



## الأزمة التمويلية العالمية وانعكاساتها على مصر

أ.د. سلطان أبو علي

ورقة عمل رقم (١٤٢)

ديسمبر ٢٠٠٨

الكاتب هو أستاذ الاقتصاد بجامعة الزقازيق ووزير الاقتصاد الأسبق. ويشكر الكاتب المشاركين وأعضاء ومجلس إدارة المركز المصري للدراسات الاقتصادية لما استفاد به من تعليقات خلال المائدة المستديرة التي عقدت بالمركز حول مسودة هذه الورقة.

## ملخص

يعاني الاقتصاد العالمي في الوقت الحالي من أزمة تمويلية حادة بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وظهرت في أوروبا وتأخذ في الانتشار في بقية أرجاء العالم نتيجة لثورة الاتصالات وانفتاح دول العالم على بعضها والتحرير الاقتصادي وغيرها من العناصر التي عُرفت باسم "العولمة". وربما ما حدث إلى الآن من انهيار شركات وإفلاس بنوك، وركود وكساد في بعض الدول هو الجزء الظاهر من "جبل الجليد" وقد يكون هو الجزء الصغير، وأن الجزء المغمور من الجبل هو الأكبر.

وفي هذا الإطار، تهدف هذه الورقة إلى اقتراح خطوات العلاج للخروج من هذه الأزمة وذلك من خلال التعرف على أسباب حدوثها، وتقدير عمقها أي الفترة التي يتوقع أن تستمر فيها، ثم تقدير آثار الأزمة على الاقتصاد المصري في قطاعاته التمويلية المختلفة وميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة. كما تقوم الورقة ببيان الفرص والمحاذير التي تتيحها هذه الأزمة وتختتم ببعض التخمينات حول أثرها على النظام الاقتصادي العالمي.

## Abstract

The world economy is currently going through a serious financial upheaval that sparked off in the United States and has spread to Europe and the rest of the world, aided by increased globalization and liberalization of the world economy. Although the crisis has already led to the collapse of influential banks and firms as well as to recession in several countries, some consider such consequences as just the tip of the iceberg and that the worst is yet to come.

The purpose of this paper is to suggest ways out of the current global financial crisis. To do so, it first presents an overview of the causes and consequences of the current turbulence, followed by an assessment of the depth of the crisis and its implications for the Egyptian economy, including the financial sector, balance of payments and the state budget. In addition, the paper highlights the opportunities and challenges inherent in the crisis, and concludes with some foresight regarding its impact on the world economic system.

## أولاً: المقدمة

يعاني الاقتصاد العالمي في الوقت الحالي من أزمة تمويلية طاحنة ابتدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وظهرت في أوروبا وتأخذ في الانتشار في بقية أرجاء العالم نتيجة لثورة الاتصالات وانفتاح دول العالم على بعضها والتحرير الاقتصادي وغيرها من العناصر التي عرفت باسم "العولمة". وربما ما حدث إلى الآن من انهيار شركات وإفلاس بنوك، وركود وكساد في بعض الدول هو الجزء الظاهر من "جبل الجليد" وربما يكون هو الجزء الصغير، وأن الجزء المغمور من الجبل هو الأكبر. وإذا كان الأمر كذلك، فإن برامج الطوارئ التي أصدرتها مختلف الدول قد لا تكون كافية في علاج هذه الأزمة. وإذا صح ذلك فيتوقع أن تستفحل الأحوال الاقتصادية في العالم إلى درجة تفوق ما حدث إبان أزمة الكساد الكبير 1929-1932. وربما ما يخفف من احتمالات تعمق الأزمة هو ما تعلمه العالم خلال السنوات الماضية عن كيفية مواجهة مثل هذه الأزمات، وذلك على الرغم من أن علم الاقتصاد مازال قاصراً عن التنبؤ بالأزمة قبل حدوثها، حيث فشلت مختلف النماذج في التنبؤ بها. ولا ينفرد علم الاقتصاد بهذا، حيث من الشائع قصة الشخص الذي أجري له رسم قلب وأخبره الطبيب بأنه سليم تماماً، وما أن خرج من عيادته حتى أصابته أزمة قلبية شديدة.

وبعد حدوث الأزمة نستطيع التعرف على أسباب حدوثها، ثم نُقترح خطوات العلاج. ونعرض في هذه الورقة لأسباب الأزمة، وتقدير عمقها أي الفترة التي يتوقع أن تستمر فيها، ثم ننتقل بعد ذلك إلى تقدير آثار الأزمة على الاقتصاد المصري في قطاعاته التمويلية المختلفة وميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة، وننتقل بعد ذلك لبيان الفرص والمحاذير التي تتيحها هذه الأزمة ونختتم ببعض التخمينات حول أثر هذه الأزمة على النظام الاقتصادي العالمي وادعاءات نهاية التاريخ.

## ثانياً: أسباب الأزمة

لم تكن الأزمة التمويلية العالمية الطاحنة وليدة الليلة، ولكن لها جذور عميقة في السلوكيات الاقتصادية، والمؤسسات التي أنشئت خلال العقود الثلاثة الماضية، بالإضافة إلى عدم ملاءمة وعدم كفاية الإجراءات التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية لعلاج مقدمة مشكلات الأزمة، التي تمثلت في إفلاس بنوك، وأزمة التمويل العقاري وغيرها. ولعل أهم أسباب هذه الأزمة هي ما يلي:

### 1 - مجتمع الاستهلاك

إن المجتمع الأمريكي منذ عقود طويلة يقوم على تزايد الاستهلاك (Tawney 1948)، ويعيش القطاع العائلي على الائتمان بحيث يستهلك شهرياً أضعافاً مضاعفة ما يمكن أن يشتريه بدخله الجاري. ومن المفيد أن نتذكر هنا أن روستو (Rostow 1960) عندما ذكر مراحل التنمية الاقتصادية قال إن المرحلة الأخيرة هي مرحلة الاستهلاك الكبير المرتفع وربما كان ينظر إلى نمط التنمية الأمريكية. ولا غشاضة أن يتمتع الإنسان بثمرات التنمية، وأن

يتحسن نمط استهلاكه كما ونوعا، ولكن بشرط أن يتكافأ ذلك مع دخله، وبما لا يلحق الضرر بالمجتمع، ويكون هناك عدالة بين الجيل الحاضر والأجيال القادمة فيما يتعلق بما يتوافر لهم من موارد. أما تعاضد الاستهلاك بالنمط الأمريكي فقد جلب الضرر على الاقتصاد الأمريكي والعالم ليس في الأزيمة التمويلية العالمية الجارية فحسب، ولكن أيضا هو السبب الرئيسي وراء مشاكل تلوث البيئة، وزيادة الانبعاثات الضارة، وارتفاع حرارة الجو نتيجة للاحتباس الحراري بأثر "البيت الزجاجي" وغيرها من الآثار التي لم تتوقف أضرارها بعد (Perman et al. 2003)، بل ربما تتزايد في المستقبل إذا استمرت أنماط الاستهلاك على ما هي عليها، ولم تتخذ إجراءات جذرية لوقف تدمير البيئة التي يعيش فيها الإنسان.

ومن الجدير بالذكر أن نسبة الاستهلاك في الولايات المتحدة الأمريكية كانت ٨٤,٧% من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٠٢ وارتفعت إلى ٨٥,٣% في عام ٢٠٠٥ ثم إلى ٨٦,٦% في عام ٢٠٠٨. وهي نسب مرتفعة بالمقارنة للدول الصناعية المتقدمة، حيث كانت هذه النسب للدول الأخيرة في السنوات المذكورة ٨١,٩% و٧٩,٩% و٨٠,٤% على التوالي. ولا نغفلها بالدول المصنعة حديثا والتي تقل عن ذلك كثيرا، إذ تقل عن ٧٠% في المتوسط.

## ٢ - نمو الأصول التمويلية

لقد كان اختراع النقود عملا إنسانيا خلاقا، قضى على مشاكل المقايضة، ويسر المعاملات بين الناس، وأسهم في زيادة الإنتاج عن طريق توفير السيولة اللازمة لاستغلال الموارد العينية. وقد تمخض عن ذلك تميز الاقتصاد الحديث بوجود جانبيين هما: الجانب العيني والجانب النقدي. ومن واقع نظرية القيد المزدوج يجب أن يتساوى الجانبان حيث إنهما وجهان لعملة واحدة. فإذا نما الجانب النقدي (أو المالي) نموا كبيرا يفوق حجم الجانب العيني أو العكس فلا بد أن تحدث الأزمات بطريقة أو بأخرى. وفي نطاق الدولة الواحدة، إذا زادت الأصول التمويلية ووسائل الدفع بما لا يتكافأ مع مقدار السلع والخدمات المتاحة في المجتمع (الجانب العيني) فسوف يحدث التضخم وارتفاع الأسعار. وإذا حدث العكس، ولم تكن وسائل الدفع كافية لتداول السلع فيحدث الركود وانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وربما تنتشر البطالة ويعم الفقر.

وعلى المستوى العالمي، عندما كان النظام النقدي الدولي قائما على قاعدة الذهب، لم تتوافر السيولة الكافية لتمويل التجارة العالمية، نظرا لقلّة المعروض من الذهب. وهذا مما دفع المجتمع الدولي باستمرار إلى البحث عن وسائل دفع جديدة، وزيادة السيولة المتوافرة للاقتصاد الدولي. ومن هذا المنطلق، تخلت كثير من الدول عن قاعدة الذهب، وكان آخرها الولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٩٧١ إبان حكم الرئيس السابق نيكسون (Williamson 1983). وأوجد صندوق النقد الدولي عملة حسابية جديدة هي حقوق السحب الخاصة منذ عام ١٩٧٠. ونلاحظ أن حجم التجارة في الأصول التمويلية (العملات والأسهم والسندات) إلى جملة الاتجار في السلع زاد إلى ١:١٠ في عام ١٩٨٠ ثم إلى ١:٥٠ عام ١٩٩٢ ثم إلى ١:٧٠ عام ١٩٩٥، وربما يتخطى الآن ١:١٠٠. إن تضخم

الأصول التمويلية والاتجار فيها بدرجة سرطانية يعتبر أحد الأسباب الأساسية لحدوث الأزمات التمويلية الدولية. وإذا استمر الوضع الحالي على ما هو عليه، فليس بمستغرب أن تعاود الأزمة حدوثها مرة ومرات.

### ٣ - التوريق

لقد كانت عملية التوريق هي الأداة التي من خلالها زادت الأصول التمويلية زيادة كبيرة. والمقصود بالتوريق هو تحويل أصول تمويلية غير سائلة إلى أدوات سوق رأس المال القابلة للتسويق، أي إصدار سندات بضمان أوراق أخرى وليس أصولا عينية، ثم إصدار سندات تستند إلى هذه السندات، وهكذا (Mishkin 1992). فإذا منح بنك ما قرضا لشخص أو شركة ما على أن يسدده خلال سبع سنوات بأقساط سنوية متساوية، فبدلا من أن ينتظر البنك إلى تاريخ استحقاق هذه الأقساط، فإنه يجمعها في محفظة ويصدر عنها سندا بعائد، وتُخدم هذه السندات (أي يدفع الفائدة والأصل) من حصيلة الأقساط. وقد تصدر جهة أخرى (شركة توريق) سندات على ما تمتلك من سندات هي أصلا مورقة، وهكذا. ومن ثم تكون هذه الأوراق المالية مستندة إلى أوراق وهلم جرا. فإذا توقفت إحدى الحلقات عن السداد، انهارت الحلقات الأخرى، فيما يشبه "أثر الدومينو" الذي ينتج من رص مستطيلات لعبه الدومينو وراء بعضها بطريقة تؤدي إلى وقوع جميع المستطيلات إذا ما سقطت المستطيل الأول.

وربما تشبه هذه العملية شراء "نصيب الوقت" (time share) في الفنادق والمنتجعات، والذي من خلاله تقوم شركة ما ببناء منتجعات في أماكن متعددة، وتخصص لمن يريد حق قضاء فترة زمنية ما (أسبوع أو عشرة أيام) في الوقت الذي يحدده، والمكان الذي يختاره. وإذا لم يستطع قضاء هذا الوقت في سنة ما، فإن الشركة تستطيع إيجار المكان المخصص وسداد القيمة نقدا إلى صاحب النصيب في الوقت. وبهذه الطريقة تباع الشركة ما لديها من غرف وشقق إلى أعداد مضاعفة من المشترين. فإذا زادت هذه الأعداد زيادة كبيرة عن عدد الوحدات، تكون الشركة قد حصلت أضعاف القيمة الرأسمالية للمنتج، وقد يؤدي هذا إلى عدم الوفاء بحقوق المشترين. لذلك يجب مراقبة هذه العملية بحيث لا يتم النصب على المشترين، وتضيق حقوقهم.

وفي مجال التوريق الدولي، لم تكن هناك رقابة كافية عليه، مما أدى إلى تكاثره وزيادته زيادة ضارة، وعندما توقفت إحدى الحلقات اشتعلت الأزمة التمويلية الراهنة.

### ٤ - التفريط في أسس الائتمان

لقد انهالت على بنوك الولايات المتحدة الأمريكية منذ ثمانينيات القرن العشرين أموال ضخمة ومازالت نظرا لضخامة الاقتصاد الأمريكي، والاعتقاد في ارتفاع درجة الأمان التي يتمتع بها الاستثمار هناك. ومن ثم توافرت سيولة كبيرة لدى الجهاز المصرفي الأمريكي. ومن الطبيعي ألا تُبقي البنوك هذه الأموال "تحت البلاطة"، فلا بد أن توظفها وتحقق عائدا عليها يمكنها من دفع الفوائد التي تستحق لأصحاب هذه الودائع. وقد دفعت هذه السيولة الزائدة البنوك إلى منح الائتمان بدون التدقيق في توافر الأسس الائتمانية السليمة فيمن يحصل على القروض. وقد سميت هذه القروض مؤخرا باسم "قروض النينجا" (Wikipedia 2008c) وهي القروض التي تمنح إلى: أ- من

لا دخل له ، ب- ولا وظيفة له، ج- ولا يمتلك ثروة أو أصولاً يمكن الرجوع عليها. وهي بذلك تعطي القرض للمقترض وكأنها تقول له: خذ الأموال ولا تدفع. وفي الأحوال المعتادة، كي يستمر البنك في العمل، والدائرة في الدوران، يجب أن يسدد المقترض ما عليه من فوائد وأصل القرض. غير أنه عندما زادت عدم القدرة على سداد هذه القروض، وجفت السيولة من الجهاز المصرفي، كان من الطبيعي أن تتوقف بعض البنوك عن الوفاء بالتزاماتها، مما دفعها إلى إعلان إفلاسها.

ولعل هذه العملية تذكرنا بما حدث في مصر منذ أواسط سبعينيات القرن العشرين، عندما زادت الأموال لدى البنوك نتيجة لزيادة تحويلات المصريين العاملين في الخارج، وانتعاش إيرادات السياحة وإيرادات قناة السويس بعد إعادة فتحها في عام ١٩٧٥ وغيرها، مما أدى إلى التفريط في قواعد منح الائتمان. وفي ظل عدم كفاية الرقابة الداخلية في البنوك، ورقابة البنك المركزي على البنوك؛ هرب كثير من المقترضين بأموال المودعين، وألحق الضرر بعدد من المصارف. وأطلقت عبارات مثل "اهرب واهرب" وغيرها. وكانت أزمة في الجهاز المصرفي المصري، إلا أنها أزمة داخلية نظراً لصغر حجم الجهاز المصرفي والاقتصاد المصري بالنسبة للاقتصاد الإقليمي أو العالمي. واستغرق علاج هذه المشكلة عدداً من السنوات.

ومن الجدير بالذكر أن منح قروض النينجا في الولايات المتحدة الأمريكية لم يكن كله بحسن نية، بل كان هناك فساد واسع الانتشار، فيما شُبه بالمقامرات في كازينوهات لاس فيجاس الشهيرة. ويعرف الاقتصاديون أن عمليات منح القروض في البنوك من الممكن أن يحدث بها "فساد أخلاقي" —أي رشوة وتحقيق مصالح ذاتية لكبار العاملين في البنوك— من واقع عدم تماثل المعلومات (Akerloff 1970). أي أن العميل قد يدلس على البنوك عن طريق دراسة جدوى ظاهرها جيد ولكن باطنها مليء بالكذب والخداع. ويكتشف مسئول الائتمان ذلك، ولكنه لا يخطر إدارة البنك—أو ربما يتواطأ معها—في مقابل الحصول على رشوة ومصالح ذاتية، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى تراكم القروض المتعثرة والسيئة في البنك ثم إلى تعسره وإفلاسه. ولقد حدث هذا في الولايات المتحدة الأمريكية في هذه الأزمة التمويلية العالمية الحالية، ومن أجل ذلك تقوم سلطات الاستخبارات الفدرالية الآن بالتحقيق مع مئات من كبار المسؤولين في الجهاز المصرفي الأمريكي.

#### ٥- أثر العدوى

رب قائل يقول، لقد حدثت هذه الأزمة التمويلية في الولايات المتحدة مثل ما حدثت في مصر وغيرها من قبل، فلماذا يقع العالم في براثن هذه الأزمة التمويلية الطاحنة؟ تكمن الإجابة على هذا السؤال في أمرين: أولهما كبير حجم الاقتصاد الأمريكي ونصيبه في الاقتصاد العالمي (انظر جدول ١)، وثانيهما التشابك الشديد بينه وبين بقية اقتصادات العالم في ظل التحرير الاقتصادي والعولمة، مما ينتج عنه انتقال "العدوى" من المركز إلى بقية الأرجاء. ويظهر في الجدول التالي بعض المؤشرات التي تقرب ذلك إلى الأذهان.

جدول ١: حجم الاقتصاد الأمريكي في العالم

البيان	١٩٩٥	٢٠٠٠	٢٠٠٥
% الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي إلى العالم	٢٤,٧	٣٠,٦	٢٧,٥
% الصادرات الأمريكية إلى العالم	١٢,٦	١٣,٧	١٠,١
% الواردات الأمريكية إلى العالم	١٤,٢	١٨,٥	١٥,٧
% نصيب أمريكا من الاستثمارات الأجنبية الواردة	١٧,٦	٢١,٢	١٠,٤
% بورصة نيويورك إلى بورصات العالم	٣٣,٠	٣٧,٣	٣٢,٣

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

ويلاحظ من الجدول أن نسبة الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي إلى العالم كانت ٢٤,٧% في عام ١٩٩٥، ارتفعت إلى ٢٧,٥% في عام ٢٠٠٥ بعد أن بلغت ٣٠,٦% في عام ٢٠٠٠. أي أن الناتج المحلي الأمريكي يدور حول ربع الناتج المحلي الإجمالي للعالم، في حين بلغ سكان الولايات المتحدة الأمريكية نحو ٣٠١,٦ مليون نسمة في عام ٢٠٠٧ بنسبة ٤,٥٦% (World Bank 2007) من سكان العالم. ومن الجدير بالذكر أن النصيب النسبي للولايات المتحدة الأمريكية أخذ في التناقص بسبب نمو اقتصاديات أخرى نموا كبيرا، وعلى وجه الخصوص الصين والهند والبرازيل وغيرها. وكذلك تمثل الصادرات الأمريكية أكثر من عُشر الصادرات العالمية، ونسبتها آخذة في التناقص للسبب السابق ذكره. أما نصيبها في واردات العالم فقد بلغ ١٥,٧% في عام ٢٠٠٥ بعد أن كان ١٨,٥% في عام ٢٠٠٠. وتبين نسب الصادرات والواردات أن ميزان المدفوعات الأمريكي يعاني من عجز مزمن، وهذا سوف يؤدي إلى تدهور أوضاعه إذا استمرت الحالة على ما هي عليها. ويظهر كبير تأثير الاقتصاد الأمريكي على الاقتصاد العالمي بالنظر أيضا إلى نصيب أمريكا من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، إذ حصلت على ١٠,٤% منها في عام ٢٠٠٥ بعد أن بلغت هذه النسبة ضعف ذلك في عام ٢٠٠٠، حيث كانت ٢١,٢%.

وفي ضوء المؤشرات السابق ذكرها، لا يكون بمستغرب أن تعم الأزمة العالم أجمع إذا ما حدثت أزمة شاملة في الولايات المتحدة، وتنتقل العدوى منها إلى الاقتصاد المعولم. ولعل هذا هو سبب القول بأنه "إذا عطست أمريكا فإن بقية دول العالم تصاب بالبرد".

## ٦ - الرهن العقاري الرديء

اتساقا مع ثقافة العيش على الائتمان، يفضل غالبية الأمريكيين شراء المنزل الذي يعيشون فيه بدلا من استئجاره. ومما ييسر ذلك تطور نظام الرهن العقاري عبر عشرات السنين. ومع ارتفاع القيمة الرأسمالية للمنازل سنة بعد

أخرى في السنوات القليلة الماضية، غامر كثير من الوحدات الأسرية بشراء بيوت قيمتها تفوق قدرتهم وملاءتهم المالية وجدارتهم الائتمانية. ومع وجود نظام الرهن العقاري، زاد الطلب كثيرا على شراء البيوت السكنية مما أدى إلى ارتفاع أسعارها ارتفاعا كبيرا، بحيث أصبحت تعاني من وجود "فقاعة" في أسعارها (Eatwell Forthcoming). وانتفخت الفقاعة انتفاخا كبيرا إلى أن انفجرت. وأخذت الأسعار في الهبوط. وتعثرت كثير من الأسر، ولم تفلح في سداد ما عليها من التزامات في ظل عدم بيع البيوت بربح رأسمالي، بل أخذت الخسارة الرأسمالية في التزايد مع استمرار هبوط أسعار البيوت. وقد بدأت هذه الأزمة في الظهور في عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦ بسبب إفلاس أصحاب الرهن العقاري ممن هم دون المستوى الجيد وتطبيق معدلات الرهن العقاري القابلة للتعديل<sup>١</sup> Adjustable Rate Mortgage (ARM). وأدى تعثر الأسر ماليا وتوقفها عن الدفع إلى سحب المنازل من أصحابها. وتزايد عدد المنازل المستردة المحجوز عليها (Foreclosures) حتى بلغ عددها ١,٣ مليون منزل في عام ٢٠٠٧ بزيادة نسبتها ٧٩% عن نظيره في عام ٢٠٠٦، مما أدى إلى تفاقم أزمة السيولة في المجتمع، والتي كانت بمثابة الدبوس الذي تسبب بطريقة مباشرة في انفجار "الفقاعة" (Wikipedia 2008b).

#### ٧- صناديق التحوط والصناديق السيادية والمضاربات

شاهدت السنوات القليلة الماضية، ما يسمى بالابتكارات التمويلية ومن بينها صناديق التحوط والصناديق السيادية (Hedge Fund Center 2008). وصندوق التحوط هو صندوق استثمار العضوية فيه مفتوحة لعدد قليل من المستثمرين. ويقوم هذا الصندوق بموافقة الجهة الرقابية الخاضع لها بأنشطة متعددة. وتحصل إدارته في مقابل ذلك على رسوم إدارة وحوافز حسن الأداء إذا تخطى العائد المحقق نسبة معينة يتم الاتفاق عليها. والمفروض أن تسعى صناديق التحوط نحو اتقاء الخسائر المحتملة التي قد تتعرض لها في الأسواق التي تستثمر فيها. ويتم ذلك عادة بعدة وسائل من بينها "البيع على المكشوف". وقد تستخدم صناديق التحوط "الرافعة المالية" أي الاقتراض إلى جانب الأموال الأصلية—بحيث تزيد من حجم عملياتها، أملا في تحقيق ربح أكبر.

ويعتقد أن أول صندوق تحوط قد أنشئ في عام ١٩٤٩. وقد زاد عدد هذه الصناديق بعد ذلك زيادة كبيرة، بحيث قدر عدد من تزيد أمواله على مليار دولار أمريكي بنحو ١٩٦ صندوق في عام ٢٠٠٥، وبمجموع أصول قدره ٧٤٣ مليار دولار أمريكي، وزاد هذا المجموع إلى ١٤٤٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٦ أي بزيادة نسبتها نحو ٩٤%. ويقدر مجموع أصول هذه الصناديق بنحو ٢,٦٨ تريليون (أي ألف مليار) دولار في الربع الثالث من عام ٢٠٠٧.

<sup>١</sup> يقصد بذلك دخول الفرد في رهن عقاري يفوق ملاءته المالية على أساس أن يعدل شروطه بعد بيع المنزل بمكسب رأسمالي في فترة وجيزة. واستطاع الفرد أن يفعل ذلك طالما زادت أسعار المنازل، وعندما انخفضت هذه الأسعار وقع هؤلاء في مصيدة الرهن العقاري الرديء، ولجوء شركات الرهن العقاري إلى رفع سعر الفائدة على قروضها.

وتوجد عدة أنواع من هذه الصناديق منها الشاملة، والموجهة لحدث خاص (كأن تستثمر في سوق مالية انخفضت قيمتها انخفاضاً كبيراً). وتعمل هذه الصناديق في أسواق الأسهم والسندات والسلع والعملات، وذلك باستخدام أدوات مثل إعادة الشراء، والبيع على المكشوف، والمستقبليات والخيارات. وعادة ما تنوع الأدوات التي تستخدمها (Wikipedia 2008a).

وتتعرض هذه الصناديق لمخاطر عديدة، منها مخاطر الرافعة المالية، أي المخاطر التي ترتبط بما تقتضيه هذه الصناديق من أموال إلى جانب استثمارات أصحاب الصندوق، والتي قد تكون نسبة القروض إلى الأموال المستثمرة أكبر من ١٠:١، وقد تصل إلى أكثر من عشرين ضعفاً. وفي هذه الحالات، إذا تعرض الصندوق لخسارة فإنها قد تآكل الأموال التي استثمرها المستثمرون فيه. ومن المخاطر الأخرى التي تتعرض لها مخاطر "البيع على المكشوف" في حالة ارتفاع أسعار الأدوات التي باعها على المكشوف إلى مستوى يفوق كثيراً سعر البيع السابق، بما يحملها خسائر كبيرة. أما المخاطر الأخرى فتتضمن الميل الشديد لتحمل المخاطر، ومخاطر نقص الشفافية، ونقص الرقابة الفعالة على أموالها، والمخاطر المنظومية.

ونتيجة لتوسع نشاط صناديق التحوط زادت كمية الأصول التمويلية والمشتقات، ومن ثم أسهمت في زيادة حجم الفقاعة وتضررت كثيراً من انفجارها.

ومن الناحية الأخرى، فإن الصناديق السيادية مملوكة للدول، وتتكون من أصول تمويلية مثل الأسهم والسندات والمعادن النفيسة وغيرها. وقد استثمرت هذه الصناديق جزءاً من أموالها في الشركات التمويلية ببول ستريت (أي شارع المال الأمريكي بنيويورك) ومنها سيتي جروب، ومورجان ستانلي وميريل لينش، وهي شركات كانت تعاني من نقص في السيولة نتيجة لأزمة الرهن العقاري الرديء.

وقد أنشئ أول صندوق سيادي في عام ١٩٥٣ واستخدم أساساً أموال الاحتياطيات الدولية التي تتراكم لدى البنوك المركزية. وقد وظفت هذه الصناديق أموالها بادئ الأمر في سندات سيادية، ثم تحملت مخاطر أكبر بالتوظيف في سوق الأسهم سعياً وراء ربح أعلى. وقد أثار هذا التحول المخاوف من أن تكون هذه الصناديق مصدر اضطرابات في الأسواق التمويلية والاقتصاد العالمي إذا تسلطت عليها دوافع سياسية وليست اقتصادية. وقدّر حجم أموال الصناديق السيادية بنحو ٣,٣ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧. ويظهر أكبر هذه الصناديق في الجدول ٢.

جدول ٢: أهم الصناديق السيادية (مليار دولار)

الدولة	المبلغ	سنة الإنشاء	الدولة	المبلغ	سنة الإنشاء
الإمارات العربية المتحدة	٨٧٥	١٩٧٦	النرويج	٣٩١	١٩٩٠
سنغافورة	٣٣٠	١٩٨١	الكويت	٢٦٤,٤	١٩٥٣
الصين	٢٠٠	٢٠٠٧	أستراليا	٨١,٣	٢٠٠٤

قطر	٦٠	٢٠٠٥	ليبيا	٥٠,٠	٢٠٠٧
روسيا الاتحادية	٣٢	٢٠٠٨	بروناي	٣٠,٠	١٩٨٣
إيران	١٢,٩	١٩٩٩	السعودية	٥,٢	٢٠٠٨

المصدر: Wikipedia 2008d.

وقد أدت ضخامة الأموال المتاحة لصناديق التحوط والصناديق السيادية، وميلها نحو تحمل مخاطر أكبر سعياً وراء تحقيق عائد أكبر، إلى زيادة مضارباتها ومقامراتها مما أسهم في عدم استقرار الأسواق التمويلية، وفي حدوث الأزمة الكبرى الحالية في نهاية الأمر، خاصة وأنه لا توجد رقابة فعالة على هذه الصناديق، وعدم توافر الشفافية الكافية في أداء عملها.

#### ٨- فشل الحكومة وفشل السوق

يعتقد الفكر الليبرالي أن السوق يحقق الكفاءة الاقتصادية. ويصح ذلك إذا كان السوق كاملاً ولا يوجد به عناصر احتكارية، أي أن يكون عدد البائعين كبيراً جداً ولا يمثل إنتاج كل منهم سوى نسبة ضئيلة جداً من حجم السوق، وكذلك الحال بالنسبة للمشتريين، وأن تكون السلعة متجانسة، مع توافر حرية الدخول في السوق والخروج منه بدون عوائق، وتوافر المعلومات الكاملة لدى المشتريين والبائعين. وفي المقابل، تدخلت الحكومة تدخلًا رئيسياً في ظل النظام الاشتراكي لتحقيق كفاءة أكبر. إلا أنها فشلت في تحقيق ذلك، وتراكمت التشوهات والاختلالات إلى أن انهارت الاقتصادات الاشتراكية.

إلا أن ما يحدث في العالم حالياً، وما يعانيه من أزمة تمويلية طاحنة يجسد مرة أخرى مقولة أن السوق يفشل أيضاً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ناهيك عن الكفاءة الاقتصادية والعدالة الاجتماعية، وهذا على الرغم من المناداة بتطبيق نظام جيد لحكومة الشركات، والإفصاح عن أوضاعها المالية، وشفافية ممارستها في مختلف الجوانب. والسبب الرئيسي في فشل السوق التمويلية يرجع إلى عدم اكتمالها من ناحية، وإلى إفراط المناداة بتركها لقوى السوق.<sup>٢</sup> إن المسائل التمويلية غاية في الأهمية، وهذا التمويل هو الدماء التي تغذي شرايين الحياة، ومن ثم تحتاج إلى رقابة وتنظيم فعالين من قبل الدولة، إلى جانب قوى السوق. ومن ثم فإن هذه الأزمة تبرز فشل كل من السوق والحكومة إذا اعتمد على واحد منهما فقط، وأن الأمان والاستقرار في المجتمع يتطلبان المزج الحكيم لقوى السوق والرقابة الحكومية معاً.

#### ٩ - الرأسمالية المتوحشة والعولمة الجامحة

<sup>٢</sup> يشبه البعض ترك السوق على عواهنها وبدون رقابة من الدولة، بالغبابة التي يأكل فيها القوى الضعيف، ولا يحد من ذلك إلا وجود ملك الغابة، الأسد، الذي يفرض نقطة نظام ويحد من بطش المعتدين الأقوياء، ويحمي الضعفاء.

بعد أن تصدع الاتحاد السوفيتي في نهاية العقد الماضي، ارتفعت الأصوات بالقول بأن النظام الرأسمالي هو النظام الأبدي الذي سوف يسود في العالم. وهذا هو فرانسيس فوكوياما يكتب كتاباً بعنوان "نهاية التاريخ والرجل الأخير" (Fukuyama 1992)، يجسد هذا القول. ومن ثم تمت المطالبة بالاعتماد على السوق، وفتح المجال واسعا لعمل القطاع الخاص بدون ضوابط اجتماعية، بل وخصخصة غالبية المشروعات العامة. وأسهم ذلك بالنصيب الأكبر في عدم عدالة توزيع الدخل والثروة داخل الدولة مع انتشار الفقر في كثير من الدول.

وتواكب مع ذلك الدعوة إلى العولمة التي نادى بفتح أسواق دول العالم على بعضها، وتحرير الحساب الرأسمالي في ميزان المدفوعات لضمان حرية انسياب رؤوس الأموال. وكان الوعد بأن هذه العولمة سوف تؤدي إلى تحسين أحوال المعيشة في الدول النامية قبل المتقدمة. غير أن التطبيق لمدة عقدين من الزمان، أدى إلى تدهور أحوال الدول النامية، وزيادة عدم عدالة توزيع الناتج المحلي الإجمالي العالمي بينها وبين الدول المتقدمة، أي أن الغني قد ازداد غنى، والفقير قد ازداد فقراً (Stiglitz 2002). وهذا خلل لا يمكن أن يستدام، ولا بد أن يحدث الانفجار في النظام الاقتصادي بطريقة أو بأخرى، إن عاجلاً أو آجلاً. أي أن الرأسمالية المتوحشة والعولمة الجامحة لا يمكن أن يحققا الثلاثية المرغوب فيها اجتماعياً وهي: النمو والعدالة مع الاستقرار.

هذه هي أهم أسباب حدوث الأزمة التمويلية الكبرى الحالية. وهي ليست وليدة اللحظة، ولكن نتجت عن استمرار هذه الأسباب في الاقتصادات المحلية والعالمية لسنوات طويلة. وما أزمة التمويل العقاري الرديء وما سببته من جفاف السيولة في الجهاز المصرفي، إلا القشة التي قسمت ظهر البعير أو الدبوس الذي فجر البالونة المتضخمة.

### ثالثاً: البعد الزمني للأزمة

إن عمق الأضرار المتوقعة من الأزمة الراهنة يتوقف جزئياً على البعد الزمني لها. فهل سوف يستمر لشهور أم سنوات؟ لا أحد يدري الإجابة على وجه التحديد عن هذا السؤال. ولا يوجد حصر شامل للمؤسسات التمويلية المتعثرة، وحجم ما تعانيه من خسائر. ومن ثم، لا نعلم ما إذا كانت خطط الطوارئ التي أعدتها الدول المختلفة سوف تكون كافية لاحتواء الأزمة أم لا. وفي ضوء ذلك نلجأ إلى وضع البدائل والسيناريوهات عن طول فترة الأزمة.

#### ١ - السيناريو المتفائل

إن الأزمات—ومن بينها هذه الأزمة التمويلية—تولد قلقاً نفسياً وذعراً لدى الأفراد والمجتمعات، مما ينتج عنه آثار أعمق من حجم المشكلة ذاتها. وللأثر النفسي في المجالات التمويلية مستتبعات كبيرة. وما من شك أن الآثار الوخيمة المشاهدة حالياً ترجع جزئياً إلى هذا الذعر. فإذا صح ذلك، وأن برامج العلاج الطارئة تتكافأ مع حجم المشكلة، وأنها سوف تتمكن من توفير السيولة الملائمة للقطاع التمويلي، وأنه سوف يتم وضع قواعد رقابية شاملة وفعالة، بحيث لا تتزايد الآثار السالبة على قطاعات الإنتاج العينية، إذا توافر كل ذلك فيكون البعد الزمني المتوقع

هو في حدود ستة أشهر. وعلى الرغم من أن غالبية المحللين الاقتصاديين والماليين يتوقعون استمرار الأزمة لفترة زمنية أطول من ذلك، إلا أن الأيام القليلة الماضية قد شهدت نوعا من التحسن مواكبا للتحرك الدولي السريع لاحتواء الأزمة، مما قد يجعل هذا البديل المتفائل ممكن التحقيق.

## ٢ - السيناريو المتشائم

تردد كثيرا القول بأن الأزمة الحالية ربما تكون أسوأ من الكساد الكبير الذي ساد في العالم خلال ١٩٢٩-١٩٣٢. ومن ثم يتوقع أن تستمر لفترة عامين أو ثلاثة على الأقل. وقد يحدث هذا البديل إذا كانت المعلومات عن التعثر لم يفصح عنها كاملة بعد، وأن آثار ذلك سوف تمتد إلى القطاعات العينية في صورة نقص استغلال للطاقات الإنتاجية، وإغلاق بعض المصانع، وتسريح نسبة ملموسة من العمالة بحيث ترتفع معدلات البطالة، وغير ذلك من مظاهر الركود الاقتصادي. ومما قد يطيل زمن الأزمة، أن يتحول الركود الاقتصادي المعلن عنه حاليا إلى ركود تضخمي، مما يجعل العلاج أصعب وفترته أطول.

## ٣ - السيناريو الوسط

وبين التفاؤل الذي قد يكون مفرطا، والتشاؤم الذي قد يكون قاتما، نستطيع تخيل بديل وسط، تستمر فيه الأزمة لفترة سنة واحدة، يتعافى بعدها الاقتصاد العالمي، مع اختلاف هذه الفترة من دولة إلى أخرى. والفترة المفترضة في هذا البديل طولها يسمح بظهور آثار السياسات العلاجية على الرغم من وجود فترات الإبطاء المعروفة في الاقتصاد (فترة تشخيص الأزمة، وفترة وصف العلاج، وفترة ظهور آثاره).

ولا يخفى على أحد أن اختلاف طول فترة الأزمة يصاحبه آثار مختلفة ناتجة عن العدوى من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

## رابعا: الآثار المتوقعة على مصر

لا شك أن هذه الأزمة سوف تؤثر على مصر، وقد ظهر هذا جليا في بعض الجوانب الهامة، وليس من الصحي التهوين أو التهويل من آثارها. كما أن هذه الأزمة ليست كلها محاذير وتهديدات على الاقتصاد المصري، بل إنها تفتح الفرص للاستفادة منها وتحسين أوضاعه، وذلك مصداقا للقول: رب ضارة نافعة. ونقوم فيما يلي بتقدير الآثار السلبية المحتملة لهذه الأزمة على القطاعات المختلفة.

## ١ - سوق الأوراق المالية

تأثرت سوق الأوراق المالية تأثرا كبيرا بالأزمة الحالية، حيث انخفضت أسعار الأسهم بما يعادل نحو ٣٣% من مؤشر كيبس ٣٠ خلال الشهور القليلة الماضية (هيئة سوق المال ٢٠٠٨)، وبلغ حجم خسائر رسملة السوق حوالي

١٤٨ مليار جنيه. ويجب الإسراع بالقول هنا إن الانخفاض في أسعار الأسهم قد حدث قبل وقوع الأزمة، وذلك بسبب بعض القرارات الاقتصادية وعلى رأسها إلغاء الإعفاءات الضريبية المقررة للمناطق الحرة، وفرض ضريبة دخل على عائد أذون الخزانة. إلا أن الانخفاض الكبير قد حدث مع العدوى من الأسواق الخارجية. وسوف تستمر تقلبات الصعود والهبوط مع ما يحدث في الأسواق الغربية والعربية إلى أن تستقر الأحوال بها. كما تعتمد هذه الأوضاع على ما يتم اتخاذه من إجراءات لمواجهة الأزمة، ودرجة أداء الشركات وتوزيعات الأرباح التي سوف تحققها مع الإعلان عن نتائجها المالية اعتباراً من أول عام ٢٠٠٩.

## ٢ - الجهاز المصرفي

تؤكد الحكومة أن ودائع عملاء البنوك المصرية آمنة ولن تطولها الأزمة. وهذا صحيح نتيجة لضمان الحكومة عدم إفلاس أي بنك في مصر، وأن البنك المركزي المصري سوف يهب لنجدة أي بنك بصفته الملاذ الأخير لمصادر الأموال للبنوك. إلا أن هناك تهديدات أخرى قد تؤثر على الجهاز المصرفي أهمها: انكشاف أوضاع العملات الأجنبية، إذ يوجد لدى البنوك المصرية ودائع بالجنيه المصري وأخرى بالعملات الأجنبية، فما هو حجم الودائع الأخيرة؟ وما هي الآثار المحتملة عليها؟ ويتم تقدير ذلك على النحو التالي:

إجمالي الودائع (بما فيها الحكومة)	=	٧٥١,٠	مليار جنيه (مايو ٢٠٠٨)
إجمالي الودائع بالعملة المحلية	=	٥٠١,٥	مليار جنيه
إجمالي الودائع بالعملة الأجنبية	=	٢٤٩,٥	مليار جنيه



تعاادل

دولار = ٥,٥ جنيه مصري = ٤٥,٤ مليار دولار

واستخدامات هذا المبلغ تقدر على النحو التالي:

الائتمان المحلي بالعملات الأجنبية	=	٦٠,٩٥	مليار جنيه
		↓	
		تعاادل	
نسبة الاحتياطي لدى البنك المركزي ١٠%	=	١١,١	مليار \$
(٣) نقدية بالصندوق للتشغيل	=	٤,٥	مليار \$
(٤) المودع لدى البنوك الأجنبية والمراسلين والمستثمر في الخارج	=	٥,٩	مليار \$
		-----	
	=	٢٣,٩	مليار \$

أي أن انكشاف البنوك التجارية في الخارج هو نسبة من هذا الرقم الأخير (٢٣,٩ مليار دولار). فهل ما قد يتعرض للضياح هو ٢٥%، أي نحو ٦,٠ مليار دولار؟ أم غير ذلك؟ لابد من دراسة هذا الموضوع تفصيلا بغرض الوصول إلى التقدير الصحيح، مع تحديد الإجراءات التي سوف تتخذ لضمان إقلال انكشاف البنوك المصرية لهذه الأزمة.

ومن ناحية أخرى، فإن البنك المركزي المصري (البنك المركزي المصري ٢٠٠٨) لديه احتياطات دولية بلغ رصيدها في يونيو ٢٠٠٨ نحو ٣٤,٦ مليار دولار، وعادة ما تستثمر أموال البنوك المركزية في سندات سيادية مضمونة، ولا تخاطر في أصول أقل جودة من ذلك. ولكن قيل إن البنك المركزي له توظيفات في بنك Lehman أو غيره فما هي حقيقة هذا الأمر؟ وما حجم الانكشاف المتوقع؟ وما هي إجراءات التحوط؟

وكذلك قد تعرض هذه الأزمة البنوك المصرية لمشاكل مستقبلية تتعلق بآثار الركود المحتمل. لقد ركزت البنوك نشاطها خلال الفترة الماضية على القروض الشخصية والصيرفة بالتجزئة. ويوجد احتمال تعثر نسبة كبيرة من هذه القروض نتيجة للركود المتوقع، مما يهدد بحدوث أزمة نقص سيولة، فماذا هي فاعلة؟

### ٣- التمويل العقاري والتأمين

ما زال التمويل العقاري في مصر في مهده. وبالرغم من صدور القانون الخاص به إلا أنه لم ينم نموا كبيرا. ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى ارتفاع قيمة العقارات بالنسبة إلى الدخل المتوسط للأسرة. لقد زادت أثمان أراضي البناء، وارتفعت تكلفة مواد البناء، وزادت أجور عمال البناء وأتعاب شركات المقاولات في ضوء تدرتهم النسبية و عملهم خارج مصر. وبالنظر إلى انخفاض الدخل الشهري لمعظم العائلات المصرية فإنها لا تستطيع سداد قسط الرهن العقاري المربوط على الشقق التي ترغب في الحصول عليها. ومن مزايا الأزمة الرهانة على مصر أنها تلتفت الأنظار إلى ضرورة تجنب قروض الرهن العقاري الرديء، وإلى ضرورة مراعاة بناء المساكن التي تتلاءم مع دخول العائلات المصرية، وألا نشجع الأسرة على الارتباط برهن عقاري يفوق إمكاناتها، وذلك كي تتجنب الحجز على هذه الوحدات، وتتجنب إيقاع البنوك في أزمة سيولة بسبب التعثر المحتمل للرهن العقاري.

ونعتقد أن سوق العقارات به خلل وتشوه، يكمن أساسا في عدم موازنة العرض مع الطلب. أي أن هناك فائضا في عرض الوحدات السكنية الفاخرة والمنتجعات المميزة، بينما يوجد فائض في الطلب على الإسكان المتوسط والاقتصادي عن المعروض منها. وأدى ذلك إلى زيادة عدد الوحدات السكنية المغلقة وغير المشطوبة. ونتوقع أن تنخفض أسعار العقارات، ولكن بدون حدوث انفجار فقاعة. ويرجع السبب في ذلك إلى أن تمويل غالبية الوحدات السكنية الفاخرة تم من مقدمات أصحابها الذين يدخرون "الشقق" بدلا من الودائع. وتتحسن أوضاع بائعي الوحدات السكنية، ليس عن طريق الرهن العقاري، ولكن بتحقيق معدل نمو أعلى، وجذب أعمال أكبر بحيث تزيد دخول الأسر التي تطلب هذه الشقق، وتستطيع خدمة قروض الرهن العقاري. ويوضح الجدول ٣ أهم مؤشرات سوق التمويل العقاري المصري.

### جدول ٣: مؤشرات التمويل العقاري في مصر

البيان	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	حتى سبتمبر ٢٠٠٨
عدد شركات التمويل العقاري وإعادته	٢	٣	٦	١٠
إجمالي رؤوس أموال الشركات (مليون جنيه)	٤١٠	٤٦٠	٨٧٦,٥	١١٢٦,٥
إجمالي التمويل الممنوح من الشركات (مليون جنيه)	٨٦	٢٧١	٤٩١	١٠١٢
% من رأسمالها	٢١,٠	٥٨,٩	٥٦,٠	٨٩,٨
متوسط حجم التمويل (ألف جنيه)	٢٦٠	٢٠٨	٢١١	١٨٥
متوسط مدة التمويل (سنة)	غ.م.	غ.م.	١١,٦	١٣,٦
% متوسط قيمة التمويل إلى قيمة العقار	غ.م.	غ.م.	٥٣,٦	٥٣,٠
% متوسط سعر الفائدة	غ.م.	غ.م.	١٢,٨	١٣,٣

المصدر: الهيئة العامة للتمويل العقاري، بيانات غير منشورة.

يتضح من الجدول السابق أن عدد شركات التمويل العقاري قد زاد من شركتين إلى ١٠ شركات وهو عدد محدود، وأن إجمالي رؤوس أموال هذه الشركات قد تضاعف حوالي ٢,٧٥ مرة خلال ٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٨، وأن إجمالي التمويل الممنوح من الشركات قد بلغ نحو مليار جنيه في سبتمبر ٢٠٠٨، وهذا الرقم لا يمثل إلا نسبة ضئيلة جدا من الاستثمارات العقارية الجديدة. وكذلك فإن متوسط قيمة التمويل بلغ ١٨٥ ألف جنيه في سبتمبر ٢٠٠٨، وبنسبة ٥٣% من قيمة العقار. ويتبين من هذه المؤشرات أن التمويل العقاري في مصر مازال في مهده.

وبالنسبة للتأمين، فيعتقد أن تأثير الأزمة التمويلية الطاحنة الحالية سيكون هامشيا على القطاع، بالرغم من انهيار الشركة الأمريكية العملاقة (AIG) والتي كان لها فرع في مصر. وترجع أهم الأسباب الرئيسية لذلك إلى العوامل التالية: توظيف الأموال المخصصة لمواجهة التزامات شركات التأمين المصرية في السوق المحلية، وتحديد قنوات الاستثمار المسموح بتوظيف الاحتياطات الفنية بها بما يحقق الضمان، واشتراط القانون ضرورة حصول شركات التأمين المصرية على موافقة الهيئة المصرية للرقابة على التأمين على طريقة توظيف هذه الأموال، وأن مخاطر إعادة التأمين لدى الشركات الأجنبية محدودة جدا (متولي ٢٠٠٨).

#### ٤- الأثر على الموازنة العامة للدولة

تظهر قراءة الموازنة العامة للدولة لعام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ أن إجمالي المصروفات تقدر بنحو ٣٤٣,٩ مليار جنيه مصري، وأن إجمالي الإيرادات والمنح يساوي نحو ٢٧٦,٨ مليار جنيه، وأن العجز النقدي يقدر بنحو ٦٧,١ مليار جنيه وبنسبة حوالي ٦,٩% من الناتج المحلي الإجمالي (وزارة المالية ٢٠٠٨). ويلاحظ أن أهم بنود المصروفات هي:

- الدعم والمنح والمزايا الاجتماعية ١٣٤,١ مليار جنيه بنسبة ٣٩,٠% من إجمالي المصروفات.

- الأجور وتعويضات العاملين ٧٩,٠ مليار جنيه بنسبة ٢٣,٠% من إجمالي المصروفات.
- الفوائد ٥٢,٩ مليار جنيه بنسبة ١٥,٤% من إجمالي المصروفات.
- استثمارات ٢٨,٣ مليار جنيه بنسبة ٨,٢% من إجمالي المصروفات.
- شراء السلع والخدمات ٢٣,٨ مليار جنيه بنسبة ٦,٩% من إجمالي المصروفات.

وتمثل البنود الثلاث الأولى ٧٧,٤% من إجمالي المصروفات العامة. ومن الآثار الحسنة للأزمة على الاقتصاد المصري أن أسعار بعض السلع المدعومة سوف تنخفض مع الركود المتوقع، ومن ثم تنخفض مخصصات الدعم بدون انخفاض كميته. فإذا افترضنا أن أسعار السلع المستوردة المدعومة (أساسا القمح والذرة والزيت) وكذلك أسعار البترول والوقود قد انخفضت، فيتوقع أن ينخفض الإنفاق على هذا البند. ونقدر أن نسبة الانخفاض ستكون في حدود ٢٥% من إجمالي هذا البند أي نحو ٣٣,٥ مليار جنيه.

أما الإيرادات الضريبية فتمثل ١٦٦,٦ مليار جنيه بنسبة ٦٠,٢% من إجمالي الإيرادات، والمنح تقدر بنحو ٥,٦ مليار جنيه بنسبة ٢,٠%، والإيرادات الأخرى نحو ١٠٤,٧ مليار جنيه بنسبة ٣٧,٨%. وعلى افتراض أن إجمالي الإيرادات سوف ينخفض بنسبة ١٠% أي بمقدار ٢٧,٧ مليار جنيه، فإن العجز المتوقع—على افتراض بقاء الأشياء الأخرى على حالها—سوف ينخفض بمقدار ٥,٨ مليار جنيه، ليصبح ٦١,٣ مليار جنيه. وتبلغ القيمة المقدرة للنتائج المحلي الإجمالي التي حُسبت نسبة العجز على أساسه ٩٧٢,٥ مليار جنيه. وكما سوف يرد ذكره، إن من المتوقع أن ينخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ نتيجة للركود المحتمل، إلى ٤,٨% بدلا من ٧,٢% فيكون الناتج المحلي الإجمالي المتوقع لعام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ هو ٩٥٠,٤ مليار جنيه. ويكون من مؤدى الافتراضات السابق ذكرها أن تنخفض نسبة العجز النقدي المتوقع إلى ٦,٤% من الناتج المحلي الإجمالي. وهذا انخفاض حسن يمكن استغلاله بإحدى طريقتين: أولا هما أن ينتج عنه انخفاض في معدل التضخم المتوقع لعام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ نتيجة لكون عجز الموازنة هو السبب الرئيسي في التضخم. وثانيهما زيادة النفقات الاجتماعية والمنح لأصحاب الدخل المنخفض بمقدار ٥,٣ مليار جنيه بحيث تظل نسبة العجز النقدي ٦,٩% من الناتج المحلي الإجمالي المعاد تقديره. وهذا أيضا خيار حسن للسياسة الاقتصادية العامة، حيث إنه يزيد من الطلب الفعال مما يحارب الركود المتوقع ويحسن الأحوال الاقتصادية.

#### ٥- الأثر على القطاعات العينية والبطالة

من المتوقع أن القطاعات العينية (الزراعة والصناعة) سوف تتأثر بالأزمة. ومصدر هذا التأثير هو الركود في الخارج والداخل. فمن المتوقع أن ينخفض الطلب الخارجي على المنتجات المصرية، ومن ثم تنخفض نسبة تشغيل طاقات المصانع على وجه الخصوص. ومن الصناعات التي قد تتأثر بصورة رئيسية صناعة الملابس الجاهزة. وكذلك قد يقل الطلب على صادرات مصر الزراعية إلى الدول الغربية. ومن ناحية أخرى، يؤدي الركود في

الاقتصاد المحلي—في حالة حدوثه—إلى نقص الطلب الداخلي بما يؤثر سلباً على قطاعات الإنتاج، ما لم يضح في الاقتصاد المصري قوة شرائية معوضة تفعل الطلب.

وإذا حدث انخفاض في نسبة تشغيل الطاقات المحلية، فيتوقع أن يرتفع معدل البطالة نتيجة للاستغناء عن جزء من العمالة القائمة، وعدم فتح فرص عمالة جديدة. كما من المتوقع أن هذه الأزمة الطاحنة سوف تؤثر سلباً على اقتصاديات دول الخليج. وربما تستغني عن جانب من العمالة المصرية الموجودة عندها. وإذا حدث هذا فسوف يزداد موقف البطالة سوءاً.

#### ٦ - الأثر على معدل التضخم

من المسلم به أن الركود يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار. ولقد بدأت آثار ذلك في الظهور في صورة انخفاض أسعار عديد من السلع في الأسواق العالمية مثل القمح، والبنترول، والحديد، وغيرها. ومن ثم يتوقع في ظل ذلك الركود أن ينخفض معدل التضخم الذي ارتفع إلى أكثر من ٢٣% في عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨. إلا أن الأثر على مصر قد لا يكون كذلك، إذ إن هناك مخاوف من أن يتحول هذا الركود إلى "ركود تضخمي"، بمعنى تباطؤ درجة النشاط الاقتصادي، وانخفاض نسبة استخدام الطاقات الإنتاجية المتاحة، وفي ذات الوقت يرتفع المستوى العام للأسعار. وقد ينتج هذا من تدهور قيمة سعر صرف العملة المصرية، أو بسبب زيادة عجز الموازنة العامة للدولة، أو لإجراءات تصحيحية تزيد من أسعار الطاقة وتقلل من نسبة الدعم الممنوح لها. ولعل هذا هو سبب تقدير تقرير صندوق النقد الدولي (IMF 2008) إليه بارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلكين إلى ١٦,١% في عام ٢٠٠٩ بالمقارنة إلى ١١,٧% في عام ٢٠٠٨. وهذا يقتضي الانتباه والحذر للسياسات وللإجراءات التي تتبع في معالجة الظروف المحتملة. وهذه الحالة تشابه حالة المريض بالكلية والقلب معاً، فإذا عني الطبيب بعلاج القلب وحده تضررت الكلية، وإذا انصب العلاج على الكلية وحدها فيتضرر القلب مما يقتضي التوازن في العلاج. وكذلك في حالة "الركود التضخمي" فإن علاج الركود قد يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم، أما إجراءات علاج التضخم فقد تؤدي إلى تعميق الركود. ومن ثم نحتاج إلى توازن حرج في السياسات الاقتصادية وإجراءاتها من أجل الخروج من حالة الركود التضخمي إذا حدثت.

#### ٧ - الأثر على ميزان المدفوعات وسعر الصرف

نمت الصادرات السلعية المصرية بمعدل ٣٣,٦% في عام ٢٠٠٨/٠٧ بالمقارنة إلى عام ٢٠٠٧/٠٦، وكذلك نمت الواردات السلعية بمعدل ٣٧,٩% فيما بين السنتين المذكورتين. وترتب على ذلك زيادة عجز الميزان التجاري من ١٦,٣ مليار دولار في ٢٠٠٧/٠٦ إلى ٢٣,٤ مليار دولار في ٢٠٠٨/٠٧. أما رصيد ميزان الخدمات فقد حقق فائضاً قدرة ١١,٥ و ١٥,٠ مليار دولار للسنتين المذكورتين على التوالي. كما زاد صافي التحويلات—بما فيها تحويلات المصريين العاملين في الخارج—إلى ٩,٣ مليار دولار في ٢٠٠٨/٠٧ بالمقارنة

إلى ٧,١ مليار دولار في عام ٢٠٠٧/٠٦. وكان رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات فائضا قدره ٢,٣ مليار دولار في عام ٢٠٠٧/٠٦، انخفض إلى ٠,٩ مليار دولار في ٢٠٠٨/٠٧.

وما من شك أن الأزمة التمويلية الكبرى الراهنة سوف تؤثر على ميزان المدفوعات. ومن اتجاهات هذا التأثير انخفاض حصيلة الصادرات السلعية، وكذلك انخفاض حصيلة المرور في قناة السويس نتيجة لانخفاض حجم التجارة الدولية مع انتشار الركود. وكذلك انخفاض حصيلة السياحة بسبب ركود النشاط الاقتصادي حول العالم. كما تقوم الدول الصناعية بتخفيض أسعار الفائدة السائدة بها في محاولة لتخفيض حدة الركود أو القضاء عليه، وهذا قد يؤثر سلبا على حصيلة مصر من عائدات الاستثمار بالخارج. ومن الناحية الأخرى يتوقع أن تنخفض قيمة فاتورة الواردات نتيجة لانخفاض أسعار كثير من السلع التي نستوردها، كذلك يتوقع نقص مدفوعات المصريين لأغراض السياحة والسفر، والمدفوعات على الاستثمار. كما يتوقع أن تنخفض التحويلات الجارية للمصريين العاملين بالخارج مع تأثر دول الخليج سلبا بالأزمة. غير أنه قد يتم تحويل إيداعات بعض المصريين ومدخراتهم من الخارج إلى داخل مصر سعيا وراء الأمان. وهذه الأخيرة تكون بمثابة تحركات رؤوس أموال وليس دخلا جاريا يدخل ضمن الحساب الجاري لميزان المدفوعات.

وفي ظل الافتراضات المتوقعة لعام ٢٠٠٩/٠٨ (انظر الملحق لتفاصيل هذه الافتراضات) يظهر الحساب الجاري المقدر بميزان المدفوعات لهذا العام في الجدول ٤.

ويتبين من الجدول ٤ أن الحساب الجاري لعام ٢٠٠٩/٠٨ يتوقع أن يحقق عجزا قيمته ١,٣ مليار دولار. ومن الجدير بالذكر أن تقرير صندوق الدولي (IMF 2008) يقدر العجز المتوقع في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات المصري بنحو ٠,٩ مليار دولار. ويمكن اعتبار هذا التقدير هو السيناريو المتفائل، وأن تقديرنا هو السيناريو الواقعي. ويتوقع أن يؤثر هذا على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار. وقد ظهر ذلك فعلا، إذ كانت قيمة الدولار مقابل الجنيه في هبوط قبل الأزمة إلى أن وصل إلى حوالي ٥,٣ جنيه للدولار. ومع حدوث الأزمة تذبذبت قيمة الدولار صعودا وهبوطا، إلا أن اتجاهها صعودي بحيث بلغت قيمة الدولار الآن حوالي ٥,٦ جنيها. ويتوقع أن يستمر هذا الاتجاه الصعودي لقيمة الدولار، وربما يحقق هذا أهدافا اقتصادية أخرى—مثل تشجيع الصادرات المصرية—على النحو الذي سيرد ذكره في القسم التالي.

جدول ٤: مختصر الحساب الجاري لميزان المدفوعات المصري للفترة ٢٠٠٦/٢٠٠٧-٢٠٠٨/٢٠٠٩ (مليار دولار)

البند	٢٠٠٦/٢٠٠٧ <sup>(١)</sup>	٢٠٠٧/٢٠٠٨ <sup>(٢)</sup>	٢٠٠٨/٢٠٠٩ <sup>(٣)</sup>
١- الصادرات البترولية	١٠,١	١٤,٥	١٠,٢
٢- الصادرات غير البترولية	١١,٩	١٤,٩	١١,٢
٣- إجمالي الصادرات	٢٢,٠	٢٩,٤	٢١,٤
٤- الواردات البترولية	٤,١	٩,٦	٦,٧
٥- الواردات غير البترولية	٣٤,٢	٤٣,٢	٣٤,٦
٦- إجمالي الواردات	٣٨,٣	٥٢,٨	٤١,٣
٧- رصيد الميزان التجاري (٦-٣)	١٦,٣-	٢٣,٤-	١٩,٩-
٨- النقل (غير قناة السويس)	٢,٢	٢,٥	٢,٠
٩- قناة السويس	٤,٢	٥,٢	٤,٤
١٠- السياحة والسفر	٨,٢	١٠,٨	٨,٦
١١- دخل الاستثمار	٣,٠	٣,٣	٢,٣
١٢- أخرى	٢,٩	٥,٤	٤,٣
١٣- إجمالي متحصلات الخدمات	٢٠,٥	٢٧,٢	٢١,٦
١٤- النقل	١,٣	١,٦	١,٣
١٥- السياحة والسفر	١,٩	٢,٩	٢,٣
١٦- مدفوعات عن الاستثمار	١,٩	١,٩	١,٣
١٧- أخرى	٣,٩	٥,٨	٤,٦
١٨- إجمالي مدفوعات الخدمات	٩,٠	١٢,٢	٩,٥
١٩- رصيد ميزان الخدمات (١٣-١٨)	١١,٥	١٥,٠	١٢,١
٢٠- رصيد السلع والخدمات (١٩+٧)	٤,٨-	٨,٤-	٧,٨-
٢١- صافي التحويلات	٧,١	٩,٣	٦,٥
٢٢- رصيد الحساب الجاري (٢١+٢٠)	٢,٣	٠,٩	١,٣-

المصدر: وزارة المالية، التقرير المالي الشهري، سبتمبر ٢٠٠٨.

(١) مبدئي (٢) مقدر بواسطة الباحث.

#### ٨- الأثر على معدل النمو

ارتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال العامين الماضيين إلى أن بلغ نحو ٧,٢% في عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧. وكان من المخطط إطراد هذا المعدل للسنوات التالية من أجل تحقيق مزيد من تحسين مستوى معيشة الشعب المصري. إلا أن الأزمة التمويلية الطاحنة سببت ركودا في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومن المقدر أن ينتقل هذا الركود إلينا. ويتوقع أن يؤدي هذا إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للعامين ٢٠٠٩/٠٨ و ٢٠١٠/٠٩. وفي تقدير صندوق النقد الدولي، يتوقع أن يكون معدل النمو ٧,١% لعام ٢٠٠٨/٠٧ و ٧,٢% لعام ٢٠٠٩/٠٨ لينخفض إلى ٦,٨% في عام ٢٠١٠/٠٩ (IMF 2008). وفي تقديري أن الأزمة سوف تؤدي إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى نحو ٤,٨% لعام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ ما لم تُتخذ إجراءات جذرية

لمواجهة الركود المتوقع. وحيث إن مصر اقتصاد صغير بالنسبة للاقتصاد العالمي، فإنه يتمكن من الهروب من الآثار السالبة للركود في أمريكا بالتوجه إلى جنوب شرق آسيا وغيرها. كما تستطيع مصر زيادة الاستثمارات من أجل إشباع الطلب المحلي من كثير من المنتجات الزراعية والصناعية التي يتم استيرادها حالياً. غير أن هذا يقتضي أن ترتفع قدرتنا التنافسية وإنتاجية العوامل المختلفة المستخدمة في العملية الإنتاجية، وهذا يتطلب بعض الوقت كي تظهر آثاره الحسنة.

### خامساً: حزمة العلاج

إن الحفاظ على اطراد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في مصر في ظل الظروف المعتادة يقتضي اتباع سياسات اقتصادية نشطة بما بالننا بما يجب فعله في ظل الأزمة! ويجب أن تتسم هذه السياسات بالكفاية، أي أن تكون كافية لتحقيق الأهداف. كما يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة، بمعنى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأهداف بأقل تكلفة ممكنة. وأن يكون توقيتها ناجزاً بحيث لا تتأخر زمنياً في مواجهة المستجدات الاقتصادية، ولا أن يكون متأخراً بحيث تستفحل المشكلات، مما يتطلب إجراءات أقسى وأشد وقعاً على المجتمع، قد تؤدي إلى تردد متخذي القرارات في السير قدماً نحو اتخاذها. وإذا صح ذلك في ظل الظروف المعتادة، فإن ظروف الأزمة الحالية تقتضي وضع برنامج شامل لمواجهتها. وكلما كانت حزمة العلاج شاملة وفي توقيتها السليم، استطعنا تجاوز الأزمة بل الاستفادة منها، كما يلزم التنسيق بين كافة السياسات وقطاعات المجتمع من أجل الوصول إلى إجماع قومي حول حل شامل للأزمة.

وتشتمل حزمة العلاج المقترحة إجراءات قصيرة الأجل يؤمل أن تحقق نتائج جيدة في فترة وجيزة، وإجراءات طويلة الأجل تتخذ الآن ولكن تظهر نتائجها في وقت طويل نسبياً. كما أن عالمية الأزمة تقتضي التنسيق مع الدول العربية بما يحقق مصلحة الجميع، وكذلك إلى إجراءات دولية تحد من أثر العدوى التي تفد إلينا من أمريكا وأوروبا. وهذه هي الجوانب التي نعرض لها تباعاً.

### ١ - إجراءات الأجل القصير

تشتمل هذه الإجراءات على التغيير في أدوات السياسة الاقتصادية فيما يتعلق بسوق رأس المال، والجهاز المصرفي، والسياسة النقدية والمالية والسياسات التجارية، وكذلك إجراءات تنظيمية.

#### أ- سوق رأس المال

تعاني سوق رأس المال في مصر منذ فترة سابقة على الأزمة من عدة نقائص أهمها: عدم اكتمال الهياكل اللازمة لاستقرار التعامل، وضعف الجهة الرقابية في فرض القواعد السليمة للتعامل ومنع الممارسات الخاطئة وغير المشروعة. وأصبح إصلاح هذه الأوضاع ملحاً في ضوء الأزمة الراهنة. وأهم الإجراءات المقترحة لتحقيق الاستقرار في بورصة الأوراق المالية هي:

### (١) دعم الرقابة الفعالة

يجب أن تقوم هيئة سوق رأس المال بدور رقابي رشيد وفعال، وأن تمنع الممارسات الخاطئة مثل الاستفادة من المعلومات الداخلية للشركات، والتحالفات الاحتكارية التي ترمي إلى التأثير في الأسعار من أجل تحقيق أرباح ومكاسب غير مشروعة. وعلى رأس مقومات ذلك دعم الهيئة بالكوادر الفنية القادرة على متابعة هذه الأمور. كما أنها تحتاج إلى مساندة سياسية بحيث لا يكون كائن من كان فوق القانون. وكذلك ينبغي أن يزيد الدور الإعلامي للهيئة في تنوير صغار المتعاملين بالمعلومات الصحيحة.

### (٢) منع الشراء بالهامش

يؤدي الشراء بالهامش إلى تمكين المتعاملين من شراء كمية من الأوراق المالية تفوق مقدرتهم المالية. والهدف من هذه العملية عند من يمارسها هو تحقيق أرباح أكبر. غير أنه إذا خابت توقعاته ولم تتطابق توقعاته مع ما يحدث في السوق، فإن خسائره تكون مضاعفة. ولقد تم السماح من حيث المبدأ بالشراء بالهامش، إلا أنه لم يطبق في الواقع. وحيث إن معظم المتعاملين في البورصة حديثو عهد بها، فيحسن عدم تطبيق الشراء بالهامش إلى أن تتغير الظروف الحالية.

### (٣) منع البيع على المكشوف

نظريا، تعني المضاربات في الأسواق الشراء عندما يتوقع الأفراد ارتفاع الأسعار في المستقبل، أو البيع الآن عند توقع انخفاض الأسعار. ويشتمل ذلك أيضا على بيع أوراق مالية لا يمتلكها الشخص، على أساس أن يشتريها عندما يتحقق هذا الانخفاض في الأسعار. وإذا لم تتوافق توقعات المضاربين مع ما يحدث في السوق، فيلحق بهم خسائر كبيرة، وتعرض سوق الأوراق المالية لتذبذبات شديدة ضارة على الرغم من بعض المزايا التي تتحقق من موازنة السوق نتيجة للمضاربات بشرط ألا تكون متماثلة، ذلك أن التماثل يؤدي إلى مضاعفة الذبذبات وليس إلغاء بعضها للبعض الآخر. وقد نتج ذلك من التوسع في استخدام الكمبيوتر وتخزين أوامر البيع أو الشراء بحيث تنفذ إلكترونيا فور تحقق الشروط الواردة بها بدون النظر إلى الظروف المستجدة المحيطة بالمعاملات. لذا يجب عدم السماح بالبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية المصرية.

### (٤) الحاجة إلى صانعي سوق

في الأسواق المالية المتكاملة، يوجد ما يسمى بصانعي السوق. وصانع السوق هو شركة ذات رأس مال كبير—مئات الملايين من الجنيهات—تقوم بتحليل الأوضاع الأساسية لعدد من الأوراق المالية، والأحوال المالية للشركات المصدرة لها. وفي ضوء هذه الدراسات تقرر أن الحد الأدنى لقيمة السهم هو "س"، وأن قيمته القصوى هي "ص"، بحيث إذا انخفض السعر عن "س" يدخل صانع السوق مشتريا بكميات كبيرة، مما يرفع سعر السهم فوق الحد الأدنى نتيجة لزيادة الطلب عليه. وإذا ارتفع السعر عن "ص" يدخل بائعا،

بحيث يزيد العرض فينخفض الثمن إلى ما دون الحد الأقصى المقرر. وينتج عن عمل صانعي السوق إقلال حدة التقلبات في أسواق المال وانخفاض احتمالات الخسائر الكبيرة. ونحن في مصر لا يوجد إلى الآن صانعو سوق في الأوراق المالية. وربما تمر فترة غير قصيرة إلى أن يتواجدوا. وفي ضوء الأزمة الراهنة، والاعتقاد بأن أسعار كثير من الأوراق المالية المصرية الجيدة قد انخفضت بدرجة غير مبررة، فقد أحسنت الحكومة بالسماح فورا للشركات بشراء أسهمها بنظام "أسهم الخزينة"<sup>٣</sup>. وسيكون لهذا أثر جيد على أسعار أسهم الشركات التي تقوم بهذه العملية وكذلك تؤدي إلى احتفاظ المصريين بملكية الشركات الوطنية، ولا تنتقل إلى الأجانب في ظل انخفاض أسعار الأسهم وشرائهم لها. إلا أنه قد لا تتوافر سيولة كافية لدى بعض الشركات المتوقع أن تحقق ربحية كبيرة وعلى درجة عالية من السلامة المالية، ومن ثم لا تستطيع شراء كمية ملموسة من أسهم الخزينة. لذلك يجب أن تقوم بهذا الدور البنوك المصرية، وخاصة البنك الأهلي وبنك مصر، تحقيقا للاستقرار في سوق الأوراق المالية، ووفاء لمسئوليتها الاجتماعية. وإذا أحسنت هذه البنوك دراسة الأوضاع المالية للشركات المختلفة، فإنها قد تحقق أرباحا كبيرة من وراء ذلك، تفوق ما تحققه من أرباح على نشاطها الائتماني المعتاد.

وكي تتم هذه العملية بشفافية، وبدون وجل، يجب أن تشجع الدولة البنوك المملوكة لها على عمل ذلك. ولا يجوز أن تقاوم البنوك هذا الاتجاه بحجة أنه تدخل سيادي في القرار الائتماني والمصرفي، ذلك أن المصلحة العامة—بما فيها السلامة المالية لهذه البنوك—تقتضي فعل ذلك، إلى أن تؤسس شركات صانعي السوق، وتكتمل الهياكل الأساسية لسوق رأس المال.

#### (٥) فرض ضرائب على الأموال الساخنة

يقصد بالأموال الساخنة تلك الأموال التي تدخل الدولة للاستثمار في المجالات التمويلية—الأوراق المالية أساسا—عندما ترى أن هناك فرصة لتحقيق المكاسب السريعة، ثم تخرج ربما قبل أن تشعر سلطات الدولة بذلك. ولقد رأينا أن هذه الأموال الساخنة كانت أحد الأسباب الرئيسية للأزمة التمويلية الراهنة وأثار العدوى منها. ومن أجل معالجة هذه المخاطر، وتشجيع أصحاب هذه الأموال على البقاء داخل الدولة لفترة طويلة نسبيا، فرضت عديد من الدول ضرائب على المكاسب الرأسمالية التي تحققها هذه الأموال، يتناسب معدلها عكسيا مع طول الفترة الزمنية التي تمكثها داخل الدولة. فمثلا إذا بقيت هذه الأموال داخل الدولة لفترة تقل عن ٦ شهور مثلا، تخضع المكاسب الرأسمالية لضريبة معدلها ٥٠%، وإذا مكثت لفترة أطول من ٦ شهور وأقصر من سنة يصبح معدل الضريبة ٣٠%، أما إذا بقيت لفترة أطول من سنة وأقل من سنتين

<sup>٣</sup> أسهم الخزينة مصطلح يطلق على ما تشتريه شركة ما من أسهم الشركة نفسها على أن تلتزم ببيع هذه الأسهم خلال ستة شهور، أو تخفيض رأس مال الشركة بقيمة ما لم تتصرف فيه بالبيع بعد هذه المدة. والغرض من ذلك هو إصدار إشارة إلى السوق بأن هذا السهم جيد، وأن الخوف منه غير مبرر.

فيخفض معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية إلى ١٥%. أما إذا طالت مدة بقائها لأكثر من سنتين فلا تخضع للضريبة.

وهذا النظام غير مطبق في مصر، ولذلك نقترح أن نغتنم فرصة هذه الأزمة التمويلية، ونطبق هذا المبدأ. وقد يؤدي هذا في الفترة القصيرة المباشرة إلى بعض الانخفاض في أسعار الأسهم نتيجة لخروج بعض المتعاملين الأجانب، أو عدم إقدام البعض منهم على الدخول مجدداً في السوق المصرية. غير أن أصحاب هذا السلوك هم من المغامرين الذين يلحقون الضرر بالاقتصاد أكثر من إفادته، وخروجهم من السوق سوف يؤدي إلى تحقيق استقرار أكبر في سوق الأوراق المالية المصرية، ويقلل من احتمالات انكشاف الاقتصاد المصري على المدى الطويل. وهذه مكاسب تفوق كثيراً الخسائر التي يمكن أن تحدث في الفترة القصيرة التي تعقب فرض مثل هذه الضريبة.

#### ب- الجهاز المصرفي

اتخذ البنك المركزي المصري، منذ عدة سنوات، إجراءات ملموسة لإصلاح الجهاز المصرفي، ودعم سلامته. غير أن الأزمة المالية الراهنة تقتضي قيام الجهاز المصرفي بمواجهة هذه الظروف غير المعتادة، والعمل على إقلال فترة الركود وأثارها السلبية على مصر. وفي هذا الصدد، نقترح ما يلي:

#### (١) التدقيق في القروض الشخصية

يتوقع مع الركود أن يرتفع معدل البطالة، ويفقد بعض العاملين وظائفهم، خاصة ممن يعملون في الشركات الدولية، كما يتوقع أن تنخفض دخول بعض رجال الأعمال والموظفين، وهذه الظروف تؤثر على مقدرتهم على خدمة ما حصلوا عليه من قروض. وإذا انتشر هذا الاتجاه، فإن هذا قد يؤثر سلباً على البنوك التي توسعت في تقديم القروض الشخصية. لذا يجب مراقبة التطورات التي تطرأ على موقف هذه القروض، والتقييد في توسعها مع استعداد البنك المركزي المصري لتقديم سيولة تعويضية للبنوك التجارية التي قد تعاني من انخفاض نسبة سداد هذه القروض الشخصية.

#### (٢) عدم مسك اليد

في حالات الركود، لا يقبل الأفراد وقطاع الأعمال على طلب الائتمان، ومن ناحية أخرى فإن البنوك تمسك يدها، ولا تقدم الائتمان خشية تعثر القروض. وهذه السلوكيات إذا سادت فإنها تعمق الركود وتطيل مدة بقائه. لذلك ينبغي على البنك المركزي المصري—عن طريق الإقناع الأدبي وغيره—تشجيع البنوك المصرية على تقديم الائتمان الجيد لعملائها. وكذلك على إعادة جدولة القروض التي قد يتعثر أصحابها من ذوي الجدارة الائتمانية الجيدة، ولكن الركود قد أثر سلباً عليهم.

### (٣) التوسع في الاستثمارات

من المعروف أن هناك فلسفتين في عمل البنوك، إحداهما هي الإنجليزية، التي ترى أن عمل البنوك ينصب على الأعمال التجارية قصيرة الأجل. والفلسفة الأخرى هي الألمانية، وترى أن البنوك يجب أن تعمل على تنمية الاقتصاد والدخول في المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل. وفي مصر مؤلت البنوك التجارية مشروعات كبيرة في قطاعات الأسمنت والحديد وغيرها، وحققت أرباحا كبيرة عندما باعت الأسهم التي تمتلكها في هذه المشروعات. وخلال السنوات القليلة الماضية لم تقدم البنوك التجارية في مصر على تنفيذ ذلك. ونظرا لما تتمتع به البنوك من سيولة، ومقدرة على دراسة جدوى المشروعات، فمن مصلحة المجتمع والبنوك التجارية معاً، أن تشرع في تنفيذ مشروعات استثمارية كبيرة—زراعية وصناعية—تسهم في تنشيط الاقتصاد المصري، وتقلل من حدة الركود، وتولد فرص عمالة إضافية، وفي النهاية تحقق الأمان والربحية للبنوك التجارية. إننا نعيش في فترة صعبة، ومن مصلحة الجميع أن يتم التعاون الفعال بين مختلف القطاعات، وأن يقوم قطاع الأعمال العام والخاص بمسئولياته الاجتماعية. ولا يجوز أن تزعم البنوك أن هذا تدخل سياسي في نشاطها الائتماني.

#### ج- السياسة النقدية

إن أهم أدوات السياسة النقدية هي سعر الخصم وأسعار الفائدة التي ترتبط به. ولقد رأينا أن معظم الدول الصناعية قد قامت في هذه الأيام بتخفيض أسعار الفائدة بها في محاولة لتنشيط اقتصادها. وكذلك فإن سياسة سعر الفائدة المتوازنة يجب أن تنسم بالأقل سعر الفائدة الاسمي عن معدل التضخم بحيث لا يكون سعر الفائدة الحقيقي سالبا. والوضع في مصر الآن—ومنذ عدد من السنوات—يعاني من انخفاض سعر الفائدة الاسمي (حوالي ١١%) كثيرا عن معدل التضخم (حوالي ٢١%). ومواجهة الركود المتوقع مع الأزمة يقتضي تخفيض سعر الفائدة على الاقتراض، ويمكن أن يتم ذلك تدريجيا مع انخفاض معدل التضخم بحيث تضيق الفجوة القائمة بينهما إلى أن يصل سعر الفائدة الحقيقي إلى الصفر. أما إذا تطور أثر الأزمة بحيث أصبح أثرها "ركودا تضخميا"، فإن محاربة الركود تقتضي خفض سعر الفائدة، في حين تتطلب محاربة "التضخم" رفعه. وفي هذه الحالة، لعل الإستراتيجية السليمة للسياسة النقدية هي أن تُبقي سعر الفائدة على ما هي عليه، وأن تستخدم أدوات السياسة النقدية الأخرى، وعلى وجه الخصوص خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى أقل من ١٠% (تعادل الآن ١٤%) أو أن تعطي البنوك التجارية عائدا عليها، وأن تشتري بعض الأوراق المالية الممتازة في إطار سياسة "عمليات السوق المفتوحة".

#### د- السياسة المالية

تلعب السياسة المالية—بالتنسيق مع السياسة النقدية—دورا جوهريا في التأثير على الأحوال الاقتصادية بهدف تحقيق الأهداف المرغوب فيها. ولمواجهة الأزمة يجب أن تكون السياسة المالية توسعية. ومما يبسر اتباع ذلك ما

سبق أن رأينا بأن أثر الأزمة هو خفض العجز المقدر في الموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩. وتتضمن الإجراءات المالية المقترحة ما يلي:

- إعادة ترتيب أولويات الإنفاق العام بحيث تحسن أوضاع أصحاب الدخل المحدودة، وتزيد ما يتمتعون به من رعاية صحية وتعليم وخدمات اجتماعية.
  - تخفيض معدل ضرائب الدخل على الموظفين وأصحاب الدخل المحدودة.
  - تقديم حوافز مناسبة لرجال الأعمال الذين يتوسعون في نشاطهم ويزيدون من أعداد التوظيف والعمالة لديهم.
  - زيادة نفقات الاستثمارات العامة وخاصة تلك التي تتمتع بكثافة يدوية عالية، وتأتي ثمارها خلال فترة قصيرة، إلى جانب المشروعات الاستثمارية التي تزيد الصادرات، وتسد فجوة الواردات.
- وإذا أدت هذه الإجراءات إلى زيادة عجز الموازنة العامة للدولة وقتياً، فإن هذا ثمن مقبول لمحاربة الركود وآثاره المدمرة. وما قد ينجم عن هذه الإجراءات من زيادة محدودة في الدين العام المحلي، يمكن سداها من الإيرادات المستقبلية في ظل الرواج الاقتصادي الذي يتحقق بعد استئناف النمو.

هـ السياسة التجارية

توجد عدة جوانب في سياسة التجارة الدولية لمصر تحتاج إلى متابعة وتعديل خلال فترة الأزمة. وأهم هذه الجوانب هي: سعر الصرف، ودعم الصناعات الوطنية في ظل اتفاقات منظمة التجارة الدولية، وتحرير الحساب الرأسمالي في ميزان المدفوعات.

#### (١) سياسة سعر الصرف

لقد درجنا في مصر على اعتبار سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار مسألة كرامة، فإذا انخفضت قيمته شعرنا بأن كرامتنا قد أهينت. وهذا موقف غير صحي. إن سعر الصرف أداة من الأدوات الاقتصادية التي يجب أن تستخدمها الدولة بما يسهم في تحقيق أهداف المجتمع. وفي ظل التقلبات العنيفة المشاهدة في أسعار العملات الأجنبية يجب أن تتسم سياسة سعر الصرف بمزيد من المرونة، بحيث تنخفض قيمة الجنيه إذا كان هذا مفيداً، أو تتحسن إذا حقق ذلك مصالحنا الاقتصادية، وذلك دون انتظار طويل. ومن ناحية أخرى، أظهرت تقديراتنا لعام ٢٠٠٩/٠٨ أن الحساب الجاري في ميزان المدفوعات يتوقع أن يحدث به عجز قدره ١,٣ مليار دولار، ويقضي هذا تخفيض قيمة الجنيه المصري، وليس السحب من الاحتياطات الدولية كنتيجة لذلك. ومن المعروف أن تخفيض سعر صرف العملة يعتبر من أكبر الحوافز التي تشجع التصدير، وهو هدف نسعى إلى تحقيقه، كما أنه قد يخفض الواردات نتيجة لإحلال المنتجات المحلية مكانها ومن ثم تتحسن نسبة استخدام الطاقات الإنتاجية المحلية.

## (٢) دعم الأنشطة الوطنية

إن ظروف الأزمة ليست ظروفًا عادية. وفي ظل الظروف الاستثنائية يتم اتخاذ قرارات غير معتادة. ولذلك يجب اتخاذ الإجراءات التي تحافظ على المشروعات الوطنية وتساعد على مواجهة الركود. وفي إطار منظمة التجارة الدولية يوجد دعم مسموح به، وهذا لا يشكل مشكلة. أما الأنواع الأخرى من الدعم—وهي الدعم غير المسموح به—فإن الظروف الاستثنائية تقتضي تقديم هذا الدعم، وبقيّة الدول تفعل ذلك. وهنا يجب أن تكون الأولوية للحفاظ على الأنشطة الوطنية ومن الممكن التنسيق مع المنظمة والأعضاء على مثل هذه الإجراءات. ويجدر أن نذكر هنا أن المجلس الوطني لمنظمات المنسوجات الأمريكية أكد على قيام الصين بمنح ٧٣ نوعاً من الدعم للصناعة من بينها أكثر من عشرين نوعاً مخالفاً لقواعد منظمة التجارة (المكتب التجاري المصري ٢٠٠٨).

## (٣) تحرير الحساب الرأسمالي في ميزان المدفوعات

ألغت مصر القيود على حركة رؤوس الأموال في ظل المناداة ليس بتحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات فقط، بل والحساب الرأسمالي أيضاً. وكان هذا التحرير ضرورياً لتوفير حرية انسياب الأموال الدولية الساخنة إلى داخل الدولة وإلى خارجها. وقد ثبت للعالم الآن بطريقة قاطعة أن هذه الأموال الساخنة مصدر أساسي للتقلبات الاقتصادية والأزمات التمويلية الطاحنة. وتجري الآن جهود دولية لوضع الضوابط على حركة هذه الأموال. ونحن في مصر يجب ألا ننتظر ما تسفر عنه هذه المفاوضات حيث إنها تستغرق فترة زمنية طويلة نسبياً. وأقترح أن تقيد حركة هذه الأموال باستخدام الحوافز والروادع مثل تلك الضرائب التي أقترح فرضها على المكاسب الرأسمالية التي يحققها الأجانب في البورصة، وضرورة الحصول على موافقة السلطات النقدية على تحويلات بعض رؤوس الأموال التي ترتبط بالمضاربات والمقامرات، وليس غسيل الأموال فقط.

## و- إجراءات تنظيمية

إن احتواء الحرائق يتطلب المواجهة السريعة، والتنسيق بين مختلف الجهات التي تقوم بعملية الإطفاء. وكذلك فإن الأزمة التمويلية الكبرى الراهنة تستلزم التنسيق بين الجهات المسئولة عن تطبيق السياسات والإجراءات التي تخفف من حدتها. وأهم هذه الجهات هي البنك المركزي، ووزارات المالية، والاستثمار، والدولة للتنمية الاقتصادية، والتجارة والصناعة. ويجب أن تساند أعمال هذه الجهات بمجموعة متخصصة من الخبراء للقيام بمتابعة التطورات الداخلية والخارجية، مع اقتراح الإجراءات الفعالة للقضاء على الآثار السلبية وتعميق الاستفادة من الظروف الإيجابية. إننا نحتاج إلى هذا التنسيق والتناغم في السياسات والإجراءات في جميع الأوقات، ولكنها مطلوبة بشدة في زمن الأزمات.

## ٢ - إجراءات الأجل الطويل

سبق القول بأن الأزمة الراهنة قد تكون فرصة مواتية لنا لاتخاذ إجراءات في مصلحة النمو طويل الأجل لمصر، ربما ترددنا كثيرا في اتخاذها في ظل الظروف العادية. والإجراءات طويلة الأجل هي تلك الإجراءات والقرارات التي تتخذها الدولة الآن، ولكن تظهر نتائجها تباعا بعد فترات متفاوتة من الزمن. وأهم هذه الإجراءات ما يلي:

### أ- استكمال الإصلاح الاقتصادي الهيكلي

لقد بدأت مصر برنامجا للإصلاح الاقتصادي الشامل في عام ١٩٩١، أنجزت منه الإصلاح النقدي والتمويلي، وقضت على العجز المزمن في ميزان المدفوعات، وتكونت لديها احتياطات دولية تزيد على ما يعادل واردات ثمانية شهور، وانخفض معدل التضخم انخفاضا كبيرا إلى عام ٢٠٠٦، كما انخفض عجز الموازنة العامة للدولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إلى الحدود الآمنة. وبدأ معدل النمو في الازدياد بعد تخفيضه عمدا نتيجة لتقييد الطلب في بداية الإصلاح. وبالنسبة للإصلاح الهيكلي، تم تعديل قانون الضرائب، والتعريف الجمركية، إلا أن بلوغ النمو إلى المعدل الذي يحول مصر إلى "نمر على النيل" (أي نحو ٩% سنويا لفترة لا تقل عن عقدين من الزمان) تستلزم استكمال الإصلاح الاقتصادي الهيكلي. وهذه المكونات معروفة يكفي أن نذكرها كرؤوس أقلام، وأهمها:

- (١) تحويل البيروقراطية المصرية المعوقة إلى مشجعة للنشاط الاقتصادي وليست معوقة له.
- (٢) إصلاح قوانين العمل والعلاقات العمالية بحيث تكون مواتية للإنتاج.
- (٣) المرونة والكفاءة في السياسات الاقتصادية.
- (٤) الإصلاح التشريعي وتحسين إجراءات التقاضي.
- (٥) محاربة الفساد.
- (٦) استكمال الإصلاح السياسي بما يفسح المجال للمشاركة العامة وحسن اختيار القيادات، مع تطبيق المساواة العامة.
- (٧) تحسين مناخ الاستثمار وزيادة جاذبيته.

### ب- العناية بالسلوكيات والمؤسسات

تحتاج كثير من السلوكيات في مصر إلى الإصلاح وعلى رأسها: التحقق من أهمية الوقت وحسن استخدامه، والنظام والانضباط في المدرسة والشارع والمصنع، والاهتمام بالعمل الجاد وإتقانه، وكذلك الصدق والأمانة والتكافل وغيرها. ومن ناحية أخرى، فإن التقدم الاقتصادي واطراد النمو يتطلبان أن تكون مؤسسات الدولة وتنظيماتها قوية لها كيائها واختصاصاتها بحيث لا تقتصر "رؤية" المجتمع أو إستراتيجيته على تغير الأشخاص.

بدأت مصر عبر القرنين الماضيين في مراحل انطلاق اقتصادي متعددة، ولكنها أجهضت بأسباب عدة من بينها غياب المؤسسات، وعدم ملاءمة السلوكيات. وهذا ما يلزم الإسراع بتنفيذه.

### ج- زيادة الاستثمارات العامة

تعمل زيادة الاستثمارات على القضاء على الركود. وخلال السنوات الماضية اعتمدت الدولة على القطاع الخاص في تنفيذ الاستثمارات. ويرتبط معدل النمو إيجابيا مع حجم الاستثمارات. وحيث إن الاستثمارات العامة قد تقلصت كثيرا، وأن استثمارات القطاع الخاص لم تزد بالقدر الكافي، فقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. ولا يتوقع في المستقبل القريب في ظل ظروف الركود المتوقع، أن يتوسع القطاع الخاص توسعا كبيرا في الاستثمار، لذلك يجب أن تقدم الحكومة على زيادة مخصصات الاستثمارات في مختلف القطاعات، تلك الاستثمارات التي تتسم بالجدوى والكفاءة وزيادة تنافسية الاقتصاد القومي.

### د - تكلفة المرافق والتنافسية

إن التنافسية بين دول العالم في عصر العولمة تتطلب عمل كل دولة على تهيئة البيئة التي تمكن قطاعاتها الإنتاجية من المنافسة بكفاءة في الأسواق العالمية وفي السوق المحلي. ومن المتطلبات الأساسية لذلك أن تكون التكاليف التي يتحملها المنتجون في مختلف دول العالم متقاربة. ويتحمل المنتجون في مصر تكاليف تحد من قدرتهم التنافسية أمام منافسيهم من الدول الأخرى. وتتمثل هذه التكاليف الإضافية أساسا في ارتفاع أثمان الأراضي، وتكاليف إدخال المرافق وأثمان خدماتها، والرسوم الجمركية على الآلات والمعدات المستوردة، وتكلفة أداء الأعمال المرتفعة في ظل البيروقراطية المعوقة وغيرها. وتتطلب زيادة تنافسية المنتجين المصريين، وتحقيق هدف "التصدير أو الموت" أن تنخفض هذه التكاليف بحيث تكون قريبة—إن لم تكن أقل—مما يتحمله المنتجون المنافسون في الدول الأخرى مثل قبرص أو السعودية أو تايلاند.

### ٣- التنسيق والتكامل الاقتصادي العربي

لا يحتاج التأكيد على مكاسب التنسيق والتكامل الاقتصادي العربي للدول العربية إلى تكرار. ولكن من أسف أن ما تم خلال نصف القرن الماضي قليل جدا. والأزمة الحالية قد ألحقت بالبلاد العربية إلى الآن خسائر كبيرة قدرت بالنسبة لصندوق الإمارات السيادي وحده بنحو ٤٠٠ مليار دولار. ولا ندري ما هو سقف هذه الخسائر. وما من شك أن التنسيق بين الدول العربية في مختلف الأنشطة يحصن الجميع ضد شرور هذه الأزمة. فللعرب استثمارات كبيرة في سوق الأوراق المالية المصرية، فإذا باعوها سوف تنخفض الأسعار أكثر مما هي عليه، مما يعود بالخسارة عليهم وعلى مصر. أما إذا تخلوا عن الذعر النفسي المصاحب لهذه الأزمة، وتذرعوا بالصبر الجميل، فإن هذا يساعد على استقرار سوق الأوراق المالية المصرية، وعودتها إلى الوضع الصحي طويل الأجل في أقصر فترة ممكنة. وبذلك لا تتضرر مصر ولا المستثمرون العرب من الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم. وكذلك تُبرز هذه الأزمة مرة أخرى—بعد مرات أخرى كثيرة سابقة—أن استثمار الجانب الملموس من فوائض

الأموال، داخل المنطقة العربية بناء على الطاقة الاستيعابية لدول المنطقة هو الذي يحقق الأمن الغذائي العربي، ويولد فرص عمالة كافية ويحافظ على القوة الشرائية لهذه الأموال بل ينميها ... إلى غير ذلك من المكاسب المشتركة لجميع دول المنطقة بل وللعالم. ومن ثم ، فإن الأزمة التمويلية الكبرى الراهنة تتيح فرصة جديدة أمام الدول العربية لاتخاذ خطوات عملية فعالة نحو التنسيق والتكامل الاقتصادي العربي بما يحقق مصلحة الجميع.

#### ٤- البعد العالمي

إن للأزمة التمويلية الكبرى آثارا على الاقتصاد العالمي بعضها قد ظهر بالفعل، ولكن البعض الآخر سوف يظهر مستقبلا. ولا أحد يعلم تحديدا ما سوف تسفر عنه، غير أن هناك تساؤلات نذكرها بإيجاز، نظرا لأن معالجتها بشيء من التفصيل يخرج عن نطاق هذه الورقة من ناحية، ويحتاج إلى بحث منفصل من ناحية أخرى. وأهم هذه التساؤلات ما يلي:

- أ- هل الأزمة الراهنة قد برهنت على فشل النظام الرأسمالي كنظام اقتصادي واجتماعي؟
- ب- هل سيولد نظام اقتصادي جديد هو الطريق الثالث (أي غير الرأسمالية والاشتراكية)؟ أم أن النظام الرأسمالي سوف يعدل من نفسه ويخرج في ثوب جديد كما حدث في أعقاب الكساد الكبير ١٩٢٩-١٩٣٢؟
- ج- هل انتهى عصر الأحادية القطبية، والذي في ظلّه تفردت الولايات المتحدة الأمريكية بقيادة العالم؟ أم سوف تظهر قوى أخرى مثل الاتحاد الأوروبي أو الصين، أو البرازيل، أو اليابان، أو الهند، تحقق التوازن في المجال الدولي سياسيا واقتصاديا وثقافيا؟
- د- نحتاج إلى قواعد رقابية وتنظيمية على العولمة إذا ظلت هي السياسة المتبعة عالميا، فما هي أهم عناصر هذه الرقابة وخاصة بالنسبة للأموال الساخنة، والتوريق وغيرها؟
- هـ- هل نحتاج إلى مؤسسات جديدة، تحد من أضرار العولمة، وتضبط من إيقاعها بحيث نتجنب الزلازل التمويلية، والهزات الاقتصادية؟ وما هي هذه المؤسسات؟

#### سادسا: الخاتمة

إن الأزمة التمويلية الكبرى الراهنة، لم تولد من شهرين، ولكن هي نتاج تصرفات اجتماعية واقتصادية وسياسية دامت لفترة طويلة سابقة. والأسباب التي أدت إليها أهمها: زيادة الاستهلاك النهائي زيادة كبيرة، والمضاربات، وتضخم الأصول التمويلية بما أدى إلى وجود فقاعة، والتوريق الذي أوجد أصولا تستند إلى أوراق وهي بدورها تقوم على أوراق، والجانب الحقيقي فيها لا يمثل إلا نسبة ضئيلة من قيمة الأوراق التمويلية، وفشل السوق الجامحة في ضبط إيقاع العمليات الاقتصادية. وما الرهن العقاري الرديء إلا الدبوس الذي أدى إلى انفجار الفقاعة. وفي ضوء كبر حجم الاقتصاد الأمريكي بالنسبة للاقتصاد العالمي، وتشابكهما في علاقات مترابطة، انتشرت هذه

الأزمة الكبرى في بقية دول العالم وأدى إلى عدواها منها. وفي ضوء دروس الماضي التي تعلمها العالم من الأزمات السابقة، هبّت الدول المختلفة إلى وضع برامج طارئة لاحتواء الأزمة، والقضاء عليها. إلا أن حجمها المتوقع سوف يؤدي إلى استمرارها وظهور تواجها بين الحين والآخر لفترة سنين تقريبا، في تقدير معظم المحللين.

ولقد تأثر الاقتصاد المصري بهذه الأزمة في مختلف قطاعاته. ويلزم اتخاذ حزمة إجراءات لعلاج هذا الوضع والخروج من الأزمة. ومصر بوصفها اقتصاد صغير بالنسبة إلى العالم، فإن الأزمة التمويلية الراهنة تفتح فرصة أمامها للاستفادة منها، وبتطبيق السياسات التي تؤدي إلى تحقيق مكاسب وتجنب الأضرار. أي أن الأزمة الراهنة ليست كلها تهديدات ومحاذير، وإنما تخلق فرصا يجب استغلالها لتحقيق صالح الاقتصاد المصري. ويمكن أن يؤدي التعاون العربي والدولي دورا مواتيا في هذا المضمار.

## الملحق

### افتراضات تقديرات ميزان المدفوعات لعام ٢٠٠٩/٢٠٠٨

تم تقدير البنود المتوقعة للحساب الجاري في ميزان المدفوعات لعام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ في ضوء الافتراضات التالية:

- ١- حصيلية الصادرات البترولية سوف تنخفض بنسبة ٣٠% عن العام السابق.
- ٢- الصادرات غير البترولية تنخفض بنسبة ٢٥%.
- ٣- الواردات البترولية تنخفض بنسبة ٢٠%.
- ٤- إيرادات النقل من غير قناة السويس تنخفض بنسبة ٢٠%.
- ٥- حصيلية النقل من قناة السويس تنخفض بنسبة ١٥%.
- ٦- حصيلية السياحة والسفر تنخفض بنسبة ٢٠% (للمدفوعات وللمتحصلات).
- ٧- دخل الاستثمار ينخفض بنسبة ٣٠%.
- ٨- المتحصلات والمدفوعات الأخرى تنخفض بنسبة ٢٠%.
- ٩- صافي التحويلات تنخفض بنسبة ٣٠%.

والنسب المذكورة منسوبة إلى الأرقام المبدئية لميزان المدفوعات لعام ٢٠٠٨/٢٠٠٧.

## قائمة المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية

- البنك المركزي المصري، ٢٠٠٨، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم ١٣٨، سبتمبر.
- المكتب التجاري المصري بواشنطن، ٢٠٠٨، نشرة نصف شهرية العدد ٣، ٣٠ أكتوبر.
- متولي، سمير، ٢٠٠٨، الضوابط العشر لحماية صناعة التأمين، الأهرام الاقتصادي، عدد ٢٧ أكتوبر.
- هيئة سوق المال، ٢٠٠٨، النشرة الشهرية، أكتوبر.
- وزارة المالية، ٢٠٠٨، التقرير المالي الشهري، مجلد ٣ عدد ١١، سبتمبر.

### ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية

- Akerloff, G. 1970. The market for 'lemons': Quality, uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, August, pp. 488-550.
- Eatwell, J. Forthcoming. *Liquidity: Lessons from the current turbulence*. ECES Distinguished Lecture Series. Cairo, Egypt: The Egyptian Center for Economic Studies.
- Fukuyama, F. 1992. *The end of history and the last man*. New York: Avon Books Inc.
- Hedge Fund Center. 2008. Hedge fund. [www.hedgefundcenter.com](http://www.hedgefundcenter.com).
- IMF (International Monetary Fund). 2008. Financial Stress, downturn and recoveries. *World Economic Outlook*, October, p.78. Washington, D.C.: The International Monetary Fund.
- Mishkin, F. 1992. *The economics of money, banking and financial markets*. Third Edition, Harper, ch.13. Harvard University Press.
- Perman, R., Y. Ma, J. McGilvary, and M. Common. 2003. *Natural resources and environmental economics*. Third Edition, Addison Wesley, p. 540.
- Rostow, W.W. 1960. *The stages of economic growth*. Harvard University Press.
- Stiglitz, J. F. 2002. *Globalization and its discontents*. W.W. Norton and company.
- Tawney, R. H. 1948. *The acquisitive society*. Harcourt Brace.
- Wikipedia. 2008a. Hedge fund, [http://en-wikipedia.org/wiki/Hedge\\_fund](http://en-wikipedia.org/wiki/Hedge_fund).
- Wikipedia. 2008b. Subprime mortgage crisis, <http://en.wikipedia.org/wiki/>.

Wikipedia. 2008c. Ninja Loans.

Wikipedia. 2008d. Sovereign wealth funds.

Williamson, J. 1983. The open economy and the world economy. New York: Basic Books.

World Bank. 2007. World Development Indicators. Washington, D.C.: The World Bank.