثمارية في أغلبها مستوردة من الخارج، فإن تخفيض الاستثمار ثم امتصاصه عن طريق حسابات التجارة، مما خفف الأثر على الناتج المحلي. وفي خلال ثلاث سنوات من ١٩٩٢/٩١ إلى ١٩٩٤/٩٣، عندما تم تنفيذ الجزء الأكبر من عملية التكيف انخفض حجم الوردات بنحو ٥% في مواجهة تراكم زيادة حقيقية في قيمة العملة بنسبة ٢٠%، والتي لم تعوض عنها التحسينات في الإنتاجية. وقد كان للزيادة في الإيرادات الناشئة من تعديل سعر الصرف، أثرها الاقتصادي في زيادة الربح الذي يتم الحصول عليه من الأجانب، بدلاً من تخفيض إجمالي الطلب عن طريق تخفيض الدخل الذي يمكن للمقيمين إنفاقه. أما عناصر التكيف المالي التي فرضت عقبات صريحة و/ أو قامت بتخفيض الدخل الخاص فقد كانت تتمثل في تخفيض إعانات الدعم للسلع وتخفيض التحويلات والزيادة في ضريبة المبيعات، والتي بلغ أثرها حوالي ٣% من الناتج المحلي الإجمالي في خلال فترة التثبيت^{٤٠}

وبالطبع فإن هذه التخفيضات في الاستثمار يمكن أن تكون مصدراً للخوف، لأنها تقلل من أهمية توقعات النمو في المستقبل، ويبين فحص مكونات هذه التخفيضات أن المصروفات على الصحة والتعليم لم تتأثر، وأن الجزء الأكبر من هذه التخفيضات تحمله البنية الاقتصادية الأساسية والصناعة التحويلية والسياحة. إلى الحد الذي جعل للقطاع الخاص دوراً أكبر في هذه المجالات، ويتوقف على ذلك الحد ما يمكن للاستثمار أن يحققه في المستقبل.

وأخيراً، فقد كانت هناك ظروف خارجية مواتية (حرب الخليج، نادي باريس) أدت إلى تخفيض مدفوعات خدمة بقر كبير، وخلصت مصر من أحد العناصر التي تؤثر في أهليتها الخارجية، والتي بدونها كان الأمر سيتطلب فرص سياسات متشددة، وكان سيضع قيوداً أكبر على عمليات التثبيت.

• برز النظام التمويلي في مصر دون أن تلحقه أية أضرار بل أنه ازداد قوة على عكس ما حدث في كثير من الاقتصادات التي قامت بعمليات الإصلاح.

تم في القسم الخامس تقديم وصف عن السبب في أن نظام التمويل قد خرج من تجربة التثبيت دون أن يلحقه أي ضرر بل إنه ازداد قوة، وقد كان للبيئة المستقرة والمواتية للاقتصاد الكلي مع ما صاحبها من المساعدة المخصصة للبنوك في شكل تملكها لسندات الخزنة إسهام كبير في هذا التطور المناسب ولعل إجراء مقارنة مع بعض الاقتصادات الأخرى التي قامت بعمليات الإصلاح، يؤدي إلى الاستفادة من تجاربها. وأحد المؤشرات التي تدل على سلامة وصحة التمويل في الجهاز المصرفي هو الهامش بين أسعار الفائدة الاقراص والإبداع. وفي أعقاب تحرير أسعار الفائدة في عام ١٩٩١، ازداد اتساع الهامش بين سعر الفائدة على الودائع وسعر الاقراص في البداية ليصل إلى ٥.٤% في ١٩٩٤/٩٣، إلا أنه هبط بسرعة شديدة وبطريقة جيدة فيما بعد ليصل إلى ٣.٨% في عام ١٩٩٦/٩٥.

لقد كان الهبوط في اتساع الهامش جديراً بالاهتمام لأنه حدث في الوقت التي ارتفعت فيه مستويات الاحتياطيات التي انتقصت من متطلبات الربحية للعمليات المصرفية^{٤١}. وقد انخفضت الهوامش في مصر (بينما ازدادت اتساعاً في كثير من دول أوروبا الشرقية، مثل بولندا والمجر انظر [Begg, 1996])، ووصلت الهوامش في مصر إلى مستويات أقل بكثير عما هي عليه في الاقتصادات الانتقالية، بل إنها وصلت إلى حدود يمكن مقارنتها بالهوامش في عدد من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مثل إيطاليا وأسبانيا والدنمارك (جدول رقم ٦). بغض النظر عن استخدام سعر الصرف كمحور ارتكاز اسمي مع الارتفاع القائم في قيمة سعر الصرف الحقيقي، حافظت مصر على سلامة ميزان المدفوعات.

⁴⁰ أثر تخفيض المصروفات الاستثمارية في القطاعات الاقتصادية (الكهرباء والسياحة) أكثر من قطاعات الخدمات الاجتماعية، مما زاد من المصاعب على القطاعات الأكثر معاناة من السكان.

⁴¹ ارتفع فائض الاحتياطيات من ١.١ مليار جنيه في ١٩٩٣/٩٢ إلى ٣.٦ مليار في ١٩٩٦/٩٥، وبلغت حوالي ٣% في المتوسط من السيولة المحلية. وكذلك، فإن انخفاض اتساع الهامش لم ينشأ نتيجة لتغيير متطلبات الاحتياطي القانوني في خلال هذه الفترة.

كما ورد في القسم السادس، عانت مؤشرات التنافسية من التدهور في خلال فترة التثبيت. واتساقاً مع هذه التطورات، ظل نمو الإنتاجية وأداء الصادرات غير البترولية غير ملحوظ. وعلى النقيض من ذلك، فإن عدداً من الاقتصادات الانتقالية في أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية، بما فيها تلك الدول التي استخدمت سعر الصرف كمحور ارتكاز اسمي والتي أظهرت معدلات نمو أكبر بكثير من الصادرات، تدفعتها معدلات النمو السريع في الإنتاجية. ومن المفارقات أنه بينما واجه كثير من هذه الدول ضغوطاً خارجية بل حتى أزمات، فإن مصر ظلت محصنة ضد ذلك، وبعبارة أخرى فإن بعض أولئك المنتصرين في مجال الإنتاجية العالية والتصدير قد تعرضوا لتوتر خارجي، بينما أن مصر، التي تأخرت نسبياً، قد تجنبت كل ذلك (جدول رقم ٧). ويدل هذا على نتيجة مؤداها أن الأهلية الخارجية لمصر قد تم تحقيقها، على الرغم من نقص الإنتاجية القوية وأداء الصادرات، مما يعزى إلى تطورات أخرى في الحسابات الخارجية، بما في ذلك تخفيض الديون وزيادة التدفقات الرأسمالية المتواصلة إلى الداخل، والتي بلغت قدراً كبيراً من الناحية الكمية (انظر رسم رقم ٤).

جدول رقم ٦: الهامش بين أسعار فائدة الاقراض والايداع في دول مختارة

الدولة	السنة	الهامش بين سعر فائدة الأقراس والإيداع %
بولندا	١٩٩٤	٩.٠
جمهورية التشيك	١٩٩٤	٦.٠
جمهورية السلوفاك	١٩٩٤	٤.٠
المجر	١٩٩٤	٦.٠
ألبانيا	١٩٩٤	٦.٠
إستونيا	١٩٩٤	١٣.٠
إيطاليا	١٩٩٣	٥.٤
أسبانيا	١٩٩٣	٥.٠
الدنمرك	١٩٩٣	٤.٩
السويد	١٩٩٣	٣.٣
مصر	١٩٩٦/٩٥	٣.٨

المصدر: البنك المركزي المصري و [Begg (1996)]

جدول رقم ٧ - مقارنة أداء الصادرات في الاقتصادات التي قامت بالتثبيت

الدولة	معدل نمو الصادرات (%)	الفترة	الضغوط الخارجية
بولندا	٤٨	٩٠ - ١٩٩٥	قامت بولندا بتخفيض عملتها ٣ مرات فيما بين ١٩٩٠/١ و ١٩٩٥/٥
جمهورية التشيك	٦٥	٩٣ - ١٩٩٥	أدت الضغوط التي حدثت مؤخراً إلى تخفيض كبير في العملة
جمهورية السلوفاك	٥٨	٩٣ - ١٩٩٥	تخفيض العملة مرة واحدة في ١٩٩٣/٧
المجر	٤١	٩٠ - ١٩٩٥	عديد من التخفيضات بين ١٩٩١ و ١٩٩٥/٣
الأرجنتين	٧٩	٩٠ - ١٩٩٥	ضغوط خطيرة في بداية الأزمة المكسيكية
المكسيك	٩٥	٩٠ - ١٩٩٥	أزمة في نهاية ١٩٩٤ وتخفيض كبير يؤدي إلى التخلي عن الربط
تايلاند	١٤٣	٩٠ - ١٩٩٥	أزمة في ١٩٩٧، تدفع إلى تخفيض العملة
الفلبين	١١٣	٩٠ - ١٩٩٥	ضغوط في ١٩٩٧ تؤدي إلى توسيع نطاق التجارة

المصدر: تقديرات موظفي صندوق النقد الدولي وInternational Financial Statistics

يتعلق بما سبق، أن الأهلية الخارجية لمصر أصبحت قوية متماسكة وأقل تعرضاً للتغيرات المفاجئة في أهواء المستثمر. في مقابل ارتفاع قيمة سعر الصرف وجمود الصادرات، كانت هناك مخاوف في أذهان واضعي السياسة بشأن الأهلية، وخاصة من ناحية احتمال تعرضها للتحويلات المفاجئة في أهواء المستثمرين، وازدادت هذه المخاوف بدرجة كبيرة في أعقاب الأزمة المكسيكية. وكثيراً ما كانت المقارنات تجرى مع المكسيك. ولكن المقارنة مع عدد من الدول في كل من آسيا وأمريكا اللاتينية، التي تتعرض أحياناً، للضغوط الخارجية أو تقع تحتها، تشير إلى القوة النسبية، على الأقل حالياً، في موقف مصر الخارجي (جدول رقم ٨).

ويظل موقف الاحتياطي قوياً في مصر، وفي خلال فترة التثبيت بأكملها، ظلت الاحتياطات مرتفعة كنسبة من الواردات (ومبلغ متوسطها حوالي ١٦.٣ شهراً من الواردات في خلال فترة التثبيت)، وكما يظهر جدول رقم ٨ فإنها أعلى بكثير عما هي عليه في دول المقارنة. بيد أنه في فترة العولمة وسهولة انتقال رؤوس الأموال الدولية، فإن الأكثر أهمية هو مقارنة موقف الاحتياطي بالنسبة للتدفقات الرأسمالية. أولاً، إن تراكم الاحتياطات لدى مصر في الفترة ما بين ١٩٩١ و١٩٩٦. كان ناشئاً من فوائض الحساب الجاري والتمويل الاستثنائي، ولم يكن نتيجة لعجز الحساب الجاري وفوائض الحساب الرأسمالي. ومن بين الاحتياطي المتراكم الذي بلغ حوالي ١٧ مليار دولار فيما بين ١٩٩١/٩٠ و١٩٩٧/٩٦، كان تراكم فوائض الحساب الجاري والتمويل الاستثنائي يمثلان ما يزيد على ٩٠% منه. وعلى النقيض من ذلك في المكسيك، وفي السنوات الثلاث التي سبقت الأزمة، كان الاحتياطي المتراكم ١٥ مليار دولار في مواجهة عجز متراكم بالحساب الجاري بلغ ٦٣ مليار دولار، وتراكم فائض بالحساب الرأسمالي بلغ حوالي ٨٢ مليار دولار. وكما يوضح الجدول رقم ٨، فإن مصر هي الدولة الوحيدة التي حققت فائضاً في الحساب الجاري.

والمؤشر الثاني على مرونة مواجهة التدفقات الرأسمالية المفاجئة إلى الخارج هو نسبة الاحتياطي إلى إجمالي تدفقات رأس المال (المضارب من القطاع الخاص) إلى الداخل. وهو يقيس المدى الذي يمكن فيه للسلطات أن تقاوم هروب رأس المال الذي سبق دخوله للبلاد. وبالنسبة لمصر فإن هذه النسبة تبلغ حوالي ٣.٢ (وهي أعلى كثيراً بمضاعفات من ٢-١٠ عن دول المقارنة الواردة في الجدول رقم ٨)، وهو ما يدل على أنه حتى لو خرج من البلاد كل رأس المال الوافد، فإن مركز الاحتياطي سيظل قادراً على امتصاص الصدمة. وعلى النقيض من ذلك، فإن الرقم المقابل في المكسيك في ١٩٩٤ (السنة التي وصلت فيها الاحتياطات إلى القمة) كان ٠.٤٧^{٤٢}. وفي نفس الموضوع، فإنه في نهاية يونيو ١٩٩٧ بلغ رصيد الاحتياطي في مصر كنسبة تغطي الدين قصير الأجل حوالي ١٤ مرة (حوالي ١٠ مرات إذا ما أضيفت سندات الخزانة بالعملة الأجنبية) وبيين جدول رقم (٨) أن هذا أكبر كثيراً من الدول الأخرى مثل المكسيك وأندونيسيا، والفلبين التي ازداد فيها الدين قصير الأجل عن رصيد الاحتياطي. أدى التثبيت الناجح إلى العدول الحاسم عن الدولار، ولكنه لم يفعل نفس الشيء بالنسبة لاستخدام النقود، على أن الأخيرة ربما كانت علامة على تسارع النمو التمويلي بدلا من أن تكون العكس.

⁴² في خلال الفترة ١٩٩١ - ١٩٩٣ كان إجمالي الاستثمار في الأوراق المالية حوالي ٥٣.٢ مليار دولار بينما كانت الاحتياطات ٢٥.١ مليار دولار.

جدول رقم ٨: مقاييس الأهلية الخارجية: مقارنة

الدولة	السنة	الاحتياطي % من	غطاء الاحتياطي شهور	عجز الحساب الجارى %	الاحتياطيات % من إجمالي
		الدين قصير الأجل	من الواردات	الناتج المحلي	التدفقات للاستثمار فى السوق
				الإجمالى	المالية (١)
اندونيسيا	١٩٩٦	٧٣	٤.٤	٣.٤	١٤٠
ماليزنا	١٩٩٦	١٤٦	٣.٧	٩.٧	غ.م.
الفلبين	١٩٩٦	٨٤	٣.٤	١.٧	١٣٦
كوريا الجنوبية	١٩٩٦	١٤٧	٣.٢	٢.٣	٩١
تايلاند	١٩٩٦	١٠٩	٦.٦	٧.٧	٢٧٩
المكسيك	١٩٩٤	٢٠	١.٠	٧.٨	٤٠
الأرجنتين	١٩٩٥	غ.م.	٩.٢	١.٠	٣٨
جمهورية التشيك	١٩٩٥	غ.م.	٦.٦	٤.١	٦٨
مصر	٩٧/٩٦	١٣٤٧	١٦.٣	٠.٨-	٣٢١

المصدر: **The Economist Aug Zo- 30 (1996), IFS** وتقديرات موظفى صندوق النقد الدولى

(١) يشير إجمالى لتدفقات الرأسمالية للداخل إلى السنوات التالية: إندونيسيا (١٩٩٣ - ١٩٩٥)، الفلبين (١٩٩٢ - ١٩٩٥): تايلاند (١٩٩٢ - ١٩٩٥)، وكوريا الجنوبية (١٩٩١ - ١٩٩٥)، جمهورية التشيك (١٩٩٣ - ١٩٩٥) والأرجنتين (١٩٩١ - ١٩٩٥) والمكسيك (١٩٩٠ - ١٩٩٣) ومصر (١٩٩٢/٩١ و ١٩٩٧/٩٦).

تم فى القسم الرابع وصف الطريقة التى تم بها العدول عن الدولار، ويبقى بعد ذلك السؤال عن أسباب اختلاف التجربة المصرية عن مثيلاتها فى بعض دول أمريكا اللاتينية مثل بوليفيا والأرجنتين وبيرو [انظر (Savastano 1992)] كذلك عن تجارب الدول التى فى مرحلة الانتقال فى شرق آسيا (وبخاصة جمهورية لاوس الشعبية الديمقراطية وكمبوديا)، التى تميزت بسيادة الهستيريا الدولارية على الرغم من تحقيقها للاستقرار فيما بعد [انظر (Sahay & Guidotti & Rodriguez 1992) و (Vegh 1995)] وإحدى الإجابات على ذلك هى أن التضخم لم يستمر لمدة طويلة ولم يصل إلى مستويات التضخم المفرط Hyperinflation التى تؤدى إلى التحول الدائم فى التفاصيل العامة أو فى تقنية العمليات^{٤٣}. ووفقاً لهذا الرأى، فإن الدولار لم تصل أبداً إلى بداية المستويات (ما يزيد على ٧٠%) التى يبدأ بعدها النقد الأجنبى فى توفير خدمات سيولة هامة تتنافس مع النقد المحلى كوسيلة للتبادل ثم تحل محله فى النهاية^{٤٤} ومن المحتمل أن تكون هذه الاختلالات فى التوازن قد ظلت عند مستوياتها فى أوائل الثمانينيات، ولم يجر علاجها بالجسم اللازم، ومثل هذه الدولار القاسية كان من الممكن أن تحدث فى مصر، مما كان سيعقد، إلى درجة كبيرة، إدارة السياسة النقدية والمالية.

كما يمكن أن يستنتج من القسم الخامس، أنه على الرغم من أن مصر لها خصائص النظام المالى المتعمق، فالأستوى استخدام النقود فى الاقتصاد كما يدل عليه السرعة العكسية للنقود قد هبط. وإذا ما تم النظر إلى مدة أطول كعشرة أعوام مثلاً، فإنه يلاحظ أن السرعة العكسية قد هبطت من حوالى ٨٣% فى عام ١٩٨٨/٨٧ إلى حوالى ٧٨% الآن (الرسم رقم ١٣). وبتحليل عمليات الدولار فى أمريكا اللاتينية، يميز سافا [(Savastano 1992)] بين التخلّى عن النقود المحلية والهروب من نظام التمويل المحلى، وقد شهد عدد من دول أمريكا اللاتينية عمليات دولار على قدر كبير من الضخامة فى خلال الثمانينيات، ولم ينجح عن عمليات التخفيض السريع للتضخم أى عدول مماثل عن الدولار، كما لاحظنا من قبل. وعلى أية حال، وبغض النظر عن التطور

⁴³ كان أحد العوامل التى ساهمت فى ذلك هو أن عملية ربط الأجور بالأسعار لم تكن واضحة أو صريحة.

في العدول عن الدولار، ففي كل الدول تقريباً تحسنت إلى حد كبير درجة استخدام النقود أو تعميق نظام التمويل المحلي (على أساس قياسها بحركة إجمالي النقود بمعناها الواسع) مع تحقيق تخفيض التضخم.

وعلى الناحية الأخرى، في مصر، فإنه بينما تمت عملية العدول عن الدولار بنجاح وحسم، إلا أنه لم تنشأ عنها عودة إلى استخدام النقود في الاقتصاد حتى بعد مرور خمس سنوات من التخفيض الناتج للتضخم. وبعبارة أخرى، فإن عودة الثقة في النقد المحلي لم تتم ترجمتها إلى ثقة مصاحبة في النظام المصرفي ككل - أو على الأقل ثقة متساوية مع التثبيت الذي تم. وأحد التفسيرات التي سبق أن وردت في القسم الخامس هي أن هبوط أهمية النظام المصرفي إنما هي انعكاس ونتيجة للمنافسة التي تؤثر في جانبي ميزانيات البنوك، وهناك على جانب الخصوم، منافسة متزايدة من جانب الأدوات التمويلية على المدخرات الفردية - وفي جانب الأصول، يتزايد اعتماد المنشآت على التمويل من خلال سوق المال على حساب التمويل المصرفي.

إستفادة عملية التثبيت في مصر من مجموعة مواتية من العوامل الخارجية.

بينما اتسم الجهد السياسي في عملية التثبيت بالضخامة، فإن مصر أيضاً قد تمتعت بعدد من العوامل الخارجية الجيدة. وكان أهم هذه العوامل إسقاط وتخفيض الديون الذي أسهم في دعم المالية العامة وميزان المدفوعات، كما أن تخفيف العبء الخارجي قد سهل اتخاذ سياسات نقدية محلية مرنة وساعد على إجهاض أى انكماش حاد في النشاط المحلي.

تحديات الاقتصاد الكلى:

لقد كانت تجربة مصر في تثبيت الاقتصاد الكلى، بأى مقياس، وبكل وضوح، تجربة ناجحة بدون أى شك أو تردد. إلا أن كل قصة نجاح تفرض تحدياً للتحسن في المستقبل دون هواده. ويتناول هذا القسم النقاط المالية الهشة، والتي يمكن أن تنال من الاقتصاد المصرى وتهدد النجاح الذى تحقق في أمس الغريب (وسيمت تناول تحدى النمو والذى يمثل التحدى الأكثر أهمية في القسم الأخير من هذا البحث).

تدفقات رعوس الأموال

مما يثير المخاوف ذلك الارتفاع الكبير في تدفقات رأس المال إلى الداخل، الذى يعتبر نتيجة لتزايد سرعة الإصلاح الهيكلى، والذى يعكس في ذات الوقت الثقة المتزايدة في الاقتصاد المصرى. إلا أن التدفقات المفرطة لرأس المال قد تسبب مشاكل لإدارة الاقتصاد الكلى، كما أنها قد تكون اختياراً لقدرة التكيف لدى مؤسسات التمويل المحلية على مواجهتها والتوسط (فى الواقع عدم التوسط) فيها. وعلى جبهة الاقتصاد الكلى، فإن التدفقات الداخلة ستمارس ضغطاً للارتفاع بسعر الصرف وتهدد بإضعاف أى عمل لإنعاش التصدير الذى يعتبر الأساس الذى يقوم عليه النمو. ويؤدى تدخل البنك المركزى لامتنصاص التدفقات الداخلة إلى منع الزيادة الأسمية فى القيمة ولكن بدون عملية التثبيت، فإن السيولة التى تترتب على هذه التدفقات تودى إلى إضعاف التنافسية عن طريق التضخم المحلي. ومن ثم فإن الزيادة الحقيقية فى القيمة تتطلب عملية تعقيم، قد تكون غالبية الكلفة من الناحية المالية العامة، أو تكيفاً مالياً وهو أكثر صعوبة، ولكنه الطريقة المستديمة إجهاض آثار تدفقات رأس المال الداخلة على التنافسية.

والمسألة الأخرى هي مكونات التدفقات الداخلة، إذ أنه كلما ازدادت التدفقات الداخلة للاستثمار فى الأوراق المالية، [Portfolio Investment] كلما ازدادت مخاطر الانسحاب من السوق، كما أنها أقل جاذبية لدى مقارنتها بالاستثمار المباشر، الذى يحمل معه مزايا تدفق التكنولوجيا والإدارة الحديثة اللتان تدعمان الجانب المادى فى الاقتصاد [انظر (1996) IMF و Schadler et al (1995) Calvo el al (1995)] لمعرفة تفاصيل آثار ومضاعفات تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، وكيفية مواجهتها). وفى حالة مصر، فإنه بينما كان التهديد لا يمثل مشكلة عاجلة نظراً لقومة الحسابات الخارجية، (انظر القسم السابع أعلاه)، ولا زالت الحقيقة قائمة وهي أن المكاسب التى تعود من تدفق رأس المالى إلى الداخل تزداد كلما اتخذت هذه التدفقات شكل الاستثمار المباشر.

نواحي المالية العامة:

على الرغم من أن التكيف المالى كان هو أساس عملية التكيف بأكملها، إلا أن التكهن بالتطورات المالية العامة فى الأجل المتوسط، قد يتطلب بذل جهد أكبر. ومنذ بداية فترة التثبيت، تطورت الإيرادات بشكل عكسى. وقد انخفضت نسبة إجمالى الإيراد إلى الناتج المحلي

⁴⁴ بعبارة أخرى، يبدو أن التجربة المصرية للدولرة المبدئية وما تبعها من العدول عنها تعكس اعتبارات الاستثمار فى الأوراق المالية، وهو ما يجعلها ظاهرة للتحويل إلى ملكية الأصول بدلاً من كونها ظاهرة لإحلال عملة محل أخرى [Sahay and Vegh (1995)].

الإجمالي من ٣١% فى عام ١٩٩٢/٩١ إلى ٢٦% فى عام ١٩٩٧/٩٦. وتتضمن المشاكل المحتملة، من الناحية الهيكلية، اعتماداً كبيراً على إسهام ثلاث مؤسسات كبرى هي: الهيئة المصرية العامة للبترول، وهيئة قناة السويس، والبنك المركزى المصرى، ومن المحتمل أن اثنين منهما قد تعانى من انخفاض الإيراد. وقد كان هناك أيضاً انخفاض فى إسهام مصادر الإيراد باستثناء هذه الهيئات الثلاث من ٢١% فى عام ١٩٩٢/٩١ إلى ١٩% فى ١٩٩٧/٩٦، مما يعكس - مع أشياء أخرى - نقصاً فى حصيلة الضريبة على الدخل.

وأخيراً، يلوح فى الأفق احتمال تآكل القاعدة الضريبية نظراً لتخفيض التعريفات الجمركية، سواءً بشكل فردى من جانب مصر أو نتيجة للاتفاق الموشيك للمشاركة بين مصر والاتحاد الأوروبى. وما لم تتم معالجة هذه العيوب عن طريق توسيع قاعدة الضرائب - سواء المباشرة أو غير المباشرة - فإن الضغوط قد تظهر على جبهة المالية العامة.

تحدى قطاع السلع الداخلة فى التجارة.

وضحنا فيما سبق، أنه بينما تم تحقيق التثبيت، فإن الحياة والنشاط اللذان يصلحان ذلك فى قطاع السلع الداخلة فى التجارة، والذى يمكن أن يلعب دور قاطرة النمو، لم يظهر بعد. وهناك عديد من المؤشرات التى تشير إلى تفاقم الانعزال عن الاقتصاد العالمى، وقد انخفض نصيب مصر من الصادرات العالمية من ٠.٢% إلى حوالى ٠.٠٨% فى عام ١٩٩٣ و إلى ٠.٠٧% فى عام ١٩٩٥، وفى خلال نفس الفترة ارتفع نصيب الدول الآسيوية النامية من ١١.٥% فى عام ١٩٨٥ إلى ما يزيد على ١٨% فى عام ١٩٩٥، وقد انخفض أيضاً نصيب مصر من الواردات العالمية من ٠.٥% فى عام ١٩٨٥ إلى ٠.٢% فى ١٩٩٥، بينما ارتفع نصيب الدول الآسيوية النامية من ١٢% فى عام ١٩٨٥ إلى حوالى ١٩%. وهناك مؤشر آخر لقطاع السلع الداخلة فى التجارة ألا وهو درجة الانفتاح، ويتم قياسها على أساس حصة الصادرات والواردات والخدمات غير الانتاجية من الناتج المحلى الإجمالى. وهنا نجد أن وضع مصر قد تغير تغيراً شديداً، فبينما كانت درجة الانفتاح ٨٨% فى عام ١٩٨٥ نجد أنها قد أصبحت حوالى ٤٧% فى عام ١٩٩٧/٩٦ أى بهبوط بلغ أكثر من ٤٠ نقطة مئوية. ومن الأمور الأساسية أن ينقلب هذا الاتجاه، إذا ما كانت مصر ترغب فى تحقيق هدف النمو الخارجى والاندماج فى الاقتصاد العالمى.

خاتمة

تقف مصر شامخة بما حقته من نجاح - طبقاً لجميع المقاييس العالمية الخاصة بالتثبيت. وقد هيات عملية التثبيت ظروف أساسية تغبط عليها مصر وهى تبدأ مسيرتها إلى المرحلة الثانية من الانطلاق نحو أهداف النمو الأعلى. وإذا نظرنا إلى المستقبل، فإن التحدى أمامها هو البناء على هذا الأساس من الاستقرار المالى لتحقيق مستويات عليا من النمو الاقتصادى الحقيقى الذى يمكن أن يؤدى إلى إرتفاع مستويات المعيشة، ويزيد من فرص العمالة المربحة، بينما يضمن فى نفس الوقت أن تتقاسم جميع طبقات المجتمع ثمار النمو الاقتصادى. وهذا الأمر مهم فى حد ذاته فضلاً عن ضرورته لحشد التأييد الشعبى لعملية الإصلاح فى الفترة القادمة. وتتطلب هذه الأهداف متابعة قائمة ضخمة للإصلاح تضم معها الخصخصة (بجانب قطاعات المرافق والبنية الأساسية)، وتعميق وزيادة تقوية النظام التمويل لتحسين الادخار القومى، مع خلق نظام مرن قادر على مواجهة الصدمات، وزيادة سرعة برنامج تحرير التجارة للتكامل بشكل أكبر مع الاقتصاد العالمى للاستفادة من المنافع المصاحبة له، والإبداع فى عملية إلغاء العوائق التنظيمية والتشريعية لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية اللازمة لمواصلة النمو. وسيطلب الأمر مداومة التحسين فى الانتاجية على النطاق الشامل للاقتصاد لبلوغ هدف النمو بقيادة الصادرات. هذا فضلاً عن أن وجود مؤسسات قوية سيصبح أيضاً أولوية فى الفترة ابقادمة حتى يمكن أن يوفر الأساس القوى لعملية الإصلاح.