

## اختلال التوازن الخارجي وآليات التحرك لمواجهة تداعيات الأزمة العالمية بالنسبة لمصر

أ.د. فادية عبد السلام \*

### ملخص

انصب اهتمام الدراسة على مناقشة وتحليل انعكاسات جائحة كورونا والأزمة الروسية/الأوكرانية على التضخم في مصر وعلى الاختلالات في التوازن الخارجي ودرجة انكشاف الاقتصاد المصري وقدرته على الصمود في مواجهة هذه الأزمات وذلك من خلال تتبع مؤشرات التوازن الخارجي ومؤشرات الدين الخارجي وأداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطات. وقد توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج الهامة ولعل أهمها:

1- اتجاه معدل التضخم في مصر نحو الارتفاع تحت تأثير الأزمة الروسية/الأوكرانية والمخاطر المترتبة على ذلك من تدهور سعر صرف الجنيه وارتفاع مستوى المديونية الخارجية.  
2- تأثير التضخم على مستويات أسعار الفائدة والسيولة وتراجع مستويات الاحتياطات الدولية لدى مصر.

3- تأثير اتباع سياسة التشديد النقدي في الدول المتقدمة وبالأخص الولايات المتحدة على هروب ونزوح رؤوس الأموال الساخنة من خلال سوق الأوراق المالية من مصر والانعكاسات السلبية المحتملة لاتباع السلطات النقدية لسياسة تركيب الاحتياطات الدولية من خلال حساب المعاملات الرأسمالية والمالية على هشاشة الوضع الخارجي للاقتصاد المصري.

وقد توصلت الدراسة إلى عدة مقترحات لتحجيم الانعكاسات السلبية للتضخم لعل أهمها: تبني تدابير للسياسة النقدية غير التقليدية بتشجيع البنوك التجارية على توجيه الائتمان إلى القطاعات الأكثر تضرراً، وإعطاء الأولوية للقطاع الصحي والقطاعات المتضررة من الجائحة والأزمة الروسية/الأوكرانية، وإجراء الإصلاحات الهيكلية اللازمة لرفع مستوى الاكتفاء الذاتي من السلع الاستراتيجية كالحبوب والزيوت، والاهتمام بوضع سياسة واضحة للحماية الاجتماعية وعدم الاقتصر على طرح مبادرات، وإعادة النظر في وضع قيود مؤقتة على حساب رأس المال الخارجي، ودراسة إمكانية ربط الجنيه بسلة من عملات شركاء التجارة الرئيسيين.

**الكلمات المفتاحية:** التوازن الخارجي، التضخم، السياسة النقدية وسعر الصرف، إدارة صافي الاحتياطات الدولية.

\* أستاذ بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية. معهد التخطيط القومي

## مقدمة

لا تزال تداعيات جائحة كورونا تهيمن على اقتصادات معظم دول العالم، فبعد مرحلة من الانكماش وتراجع النشاط الاقتصادي العالمي، يواجه الاقتصاد العالمي أزمة في أسعار الطاقة والغذاء تتشابه مع أزمات 2008، 2011 وإن كانت العديد من الدراسات تعتبرها الأسوأ.

ويعد التضخم العالمي أحد أهم التحديات التي ظهرت انعكاساتها على الدول النامية بشكل عام، حيث تتفاوت درجة ومسار التعافي الاقتصادي بين الدول المتقدمة والنامية (ومن بينها مصر). ومع ضيق الحيز المالي للدول النامية تزداد احتمالية تعرضها لحالة الركود التضخمي. ومع تطورات الأزمة الروسية الأوكرانية يزداد الأمر تعقيداً في ظل حدوث اختناقات في سلاسل الإمداد العالمية وأسعار السلع الأساسية، إلى جانب اتجاه الدول المتقدمة نحو تشديد السياسة النقدية بها، الأمر الذي يؤدي إلى نزوح رؤوس الأموال الأجنبية من الدول النامية (ومن بينها مصر) إلى غيرها من الاقتصادات المتقدمة ومن ثم أصبحت عرضه للتدهور في موازين مدفوعاتها وعملاتها الوطنية.

في ضوء ما تقدم يتضح أن المسار العام للتعافي الاقتصادي أمام الدول النامية (من بينها مصر) للخروج من تلك الأزمة ليس بالهين حيث يمكن لمصر وغيرها من الدول النامية الاستفادة من المبادرات العالمية للتخفيف من هذه التداعيات، ولا مفر في الأجل الطويل من إجراء العديد من الإصلاحات الهيكلية التي تعزز من قدرة اقتصاداتها على مواجهة الأزمات العالمية وتجميع تداعياتها عليها.

وتركز الدراسة الحالية حول الاقتصاد المصري وانعكاسات الموقف العالمي من صدمات ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة، ارتفاع أسعار النقل التجاري البحري وأزمة سلاسل التوريد وخلافه على حدوث اختلالات في التوازن الخارجي ودرجة انكشاف الاقتصاد المصري وقدرته على الصمود في مواجهة هذه الأزمات وذلك من خلال تتبع مؤشرات التوازن الخارجي: الميزان التجاري، الميزان الكلي، ومؤشرات الدين الخارجي وتأثر الديون بزيادة الفائدة المتوقعة وكذلك أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطات، بالإضافة إلى الإشارة إلى بعض خطوات تعامل الدولة مع الأزمة. وقبل الولوج إلى مناقشة وتحليل المؤشرات المختلفة الدالة على انعكاسات الأزمة على الاقتصاد المصري، يتعين الإشارة إلى الجدل العالمي المتعلق بمدى التضخم وما إذا كان ظاهرة مؤقتة أم لا وكذلك ديناميكيات التضخم وتأثيراتها على الدول النامية.

وتنتهي الدراسة ببعض المقترحات لتجميع الآثار السلبية للتضخم على صعيد السياسات النقدية وسعر الصرف والسياسة المالية والمالية العامة وذلك في الأجلين القصير والطويل.

## 1. الانقسام العالمي حول المدى الذي سيستمر معه التضخم

حيث يعاني الاقتصاد العالمي من كساد مصحوب بارتفاع معدلات التضخم والبطالة في آن واحد، ويزداد الشعور بعدم اليقين في السياسات في المستقبل، يمكن أن يكون التضخم طويل الأجل. ومن المتعارف عليه يصبح الهدف الأساسي للسياسة الاقتصادية الوصول إلى معدل التضخم الذي يدعم الاستقرار الاقتصادي يعقبه زيادة في الناتج المحلي. ويتعارض ارتفاع التضخم مع استقرار الأسعار والنمو ويشكل خطورة على تطبيق برامج الإصلاح الهيكلي.

يلاحظ أن أهم أسباب اتخاذ الفيدرالي الأمريكي قرار رفع سعر الفائدة هو تحقيق التضخم مستويات غير مسبوقة استمرت لمدة طويلة فضلاً عن ارتفاع معدلات البطالة. حيث جاء ذلك كرد فعل لارتفاع التضخم إلى 8.6% في مايو (حالياً يتجاوز 9%)، وخاصة وأن الدولار الأمريكي يستحوذ على نحو 60% من الاحتياطيات الأجنبية لدول العالم.<sup>1</sup>

على الجانب الآخر ثار الجدل حول التضخم ما إذا كان ظاهرة مؤقتة أما لا، حيث أنه في معرض تفسير أسباب تأخر مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي في اتخاذ قرارات بخصوص التعامل مع الضغوط التضخمية يرجع في الأساس إلى أن هذه الضغوط ليست من النوعية المستدامة أو الهيكلية لكنها تعد من قبيل التضخم القصير الأجل (لارتباطه بظروف دولية، طارئة) وبالتالي فإن التأخر عن التدخل بالأدوات النقدية ناتج عن توقعه ارتفاع تكاليف هذا التدخل، إذ يمكن أن يؤدي حدوث انسياب ضخم لرؤوس الأموال الدولية إلى سوق رأس المال الأمريكية للاستفادة من رفع سعر الفائدة إلى انعكاسات على القاعدة النقدية في الاقتصاد الأمريكي لتكون المحصلة زيادة الضغوط التضخمية لا تراجعها.<sup>2</sup> كذلك فإن فاعلية أدوات السياسة النقدية في الظروف الاستثنائية محل شك وجدل دائمين مقارنة بفاعلية أدوات السياسة المالية، حيث أن تقييد الدعم المالي الحكومي قد يسهم في النزول بالطلب الفعال لمستوى يقترب من العرض الكلي.

## 2. ديناميكيات التضخم وتأثيراتها على الدول النامية

في إطار الحديث عن ديناميكيات التضخم أشار تقرير IMF الذي يغطي الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا الوسطى إلى استمرار التضخم في الزيادة في المنطقة ME & CA في 2021، حيث ارتفع متوسط التغير السنوي في مؤشر سعر المستهلك من 7.5% في 2019 ليسجل 14.8% في 2021 في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA في مقابل ارتفاع النسبة من 6.6% إلى 9.2% في منطقة آسيا الوسطى.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> الأهرام، عدد 17 يونيو 2022.

<sup>2</sup> محمد يوسف، (2022): صدوع التضخم في الاقتصاد الأمريكي، السياسة الدولية، ملف خاص، العدد 238، أبريل، 188-195.

<sup>3</sup> IMF, Regional Economic Middle East and Central Asia, April 2022, pp. 20-23.

وقد مارست أسعار الغذاء العالمية التأثير الأعظم على الأسعار المحلية (يعد الغذاء مسئولاً عن 60% من الزيادة في التضخم في منطقة MENA باستبعاد دول مجلس التعاون الخليجي باعتبارها محركات خارجية للتضخم). ووفقاً للتقديرات فإن 1% زيادة في أسعار الغذاء في المتوسط تترجم إلى زيادة حوالي 0.05 نسبة مئوية خلال خمسة شهور، تلي الصدمة ثم تختفي بعد 10 شهور.

أما عن تأثير التغيرات في أسعار النفط فهي تعني فقط فئة محدودة من الدول في المنطقة حيث يقدر أن زيادة 1% في أسعار النفط تترجم إلى زيادة في التضخم المحلي بحوالي 0.015 نقطة مئوية. وهناك تأثير انقطاع سلاسل الإمداد التي تنعكس على التضخم وتصل إلى 0.02 نقطة مئوية ولكن الأثر على التضخم المحلي قد يمتد كقيد حتى نهاية 2022 وفيما وراء ذلك.

كما أن هناك آثار معاكسة لتشديد السياسة النقدية الأمريكية على العوائد والسندات والنشاط الاقتصادي، حيث أن الزيادة بنسبة 100 نقطة مئوية في عوائد سندات الخزنة الأمريكية تؤدي إلى زيادة في عائدات السندات السيادية في الأجل الطويل بنسبة 56 نقطة مئوية، وانخفاض في أسعار الأسهم بنسبة 6%، وكذلك انخفاض في نمو الدخل المحلي الحقيقي بنسبة 0.13. كذلك فإن زيادة بنسبة 1% في عوائد سندات الخزنة 10 سنوات يصحبها انخفاض بنسبة 0.25% في نسبة تدفقات المحافظ إلى GDP في المنطقة مقابل 0.14% في الأسواق الناشئة الأخرى مع خسارة تصل إلى 0.12 في GDP مقابل 0.09 في الأسواق الناشئة الأخرى.

ووفقاً للتقديرات انفتحت الدول النامية من قبل هذه الأزمة الأوكرانية /الروسية في المتوسط 16% من عوائدها التصديرية في خدمة التزامات الديون الخاصة بها، ولقد زادت عائدات السندات السيادية للدول النامية منذ سبتمبر 2021 بالأخذ في الاعتبار التشديد النقدي في الدول المتقدمة حيث زادت أسعار الفائدة وتضاعفت وتذبذبت الأسواق المستقبلية للسلع والسندات بما ترتب عليه ارتفاع علاوات المخاطر مع الضغوط على أسعار الصرف. على الجانب الآخر استمرت أسعار الشحن في الزيادة بالنسبة لنقل الحاويات عن المستويات ما قبل كوفيد 19، وتقدر الزيادة في متوسط تكلفة نقل السوائب بنسبة 35% في 2022 مقارنة بمتوسط الفترة ما قبل كوفيد 2016-2019 بحوالي 30% (زيادة 5% منذ بداية الوباء).<sup>4</sup>

وهكذا شكلت الاضطرابات الخاصة بأزمات الغذاء والطاقة وحركة السلع والخدمات اختباراً للاقتصاد العالمي، حيث يتوقع انخفاض توقعات النمو الاقتصادي عالمياً، وكذلك زيادة المخاطر مما يزيد الضغوط على البنوك المركزية لكبح جماح التضخم وتعارض سياسة التشديد النقدي مع اعتبارات التعافي الاقتصادي خاصة في ظل محدودية الحيز المالي للحكومات بعد الجائحة بالإضافة إلى الضغوط الاجتماعية لتوفير فرص عمل. وفي مصر لم نكن بمعزل عن هذه التطورات وقد نستطيع

<sup>4</sup> World Bank Group, Global Economic Prospects, June 2022, pp. 117-118 .

تجاوزها بفضل برامج الإصلاح الاقتصادي وهو ما سيتم الإشارة إليه في معرض الحديث عن الاقتصاد المصري وانعكاسات الموقف العالمي عليه.

### 3. الاقتصاد المصري وانعكاسات الموقف العالمي

أصبحت الدول المستوردة للبتروول ومن ضمنها مصر أكثر عرضه لمخاطر تزايد أسعار الغذاء والنقص في واردات الحبوب (خاصة القمح) من روسيا وأوكرانيا بما يمثل في المتوسط 40% من واردات الحبوب خلال 2017-2019. ووفقاً لتكهنات لتقديرات مجموعة البنك الدولي في يونيو 2022 من المتوقع أن يصل النمو في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى 5.3% في 2022 مدعوماً بارتفاع إيرادات النفط والإصلاحات الهيكلية في بعض الدول من ضمنها مصر، السعودية والإمارات.<sup>5</sup>

ويتوقع تقرير مجموعة البنك الدولي بالنسبة لمصر أنه في ضوء انتعاش النشاط الاقتصادي بما يفوق المتوقع خلال النصف الأول من السنة المالية 2021/2022 أن يخفف ذلك من تأثير تداعيات الحرب الأوكرانية/الروسية، وعليه يقدر أن يصل معدل النمو إلى 6.1% في السنة المالية 2021/2022 مع توقع أن يتراجع معدل النمو ليصل إلى 4.8% في 2022/2023 بانخفاض 0.7% نتيجة ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة وبما يخفض نمو الدخل ويرفع تكلفة المدخلات في القطاعات الرئيسية في ظل تواضع تدفقات القطاع السياحي. ولا يزال النمو في مصر مدعوماً بالقطاع الاستخراجي للغاز والمنافع المترتبة على ارتفاع أسعاره عالمياً في ظل الأزمة.

وتشير التكهنات إلى أن مصر وغيرها في منطقة MENA ستواجه ضغوطاً مالية متزايدة حيث سيساهم دعم الغذاء والطاقة في تدهور الموازنة العامة ويقوض النمو ويزيد الفقر ويحد من الإنفاق الاجتماعي.

والممتنع لتطور معدلات نمو الناتج المحلي بالأسعار الثابتة وفقاً للنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي سيجد أن مصر قد حققت معدلات نمو اقتصادي إيجابية في السنوات 2018/2019، 2019/2020، 2020/2021 على الترتيب 5.6%، 3.6%، 3.3% وذلك رغم ظروف الجائحة.<sup>6</sup> وأشار التقرير إلى إمكانية تحقيق مصر أعلى معدل نمو في المنطقة لتسجل 4.8% عام 2022/2023، 5% عام 2023/2024.

في ضوء معدلات النمو الحالية في مصر وتكهنات وتوقعات البنك الدولي يصبح المطلوب للوصول إلى معدل نمو 7% الارتفاع بمعدل الاستثمار المحلي إلى نحو (22%-25%) من جميع المصادر العامة والخاصة والأجنبية.<sup>7</sup> علماً بأن الادخار به فجوة حيث تشير النشرة الإحصائية للبنك المركزي المصري

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> محمود محيي الدين، (2022): هذه هي السياسات المطلوبة لمواجهة التضخم في الدول النامية "حياة كريمة" أمل مصر في إحداث الفارق، حوار خاص، مجلة السياسة الدولية، العدد 238، أبريل.

<sup>7</sup> ذلك بارتفاع معدل البطالة إلى 9.5% في الربع الرابع (أبريل/يونيو) من 2019/2020 مقابل 7.5% في الربع المناظر من 2018/2019.

أن نسبة الادخار المحلي/الناتج بسعر السوق للسنتين 2020/2019، 2021/2020 هي على الترتيب 3.1%، 6.2%، وأن فجوة الموارد المحلية/الناتج تأسيساً على ذلك هي -7.5%، -9.2% على الترتيب أيضاً.

ويمكن أن يتحقق الارتفاع في معدل الاستثمار من خلال جذب الاستثمارات الخاصة المحلية وكذلك زيادة الادخار المحلي ولا يتحقق ذلك سوى بزيادة الدخل.

وفيما يخص الاستثمار الخاص فيمكن أن يتحقق ذلك من خلال تشجيع المشروعات الصناعية الصغيرة قاطرة الاقتصاد في العديد من التجارب الدولية. ويتعين كذلك على الدولة أن تزيد الاستثمار في رأس المال البشري والتعليم والرعاية الصحية، وتطوير الشبكة القومية للمعلومات، وكذلك الاستثمار في تخفيف الانبعاثات، وفي التوافق مع الآثار المناخية السلبية، وأيضاً الاستثمار في نظم الضمانات المساندة.

ويعنى استضافة مصر أكبر قمة مناخية عالمية أنها قمة للاستثمار والتنمية والمشاركة وليس فتح مجالات للاقتراض للدول النامية، ويعد مشروع حياة كريمة نموذج للنمو الشامل مع زيادة وتيرة الاستثمار والإنفاق العام والخاص الشامل<sup>8</sup> حيث تخلق فرص عمل وستغير المبادرة من شكل التعليم بإنشاء مدارس في القرى.<sup>9</sup> ولكن يظل من المجدي عدم الاكتفاء بتطبيق مبادرات ولكن السعي بالإصلاح من خلال سياسات للحماية الاجتماعية.

### الاقتصاد المصري وقنوات التأثير

ونشير هنا إلى عدة نقاط رئيسية:

- انعكاسات الأزمة الروسية/الأوكرانية على معدل التضخم في مصر.
- ما مدى تأثير الميزان التجاري والجاري وميزان العمليات الرأسمالية والمالية بأزمة نقص الإمدادات مع الأزمة الروسية الأوكرانية والمخاطر المتوقعة؟
- درجة مرونة سياسة سعر الصرف لاستيعاب هذه التقلبات (مواجهة هروب رؤوس الأموال؟)
- هل الاحتياطات الدولية الحالية يمكن اعتبارها مصدر للصمود أمام صدمة ارتفاع الأسعار وتقلبات سعر الصرف؟

### انعكاسات الأزمة الأخيرة على معدل التضخم في مصر

- لوحظ ارتفاع معدلات التضخم منذ مايو 2021 حيث سجلت 5.9% واستمر تسارع معدل التضخم من ديسمبر 2021 عند 5.9% ليسجل 7.3% في يناير 2022 ثم 8.8% في فبراير وكذلك 10.5% في مارس 2022 ووصل إلى 13.1% خلال شهر أبريل وذلك وفقاً للنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي مايو 2022 رقم (302). من الناحية الأخرى، تشير إحدى المصادر إلى ارتفاع معدل

<sup>8</sup> محمود محيي الدين، مرجع سبق ذكره.

<sup>9</sup> المرجع السابق.

التضخم في شهر مايو ليصل إلى 15.3% مع ما يترتب عليه من آثار سلبية على النشاط الاقتصادي والدخول في حالة من الركود الاقتصادي وبحيث يضع صناع القرار أمام مأزق، إما البحث عن مزيد من التشديد في السياسة النقدية ورفع سعر الفائدة للحفاظ على قيمة الجنيه وكبح جماح التضخم، وإما الاكتفاء بما تم من إجراءات لرفع سعر الفائدة مرتين (بحوالي 3%)<sup>10</sup>.

ومن الواضح لو صحت التكهّنات الأخيرة فإن معدل التضخم 15% يتجاوز المستهدف من البنك المركزي (7% ± 2). ويأتي ذلك توافقاً مع تقديرات الفاو في إبريل 2022 حيث أشارت إلى زيادة أسعار الغذاء بنسبة 34% أعلى من السنة السابقة وكذلك زيادة أسعار النفط بنسبة 60% أما الغاز والأسمدة فقد تضاغت أسعارها. ويسري نفس الشيء على تكاليف الشحن التي تضاغت عن مستوياتها التاريخية مما أثر على تزايد أسعار المستهلك وتكلفته الاستيرادي.<sup>11</sup>

ونظراً لخروج معدل التضخم خارج المستهدفات للبنك المركزي حتى في ظل استقرار معدل البطالة عند 7.9% خلال السنوات 2019، 2020 فإن ذلك يستدعي اتخاذ إجراءات لدعم السيطرة على التضخم استناداً إلى خبرات السلطات المصرفية خلال 2011-2016، وما بعدها.

حيث تكشف إجراءات دعم السيطرة على التضخم خلال الفترة 2011-2016 عن اهتمام السياسة النقدية بهدف استقرار المستوى العام للأسعار بامتصاص الضغوط التضخمية الناتجة عن النمو وارتفاع الطلب بالتركيز على عدد محدود من السياسات أهمها المحافظة على درجة مناسبة من الاستقرار النقدي بتحديد معدل التوسع النقدي الذي يحقق المواءمة بين هدفي النمو الاقتصادي والسيطرة على التضخم، وتعميق الاتجاه نحو الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة خاصة عمليات السوق المفتوحة، استمرار السعي للمحافظة على التوازن في سوق الصرف الأجنبي وتفعيل سعر الفائدة كأداة مؤثرة على توجيه الاستثمار. وقيام الجهاز المصرفي بدور متنامي في تنشيط وزيادة حجم الصادرات باستخدام أساليب جديدة وبما يقلل من تكلفة التمويل للمصدرين، الحفاظ على متانة مركز الاحتياطيات الدولية لتأمين موقف الدولة في سداد الالتزامات الخارجية والمحافظة على سوق النقد.<sup>12</sup>

أما تركيز السياسة النقدية فيما يخص الضغوط الناجمة عن صدمات العرض فتراوح موقف السياسة النقدية بين التسليم بعدم قدرتها منفردة على مواجهة هذه الضغوط والتركيز على حفز نمو النشاط الاقتصادي وتوفير التمويل اللازم للموازنة العامة للدولة حتى لو أدى ذلك إلى التوسع في الإصدار النقدي.<sup>13</sup>

<sup>10</sup> عبد الفتاح الجبالي، (2022): الجنيه المصري وسعر الفائدة، عدد الأهرام، 22 يونيو.

<sup>11</sup> UN, Global Impact of War in Ukraine on Food, Energy and Finance Systems, 13 April 2022.

<sup>12</sup> حجازي عبد الحميد الجزار، (2018): تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام 2003 مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف التنمية، معهد التخطيط القومي، رقم (297)، سبتمبر، ص 135.

<sup>13</sup> التراجع في قيم العملة المحلية أو انخفاض مستوى المعروض (وجود فجوة بين الإنتاج والاستيراد من السلع النهائية أو الوقود أو عدم توافر الأمن الذي يضمن عمليات نقل وتوصيل البضائع).

من الناحية الأخرى تسعى السياسة النقدية للحفاظ على الاستقرار النسبي والحيلولة دون انهيار سعر الصرف كسبيل رئيسي للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار خاصة خلال الأزمات وهروب رؤوس الأموال الأجنبية. وقد اعتمدت السياسة على إيجاد فارق إيجابي ملموس في سعر الفائدة لصالح الجنيه كوسيلة لاجتذاب تدفقات النقد الأجنبي عبر الاستثمار في أذون الخزانة (استثمارات المحفظة وتشجيع الأفراد على التنازل عن النقد الأجنبي وحفز الدولة العكسية؟؟؟؟) هذا بالإضافة إلى السعي المستمر لتركييم الاحتياطيّات الدولية سواء بالإفاداة من فائض ميزان العمليات الرأسمالية والمالية، سيما استثمارات الحافطة وباستخدام الودائع المحولة لدى البنك المركزي من جانب بعض الدول العربية والإقراض والاقتراض من الخارج.

أيضا أدت سياسة خفض أسعار الفائدة الحقيقية مع تراجع معدلات استثمار القطاع الخاص خلال الفترة 2011-2016 إلى تقلص الإقراض الجيد في قطاع الأعمال، وتمثلت إحدى الآليات الرئيسية لمواجهة أثر ذلك على ربحية البنوك التوسع في شراء الأوراق المالية الحكومية والتوسع في منح الإقراض الاستهلاكي.<sup>14</sup>

على الجانب الآخر استطاعت إدارة البنك المركزي احتواء الضغوط التضخمية من جانب الطلب والتعامل مع الآثار الثانوية لصدّات العرض، وهو ما جعل لجنة السياسة النقدية خلال ثلاثة اجتماعات متتالية في (أغسطس، 26 سبتمبر، 14 نوفمبر 2019) تتخذ قرارًا بتخفيض أسعار العائد بإجمالي 350 نقطة مئوية في ضوء التطورات العالمية والظروف الخاصة بتفشي كوفيد 19. ومنذ انطلاق وتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي مع الخطوات التي تم اتخاذها من المجلس التنسيقي ثم تخفيض أسعار العائد الأساسية بواقع 300 نقطة مئوية، وأصبح سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية للبنك المركزي وسعر الائتمان والخصم هي 9.25%، 10.25%، 9.75%، 9.75%. وفي يونيو 2020 قررت لجنة السياسات النقدية الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير لاتساقها مع معدل التضخم المستهدف.

- أما ما يخص الاحتياطيّات الدولية فقد حققت زيادة ملموسة تجاوزت 45.5 بليون دولار نهاية فبراير 2020 وقد استوعب الاحتياطيّ صدمة الأسواق العالمية وأزمة الوباء. ولكن رقم صافي الاحتياطيّات تراجع بنحو 6.3 بليون دولار أو 14.2% في 2020/2019 محققة 38.2 بليون دولار في نهاية يونيو 2020 وبما يغطي 7.3 شهر واردات.

- المعاملات مع العالم الخارجي: تضاعف العجز الكلي في ميزان المدفوعات بـ 8.6 بليون دولار في 2020/2019 وارتفع العجز في الحساب الجاري إلى 11.2 بليون دولار من (10.9 بليون دولار في 2019/2018)، وقد شهد النصف الثاني من 2020/2019 التداعيات السلبية للوباء. هذه النتيجة تجاوزت كل التوقعات بأن صدمة قوية ستصيب الحساب الجاري في معظم الدول وليس في مصر

<sup>14</sup> معهد التخطيط القومي، المرجع السابق مباشرة، ص 92-94.



وحدها، ومع ذلك فإن التحسن الملحوظ في ميزان التجارة غير النفطية والتحويلات الجارية دون مقابل قد ساهمت في التخفيف من أثر هذه الصدمة على الاقتصاد المصري.

- وعلى جانب المعاملات المالية: فقد انعكس تأثير كوفيد على تحركات رؤوس الأموال العالمية والتي أدت إلى هروب تدفقات مالية ضخمة من الأسواق المالية العالمية، بالرغم من ذلك فإن الحساب الرأسمالي والمالي أظهر صافي تدفق قدره 5.4 بليون دولار وقد ساهم هذا التدفق في التخفيف من حدة العجز الكلي.

- وفقاً لأرقام الموازنة العامة 2020/2019: انخفض العجز الكلي كنسبة من GDP إلى 7.9% (مقارنة بـ 8.2% في 2019/2018)، كذلك مثل الفائض الأولى نسبة 1.8% من GDP مقارنة بنسبة 2% من GDP في 2019/2018 والذي ربما يعكس بعض الآثار الإيجابية للإصلاحات الهيكلية والإجراءات التي تم اتخاذها في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي بدأ منذ ثلاث سنوات والسياسات الداعمة المتبناة لمواجهة تداعيات الوباء كوفيد 19.

وقد زادت نسبة العجز في الدين العام/GDP إلى 81.5% في نهاية 2020 من 80.5% في نهاية يونيو 2019 (وارتفع نسبة الدين المحلي للحكومة/GDP إلى 71.5% من 70.5%).

وفي أحدث تقرير للجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي لتبرير تثبيت أسعار الفائدة أوضحت أنه في إطار استمرار الأزمة الروسية/الأوكرانية وما أدت إليه العقوبات التجارية المفروضة على روسيا وما نتج عنها من اختناقات في سلاسل الإمداد والتوريد من ارتفاع الأسعار العالمية للسلع الأساسية خاصة البترول والقمح، وفي ذات الوقت، تم تقييد الأوضاع المالية العالمية، حيث استمرت البنوك المركزية في الخارج في تشديد السياسات النقدية عن طريق رفع أسعار العائد وخفض برامج شراء الأصول لاحتواء ارتفاع معدلات التضخم في بلادهم، تشير البيانات المبدئية إلى استمرار النشاط الاقتصادي المحلي في التعافي خلال الربع الأول من عام 2022، وإن كان بوتيرة أبطأ، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي معدل نمو قدره 5.4% مقارنةً بـ 8.3% خلال الربع الرابع من عام 2021.<sup>15</sup>

وفيما يخص أسباب التثبيت لسعر الفائدة أرجعت ذلك جزئياً إلى التداعيات السلبية للأزمة الروسية الأوكرانية، وفيما يتعلق بسوق العمل، انخفض معدل البطالة في الربع الأول من عام 2022 مسجلاً 7.2%. ويرجع هذا الانخفاض إلى الزيادة في معدلات التوظيف والتي حدثت بدورها من الزيادة في قوة العمل.

استمر المعدل السنوي للتضخم العام في الحضر في الارتفاع، ولكن بوتيرة أبطأ ليسجل 13.5% في مايو 2022 من 13.1% في الشهر السابق. بالإضافة إلى ذلك، شهد المعدل السنوي للتضخم الأساسي (الذي لا يتضمن الخضروات والفاكهة الطازجة والسلع والخدمات المحدد أسعارها إدارياً) ارتفاعاً ولكن بوتيرة

<sup>15</sup> <https://gate.ahram.org.eg/News/3580532.aspx,7/17/2022>.

أبطأ للشهر الثاني على التوالي، وواصل اتجاهه التصاعدي ليسجل 13.3% في مايو 2022 من 11.9% في الشهر السابق.

ويرجع الارتفاع في المعدل السنوي للتضخم العام إلى ارتفاع أسعار السلع غير الغذائية، حيث تباطأ التضخم السنوي للسلع الغذائية للمرة الأولى منذ بداية العام مدعوماً بتلاشي صدمة العرض التي شهدتها الأشهر السابقة في بعض الخضروات الطازجة. واستمرت تطورات التضخم في مايو 2022 متأثرة بتطورات سعر صرف الجنيه المصري، وكذلك بتداعيات الأزمة الروسية الأوكرانية على أسعار السلع.

وترى لجنة السياسة النقدية أن التطورات العالمية والناجمة عن الأزمة الروسية والأوكرانية هي صدمات عرض أولية خارجة عن نطاق عمل السياسة النقدية على الرغم من أن تلك الصدمات قد تؤدي إلى تخطي معدلات التضخم المستهدفة والمعلن عنها مسبقاً.

والجدير بالذكر أن أدوات السياسة النقدية يتم استخدامها للسيطرة على توقعات التضخم، والحد من الضغوط التضخمية من جانب الطلب والآثار الثانوية لصدمة العرض والتي قد تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم نسبياً عن معدلات التضخم المستهدفة.

وبالنظر إلى صدمات العرض الأولية حالياً، فقد تحيد معدلات التضخم نسبياً عن معدل التضخم المستهدف للبنك المركزي والبالغ 7% ( $\pm 2$  نقطة مئوية) في المتوسط خلال الربع الرابع من عام 2022، وذلك على أن تعاود الانخفاض بعد ذلك تدريجياً.

وستواصل اللجنة تقييم تأثير قراراتها على توقعات التضخم وتطورات الاقتصاد الكلي على المدى المتوسط آخذة في الحسبان قراراتها خلال الاجتماعين السابقين برفع أسعار العائد الأساسية.

- موقف ميزان المدفوعات وفقاً لآخر بيانات متاحة: خلال الفترة يوليه/ديسمبر 2021 ووفقاً للنشرة الإحصائية الصادرة من البنك المركزي رقم (302) يلاحظ التالي:

- حقق ميزان المدفوعات المصري خلال الفترة يوليه/ديسمبر 2020 عجزاً كلياً قدره 14.1 بليون دولار (مقارنة بفائض كلي بلغ نحو 1.5 مليار دولار خلال الفترة المناظرة يوليه/ديسمبر 2020)
- سجل حساب المعاملات الجارية عجزاً يبلغ نحو 7.8 مليار دولار، كما سجل حساب المعاملات الرأسمالية والمالية صافي تدفق للداخل بلغ نحو 11.4 مليار دولار.

ونعرض فيما يلي لأهم التطورات في أداء ميزان المدفوعات خلال النصف الأول من السنة المالية 2022/2021:

#### أولاً: حساب المعاملات الجارية

سجل حساب المعاملات الجارية عجزاً بلغ 7.8 مليار دولار (مقابل 7.6 مليار دولار كنتيجة لارتفاع عجز الميزان التجاري ليصل إلى نحو 21.1 مليار دولار (مقابل نحو 19.2 مليار دولار خلال الفترة المناظرة، ولذلك ارتفاع عجز ميزان دخل الاستثمار ليسجل 7.1 مليار (مقابل 5.4 مليار دولار وأيضاً ارتفاع فائض الميزان الخدمي بنحو 3.8 مليار دولار ليسجل نحو 5.6 مليار دولار (مقابل نحو 1.9

مليار دولار خلال الفترة المناظرة لارتفاع الإيرادات السياحية لنحو 5.8 مليار دولار (مقابل 1.8 مليار دولار) وارتفاع متحصلات النقل إلى 4.7 مليار دولار (مقابل نحو 3.6 مليار دولار) هذا بالإضافة إلى ارتفاع تحويلات المصريين العاملين بالخارج لتسجل 15.6 مليار دولار.

### ثانياً: حساب المعاملات الرأسمالية والمالية

سجل حساب المعاملات الرأسمالية والمالية صافي تدفق للداخل بلغ نحو 11.4 مليار دولار مقابل نحو 9.2 مليار دولار كمحصلة للتطورات التالية:

- تحقيق الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر صافي تدفق للداخل بلغ نحو 3.3 مليار دولار، حيث سجلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في القطاعات غير البترولية ارتفاعاً بمقدار 1.2 مليار دولار لتسجل صافي تدفق للداخل نحو 4.4 مليار دولار، في حين سجلت الاستثمارات في قطاع البترول صافي تدفق للخارج بلغ نحو 1.1 مليار دولار (مقابل صافي تدفق إلى الداخل قدره 158.8 مليون دولار في الفترة المناظرة).
- تحولت الاستثمارات بمحفظة الأوراق المالية في مصر من صافي تدفق للداخل بلغ نحو 10.2 مليار دولار إلى صافي تدفق للخارج بلغ 2.5 مليار دولار.
- تراجع صافي المستخدم من القروض والتسهيلات متوسطة وطويلة الأجل إلى 7779.8 مليون دولار (مقابل صافي استخدام بلغ 4.5 مليار دولار).

ومفاد ذلك أن تركيز الاحتياطات مرهون بموقف محفظة الأوراق المالية والتي شهدت تراجعاً تحت تأثير الجائحة والمتوقع وفقاً لما تم تداوله أن ظاهرة هروب ما يقرب من عشرين مليار دولار من مصر مع تداعيات الأزمة الروسية في فبراير 2022 والشهور التي تلتها (ودون توافر معلومات موثقة) يشير بجلاء إلى خطورة الاعتماد على حساب المعاملات الرأسمالية والمالية كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية. الأمر الذي انعكس أيضاً في تنامي الدين الخارجي وهو ما انعكس في السياق اللاحق.

- الدين الخارجي: بلغ رصيده نحو 145.5 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2021 بزيادة نحو مليار دولار بمعدل 5.6% مقارنة بنهاية يونيو 2021، وجاءت هذه الزيادة محصلة لارتفاع صافي المستخدم من القروض والتسهيلات بنحو 9.1 مليار دولار وانخفاض أسعار صرف معظم العملات المقترضة بها أمام الدولار الأمريكي بنحو 1.4 مليار دولار. وبالنسبة لأعباء خدمة الدين فقد بلغت 13.6 مليار دولار خلال الفترة يولييه، ديسمبر 2021/2022 (الأقساط المسددة نحو 11.6 مليار دولار أمريكي ولفوائد المدفوعة نحو 2 مليار دولار أمريكي)، وسجلت نسبة رصيد الدين الخارجي/الناتج المحلي الإجمالي نحو 33.3% نهاية ديسمبر 2021 وهي في الحدود الآمنة وفقاً للمعايير الدولية.

- درجة انكشاف الاقتصاد المصري وقدرته على مواجهة الأزمات للإجابة على التساؤلات الثلاثة المطروحة تكشف الجداول (1)، (2) مؤشرات قدرة الاقتصاد المصري على مواجهة الأزمات.

- أولاً: مؤشرات التوازن الخارجي: الميزان التجاري، الجاري، الميزان الكلي، يمكن ملاحظة الآتي:
- 1- التحسن في نسبة تغطية الصادرات السلعية للواردات منذ 2016/2015 وحتى السنوات التي شهدت أزمة الجائحة 2020/2019، 2021/2020 وحتى الربع الأول 2022/2021.
  - 2- التذبذب في نسب تغطية المتحصلات الخدمية/المدفوعات الخدمية وإن أظهرت تحسناً في الربع الأول من 2022/2021.
  - 3- باستثناء الوضع في 2016/2015 هناك اتجاه للتذبذب في نسبة تغطية الحصيلة الجارية للمدفوعات الجارية.
  - 4- استمرار العجز في الميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتزايد نسبة العجز في بداية الجائحة وما بعدها وحتى الربع الأول من 2022/2021، الأمر الذي يعكس المخاطر المحتملة والمتمثلة في تقلبات سعر صرف العملة الوطنية وتزايد فاتورة مدفوعات الواردات وتأثير زيادة أسعار الطاقة والغذاء على التضخم المحلي باعتباره تضخم مستورد وهيكلية.
  - 5- تذبذب نسبة مساهمة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في الناتج المحلي مع الاتجاه للانخفاض وهو ما يلفت الانتباه إلى مخاطر اعتماد السياسة النقدية على تركيب الاحتياطيات الدولية بالاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية والمالية. وهو ما يقدم مؤشر انذار مبكر لحدوث أزمة للعملة المحلية في مواجهة الدولار، ويوفر مؤشر نسبة التغير في سعر الصرف/التغير في صافي الاحتياطيات، مؤشراً يمكن من خلاله توضيح قوة الميل لدى السلطات النقدية للتدخل في سوق النقد الأجنبي وعكسه هو مرونة سعر الصرف (وقد لا يكون مناسباً عدم الاعتماد على نسب التغيرات في أسعار الصرف إنما حجم الصدمات في سوق الصرف الأجنبي أو ضغط الصرف الأجنبي).

جدول (1): مؤشرات قدرة الاقتصاد المصري على مواجهة الأزمات

البيان	الربع الثاني 2022/21	الربع الأول 2022/21	الربع الأول 2021/20	2021/20	2020/19	2019/18	2016/15
الصادرات السلعية/الواردات	52.7	44.4	42.3	40.5	42.0	42.8	39.3
المتحصلات الخدمية/المدفوعات الخدمية	164.2	189.9	134.8	147.1	172.9	214.9	151
الحصيلة الجارية/المدفوعات الجارية	87.6	85.3	86.4	80.5	87.2	87.9	92.4
الميزان التجاري/الناتج المحلي الإجمالي	-2.4	-2.6	-2.1	-10.4	-10.0	-12.6	-2.9

-0.5	-3.6	-301	-4.6	-0.7	-0.9	-0.9	الميزان الجاري/الناتج المحلى الإجمالي
-	0.0	-2.4	0.5	-0.02	0.1	-0.1	الميزان الكلى/الناتج
0.4	2.7	2.0	1.3	0.4	0.4	0.4	الاستثمار الأجنبي المباشر (صافي)/الناتج المحلى

المصدر: البنك المركزي، النشرة الإحصائية، أعداد متفرقة.

جدول (2): مؤشرات قدرة الاقتصاد المصري على مواجهة الأزمات

2019/18	2020/19	2021/20	الربع الأول 2021/20	الربع الأول 2022/21	الربع الثاني 2022/21	البيان
36.0	33.9	34.2	31.1	32.6	33.2	1- مؤشرات الدين الخارجي - الدين الخارجي / الناتج
25.5	36.1	35.5	50.3	62.6	22.7	- خدمة الدين الخارجي/الصادرات السلعية والخدمية (سنوي)
17.9	22.5	20.6	27.3	40.3	15.9	- خدمة الدين الخارجي/الحصيلة (سنوي)
6.2	8.4	9.3	12.3	7.8	4.5	- الفوائد المدفوعة/الصادرات السلعية والخدمية
1013.0	1272.9	1140.3	1157.3	1268.9	1304.0	- متوسط نصيب الفرد من الدين الخارجي/دولار
86.7	89.8	90.1	90.2	91.6	91.2	2- المؤشرات الأخرى - الدين الخارجي طويل الأجل/إجمالي الدين
10.2	8.8	9.9	9.8	8.4	8.8	- الدين الخارجي قصير الأجل/إجمالي الدين
24.9	20.5	33.8	32.1	28.1	31.4	- الدين الخارجي قصير الأجل/ صافي الاحتياطيات الدولية
52.7	56.2	59.8	58.3	60.1	58.7	- الدين الخارجي الحكومي/ إجمالي الدين الخارجي
19.0	19.1	20.5	18.2	19.6	19.5	- الدين الخارجي الحكومي/الناتج المحلى

المصدر: البنك المركزي، النشرة الإحصائية، أعداد متفرقة.

## ثانياً: مؤشرات الدين الخارجي وتأثر الديون بزيادة الفائدة المتوقعة

تعكس مؤشرات جدول (2) درجة انكشاف الاقتصاد المصري وقدرته على مواجهة الأزمات بدءاً بالجائحة ومروراً بأزمة روسيا/أوكرانيا استناداً إلى مؤشرات الدين الخارجي، وهي على النحو التالي:

- مؤشر الدين الخارجي/الناتج، ويعكس أن نسب الدين الخارجي/ للناتج عند متوسط 35% خلال سنوات أزمة الجائحة وما بعدها، هذا فضلاً عن ارتفاع طفيف في مؤشر الدين في الربع الأول لعام 2022/2021 (32.6%) مقابل (31.1%) خلال نفس الربع لعام 2021/2020، ولا تزال المؤشرات في الحدود الآمنة.<sup>16</sup>
- اتجاه مؤشر خدمة الدين الخارجي/الصادرات السلعية والخدمية إلى الارتفاع من (25.5%) لعام 2019 ليصل إلى (35.5%) في عام 2021 ثم يتواصل الارتفاع خلال الربع الأول من 2021/2020 مسجلاً 44.7%، ثم ينخفض خلال نفس الربع (40.8%) في عام 2022/2021 (عام الأزمة الروسية/الأوكرانية)، ومن الواضح أن هذا الارتفاع يتماهى مؤشر الفوائد المدفوعة/الصادرات السلعية والخدمية حيث يرتفع من حوالي 6% عام 2019 ليسجل 9.3% في عام 2021، ويتجاوز المؤشر كافة الأرقام السابقة 12.3% في الربع الأول 2022/2021 حين حلول توقيتات دفع الأقساط والفوائد.

وتبدو أهمية وحجم الدين الخارجي المصري كمصدر ازعاج للسلطات النقدية والحكومية لمواجهة التداعيات العالمية وارتفاع أسعار الفائدة خاصة الأمريكية وما سيعقبه من تقلبات في أسعار الصرف الرسمية والحقيقية وارتفاع في مدفوعات خدمة الديون (والذي لم توضحه الإحصاءات لعدم كفايتها)، كذلك أصبح واضحاً نمو متوسط نصيب الفرد من الدين الخارجي بالدولار من 1031.0 دولار في عام 2019 ليصل إلى 1272.9 دولار في عام 2021 في ظل تداعيات الجائحة بحيث تدلنا المؤشرات على التنامي السنوي لنصيب الفرد من الديون الخارجية بنسبة 12%، وبحيث يستقر في الربع الثاني من 2022 عند 1304 دولار مقابل 1231.4 دولار في الربع الأول من 2022 بنسبة زيادة قدرها حوالي 6% (جدول 2).

ومع ذلك فإن المؤشرات الأخرى مثل الدين الخارجي طويل الأجل/إجمالي الدين يلقي الضوء حول استحواذ الديون الطويلة الأجل على هيكل الدين بل أن حصة الديون قصيرة الأجل لم تتجاوز 10% على مدار الفترة 2019-2021. ولكن من الأمور المثيرة للاستغراب هيمنة الدين الخارجي الحكومي على إجمالي حجم الديون حيث سجل حوالي 60% في معظم السنوات ومدلول ذلك أن الدين الخارجي في قسم كبير منها تستخدم لتمويل الدين العام وعجز الموازنة وهو أمر يستلزم الوقوف عنده كما

<sup>16</sup> تعد هذه المؤشرات في الحدود الآمنة مقارنة بنسب 48.7% لأمريكا اللاتينية والكاريبي، و47.5% لدول الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في عام 2020/2019. وفيما يخص نسبة الدين الخارجي قصيرة الأجل فهي 15% لنفس العام بالنسبة لمصر، تقارن بنسب 14.2%، و21.3% لكل من أمريكا اللاتينية والكاريبية ودول الشرق الأوسط وآسيا الوسطى على الترتيب ولنفس العام. حول هذه المؤشرات يمكن الرجوع لمصدر البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، ديسمبر 2019، ص 69.

سبقت الإشارة. حيث تجاوزت السياسة النقدية وظائفها بسبب الانخراط في أعباء الديون الخارجية التي تتحملها الموازنة العامة للدولة، ولعل هذا التطور هو ما يفسر تعهد البنك المركزي في برنامج قرض صندوق النقد الدولي بأن يتم استخدام القرض لتعزيز الاحتياطيات الدولية ومنح المقابل للحكومة بالجنيه المصري وبأن يلتزم بتحقيق زيادة سنوية في الاحتياطيات الدولية وأن يقتصر ما يقدمه للحكومة من تلك الاحتياطيات بشكل أساس على متطلبات مدفوعات خدمة الدين<sup>17</sup> (وليس من المعروف حتى الآن مدى التزام السلطات النقدية بتحقيق ذلك).

في ضوء ما تقدم يتضح أهمية الاستمرار في خفض الديون والمحافظة على استمرار هيكلها، وكذلك تأثر الديون بالارتفاعات في أسعار الفائدة المتوقعة مما سينعكس حتمًا على ارتفاع نسبة مؤشر خدمة الديون/الصادرات السلعية والخدمية في ظل التنامي السريع في فاتورة الواردات جراء ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة.

وفيما يخص الديون المحلية فعلى الرغم من الاتجاهات الإيجابية قبل الجائحة للنزول بنسبة الدين المحلي/الناتج (حوالي 81% في 2021) مع احتفاظ الموازنة العامة للدولة بفائض أولى موجب فلا يتوافر لدينا دليلاً على حرص السلطات المالية على استمرار هذه النسبة في الإطار السليم في ظل تداعيات الأزمة الروسية وانعكاساتها على السيولة والائتمان، وهذا بطبيعة الحال لن يحدث إلا من خلال اتباع سياسة مالية مواجهة للدورات الاقتصادية على النحو التالي:

- زيادة الإنفاق العام في القطاعات غير التضخمية كالصحة والتعليم والإسكان الاجتماعي.
- برامج دعم التشغيل وتحفيز المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- تبني سياسة حماية اجتماعية تتضمن برامج مخصصة لشبكة الأمان الاجتماعي لتوفير السلع الأساسية والضرورية للفئات الفقيرة والمهمشة وتوسيع الشبكة لتوفير الخدمات الصحية من خلال قانون التأمين الصحي.
- الأولوية في الفترة القادمة يجب أن تتجه لتمويل النمو والتنمية من خلال آليات الاستثمار وتعزيز استثمارات القطاع الخاص المحلي والأجنبي وتطوير وثيقة ملكية الدولة التي تم اطلاقها مؤخرًا للحوار الوطني. وإذا كانت بعض من هذه المقترحات تمثل عناصر هامة في الأجلين القصير والمتوسط لتفادي مزيد من التدهور، يظل من المفيد كيفية العلاج في الأجل الطويل والتي تستلزم ضرورة إعادة الهيكلة القطاعية وعلاج التشوهات بتحويل الاقتصاد من اقتصاد ريعي تحركه أنشطة وعوائد ريعية تعتمد على ظروف النشاط الاقتصادي العالمي إلى نمط من الاقتصاد يقوم على إعادة هيكلة للصناعة والتي تقوم على قدر أكبر من المدخلات المحلية فضلًا عن تشجيع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال:

<sup>17</sup> معهد التخطيط القومي، مرجع سبق ذكره، ص 138.

- إعادة تأهيل القطاعات الزراعية والصناعية باعتبارها مصادر رئيسية للتشغيل ورفع الإنتاجية أي تحويل الاقتصاد من شبه ريعي إلى اقتصاد منتج وصناعي.
- تضمين القطاع الخاص مع رقابة الدولة لضمان النمو الاحتوائي.
- توفير ائتمان بأسعار فائدة تفضلية للقطاعات الاستراتيجية مع منح تسهيلات لقروض القطاع الخاص والعام وتخفيض نسبة الاحتياطي المطلوبة للبنوك التي تستهدف المشروعات الصغيرة والمتوسطة خاصة القطاعات الريفية.

في ضوء السياق السابق يتضح الآتي:<sup>18</sup>

- **أهمية وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية**، بحيث يتناسب معدل الضريبة عكسيًا من أجل استحقاق التدفق (مثل الاقتراض قصير الأجل). ويمكن بالنسبة لمصر التفكير في هذا الإجراء لتجنب خروج نسبة كبيرة من رؤوس الأموال إلى الخارج عقب الأزمات كأزمة (كوفيد الجائحة)، وكذلك هروب رؤوس الأموال مع تشديد السياسة النقدية في الدول المتقدمة في ظل الأزمة الروسية/الأوكرانية وقد يكون من المفيد إعادة النظر في مسألة تحرير حساب رأس المال ويمكن أن تتخذ القيود على رأس المال أشكالاً مختلفة كالمنع الصريح، إجراءات الترخيص، الموافقة والضرائب على المعاملات الرأسمالية.
- **أهمية وضع معايير لكفاية الاحتياطيات**، حيث يمكن تحديد نسبة الاحتياطيات/النقود M2 من 20%-25%، نسبة الاحتياطيات إلى الواردات تزيد عن 25% (4 شهور واردة على الأقل والرقم الحالي كما تشير الإحصاءات الحديثة هو 5 شهور) وهي نقطة سيتم تناولها حالاً.

#### ثالثاً: أداء السياسة النقدية فيما يتعلق بسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الدولية

تشير الخبرة التاريخية أن مصر قد تبنت أنظمة متباينة من الصرف الأجنبي تتراوح ما بين تعويم مدار دون تحديد مسبق لسعر الصرف خلال الأعوام 2003، 2004، 2008 ثم ترتيب نظام ربط زاحف خلال السنوات 2011، 2013. وفي سنة 2012 راجع الصندوق تصنيف مصر وأوردها فمن ضمن ترتيبات سعر الصرف المستقر Stabilized Arrangement واقتصر الانخفاض في قيمة الجنيه المصري ما بين يونيو 2011، يونيو 2016 على نحو 32.7%، وتم إعلان قرار التعويم في 3 نوفمبر 2016 في إطار الوفاء بالشروط المسبقة لاتفاقية قرض الصندوق. وقد اقترن قرار التعويم بطرح أوعية ادخارية بأسعار فائدة مرتفعة بالجنيه لحفز حافز النقد الأجنبي ورغم ذلك فقد قفز سعر صرف الدولار في نهاية ديسمبر 2016 إلى 19 جنيه... بما يمثل انخفاضاً في قيمة الجنيه بنحو 46.7%.

وقد اعتمدت سياسة إدارة سعر الصرف على العمل على زيادة المعروض من النقد الأجنبي لدى البنوك (من خلال اجتذاب مستثمري المحفظة الأجانب بالتعهد بتحويل ناتج معاملاتهم بسعر الصرف الرسمي،

<sup>18</sup> إن الدول التي تعاني من تزايد حدة العجز في ميزان مدفوعاتها وتعاني من أزمات مالية (حالة مصر) يجوز لها في إطار القواعد المالية للمؤسسات WTO·IMF أن تفرض مؤقتاً قيوداً على حركة رأس المال.



محاولة اجتذاب مدخرات المصريين بالخارج... وكذلك السعي لترشيد الطلب على النقد الأجنبي (وضع حدود قصوى لعمليات التحويل للخارج والسحب، ضبط الاستيراد، تفعيل آلية مزادات النقد الأجنبي غيرها). على الجانب الآخر تمثلت إدارة الاحتياطيات الدولية من خلال توفير موارد لتغطية احتياجات الاستيراد من السلع الأساسية، وكذلك الوفاء بأقساط وفوائد الديون وذلك فضلاً عن محاولة تعويض التآكل في رصيد الاحتياطيات باستخدام الودائع المحولة لدى البنك المركزي من جانب بعض الدول العربية، فضلاً عن الاقتراض من الخارج.

ويوضح الجدول التالي درجة مرونة سعر الصرف الأجنبي (الدولار)، وكذلك مؤشر كفاية الاحتياطيات الدولية:

جدول رقم (3): درجة مرونة سعر الصرف الأجنبي (الدولار)، وكذلك مؤشر كفاية الاحتياطيات الدولية

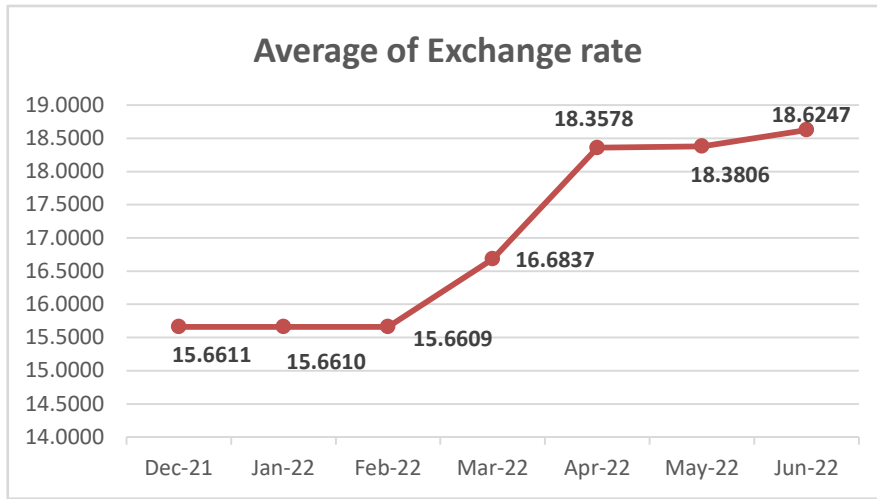
البيان	مارس 2022	فبراير 2022	يناير 2022	2021	2020	2019
متوسط سعر الصرف (دولار جنية)	16.684	15.661	15.661	15.6457	15.7562	16.7595
صافي الاحتياطيات الدولية (مليار دولار)	37.082	40.994	40.980	40.609	38.176	44.481
السيولة المحلية M2 بالدولار (مليون دولار)	376435.6	379874.9	375263.2	342369.405	288064.889	240534.443
صافي الأصول الأجنبية بالمليون جنية	-219389	-51685	9674	251676	122098	300120
التغير في سعر الصرف	0.065	-	+ 0.001	(-) 0.12	(-) 0.36	-
التغير في صافي الاحتياطيات	(-) 0.10	0.03	+ 0.09	(-) 0.12	(-) 0.36	-
مؤشر التغير في سعر الصرف/ التغير في صافي الاحتياطيات	0.65	-	(+) 0.11	(-) 0.12	(-) 0.16	-
مؤشر كفاية الاحتياطيات الدولية (*)	10.15	-	9.16	8.430	7.546	5.183
عدد شهور الواردات	5.2	5.8	5.8	6.9	7.3	8
نسبة السيولة المحلية/النواتج المحلي الإجمالي	91.25	86.44	85.39	84.48	77.52	72.6

المصدر: تقارير البنك المركزي، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

(\*) مؤشر كفاية الاحتياطيات الدولية = M2 السيولة المحلية

صافي الاحتياطيات الدولية

هذا وقد أسفر الالتزام بالاتفاق مع الصندوق في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي 2016-2019 أن ارتفعت قيمة صافي الاحتياطات الدولية إلى 44.481 مليار دولار (جدول 3) وتزامن ذلك مع محاولة الحفاظ على استقرار الصرف حيث سجل 16.760 جنيه في عام 2019 (شكل رقم 1) ثم انخفض بنسبة 6% تقريباً في عام 2020 (ليسجل 15.756 جنيه)، ويستقر تقريباً عند نفس مستوى السعر في عام 2021 وهي الأعوام التي شهدت تأثيرات الجائحة ثم يقفز إلى متوسط 17.029 جنيه في 2022 بما يعكس تدهور قيمة الجنيه بنسبة 9% تقريباً في المتوسط تحت تأثير تداعيات الجائحة وغيرها من المستجدات العالمية. ويبرز شكل رقم (1) أن التطورات الشهرية خلال عام 2021 تشير إلى استقرار سعر الصرف ونجاح البنك المركزي في تحقيق الاستقرار في قيمة العملة عند سعر 15.660 جنيه.



شكل رقم (1): تطور سعر الصرف خلال السنوات 2019 حتى 2022

المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية، أعداد متفرقة.

وقد أعلن البنك المركزي مؤخرًا انخفاض احتياطي النقد الأجنبي ليسجل 33.37 مليار دولار في نهاية يونيو الماضي 2022 مقابل 35.49 مليار دولار في نهاية مايو بانخفاض يصل إلى ملياري دولار وأرجع البنك المركزي أسباب انخفاض الاحتياطي النقدي إلى الدور الذي يقوم به البنك في سداد المدفوعات المرتبطة بالمدىونية الخارجية المستحقة، ويذكر أن مصر سددت نحو 24 مليار دولار كالتزامات خارجية خلال 2022 (منها 10 مليار دولار ديون خارجية أقساط قروض خارجية مستحقة إلى جانب سداد 14 مليا دولار للصناديق الأجنبية).<sup>19</sup> بالرغم من صعوبة البناء على هذه المعلومات لعدم صدور أعداد تغطي شهري مايو، ويونيه من النشرة الإحصائية الشهرية إلا أن تنامي رقم المدىونية إلى 145 مليار دولار يقدم مؤشرًا على ارتفاع أرقام خدمة الدين الخارجي سواء أقساط أو مدفوعات فوائد في ظل الارتفاعات في أسعار الفائدة للقروض والسندات مع تأثير الأزمة الأخيرة.

<sup>19</sup> حول هذا التصريح أنظر الأهرام، العدد 8 يوليو 2022.

ويبدو أن الأزمة الأوكرانية الروسية أُلقت بظلالها على التسارع في سعر الصرف للدولار خلال الأشهر فيما بعد فبراير 2022 متأثرة بكافة المتغيرات والمستجدات من ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة وهروب رؤوس أموال المحفظة بحيث ارتفع السعر من 15.661 جنيه (فبراير) إلى 18.358 جنيه (أبريل) بنسبة زيادة قدرها 17% ثم استمر استقرار السعر عند 18.40 جنيه في المتوسط بين مايو، يونيو 2022.

ويمكن تسجيل الملاحظات التالية من جدول رقم 3 كمتوسط للسنوات:

1- إن لجوء البنك المركزي لمواجهة تقلبات سعر الصرف بالتدخل بالاحتياطيات الدولية إبان المستجدات كانت في أدنى الحدود خلال السنوات التي شهدت تداعيات كوفيد 19، ولكن بداية تأثير الأزمة الروسية/ الأوكرانية انعكست في هبوط الاحتياطيات بنسبة 10% في مارس 2022 مقترنة باستجابة لهبوط في قيمة العملة المحلية بنسبة 6% (-).

2- إن مؤشر كفاية الاحتياطيات ارتفع بشكل ملحوظ من متوسط (5) في السنوات التالية للجائحة وباتجاه صعودي في الأعوام التالية بحيث تجاوزت النسبة مثلتها في الدول الآسيوية إبان الأزمة الآسيوية 1997 (حيث سجلت قيم المؤشر أعلاها 6.4 في إندونيسيا، 6.2 كوريا)، بينما بالنسبة لمصر وفقاً للجدول فقد زادت من حوالي 5 حتى وصلت 8.4 في يناير 2022 ثم ارتفعت قيمة المؤشر إلى 9.2 تقريباً في فبراير 2022، وإلى 10.2 في مارس من نفس العام 10.2. ومفاد ذلك أن وضع مصر مقارب لهذه الدول إبان الأزمة المالية العالمية كذلك أن الدول التي تعاني من تزايد حدة العجز في الميزان التجاري حالة مصر عليها أن تقرض مؤقتاً قيوداً على حركة رأس المال.<sup>20</sup> وتوضح بيانات جدول رقم (3) أنه بالإضافة إلى استمرار ارتفاع معدل نمو السيولة المحلية مع تواتر الأحداث اقترن ذلك بارتفاع نسبة السيولة المحلية M2 إلى إجمالي الناتج من 72.6% في عام 2019، 77.5% في عام 2020، 84.5% في عام 2021 ليسجل 91.3% في مارس 2022.<sup>21</sup>

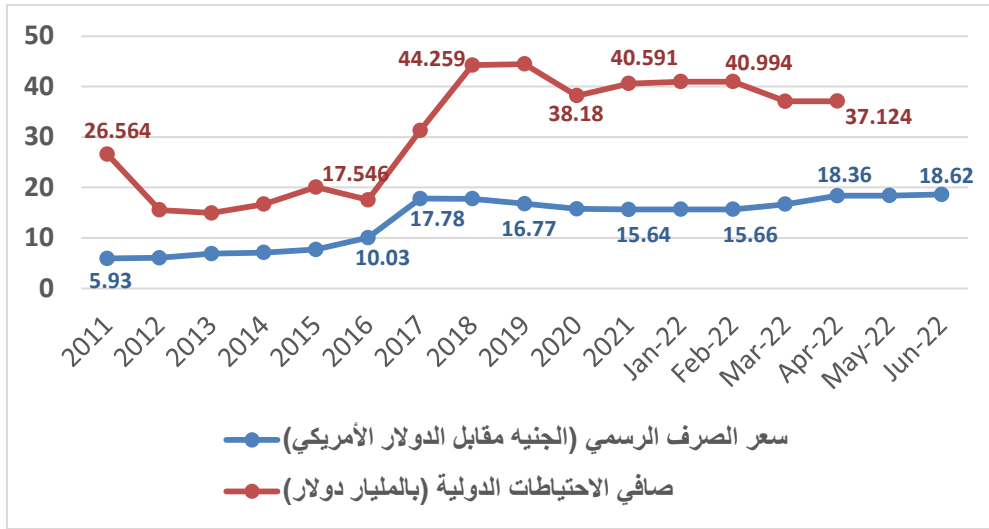
3- استناداً إلى تطور عدد شهور الواردات السلعية التي يغطيها صافي الاحتياطيات الدولية تشير النشرة الإحصائية للبنك المركزي إلى هبوط عدد الأشهر من 5.8 شهراً في يناير، فبراير 2022 إلى 5.2 شهراً في مارس 2022.

4- كما تمت الإشارة سلفاً فإن صافي الاحتياطيات الدولية قد هبطت من حوالي 41,000 مليار دولار في فبراير 2022 إلى نحو 33.37 مليار دولار في يونيو 2022 أي بنسبة هبوط قدرها حوالي 18% خلال أربعة أشهر وذاك مقابل تدهور في قيمة الجنية قدرها حوالي 15% خلال الفترة (ما بين فبراير، يونيو). وهذا مفاده أن تأثير الأزمة قد استلزم التدخل بالإدارة بالاحتياطيات وسمح لأسعار الصرف بالجنيه

<sup>20</sup> فادية محمد عبد السلام: مرجع سبق ذكره، ص 15-16.

<sup>21</sup> وفقاً لجدول رقم (1) ارتفع معدل نمو السيولة المحلية من 15% عام 2019 ليسجل 23%، 21.5%، 22.5% على الترتيب خلال السنوات 2020 وحتى مارس 2022.

المصري للتدهور بالرغم من النجاح سابقاً في الاحتفاظ باستقراره عند مستوى الدولار = 15.66 جنيه وهو ما يمكن أن يتأكد لنا من تتبع شكل (2).<sup>22</sup>



شكل رقم (2): تطور سعر الصرف الرسمي للدولار وصافي الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (2011-2022)

علاقة الارتباط طردية، معامل الارتباط 0.883

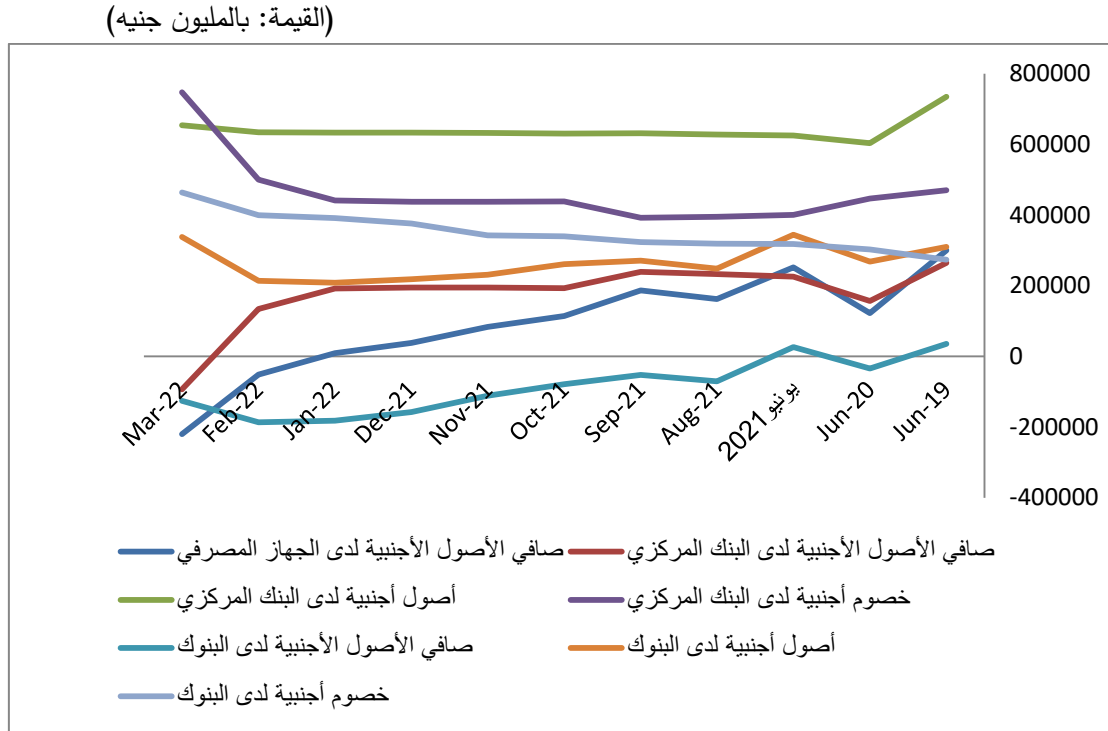
المصدر: بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول رقم (1).

6- بالإضافة إلى ما سبق فإن شكل (رقم 3) والخاص بتطور صافي الأصول الأجنبية بالمليون جنيه يشير بجلاء أن تأثيرات الأزمات (الجائحة، والأزمة الروسية/الأوكرانية) قد انعكست في تنامي الاتجاه نحو تزايد التزامات الجهاز المصرفي تجاه الخارج بما يفوق مستحقته وخاصة فيما يتعلق بقطاع البنوك أكثر من البنك المركزي حيث تراجع الرصيد الإيجابي لصافي الأصول الأجنبية خلال سنوات الجائحة 2019، 2020 حتى 2021 حيث تراجع الرصيد من 300120 مليون جنيه في عام 2019 ليسجل 37828 مليون جنيه في 2021 بنسبة انخفاض قدرها

<sup>22</sup> بعد الحرب العالمية الثانية في الستينيات والسبعينيات من القرن الماضي كان الاعتماد بصفة أساسية على مفهوم القاعدة النقدية لتحديد كفاية الاحتياطيات الدولية ثم تلى ذلك الاهتمام بمفهوم التجارة الخارجية وخاصة حجم الواردات مقارنة بحجم الاحتياطيات، وبعد ذلك انصب الاهتمام بمفهوم تدفقات رأس المال في الأجل القصير ثم مفهوم التحوط من الأزمات المحتملة وقوعها باستخدام نظم الإنذار المبكر. هذا وقد ربط خبراء الصندوق مدى كفاية الاحتياطيات الدولية بحجم التجارة الخارجية باعتبارها أكبر بند من بنود ميزان المدفوعات، وانتهوا إلى ضرورة تحديد نسبة الاحتياطيات إلى التجارة الخارجية ما بين 30% - 50%. ولقد انتهت الدراسات الحديثة متأثرة بالالتزامات المالية العالمية إلى أن استخدام نسب الاحتياطيات الدولية إلى عجز ميزان المدفوعات أكثر شمولاً وواقعية. ولذا يجب الأخذ في الاعتبار الأهمية المتزايدة لتدفقات رؤوس الأموال بمعنى نسبة حجم الاحتياطيات الدولية إلى الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل (مدفوعات خدمة الدين)، ولذا يتعين أن تغطي الاحتياطيات الديون الخارجية قصيرة الأجل مع وجود عجز في الحساب الجاري وكذلك وجود سعر صرف حقيقي، وفي حالة الانحراف عن هذين الشرطين فالأمر يتطلب المزيد من الاحتياطيات الدولية، حيث أن زيادة الاحتياطيات يقلل من حساسية الدولة تجاه التقلبات الخارجية ويزيد من قدرتها على مواجهة الأزمات المالية غير المتوقعة.  
حول ذلك يمكن الرجوع إلى:

- Joshua Aizenman and Jorge Fernandez, 2006, Signaling Credibility-choosing optimal debt and International reserves, Ruiz, El Colegio de Mexico, June,
- Reserve requirements and aggregate shocks, 2005, optimal policy response in small open economies, Eduardo, j.j. Ganapolsky. Federal Reserve Bank of Atlanta, Jan.

87.4% خلال العامين. إلا أن الرصيد سجل سالبًا بتجاوز الالتزامات للجهاز المصرفي قيمة الاستحقاقات مع الخارج في الشهور فبراير ومارس باشتداد الأزمة الروسية/الأوكرانية بنسبة تزيد في الالتزامات 424.5% خلال الشهرين.



شكل رقم (3): تطور الأصول والخصوم الأجنبية لدى الجهاز المصرفي خلال الفترة (2019 - 2022)

المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، عدد رقم (302) - مايو 2022، جدول رقم (5)، ص 30 - 31.

هنا تشير أزمة دول شرق آسيا إلى كيف يمكن للاقتراض من النقد الأجنبي غير المغطى من جانب الشركات أن يتحول إلى خسائر هائلة بالنسبة للبنوك الدائنة وإلى اشتداد الطلب على النقد الأجنبي وحتى عندما تحقق البنوك التوازن التناسبي ما بين الخصوم والأصول بالعملة الأجنبية وتقدم إلى مقترضين ليس لهم تغطية بأن ذلك يثير مخاوف كبيرة في الائتمان والسيولة بالنسبة للبنوك. ويلاحظ بالنسبة للدول الآسيوية إبان الأزمة أنها سجلت نسبة ديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطيات الدولية بلغت 41%، 177%، 203%، 99.7% بالنسبة لماليزيا، أندونيسيا، كوريا الجنوبية وتايلاند على الترتيب.<sup>23</sup> والمتتبع لبيانات النشرة الإحصائية (302) للبنك المركزي يلاحظ أن السلطات النقدية قد نجحت في الحفاظ على نسبة الدين الخارجي قصيرة الأجل/صافي الاحتياطيات الدولية عند مستوى لم يتجاوز

<sup>23</sup> سما على فوزي، (2009): تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصادات الانتقالية (البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري)، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الخامس، جوان، ص 60.

39% حتى يعد تحرير سعر صرف الجنيه في 2016 وأن السنوات بعد الجائحة وبداية ظهور الأزمة الروسية لم تتجاوز النسبة فيها 34%.

6- من المتعارف عليه أن التذبذبات في قيمة الدولار مقابل عملة تالية يمكن أن يؤثر على درجة المرونة في عملة الدول المعنية. والتساؤل لأي مدى حاولت السلطات النقدية الحد من تذبذبات سعر صرف الجنيه مقابل الدولار خاصة وبالنسبة للعملة الرئيسيتين على الأقل مثل اليورو والجنيه الإسترليني. إذ على الرغم من استقرار الدولار/جنيه بعد العام الأول للجائحة 2020/2019 إلا أن الانخفاض أو التدهور في العملة بدأ في 22 مارس 2022 وتلاه انخفاض في الأشهر أبريل ومايو. وهذا يعني أن السلطات يتعين عليها أن تتدخل في سوق الصرف الأجنبي ليس فقط من أجل الدولار وإنما العملات الأخرى لشركاء التجارة،<sup>24</sup> وهذا يجعل من الجدير بالدراسة التفكير في ربط الجنيه بسلة من عملات شركاء التجارة الرئيسيين دون الاكتفاء بالدولار.

7- أن الاعتماد على مؤشر التغيرات في الاحتياطات كمتغير تقريبي يعكس تدخل البنك المركزي يكتنفه الكثير من الصعوبات:<sup>25</sup>

- أن الزيادات في الاحتياطات التي تصاحب المساعدات الأجنبية قد لا تذهب إلى سوق الصرف الأجنبي.
- والواضح أن تدهور الجنيه المصري لا يزال يدفع نحو سياسة نقدية انكماشية بحيث يصبح صعباً على البنك المركزي الاختيار بين استقرار سعر الصرف، استقرار مستوى التضخم ومن ثم يتعين على البنك المركزي أن يتحرك بعيداً عن استهداف سعر الصرف، ومن المؤكد أن نجاح السياسة النقدية يشير إلى ضرورة وجود سياسة مالية داعمة واستقرار اقتصادي كلي وأنظمة مالية متطورة وإطار مؤسسي ملائم وكلها عوامل هامة في نجاح استهداف التضخم.
- الأسلوب الأمثل لا يتم بالضرورة من خلال استهداف معدل التضخم في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بصورة ربع سنوية أو سنوية وذلك لأنه في الاقتصادات المفتوحة يؤثر سعر الصرف تأثيراً مباشراً على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين عن طريق أسعار الواردات (الوضع الحالي تضخم مستورد مع زيادة أسعار الغذاء والطاقة) وبما أن أسعار الصرف الأسمية تتذبذب استجابة لصدمتي (كوفيد 19) وكذلك لصدمة الحرب الروسية الأوكرانية مما قد ينتج عنه تقلبات بالغة

<sup>24</sup> وفقاً لما تم تسجيله لبيانات شركاء التجارة الرئيسيين يحظى الاتحاد الأوروبي على نصيب مرتفع نسبياً من إجمالي تجارتنا الخارجية على مستوى تجمعات الدول (29.3% في 2020/2019) ثم تراجعت حصتها إلى 16.3% في 2022/21، أما الولايات المتحدة فتحصل على نصيب قدره 6% بشكل يقترب من نصيب السعودية وتركيا من إجمالي تجارتنا الخارجية. ومفاد ذلك أن هناك أمور تستحق الاهتمام: التذبذب في سعر صرف الجنيه فيما يتعلق بالدولار استجابة للتجارة والتدفقات المالية، التذبذب في سعر صرف الدولار في علاقته باليورو ثم التضخم النسبي في مصر مقارنة بشركاء تجارتها الرئيسيين، هذه الضغوط التضخمية المستمرة من شأنها أن تترجم بخسائر في تنافسية الصادرات (بدلالة سعر الصرف الحقيقي الفعلي).

حول بيانات التوزيع لشركاء التجارة يرجى الرجوع إلى النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي المصري (302).

<sup>25</sup> فادية مجد عبد السلام، (2014): أزمة الجنيه المصري .. وبعض الحلول المقترحة، لقاء الخبراء، سلسلة أوراق اقتصادية، العدد (17).

في أسعار الفائدة والناجح المحلى وبديل ذلك استهداف معدل التضخم في القطاع غير القابل للتجارة الدولية والذي يتأثر بدرجة أقل بتحركات سعر الصرف.

#### (4) مقترحات لتحجيم الانعكاسات السلبية للتضخم

##### أ. على صعيد السياسة النقدية وسعر الصرف

- الاتجاه التدريجي نحو تشديد السياسة النقدية مع الإفصاح الكامل لتقادي حدوث أي اضطرابات مالية داخلية، تغيير نهج السياسة النقدية من الاعتماد على الأموال الساخنة في تحقيق تركيب الاحتياطات.
- الاستمرار في تبني تدابير السياسة النقدية غير التقليدية، ومن أهم الأدوات سياسات تشجيع البنوك التجارية على توجيه الائتمان للقطاعات الأكثر تأثراً بالأزمة والمشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- قد يكون التدخل في أسواق الصرف والعملات هو السبيل لتخفيف من وطأة خروج رؤوس الأموال الأجنبية استناداً إلى ارتفاع رصيد الاحتياطات الدولية لسد العجز في العملة الأجنبية، ولكن في الحالة المصرية يتعين وضع قيود مؤقتة على حرية رؤوس الأموال الساخنة لتعرض رصيد الاحتياطات الدولية لهزات متتالية وارتفاع رقم المديونية الخارجية.
- الدراسة الجادة لربط سعر صرف الجنيه بسلة من عملات شركاء التجارة الرئيسيين.

##### ب- على صعيد السياسة المالية والمالية العامة

- ترشيد الإنفاق الحكومي بإعطاء الأولوية للقطاع الصحي والقطاعات الأكثر تأثراً بالجائحة مع تخفيض عجز الموازنة.
- الإفصاح عن خطة واضحة ودقيقة لتحقيق الانضباط المالي بما يحول دون هيمنة السياسة المالية على النقدية وتعزيز استقلالية السياسة النقدية.

##### ج- مقترحات في الأجل الطويل

- تقوية شبكات الأمان الاجتماعي من خلال توسيع نطاق شمول تلك الشبكات وتعزيز كفاءة عملية استهداف المستحقين للدعم.
  - الاستمرار في تطبيق إجراءات الإصلاح الهيكلي التي تهدف إلى رفع درجة الاكتفاء الذاتي في المحاصيل الاستراتيجية كالحبوب والزيوت مع الحرص على زيادة الإنتاج والقيمة المضافة في الزراعة والصناعة بالإضافة إلى تطوير الاتصالات وتقنية المعلومات.
  - تشجيع الاستثمارات المباشرة في القطاعات ذات القيمة المضافة المرتفعة التي تحقق الاكتفاء الذاتي من السلع الأساسية.
- السياسة المثلى لاحتواء التضخم هي:

- العمل على جانب العرض عبر عدد من السياسات المصممة لخفض التكاليف.
- تحسين الكفاءة الإنتاجية والقدرة التنافسية:
  - تخفيض معدلات الضرائب.
  - إصلاحات أسواق العمل.
  - تحسين التعليم والمهارات والتدريب.
  - تحرير أسواق السلع والخدمات مع تعزيز آليات الرقابة من قبل الدولة وجهازها التشريعي.
  - حوافز لتمكين الشركات الناشئة لإجراء تحسينات على البنية التحتية.

### (5) مقترحات بسياسات دولية

- مقترحات خاصة بالغذاء

(أ) لضمان إمدادات كافية من الغذاء المتاح لكل السكان

- بالنسبة للحكومات المعتمدة على واردات الغذاء والأسمدة البحث عن تنوع مصادر التوريد: تعزيز تنوع مصادر واردات الإنتاج المحلية والإفراج عن المخزون الغذائي القائم.
- بالنسبة لأصحاب المصالح لابد من زيادة المتاح خلال التخفيضات في الفوائد الغذائية خلال قنوات حلقات التوريد. كذلك على الدول التي يتوافر لديها مخزون غذائي كبير أن تدعم الدول التي في احتياج.
- التركيز على مدخلات صغار المنتجين ومصنعي الغذاء المحليين.
- الحفاظ على استقرار أسعار الشحن: المساهمة مع الجهود الدولية للحد من الارتفاعات في أسعار الشحن واللوجستيات.

(ب) تمكين الفئات الأكثر احتياجًا من الحصول على الغذاء وتحقيق ذلك من خلال تدخلات حماية اجتماعية للتخفيف من الصعوبات ورفع الرفاهية:

- المساعدات الإنسانية.
- يجب على الحكومات ومنظمات NGO's والمنظمات الدولية توفير التمويل لذلك.
- استثناء مشتريات الغذاء للـ WFP من القيود التصديرية الغذائية.

### (ج) تشجيع التوظيف السليم للأسواق السلعية الدولية

- تتبع مسار السوق باستمرار وتحديد الانقطاعات المحتملة وتنسيق الجهود العاجلة للحد من الآثار
- الامتناع عن وضع قيود تجارية أو حظر صادرات بالنسبة للغذاء والأسمدة على مستوى الطلب المحلي والعالمي أو تخزين المنتجات، والتحركات بغرض المضاربة.

### (د) Access to Finance التمويل



- تأسيس آليات تمويلية سليمة لدعم حكومات الدول المتضررة من الأزمة والغير مؤهلة للحصول على IDA.

مقترحات خاصة بالطاقة

1- في الأجل القصير استمرار الاقتصادات المتقدمة في تبنى منهج منسق خلال منظمة النفط العالمية IEA لجعل احتياطات النفط متاحة للسوق العالمي:

- تقليص استخدام القمح كوقود حيوي.

2- استهداف التخفيف عن الدول والسكان الأكثر عرضة لمخاطر الصدمات خلال تحويلات الدعم النقدي المستهدف وبرامج المساعدة الاجتماعية.

السياسات المطلوبة في الأجل المتوسط

- مشروعات الطاقة المتجددة.
- التحولات الخاصة بالبنية التحتية للنقل العام منخفض الكربون.
- إزالة حواجز الاستثمار في سلسلة التوريد الشمسية. وهذا من شأنه نشر رأس المال لتعزيز الصناعات التحويلية المحلية والاقليمية.
- مسار الهيدروجين الأخضر: متضمناً التمويل، التأسيس والإنشاءات، خلق طاقات في ظل دعم البلدان الرائدة المستثمرة في الهيدروجين الأخضر.

مطالبة المؤسسات الدولية بتوفير التمويل لغرض الطوارئ emergency concessional financing مشتملاً على المنح ومع التأكيد على النقل الإيجابي للموارد للدول المتضررة اجتماعياً واقتصادياً.

مطالبات خاصة بـ IMF:

- زيادة الحدود المتاحة للمساعدات المالية السريعة والأدوات المالية وزيادة التسهيل السريع الائتماني RCF لمستويات الأزمة ومدتها لحدود 2024 على الأقل.

• دعم الجهود الرامية لزيادة تعهدات الدول لإعادة هيكلة حقوق السحب الخاصة SDR، الذي من شأنه تعزيز تمويل IMF من خلال صندوق تقليص الفقر والنمو Poverty reduction and

Growth Trust (PRGT) Multilateral Development

- مطالبة بنوك التنمية المتعددة الأطراف (MDB) بتخفيف حدة الديون Debt relief، وهذا يتطلب تحليل استدامة الديون لتقدير طبيعتها وحجم التقليل المطلوب بشأنها.

• يجب أن يأخذ التقليل في اعتباره احتياجات التمويل للانتعاش، التغير المناخي، وأهداف SDGs.

- مطالبة مجموعة 20 لتنشيط مبادرة توقيف خدمة الدين لمدة سنتين multilateral Debt service suspension initiative وإعادة الجدولة لفترة استحقاق 2-5 سنوات.

- الحاجة لتحديد الزمنى الواضح والشفافية الخاصة بالديون المغطاة ومدفوعات خدمة الدين وكذلك أن تشمل المبادرة دائنين من القطاع الخاص وتوسيع دائرة الدول eligibility المؤهلة لتطبيق المبادرات.
- ربط مدفوعات الدين بمؤشرات الأداء الرئيسية تجاه المناخ والطبيعة.
- مطالبة الدول استيفاء تعهدات ODA المناظرة لـ 0.7% من GNI وحماية الحصص الجارية من المساعدة بالدول النامية وكذلك ضمان تمويل ملائم لجهود مواجهة (كوفيد) وتلبية الهدف العالمي بتغطية التحصين لنسبة 70% من كل الدول عام 2022 واستيفاء التزامهم بتوفير 100 بليون دولار لتمويل المناخ في 2022.

## المراجع

## أولاً: مراجع باللغة العربية

- جريدة الأهرام اليومية، عدد 17 يونيو 2022.
- البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، ديسمبر 2019.
- سما على فوزي، (2009): تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصادات الانتقالية (البداية الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري)، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الخامس، جوان.
- عبد الفتاح الجبالي، (2022): الجنيه المصري وسعر الفائدة، عدد الأهرام، 22 يونيو.
- فادية محمد عبد السلام، (2013): أزمة الجنيه المصري.. وبعض الحلول المقترحة، لقاء الخبراء، سلسلة أوراق اقتصادية، العدد (17).
- محمد يوسف، (2022): صدوع التضخم في الاقتصاد الأمريكي، السياسة الدولية، ملف خاص، العدد 238، أبريل.
- محمود محيي الدين، (2022): هذه هي السياسات المطلوبة لمواجهة التضخم في الدول النامية "حياة كريمة" أمل مصر في إحداث الفارق، حوار خاص، مجلة السياسة الدولية، العدد 238، أبريل.
- معهد التخطيط القومي، (2018): تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام 2003 مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف التنمية، رقم (297)، سبتمبر.

## ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

- IMF, Regional Economic Middle East and Central Asia, April 2022
- Joshua Aizenman and Jorge Fernandez, (2006), Signaling Credibility-choosing optimal debt and International reserves, Ruiz, El Colegio de Mexico, June.
- Reserve requirements and aggregate shocks, (2005), optimal policy response in small open economies, Eduardo, j.j. Ganapolsky. Federal Reserve Bank of Atlanta, Jan.
- UN, Global Impact of War in Ukraine on Food, Energy and Finance Systems, 13 April 2022.
- UN, Global Impact of War in Ukraine on Food, Energy and Finance Systems, 13 April 2022.
- World Bank Group, Global Economic Prospects, June 2022.

## ثالثاً: المواقع الإلكترونية

[https://gate.ahram.org.eg/News/3580532.aspx,7/17/2022.](https://gate.ahram.org.eg/News/3580532.aspx,7/17/2022)

## الملاحق

**ملحق (1):** خطوات تعامل الدولة مع الأزمة حسب تصريحات رئيس الوزراء

- تعزيز نشاط القطاع الخاص: الإعلان عن برنامج لمشاركة القطاع الخاص في الأصول المملوكة للدولة يستهدف 10 مليارات دولارات كل سنة لمدة 4 سنوات.
- زيادة توظيف الصناعات المصرية.
- تبنى خطة واضحة لخفض الدين العام وعجز الموازنة.
- وضع إجراءات تنشيط البورصة المصرية.
- إجراءات للمضي في الحماية الاجتماعية وتوفير السلع الأساسية للمواطنين.
- 6-10% معدل التضخم لدينا (الأهرام 16 مايو 2022، تصريح رئيس الوزراء).
- استيراد 41% من احتياجاتنا من الحبوب من روسيا وأوكرانيا وكذلك اعتماد القطاع السياحي على 31% من الأعداد السياحية الوافدين من هذين السوقين فإن جهود الحكومة تتركز في الآتي:

• توفير أسواق بديلة للقمح، وكذلك توفير أسواق بديلة للسياحة.

على الجانب الآخر تقدر الأعباء المالية المترتبة على الأزمة 13 مليار جنيه تم رصدتها كتأثير مباشر للأزمة من خلال زيادة أسعار القمح والبتترول، وأسعار الفائدة وذلك فضلاً عن تأثيرات أخرى غير مباشرة قدرت بـ 335 مليار جنيه.

وقد انعكست آثار الأزمة في:

- الخروج لرؤوس الأموال الساخنة والاستثمارات التي كانت موجودة وقد تجلت المواقف الإيجابية للأشقاء العرب في تعويض خروج هذه الأموال للحفاظ على الاستقرار النقدي للعملة الأجنبية في مصر.

أما عن برنامج تعزيز المشاركة للقطاع الخاص، فيمكن الإشارة إليه على النحو التالي:

- ثلث الاستثمارات العامة كانت موجهة للمشروعات القومية (الكهرباء، الغاز، شبكة الطرق والنقل)، مع العلم بأن من يقوم بتنفيذ المشروعات القومية هي شركات تابعة للقطاع الخاص
- أهداف مشاركة القطاع الخاص خلال الثلاث سنوات القادمة.

• إذا كان نصيب القطاع الخاص من إجمالي الاستثمارات نسبة 30% مقابل 70% للدولة فالمستهدف أن ترتفع نسبة مشاركة القطاع الخاص لتصبح 65% من إجمالي الاستثمارات مقابل 35% للدولة.

- يتم ذلك وفق محاور: تحسين مناخ الأعمال، إطلاق حزمة من الحوافز، اتصال مباشر مع القطاع الخاص.

- الهدف هو تسييل أصول بقيمة 40 مليار دولار خلال أربع سنوات:
  - ستحول الدولة إلى نظام حق الانتفاع في الأراضي الصناعية بلا قيود.
  - الأراضي التي تملك يكون التسعير فيها بقيمة المرافق.
  - تسهيل وتيسير الإجراءات الخاصة بالشركات الناشئة (ريادة الأعمال).
  - بموجب ذلك سيتم الاعتماد على فتح وغلق الشركات عن طريق الإنترنت.
  - السماح بفتح الشركات الافتراضية دون التقيد بوجود مقر فعلي للشركة.
  - تعديل القوانين سعياً للتوسع في المناطق التكنولوجية.
  - تيسير إجراءات دخول المعدات والمستلزمات الالكترونية.
  - تم اتخاذ مجموعة قرارات لتيسير إجراءات إصدار التراخيص والموافقات بحد أقصى 20 يوم.
  - إطلاق حزمة من الحوافز المتنوعة والجديدة، تتضمن حوافز خاصة بقانون الاستثمار، وحوافز خضراء، وحوافز الاستثمار في القطاع الصحي.
  - الرخصة الذهبية التي يقوم بإصدارها رئيس الوزراء تجب كل الموافقات والاشتراطات المصدرة.
- صدور قرار من مجلس الوزراء يتضمن امتيازات وحوافز للقطاعات والمشروعات التي تتواجد في القطاع (أ) الذي يضم المنطقة الاقتصادية لقناة السويس، والعاصمة الإدارية الجديدة، ومدن الصعيد، لتشجيع الاستثمارات في تلك المناطق فضلاً عن الحوافز الخضراء.
- إدراج كل مشروعات إنشاء المستشفيات والمراكز الصحية ضمن منظومة الاستثمار الجديدة.
- المفاوضات مع صندوق النقد الدولي: مصر بدأت المفاوضات مع صندوق النقد الدولي مع الضغوط الكبيرة التي حدثت بسبب موجة التضخم ومع الأزمة الروسية/الأوكرانية وذلك بالتركيز على المكون التمويلي للبرنامج المصري للتعاون مع الصندوق.

جدول رقم(1): متوسط سعر الصرف الدولار خلال (2019-2022)

Year	Average exchange rate
2019	16.7595
2020	15.7562
2021	15.6457
2022	17.0285

Source :Central Bank of Egypt, data, Time Series, exchange rate.

Note: the Average of Year (2022) till 14/6/2022.

جدول رقم(2): متوسط سعر الصرف الدولار من 21 ديسمبر 2021 وحتى 22 يونيو 2022

Months	Average of Exchange rate
Dec-21	15.6611
Jan-22	15.6610
Feb-22	15.6609
Mar-22	16.6837
Apr-22	18.3578
May-22	18.3806
-22Jun	18.6247

Source: Central Bank of Egypt ,data, Time Series, exchange rate.

جدول رقم (3): تطور سعر الصرف الرسمي للدولار وصافي الاحتياطيات الدولية خلال 2011 وحتى منتصف 2022

السنوات	سعر الصرف الرسمي (الجنيه مقابل الدولار الأمريكي)	صافي الاحتياطيات الدولية* (بالمليار دولار)
2011	5.93	26.564
2012	6.06	15.534
2013	6.87	14.936
2014	7.08	16.687
2015	7.69	20.082
2016	10.03	17.546
2017	17.78	31.305
2018	17.77	44.259
2019	16.77	44.485
2020	15.76	38.18
2021	15.64	40.591
Jan-22	15.66	40.98
Feb-22	15.66	40.994

\* البيانات الواردة في صافي الاحتياطيات الدولية خاصة بشهر يونيو لكل عام مالي.

37.082	16.68	Mar-22
37.124	18.36	Apr-22
-	18.38	May-22
-	18.62	Jun-22

المصدر:

- البنك المركزي المصري، البحوث الاقتصادية، النشرة الإحصائية الشهرية، عدد رقم (189) - (249) - (302).
  - البنك المركزي المصري، البحوث الاقتصادية، السلاسل الزمنية، سعر الصرف، متاح على الرابط التالي:  
<https://www.cbe.org.eg/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/ExchangeRateshistorical.aspx>
  - بيانات البنك الدولي، متاحة على الرابط التالي:  
<https://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF>
- وبحساب معامل الارتباط بين المتغيرين (سعر الصرف الرسمي وصافي الاحتياطات الدولية) بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول السابق وجد أنه بلغ (0.88334) أي أنه هناك علاقة طردية قوية بين المتغيرين.