



سلسلة أوراق عمل معهد التخطيط القومي

استدامة الدين الخارجي المصري:

"هل تحتاج إلى إدارة مختلفة
للالوث المستحيل؟"

إعداد
د. محمد زكي

ورقة عمل رقم (1 - 2024)
فبراير 2024



سلسلة أوراق عمل

استدامة الدين الخارجي المصري:
"هل تحتاج إلى إدارة مختلفة للثالوث المستحيل؟"

د. محمد زكي
اقتصادي وخبير اول المالية العامة
m.zaky@feps.edu.eg

ورقة عمل رقم 1-2024

تم النشر لأول مرة في عام 2024 بواسطة معهد التخطيط القومي.

سلسلة أوراق عمل معهد التخطيط القومي: تستهدف هذه السلسلة عرض بعض النتائج الأولية للبحوث التي يجريها معهد التخطيط القومي بقصد مناقشتها من جانب المعنيين من داخل المعهد وخارجه تمهيدا لتطوير هذه النتائج والارتقاء بمستوي البحث العلمي بالمعهد، وإعادة نشر الورقة في وعاء نشر محكم محليا أو إقليمياً أو دولياً.

حقوق النشر © معهد التخطيط القومي 2024

كل الحقوق محفوظة. لا يجوز إعادة إنتاج أي جزء من هذا المنشور بأي شكل من الأشكال الورقية أو الإلكترونية أو الميكانيكية أو التحريرية، بما في ذلك أنظمة تخزين واسترجاع المعلومات، دون إذن كتابي من الناشر.

النتائج والتفسيرات والاستنتاجات والآراء الواردة في هذه السلسلة لا تعبر بالضرورة عن وجهة نظر المعهد وإنما هي مسؤولية المؤلف أو المؤلفين.

WWW.INP.EDU.EG

جمهورية مصر العربية - طريق صلاح سالم - مدينة نصر - القاهرة - مكتب بريد رقم 11765
A.R.E SALAH SALEM ST. NASR CITY, CAIRO P.O.BOX: 11765

سلسلة أوراق عمل - معهد التخطيط القومي

استدامة الدين الخارجي المصري: "هل تحتاج إلى إدارة مختلفة للثالوث المستحيل؟"

**External Debt Sustainability in Egypt:
"Does it really need different management for the
impossible trinity?"**

د. محمد زكي

اقتصادي وخبير اول المالية العامة

m.zaky@feps.edu.eg

يتوجه المؤلف بالشكر للباحثين أسماء زريق، ودينا عبد العظيم ببرنامج الدكتوراة بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية، والاستاذة نوران عادل، على جهودهم المتميزة ومساعدتهم البحثية في هذه الورقة.

ملخص:

تتناول هذه الورقة قضية ارتفاع الدين الخارجي في مصر، وتقوم بتقييم استدامة هذا الدين مع توضيح الفروق الجوهرية بين الأزمات الراهنة وغيرها من الأزمات الأخرى.

وتتضمن أهداف الورقة: تحليل مفهوم الدين الخارجي، وأسباب زيادة المديونية، مع إجراء مقارنة بين مؤشراتنا الأساسية فيما بين مصر والدول الأخرى، فضلا عن رسم خارطة طريق للخروج من الأزمة الراهنة.

وقد توصلت الورقة إلى عدة نتائج أساسية ومنها: ارتفاع حجم الدين الخارجي بما يوازي أربع مرات خلال الفترة من (يونية 2011- يونية 2023) ليصل إلى 164.5 مليار دولار، وقد اقترنت تلك الزيادة بتغيرات هيكلية كبيرة. وقد ترتب على التراجع الكبير في نسبة الصادرات للناتج المحلي الإجمالي في مصر على مدار السنوات الأخيرة زيادة حجم الدين الخارجي وأعباء خدمته نسبة للصادرات في مصر عن جميع دول المقارنة بفروق كبيرة. كما خلصت الورقة إلى أن الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري، وغيرها من الأزمات، جاءت منبثقة من حزمة السياسات التقليدية القائمة على تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات مع تثبيت سعر الصرف لفترات طويلة، مع زيادة أسعار الفائدة المحلية لجذب الأموال الساخنة لمواجهة العجز الهيكلي في الحساب الجاري لميزان المدفوعات.

وقد قدرت الورقة فجوة التمويل الخارجية في عام 2024 بأكثر من 19.0 مليار دولار، ويحتاج سد هذه الفجوة إلى ضرورة عدم التباطؤ في تنفيذ توصيات صندوق النقد الدولي، والتوسع في عمليات مبادضة الاستثمارات بالديون الخارجية، وتسريع عملية تخارج الدولة من الأنشطة غير الاستراتيجية. وتوصي الورقة بضرورة تبني حزمة من الإجراءات على الأجل الطويل تتضمن تبني استراتيجية للتصنيع من أجل التصدير، وتبني إدارة مختلفة للثالث المستحيل في السياسة النقدية، وتحسين أطر حوكمة الدين الخارجي.

ومن أهم الدروس المستفادة التي خلصت إليها الورقة: عدم الاعتماد لفترات ممتدة على الأموال الساخنة وتحولات العاملين بعيدا عن تنويع هيكل الاقتصاد الوطني وتعزيز استدامة الصادرات.

والخلاصة أن هذه الورقة، تقدم رؤى متكاملة حول ديناميكيات الدين الخارجي المصري، وتقدم لصانعي السياسات والأطراف المعنية توصيات قابلة للتنفيذ من أجل الخروج من الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري وتعزيز استدامته على المدى الطويل.

الكلمات الدالة:

الدين الخارجي المصري؛ استدامة الدين الخارجي؛ الثالث المستحيل؛ أطر حوكمة الدين؛ سعر الصرف؛ أسعار الفائدة.

Abstract:

This paper addresses the surge in Egypt's external debt, evaluating its sustainability and distinguishing current crises from past crises. The objectives encompass conceptual analysis, comparative assessments, root cause analysis, and a roadmap for crisis resolution. Key findings reveal a fourfold increase in Egypt's external debt from June 2011 to June 2023, reaching \$164.7 billion, accompanied by structural shifts. The debt-to-export ratio and service burdens diverge unfavorably from comparable countries, reflecting a decline in Egypt's export-to-GDP ratio. The crisis originates from capital account liberalization, prolonged exchange rate stability, and increased domestic interest rates, creating a deficit in the current account.

A looming external financing gap of \$19.0 billion in 2024 necessitates swift implementation of IMF-recommended reforms, debt-investment swaps, and an accelerated exit from non-strategic economic activities. Long-term recommendations focus on export-led industrialization, managing the impossible trinity in monetary policy, and enhancing governance frameworks. Lessons learned underscore the significance of sustained exports, caution against prolonged reliance on hot money, and stress the need for a diversified economy beyond remittances. In essence, this paper offers insights into Egypt's external debt dynamics, providing actionable recommendations for policymakers and stakeholders to navigate the current crisis and foster long-term sustainability.

Key Words:

Egypt's External Debt; External Debt Sustainability; Impossible Trinity; Debt Governance Frameworks; Exchange Rate; Interest Rates

مقدمة:

- على مدار أكثر من خمسة عقود متتالية، ومنذ بداية السبعينات من القرن العشرين، شهد مسار الدين الخارجي المصري خمس مراحل مختلفة. بدأت هذه المراحل بمرحلة سنوات الحرب، والتي اتسمت بالثبات النسبي في حجم الدين الخارجي نتيجة لتدفق المساعدات العربية في أثناء تلك الفترة. ثم تلاها مرحلة ثانية قصيرة من التحرك التدريجي في مستوى الدين الخارجي لتلبية متطلبات إعادة الإعمار بعد انتهاء سنوات الحرب. ليدخل الاقتصاد المصري بعد ذلك في مرحلة ثالثة طويلة وممتدة من التزايد المطرد في حجم الدين، بدأت في عام 1977 وانتهت بأزمة الديون الخارجية التي تفاقمت خلال سنوات النصف الثاني من عقد الثمانيات، وتم الخروج منها نتيجة لمعطيات استثنائية فرضتها ظروف وملايسات حرب الخليج الثانية في عام 1990. ومنذ ذلك التاريخ تبلورت ملامح مرحلة رابعة من مراحل تطور الدين الخارجي المصري، امتدت قرابة عقدين متواصلين، واقتترنت بنتيبت شبه تام لحجم الدين الخارجي حتى قيام ثورة يناير من عام 2011، لتبدأ بعدها مرحلة خامسة من مراحل تطور الدين الخارجي المصري اتسمت بالزيادات الكبيرة في حجم هذا الدين، خاصة بعد حدوث الاستقرار السياسي، حيث تبلورت رؤية جديدة تقوم على التوسع في الاقتراض الخارجي لتمويل المشروعات التنموية الكبرى.
- فخلال السنوات من عام 1970 حتى عام 1973، والتي يمكن أن نطلق عليها مرحلة سنوات اقتصاد الحرب، ظل المتوسط السنوي لحجم الدين الخارجي المصري مستقرًا حول ملياري دولار تقريبًا. وعلى الرغم من ظروف الحرب التي أدت إلى تراكم أعباء خدمة الدين الخارجي، فإن استمرار الدعم العربي للاقتصاد المصري، خاصة من دول الخليج، لتوفير الواردات الأساسية ودعم الاحتياطات الدولية في أثناء الحرب⁽¹⁾ قد أسهم بشكل كبير في سداد المستحقات المتراكمة من أعباء خدمة الدين على مدار السنوات السابقة على حرب أكتوبر.
- وخلال السنوات (1974-1976)، ارتفع الدين الخارجي تدريجيًا من 2.2 مليار إلى 6.4 مليار دولار. ويمكن القول إنه مع البدء في سداد فواتير الحرب والعمل على إعادة البناء وتأهيل البنية التحتية للاقتصاد المصري والتي ظلت متهالكة على مدار سنوات الحرب، بدأ الدين الخارجي المصري يتحرك تدريجيًا، إلا أن استمرار الدعم العربي خلال هذه السنوات ساهم في إيجاد حلول مؤقتة لأزمة المديونية، خاصة فيما يتعلق بمشكلة الديون قصيرة الأجل خلال عامي 1975، و1976 اللذين شهدا طفرة كبيرة في حجم المعونات للاقتصاد المصري حيث سجلت نسبة المعونات إلى أعباء خدمة الدين الخارجي خلال هذين العامين أعلى معدلاتها من عام 1970 حتى الآن. فوفقًا

(1) وفقًا لبيانات البنك الدولي بلغ حجم المعونات التي تلقاها الاقتصاد المصري خلال الفترة منذ عام 1970 حتى عام 1974 أكثر من 2.1 مليار دولار في حين بلغ إجمالي أعباء خدمة الدين الخارجي 1.6 مليار دولار لبلغ

حجم المعونات 131.3% من حجم أعباء خدمة الدين الخارجي خلال تلك الفترة (World Bank, WDI, 2023).

ليبيانات البنك الدولي، بلغت نسبة المعونات إلى أعباء خدمة الدين الخارجي 467.6% في عام 1975، وارتفعت إلى 484.9% في عام 1976 (World Bank, WDI, 2023).

■ وبداية من عام 1977 حتى عام 1988 دخل الدين الخارجي المصري في مرحلة جديدة وممتدة اتسمت بالتزايد المطرد، فخلال تلك الفترة حقق حجم الدين قفزات كبيرة ومستمرة ليرتفع من 11.7 مليار دولار في عام 1977 إلى 46.2 مليار دولار في عام 1988 وهي أعلى قيمة وصل لها في تلك الفترة، حيث تراجع بقدر بسيط إلى 45.8 مليار دولار في عام 1989.

■ ويمكن القول إنه مع إعلان مصر عن رغبتها في توقيع اتفاقية للسلام مع إسرائيل في عام 1977 بدأ حجم الدعم العربي للاقتصاد المصري في التراجع التدريجي، وتزايد حجم الديون قصيرة الأجل التي بلغت أعلى قيمة لها في عام 1977، ولتبدأ مصر في ذلك العام في التفاوض مع صندوق النقد الدولي للحصول على قرض بقيمة 185.7 مليون دولار، والذي كان من شروطه البدء في تنفيذ سياسات الانفتاح الاقتصادي، وزيادة أسعار بعض السلع الأساسية. ومن هنا بدأت رحلة قفزات سعر الدولار أمام الجنيه المصري⁽²⁾، وبدأ حجم المخاطر المالية المحيطة بالدين الخارجي في التزايد.

■ وبناء عليه، فقد كان من المتوقع أن تتفاقم أزمة المديونية الخارجية في الاقتصاد المصري في بدايات عقد الثمانينات، والذي اتسم بتزايد حالات الإفلاس في دول كثيرة، حيث تراجعت نسبة المعونات للنتاج المحلي في مصر إلى أدنى قيمها على مدار الفترة لتبلغ 0.8% في عام 1980 في مقابل 12.3% من الناتج في عام 1975، إلا أن ثمة عوامل خارجية تضافرت في تلك الفترة وساهمت في تخفيف حدة الفجوة الدولارية في مصر وأدت إلى تأجيل تفاقم أزمة المديونية الخارجية إلى سنوات النصف الثاني من عقد الثمانينات (World Bank, WDI, 2023)، وأهم تلك العوامل ما يأتي:

- الزيادة غير المسبوقة⁽³⁾ في حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة القادمة إلى مصر بداية من عام 1979، بعد توقيع اتفاقية السلام مع إسرائيل.

(2) ظل الدولار مستقرًا عند سعر 40 قرشا خلال الفترة من عام 1970 حتى 1978. ومن عام 1979 حتى عام 1981 وصل سعر الدولار إلى 60 قرشا. وبالرغم من استمرار السعر الرسمي للدولار عند 60 قرشا حتى عام

1988 إلا أن السوق السوداء بدأت تظهر منذ عام 1981، حيث كان سعر الدولار يرتفع في تلك السوق عن سعره الرسمي بنسبة تتراوح ما بين 30% إلى 50%.

(3) وصلت نسبة صافي الاستثمارات الأجنبية في مصر في عام 1979 إلى 6.7% من الناتج المحلي الإجمالي وهي أعلى نسبة على مدار الفترة من عام 1977 حتى عام 2005، ولم يتم تخطي هذه النسبة على مدار الفترة من

عام 1977 حتى الآن إلا في عامي 2006، و2007 فقط، حيث وصلت تلك النسبة إلى 9.2% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2006 وبلغت 8.4% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2007 (World Bank, WDI, 2023).

- ارتفاع صادرات مصر من البترول الخام والوقود من 9.5% من إجمالي الصادرات السلعية المصرية في عام 1975، إلى 64.2% في عام 1980 ولتصل إلى 68.1% في عام 1985.

- الطفرة الكبيرة في تحويلات العاملين المصريين من الدول الخليجية التي ارتفع طلبها على العملة المصرية بعد الزيادات في أسعار البترول خلال عقد السبعينات، حيث ارتفعت نسبة تلك التحويلات للناتج المحلي الإجمالي من 6.4% في عام 1977 إلى 12.4% في عام 1980.

■ وفي عام 1987 توصلت مصر لاتفاق مع صندوق النقد الدولي لإعادة هيكلة ديونها، إلا أن الإجراءات التقشفية التي طلبها الصندوق أدت إلى توقف المفاوضات ووقف صرف شرائح القرض. ويمكن القول إن الزيادات في إيرادات مصر الدولارية نتيجة للعوامل السابق بيانها لم تكن كافية لحل أزمة المديونية، بل عملت فقط على تأجيلها إلى سنوات النصف الثاني من عقد الثمانينات. ومع أزمة التراجع في أسعار البترول في عام 1986 وآثارها العكسية على مصر بدأت ملامح الأزمة تتبلور، وبدأ الدين الخارجي يحقق قفزات كبيرة نتيجة لتزايد تراكم المتأخرات بشكل ملحوظ وعدم القدرة على سداد أعباء خدمة الدين في مواعيد استحقاقها واللجوء إلى الاقتراض الجديد لسداد أعباء خدمة الدين القديم، ليقع الاقتصاد المصري تحت وطأة الدين الخارجي وينزلق تدريجياً إلى مصيدة الديون والفوائد .debt – interest spiral

■ وفي عام 1990 وبناء على ظروف حرب الخليج الثانية والدخول في التحالف الدولي لتحرير الكويت وجدت مصر مخرجاً آمناً من الأزمة، حيث وقعت الحكومة اتفاق مع الدول الأعضاء في نادي باريس يقضي بإعفاء مصر من 50% من الديون الخارجية المستحقة لهذه الدول، وإعادة جدولة النصف الآخر. وتم تنفيذ اتفاق إلغاء الديون بداية من عام 1991 على ثلاث سنوات متتالية بنسب 15% و 15% و 20% على التوالي مع اشتراط التزام مصر بتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي وقعته مع صندوق النقد الدولي في عام 1990. وقد اشترطت دول نادي باريس على مصر تنفيذ اتفاق إصلاح مع صندوق النقد الدولي، وبناء عليه، وقعت مصر اتفاقاً مبدئياً مع صندوق النقد الدولي في عام 1990 حصلت بموجبه على 250 مليون وحدة حقوق سحب خاصة لإعادة هيكلة الدين ومعالجة متأخرات سداد الدين الخارجي والاختلالات الاقتصادية الهيكلية.

■ واستناداً إلى تلك الظروف والمعطيات الاستثنائية لحرب الخليج، شهد عام 1990 تراجعاً مهماً في حجم الدين الخارجي حيث انخفض من 45.7 مليار دولار في عام 1989 إلى 33.0 مليار دولار فقط بمعدل انخفاض سنوي قدره 27.7%. ومنذ ذلك التاريخ وبعد مرور أكثر من عقدين متتالين، وصولاً إلى عام 2010 كان حجم الدين

الخارجي المصري قد بلغ 36.8 مليار دولار بزيادة قدرها 3.8 مليار دولار فقط خلال واحد وعشرين عامًا. بما يعني أن متوسط معدل النمو المركب لهذا الدين خلال تلك الفترة لم يتجاوز 0.5% سنويًا.

■ ومجمل القول إن سياسة الاقتراض الخارجي في تلك المرحلة استندت إلى رؤية تقوم على تثبيت حجم الدين الخارجي ليكون حجم الاقتراض الجديد في حدود ما يتم سداده سنويًا من أعباء خدمة الدين القديم (الأقساط والفوائد).

■ وبعد قيام ثورة يناير عام 2011، وخلال السنوات الثلاثة الأولى التالية على قيام الثورة، ارتفع الدين الخارجي من 35.2 مليار دولار في عام 2011 إلى 46.5 مليار دولار في عام 2013 بزيادة صافية قدرها 11.3 مليار دولار خلال تلك الفترة. وبالرغم من أن الدين الخارجي قد انخفض في عام 2014 إلى 41.7 مليار دولار، إلا أنه شهد بعد ذلك زيادات كبيرة ومستمرة حيث وصل إلى 49.8 مليار دولار في عام 2015، لتتواتر بعد ذلك الزيادات الكبيرة في حجم هذا الدين، خاصة بعد توقيع عدة اتفاقات قروض متتالية مع صندوق النقد الدولي بداية من عام 2016 وما تلاها، وهي التي جعلت مصر أكبر ثاني مقترض من الصندوق بعد الأرجنتين. وبالتالي وصل حجم الدين الخارجي إلى 164.7 مليار دولار في نهاية يونيو 2023 في مقابل 41.7 مليار دولار في عام 2014، بزيادة صافية قدرها 123.0 مليار دولار، وبما يعني أن حجم الدين الخارجي قد زاد بمقدار 3 مرات خلال تلك الفترة التي تبلورت فيها رؤية جديدة تستند إلى التوسع في الاقتراض الخارجي لتلبية متطلبات التمويل للمشروعات التنموية الكبرى.

■ وفي ظل تلك الطفرة الكبيرة في حجم الدين الخارجي التي شهدتها السنوات الأخيرة، تثار حاليًا تساؤلات ملحة حول مدى استدامة قدرة الاقتصاد المصري على تحمل أعباء هذا الدين في السنوات القادمة، وإذا ما كان الاقتصاد المصري بات على أعتاب أزمة مديونية خارجية جديدة شبيهة بأزمة الثمانينات أم أنها مجرد اختناقات مؤقتة في سوق الصرف الأجنبي وسوف تنتهي في الأجل القريب، وغير ذلك الكثير من التساؤلات.

■ وللإجابة على تلك التساؤلات، تستهدف الورقة الحالية:

- تحليل مفهوم الدين الخارجي وهيكله، وبيان كافة عناصر الدين الخارجي المصري ومكوناته.
- مقارنة أعباء الدين الخارجي المصري بمثيلتها في الدول الأخرى في الفترة الأخيرة، وفي فترات الأزمات التي مرت بها مصر والدول الأخرى.
- تحليل أسباب نشأة الأزمة الراهنة للدين الخارجي ومسارات تطورها واختلافها عن الأزمات الأخرى، مع استشراف آفاق المستقبل بشأنها.

- تحليل المسارات المختلفة للخروج من الأزمة الراهنة للدين الخارجي وأهم الإجراءات اللازمة لتعزيز استدامة الدين الخارجي في السنوات القادمة.
- وتحقيقاً لتلك الأهداف، تشتمل الورقة على ستة أقسام أساسية بخلاف المقدمة والخاتمة:
 - القسم الأول: يقوم بتحليل مفهوم الدين الخارجي وهيكله.
 - القسم الثاني: يستعرض تطور هيكل الدين الخارجي المصري ومكوناته المختلفة.
 - القسم الثالث: يرصد تطور أعباء الدين الخارجي المصري في الفترة الراهنة ويقوم بإجراء مقارنة بين تلك الأعباء ومثيلتها في الدول الأخرى.
 - القسم الرابع: يقارن بين تطور أعباء الدين الخارجي المصري في الفترة الراهنة ومثيلتها في الدول الأخرى.
 - القسم الخامس: يحلل أسباب نشأة الأزمة الراهنة ومسارات تطورها واختلافها عن الأزمات الأخرى، كما يستشرف آفاق المستقبل بشأنها.
 - القسم السادس: يوضح المسارات المختلفة للخروج من الأزمة الراهنة، وأهم الإجراءات اللازمة والحتمية للحفاظ على استدامة الدين الخارجي المصري.

القسم الأول:

مفهوم الدين الخارجي وهيكله

أولاً: تعريف الدين الخارجي ومحدداته

- يعرف الدليل الإحصائي للدين الخارجي الصادر عن صندوق النقد الدولي في عام 2014 إجمالي الدين الخارجي على أنه " الجزء غير المسدد من الخصوم الفعلية الجارية، بدون الخصوم الاحتمالية contingent liabilities، والمستحقة على المقيمين في اقتصاد ما تجاه غير المقيمين في هذا الاقتصاد، والتي تتطلب من المدين تأدية مدفوعات مالية لسداد أصل الدين و/أو الفائدة في توقيتات زمنية مستقبلية محددة (IMF, 2014).
- ومن التعريف السابق يمكن استخلاص ثلاثة محددات أساسية للدين الخارجي على النحو التالي:

- المحدد الأول: أن الدين الخارجي هو الدين المستحق على المقيمين في دولة ما لغير المقيمين في تلك الدولة. وهنا يجب الإشارة إلى أن مكان الإقامة الطبيعي ordinary residence يختلف عن محل الميلاد أو الموطن الأصلي nationality. فالمواطن المصري المقيم إقامة طبيعية ومستمرة في دولة أخرى عندما يكتب في أدوات الدين المصري فإن الدين المملوك له يجب أن يسجل في الدين الخارجي وليس في الدين المحلي على الدولة.
- المحدد الثاني: أن الدين الخارجي لا يكون دائماً بعملة أجنبية، بل يمكن أن يكون بالعملة المحلية للدولة المدينة. فطالما أن الدين مملوكاً لغير مقيمين فإنه يعد ديناً خارجياً، حتى لو كان مصدرًا بالعملة المحلية للدولة المدينة. وعلى هذا الأساس لا يمكن اعتبار أن الأذون والسندات المصدرة بالجنيه المصري لصالح غير المقيمين في مصر جزءاً من الدين المحلي، وإنما يجب أن تصنف على أنها جزء من الدين الخارجي.
- المحدد الثالث: أن الدين الخارجي لا يشترط أن يكون مُصدراً في الخارج، بل يمكن أن يصدر ويتم الاكتتاب فيه داخل الدولة المدينة، ومع هذا يعد ديناً خارجياً طالما أن المكتتبين فيه من غير المقيمين لدى الدولة. وبالتالي يجب ألا يتم تصنيف الأذون والسندات المصدرة في مصر، والتي يكتب فيها أفراد غير مقيمين في مصر أو بنوك خارج مصر على أنها جزء من الدين المحلي، بل يجب تصنيفها على أنها ديون خارجية.

ثانياً: التقسيمات الأساسية لهيكل الدين الخارجي

- يتطلب تحقيق الشفافية في عرض هيكل الدين الخارجي وتحليله بيان كافة العناصر والمكونات التي يشتمل عليها هذا الدين من أجل رصد مصادر المخاطر المختلفة المحيطة به وتحليلها وبما يمكن معه اتخاذ الإجراءات الاحترازية والوقائية التي تكفل عدم دخول الدول في أوضاع مديونية حرجة.

■ ومن هنا، تقوم الإحصاءات والأدلة الإرشادية الصادرة عن المؤسسات الدولية بتقسيم هيكل الدين الخارجي وفقاً للعديد من الأسس والمعايير. ويأتي على رأس تلك التقسيمات ما يأتي:

- تقسيم الدين الخارجي وفقاً للجهات المدينة: ووفقاً لهذا التقسيم يتضمن هيكل الدين الخارجي ستة عناصر أساسية: (1) الدين الخارجي للحكومة العامة، وهو الدين الذي تقوم بخدمته وزارة المالية (2) دين السلطة النقدية أو دين البنك المركزي (3) دين القطاعات العامة الأخرى، ويشمل البنوك التجارية والقطاعات والجهات العامة الأخرى بخلاف الحكومة العامة (5) دين القطاع الخاص المضمون من الحكومة (6) دين القطاع الخاص غير المضمون. وهنا يجب الإشارة إلى أن إحصاءات الدين المحلي تهتم فقط بديون الحكومة والقطاع العام، إلا أن إحصاءات الدين الخارجي يجب أن تتضمن، بالإضافة إلى ديون القطاع العام، تحليلاً شاملاً لكافة ديون القطاع الخاص سواء أكانت ديون مضمونة من الحكومة أو غير مضمونة، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها:

○ أنه في حالة تعثر الشركات الخاصة التي لديها ديون خارجية مضمونة من الحكومة أو وحدات القطاع العام فإن ذلك سوف يترتب عليه أعباء مالية خارجية على الخزانة العامة للدولة.

○ أن أعباء خدمة ديون القطاع الخاص الخارجية المضمونة وغير المضمونة لها آثار مماثلة لديون القطاع العام على تدفقات العملة الأجنبية المتاحة للاقتصاد الوطني واللازمة لتغطية الواردات الأساسية للدولة وسداد أعباء خدمة هذا الدين في مواعيد استحقاقها.

- تقسيم الدين الخارجي وفقاً لآجال الاستحقاق. ووفقاً لهذا التقسيم يشمل هيكل الدين الخارجي ثلاثة عناصر أساسية: (1) الدين العام والدين الخاص المضمون من الحكومة متوسط وطويل الأجل. (2) الدين الخاص متوسط وطويل الأجل غير المضمون من الحكومة. (3) الديون قصيرة الأجل، والتي تشمل القروض قصيرة الأجل (التي تستحق خلال سنة على الأكثر)، والتسهيلات الائتمانية التجارية، والودائع قصيرة الأجل لدى البنك المركزي، وغير ذلك. وقد يشتمل هذا التقسيم على تقسيمات فرعية أكثر تفصيلاً ومن بينها:

○ تقسيم الديون متوسطة وطويلة الأجل إلى قروض ميسرة وغير ميسرة - concessional and non-concessional loans. ويعرف البنك الدولي القرض الميسر على أنه القرض الذي تصل فيه نسبة المنحة إلى 35% أو أكثر (World Bank, International Debt Statistics, 2023). وفي هذا السياق يوضح صندوق النقد الدولي أنه لا يوجد تعريف موحد لمعنى التيسير لكن بشكل

عام تكون شروط القرض أقل من شروط السوق لتحقيق هدف معين مرتبط بالقرض، ومثال ذلك، القروض المقدمة من الصندوق للدول منخفضة الدخل.

○ تقسيم القروض إلى قروض مرتبطة tied loans وقروض غير مرتبطة. والقروض المرتبطة أو المقيدة تعني أن يقوم المقرض بإنفاق أموال القرض على شراء السلع أو المستلزمات المرتبطة بالقرض من الدولة المقرضة.

- تقسيم الدين الخارجي وفقاً للجهات الدائنة وأنواع القروض. ووفقاً لهذا التقسيم يشمل الدين الخارجي أربعة أنواع مختلفة من القروض: (1) قروض المؤسسات والمنظمات الدولية، والتي تسمى بقروض المؤسسات متعددة الأطراف multilateral institutions loans، (2) القروض الثنائية فيما بين الدول bilateral loans، (3) القروض المباشرة من البنوك التجارية commercial banks loans، (4) إصدار السندات والأوراق المالية الأخرى.

- تقسيم الدين الخارجي وفقاً للعملة المختلفة. ويتم في هذا التقسيم عرض بيانات الدين الخارجي وتحليله وفقاً للعملة المختلفة التي تم الاقتراض بها. ويأتي على رأس عملات الدين الخارجي، الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني، والجنيه الإسترليني.

■ وبناء على تلك التقسيمات لهيكل الدين الخارجي، تقوم الورقة في قسمها الثاني بتحليل التطورات التي شهدتها هيكل الدين الخارجي المصري، وذلك على مدار الفترة من (يونيه 2011- يونيه 2023).

القسم الثاني:

تحليل التطور في هيكل الدين الخارجي المصري

أولاً: تطور هيكل الدين الخارجي وفقاً لأجل استحقاقه

- ارتفع إجمالي حجم الدين الخارجي المصري خلال الفترة من (يونيه 2011- يونيه 2023) من 34.9 مليار دولار إلى 164.7 مليار دولار بزيادة قدرها 129.8 مليار دولار بمتوسط معدل نمو مركب خلال الفترة بلغ 13.8% سنوياً.
- ووفقاً لأجل استحقاق هذا الدين فإن الدين طويل الأجل قد ارتفع خلال الفترة من (يونيه 2011- يونيه 2023) من 32.1 مليار دولار إلى 135.0 مليار دولار بزيادة قدرها 102.9 مليار دولار، إلا أن الملاحظ أن النصيب النسبي للدين متوسط وطويل الأجل قد انخفض من 92.1% من إجمالي الدين إلى 82.9% فقط من إجمالي الدين خلال الفترة (تشمل: 81.9% ديون طويلة الأجل عامة وخاصة مضمونة، و1.0% ديون طويلة الأجل خاصة غير مضمونة).
- أما الديون قصيرة الأجل فقد ارتفعت من 2.8 مليار دولار إلى 28.2 مليار دولار خلال الفترة بزيادة قدرها 25.4 مليار دولار. كما ارتفع نصيبها النسبي من 7.9% إلى 17.1% من إجمالي الدين خلال الفترة.
- وبدوره شهد هيكل الدين طويل الأجل تغيرات جذرية خلال الفترة. ففي حين كانت الديون المعاد جدولتها تستحوذ على النصيب الأكبر بنسبة 36.8% من إجمالي الدين الخارجي في يونيه 2011 (تشمل 20.8% من إجمالي الدين الخارجي قروض ميسرة، 16.0% قروض غير ميسرة) أصبحت ديون المؤسسات الدولية تستحوذ على أعلى نسبة في إجمالي الدين الخارجي المصري في يونيه 2023، حيث وصلت نسبتها إلى 32.1% من إجمالي الدين الخارجي المصري في يونيه 2023، في الوقت الذي تراجعت فيه نسبة القروض الثنائية المعاد جدولتها إلى 0.6% فقط.
- وقد انخفض النصيب النسبي للقروض الثنائية غير المعاد جدولتها خلال الفترة من 14.9% من إجمالي الدين الخارجي المصري إلى 7.3% فقط (منها 5.0% للدول أعضاء نادي باريس، و2.3% للدول الأخرى).
- وعلى الجانب الآخر، بدأت أنواع أخرى من الديون طويلة الأجل تحتل أنصبة مهمة في هيكل الدين الخارجي المصري، وهي:

- سندات الدين والأذون والصكوك Bonds, Notes & Sukuk، والتي ارتفع نصيبها النسبي من 8.1% إلى 17.9% من إجمالي الدين الخارجي.
- تسهيلات الموردين والمشتريين⁽⁴⁾، والتي ارتفع نصيبها النسبي من 1.2% إلى 12.1% من إجمالي الدين الخارجي خلال هذه الفترة.
- الودائع الدولية، والتي لم تكن موجودة في هيكل الدين الخارجي المصري في عام 2011 وباتت تستحوذ على نسبة 9.1% من إجمالي الدين الخارجي في يونيو 2023.
- اتفاقيات إعادة شراء الأوراق المالية⁽⁵⁾ Repo، والتي لم تكن موجودة في عام 2011 ويبلغ نصيبها النسبي حاليًا 2.8% من إجمالي الدين الخارجي المصري.
- أما بالنسبة لديون القطاع الخاص غير المضمونة فإنها لا تزال تشكل نسبة محدودة جدًا في هيكل الدين الخارجي المصري حيث لم يتعد نصيبها أكثر من 1.0% من إجمالي الدين الخارجي المصري في يونيو 2023، وكانت نسبتها 0.1% فقط من إجمالي هذا الدين في يونيو 2011.
- كما شهد هيكل الديون والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل بدوره تحولًا واضحًا خلال هذه الفترة، حيث ارتفع النصيب النسبي لودائع غير المقيمين من 2.8% إلى 11.3% من إجمالي الدين الخارجي. وفي الوقت ذاته، لم يرتفع النصيب النسبي للقروض والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل بنسبة كبيرة، حيث زاد من 5.1% إلى 5.7% من إجمالي الدين الخارجي خلال هذه الفترة.
- ويوضح الجدول رقم (1) تطور هيكل الدين الخارجي المصري وفقًا لآجال استحقاقه خلال الفترة من (يونيه 2011 - يونيو 2023).

ثانيًا: تطور هيكل الدين الخارجي وفقًا للقطاعات المدينة

- وفقًا للقطاعات المدينة يشمل الدين الخارجي المصري أربع قطاعات أساسية: الحكومة، والبنك المركزي، والبنوك، والقطاعات الأخرى (الهيئات الاقتصادية، والشركات العامة).

(4) buyer's credit هي ترتيب مالي يقوم بموجبه بنك أو مؤسسة مالية، أو وكالة ائتمان تصدير في البلد المصدر، بتقديم قرض مباشرة إلى مشتر أجنبي أو إلى بنك في البلد المستورد لدفع ثمن شراء السلع والخدمات من البلد

المصدر (المعروف أيضًا باسم الائتمان المالي). لا يشير هذا المصطلح إلى الائتمان الممنوح مباشرة من المشتري إلى البائع (على سبيل المثال، من خلال الدفعة المقدمة للسلع والخدمات).

(5) اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) تتم من خلال قيام الطرف المدين ببيع الأوراق المالية للدائن شريطة أن يقوم المدين بإعادة شراء هذه الأوراق المالية لاحقًا بسعر محدد. والفرق بين السعر الأولي للأوراق المالية وسعر إعادة الشراء

هو هامش الربح المدفوع على القرض، والمعروف باسم معدل إعادة الشراء.

- وقد بلغ الدين الخارجي المستحق على الحكومة نحو 83.4 مليار دولار في يونيه 2023 في مقابل 27.1 مليار دولار في يونيه 2011 بزيادة قدرها 56.3 مليار دولار، وبمتوسط معدل نمو مركب خلال الفترة قدره 9.8% سنويًا. إلا أن النصيب النسبي للحكومة من إجمالي الدين الخارجي المصري قد انخفض من 77.6% إلى 50.6% فقط خلال هذه الفترة.

جدول رقم (1): تطور هيكل الدين الخارجي المصري وفقًا لآجال استحقاقه خلال الفترة من (يونيه 2011 – يونيه 2023)

البيان	يونيه 2023		يونيه 2011	
	القيمة بالمليون دولار	%	القيمة بالمليون دولار	%
أولاً: الديون العامة طويلة الأجل والديون الخاصة طويلة الأجل والمضمونة وتشمل:	134990.5	81.9%	32130.7	92.1%
القروض الثنائية المعاد جدولتها ⁽⁶⁾ Rescheduled Bilateral Debt وتشمل:	1004.8	0.6%	12860.6	36.8%
(1) القروض الميسرة Official Development Assistance (ODA)	996.7	0.6%	7271.6	20.8%
(2) القروض غير الميسرة Non- ODA	8.1	0.0%	5589.0	16.0%
القروض الثنائية الأخرى (غير المعاد جدولتها)، وتشمل:	12039.4	7.3%	5214.5	14.9%
(1) دول نادي باريس	8212.5	5.0%	4211.3	12.1%
(2) الدول الأخرى	*3826.9	2.3%	1003.2	2.9%
قروض المؤسسات الدولية والإقليمية Multilateral Institutions	52946.9	32.1%	10808.6	31.0%
تسهيلات الموردين والمشتريين	19898.5	12.1%	426.0	1.2%
إعادة شراء أوراق مالية Repo	4668.7	2.8%	0.0	0.0%
السندات والأذون والصكوك Bonds, Notes & Sukuk	29479.2	17.9%	2821.0	8.1%
الودائع الدولية	**14953.0	9.1%	0.0	0.0%
ثانياً: ديون القطاع الخاص طويلة الأجل وغير المضمونة	1586.5	1.0%	17.5	0.1%
ثالثاً: الديون قصيرة الأجل وتشمل:	28150.6	17.1%	2757.5	7.9%
(1) عملات وودائع غير المقيمين	**18686.0	11.3%	972.7	2.8%
(2) قروض وتسهيلات ائتمانية	9464.3	5.7%	1784.8	5.1%
إجمالي الدين الخارجي المصري	164727.6	100.0%	34905.7	100.0%

* من ضمنها 0.3 مليار دولار اتفاقيات التسهيل الصيني China facility agreements

** تتضمن نحو 5.7 مليار دولار ودائع دولة الامارات، 5.3 مليار دولار ودائع السعودية، و4.0 مليار دولار ودائع الكويت.

*** من ضمنها 15.4 مليار دولار قيمة ودائع الدول العربية، بالإضافة إلى نحو 2.5 مليار دولار قيمة اتفاقية مبادلة العملة الموقعة بين البنك المركزي المصري وبنك الشعب الصيني.

Source: Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.

- وبالنسبة لدين البنك المركزي (دين السلطة النقدية) فقد بلغ نحو 43.6 مليار دولار في يونيه 2023 في مقابل 1.5 مليار دولار في يونيه 2011 بزيادة قدرها 42.1 مليار دولار، وبمتوسط معدل نمو مركب خلال هذه الفترة بلغ 32.4% سنويًا. وبالتالي ارتفع النصيب النسبي لدين البنك المركزي من 4.3% إلى 26.5% من إجمالي الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة. ويتمثل معظم الدين المستحق على البنك المركزي، سواء الدين طويل

(6) وفقًا للاتفاق الموقع مع دول نادي باريس في 25 من مايو 1991. ونادي باريس يضم مجموعة غير رسمية من الحكومات الدائنة تجتمع بانتظام منذ أنشأ في عام 1956 لإعادة جولة الديون الثنائية. وقد أنشأ نادي باريس نتيجة المحادثات التي تمت في باريس بين حكومة الأرجنتين ودانيتها، ويتولى النادي مهمة إعادة هيكلة الديون السيادية للدول أو تخفيف أعباء بعض الديون أو حتى إلغاء بعض هذه الديون السيادية مثلما حدث عندما قام النادي بإلغاء كافة ديون العراق في 2004. وغالبًا ما تستند قرارات النادي إلى توصية من صندوق النقد الدولي. ويجتمع الدائنين مع البلد المدين لإعادة جولة ديونه كجزء من الدعم الدولي المقدم لبلد يعاني من صعوبات في خدمة الديون ويتبع برنامج التكيف الذي يدعمه صندوق النقد الدولي. وليس لنادي باريس عضوية ثابتة، واجتماعاته مفتوحة لجميع الدائنين الرسميين الذين يظلون ممارساتهم وإجراءاتهم. والدائنين الأساسيون هم بشكل رئيسي الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، لكن الدائنين الآخرين يحضرون حسب حاجة الدولة المدينة. ويبلغ عدد الدول الدائنة الأعضاء في نادي باريس حاليًا 20 دولة، وهم: أستراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، أيرلندا، إيطاليا، كوريا الجنوبية، اليابان، هولندا، النرويج، روسيا، إسبانيا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة

الأجل أو الدين قصير الأجل في الودائع الدولية طويلة الأجل وقصيرة الأجل المستحقة للدول العربية، بالإضافة إلى حقوق السحب الخاصة.

- أما الدين المستحق على البنوك فقد بلغ نحو 21.0 مليار دولار في يونيو 2023 في مقابل 1.7 مليار دولار في يونيو 2011، بزيادة قدرها 19.3 مليار دولار، وبمتوسط معدل نمو مركب خلال هذه الفترة قدره 23.3% سنوياً. وبالتالي ارتفع النصيب النسبي لدين البنوك من 4.9% في يونيو 2011 إلى 12.7% في يونيو 2023.
- وقد بلغ دين القطاعات الأخرى (الهيئات الاقتصادية والشركات العامة، وديون القطاع الخاص المضمونة وغير المضمونة) 16.7 مليار دولار في يونيو 2023 في مقابل 4.6 مليار دولار في يونيو 2011 بزيادة قدرها 12.1 مليار دولار بمتوسط معدل نمو مركب قدره 11.3% سنوياً. إلا أن الملاحظ أن النصيب النسبي لدين هذه القطاعات قد انخفض من 13.1% إلى 10.1% فقط من إجمالي الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة.
- ويوضح الجدول رقم (2) تطور هيكل الدين الخارجي المصري موزعاً على الجهات المدينة خلال الفترة من (يونيه 2011- يونيو 2023).

جدول رقم (2): تطور هيكل الدين الخارجي المصري موزعاً على الجهات المدينة خلال الفترة من (يونيه 2011- يونيو 2023)

يونيه 2011		مارس 2023		الجهات المدينة
%	القيمة بالمليون دولار	%	القيمة بالمليون دولار	
77.6%	27092.2	50.6%	83428.3	الحكومة
		50.6%	83428.3	الدين طويل الأجل
8.1%	2821.0	17.9%	29479.2	- سندات وأذون bonds and notes
69.5%	24271.2	32.8%	53949.1	- قروض
	0.0	0.0%	0.0	الدين قصير الأجل
4.3%	1499.7	26.5%	43617.2	البنك المركزي
4.3%	1499.7	15.6%	25729.5	الدين طويل الأجل
0.2%	61.8	3.6%	5972.3	- قروض
	0.0	9.7%	15953.0	- ودائع وعمليات
4.1%	1437.9	2.3%	3804.2	- حقوق السحب الخاصة
	0.0	10.9%	17887.7	الدين قصير الأجل
		10.9%	17887.7	- ودائع وعمليات
4.9%	1725.3	12.7%	20978.8	البنوك
2.1%	735.1	9.1%	14968.8	الدين طويل الأجل
		0.1%	100.0	- سندات خضراء مصدرية بالدولار
2.1%	735.1	9.0%	14868.8	- قروض
2.8%	990.2	3.6%	6010.0	الدين قصير الأجل
0.1%	17.5	3.2%	5211.8	- قروض
2.8%	972.7	0.5%	798.2	- ودائع وعمليات
13.1%	4588.5	10.1%	16703.3	قطاعات أخرى
8.1%	2821.2	7.6%	12450.4	الدين طويل الأجل
8.1%	2821.2	7.6%	12450.4	- قروض
5.1%	1767.3	2.6%	4252.9	الدين قصير الأجل
5.1%	1767.3	2.6%	4252.9	- تسهيلات ائتمانية
100.0%	34905.7	100.0%	164727.6	إجمالي الدين الخارجي

Source: Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.

ثالثاً: تطور هيكل الدين الخارجي وفقاً للجهات الدائنة

- وفقاً للجهات الدائنة، يتمثل معظم الدين الخارجي متوسط وطويل الأجل في القروض الثنائية، والقروض متعددة الأطراف أو ديون المؤسسات الدولية والإقليمية. وبالنسبة للقروض الثنائية فقد بلغت 37.6 مليار دولار في نهاية يونيه 2023 في مقابل 18.5 مليار دولار في يونيه 2011 بزيادة قدرها 19.1 مليار دولار بمعدل نمو مركب قدره 6.1% سنوياً خلال هذه الفترة. إلا أن النصيب النسبي لهذه القروض من إجمالي الدين الخارجي قد انخفض من 53.0% إلى 22.8% فقط خلال هذه الفترة.
- ويوضح الجدول رقم (3) تطور هيكل القروض الثنائية متوسطة وطويلة الأجل خلال الفترة من (2011-2023).

جدول رقم (3): تطور هيكل القروض الثنائية طويلة الأجل خلال الفترة من (يونيه 2011 - يونيه 2023)

الدول	يونيه 2023		يونيه 2011	
	القيمة بالمليون دولار	% من إجمالي الدين الخارجي	القيمة بالمليون دولار	% من إجمالي الدين الخارجي
مجموعة من البنوك	11738.1	7.1%	0.0	0.0%
الإمارات	5871.9	3.6%	25.4	0.1%
الصين	5515.4	3.3%	153.0	0.4%
ألمانيا	2250.6	1.4%	3785.9	10.8%
اليابان	2245.0	1.4%	4149.4	11.9%
روسيا	2119.5	1.3%	0.0	0.0%
فرنسا	1986.1	1.2%	3691.4	10.6%
الكويت	1868.8	1.1%	784.1	2.2%
المملكة العربية السعودية	1367.1	0.8%	40.6	0.1%
الولايات المتحدة الأمريكية	615.7	0.4%	3032.9	8.7%
المجر	529.8	0.3%	0.0	0.0%
كندا	485.2	0.3%	182.2	0.5%
إسبانيا	261.5	0.2%	626.5	1.8%
كوريا	254.8	0.2%	0.0	0.0%
البحرين	199.8	0.1%	0.0	0.0%
سويسرا	118.1	0.1%	413.3	1.2%
المملكة المتحدة***	79.5	0.0%	159.7	0.5%
إيطاليا	39.0	0.0%	433.3	1.2%
النمسا	21.6	0.0%	392.8	1.1%
هولندا	21.4	0.0%	96.1	0.3%
الدانمارك	21.0	0.0%	279.9	0.8%
فنلندا	0.8	0.0%	0.0	0.0%
أستراليا	0.0	0.0%	153.4	0.4%
بلجيكا	0.0	0.0%	65.8	0.2%
السويد	0.0	0.0%	29.4	0.1%
النرويج	0.0	0.0%	6.0	0.0%
الإجمالي	37610.7	22.8%	18501.1	53.0%

Source: Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.

- أما الديون المستحقة للمؤسسات الدولية والإقليمية فقد بلغت 52.9 مليار دولار في يونيه 2023 في مقابل 18.5 مليار دولار في يونيه 2011 بزيادة قدرها 42.1 مليار دولار بمتوسط معدل نمو مركب قدره 14.2% سنوياً

خلال هذه الفترة. ومن الملاحظ أن النصيب النسبي لديون المؤسسات الدولية ظل مستقرًا إلى حد كبير حيث لم يزد بأكثر 1.1% (ارتفع من 31.0% إلى 32.1% من إجمالي الدين الخارجي) خلال هذه الفترة.

■ وبالرغم من استقرار النصيب النسبي لديون المؤسسات الدولية والإقليمية في هيكل الدين الخارجي المصري إلا أنه حدث تحول كبير في أنصبة المؤسسات المختلفة من هذا الدين، حيث:

- ارتفع النصيب النسبي لديون صندوق النقد الدولي من 4.1% إلى 12.9% من إجمالي الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة ليصبح على رأس المؤسسات الدولية الدائنة لمصر في يونيو 2023 بعد أن كان يأتي في المرتبة الثالثة في يونيو 2011.

- على الرغم من أن النصيب النسبي لديون البنك الدولي من إجمالي الدين الخارجي ظل ثابتًا خلال هذه الفترة إلا أنه أصبح في المرتبة الثانية بعد صندوق النقد الدولي بينما كان يأتي على رأس المؤسسات الدولية الدائنة لمصر في عام 2011.

- تراجع بنك الاستثمار الأوربي إلى المرتبة الثالثة بين المؤسسات الدولية الدائنة لمصر في يونيو 2023 بعد أن كان يأتي في المرتبة الثانية في عام 2011، حيث انخفض النصيب النسبي للديون المستحقة له من 5.8% إلى 2.9% فقط من إجمالي الدين الخارجي المصري.

- تراجع النصيب النسبي للديون المستحقة للمؤسسة الدولية للتنمية التابعة للبنك الدولي IDA من 3.9% إلى 0.1% فقط من إجمالي الدين الخارجي. كما تراجع النصيب النسبي للديون المستحقة للصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي من 3.8% إلى 1.3% من إجمالي الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة.

- ظهرت مؤسسات جديدة في هيكل القروض الخارجية المستحقة على مصر لم تكن موجودة في عام 2011 وعلى رأسها البنك الأفريقي للتصدير والاستيراد والذي بلغت الديون المستحقة له في يونيو 2023 ما يزيد على 4.0 مليار دولار بنصيب نسبي قدره 2.5% من إجمالي الدين الخارجي المصري.

■ ويوضح الجدول رقم (4) تطور هيكل الديون متوسطة وطويلة الأجل المستحقة للمؤسسات الدولية والإقليمية خلال الفترة من (يونيه 2011- يونيو 2023).

جدول رقم (4): تطور هيكل الديون طويلة الأجل المستحقة للمؤسسات الدولية والإقليمية خلال الفترة من (يونيه 2011 - يونيه 2023)

الدول	يونيه 2023	% من إجمالي الدين الخارجي	يونيه 2011	% من إجمالي الدين الخارجي
صندوق النقد الدولي IMF	21173.5	12.9%	1437.9	4.1%
البنك الدولي للإنشاء والتعمير IBRD	12316.6	7.5%	2620.4	7.5%
بنك الاستثمار الأوروبي	4766.2	2.9%	2032.6	5.8%
البنك الأفريقي للتصدير والاستيراد	4039.4	2.5%	0.0	0.0%
بنك التنمية الأفريقي	2853.3	1.7%	1293.0	3.7%
الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي	2186.8	1.3%	1325.3	3.8%
البنك الإسلامي للتنمية	1118.0	0.7%	106.5	0.3%
مؤسسة التمويل الأفريقي (AFC) African Finance Corporation	1000.0	0.6%	0.0	0.0%
البنك الأوروبي لإعادة البناء والتنمية	896.2	0.5%	0.0	0.0%
صندوق النقد العربي	825.0	0.5%	29.8	0.1%
البنك الآسيوي للاستثمار في البنية التحتية	555.4	0.3%	0.0	0.0%
منظمة الأوبك	318.5	0.2%	101.3	0.3%
برنامج تمويل التجارة العربية	204.2	0.1%	32.1	0.1%
المؤسسة الدولية للتنمية التابعة للبنك الدولي IDA	161.4	0.1%	1369.5	3.9%
الصندوق الدولي للتنمية الزراعية	128.6	0.1%	116.1	0.3%
صندوق التكنولوجيا النظيفة	116.6	0.1%	0.0	0.0%
صندوق التنمية الأفريقي	115.5	0.1%	244.1	0.7%
الصندوق الأخضر التابع لبنك التعمير الألماني KSW	98.8	0.1%	0.0	0.0%
صندوق أفريقيا ننمو معاً	50.0	0.0%	0.0	0.0%
صندوق المناخ الأخضر	23.0	0.0%	0.0	0.0%
البنك العربي الدولي	0.0	0.0%	100.0	0.3%
إجمالي ديون المؤسسات الدولية والإقليمية	52947.0	32.1%	10808.6	31.0%

Source: Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.

رابعاً: تطور هيكل الدين الخارجي وفقاً للعملة المكونة له .

- يوضح الجدول رقم (5) تطور هيكل العملات المكونة للدين الخارجي المصري خلال الفترة من (يونيه 2011 - يونيه 2023)، ومنه يتضح ما يأتي:
 - أصبح هيكل الدين الخارجي المصري أكثر انحيازاً للدولار الأمريكي، والذي ارتفع النصيب النسبي له من 39.4% في نهاية يونيه 2011 إلى 68.4% في نهاية يونيه 2023.
 - مع تزايد حجم الاقتراض من صندوق النقد الدولي، ارتفع النصيب النسبي لحقوق السحب من 7.5% إلى 13.5% من حجم الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة.
 - ترتب على ارتفاع النصيب النسبي للدولار الأمريكي وحقوق السحب الخاصة تراجع مهم في الأنصبة النسبية لثلاث عملات في هيكل الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة، حيث: انخفض النصيب النسبي لليورو من 28.8% إلى 11.1% فقط. كما انخفض النصيب النسبي للين الياباني من 12.8% إلى 1.6% فقط. وانخفض النصيب النسبي للدينار الكويتي من 6.1% إلى 2.4% فقط.
 - تراجع النصيب النسبي للجنيه المصري في هيكل العملات المكونة للدين الخارجي من 1.7% في يونيه 2011 إلى 0.1% فقط في يونيه 2023.

جدول رقم (5): هيكل الدين الخارجي المصري وفقاً للعملة المكونة له في نهاية يونيه 2023 مقارنة بمثيله في يونيه 2011

يونيه 2011		مارس 2023		العملة
%	القيمة بالمليون دولار	%	القيمة بالمليون دولار	
39.4%	13752.8	68.4%	112633.9	الدولار الأمريكي
7.5%	2617.9	13.5%	22194.5	حقوق السحب الخاصة ⁽⁷⁾
28.8%	10052.8	11.1%	18270.9	اليورو
6.1%	2129.2	2.4%	3896.4	الدينار الكويتي
0.0%	0.0	1.9%	3201.3	اليوان الصيني
12.8%	4467.9	1.6%	2628.0	الين الياباني
0.0%	0.0	0.8%	1369.2	الريال السعودي
1.7%	593.4	0.1%	209.4	الجنيه المصري
1.8%	628.3	0.1%	142.9	الفرانك السويسري
0.0%	0.0	0.1%	116.1	درهم الإمارات
1.9%	663.4	0.0%	65.0	عملة أخرى
100%	34905.7	100.0%	164727.6	إجمالي الدين الخارجي

Source: Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.

والخلاصة مما سبق:

- شهدت الفترة من (يونيه 2011- يونيه 2023) زيادة في حجم الدين الخارجي المصري بمقدار 129.8 مليار دولار وبما يقارب 4 مرات، حيث ارتفع من 34.9 مليار دولار إلى 164.7 مليار دولار خلال هذه الفترة. وقد اقترنت تلك الزيادة بتحويلات كبيرة في هيكل هذا الدين وفي طبيعة الدائنين.
- فمن حيث آجال استحقاق هذا الدين، تراجع النصيب النسبي للديون طويلة الأجل بما يقارب 10% استحوذت عليها الديون والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، مع تزايد الاعتماد على الودائع العربية قصيرة الأجل. وفي سياق متصل شهد هيكل الديون طويلة الأجل بدوره تغيرات جذرية، حيث تراجع النصيب النسبي للقروض الثنائية سواء المعاد جدولتها أو غير المعاد جدولتها. فبعد أن كانت القروض الثنائية تستحوذ على النصيب الأكبر من الدين الخارجي المصري بنسبة 53.0% (وكانت القروض الميسرة المعاد جدولتها تستحوذ على 20.8% منها)، تراجع نصيب هذه القروض إلى 22.8% فقط من إجمالي الدين الخارجي المصري، على أثر الاستهلاك شبه الكامل لكافة الديون الثنائية المعاد جدولتها، حيث لم يتبق منها سوى ما يزيد قليلاً على 1.0 مليار دولار. وهنا تجدر الإشارة إلى أن القروض الثنائية هي أكثر أنواع الديون الخارجية التي تكون قابلة لإعادة الهيكلة.

(7) كان الصندوق يُعرّف حق السحب الخاص بأنه يعادل مقداراً من الذهب الخالص يعادل دولاراً أمريكياً واحداً. وعلى أثر انتهاء العمل بنظام سعر الصرف الثابت في عام 1973، أعاد الصندوق تعريف حق السحب الخاص بأنه يعادل قيمة سلة من العملات العالمية، ووحدة حقوق السحب الخاصة ليست عملة، وإنما تحدد قيمتها على أساس سلة مكونة من خمس عملات تضم الدولار الأمريكي واليورو واليوان الصيني والين الياباني والجنيه الإسترليني بأوزان نسبية معينة. وتحدد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة مقابل الدولار الأمريكي يومياً على أساس أسعار الصرف الفورية التي تُعلن ظهر كل يوم بتوقيت لندن، ويُشر السعر في موقع الصندوق على شبكة الإنترنت.

■ وقد جاء التراجع في النصيب النسبي للقروض الثنائية في هيكل الدين الخارجي المصري لصالح الزيادة في الديون التجارية commercial debt، والتي تشمل أوراق الدين من سندات وأذون وصكوك، وتسهيلات الموردين والمشتريين، واتفاقيات إعادة شراء الأوراق المالية Repo. فقد ارتفع النصيب النسبي للديون التجارية من 9.3% في يونيه 2011 إلى 32.8% في يونيه 2023. وبالإضافة إلى التوسع في إصدار السندات الدولية، لجأت مصر إلى التوسع في الاعتماد على تسهيلات الموردين والمشتريين منذ عام 2016، ليرتفع النصيب النسبي لهذه التسهيلات من 1.2% في يونيه 2011 إلى 12.1% في يونيه 2023. كما ظهرت اتفاقيات إعادة شراء الأوراق المالية Repo، والتي لم تكن موجودة في هيكل الدين المصري في عام 2011 وباتت تستحوذ على نحو 2.8% من إجمالي الدين الخارجي المصري في يونيه 2023. ومن أنواع الديون التجارية الأخرى التي لم تكن موجودة في هيكل الدين الخارجي المصري في عام 2011 الصكوك، والتي ظهرت في هيكل الدين للمرة الأولى في عام 2023، بعد أن تم إصدار قانون خاص ينظم أحكامها في أغسطس 2021 وتبلغ قيمتها نحو 1.5 مليار دولار بنسبة 0.9% من إجمالي الدين الخارجي في يونيه 2023. ومن المعروف أن الديون التجارية تكون سلاحًا ذا حدين. فعلى سبيل المثال، في الوقت الذي يعد فيه التوسع في إصدار السندات الدولية أداة مهمة لتوسيع أسواق الدين وتنويع أدواته والحد من مخاطره، فإن هذه السندات، وغيرها من أنواع الديون التجارية، هي أكثر أنواع الديون تعرضًا للمخاطر، خاصة في أوقات الأزمات والتغيرات المفاجئة في ظروف البيئة الدولية. فعلى سبيل المثال، ترتب على زيادة أسعار الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية في الآونة الأخيرة تدافع في موجات هروب السيولة من الأسواق الصاعدة، ومنها السوق المصري، الأمر الذي أدى إلى انخفاض كبير في الطلب على سندات هذه الأسواق وارتفاع الفائدة عليها في الأسواق الثانوية، وشكل قيودًا واسعة على قدرة هذه الأسواق على التوسع في إصدارتها من السندات، ناهيك أن ذلك جاء متزامنًا بطبيعة الحال مع استحقاق البعض من هذه السندات.

■ وعلى مستوى القطاعات المدينة، شهد الدين الخارجي المصري تحولات كبيرة، حيث تراجع نصيب الحكومة العامة من هذا الدين من 77.6% إلى 50.6% خلال هذه الفترة. وجاء التراجع في النصيب النسبي لدين الحكومة لصالح تزايد النصيب النسبي لدين البنك المركزي والبنوك من 9.2% إلى 39.2% من إجمالي الدين الخارجي المصري خلال هذه الفترة. وترجع زيادة النصيب النسبي لدين البنك المركزي والبنوك من إجمالي الدين الخارجي المصري بصفة أساسية إلى مبادرات البنك المركزي والبنوك لحل مشكلة تناقص السيولة الأجنبية في السوق

المصري في الآونة الأخيرة من خلال العمل على ثلاث مسارات متوازية، وتشمل: (1) زيادة ودائع الدول العربية لدى البنك المركزي (2) التوسع في تسهيلات دعم السيولة⁽⁸⁾ (3) زيادة اقتراض البنوك من الخارج.

■ وبدورها شهدت ديون المؤسسات الدولية تحولات كبيرة. فعلى الرغم من أن النصيب النسبي لديون تلك المؤسسات من إجمالي الدين الخارجي المصري ظل شبه ثابت خلال هذه الفترة، حيث لم يزد بأكثر من 1.2% خلال الفترة فقد قفز صندوق النقد الدولي ليحتل المرتبة الأولى في قائمة المؤسسات الدولية المقرضة لمصر في عام 2023، حيث ارتفع نصيبه النسبي من 4.1% في عام 2011 إلى 12.9% من إجمالي الدين الخارجي المصري في يونيو 2023. وهنا يجب الإشارة إلى أن مصر حاليًا تحتل المرتبة الثانية على مستوى العالم، بعد الأرجنتين، في قائمة الدول المقرضة من صندوق النقد الدولي. وعلى الرغم من النصيب النسبي لقروض البنك الدولي من إجمالي الدين الخارجي ظل ثابتًا عند 7.5% خلال هذه الفترة، فإنه قد تراجع ليحتل المرتبة الثانية بعد صندوق النقد الدولي، بعد أن كان يأتي على رأس المؤسسات الدولية الدائنة لمصر في عام 2011. وقد جاءت الزيادة في النصيب النسبي لديون صندوق النقد الدولي على حساب التراجع الملحوظ في النصيب النسبي لقروض عدد من المؤسسات من إجمالي الدين الخارجي المصري، وأهمها: المؤسسة الدولية للتنمية التابعة للبنك الدولي IDA، بنك الاستثمار الأوروبي، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، وبنك التنمية الأفريقي.

■ ولم يكن التحول في هيكل المؤسسات الدولية الدائنة لمصر هو التحول الوحيد في طبيعة الدائنين لمصر، بل تزامن معه أيضًا تحول أكبر في هيكل الدول الدائنة لمصر. فبعد أن كانت معظم القروض الثنائية على مصر في عام 2011 مستحقة للدول أعضاء نادي باريس، وعلى رأسها اليابان وألمانيا وفرنسا والولايات المتحدة، أصبحت الإمارات والصين والسعودية تستحوذ على أنصبة نسبية مهمة من القروض الثنائية المستحقة على مصر في يونيو 2023.

■ وإذا ما أضفنا الديون الأخرى المستحقة للدول، والتي تشمل الودائع طويلة وقصيرة الأجل وديون القطاع الخاص غير المضمونة من الحكومة، وغيرها إلى القروض الثنائية، فإن الإمارات تأتي على رأس الدول الدائنة لمصر، بإجمالي دين قدره 20.9 مليار دولار بنسبة 12.7% من إجمالي الدين الخارجي المصري البالغ 164.7 مليار دولار في نهاية يونيو 2023. وتشمل ديون مصر للإمارات ما يأتي:

- 5.9 مليار دولار قروض ثنائية طويلة الأجل.

(8) منها على سبيل المثال: التسهيل الموقع بين البنك المركزي المصري وبنك التنمية الصيني بمبلغ 560.5 مليون دولار في نهاية سبتمبر 2022، واتفاقية مبادلة العملة الموقعة بين البنك المركزي المصري وبنك الشعب الصيني بقيمة

- 5.7 مليار دولار ودائع طويلة الأجل.
 - 5.0 مليار دولار ودائع قصيرة الأجل.
 - 1.4 مليار دولار قيمة اتفاق مبادلة العملة.
 - 0.8 مليار دولار ديون غير مضمونة مستحقة على القطاع الخاص.
 - 2.1 مليار دولار ديون أخرى.
- ويأتي بعد الإمارات في ترتيب أكبر الدول الدائنة لمصر، المملكة العربية السعودية، ويبلغ إجمالي الدين المستحق لها 12.2 مليار دولار بنسبة 7.4% من إجمالي الدين الخارجي لمصر في نهاية مارس 2023. وتشمل ديون مصر للسعودية ما يلي:
- 1.4 مليار دولار قروض ثنائية طويلة الأجل.
 - 5.3 مليار دولار ودائع طويلة الأجل.
 - 5.0 مليار دولار ودائع قصيرة الأجل.
 - 0.5 مليار دولار ديون أخرى.
- وتأتي الصين في المرتبة الثالثة في ترتيب الدول الدائنة لمصر بإجمالي دين قدره 8.3 مليار دولار بنسبة 5.0% من إجمالي الدين الخارجي لمصر في نهاية يونيو 2023. وتشمل الديون المستحقة للصين ما يأتي:
- 5.5 مليار دولار قروض ثنائية طويلة الأجل.
 - 2.5 مليار دولار ديون قصيرة الأجل (تمثل قيمة اتفاقية مبادلة العملة الموقعة بين البنك المركزي المصري وبنك الشعب الصيني).
 - 0.3 اتفاقيات التسهيل الصينية China facility agreements.
- أما الكويت فتأتي في المرتبة الرابعة في ترتيب الدول الدائنة لمصر، بإجمالي دين قدره 7.1 مليار دولار بنسبة 4.3% من إجمالي الدين الخارجي لمصر في نهاية يونيو 2023. وتشمل الديون المستحقة للكويت ما يلي:
- 1.9 مليار دولار قروض ثنائية طويلة الأجل.
 - 4.0 مليار دولار ودائع طويلة الأجل.
 - 1.2 مليار دولار قروض أخرى.
 - 55.0 مليون دولار ديون غير مضمونة مستحقة على القطاع الخاص.

■ وأخيراً تجدر الإشارة إلى أن هيكل الدين الخارجي المصري وفقاً للعملة المكونة له قد شهد بدوره تحولاً كبيراً ليصبح أكثر انحيازاً للدولار، والذي ارتفع النصيب النسبي له من 39.4% في نهاية يونيو 2011 إلى 68.4% في نهاية يونيو 2023 وذلك في مقابل التراجع الكبير في النصيب النسبي لليورو والين الياباني في هيكل العملات المكونة للدين.

وعلى ضوء ما سبق، تطرح الورقة تساؤلاً مهماً: كيف انعكست الزيادة في حجم الدين الخارجي والتحويلات في هيكله، على النحو السابق بيانه، على أعباء هذا الدين؟ وهذا ما سيتم الإجابة عليه في القسم الثالث من خلال تحليل مؤشرات التطور في أعباء الدين الخارجي المصري مقارنة بالدول الأخرى.

القسم الثالث:

تطور أعباء الدين الخارجي في مصر والدول الأخرى

أولاً: مؤشرات قياس التطور في أعباء الدين الخارجي

- بصورة عامة، يظل الدين الخارجي في حدود آمنة ومستقرة، وتظل الدولة قادرة على تحمل أعبائه، طالما توفر لدى الدولة الملاءة المالية solvency الكافية للوفاء بالدين، والسيولة liquidity اللازمة لسداد أعباء خدمة هذا الدين في مواعيد استحقاقها.
- ومعنى ذلك أن مخاطر الدين الخارجي قد تتزايد نتيجة لعوامل مؤقتة تتعلق بتدفق السيولة اللازمة لسداد أعباء خدمة الدين في مواعيد استحقاقها، مثل: الانخفاض الحاد في عائدات التصدير، الزيادة المفاجئة في أسعار الفائدة الخارجية، أو ارتفاع أسعار الواردات. كما تتزايد مخاطر الدين نتيجة لعوامل هيكلية تتعلق بالملاءة المالية مثل التوسع المفرط في الاقتراض دون التقدير السليم لتدفقات العملة الأجنبية المطلوبة للوفاء بالتزامات هذا الدين في مواعيدها. وهذا لا يعني أن مشكلة السيولة أقل أهمية من مشكلة الملاءة المالية لأنه إذا لم يتم حل مشكلة السيولة في التوقيت المناسب فمن المؤكد أنها سوف تتحول إلى مشكلة هيكلية في الملاءة المالية.
- ووفقاً للدليل الإحصائي للدين الخارجي الصادر عن صندوق النقد الدولي في عام 2014، يتم قياس أعباء الدين الخارجي ومخاطره في حالة الدول التي لديها إمكانية للنفوذ لأسواق المال الدولية market access countries، ومنها مصر، باستخدام ثلاثة مؤشرات على النحو الآتي:
 - مؤشران أساسيان لقياس مخاطر الملاءة المالية، وهما: رصيد الدين الخارجي للنتائج المحلي الإجمالي، ورصيد الدين الخارجي للصادرات من السلع والخدمات.
 - مؤشر أساسي واحد لقياس مخاطر السيولة، وهو: نسبة أعباء خدمة الدين الخارجي للصادرات من السلع والخدمات⁽⁹⁾.

(9) في حالة الدول منخفضة الدخل ذات المديونية المرتفعة، فإن الأجل الممتد وفترات السماح للفروض الميسرة concessional loans التي تحصل عليها هذه الدول تتطلب قياس رصيد الدين على أساس القيمة الحالية للديون وليس على أساس القيمة الاسمية، كما في حالة الدول التي لديها قدرة على النفاذ لأسواق المال الدولية، حتى يمكن تحديد أفضل الشروط للفروض الميسرة عن طريق خصم التدفقات المستقبلية لمدفوعات خدمة الدين discounting the stream of future debt-service payments. كما يتم في حالة هذه الدول حساب: نسبة القيمة الحالية لرصيد الدين إلى الإيرادات العامة كمؤشر لمخاطر الملاءة المالية، ومؤشر نسبة أعباء خدمة الدين إلى الإيرادات العامة كمؤشر لقياس مخاطر السيولة. هذا بالإضافة إلى المؤشرات الثلاثة التي يتم حسابها في حالة الدول التي لديها قدرة على النفاذ لأسواق المال الدولية.

- ويجب الإشارة إلى أن هذه المؤشرات الثلاثة هي المؤشرات الأساسية الشائع استخدامها في تحليل أعباء الدين الخارجي ومخاطره، إلا أنه يوجد مؤشرات أخرى يتم الاعتماد عليها أيضاً حتى يمكن تحديد حجم المخاطر الناجمة عن تطور الأعباء ومصادرها بصورة أكثر وضوحاً ومن بين هذه المؤشرات ما يلي:
 - مؤشرا لقياس الملاءة المالية ومخاطرها، وهما: إجمالي الاحتياجات التمويلية، ونسبة عجز الحساب الجاري (بدون مدفوعات الفوائد) اللازمة لتحقيق استقرار نسبة الدين الخارجي للنتائج المحلي الإجمالي.
 - أربعة مؤشرات لقياس السيولة ومخاطرها، وهم: (1) عدد أشهر تغطية الاحتياطيات الدولية للواردات كمؤشر لقياس السيولة. (2) نسبة إجمالي الاحتياطيات الرسمية إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل على أساس فترة الاستحقاق المتبقية⁽¹⁰⁾: وهي عبارة عن نسبة رصيد الاحتياطيات الدولية المتاحة للسلطة النقدية (أصول الاحتياطي) إلى رصيد الديون قصيرة الأجل على أساس فترة الاستحقاق المتبقية. (3) نسبة تغطية الاحتياطي الممتد extended reserve cover: وهي عبارة عن نسبة أصول الاحتياطي إلى عجز الحساب الجاري معدلاً بصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون قصيرة الأجل على أساس فترة الاستحقاق المتبقية، في نهاية الفترة الماضية بما في ذلك الودائع بالعملة الأجنبية لدى الجهاز المصرفي. (4) نسبة الودائع بالعملة الأجنبية إلى الأصول الأجنبية في الجهاز المصرفي (IMF,) 2014.

وفي هذا السياق يجب الإشارة إلى أن المؤشرات الثلاثة الأساسية التي يتم الاعتماد عليها في قياس أعباء الدين الخارجي ومخاطره يمكن استبدالها بمؤشرات أخرى لإعطاء صورة أكثر واقعية عن مخاطر الملاءة المالية والسيولة وبما يتوافق مع ظروف بعض الدول وهيكل اقتصاداتها، فعلى سبيل المثال:

- يمكن حساب رصيد الدين الخارجي للدخل القومي الإجمالي¹¹ gross national income، كمؤشر بديل لنسبة الدين الخارجي للنتائج المحلي الإجمالي في الدول التي يكون فيها صافي الدخل الأولي لعوامل الإنتاج من الخارج ذو قيمة مؤثرة.

(10) رصيد الديون قصيرة الأجل على أساس فترة الاستحقاق المتبقية يشمل كافة الديون قصيرة الأجل (لا يزيد عمرها عن ستة على الأكثر) مضافاً إليه ما يستحق من الديون متوسطة وطويلة الأجل خلال السنة. وهذه النسبة تشير إلى مدى قدرة اقتصاد ما على سداد جميع استحقاقات الدين الخارجي في السنة القادمة باستخدام الاحتياطيات الدولية المتاحة لديه. ويعد هذا المؤشر مقياساً لمدى قدرة الدولة على التكيف السريع وسداد الاستحقاقات الخارجية لديها إذا ما تم توقف الاقتراض الخارجي فجأة بسبب التطورات السلبية في أسواق رأس المال الدولية. وقد يكون هذا المؤشر مهماً بشكل خاص لمدى كفاية الاحتياطيات الدولية، وخاصة بالنسبة للدول التي لها القدرة على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، ولكن هذه القدرة ليست مؤكدة بشكل كاف.

(11) الدخل القومي الإجمالي يساوي الناتج المحلي الإجمالي مضافاً إليه تعويضات العاملين ودخل الممتلكات المحول من الخارج (الدخل الأولي المستحق من الخارج) مطروحاً منه تعويضات العاملين ودخل الممتلكات المحول للخارج (الدخل الأولي المستحق للخارج). وعادة ما يتقارب حجم الدخل القومي الإجمالي مع حجم الناتج المحلي الإجمالي. إلا أن حجم الدخل القومي الإجمالي يمكن أن يتجاوز حجم الناتج المحلي الإجمالي في السنوات التي تتناقص فيها أعباء المديونية الخارجية ومدفوعات الفوائد (وهو الوضع الذي كان سائداً في مصر في معظم سنوات الفترة ما بين 1990 وحتى عام 2010 وهي الفترة التي تم فيها تثبيت حجم الدين الخارجي). وينخفض حجم الدخل القومي الإجمالي عن

■ يمكن حساب رصيد الدين الخارجي لإجمالي الحصيلة الجارية current receipts من الخارج، كمؤشر بديل لرصيد الدين الخارجي للصادرات من السلع والخدمات في الدول التي تشكل التحويلات الرسمية والمعونات الخارجية، أو تحويلات العاملين بالخارج workers' remittances مصدر مهم من مصادر الدخل القومي للدولة بالعملة الأجنبية ومنها مصر. وهو ما يتطلب أيضًا وبطبيعة الحال حساب أعباء خدمة الدين الخارجي لإجمالي الحصيلة الجارية كمؤشر بديل لمؤشر أعباء خدمة الدين الخارجي للصادرات من السلع والخدمات.

ثانيًا: الدول التي يمكن مقارنة أعباء الدين الخارجي لديها بمثلتها في مصر

- يستند اختيار الدول التي يتم إجراء المقارنة بينها فيما يتعلق بأعباء الدين الخارجي إلى معيار حجم أسواق المال وطبيعتها لدى هذه الدول، ومدى قدرتها - بالتالي - على النفاذ إلى أسواق المال الدولية ومؤسسات التمويل المختلفة.
- ووفقًا لهذا المعيار يتم تقسيم أسواق الدول المختلفة إلى ثلاث فئات، وهي: الأسواق المتقدمة، والأسواق الصاعدة emerging markets، والأسواق المبتدئة frontier markets، والتي تشمل مجموعة الدول النامية ذات التوجه نحو اقتصاد السوق، والتي تكون أكثر تطورًا من الدول الأقل دخلًا، ولكن أسواق المال لديها تكون محدودة وعالية المخاطر ولا تتوفر فيها السيولة الكافية ليطمئن إدراجها ضمن الأسواق الصاعدة emerging markets، وبالتالي فبطبيعة الحال تكون قدرة هذه الدول على النفاذ إلى أسواق المال الدولية محدودة، وتكون قدرتها على تحمل الديون الخارجية أقل من مثلتها في الدول ذات الأسواق الصاعدة، والتي بدورها تقل عن مثلتها في الدول ذات الأسواق المتقدمة.
- وفي هذا السياق، نجد أن بعض المؤسسات التي تقوم بتصنيف أسواق المال لدى الدول وبناء مؤشرات لها، تصنف مصر على أنها سوق صاعد، في حين يصنفها بعضها الآخر من هذه المؤسسات على أنها سوق مبتدئة. وفي سياق متصل، أشار تقرير الاستقرار المالي لصندوق النقد الدولي الصادر عام 2021 إلى أن مصر جاءت ضمن ثلاث عشرة دولة تم إدراجها ضمن مؤشر فوتسي راسل FTSE Russell للسندات الحكومية في الأسواق الصاعدة والمبتدئة والذي تم إطلاقه في 8 من يونيو 2021 (IMF, 2021). وتصنف مؤسسة FTSE Russell مصر حاليًا على أنها سوق صاعد ثانوي secondary emerging market وهو مستوى أقل من

الناتج المحلي الإجمالي في الفترات التي تتزايد فيها أعباء المديونية الخارجية ومدفوعات الفوائد، وهو الوضع الذي كان سائدًا في مصر في معظم سنوات الفترة من عام 1977 حتى عام 1988 (وهي الفترة التي حدث فيها تقادم كبير في حجم المديونية الخارجية وأعبائها).

مستوى الأسواق الصاعدة emerging market. أما مؤشر شركة Russell فيصنف مصر حاليًا على أنها سوق مبتدئة. وبالرغم من أن مؤسسة ستاندرد آند بورز (S&P) لا تزال تدرج مصر ضمن مجموعة الأسواق الصاعدة، فإنها أعلنت مؤخرًا أنها ستراجع إمكانية إدراج مصر ضمن مجموعة الأسواق المبتدئة بناء على تطورات حجم الدين في الأونة الأخيرة. ومن المحتمل بالفعل أن تقوم مؤسسة ستاندرد آند بورز (S&P) بإدراج مصر ضمن قائمة الأسواق المبتدئة في غضون فترة قصيرة، بعد التخفيض الذي قامت به الشهر الجاري (أكتوبر 2023) للتصنيف السيادي المصري ليصبح عند B- بدلاً من B مع نظرة مستقبلية مستقرة.

■ والخلاصة مما سبق، أن بعض المؤسسات تدرج مصر ضمن قائمة الأسواق المبتدئة بينما يدرجها بعضها الآخر ضمن قائمة الأسواق الصاعدة، وبالتالي سوف يتم مقارنة التطور في أعباء الديون الخارجية لمصر خلال الفترة من (2011-2022) بمجموعة من الدول ذات الأسواق المبتدئة وأخرى ذات الأسواق الصاعدة، والتي لا يوجد بها أزمات دين خارجي في الوقت الراهن، حتى وإن كانت تواجه بعض الضغوط المماثلة للضغوط السائدة في الحالة المصرية، إلا أنها لم يعلن بعد عن دخول أيٍّ منها رسميًا في أزمة مديونية.

■ وفي هذا السياق يجب الإشارة إلى أنه يوجد العديد من دول الاتحاد الأوروبي، والتي تصنف كأسواق مبتدئة frontier markets ومنها: إستونيا، قبرص، لاتفيا، ليتوانيا، مالطا، سلوفانيا، وسلوفاكيا، كرواتيا، رومانيا، ولكن هذه الدول لا يمكن مقارنة مؤشرات التطور في أعباء الدين الخارجي لديهم بمثلتها في مصر. فنسبة 100% من الديون المستحقة على الحكومات المركزية في نهاية عام 2022 في كل من: إستونيا، قبرص، لاتفيا، مالطا، سلوفينيا، سلوفاكيا، ليتوانيا هي ديون باليورو. وبالتالي فحتى لو كانت كل هذه الديون ديون خارجية فإنها ديون بالعملة المحلية لكون جميع هذه الدول أعضاء في منطقة اليورو. وبالتالي لا يجب مقارنة أعباء المديونية الخارجية في هذه الدول بمثلتها في الحالة المصرية. وفي سياق متصل يلزم الإشارة أيضًا إلى أن كرواتيا قد أعلنت دخولها منطقة اليورو في الأول من يناير عام 2023، وحيث إن 75% من ديون الحكومة المركزية لديها في نهاية عام 2022 هي ديون باليورو، فقد أصبحت كل هذه الديون بالعملة المحلية. وبالتالي، حتى لو كانت هذه النسبة من الديون أو معظمها مصنفة على أنها ديون خارجية فلا يمكن مقارنة مؤشرات المديونية في هذه الدولة بمثلتها في مصر. وبناء على ما سبق، فإن الدولتين الوحيدتين في مجموعة دول الاتحاد الأوروبي المشار إليها أعلاه، واللذان يمكن مقارنة مؤشرات المديونية الخارجية بهما بمثلتيهما في مصر هما بلغاريا ورومانيا. فعلى الرغم من ارتفاع نسبة ديون الحكومة المركزية في كلتا الدولتين باليورو - تمثل 71% من إجمالي ديون الحكومة المركزية في بلغاريا، و53% من إجمالي ديون الحكومة المركزية في رومانيا في نهاية عام 2022- فإن هذه الديون لا

تزال ديون بالعملة الأجنبية لكون هاتين الدولتين خارج منطقة اليورو حتى الآن (Eurostat, 2023). ونظرًا لعدم توفر بيانات عن دولة رومانيا، فإن الدولة الوحيدة من الدول المشار إليها التي يمكن مقارنتها بمصر والتي تدرج ضمن الأسواق المبتدئة هي بلغاريا. وقد تم استبعادها من المقارنة أيضًا نظرًا لتراجع حجم الدين الخارجي نسبة للنتاج المحلي بها من 82.7% في عام 2011 إلى 53.5% في عام 2021.

■ كذلك لبنان، وهي أيضًا دولة ذات سوق مبتدئ، ولكن لا يجب مقارنة تطور الدين الخارجي في مصر بمثيله في لبنان نظرًا للاختلافات الكبيرة بين هيكل الاقتصاد المصري واللبناني، فضلًا عن عدم الاستقرار السياسي الذي يتعرض له لبنان بشكل متواتر نتيجة لعمق الانقسامات الطائفية بين القوى السياسية داخل لبنان من ناحية، والتدخل السافر من أطراف خارجية إقليمية ودولية في شؤون لبنان من ناحية أخرى:

- فالاقتصاد اللبناني اقتصاد خدمي بالدرجة الأولى، تمثل الخدمات المالية والمصرفية الركيزة الأساسية له. كما أن هذا الاقتصاد قائم في جانب كبير منه على السياحة، ويبلغ المتوسط السنوي لعوائد السياحة الدولية نحو 40% من صادرات لبنان. وتشكل التحويلات الخارجية مصدرًا أساسيًا من مصادر الدخل القومي في لبنان، حيث يبلغ المتوسط السنوي لتحويلات العاملين بالخارج نحو 15.0% من الناتج المحلي الإجمالي. ولا يوجد لدى لبنان صناعات رئيسية ويبلغ المتوسط السنوي للقيمة المضافة للصناعة التحويلية نحو 7.5% فقط من الناتج المحلي، وقد انخفض هذا المتوسط بعد تفاقم الأزمة المالية والاقتصادية منذ عام 2019، ليبلغ إلى 1.4% فقط من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2021.

- كما أن لبنان دولة نادرًا ما تتمتع بالاستقرار السياسي المؤقت، فهو تعيش دائمًا على نظام التسويات بين القوى السياسية المتناحرة نتيجة عمق الانقسامات الطائفية، والتي أودت به إلى أن يعيش الآن في مرحلة فراغ دستوري ومؤسسي كبير. وفي إشارة إلى آثار تلك الأوضاع السياسية المتردية على تصاعد حدة الأزمة المالية والاقتصادية التي يعاني منها لبنان، أشار تقرير المرصد الاقتصادي للبنان الصادر عن البنك الدولي في عام 2021 تحت عنوان الإنكار الكبير إلى أن: الكساد المتعمد والأزمة الطاحنة التي يعاني منها لبنان، والتي من المرجح أن تصنف ضمن أشد عشر أزمات، وربما إحدى أشد ثلاث أزمات، على مستوى العالم منذ منتصف القرن التاسع عشر - من تدبير قيادات النخبة التي تسيطر منذ وقت طويل على مقاليد الدولة وتستاثر بمنافعها الاقتصادية. وأوضح التقرير أن استجابة السلطات اللبنانية

للتحديات الضخمة التي تواجهها البلاد على صعيد السياسات العامة غير كافية إلى حد كبير¹² (World Bank, 2021) وفي ظل هذه الظروف السياسية الصعبة، فمن الطبيعي أن تكون أزمة الديون السيادية الطاحنة التي يعاني منها الاقتصاد اللبناني أزمة مختلفة في النوبات والتداعيات والآثار، ولا يمكن مقارنتها بالحالة الراهنة في مصر، أو غيرها من الدول التي تواجه أزمات في السيولة الأجنبية والديون الخارجية نتيجة لعوامل ومتغيرات اقتصادية محلية أو معطيات فرضتها الظروف العالمية.

- واستنادًا إلى ما سبق، استقرت الورقة على مقارنة التطور في أعباء الدين الخارجي المصري بمجموعة من الدول ذات الأسواق المبتدئة وأخرى ذات الأسواق الصاعدة، وتشمل هذه الدول:
 - خمس دول ذات أسواق مبتدئة وهم: الأرجنتين، تونس، الأردن، المغرب، وفيتنام.
 - خمس دول ذات أسواق صاعدة وهم: البرازيل، المكسيك، تايلاند، إندونيسيا، وتركيا.

ثالثًا: تطور أعباء الدين الخارجي في مصر والدول الأخرى خلال الفترة من (2011-2021)

- نظرًا لعدم توفر بيانات تتعلق بالدين الخارجي في عام 2022 في جميع الدول التي يجري مقارنتها بمصر، قامت الورقة بمقارنة التطور الذي شهدته المؤشرات الأساسية لأعباء الدين الخارجي في مصر مقارنة بمثيلتها في الدول الأخرى خلال الفترة من (2011-2021).
- ومن الجدول رقم (6) نلاحظ ما يأتي:

- أن رصيد الدين الخارجي نسبة للنتاج المحلي الإجمالي قد زاد بالفعل في جميع دول المقارنة. وهو الأمر الذي جاء مرتبطًا إلى حد كبير بالتحديات التي فرضتها الظروف العالمية على مدار الفترة الأخيرة بدءًا من أزمة كورونا ومرورًا بالحرب الأوكرانية الروسية. إلا أنه على الرغم من الارتفاع الذي شهده رصيد الدين الخارجي للنتاج في مصر على مدار الفترة لا يزال أقل من مثيله في جميع دول المقارنة. وقد بلغ إجمالي الزيادة في رصيد الدين الخارجي للنتاج في مصر خلال هذه الفترة 18.8% بمتوسط معدل نمو مركب قدره 8.5% سنويًا. وبالتالي جاء متوسط معدل النمو المركب في رصيد الدين الخارجي أعلى من مثيله في جميع دول المقارنة باستثناء البرازيل والتي بلغ فيها هذا المتوسط 9.1% سنويًا.

(12) وأشار التقرير إلى أن ضعف الاستجابة للتحديات الكبيرة التي يتعرض لها لبنان لا يعود إلى الثغرات على مستوى المعرفة والمشورة الجيدة، بقدر ما يعود إلى: (1) غياب توافق سياسي بشأن المبادرات الفعالة في مجال السياسات (2) وجود توافق سياسي حول حماية نظام اقتصادي مغل، أفاد أعدادًا قليلة لفترة طويلة. وفي سياق متصل تشير بيانات البنك الدولي إلى التدهور الشديد في الناتج المحلي الإجمالي في لبنان، والذي انخفض من 51.6 مليار دولار في 2019 إلى 23.1 مليار دولار أميركي في 2021، مسجلًا انكماشًا نسبته 55.2%، حيث بلغ معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي اللبناني سالب 6.9%، ثم سالب 21.3% ثم سالب 7.0% خلال السنوات 2019، 2020، و2021 على الترتيب، ليحقق الاقتصاد اللبناني أكبر معدل انكماش في قائمة تضم 193 دولة.

- أن رصيد الدين الخارجي نسبة للصادرات من السلع والخدمات، وعلى الرغم من أنه كان في عام 2011 أقل من مثيله في جميع دول المقارنة، باستثناء تايلاند وفيتنام، فإنه أصبح في عام 2021 أعلى من مثيله في جميع دول المقارنة وبفارق كبير عن معظم هذه الدول، حيث بلغ صافي الزيادة في هذه النسبة 246.9% خلال هذه الفترة، بمتوسط معدل نمو مركب أعلى من مثيله في جميع دول المقارنة وبفارق كبير عن معظم هذه الدول، حيث بلغ هذا المعدل 16.0% سنويًا.
- أن نسبة أعباء خدمة الدين للصادرات في مصر عام 2021 قد أصبحت أعلى من مثيلتها في جميع دول المقارنة باستثناء البرازيل، بعد أن كانت أقل من مثيلتها في جميع دول المقارنة في عام 2011 باستثناء تايلاند، حيث بلغ صافي الزيادة في هذه النسبة 34.0% في مصر وبمتوسط معدل نمو مركب أعلى من مثيله في جميع دول المقارنة بما في ذلك البرازيل، وبفارق كبير عن معظم هذه الدول، حيث بلغ هذا المعدل 18.4% سنويًا.

جدول رقم (6): تطور المؤشرات الأساسية لأعباء الدين الخارجي في مصر مقارنة بالدول الأخرى خلال الفترة من (2011- 2021)

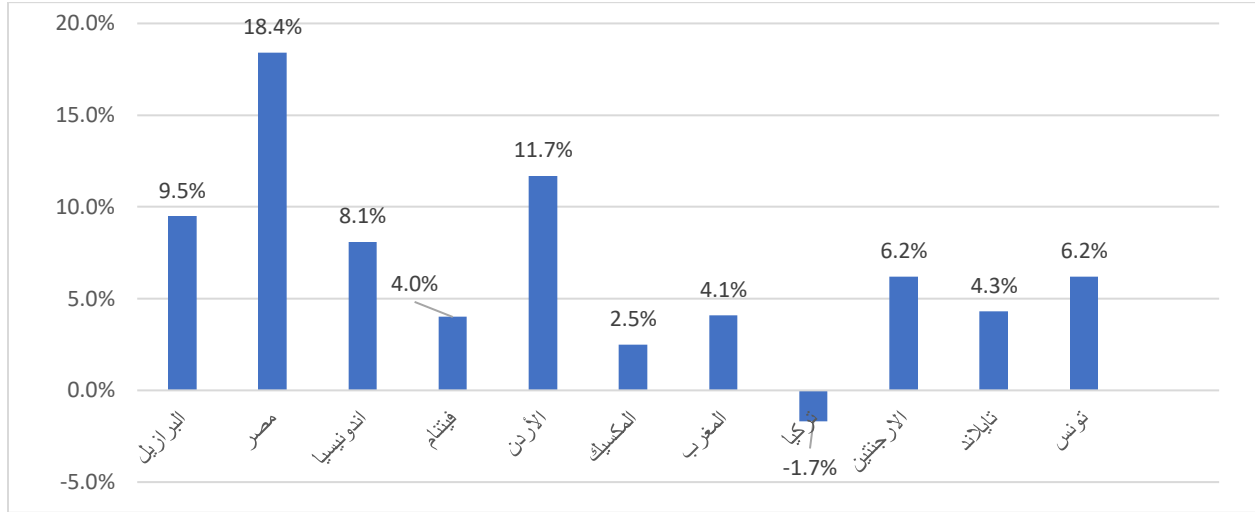
الدول/ المؤشرات	رصيد الدين الخارجي نسبة للناتج المحلي			رصيد الدين الخارجي نسبة للصادرات			أعباء خدمة الدين الخارجي نسبة للصادرات		
	2011	2021	متوسط معدل النمو المركب	2011	2021	متوسط معدل النمو المركب	2011	2021	متوسط معدل النمو المركب
مصر	14.9%	33.7%	8.5%	72.5%	319.4%	16.0%	7.7%	41.7%	18.4%
الدول ذات الأسواق المبتدئة Frontier markets									
الأرجنتين	27.0%	50.6%	6.5%	146.1%	280.3%	6.7%	16.1%	29.5%	6.2%
تونس	47.5%	89.1%	6.5%	103.0%	211.6%	7.5%	12.0%	22.0%	6.2%
الأردن	59.2%	92.7%	4.6%	127.2%	205.2%	4.9%	6.8%	20.5%	11.7%
المغرب	27.2%	45.8%	5.3%	85.2%	139.0%	5.0%	9.2%	13.8%	4.1%
فيتنام	31.2%	37.2%	1.8%	51.1%	39.9%	(2.4)%	3.9%	5.8%	4.0%
الدول ذات الأسواق الصاعدة Emerging markets									
البرازيل	15.4%	36.8%	9.1%	133.3%	187.9%	3.5%	19.5%	48.2%	9.5%
المكسيك	29.8%	47.6%	4.8%	96.0%	115.8%	1.9%	11.6%	14.8%	2.5%
إندونيسيا	24.6%	35.1%	3.6%	93.4%	164.0%	5.8%	13.2%	28.7%	8.1%
تايلاند	31.1%	41.7%	3.0%	43.9%	71.2%	5.0%	4.0%	6.1%	4.3%
تركيا	36.4%	53.2%	3.9%	158.4%	150.6%	(0.5)%	30.1%	25.4%	(1.7)%

* عام 2019

Source: World Bank, WDI, 2023.

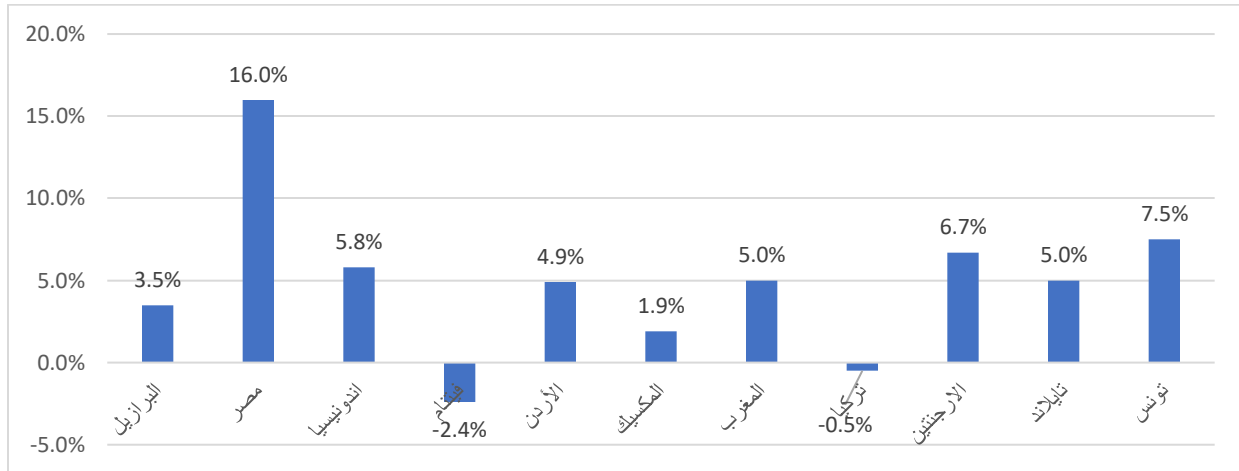
- نخلص مما سبق إلى نتيجة أساسية مؤداها أن أعباء الدين الخارجي في مصر قد نمت بالفعل وبمعدلات أعلى من مثيلتها في جميع دول المقارنة، خاصة ما يتعلق برصيد الدين نسبة للصادرات، وأعباء خدمة الدين نسبة للصادرات.
- وفيما يلي يوضح الشكلان رقما (1)، و (2) تطور معدلات النمو في رصيد الدين نسبة للصادرات وأعباء خدمة الدين نسبة للصادرات في مصر مقارنة بالدول الأخرى.

شكل رقم (1): متوسط معدل النمو السنوي المركب في رصيد الدين نسبة للصادرات في مصر مقارنة بالدول الأخرى خلال الفترة من (2021-2011)



Source: World Bank, WDI, 2023.

شكل رقم (2): متوسط معدل النمو السنوي المركب في أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات في مصر مقارنة بالدول الأخرى خلال الفترة من (2021-2011)

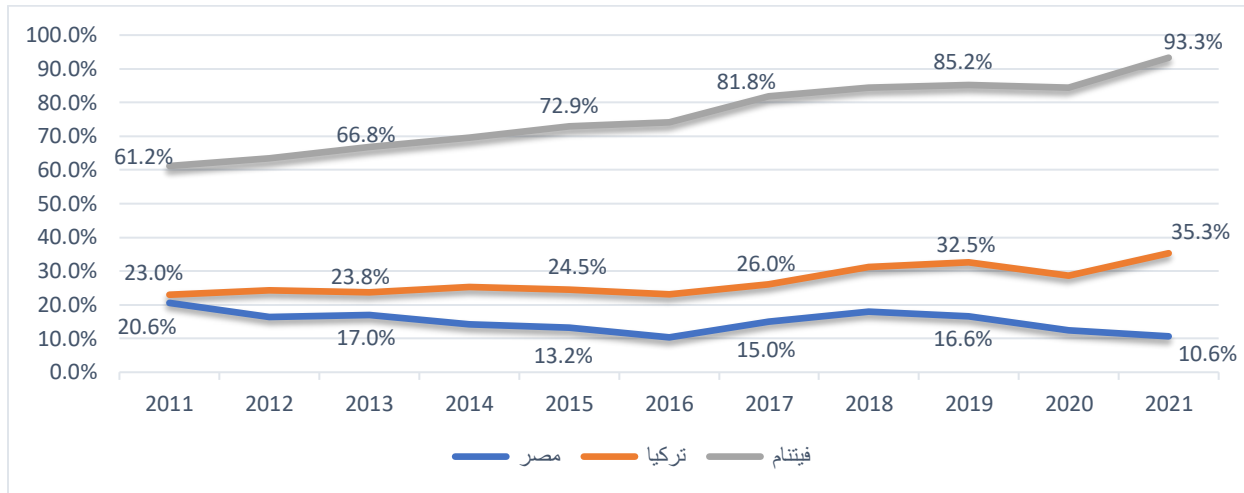


Source: World Bank, WDI, 2023.

والتساؤل الذي يطرح نفسه هنا: لماذا نما رصيد الدين نسبة للصادرات في مصر خلال الفترة من (2021-2011) بمعدل يقارب ضعف معدل النمو في رصيد الدين نسبة للنتائج المحلي الإجمالي (16.0% في مقابل 8.5%)؟

■ والإجابة ببساطة لأن نسبة الصادرات للناتج المحلي في مصر قد انخفضت خلال الفترة ذاتها بما يقارب 50%، حيث انخفضت من 20.6% في عام 2011 إلى 10.6% فقط في عام 2021. وعلى العكس من ذلك، فإن هناك دول اقترنت فيها الزيادة في رصيد الدين نسبة للناتج إما بتراجع في كل من رصيد الدين نسبة للصادرات، وأعباء خدمة الدين نسبة للصادرات كما في حالة تركيا، أو بتراجع في رصيد الدين للصادرات وزيادة محدودة في أعباء خدمة الدين للصادرات كما في حالة فيتنام، وهو ما يرجع إلى الزيادة الكبيرة في نسبة الصادرات للناتج المحلي في كلتا الدولتين، كما يتضح ذلك من الشكل رقم (3).

شكل رقم (3): تطور نسبة الصادرات من السلع والخدمات للناتج المحلي الإجمالي في مصر مقارنة بتركيا وفيتنام خلال الفترة من (2011-2021)



Source: World Bank, WDI, 2023.

والخلاصة مما سبق: أن رصيد الدين الخارجي المصري نسبة للصادرات وكذلك أعباء خدمة هذا الدين نسبة للصادرات قد زادا بالفعل بمعدلات أعلى من مثيليهما في جميع دول المقارنة، خلال الفترة من (2011-2021) سواء أكانت الدول التي تتقارب معها في نسبة رصيد الدين الخارجي للناتج كالبرازيل وإندونيسيا وفيتنام، أو تلك التي تجاوزتها في نسبة هذا الرصيد مثل الأرجنتين والمغرب وتايلاند والمكسيك وتركيا، أو الدول الأخرى التي تتعاضد بالفعل مع مستويات حرجة من نسبة الدين الخارجي للناتج مثل تونس والأردن. وهو الأمر الذي جاء مرتبطاً بشكل أساسي بتراجع نسبة الصادرات للناتج في مصر على مدار الفترة وبما شكل ضغطاً كبيراً على السيولة الأجنبية وأدى إلى قيام الدولة المصرية بإجراء عدة تخفيضات متتالية على قيمة العملة الوطنية على مدار الفترة السابقة.

والتساؤل الذي يطرح نفسه هنا: هل الزيادة الملحوظة في أعباء الدين الخارجي المصري ومعدلات نموها، على النحو السابق بيانه، يعني أن تلك الأعباء باتت تتقارب بالفعل مع مثيلتها في أوقات الأزمات؟ وتتطلب الإجابة على هذا التساؤل مقارنة التطور في مؤشرات أعباء الدين الخارجي المصري خلال الفترة من (2011-2021) بمثيله في أوقات أزمات الديون الخارجية، سواء التي مرت بها مصر أو غيرها من الدول، وهو ما سيتم تناوله في القسم الرابع من الورقة.

القسم الرابع:

أعباء الدين الخارجي المصري ومؤشرات أزمات الديون السيادية

أولاً: أزمات الديون السيادية التي يمكن مقارنة مؤشراتها بالحالة المصرية

- عادة ما يطلق على أزمات الديون الخارجية مصطلح أزمات الديون السيادية، وليس معنى ذلك أن الدين المحلي لا يتعرض لأزمات، ولكن الدول غالباً لا تعلن عن أزمات الديون المحلية لأنها تكون أزمة داخلية، كما أن طرق علاج أزمة الدين المحلي، مهما ارتفعت تكلفتها وامتدت تداعياتها، تظل في النهاية تحت سيطرة الحكومة وسلطة الدولة. وعلى العكس من ذلك، إذا دخلت الدولة في أزمة ديون خارجية أصبحت سلطة التصرف في يد الدائنين الدوليين والمؤسسات المقرضة لها.
- ومن هنا تحرص كافة الحكومات على ألا تغش في سداد التزاماتها نحو ديونها الخارجية، وذلك للحفاظ على تصنيفها الائتماني في أسواق الاقتراض من التدهور، ذلك أن توقف الحكومة عن السداد، أو نشوء إشارات تشير إلى ذلك، يؤدي إلى فقدان المستثمرين في الأسواق الدولية الثقة في حكومة هذه الدولة وتجنبهم الاشتراك في أي مناقصات لشراء سندات في المستقبل، أكثر من ذلك فإن ردة فعل المستثمرين لا تقتصر على أولئك الذين يحملون سندات الدولة، وإنما يمتد الذعر المالي أيضاً إلى باقي المستثمرين الأجانب في هذه الدولة والذين لا يحملون هذه السندات. على سبيل المثال أدت أزمة الديون السيادية للأرجنتين في 2001 إلى قيام المستثمرين الأجانب (الذي لا يحملون سندات الدين السيادي للدولة) بسحب استثماراتهم من الأرجنتين مما أدى إلى حدوث تدفقات هائلة للنقد الأجنبي خارج الدولة ومن ثم حدوث نقص حاد في النقد الأجنبي لدى الدولة، الأمر الذي أدى بالتبعية إلى نشوء أزمة للعملة الأرجنتينية.
- وتواجه الحكومة أزمة دين سيادي إذا لم تحسن تقدير هيكل التدفقات النقدية من العملات الأجنبية في المستقبل، فإذا تمت المغالاة في تقديرات هذه التدفقات بما قد يوحى للحكومة بتمكنها من الحصول على النقد الأجنبي اللازم لسداد التزاماتها بسهولة، أو إذا ما تعرضت الدولة لصدمة خارجية تؤثر على تدفقات النقد الأجنبي لهذه الدولة بالشكل الذي يؤدي إلى تعرض مجمع النقد الأجنبي فيها (أرصدة النقد الأجنبي التي تملكها الحكومة لدى البنك المركزي) إلى عجز عن الوفاء بكافة الاحتياجات اللازمة للدولة من العملات الأجنبية، ومن ثم فإن أخذ الحيطة من جانب الحكومات في هيكلة ديونها بالعملات الأجنبية من الناحية الزمنية بالشكل الذي يمكنها من استيفاء

متطلبات خدمة هذه الديون وفي المواعيد المحددة ويقدر كبير من الثقة، يعد أمرًا ضروريًا حتى لا تقع الدولة في أزمة ديون سيادية.

■ ومما لا شك فيه فإن أزمات الديون السيادية تختلف في طبيعتها وشروطها ومسارات تطورها في الدول المتقدمة اختلافات جذرية عن مثلتها في الدول النامية، فعادة تتجاوز قدرة الدول المتقدمة على تحمل مستويات أعلى من الديون الخارجية مثلتها في الدول النامية بفوارق كبيرة نتيجة لاعتبارات عدة وأهمها: قوة أسواق المال لدى هذه الدول، وقدرتها غير المحدودة على النفاذ لأسواق المال الدولية وإصدار السندات، وارتفاع مستويات التصنيف الائتماني السيادي في تلك الدول عن مثلتها في الدول النامية، فضلًا عن أن هناك العديد من تلك الدول يكون جانب مهم من ديونها الخارجية بعملاتها المحلية. ناهيك عن أن جانب كبير من الديون الخارجية في تلك الدول غالبًا ما تكون ديون لكبريات الشركات من القطاع الخاص، والتي يكون لها قدرات على الاقتراض وإصدار السندات الدولية أكبر في بعض الحالات من قدرات الدول نفسها. ولا يمكن أيضًا إغفال دور الظروف والاعتبارات السياسية والمصالح المشتركة بين الدول المتقدمة ومؤسسات التمويل الدولية. ونتيجة لتلك العوامل وغيرها، يكون من الطبيعي أن تتعايش هذه الدول مع مستويات مرتفعة من الديون الخارجية، دون أدنى مشكلة. فعلى سبيل المثال، وصل الدين الخارجي في عام 2022 إلى 293.0% من الناتج المحلي في بريطانيا، وإلى 245% في فرنسا، إلى 156.1% في ألمانيا، وإلى 115.9% في أستراليا، وإلى 101.8% في اليابان (CEIC, 2023).

■ وبناء عليه، لا يجب مقارنة أزمات الديون السيادية التي تمر بها الدول المتقدمة بمثلتها التي تواجهها الدول النامية. وعلى سبيل المثال، لا يجب مقارنة أزمات الديون السيادية التي تمر بها الدول ذات الأسواق الصاعدة والمبتدئة بأزمة اليونان في عام 2010، وذلك نتيجة لثلاث أسباب أساسية على النحو التالي:

- أن اليونان دولة متقدمة وليست دولة نامية. كما أنها لا تندرج تحت فئة الأسواق الصاعدة أو المبتدئة وفقًا لتصنيف القدرة على النفاذ إلى أسواق المال الدولية ومؤسسات التمويل، الذي يتم وفقًا له تصنيف الدول من حيث قدرتها على تحمل الديون الخارجية.

- أن 95.5% من دين الحكومة اليونانية في عام 2010 كان دينًا بالعملة المحلية (اليورو)، في حين أن ديون معظم الدول ذات الأسواق الصاعدة والمبتدئة تكون دينًا بالعملة الأجنبية، وخاصة الدولار الأمريكي. فعلى سبيل المثال، وفقًا لتقرير الوضع الخارجي المصري فإن 68.4% من الدين الخارجي المصري في مارس 2023 بالدولار الأمريكي و10.5% باليورو، وباقي الدين معظمه بعملة أجنبية متنوعة، أما نسبة الدين الخارجي المصري بالعملة المحلية فلا تتعدى 0.2%.

- أن الدائن الأكبر لليونان في عام 2010 كان ألمانيا، والتي تربطها باليونان عضوية الاتحاد الأوروبي، والذي يعد أكبر تكتل سياسي واقتصادي دولي في العالم المعاصر. وقد كان كافيًا حين اندلاع الأزمة في اليونان أن تعلن ألمانيا عن مساندتها لليونان في أزمتها وهو ما حدث بالفعل. بل لعبت ألمانيا دورًا أكبر من ذلك بشكل مباشر وغير مباشر عن طريق الدعم الذي قدمه الاتحاد الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي لليونان في أزمتها من أجل الحفاظ على كيان الاتحاد الأوروبي والتصدي لإمكانية انتشار الأزمة فيما بين دول الاتحاد الأخرى. هذا بالإضافة إلى الدعم الكبير من صندوق النقد الدولي وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والذي يصعب أن تحصل على مثيله أية دولة صاعدة أو نامية في أزمتها.

▪ وعلى ضوء ما سبق، تم اختيار ست أزمت مختلفة تعرضت لها بعض الدول ذات الأسواق الصاعدة والمبتدئة والتي تم مقارنة أعباء الدين الخارجي لديها بالحالة المصرية في القسم السابق من الورقة، بالإضافة إلى أزمة الديون السيادية التي تعرض لها الاقتصاد المصري في النصف الثاني من عقد الثمانينات، لمقارنة التطور في مؤشرات أعباء الدين الخارجي في فترات تلك الأزمات بمثلتها في الحالة المصرية خلال الفترة من (2011-2021). ومن هنا، تتضمن الأزمات الست التي ستشملها المقارنة، بخلاف أزمة مصر في النصف الثاني من عقد الثمانينات، ما يلي:

- أزمة تركيا في عام 2018، بالإضافة إلى ثلاث أزمت لدول من أمريكا اللاتينية وهم: أزمة البرازيل 1998، أزمة الأرجنتين 2001، وأزمة المكسيك 1994.
- أزمتان لدولتين من دول شرق آسيا وهما إندونيسيا، وتايلاند على اعتبار أن هاتين الدولتين بالإضافة إلى كوريا الجنوبية، كانوا هم الدول الثلاث الأكثر تأثرًا بأزمة دولة جنوب شرق آسيا في عام 1997. ونظرًا لعدم توفر بيانات عن الدين الخارجي لكوريا الجنوبية خلال فترة الأزمة فقد تم اختيار أزمتا إندونيسيا وتايلاند فقط.

ثانيًا: مقارنة التطور في أعباء الدين الخارجي المصري بمثلتها في فترات الأزمات

- فيما يلي يوضح الجدول رقم (7) تطور مؤشرات أعباء الدين الخارجي في مصر خلال الفترة من (2011-2021) مقارنة بمثلتها في فترات أزمات الديون السيادية.
- ومن الجدول رقم (7) يتضح ما يلي:
- أن نسبة رصيد الدين الخارجي المصري للنتاج المحلي في مصر خلال الفترة من (2011-2021) جاءت أقل من مثلتها في جميع فترات الأزمات، وسواء أكان ذلك في سنة الأساس أو في ذروة الأزمة. وقد جاء متوسط معدل النمو السنوي المركب لهذه النسبة أعلى من مثيله في أربع أزمت ، وهي: أزمة مصر 1987، أزمة

المكسيك 1994، أزمة البرازيل 1998، وأزمة تركيا 2018. بينما جاء أقل من مثيله في ثلاث أزمات أخرى ، وهي: أزمة الأرجنتين 2001، أزمة تايلاند 1997، وأزمة إندونيسيا 1997.

- على الرغم من أن نسبة رصيد الدين للصادرات في مصر في المرحلة الحالية كانت أقل من مثيلتها في جميع الأزمات في سنة الأساس، باستثناء أزمة تايلاند 1997، فإنها أصبحت أعلى من مثيلتها في ذروة الأزمة في أربع أزمات وهم: أزمة المكسيك 1994، أزمة تايلاند 1997، أزمة إندونيسيا 1997، وأزمة تركيا 2018، بينما جاءت أقل من مثيلتها في ذروة الأزمة في ثلاث أزمات ، وهي: أزمة مصر 1987، أزمة البرازيل 1998، وأزمة الأرجنتين 2001. إلا أن الملاحظ أن متوسط معدل النمو السنوي المركب في نسبة الدين للصادرات في مصر جاء أعلى من مثيله في جميع الأزمات السبع وبفارق كبير عن معظم تلك الأزمات.

جدول رقم (7): تطور مؤشرات أعباء الدين الخارجي في مصر خلال الفترة من (2011-2022) مقارنة بمثيلتها في فترات الأزمات الأخرى

أعباء خدمة الدين للصادرات			نسبة رصيد الدين للصادرات			نسبة رصيد الدين للنتائج المحلي			الأزمات المختلفة/ المؤشرات الأساسية لتطور أعباء الدين الخارجي
متوسط معدل النمو السنوي المركب	ذروة الأزمة**	سنة الأساس*	متوسط معدل النمو السنوي المركب	ذروة الأزمة**	سنة الأساس*	متوسط معدل النمو السنوي المركب	ذروة الأزمة**	سنة الأساس*	
%29.8	%41.7	%8.7	%18.6	%319.4	%114.8	%14.3	%33.7	%15.1	مصر: المرحلة الحالية
%9.7	%41.0	%23.5	%12.5	%759.5	%375.2	%4.9	%131.9	%98.8	مصر: أزمة 1987
(%13.4)	%19.2	%45.7	%5.3	%534.7	%391.6	%24.5	%151.8	%40.8	الأرجنتين: أزمة 2001
%30.1	%118.9	%24.5	%5.3	%427.4	%314.1	%3.6	%40.9	%33.0	البرازيل: أزمة 1998
(%3.3)	%30.2	%36.8	(%2.4)	%191.7	%221.9	%1.5	%46.3	%42.5	المكسيك: أزمة 1994
%5.1	%19.4	%14.3	%7.8	%159.3	%101.6	%16.2	%92.3	%37.6	تايلاند: أزمة 1997
%2.0	%36.2	%32.1	%4.8	%299.6	%226.8	%15.0	%158.7	%68.7	إندونيسيا: أزمة 1997
%3.9	%35.2	%28.0	%0.8	%179.8	%171.3	%6.2	%58.5	%40.8	تركيا: أزمة 2018

* النسبة قبل بداية الأزمة بخمس سنوات. وبالتالي بالنسبة لمصر في الحالة الراهنة هي سنة 2015، وفي الأزمة السابقة هي سنة 1982، بالنسبة للمكسيك هي سنة 1989، وبالنسبة للأرجنتين هي سنة 1996.

** هي السنة التي وصلت فيها أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات إلى أعلى قيمة لها، وهذه السنة بالنسبة للأزمة الحالية في مصر هي سنة 2021. أما بالنسبة للأزمات الأخرى فإن سنة ذروة الأزمة هي السنة الأخيرة في فترة سبع سنوات تمتد من قبل بداية سنة الأزمة بخمس سنوات وحتى السنة التالية لسنة الأزمة المشار إليها في الجدول، حيث إن هذه السنة هي التي بلغت فيها أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات ذروتها في كل الأزمات ووصلت أيضًا نسبة الدين للنتائج إلى أعلى قيمة لها، باستثناء أزمتي المكسيك والأرجنتين، ففي حين وصلت نسبة الدين للنتائج إلى أعلى قيمة لها في كلتا الأزمات في السنة السابعة، تراجعت أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات عن مستوياتها في السنوات السابقة. وبالنسبة لأزمة الأرجنتين كانت السنة التي بلغت فيها أعباء خدمة الدين للصادرات أعلى قيمة لها هي سنة 1999، وبالنسبة لأزمة المكسيك هي سنة 1993. وبالتالي، تم اعتبار ذروة الأزمة في كافة الأزمات هي السنة الأخيرة في فترة السنوات السبع.

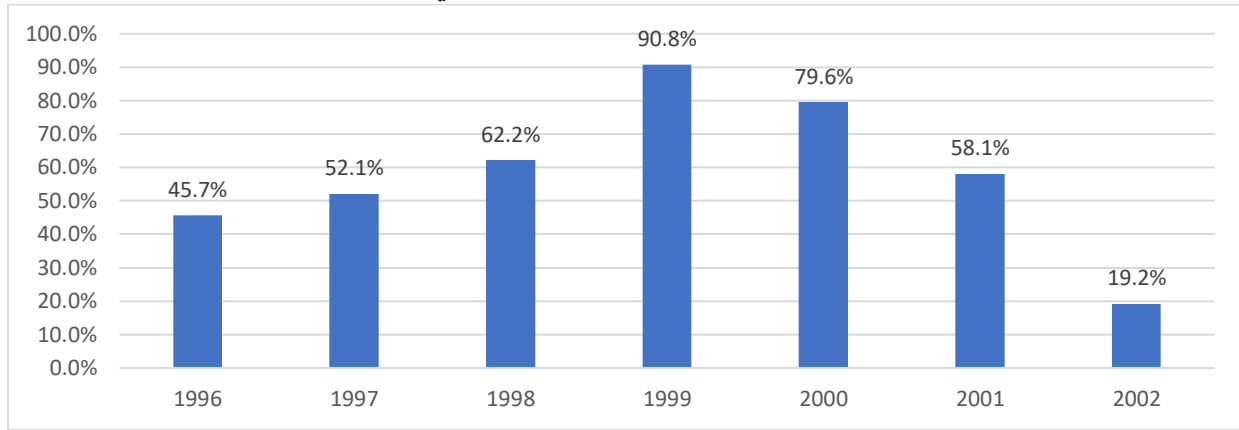
Source: World Bank, WDI, 2023.

- أن أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات في مصر في المرحلة الحالية، على الرغم من أنها كانت أقل من مثيلتها في سنة الأساس في جميع الأزمات الأخرى وبفارق كبير عن معظم هذه الأزمات، فإنها أصبحت أعلى من

مثيلتها في نزوة الأزمة في جميع الأزمات بما في ذلك أزمة مصر 1987، وباستثناء أزمة البرازيل 1998. وبدوره جاء متوسط معدل النمو السنوي المركب في مصر في المرحلة الحالية أعلى من مثيله في جميع الأزمات الأخرى، باستثناء أزمة البرازيل.

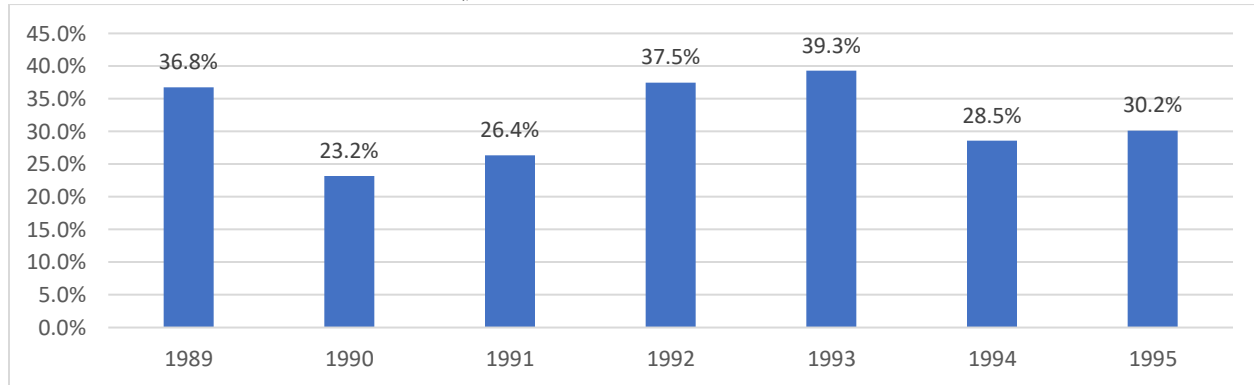
■ وفي هذا السياق يجب الإشارة إلى أن مؤشري أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات في أزمتي الأرجنتين والمكسيك قد حققا معدلي نمو سالبين خلال تلك الفترة نظرًا لتراجعهما في السنة الثانية للأزمة مقارنة بسنة الأساس، وذلك على الرغم من ارتفاعهما خلال فترة السنوات الخمس السابقة على الأزمة، على النحو الموضح بالشكلين رقمي (4)، و (5).

شكل رقم (4): تطور أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات خلال أزمة الأرجنتين في عام 2001



Source: World Bank, WDI, 2023.

شكل رقم (5): تطور أعباء خدمة الدين نسبة للصادرات خلال أزمة المكسيك في عام 1994



Source: World Bank, WDI, 2023.

■ ومن الشكّلين رقمي (4)، و (5) يتضح أنّ نسبة أعباء خدمة الدين للصادرات في أزمة الأرجنتين قد بلغت أعلى قيمة في عام 1999 أي قبل بداية الأزمة فعلياً بعامين، ثم بدأت في التراجع، بينما بلغت أعلى قيمة لها في المكسيك في عام 1993 أي قبل بداية الأزمة بعام واحد ثم بدأت في التراجع. وإذا ما حسبنا متوسط معدل النمو السنوي المركب في أعباء خدمة الدين خلال تلك الفترة من سنة الأساس إلى السنة التي بلغت فيها نسبة أعباء خدمة الدين للصادرات أعلى قيمة لها في هاتين الأزميتين سنجد أنّ متوسط معدل النمو المركب في مصر في المرحلة الحالية أعلى من كليهما، حيث بلغ في الأرجنتين 25.8%، وفي المكسيك 1.6% فقط.

والخلاصة مما سبق، أنّ مؤشرات أعباء الدين الخارجي جميعها قد زادت في مصر خلال الفترة من (2011-2021) بمعدلات أعلى من مثيلاتها في فترات الأزمات التي مرت بها جميع دول المقارنة بما في ذلك أزمة مصر في منتصف الثمانيات من القرن العشرين.

والتساؤل الذي يطرح نفسه هنا: هل النمو في مؤشرات أعباء الدين الخارجي في مصر بمعدلات تفوق مثيلاتها في فترات الأزمات المختلفة، على النحو السابق بيانه، كافياً للحكم على أنّ الاقتصاد المصري بات بالفعل يواجه أزمة ديون سيادية؟ وللإجابة على هذا التساؤل يجب التعرف بشكل تفصيلي على الشروط والمؤشرات الأخرى التي تطرحها الأدبيات للحكم على ما إذا كانت دولة ما تواجه أزمة ديون سيادية أم لا، وهو ما سيتم تناوله في الجزء التالي من هذا القسم.

ثالثاً: شروط أزمات الديون السيادية ومدى انطباقها على الحالة المصرية الراهنة

■ كما سبق القول، فإن شروط ومؤشرات أزمات الديون السيادية تختلف اختلافات جذرية فيما بين الدول المتقدمة والدول النامية. وبالنسبة للدول النامية ذات الاقتصادات الصاعدة، تشير الأدبيات إلى أنه يوجد أربعة شروط أساسية يكفي توافر أحدهم في الدولة لاعتبارها في أزمة ديون سيادية (Dawood, et al, 2017)، وهذه الشروط على النحو الآتي:

- أن تتجاوز متأخرات الفائدة و/ أو الأقساط 5% من إجمالي الديون المستحقة على الدولة.
- أن تحصل الدولة على قرض من صندوق النقد الدولي يزيد على 100% من حصتها في الاقتراض من الصندوق.
- أن تتجاوز الديون المستحقة على الدولة لصندوق النقد الدولي 200% من حصتها في الاقتراض من الصندوق.
- أن تشرع الدولة في برنامج لإعادة هيكلة الدين الخارجي (تخفيض الدين أو إعادة شرائه debt buyback) أو تقوم بتنفيذ برنامج لإعادة جدولة أكثر من 20% من الديون المستحقة عليها.

- وفيما يلي يوضح الجدول رقم (8) القروض المختلفة التي حصلت عليها مصر من صندوق النقد الدولي من عام 2016 حتى عام 2022. ومنه يتضح أن كافة هذه القروض تزيد عن 100% من حصة مصر في الاقتراض من صندوق النقد الدولي، كما يتضح أيضًا أن إجمالي الديون المستحقة على مصر للصندوق تتخطى حصتها من الاقتراض منه بنسبة 200% بفارق كبير.
- وبناء عليه، ووفقًا للشروط السابقة، فإن مصر تعد بالفعل في أزمة ديون سيادية.

جدول (8): تطور القروض المختلفة التي حصلت عليها مصر من صندوق النقد الدولي خلال الفترة من (2016-2022)

القيمة بالمليون وحدة حقوق سحب خاصة

السنوات	أنواع التسهيلات	التاريخ	قيمة التسهيل الممنوح	التسهيل الممنوح % من حصة مصر
2016	The Extended Fund Facility (EFF) تسهيل الصندوق الممدد	نوفمبر 2016	8596.6	422.0%
2020	Rapid Financing Instrument (RFI) أداة التمويل السريع	مايو 2020	2037.1	100.0%
2020	Stand By Agreement (SBA) اتفاق الاستعداد الائتماني	يونية 2020	3763.6	184.8%
2022	The Extended Fund Facility (EFF) تسهيل الصندوق الممدد	ديسمبر 2022	2350.2	115.4%

* بداية من فبراير 2016 وصلت حصة مصر في حقوق السحب الخاصة 2037.1 مليون وحدة حقوق سحب خاصة SDRs.

Source: IMF, (2023), Egypt's Country Report, January 2023.

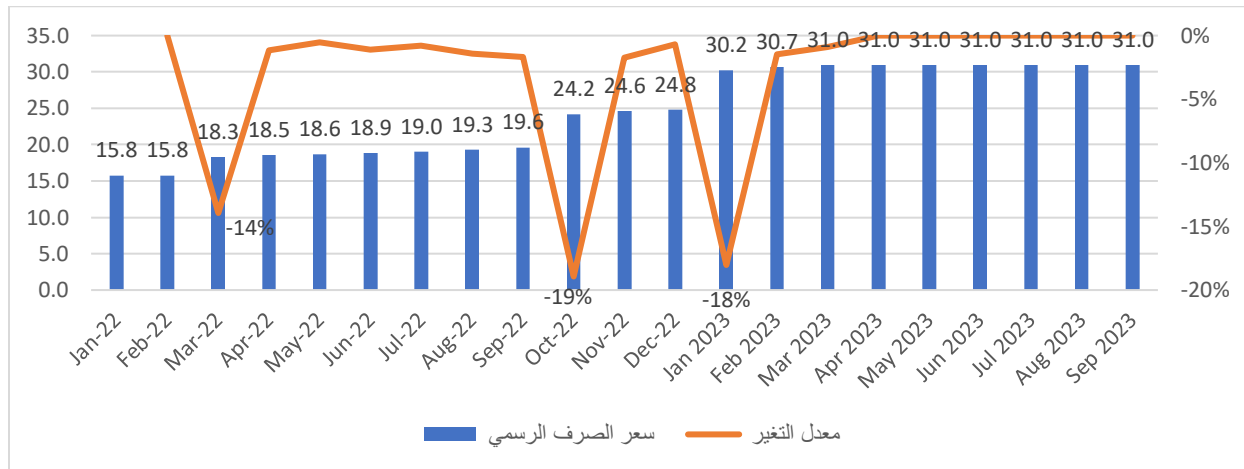
- وفي سياق متصل، يجب التنويه هنا إلى أن أزمات الديون السيادية دائمًا ما تتواكب مع أزمة في العملة المحلية للدولة والتي يطلق عليها أزمة ميزان المدفوعات، وذلك لأن ارتفاع حجم الديون الخارجية وزيادة أعبائها ترتبط بشكل جوهري بتزايد العجز الهيكلي في الحساب الجاري لميزان المدفوعات. وتعرف الأدبيات أزمة العملة، على أنها الحالة التي يتم فيها تخفيض قيمة العملة الوطنية بأكثر من 25% شريطة ألا يقل معدل الزيادة في انخفاض قيمة العملة المحلية عن 10% عن السنة السابقة (Jeffrey&Andrew,1996). وفي هذا الشأن يرى Kaminsky أن أزمة العملة، ووفقًا للنموذج الذي قدمه Krugman في عام 1979 ترتبط بنظام سعر الصرف الثابت. فاتباع الدولة لنظام سعر الصرف الثابت مع التوسع في الائتمان المحلي بما يفوق الطلب النقدي يؤدي فقدان تدريجي ومستمر في الاحتياطيات الدولية، ويؤدي في النهاية إلى اندلاع هجمات المضاربة على العملة الوطنية الذي سرعان ما يؤدي إلى استنزاف كبير في الاحتياطيات الدولية وبما يجبر الدولة على التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت. وبالتالي فإن الفترة التي تسبق أزمة العملة تتسم بالتخفيض التدريجي والمستمر للاحتياطيات الدولية والنمو السريع في الائتمان المحلي بما يتجاوز الطلب على النقود. وإلى الحد الذي يكون فيه خلق النقود مرتبط بالحاجة إلى تمويل القطاع العام، يمكن أن يكون عجز الموازنة والائتمان الممنوح للقطاع العام مؤشرات على بزوغ أزمة وشيكة في العملة (Kaminsky, et al, 1998).

- وفي واقع الأمر يصعب وضع خطوط فاصلة بين أزمة العملة وأزمة الدين السيادي، لأن أزمة العملة غالبًا ما تكون مرحلة من مراحل التطور في أزمة الديون السيادية. فأزمة العملة تمثل مرحلة الضغط على السيولة الأجنبية الناتج عن تزايد العجز الهيكلي في الحساب الجاري كمرحلة من مراحل نشأة أزمة الديون السيادية وتطورها. فإذا لم تدرك الدولة أبعاد مرحلة الضغط على السيولة أو أزمة العملة، وتضع لها الحلول الجذرية في الوقت المناسب ودون أدنى تباطؤ، سرعان ما تقتزن أزمة الضغط على السيولة أو أزمة العملة بأزمة في الملاءة المالية. ولا يعني الدخول في مرحلة التدهور في الملاءة المالية أن أزمة السيولة أو أزمة العملة قد انتهت، بل سرعان ما تعاود تواتر نوباتها وبحدة أكبر، وبما يؤدي إلى اقتران التخلف عن سداد الديون بمزيد من التخفيض للعملة الوطنية.
- وبالتالي نجد الكثير من الدول التي تدخل في مرحلة التفاوض مع صندوق النقد الدولي على إعادة هيكلة ديونها الخارجية غالبًا ما تكون واقعة تحت وطأة أكثر من أزمة، أزمة سيولة (أزمة عملة) وأزمة ملاءة مالية (عجز عن السداد) أو أزمة عجز عن السداد مع أزمة مالية في القطاع المصرفي أو غير ذلك. بل وفي بعض الأحيان يمكن أن تكون الأزمة ثلاثية الأبعاد (أزمة سيولة)، مقترنة بالتوقف عن سداد الديون، وتدهور مالي في القطاع المصرفي.

- وفيما يلي يوضح الشكل رقم (6) تطور سعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري خلال الفترة من يناير عام 2022 حتى سبتمبر 2023، ومعدلات الانخفاض في قيمة الجنيه المصري عبر الفترة.

شكل رقم (6): تطور سعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري ومعدلات الانخفاض في قيمة الجنيه خلال الفترة من (يناير 2022-

سبتمبر 2023)



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

- وإذا ما طبقنا شروط أزمة العملة على الحالة المصرية سنجد أن إجمالي نسبة الانخفاضات في قيمة الجنيه في عام 2022 قد تخطت بالفعل نسبة 25% بكثير، كما أن معدل الانخفاض في شهر يناير 2023 عن شهر أكتوبر 2022 يتخطى نسبة 10% بكثير. الأمر الذي يعني أن الاقتصاد المصري يواجه بالفعل أزمة عملة، وأن هذه الأزمة مرتبطة بشكل وثيق بأزمة الدين السيادي.
- وإذا ما أخذنا في الاعتبار أن الزيادة في حجم الدين الخارجي خلال الفترة من (2011- 2022)، تركز الجانب الأكبر منها في ديون البنك المركزي والبنوك، حيث بلغ نصيبهما النسبي معًا 46.0% من إجمالي تلك الزيادة، فإن ذلك يعني أن الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري هي بالفعل أزمة ثلاثية الأبعاد تتداخل فيها أزمة العملة والضغط على السيولة الأجنبية، مع أزمة الملاءة المالية وارتفاع أعباء خدمة الدين، وأزمة القطاع المالي الناجمة عن الارتفاع الكبير في مديونية البنك المركزي والبنوك العامة.

القسم الخامس:

الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري: النشأة والتطور وآفاق المستقبل

أولاً: أسباب نشأة أزمات الديون السيادية في الاقتصادات الصاعدة وأسباب الاختلاف في مساراتها

- تؤدي زيادة العجز الهيكلي للحساب الجاري لميزان المدفوعات في أية دولة من الدول إلى زيادة الدين الخارجي. ويكسر التوسع في الاقتراض الخارجي لسداد العجز المتنامي في الحساب الجاري من هشاشة الوضع الخارجي لدى الدول، ويخلق ضغوط متزايدة على السيولة الأجنبية، ويؤدي لا محالة إلى تدهور في الملاءة المالية للدولة نتيجة لتزايد أعباء خدمة الدين الخارجي.
- ومن هنا، ترتبط نشأة معظم أزمات الديون السيادية في الاقتصادات الصاعدة والمبتدئة بشكل أساسي بزيادة العجز الهيكلي للحساب الجاري وتحرير حساب رأس المال وتدفقات الأموال الساخنة مع تثبيت سعر الصرف لفترات طويلة لجذب مزيد من تلك الأموال الطامحة إلى جني مزيد من الأرباح، خاصة في ظل الفروق الجوهرية بين أسعار الفائدة المحلية في تلك الدول، وغيرها من الدول المتقدمة. وبمرور الوقت تصبح العملة الوطنية مقومة رسمياً بأعلى من قيمتها الحقيقية بفارق كبير، فيتزايد العجز الهيكلي في الحساب الجاري نتيجة زيادة الواردات منخفضة الثمن، وتراجع تنافسية الصادرات. ويؤدي استمرار تزايد العجز الهيكلي للحساب الجاري بدوره إلى زيادة الدين الخارجي لدى الدولة وارتفاع أعباء خدمته تدريجياً. ومع حدوث أية صدمة خارجية أو تشديد في السياسة النقدية في الدول المتقدمة، سرعان ما تبادر الأموال الساخنة بالخروج السريع، وتبدأ الدولة بالدفاع عن العملة الوطنية عن طريق رفع أسعار الفائدة المحلية، والاستنزاف التدريجي في الاحتياطيات الدولية التي تراكمت عبر فترة تدفق الأموال الساخنة، ومع تزايد الضغوط على العملة الوطنية والسيولة الأجنبية تبدأ في مرحلة لاحقة في إجراء تخفيضات تدريجية متتالية لقيمة العملة الوطنية يتسارع معها خروج ما تبقى من الأموال الساخنة. فتتصاعد الضغوط على السيولة الأجنبية بوتيرة أعلى وأكثر حدة ويتسع الفارق بين السعر الرسمي للعملة الوطنية وسعرها في الأسواق الموازية فتبدأ مرحلة فقدان الثقة في العملة الوطنية، ويرتفع المستوى العام للأسعار بشكل عنيف وتتبنى الدولة مزيد الزيادات في أسعار الفائدة المحلية لجذب الأموال الساخنة مرة أخرى والسيطرة على الارتفاعات الحادة في الأسعار، فيتراجع النشاط الإنتاجي وتزداد المضاربات على العملة وتدخل الدولة في نوبات حادة ومتواترة بشكل سريع للأزمة التي تنفث آثارها السلبية وتمتد تداعياتها على كافة قطاعات الاقتصاد القومي.

■ ومع التشابه الكبير في أسباب نشأة أزمات الديون السيادية في الدول ذات الاقتصادات الصاعدة والمبتدئة، إلا أنه غالبًا ما يحدث اختلافات جوهرية في المسار الذي تتخذه كل أزمة وفقًا للعديد من العوامل الاقتصادية الهيكلية والجوانب المؤسسية والمعطيات السياسية الدولية، وعلى رأسها:

- هيكل الاقتصاد الوطني ومدى قوته وصلابة ركائزه الأساسية وقدرته على التكيف السريع ومقاومة الأزمة.
- طبيعة التأثير المتبادل واتجاه العلاقة بين عجز الموازنة العامة وعجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات لدى الدولة.

- هيكل الدين الخارجي للدولة من حيث عملاته الأساسية وآجال استحقاقه وتكلفته، وطبيعة الدائن الرئيس وقت الأزمة.

- فاعلية مؤشرات الإنذار المبكر early warning indicators لدى الدولة.

- اتخاذ القرارات الحاسمة في التصدي للأزمة في التوقيت السليم ودون أدنى إبطاء، لما يترتب على ذلك من تداعيات وأثار سلبية ممتدة وعميقة حال التأخر عن اتخاذ القرار في التوقيت المناسب وبأسرع وقت من تكاليف باهظة وعواقب وخيمة. ويأتي على رأس القرارات التي يجب اتخاذها بسرعة حاسمة ودون إبطاء: قرار تخفيض قيمة العملة الوطنية أو قرار إعادة الهيكلة الوقائية preemptive restructurings أو غير ذلك حسب مراحل تطور الأزمة.

- المعطيات السياسية الدولية وقوة وفاعلية الدور الذي يلعبه المجتمع الدولي والمؤسسات الدولية في مساندة الدولة المدينة ودعم جهودها في التصدي للأزمة.

وهنا يتحتم الإشارة إلى أن أهم عناصر القوة والصلابة في هيكل الاقتصاد الوطني والتي تمنحه القدرة على المقاومة والتصدي للأزمات الخارجية والحيلولة دون تفاقمها، يتمثل في وجود هيكل للصادرات قوي وتنافسي في بدايات حدوث الأزمة. ففوة هيكل الصادرات ومتانتته ومرونته في الاستجابة لتغيرات سعر الصرف تكون بمثابة خط الدفاع الأول في التصدي للأزمة والإجهاز عليها في مراحلها الأولى، مثلما تكون درع الحماية للاقتصاد الوطني ضد امتداد تداعيات الأزمة وتغشي آثارها.

ووفقًا لهيكل الصادرات وقوته يمكن تقسيم الدول التي تم دراسة أزماتها في القسم السابق إلى ثلاث مجموعات أساسية، على النحو الآتي:

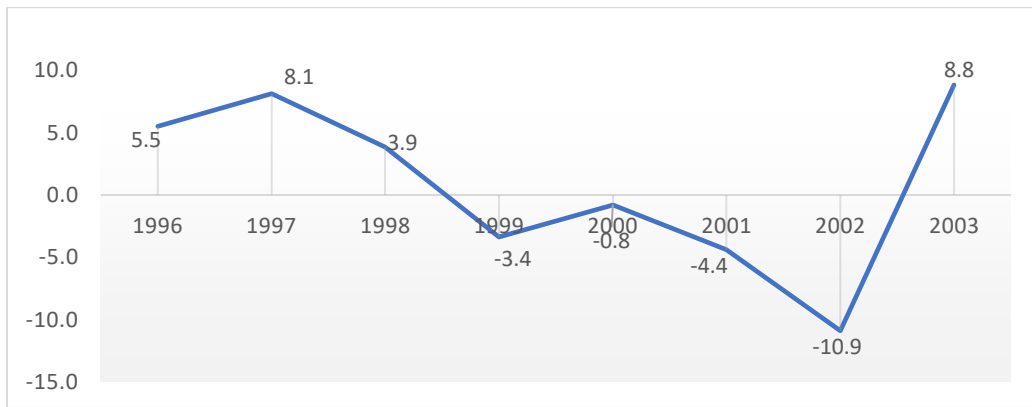
■ المجموعة الأولى: دول كان لديها هيكل صادرات قوي وتنافسي ومرن لتغيرات سعر الصرف في أثناء الأزمة: دول جنوب شرق آسيا (إندونيسيا وتايلاند) وهذه الدول غالبًا لا تحدث الأزمات لديها إلا عند مستوى مرتفع من نسبة

الدين الخارجي للنتائج. فقد بلغ رصيد الدين نسبة للنتائج في السنة الثانية للأزمة في إندونيسيا 158.7% بينما بلغ في تايلاند 92.3%. وهنا يلزم الإشارة إلى أن جانب من هذه الزيادات يرجع بالطبع إلى تراجع معدلات النمو في الناتج المحلي بشكل كبير في كلا الدولتين خلال الأزمة، خاصة في السنة الثانية للأزمة (حيث حققت إندونيسيا معدل نمو سالب قدره 13.1% في عام 1998، وحققت تايلاند معدلات نمو سالبة خلال عامي 1997، 1998، بلغا 2.8% ، 7.6% على الترتيب)، إلا أنه بحساب متوسط معدل النمو المركب السنوي في رصيد الدين خلال السنوات السبع للأزمة نجد أنه كان أعلى بكثير من المتوسط السنوي المركب لمعدل الانخفاض في الناتج خلال الفترة ذاتها في هاتين الدولتين، ففي حين بلغ متوسط معدل النمو السنوي المركب في الدين 9.5% في إندونيسيا و16.6% في تايلاند فإن المتوسط السنوي المركب لمعدل الانخفاض في الناتج قد بلغ 4.8% في إندونيسيا، ولم يتجاوز أكثر من 0.3% في تايلاند. وبما يؤكد أن الأزمات في مثل هذه الدول تحدث بالفعل عند مستوى مرتفع من رصيد الدين للنتائج. فزيادة الصادرات وتنافسيتها المرتفعة في مثل هذه الدول ترفع قدرتها على تحمل مستوى أعلى من رصيد الدين نسبة للنتائج. وقد استمرت الصادرات لدى هاتين الدولتين في الارتفاع على مدار فترة الأزمة نتيجة انخفاض قيمة عملاتها الوطنية. وبالتالي استطاعت كلاهما تحويل العجز في الحساب الجاري إلى فائض في السنة الثانية لحدوث الأزمة لديها كنتيجة لزيادة نسبة الصادرات للنتائج وتحقيق فائض في الميزان الخارجي للسلع والخدمات. وبالتالي خرجت كلتا الدولتين من أزمتيهما بشكل سريع. ويمكن القول إن تركيا في أزمتها قد حذت حذو هذه الدول. فتركيا على الرغم من حدوث أزمتها عند مستوى أقل من رصيد الدين نسبة للنتائج مقارنة بكل من إندونيسيا وتايلاند، إلا أن لديها هيكل صادرات تنافسي وقادر على التصدي للأزمات وإن كان بنسبة أقل من مثيله في دول جنوب شرق آسيا بكثير، وبالتالي استطاعت بدورها الخروج من أزمتها بشكل سريع، حيث تحول العجز في الحساب الجاري والميزان الخارجي لديها إلى فائض في السنة الثانية للأزمة، كما يوضح ذلك الجدول رقم (9).

■ المجموعة الثانية: دول كان لديها هيكل صادرات ضعيف في أثناء الأزمة: دول أمريكا اللاتينية (الأرجنتين، والبرازيل والمكسيك). وهذه الدول تحدث لديها الأزمات عند مستويات منخفضة من نسبة الدين الخارجي للنتائج المحلي. فقد بلغ حجم الدين نسبة للنتائج في المكسيك في السنة الثانية للأزمة أو سنة الذروة 46.3% بينما بلغ في البرازيل 40.9% فقط، ناهيك عن أثر الانخفاض في الناتج المحلي في السنة الثانية للأزمة عن مثيله في السنة الأولى للأزمة في كلتا الدولتين، حيث حققت المكسيك معدل نمو سالب قدره 6.3% في عام 1995، أما البرازيل فقد تراجع معدل النمو بها على مدار السنوات السابقة على حدوث الأزمة حيث انخفض من 5.9% في

عام 1994 إلى 0.3% فقط في عام 1998، وإلى 0.5% في عام 1999. أما في الأرجنتين فقد بلغ رصيد الدين للناتج في السنة الثانية للأزمة نحو 151.8% وهو ما يرجع إلى الانخفاض الكبير في حجم الناتج في الأرجنتين في عام 2002 وليس إلى ارتفاع حجم الدين. فبحساب متوسط معدل النمو المركب للزيادة في الدين خلال السنوات السبع للأزمة نجد أنه لم يتعد 4.9% سنويًا في حين بلغ المتوسط المركب لمعدل الانخفاض في الناتج 15.7% سنويًا، وبما يتخطى ثلاثة أضعاف المتوسط السنوي للزيادة في الدين. فقد تأثرت الأرجنتين في أزمتها كثيرًا بأزمته المكسيك والبرازيل، وبالتالي انخفض معدل النمو الاقتصادي لديها خلال فترة الأزمة بشكل عنيف ليصل إلى سالب 10.9% في عام 2002 ثم عاود الارتفاع الكبير بعدها في عام 2003، كما يوضح ذلك الشكل رقم (7).

شكل رقم (7): تطور معدلات النمو الاقتصادي في الأرجنتين خلال الفترة من (1996-2003)



Source: World Bank, WDI, 2023.

وعلى ضوء ما سبق، يمكن القول إن القفزة الكبيرة في نسبة الصادرات للناتج في المكسيك في عام 1995، وفي عام 2002 في الأرجنتين، لا ترجع بالأساس إلى زيادة الصادرات وإنما ترجع في الجانب الأكبر منها إلى انخفاض الناتج المحلي في كلتا الدولتين، حيث انخفضت قيمة الناتج في المكسيك من 527.8 مليار دولار في عام 1994 إلى 360.1 مليار دولار في عام 1995. أما في الأرجنتين فقد انخفض فيها الناتج من 268.7 مليار دولار في عام 2001 إلى 97.7 مليار دولار فقط في عام 2002. وبصورة عامة في حالة هذه الدول، والتي يكون لديها هيكل صادرات ضعيف، فإنها لا تخرج من أزمتها بسهولة وتستمر معاناتها فترة طويلة. فقد استمر عجز الحساب الجاري في التزايد في البرازيل في السنة الثانية للأزمة. أما الأرجنتين والمكسيك ونظرًا لحدوث زيادة في نسبة الصادرات للناتج

لديهما، حتى وإن كانت زيادة محدودة، أو على الأقل لم يحدث لديهما انخفاض في نسبة الصادرات للنتائج كما حدث في البرازيل، فإنهما استطاعتا التصدي لأزمتهما بشكل أفضل من البرازيل، حيث انخفض عجز الحساب الجاري بشكل كبير في المكسيك في السنة الثانية للأزمة وتحول إلى فائض في الأرجنتين، كما يتضح ذلك من الجدول رقم (9). وفي السياق ذاته، وتأكيداً على أهمية قوة هيكل الصادرات في زيادة قدرة الدولة على التصدي للأزمات نجد أن هناك فرقاً جوهرياً في الوقت الحالي بين المكسيك التي لديها دين خارجي وصل في عام 2021 إلى 47.6% من الناتج، وليس عليها أي ديون لصندوق النقد الدولي؛ ذلك لأنها رفعت نسبة الصادرات للنتائج لديها لتصل إلى 43.4% في عام 2022 في مقابل نسبة صادرات للنتائج قدرها 13.4% فقط في أزمتهما في عام 1994. في حين أن الأرجنتين لم ترتفع فيها نسبة الصادرات للنتائج عن وقت أزمتهما في عام 2001 بفارق كبير، حيث وصلت عام 2022 إلى 16.8% فقط في مقابل 11.6% في أزمتهما في عام 2001، وبالتالي فمن الطبيعي أن الأرجنتين ما زالت تدور في فلك الأزمات المستمرة حتى الآن، وتأتي على رأس الدول المقترضة من صندوق النقد الدولي حالياً بإجمالي 31.1 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، بالرغم من أن نسبة الدين الخارجي للنتائج لديها لا تزيد عن مثيلتها في المكسيك في عام 2021 بأكثر من 3.0%، حيث تبلغ 50.6%.

■ المجموعة الثالثة: وتشمل الدول التي لديها هيكل صادرات ضعيف وتعتمد على تحويلات العاملين بالخارج⁽¹³⁾ كمصدر أساسي من مصادر الدخل القومي بالعملة الأجنبية، وتضم هذه المجموعة مصر فقط. وفي حالة مصر والدول الشبيهة لها يمكن أن تحدث أزمات الديون الخارجية عند مستوى منخفض من الدين للنتائج، حيث لم يتخط رصيد الدين للنتائج المحلي في عام 2021 أكثر من 33.7%. أما بالنسبة لأزمة 1987 والتي بلغ عندها الدين الخارجي نسبة للنتائج 131.9% في عام 1988 فقد تضافرت آنذاك مجموعة من العوامل التي ساعدت على استمرار كبت الأزمة وعدم تفاقمها في بداية عقد الثمانينات، كما سبق القول. وفي حالة مصر، وغيرها من الدول التي لديها هيكل صادرات ضعيف وتعتمد على تحويلات العاملين من الخارج في تغطية عجز الميزان الخارجي والحساب الجاري، فإن الملاحظ أن هذه التحويلات تبدأ في التراجع مع تزايد الضغوط على السيولة الأجنبية، حيث تتخذ هذه التحويلات مساراً غير رسمي كلما تراجعت الثقة في العملة المحلية وزاد الفرق بين سعر الصرف الرسمي وسعره في السوق الموازية. ويوضح الشكلان رقماً (8)، و (9) الاتجاه التنازلي لتحويلات العاملين المصريين بالخارج في كلتا الأزميتين.

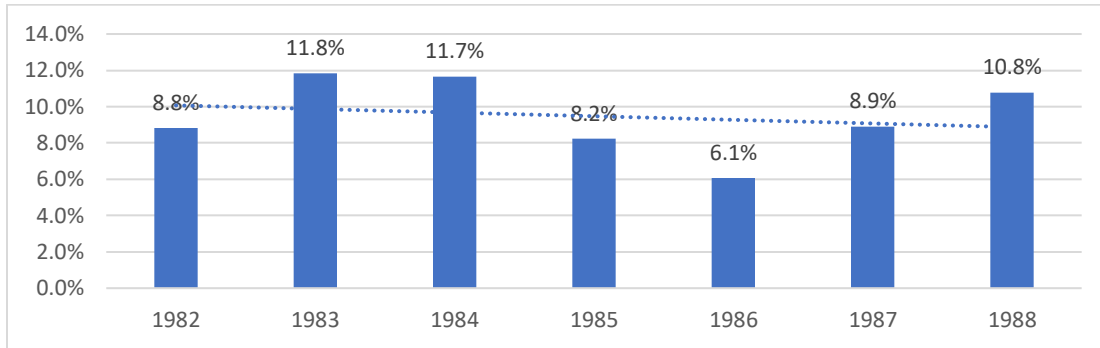
(13) وهذا يلزم الإشارة إلى أن تحويلات العاملين بالخارج لم تمثل نسبة تنكر في معظم دول المجموعتين، باستثناء المكسيك وتايوان، وللتان كانتا لديهما نسبة محدودة من تحويلات العاملين بالخارج بلغت في أزمة المكسيك 0.8%، و 1.2% من الناتج المحلي في عامي 1994، و 1995 على الترتيب، بينما بلغت 1.1%، و 1.3% من الناتج المحلي في تايوان في عامي 1997، و 1998 على الترتيب. أما في مصر فقد بلغت نسبة هذه التحويلات في أزمة 1987 نحو 8.9%، و 10.8% من الناتج المحلي على الترتيب في عامي 1987، و 1988، بينما بلغت في الأزمة الحالية 7.4%، و 5.9% من الناتج المحلي في عامي 2021، و 2022 على الترتيب.

جدول رقم (9): تطور أرصدة الحساب الجاري والميزان الخارجي ونسبة الصادرات للنتائج المحلي خلال فترات الأزمات المختلفة

الأزمات المختلفة	% من الناتج المحلي	قبل الأزمة بخمس سنوات	قبل الأزمة بأربع سنوات	قبل الأزمة بثلاث سنوات	قبل الأزمة بستينين	قبل الأزمة بسنة واحدة	السنة الأولى للأزمة	السنة الثانية للأزمة
مصر: 1987	رصيد الحساب الجاري	(%6.7)	(%1.1)	(%5.6)	(%4.7)	(%3.5)	(%0.0)	(%3.0)
	رصيد الميزان الخارجي	(%11.5)	(%11.3)	(%11.4)	(%9.7)	(%8.4)	(%10.1)	(%17.9)
	نسبة الصادرات	%26.3	%22.9	%20.6	%18.2	%13.8	%12.6	%17.4
البرازيل: 1998	رصيد الحساب الجاري	(%0.0)	(%0.2)	(%2.4)	(%2.7)	(%3.6)	(%4.1)	(%4.5)
	رصيد الميزان الخارجي	%1.4	%0.4	(%1.9)	(%2.2)	(%2.6)	(%2.4)	(%1.9)
	نسبة الصادرات	%10.5	%9.5	%7.5	%6.7	%7.0	%7.0	%9.6
الأرجنتين: 2001	رصيد الحساب الجاري	(%2.5)	(%4.1)	(%4.8)	(%4.2)	(%3.2)	(%1.4)	(%9.0)
	رصيد الميزان الخارجي	(%0.6)	(%2.2)	(%2.5)	(%1.7)	(%0.6)	%1.3	%15.0
	نسبة الصادرات	%10.4	%10.6	%10.4	%9.8	%11.0	%11.6	%28.4
المكسيك: 1994	رصيد الحساب الجاري	(%2.6)	(%2.9)	(%4.8)	(%6.7)	(%4.7)	(%5.6)	(%0.4)
	رصيد الميزان الخارجي	(%0.1)	(%1.1)	(%2.9)	(%5.0)	(%3.3)	(%3.9)	%2.0
	نسبة الصادرات	%19.1	%18.7	%16.4	%15.3	%12.3	%13.4	%24.1
إندونيسيا: 1997	رصيد الحساب الجاري	(%2.2)	(%1.3)	(%1.6)	(%3.2)	(%3.4)	(%2.3)	%4.3
	رصيد الميزان الخارجي	%3.2	%3.0	%1.1	(%1.3)	(%0.6)	(%0.3)	%9.8
	نسبة الصادرات	%30.2	%26.8	%26.5	%26.3	%25.8	%27.9	%53.0
تايلاند: 1997	رصيد الحساب الجاري	(%5.7)	(%4.9)	(%5.5)	(%8.0)	(%8.0)	(%2.0)	%12.5
	رصيد الميزان الخارجي	(%4.0)	(%4.1)	(%4.8)	(%6.7)	(%6.2)	%1.4	%15.6
	نسبة الصادرات	%37.0	%36.8	%38.2	%41.5	%39.0	%48.2	%57.9
تركيا: 2018	رصيد الحساب الجاري	(%5.8)	(%4.0)	(%3.1)	(%3.1)	(%4.7)	(%2.6)	%1.4
	رصيد الميزان الخارجي	(%4.9)	(%3.4)	(%2.0)	(%2.2)	(%3.7)	(%0.2)	%2.4
	نسبة الصادرات	%23.8	%25.2	%24.5	%23.1	%26.0	%31.2	%32.5

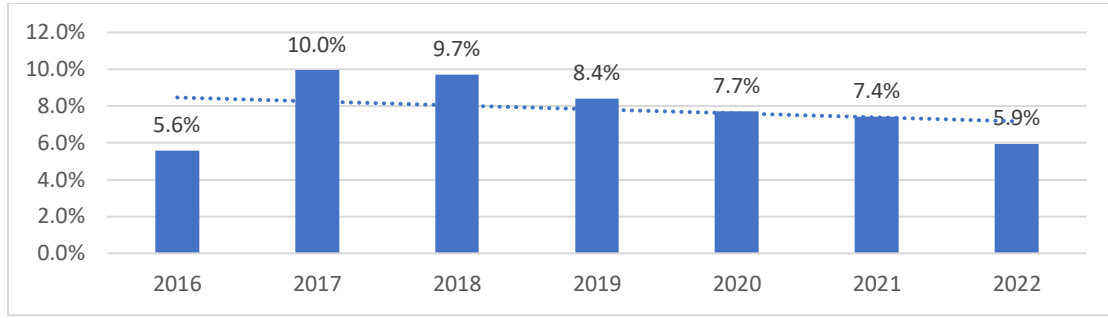
Source: World Bank, WDI, 2023.

شكل رقم (8): الاتجاه التنازلي لتحويلات العاملين المصريين بالخارج نسبة للنتائج المحلي خلال أزمة 1987



Source: World Bank, WDI, 2023.

شكل رقم (9): الاتجاه التنازلي لتحويلات العاملين المصريين بالخارج نسبة للناتج المحلي خلال الأزمة الراهنة



Source: World Bank, WDI, 2023.

وبشكل عام، وفي حالة مصر وغيرها من الدول التي يكون لديها هيكل صادرات ضعيف وتعتمد على تحويلات العاملين بالخارج لتغطية جانب مهم من عجز الميزان الخارجي والحساب الجاري لميزان المدفوعات فإن خروجها من الأزمات يحتاج إلى وقت أطول، خاصة مع تراجع الصادرات في فترة الأزمة. ومن هنا نجد أن العجز في كلا من الميزان الخارجي والحساب الجاري في السنة الثانية للأزمة قد استمر في أزمة 1987. وبالنسبة للأزمة الراهنة فقد استمر العجز في الميزان الخارجي والحساب الجاري حتى عام 2021 ثم بدأ كلاهما يتراجع في عام 2022 كما يتضح ذلك من الجدول رقم (10).

جدول رقم (10): تطور أرصدة الحساب الجاري والميزان الخارجي ونسبة الصادرات للناتج المحلي خلال الفترة من (2016-2022)

المؤشرات	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
رصيد الحساب الجاري	(%2.2)	(%4.4)	(%3.7)	(%3.2)	(%2.9)	(%3.2)	(%6.2)
رصيد الميزان الخارجي	(%6.8)	(%8.7)	(%7.2)	(%7.8)	(%9.9)	(%12.8)	(%9.6)
نسبة الصادرات	%15.1	%10.6	%12.5	%16.6	%18.0	%15.0	%10.3

Source: World Bank, WDI, 2023.

وهنا يجب الإشارة إلى أن التراجع في عجز الميزان الخارجي والحساب الجاري في عام 2022 جاء نتيجة زيادة صادرات الخدمات من ناحية والتقيد الشديد للواردات من ناحية. أما بالنسبة للصادرات السلعية فإن البند الوحيد الذي شهد زيادة على مدار السنوات (2020-2022) هو بند صادرات الوقود، في الوقت الذي شهدت فيه الصادرات الصناعية وغيرها من الصادرات تراجعاً على مدار السنوات الثلاثة كما يتضح ذلك من الجدول رقم (11).

وفي هذا السياق، يلزم الإشارة إلى الميزة الحاسمة لقوة هيكل الصادرات ومرونته في فترة الأزمة في مقابل الاعتماد بشكل أساسي على تحويلات العاملين بالخارج والمصادر الخارجية للسيولة كتدفقات الأموال الساخنة، فتخفيض قيمة العملة الوطنية في وقت الأزمة يؤدي إلى زيادة الصادرات ويخفف الضغوط على السيولة الأجنبية ويمنع نوبات الأزمة

من التصاعد، وعلى العكس من ذلك، فإن الأموال الساخنة تلوذ بالفرار في وقت الأزمة كما تتراجع تحويلات العاملين كلما تم تخفيض قيمة العملة الوطنية، حيث يتولد شعور عام بعدم الثقة في القيمة المحددة رسمياً للعملة الوطنية ويتم خلق مسار مواز لتحركات تلك التحويلات بعيداً عن المسار الرسمي.

جدول رقم (11): تطور هيكل الصادرات السلعية في مصر خلال الفترة من (2020-2022)

الصادرات	2022	2021	2020
صادرات الوقود % من الصادرات السلعية	37.3%	32.3%	17.6%
الصادرات الزراعية % من الصادرات السلعية	1.0%	1.4%	1.7%
صادرات الطعام % من الصادرات السلعية	13.6%	14.3%	18.1
صادرات الصناعة التحويلية % من الصادرات السلعية	41.8%	45.6%	47.8%

Source: World Bank, WDI, 2023.

ومن الجدير بالذكر هنا أن التراجع الكبير في تحويلات العاملين الذي شهدته مصر سواء في أزمة 1987 أو في الأزمة الراهنة يحدث عادة في كافة الدول التي تشكل هذه التحويلات مصدراً أساسياً للدخل القومي لديها. وقد حدث بالفعل في الأزمة الراهنة في لبنان، حيث انخفضت نسبة هذه التحويلات إلى الناتج المحلي الإجمالي من 17.2% في عام 2011 إلى 12.7% فقط في عام 2018 (أي في السنة السابقة على اندلاع الأزمة)، ثم بدأت في الزيادة في عام 2019 إلى 14.3% من الناتج المحلي، وذلك ليس نتيجة لزيادة التحويلات ولكن نتيجة لانخفاض الناتج المحلي في عام 2019 بمعدل نمو حقيقي قدره سالب 6.9%.

والخلاصة مما سبق:

- جاءت نشأة الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري، وكغيرها من أزمات الديون السيادية في الاقتصادات الصاعدة والمبتدئة مرتبطة بتحرير حساب رأس المال، وتثبيت سعر الصرف لفترات طويلة، مع رفع أسعار الفائدة المحلية لجذب الأموال الساخنة لتغطية العجز الهيكلي المتنامي في الحساب الجاري لميزان المدفوعات.
- ومع التشابه في أسباب النشأة إلا أن المسار الذي تتخذه كل أزمة يتوقف على العديد من العوامل الاقتصادية الهيكلية والجوانب المؤسسية والمعيطات السياسية الدولية.
- إن أهم عناصر القوة والصلابة في هيكل الاقتصاد الوطني والتي تمنحه القدرة على المقاومة والتصدي للأزمات الخارجية والحيلولة دون تفاقمها، يتمثل في وجود هيكل لصادرات قوي وتنافسي في بدايات حدوث الأزمة. ففوة هيكل الصادرات ومثانته ومرونته في الاستجابة لتغيرات سعر الصرف تكون بمثابة خط الدفاع الأول في التصدي للأزمة والإجهاز عليها في مراحلها الأولى، مثلما تكون درع الحماية للاقتصاد الوطني ضد امتداد تداعيات الأزمة وتفتشي آثارها.

■ إن نوبات الأزمة الحالية يمكن ان تستمر في الفترة القادمة وتتصاعد حدتها طالما كان هيكل الصادرات المصرية ضعيفاً وغير تنافسي، وطالما كانت حلول الأزمة معتمدة بشكل أساسي على عوامل خارجية يصعب السيطرة عليها كتحويلات العاملين بالخارج أو عودة الأموال الساخنة المرتبطة بالظروف العالمية لتشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، وغيرها من الدول المتقدمة، خاصة أن هناك العديد من العوامل والمتغيرات الاقتصادية والظروف والمعطيات السياسية التي تجعل الأزمة الراهنة تختلف بشدة عن أزمة مصر في عام 1987 وعن الأزمات الأخرى التي مرت بها دول المقارنة.

والتساؤل الذي يطرح نفسه هنا حول أهم العوامل والمتغيرات والمعطيات التي تجعل الأزمة الراهنة في مصر تختلف عن مثليتها من الأزمات الأخرى التي تعرضت لها مصر وغيرها من الدول؟ وهو ما سيتم الإجابة عليه في الجزء التالي من هذا القسم.

ثانياً: أهم العوامل التي تؤدي إلى اختلاف الأزمة الراهنة عن الأزمات الأخرى

■ على الرغم من التشابه الكبير في ظروف نشأة الأزمة الراهنة مع غيرها من الأزمات الأخرى، إلا أنه يوجد العديد من العوامل التي تؤدي إلى اختلافها بشكل كبير عن الأزمات الأخرى سواء التي مرت بها مصر أو غيرها من الدول، وعلى النحو الذي يمكن أن يؤدي إلى زيادة حدة نوباتها وامتداد تداعياتها وآثارها السلبية على كافة قطاعات الاقتصاد الوطني، خاصة في ظل كونها أزمة ثلاثية الأبعاد كما سبق بيان ذلك.

وفيما يلي نوضح أهم العوامل التي تؤدي إلى اختلاف الأزمة الراهنة عن أزمة مصر في 1987، وكذلك عن الأزمات الأخرى التي تعرضت لها دول المقارنة:

(أ) أهم العوامل التي تؤدي إلى اختلاف الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري عن أزمة 1987

يمكن رصد ستة عوامل أساسية تؤدي إلى اختلاف الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري عن أزمة 1987، والتي من شأنها أن تجعل الأزمة الحالية أشد وقعاً وتأثيراً. وتأتي هذه العوامل على النحو التالي:

العامل الأول: إن الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري هي أزمة ثلاثية الأبعاد تتداخل فيها (1) أزمة العملة والضغط على السيولة الأجنبية، مع (2) أزمة الملاءة المالية، وارتفاع أعباء خدمة الدين، و(3) أزمة القطاع المالي الناجمة عن الارتفاع الكبير في مديونية البنك المركزي والبنوك العامة. فارتباط الجانب الأكبر من الزيادات في الدين الخارجي في الأزمة الراهنة بالمعاملات التعويضية تحت الخط الأساسي لميزان المدفوعات، أدخل البنك المركزي والبنوك العامة

كشريكين أساسيين في الأزمة الراهنة، وذلك على خلاف أزمة 1987 حيث كان الجانب الأكبر من الديون الخارجية يتركز في دين الحكومة العامة⁽¹⁴⁾ بعيداً عن البنك المركزي والقطاع المصرفي.

- وبشكل عام تتحدد التغيرات في الدين الخارجي main drivers of debt dynamics من خلال مصدرين:
 - المصدر الأول: التدفقات المحددة والمنشأة لصافي الدين identified net debt creating flows، والتي تشمل ثلاثة عناصر أساسية، وهي: (1) الرصيد الأولي للحساب الجاري (رصيد الحساب الجاري مطروحاً منه مدفوعات الفوائد الخارجية)، (2) تدفقات رأس المال غير المنشأة للدين وهي عبارة عن القيمة السالبة لمجموع (صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر + صافي تدفقات استثمارات المحفظة المالية)، (3) المحركات الداخلية للدين endogenous debt dynamics والتي تتضمن (التغيرات في أسعار الفائدة الاسمية، النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي، والتغيرات في الأسعار وأسعار الصرف).
 - المصدر الثاني: الجزء المتبقي residual، والتي تشمل كافة العناصر التي تحدد مسار الدين الخارجي، ولكنها غير متضمنة في التدفقات المحددة المنشأة لصافي الدين، بما في ذلك الإعفاءات من الدين، والتغيرات في صافي الاحتياطيات الدولية والخطأ والسهو.
- ويوضح الجدول رقم (12) المصادر الأساسية لزيادة الدين الخارجي المصري خلال الفترة من (2011-2022)، ومنه يتضح أن الدين الخارجي قد ارتفع من 34.9 مليار دولار في عام 2011 إلى 162.9 مليار دولار في عام 2022، وبالتالي ارتفع هذا الدين بمقدار 3.7 مرة خلال تلك الفترة بإجمالي زيادة قدرها 129.2 مليار دولار.

جدول رقم (12): المصادر الأساسية لزيادة الدين الخارجي المصري خلال الفترة من (2011-2022)

القيمة بالمليار دولار

البيان/ السنوات	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
إجمالي الدين الخارجي	162.9	143.3	129.8	114.5	99.4	84.5	69.2	49.9	41.7	46.5	40.0	34.9
الزيادة في الدين الخارجي	19.6	13.5	15.3	15.1	14.9	15.3	19.3	8.2	(4.8)	6.5	5.1	1.2
مصادر الزيادة في الدين الخارجي												
المعاملات فوق الخط	3.3	10.4	6.2	(2.9)	(3.4)	(1.7)	10.3	9.5	0.0	(1.2)	1.0	5.8
العجز الأولي للحساب الجاري	13.3	14.0	10.1	6.1	4.9	5.9	19.0	16.4	5.1	2.7	6.0	4.6
التدفقات الرأسمالية غير المنشأة للدين	(10.0)	(3.6)	(3.9)	(9.0)	(8.3)	(7.6)	(8.7)	(6.9)	(5.1)	(3.9)	(5.0)	1.2
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	11.4	5.1	5.9	9.0	8.1	7.4	8.1	6.9	4.6	4.3	6.0	(0.5)
صافي تدفقات استثمارات المحفظة	(1.4)	(1.5)	(2.0)	0.0	0.2	0.2	0.6	0.0	0.5	(0.4)	(1.0)	(0.7)
المعاملات تحت الخط	16.3	3.1	9.1	18.0	18.3	17.0	9.0	(1.3)	(4.8)	7.7	4.1	(4.6)
التغير في صافي الاحتياطيات الدولية	9.9	(0.4)	7.5	(2.1)	(5.4)	(12.3)	(7.6)	(1.3)	1.5	(2.8)	3.8	18.3
التغير في صافي الأصول الأجنبية	6.4	3.5	1.6	20.1	23.7	29.3	16.6	0.0	(6.3)	10.5	0.3	(22.9)

Source: Author calculations based on: Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.

(14) بلغ نصيب الحكومة العامة من إجمالي الدين الخارجي طويل ومتوسط الأجل في عام 1988 نحو 74.7% بينما لم يتجاوز دين البنك المركزي حينئذ أكثر 6.3% من إجمالي الدين الخارجي متوسط وطويل الأجل. وفي المقابل

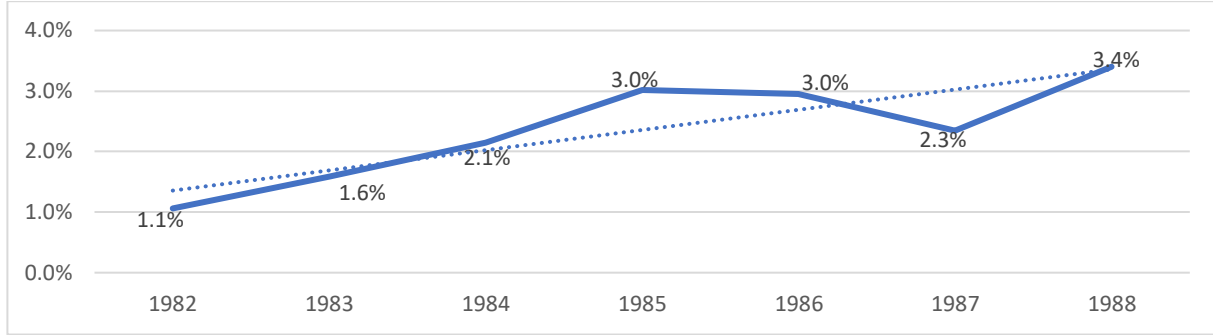
فقد تراجع النصيب النسبي للحكومة العامة من إجمالي الدين الخارجي في مارس 2023 إلى 50.1% فقط بينما ارتفع النصيب النسبي لدين البنك المركزي إلى 26.5% من إجمالي الدين الخارجي المصري وارتفع دين البنوك إلى

12.8% من إجمالي الدين الخارجي مارس 2023. وبالتالي تركز نحو 46.0% من الزيادة في الدين الخارجي خلال الفترة من (2011-2022) في ديون البنك المركزي والبنوك.

- وقد جاءت الزيادة في الدين الخارجي موزعة على مصادرها الأساسية على النحو الآتي:
 - بلغ إجمالي الزيادة في الدين الناتجة عن المعاملات الأساسية⁽¹⁵⁾ فوق الخط 37.3 مليار دولار خلال هذه الفترة بنصيب نسبي قدره 28.9% من إجمالي الزيادة في الدين خلال الفترة ذاتها.
 - بلغ إجمالي الزيادة في الدين الناتجة عن المعاملات تحت الخط 91.9 مليار دولار خلال هذه الفترة بنصيب نسبي قدره 71.1% من إجمالي الزيادة في الدين خلال الفترة ذاتها. وجاء توزيع المعاملات تحت الخط موزعة على مصدريها الأساسيين على النحو الآتي:
 - 9.1 مليار دولار ناتجة من صافي التغيرات في الاحتياطيات الدولية خلال الفترة بنسبة 9.9% من إجمالي المعاملات تحت الخط.
 - 82.8 مليار دولار ناتجة من صافي التغيرات في الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي والقطاع المصرفي، بنسبة 90.1% من إجمالي المعاملات تحت الخط.
 - وبناء على ما سبق، كان من الطبيعي أن تتركز أكبر نسبة للزيادة في الدين الخارجي خلال الفترة من (2011-2022) في ديون البنك المركزي والبنوك، وليس في دين الحكومة العامة، كما كان الوضع في أزمة 1987، حيث استحوذ البنك المركزي والبنوك العامة على 46.0%، بينما استحوذت الحكومة العامة 43.0% وبلغ نصيب الهيئات الاقتصادية والشركات العامة والقطاع الخاص نحو 11.0% من تلك الزيادة.
 - وفي هذا السياق، يلزم الإشارة إلى التراجع الكبير في رصيد صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي والبنوك خلال الفترة الأخيرة، حيث وصل هذا الرصيد إلى سالب 27.6 مليار دولار في سبتمبر 2023.
- العامل الثاني: التراجع في نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر في الفترة الحالية مقارنة بتمثيلتها في فترة أزمة 1987.**
- ويعد الاستثمار الأجنبي المباشر عنصراً مهماً في تغطية فجوة السيولة الأجنبية والحد من تفاقم الأزمة. وفي هذا السياق، يوضح الشكل رقم (10) الاتجاه التصاعدي لنسبة صافي التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج، بينما يوضح الشكل رقم (11) الاتجاه التنازلي لهذه النسبة خلال فترة الأزمة الراهنة.

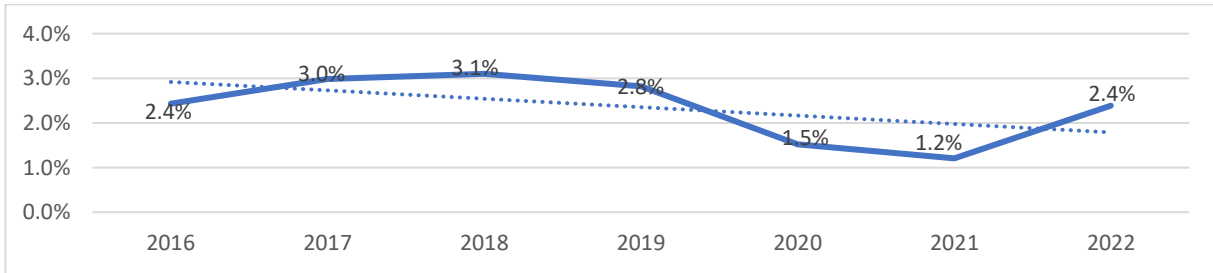
(15) يشمل صافي المعاملات الأساسية لميزان المدفوعات إجمالي العجز الأولي للحساب الجاري مخصوصاً صافي التدفقات الرأسمالية للاستثمار في مصر من كل من الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة غير المنشأة للدين.

شكل رقم (10): الاتجاه التصاعدي لنسبة صافي التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر في فترة أزمة 1987



Source: World Bank, WDI, 2023.

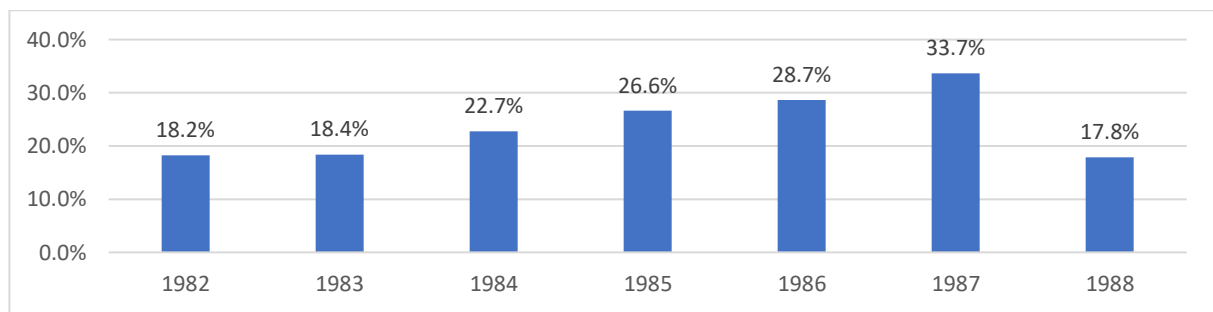
شكل رقم (11): الاتجاه التنازلي لنسبة صافي التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة من (2016-2022)



Source: World Bank, WDI, 2023.

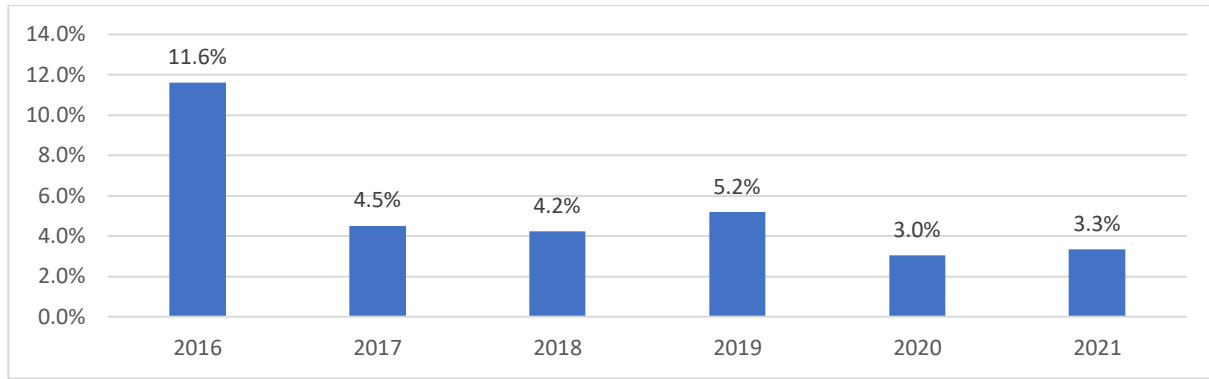
العامل الثالث: الانخفاض الكبير في نسبة تغطية المعونات لأعباء خدمة الدين الخارجي في ظل الأزمة الراهنة مقارنة بأزمة 1987، كما يتضح ذلك من الشكلين رقمي (12)، و (13) واللذين يوضحان نسبة تغطية المعونات لأعباء خدمة الدين الخارجي خلال الفترة من (2016-2021) مقارنة بالفترة من (1982-1988) أو فترة أزمة 1987.

شكل رقم (12): نسبة تغطية المعونات لأعباء خدمة الدين الخارجي خلال فترة أزمة 1987



Source: World Bank, WDI, 2023.

شكل رقم (13): نسبة تغطية المعونات لأعباء خدمة الدين الخارجي خلال الفترة من (2016-2021)



Source: World Bank, WDI, 2023.

العامل الرابع: المنافع الكبيرة التي حققتها مصر من ارتفاع أسعار البترول خلال عقد السبعينات وحتى منتصف عقد الثمانينات، حيث أدى ارتفاع أسعار البترول إلى زيادة صادرات مصر من البترول الخام لترتفع من 9.5% من إجمالي الصادرات السلعية في عام 1975 إلى 68.1% في عام 1985. وعلى الجانب الآخر زاد الطلب على العملة المصرية في دول الخليج، ما أدى إلى ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج، من 6.4% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1977 إلى 12.4% في عام 1980، وعلى الرغم من تراجع هذه التحويلات مع بدايات أزمة 1987، إلا أن هذا التراجع كان أقل حدة من التراجع في ظل الأزمة الراهنة. كما استقادت مصر من ارتفاع أسعار البترول نتيجة إعادة استثمار الفوائض الدولارية لدول الخليج في ديون الدول العربية ومنها مصر.

العامل الخامس: الاختلاف في هيكل الدين الخارجي وطبيعة الدائنين فيما بين الأزمتين، ففي أزمة 1987 كان الجانب الأكبر من الدين الخارجي يتركز في الديون الثنائية المستحقة للدول أعضاء نادي باريس. ومن المعروف أن القروض الثنائية هي أكثر أنواع الديون القابلة للتفاوض وإعادة الهيكلة. أما الآن فقد تشتت هيكل الديون الثنائية المستحقة على مصر ولم يعد متركزاً في ديون الدول أعضاء نادي باريس كتكتل واحد يمكن التفاوض معه، وأصبحت الإمارات والسعودية أكبر دولتين دائنتين لمصر الآن، يليهما الصين في المرتبة الثالثة في قائمة الدول الدائنة لمصر. ومن المعروف أن الصين ليست عضواً في نادي باريس ورفضت الانضمام إليه قبل ذلك. وتعد الصين واحدة من أكبر المقرضين الدوليين الآن، على خلاف دائم مع نادي باريس. ومن المؤكد فإن هذا تشتت هيكل الديون الثنائية المستحقة على مصر يجعل عملية إعادة هيكلة مثل هذه الديون تتسم بطابع سياسي كبير ووتيرة أبطأ وتحديات أكبر نتيجة اختلاف المصالح ما بين الدول الدائنة. وفضلاً عن التعقيدات التي باتت تشوب هيكل الديون الثنائية المستحقة على مصر. فإنه قد حدث بالفعل تراجع كبير في النصيب النسبي للديون الثنائية في الهيكل الحالي للدين الخارجي

المصري في مقابل زيادة النصيب النسبي للديون التجارية وديون المؤسسات الدولية. فنسبة 64.9% من الدين الخارجي المصري، أو ما يقارب ثلثي هذا الدين، يتركز الآن في الديون التجارية وديون المؤسسات الدولية. ويشكل انحياز الهيكل الحالي للدين الخارجي لصالح مثل هذه الديون تحديًا كبيرًا في ظل الأزمة الراهنة، حيث لا تكون مثل هذه الديون قابلة للتفاوض أو إعادة الهيكلة:

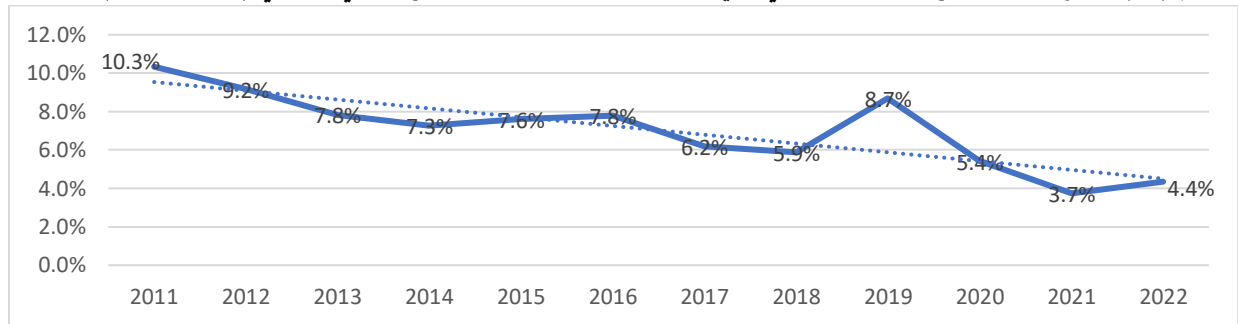
العامل السادس: الاختلاف في الظروف والمعطيات السياسية الدولية، فيما بين الأزمة الراهنة وأزمة 1987. فقد أدت الظروف العالمية والمعطيات الاستثنائية لحرب الخليج الثانية ودخول مصر في التحالف الدولي لتحرير الكويت إلى الاتفاق مع الدول أعضاء نادي باريس على إلغاء نصف الديون المستحقة لهم على مصر وإعادة هيكلة النصف الآخر. وهو الأمر الذي تزامن، وبطبيعة الحال، مع إعادة التفاوض مع صندوق النقد الدولي والشروع في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام 1991 وفقًا لشروط جديدة فرضتها تلك المعطيات، وكانت أكثر ملاءمة لمصر، بعد أن كانت قد رفضت شروط الصندوق والإجراءات التقشفية العنيفة التي طالب بها في مفاوضات عام 1987.

(ب) أهم عناصر اختلاف الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري عن أزمات الدول الأخرى

تتمثل أهم عناصر الاختلاف بين الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري وأزمات الدول الأخرى في التراجع الكبير الذي شهده دور القطاع الخاص في الاقتصاد المصري على مدار الفترة من عام 2011 حتى الآن. ويؤدي تراجع دور القطاع الخاص في السنوات السابقة مباشرة على الأزمة وفي أثناء حدوثها إلى طول فترة الأزمة وزيادة حدة نوباتها واتساع نطاق تداعياتها السلبية.

وفيما يلي يوضح الشكل رقم (14) التراجع الكبير في النصيب النسبي للقطاع الخاص في تكوين رأس المال الثابت في الاقتصاد المصري خلال الفترة من (2011-2022)، والذي انخفض من 10.3% من الناتج المحلي في عام 2011 إلى 4.4% فقط في عام 2022.

شكل رقم (14): تراجع نصيب القطاع الخاص من إجمالي تكوين رأس المال الثابت كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (2011-2022)



Source: World Bank, WDI, 2023.

ومن أهم المؤشرات التي تؤكد التراجع في دور القطاع الخاص في أثناء الأزمة الحالية في مصر عن مثيله في الدول الأخرى في أثناء أزماتها:

- أن نسبة الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص في مصر خلال فترة السنوات الخمس السابقة على حدوث الأزمة الراهنة تأتي أقل من مثيلتها بكثير في معظم الدول، باستثناء الأرجنتين والمكسيك، هذا فضلاً عن التراجع الذي شهده هذا الائتمان خلال تلك السنوات، كما يوضح ذلك الجدول رقم (13).

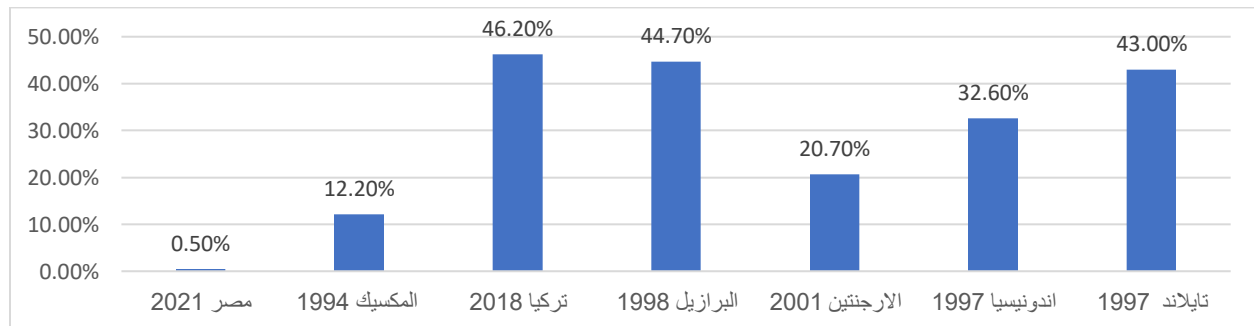
جدول رقم (13): حجم الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص في أثناء فترة الأزمة الحالية في مصر مقارنة بفتريات أزمات الدول الأخرى

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	الأزمات المختلفة
%30.8	%28.2	%25.8	%22.8	%24.3	%27.1	%34.1	مصر: الأزمة الحالية
السنة الثانية للأزمة	السنة الأولى للأزمة	قبل الأزمة بسنة واحدة	قبل الأزمة بستينين	قبل الأزمة بثلاث سنوات	قبل الأزمة بأربع سنوات	قبل الأزمة بخمس سنوات	الأزمات المختلفة
%15.1	%20.2	%23.2	%24.1	%23.6	%21.6	%19.9	أزمة الأرجنتين: 2001
%29.8	%29.5	%40.7	%40.8	%43.0	%65.5	%133.1	أزمة البرازيل 1998
%23.3	%30.9	%25.5	%28.1	%21.0	%17.5	%15.7	أزمة المكسيك 1994
%153.4	%166.5	%146.3	%138.8	%125.7	%108.0	%98.5	أزمة تايلاند: 1997
%53.2	%60.8	%55.5	%53.5	%51.9	%48.9	%49.5	أزمة إندونيسيا: 1997
%61.9	%63.2	%65.9	%65.3	%62.6	%59.6	%56.7	أزمة تركيا: 2018

Source: World Bank, WDI, 2023.

- ضعف قدرة القطاع الخاص على النفاذ لأسواق التمويل الدولية والاقتراض من الخارج، حيث يوضح الشكل رقم (15) أن نسبة ديون القطاع الخاص الخارجية غير المضمونة من الحكومة لم تتخط 0.5% من حجم الدين الخارجي المصري في عام 2021، في حين بلغت هذه النسبة في أزمة تركيا 46.2%، ووصلت إلى 44.7% في أزمة البرازيل، و43.0% في أزمة تايلاند.

شكل رقم (15): نسبة ديون القطاع الخاص غير المضمونة من إجمالي الدين الخارجي في مصر مقارنة بالدول الأخرى في فترات الأزمات



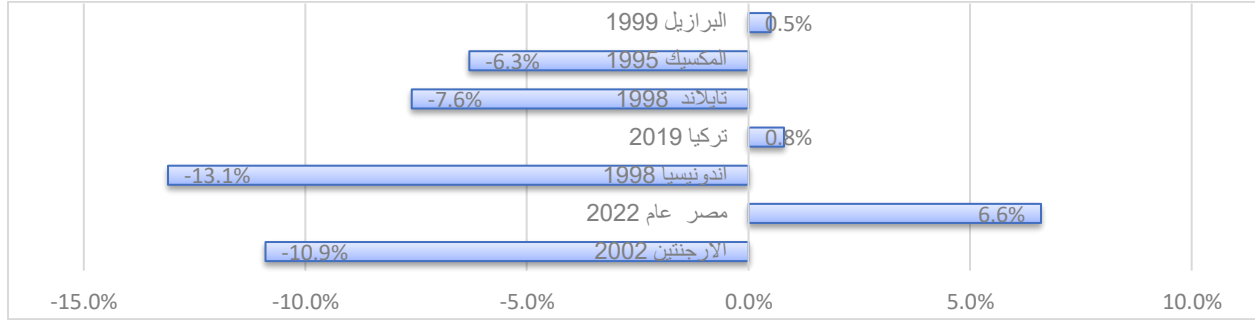
Source: World Bank, WDI, 2023.

والتساؤل الذي يطرح نفسه هنا: لماذا يمثل التراجع في دور القطاع الخاص على النحو السابق بيانه سبباً جوهرياً لاستشراء الأزمة واستمرارها لفترة زمنية أطول؟

وواقع الأمر أنه يمكن تحديد العديد من الآثار السلبية التي تترتب على ضعف دور القطاع الخاص في فترة الأزمة، وبما يؤدي إلى تصاعد حدتها، ومن أهم تلك الآثار ما يأتي:

- زيادة حدة عمليات المضاربة على العملة في أثناء الأزمة وبما يؤدي إلى التراجع الكبير في قيمة العملة الوطنية وعلى نحو لا يعكس قيمتها الحقيقية. فمع عدم قدرة القطاع الخاص على الاقتراض من الخارج في وقت الأزمة تتضاعف الضغوط على السيولة الأجنبية لتلبية احتياجات الشركات من العملة الأجنبية لشراء المدخلات المستوردة من الخارج، وهو ما يوسع من الفجوة بين سعر السوق الرسمي وسعر السوق الموازية ويزيد الضغوط نحو مزيد من التخفيض في قيمة العملة الوطنية. ويزداد الأمر صعوبة مع لجوء العديد من الشركات في مثل تلك الظروف إلى ربط أسعار منتجاتها بالدولار، وهو ما بدأ يحدث فعلياً في مصر على مدار الفترة الأخيرة. وهو ما يعني أن القطاع الخاص والذي يفترض في حال قوته أن يساعد في الخروج السريع من الأزمة، يشكل عبئاً إضافياً على السيولة الأجنبية في وقت الأزمة في حال ضعفه وعدم قدرته على النفاذ لأسواق التمويل الدولية.
- يؤدي تراجع النشاط الإنتاجي للقطاع الخاص خلال فترة الأزمة إلى عدم إحداث الطفرة اللازمة في الصادرات للخروج من الأزمة بشكل سريع، وبما يؤدي إلى استمرار الضغوط على السيولة الأجنبية والدفع نحو مزيد من التخفيض لقيمة العملة الوطنية، مع استمرار اللجوء إلى العوامل الخارجية للخروج من الأزمة سواء أكانت تحويلات العاملين بالخارج أو رفع أسعار الفائدة لجذب الأموال الساخنة، وبما يتطلب مزيد من الوقت لتصبح الظروف مواتية لعودة تحويلات العاملين وتدفق الأموال الساخنة مرة أخرى. ومن المؤكد أنه كلما زاد وقت تقشي الأزمة زادت تبعاتها وآثارها على كافة قطاعات الاقتصاد الوطني.
- يترتب على تراجع دور القطاع الخاص وانخفاض النشاط الإنتاجي في أثناء الأزمة، وفي الوقت الذي تتصاعد فيه حدة الموجات التضخمية وتقوم الدولة برفع أسعار الفائدة المحلية للحد من تلك الموجات من ناحية، ومحاولة جذب رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل من ناحية إلى أخرى إلى تزايد احتمالات الدخول في حالة من الركود التضخمي، حيث تتزايد مستويات الأسعار مع ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الناتج. وهنا يلزم الإشارة إلى أن معظم الدول التي تم مقارنة أزماتها بالحالة المصرية قد حققت بالفعل معدلات نمو سالبة أو منخفضة جداً، خاصة في السنة الثانية لحدوث الأزمة، كما يتضح ذلك من الشكل رقم (16).

شكل رقم (16): معدل النمو الاقتصادي في مصر في عام 2022 مقارنة بمثيله في السنة الثانية لحدوث الأزمات في الدول المختلفة



Source: World Bank, WDI, 2023.

واللافت للنظر هنا هو ارتفاع معدل النمو في الاقتصاد المصري بنسبة 100%، حيث ارتفع من 3.3% في عام 2021 إلى 6.6% في عام 2022، فهل يعني ذلك أن الأزمة تقترب من نهايتها، باعتبار أن الدول كانت تحقق انطلاقة في النمو بعد التراجع العنيف في العام الثاني للأزمة، أم أننا ما زلنا في الإرهاصات الأولى السابقة على ذروة الأزمة حيث يكون التقلب في معدلات النمو الاقتصادي وفي رصيد الحساب الجاري، خاصة أن التقديرات التي تطرحها خطة التنمية الاقتصادية الصادرة عن وزارة التخطيط للعام المالي 2024/2023 تتوقع عودة مسار النمو الاقتصادي إلى الانحسار بعد الطفرة التي حققها في عام 2022، حيث تتوقع الخطة انخفاض معدل النمو الاقتصادي من 6.6% في عام 2022/2021 إلى 4.2% في عام 2023/2022، كما تقدره بنحو 4.1% فقط في العام المالي 2025/2024. وعلى الجانب تشير تقديرات الخطة إلى زيادة فجوة الموارد المحلية في العام المالي 2024/2023، وذلك على النحو الموضح بالجدول رقم (14)، وهو الأمر الذي يعني زيادة عجز الحساب الجاري للتزايد مرة أخرى.

وهنا يلزم الإشارة إلى تضافر عدة عوامل في الوقت الراهن من شأنها أن تكسر من انحسار النمو الاقتصادي وتراجع الاستثمار الأجنبي المباشر وتزيد من عجز الحساب الجاري والضغط على السيولة الأجنبية في المرحلة القادمة، وأهمها:

- ارتفاع تكلفة التأمين على دوين مصر السيادية ومخاطر التخلف عن السداد: حيث وصل معامل مبادلة العجز الائتماني (Credit Default Swaps (CDS في الشهور الماضية إلى أكثر من 1800 نقطة، وعلى الرغم من عودته إلى الانخفاض مرة أخرى إلا أنه لا يزال مرتفعاً، وبما يعني عدم قدرة الحكومة المصرية على إصدار سندات دولاريه في الأسواق العالمية.

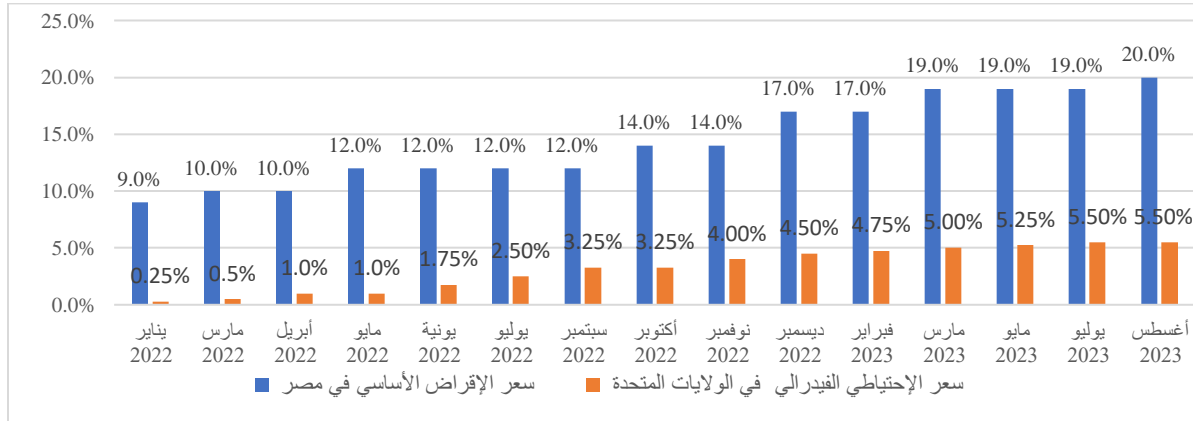
جدول رقم (14): تطور فجوة الادخار المحلي في مصر خلال الفترة من (2022/2021 - 2025/2024)

البيان	2022/2021	2023/2022	2024/2023	2025/2024
معدل الاستثمار	%17.0	%13.5	%15.2	%15.9
معدل الادخار	%10.2	%6.8	%8.1	%9.1
فجوة الموارد المحلية	%6.8	%6.7	%7.1	%6.8

المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية، خطة العام المالي 2024/2023.

- التراجع في التصنيف الائتماني السيادي لمصر، وكان آخر تخفيض قامت به مؤسسة ستاندرد آند بورز في أكتوبر 2023 بتخفيض التصنيف السيادي لمصر من B إلى B- مما يعني تزايد مخاطر بيئة الاستثمار المحلية، والتي باتت تتعد خمس درجات عن درجة الاستثمار. وكانت وكالة موديز قد سبقتها في إجراء تخفيض للتصنيف الائتماني السيادي لمصر من B3 إلى Caa1. وبعد تخفيض ستاندرد آند بورز قامت مؤسسة فيتش بدورها بتخفيض التصنيف الائتماني لمصر من B إلى B- بما يعني قيام المؤسسات الثلاثة بتخفيض التصنيف الائتماني لمصر في غضون شهر واحد. وهو الأمر الذي سيشكل مزيد من الضغوط على السيولة الأجنبية نتيجة تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر من ناحية وارتفاع أسعار الفائدة على الاقتراض الخارجي بشكل كبير من ناحية أخرى.
- ثبوت ظاهرة العجز المزدوج twin deficits في الاقتصاد المصري والتأثير الكبير لعجز الموازنة على عجز الحساب الجاري، ناهيك عن الأثر الكبير للزيادات في الدين الحكومي التي تتم من خلال العمليات المالية تحت الخط، والتي لا تدخل في حساب عجز الموازنة. وفي هذا السياق تشير تقديرات الموازنة العامة للسنة المالية 2024/2023 إلى توقع ارتفاع عجز الموازنة إلى 7.0% من الناتج المحلي في عام 2024/2023 مقابل 6.4% من الناتج المحلي في عام 2023/2022.
- استمرار ظاهرة تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية وبما يعني استمرار ارتفاع أسعار الفائدة المحلية في الاقتصاد المصري لتخفيف حدة التضخم من ناحية، وجذب الأموال الساخنة من ناحية أخرى، وما يؤدي إليه ذلك من تراجع في الاستثمار والنمو.

شكل رقم (18): تزامن تحركات أسعار الفائدة في مصر منذ بداية عام 2022 مع زيادات سعر الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة



Sources: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>
<https://www.cbe.org.eg/>

ثالثاً: تقدير فجوة الاحتياجات التمويلية الخارجية في عام 2024

- عادة ما يتطلب تقييم استدامة الدين الخارجي لدى أية دولة من خلال إجراء تحليل استشرافي لتطور مؤشرات أعباء الدين الخارجي في إطار سيناريو خط الأساس والسيناريوهات المختلفة لاختبارات الحساسية والقدرة على التحمل sensitivity&stress tests scenarios. وهو الأمر الذي يتطلب من الناحية العملية وضع توقعات للتدفقات الخارجية للدخل والإنفاق، بما في ذلك أعباء خدمة الديون والتغيرات في أسعار الصرف المتعلقة بالعملة المكونة للدين الخارجي. وبالتالي، تعتمد توقعات التغيرات في مسار الدين الخارجي external debt dynamics على تطورات الاقتصاد الكلي والأسواق المالية، وهي تطورات غير مؤكدة بطبيعتها ومتغيرة إلى حد كبير.
- وفي سياق استشراف آفاق المستقبل لاستدامة الدين الخارجي المصري، تقوم الورقة الحالية بتقدير الاحتياجات التمويلية الخارجية ومصادر تمويلها في العام القادم 2024. وتتضمن الاحتياجات التمويلية الخارجية ثلاثة عناصر أساسية، وهي: (1) عجز الحساب الجاري (2) أقساط القروض الخارجية المطلوب سدادها خلال السنة (3) سداد الديون الخارجية قصيرة الأجل.
- ويوضح الجدول رقم (15) الاحتياجات التمويلية الخارجية للاقتصاد المصري في عام 2024 والمصادر المختلفة لتمويلها، ومنه يتضح أن إجمالي الاحتياجات التمويلية الخارجية خلال عام 2024 نحو 70.9 مليار دولار تشمل: - 16.8 مليار دولار عجز الحساب الجاري المتوقع خلال السنة، ومنه 6.9 مليار دولار مدفوعات فوائد الدين الخارجي خلال السنة.

- 25.9 مليار دولار أقساط الدين الخارجي المطلوب سدادها طبقًا للجدول الزمنية لاستهلاك الدين الخارجي المصري والواردة في تقرير الوضع الخارجي للاقتصاد المصري، الصادر عن البنك المركزي المصري.
- 28.2 مليار دولار تمثل القروض والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل المستحقة خلال عام 2024.

جدول رقم (15): تقدير الاحتياجات التمويلية الخارجية خلال عام 2024 ومصادر تمويلها

القيمة بالمليار دولار

البيان	عام 2024
إجمالي الاحتياجات التمويلية الخارجية	70.9
عجز الحساب الجاري ومنه:	16.8
- مدفوعات فوائد الديون الخارجية	6.9
أقساط الدين الخارجي المطلوب سدادها وتشمل:	25.9
- أقساط ديون ثنائية معاد جدولتها	0.3
- أقساط ديون ثنائية غير معاد جدولتها	9.7
- أقساط ديون مستحقة للمؤسسات والمنظمات الدولية	11.2
- أقساط السندات المصدرة بالدولار	1.6
- قسط ودیعة الكويت	2.0
- قسط ودیعة الإمارات	1.0
- سداد ديون القطاع الخاص غير المضمونة	0.1
سداد الديون قصيرة الأجل والتسهيلات الائتمانية*	28.2
مصادر التمويل	51.8
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	11.0
صافي استثمارات المحفظة المالية	5.0
المسحوبات من القروض	7.6
صافي تدفقات العملة الأجنبية للبنك المركزي	0.0
صافي اقتراض البنوك التجارية من الخارج	0.0
إعادة تدوير الديون قصيرة الأجل والتسهيلات الائتمانية Debt rollover	28.2
التغير الأولي في الاحتياطات الدولية	19.1
التغير المستهدف في الاحتياطات الدولية	0.0
فجوة التمويل الخارجي	19.1

* طبقاً للرصيد في نهاية يونيه 2023.

المصدر: تقديرات الباحث استناداً إلى المصادر التالية: (1) وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للعام المالي 2024/2023. (2) IMF, (2023), Egypt's Country Report, January 2023. (3) Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Volume No. (82), July/June 2022/2023.

- ومع الأخذ في الاعتبار لجميع مصادر تمويل الفجوة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة المالية، والمسحوبات من القروض الخارجية، ومع إعادة تدوير كافة الديون قصيرة الأجل Debt rollover، فمن المتوقع أن تبلغ فجوة التمويل المتوقعة والمطلوبة في عام 2024 نحو 19.1 مليار دولار.
- ونظرًا لكبر حجم فجوة الموارد المتوقعة من ناحية، وإمكانية عدم تحقق جانب من الاستثمارات الخارجية المستهدفة سواء المباشرة أو غير المباشرة في ظل الظروف الراهنة من ناحية ثانية، فإنه لا بد من الاعتماد على عدة مصادر

متنوعة لتمويل الفجوة المطلوبة، ومن بينها بديلان لا غنى عنهما، الأول: بيع بعض الأصول المملوكة للدولة، والثاني: إعادة التفاوض مع صندوق النقد الدولي مع المطالبة برفع سقف التمويل المطلوب بأكثر من قيمة القرض الذي تم إيقافه.

والتساؤل الذي يثار هنا: ما المصادر الأخرى بخلاف هذين البديلين، والتي يمكن الاعتماد عليها في تمويل الفجوة المطلوبة، أو بمعنى آخر: ما المسارات المختلفة المتاحة للخروج من الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري؟ وفيما يلي تقوم الورقة في القسم السادس منها بالإجابة على هذا التساؤل.

القسم السادس:

مسارات الخروج من الأزمة الراهنة وإجراءات تعزيز استدامة الدين الخارجي المصري

أولاً: مسارات الخروج من الأزمة الراهنة

سعيًا نحو تخفيف الضغوط على العملة الأجنبية والوفاء بأعباء خدمة الدين الخارجي والخروج من الأزمة الراهنة اتخذت الحكومة المصرية والبنك المركزي عدة إجراءات، وجاء على رأسها:

- استحداث أدوات تمويلية جديدة من خلال إصدار قانون الصكوك السيادية بالقانون رقم 138 لسنة 2021. ومن الجدير بالذكر أن مصر باعت أول صكوك سيادية في تاريخها بقيمة 1.5 مليار دولار وذلك في فبراير 2023.
- زيادة حجم الودائع قصيرة الأجل، والتي ارتفعت من 1.5 مليار دولار في عام 2013 إلى 14.9 مليار دولار في مارس 2023 (تتضمن 5.0 مليارات دولار لدولة الإمارات، 5.0 مليارات دولار لدولة السعودية، 4.0 مليارات دولار لقطر، 0.9 مليار دولار لليبيا)⁽¹⁶⁾.
- التوسع في اتفاقات مبادلة العملة ودعم السيولة مع الدول الأخرى. وكانت مصر قد وقعت أول اتفاق لمبادلة العملة مع الصين في ديسمبر عام 2016 بقيمة 2.6 مليار دولار. وتقوم الحكومة المصرية حاليًا بالتفاوض مع الجانب الصيني لتوسيع حجم هذا الاتفاق لدعم الاحتياطي وتعزيز التبادل التجاري بين الدولتين. وفي السياق ذاته حصل البنك المركزي المصري على أكثر من تسهيل لدعم السيولة من بنك التنمية الصيني. كما وقعت مصر اتفاق لمبادلة العملة مع الإمارات العربية بنحو 1.4 مليار دولار في أغسطس 2023.
- الانضمام إلى تكتل بريكس في 24 من أغسطس 2023 ضمن ستة دول منهم ثلاثة دول عربية هي السعودية والإمارات ومصر، وبالتالي ستكون مصر عضوًا في المجموعة بدءًا من يناير 2024. إلا أن المنافع التي يمكن أن تعود على الاقتصاد المصري من الدخول في هذا التكتل وفيما يتعلق بتخفيف حدة الأزمة الراهنة للدين الخارجي هي منافع محدودة، خاصة أن أكثر من ثلثي الدين الخارجي المصري بالدولار، إضافة إلى الديون باليورو والتي بلغت نسبتها 11.1% من إجمالي الدين الخارجي المصري، في حين لم تصل الديون الخارجية باليوان الصيني -

(16) ظهر بند الودائع في هيكل الدين الخارجي المصري للمرة الأولى في عام 2012 مع حصول الحكومة آنذاك على وديعة من دولة قطر بمقدار 1.5 مليار دولار. وبداية من عام 2013 توسعت مصر في الحصول على الودائع طويلة وقصيرة الأجل، حيث حصلت على 9.0 مليار دولار وودائع طويلة الأجل تتضمن: 3.0 مليار دولار من السعودية و2.0 مليار من كل دولة من الإمارات وليبيا والكويت. كما بلغت الودائع قصيرة الأجل في العام ذاته 1.5 مليار دولار. وقد بلغ حجم الودائع المستحقة على مصر في مارس 2023 نحو 29.9 مليار جنيه تشمل بالإضافة إلى 14.9 مليار دولار الودائع قصيرة الأجل المشار إليها: 15.0 مليار جنيه وودائع طويلة الأجل (تتضمن 5.7 مليار دولار وودائع دولة الإمارات، 5.3 مليار دولار وودائع السعودية، و4.0 مليار دولار وودائع الكويت).

وحيث تعد الصين العضو الأكبر في تكتل البريكس - إلى 2.0% من حجم الدين الخارجي المصري في يونيه 2023.

وهنا يجب الإشارة إلى أن كافة الإجراءات السابقة التي اتخذتها الحكومة والبنك المركزي هي في حقيقتها إجراءات مؤقتة لتخفيف حدة الضغوط على السيولة الأجنبية، ولكنها لا تعطي حلولاً جذرية للمشكلة الراهنة ولا تكفل الخروج منها. ومع الأخذ في الاعتبار للاختلافات الكبيرة بين ظروف البيئة العالمية الراهنة ومعطياتها مقارنة بمثلتها في أثناء حرب الخليج الثانية والتي حققت مصر منها استعادة كبرى فيما يتعلق بتخفيض ديونها الخارجية، فإنه يبدو جلياً أنه لا مجال للخروج من الأزمة الراهنة وسد فجوة التمويل المطلوبة في عام 2024 إلا من خلال تزامن العمل على ثلاث مسارات متوازية، على النحو الآتي:

المسار الأول: ضرورة الإسراع وعدم التباطؤ في تنفيذ الإصلاحات التي طالب بها صندوق النقد الدولي، خاصة فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف، والتي يؤدي استمرار تأجيلها إلى زيادة اتساع الفجوة بين السعر الحقيقي للجنه المصري مقابل الدولار وبين القيمة التي يتم تداوله بها في السوق الموازية.

▪ وتأتي المطالبة بتنفيذ الإصلاحات التي طرحها الصندوق مستندة إلى أن ثلاثة بدائل من البدائل الأربعة التي تلوح في الأفق - والتي لا بد من إنجاز العمل على أكثر من بديل منها حتى يتمكن الاقتصاد المصري من سد فجوة التمويل المطلوبة والخروج الآمن من الأزمة - مرهونة بشكل وثيق الصلة بموافقة صندوق النقد الدولي ومدى استعداده ورغبته في تنفيذها وذلك باعتباره الدائن الأكبر لمصر، ولكونه أيضاً الراعي الرسمي وصاحب الدور المحوري في جميع اتفاقيات إعادة الهيكلة أو جدولة الديون التي يمكن أن يتم تنفيذها مع أية دولة أو مجموعة من الدول.

▪ وتشمل البدائل الأربعة المتاحة - بخلاف ما يتم تداوله حول قيام الاتحاد الأوروبي بمساندة مصر من أجل السيطرة على الهجرة غير الشرعية - ما يأتي:

- البديل الأول: استئناف المفاوضات مع الصندوق والحصول على الشريحة الثانية من القرض المتفق عليه مع المطالبة برفع سقف التمويل المتاح بما لا يقل عن 5.0 مليار دولار. ويتوقف تنفيذ هذا البديل على مدى استعداد الحكومة المصرية لتنفيذ كافة الإجراءات التي يطالب بها الصندوق.

- البديل الثاني: تبني الدول الدائنة الكبرى، وبرعاية صندوق النقد الدولي، مبادرة لإعادة هيكلة ديون الدول عالية المديونية وذات الدخل المتوسط ومنها مصر، على أن تتضمن مبادرة إعادة الهيكلة ضم الديون المستحقة للمؤسسات المالية العالمية إلى الديون الثنائية، أسوة بما حدث مع الدول المنخفضة الدخل في البرنامج التي

تم تنفيذه قبل عقدين من الزمان من خلال منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. وهذا البديل، يقترن نجاحه بمدى توافر الدعم السياسي المطلوب من كافة الأطراف الدائنة والمدينة، خاصة في ظل المعارضة المتوقعة من كل من: روسيا رغم عضويتها في نادي باريس، والصين التي أصبحت من كبريات الدول الدائنة وتعارض دائماً المسار الذي يتخذه صندوق النقد الدولي والدول أعضاء نادي باريس.

- البديل الثالث: دخول مصر في عملية إعادة جدولة للقروض الثنائية المستحقة للدول العربية باعتبارها أكبر الدول الدائنة لمصر الآن، على أن يتم ضم القروض الثنائية غير المعاد جدولتها والمستحقة للدول أعضاء نادي باريس في عملية إعادة الجدولة. ويمكن لصندوق النقد الدولي أن يلعب دوراً محورياً في تنفيذ ذلك، خاصة إذا ما تم الاتفاق على تنفيذ البديل الأول.

- البديل الرابع: الدخول في مفاوضات منفردة مع الصين لإعادة الجدولة للديون المستحقة لها، مع المطالبة بإلغاء جزء من هذا الدين. وعلى الرغم من أن حجم الدين المستحق على الصين لمصر لا يعد كبيراً، إلا أن جاذبية هذا البديل ترتفع بصورة خاصة في حالة تعسر المفاوضات مع صندوق النقد الدولي، وعلى اعتبار أنه البديل الوحيد الذي لا يخضع لسيطرة ودور صندوق النقد الدولي. كما يمكن أن يقترن تنفيذ هذا البديل، إذا تعسرت المفاوضات مع صندوق النقد الدولي، بالدخول في عملية إعادة جدولة منفردة مع الدول العربية بعيداً عن رعاية صندوق النقد الدولي والدول أعضاء نادي باريس. وعلى الرغم من صعوبة التفاوض مع الجانب الصيني بشكل عام، إلا أن توافر الدعم السياسي لتنفيذ هذا البديل يمكن أن يجعل الصين تتخذ هذا المسار، بعيداً عن إرادة صندوق النقد الدولي والدول أعضاء نادي باريس. وهو ما قامت به الصين مؤخراً مع سريلانكا من خلال تأجيل سداد الديون المستحقة لها على سريلانكا لمدة عامين دون الدخول في محادثات مع نادي باريس، وذلك على أثر لجوء سريلانكا إلى النادي لتبني خطة إنقاذ لها قيمتها 2.9 مليار دولار.

المسار الثاني: التوسع في برامج مبادلة الديون بالاستثمارات مع الدول العربية الدائنة لمصر وعلى رأسها الإمارات والسعودية والكويت، وكذلك الدول الدائنة أعضاء نادي باريس، خاصة أن مصر لديها بالفعل برامج قائمة لمبادلة الديون بالاستثمارات مع كل من ألمانيا وإيطاليا.

■ وتبلغ قيمة برنامج مبادلة الديون المصرية مع ألمانيا 240 مليون يورو وتم من خلاله تنفيذ العديد من المشروعات الجارية في قطاعات الطاقة المتجددة، والحد من التلوث، والتغذية المدرسية، وتحسين خدمات مياه الشرب والصرف الصحي، والتعليم، والتدريب المهني.

▪ وفي إطار برنامج مبادلة الديون المصرية مع إيطاليا فقد تم توقيع ثلاث اتفاقات: الاتفاق الأول، في عام 2001 وبلغت قيمته 149.0 مليون دولار، وتم استخدام المقابل المحلي بالكامل في تمويل 54 مشروعًا في محافظات مصر في العديد من القطاعات. أما الاتفاق الثاني فقد تم توقيعه في عام 2007، وبلغت قيمته 100.0 مليون دولار وتم من خلاله تمويل 32 مشروعًا في قطاعات تنموية مختلفة مثل مكافحة الفقر وخلق وظائف جديدة بتكاليف منخفضة من خلال نظام إدارة المخلفات الصلبة. وتم توقيع الاتفاق الثالث من البرنامج في عام 2012 وتبلغ قيمته 100.0 مليون دولار. (وزارة التعاون الدولي، 2022).

المسار الثالث: تسريع العمل على تنفيذ برنامج تخارج الدولة من الأنشطة الاقتصادية غير الاستراتيجية

▪ وفقًا لما هو وارد بوثيقة ملكية الدولة فإنه يجب إرساء أطر فاعلة لحوكمة دور الدولة في الأنشطة الاقتصادية بما يضمن:

- مراعاة الأبعاد الاستراتيجية والأمنية للأنشطة الاقتصادية عند اتخاذ قرارات ملكية الدولة للأصول.
- تدخل الدولة لضخ الاستثمارات وملكية الأصول في القطاعات التي يعزف القطاع الخاص عن الدخول فيها.
- تحديد آليات واضحة لتخارج الدولة من الأصول غير الاستراتيجية المملوكة لها بشكل متدرج.
- تحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية للدولة.
- تحقيق وفورات مالية تمكن من دعم أوضاع الموازنة العامة، وتحقيق الانضباط المالي، وضمان الاستدامة المالية.

وتبدو أهمية الإسراع بتنفيذ برنامج التخارج وفقًا لما جاء بوثيقة ملكية الدولة في الفترة الراهنة أكثر من أي فترة مضت، في ظل حتمية توفير حصيلة دولارية مناسبة لسد جانب من فجوة التمويل الكبيرة في عام 2024، والوفاء بأعباء الدين الخارجي.

ثانيًا: الإجراءات الحتمية والمطلوبة لتعزيز استدامة الدين الخارجي المصري

بداية يجب الإشارة إلى أن المسارات والبدائل المطروحة أعلاه هي مجرد آليات قصيرة الأجل للخروج من الأزمة الراهنة، أما تعزيز استدامة الدين الخارجي في الأجلين المتوسط والطويل فيحتاج إلى ثلاثة إجراءات حتمية ومتكاملة، على النحو الآتي:

الإجراء الأول: تبني استراتيجية وطنية فاعلة للتصنيع من أجل التصدير يقودها القطاع الخاص

- لا بد من تقوية هيكل الصادرات المصرية وتعزيز تنافسيتها باعتبارها الأساس الحاكم في فتح آفاق النمو المستدام والحد من العجز الهيكلي للحساب الجاري ورفع قدرة الاقتصاد الوطني على تحمل مستوى أعلى من الدين الخارجي والتصدي للأزمات بكفاءة وفاعلية.
- فالصادرات السلعية المصرية منخفضة جداً مقارنة بالدول الأخرى، وتمثل فقط 9.6% من الناتج المحلي الإجمالي في مصر في عام 2021 بينما جاءت نسبة هذه الصادرات في الدول الأخرى في العام ذاته على النحو التالي:
 - 20.7% من الناتج المحلي في الأردن.
 - 25.1% من الناتج المحلي في المغرب.
 - 27.5% من الناتج المحلي في تركيا.
 - 35.7% من الناتج المحلي في تونس.
 - 91.8% من الناتج المحلي في فيتنام.
- وبناء عليه، لا بد من ضرورة العمل على إرساء قواعد استراتيجية وطنية قوية وفاعلة للتصنيع من أجل التصدير يقودها القطاع الخاص المحلي والأجنبي.
- وفي ظل محدودية حجم الادخار المحلي في مصر، فلا بد أن يقترن تنفيذ تلك الاستراتيجية بسياسات فاعلة لتحسين التصنيف الائتماني السيادي لمصر لما لذلك من دور محوري في: (1) توطيد الاستثمارات الأجنبية في مصر (2) تمكين الحكومة من الاقتراض الخارجي بأسعار تنافسية، وبما يحد من مزاحمتها للقطاع الخاص على الائتمان المحلي (3) وضع أساس مرجعي لتعزيز قدرة القطاع الخاص على الاقتراض من أسواق التمويل الدولية بأسعار مناسبة.
- ولقد حصلت مصر بالفعل على تصنيف ائتماني سيادي بدرجة استثمار ثلاث مرات في تاريخها: المرة الأولى في عام 1997 من مؤسستي ستاندر آند بورز وفيتش، والمرة الثانية في عام 2000 من نفس المؤسستين. أما المرة الثالثة فكانت من مؤسسة فيتش فقط في عام 2002. وهنا يجب الإشارة إلى أن التراجع الكبير الذي شهده التصنيف الائتماني السيادي لمصر على مدار الفترة الأخيرة يمثل تحدياً كبيراً للاقتصاد المصري يحد من قدرته على الإنتاج والنمو والتصدير ويخلق مزيداً من الضغوط على السيولة الأجنبية في أوقات الأزمات نتيجة عدم قدرة القطاع الخاص على الاقتراض من الخارج بأسعار مناسبة.
- وما يؤكد عدم قدرة القطاع الخاص المصري على الاقتراض من الخارج التدني الواضح في نسبة الدين الخارجي للقطاع الخاص في هيكل الدين الخارجي المصري. فتحليل هيكل الدين الخارجي المصري يوضح أن حجم الدين

الخارجي للقطاع الخاص غير المضمون من الحكومة لم يتخط أكثر من 1.0% من إجمالي الدين الخارجي المصري في يونيه 2023، (بلغت دوين القطاع الخاص 1.5 مليار دولار من إجمالي 164.7 مليار دولار). هذه النسبة بلغت 50.8% في البرازيل، 45.0% في تايلاند، 41.0% في المكسيك، 38.1% في تركيا، 27.9% في إندونيسيا، 16.0% في الأرجنتين، 15.4% في المغرب، 9.6% في الأردن، و4.0% في تونس في عام 2021.

وبناء على ما سبق، لا بد أن تستند استراتيجية التصنيع من أجل التصدير في مصر إلى سياسات وطنية قوية وفاعلة لتحسين التصنيف الائتماني السيادي لمصر، لما لذلك من أثر حاسم في تعزيز استدامة الدين الخارجي من خلال العمل على توطين الاستثمار الأجنبي في مصر، وتمكين الحكومة من الاقتراض الخارجي بأسعار تنافسية، والحد من مزاحمتها للقطاع الخاص على التمويل المحلي، وتمكينه من النفاذ لأسواق التمويل الدولية والاقتراض من الخارج بأسعار مناسبة، على النحو الذي يحد من الضغوط على السيولة الأجنبية في أوقات الأزمات ويوسع آفاق النمو والتصدير ويساعد على الخروج السريع والأمن من أزمات السيولة التي قد تعترض مسار التنمية.

الإجراء الثاني: ضرورة تبني إدارة مختلفة للثالوث المستحيل في السياسة النقدية

- يتطلب تنفيذ استراتيجية وطنية فاعلة للتصنيع من أجل التصدير العمل على تقوية هيكل الصادرات وتعزيز تنافسياتها باعتبارها الأساس الحاكم في رفع قدرة الاقتصاد الوطني على تحمل مستوى أعلى من الدين الخارجي والتصدي للأزمات بكفاءة وفاعلية. ومما لا شك فيه فإن الشرط الحاكم لتقوية هيكل الصادرات يتمثل في إطلاق العنان للقطاع الخاص للاستثمار والنمو وهو الأمر الذي يتطلب تبني سياسات مواتية لتحقيق هذا الهدف وأهمها: عدم رفع أسعار الفائدة بشكل يعوق الاستثمار والنمو والتصدير، مع مرونة سعر الصرف لدعم القدرة التنافسية للصادرات الوطنية وجعلها المصدر الأساسي والمستدام لتدفق السيولة الأجنبية.
- فنتيبت سعر الصرف لفترات طويلة وعدم مرونته وفي ظل تحرير الحساب الرأسمالي لميزان المدفوعات في الدول النامية والاقتصادات الصاعدة هو نقطة الانطلاق الأساسية لحدوث الأزمات المتكررة في تلك الدول. وعلى حد تعبير ستانلي فيشر Stanley Fischer فإن كل أزمة من الأزمات الكبرى المرتبطة بأسواق رأس المال الدولية ومنذ عام 1994 ومن بينها أزمة المكسيك في عام 1994، وأزمات تايلاند وإندونيسيا وكوريا في عام 1997، وروسيا والبرازيل في عام 1998، والأرجنتين وتركيا في عام 2000 - انطوت بطريقة أو بأخرى على سعر صرف ثابت أو مربوط pegged exchange rate. وفي الوقت نفسه، تجنبت الدول التي لم تكن لديها تلك الأنظمة لأسعار الصرف ومن بينها جنوب أفريقيا في عام 1998، والمكسيك في عام 1998، وتركيا في عام

1998 - أزمات من ذلك النوع الذي ابتليت به الدول ذات الأسواق الناشئة التي تبنت أنظمة سعر الصرف المربوطة. ولطالما تم تحذير صانعي بقوة من استخدام الأنظمة المربوطة بالنسبة للبلدان المفتوحة أمام تدفقات رؤوس الأموال الدولية. ويضيف فيشر، أن جميع الأنظمة الوسيطة ما بين الربط الصارم hard peg أو التعويم floating هي أنظمة غير مستدامة لسعر الصرف. وفي النهاية فإنه لن يكتب البقاء إلا للحل ثنائي القطبية bipolar وبما يعني اللجوء إلى أحد طرفي نقيض وهما إما: (1) الدورة الكاملة أو تبني مجلس للعملة currency board، أو (2) تبني سياسة التعويم الحر.

- وهنا يجب أن ندرك أن سياسات تثبيت سعر الصرف مع ضمان حرية انتقال رؤوس الأموال وربط تحركات أسعار الفائدة المحلية بنظيرتها في الولايات المتحدة الأمريكية لا يمكن أن تتجح إلا في الدول المصدرة لرأس المال التي تمتلك احتياطات أجنبية ضخمة وتستطيع بالتالي تثبيت سعر الصرف، وهي سياسات ناجحة بالفعل في دول الخليج البترولية.
- وكما سبق بيان ذلك، فإن جميع الأزمات المشار إليها في هذه الورقة، سواء التي حدثت في مصر أو في غيرها من الدول، ارتبطت بما حذر منه فيشر منذ عام 2001، حيث قامت تلك الدول بتحرير حساب رأس المال في موازين المدفوعات، مع تثبيت أسعار الصرف لديها. وفي ظل فرضية الثلاث المستحيل impossible trinity فإن هذا يعني فقدان هذه الدول لحرية تحديد أسعار الفائدة المحلية بعيدًا عن تحركات أسعار الفائدة العالمية.
- وفرضية الثلاث المستحيل تقضي بأنه في حالة الاقتصاد الصغير والمفتوح (الذي يعتمد على الاستيراد والتصدير وانتقال رؤوس الأموال بشكل كبير في نشاطه الاقتصادي كما هو الحال في الاقتصاد المصري)؛ يستحيل لهذا الاقتصاد أن يحقق ثلاثة أهداف اقتصادية في آن واحد، وهم: (1) حرية انتقال رؤوس الأموال. (2) تثبيت سعر العملة الوطنية. (3) حرية تحديد سعر الفائدة المحلي. وبالتالي فإن الدولة التي تسعى لحرية انتقال رؤوس الأموال، وتثبيت سعر الصرف لضمان عدم حدوث تقلبات اقتصادية حادة في سوق الصرف الأجنبي لديها، لا بد لها من أن تستجيب لتحركات أسعار الفائدة بالخارج، وذلك حتى لا تهرب رؤوس الأموال المراد اجتذابها.
- وبدورها لم تولد الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري من رحم مختلف، بل جاءت نقطة انطلاقها وتطورها مرتبطة بذات السياسات التي حذر منها فيشر. ومن هنا كان من الطبيعي أن تتواتر الزيادات في أسعار الفائدة المحلية مع زيادة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، على النحو السابق بيانه لاستعادة الأموال الساخنة من ناحية ولعدم القدرة على تحقيق استقلالية أسعار الفائدة المحلية بعيدًا عن تحركات أسعار الفائدة العالمية في ظل اللجوء إلى تثبيت سعر الصرف لفترات طويلة من ناحية أخرى. والأكثر من ذلك أن الأموال الساخنة لم تعد

برغم كل هذه الارتفاعات التي شهدتها أسعار الفائدة المحلية في الفترة الأخيرة؛ وذلك نظرًا لارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة والدول الغربية واضطرار الحكومة إلى تخفيض قيمة العملة المحلية في ظل تزايد الضغوط على السيولة الأجنبية.

■ ومن الممكن أن يقال إن رفع أسعار الفائدة في الآونة الأخيرة جاء لمكافحة موجات التضخم العنيفة التي شهدتها الاقتصاد المصري. وحقيقة أن التضخم قد بلغ بالفعل ذروته في الفترة الأخيرة، ولكن التساؤل الأول الذي يجب طرحه هنا: هل تم بالفعل قياس محركات التضخم واتضح أنه راجع بالأساس لزيادة الطلب حتى يتم رفع سعر الفائدة المحلية لكبح جماحه؟ والسبب في طرح هذا التساؤل هو المصادر المختلفة لزيادة التضخم inflation drivers في مصر أو غيرها من الدول لا بد أن تكون واحدًا أو أكثر من أربعة مصادر أساسية: (1) زيادة الطلب demand Pull inflation، (2) زيادة التكلفة cost push inflation، (3) التوقعات expectations بزيادة التضخم. (4) أثر تخفيضات قيمة الوطنية أو ما يسمى exchange rate pass-through effect. فهل تم بالفعل إثبات أن المحرك الأساسي لزيادة الأسعار في الفترة الأخيرة كان هو زيادة الطلب حتى يتم حدوث الارتفاعات المتتالية والشديدة لأسعار الفائدة المحلية لئتم احتواء موجات التضخم والسيطرة عليها، وهل أدت الارتفاعات في أسعار الفائدة بالفعل إلى الحد من الزيادات المتتالية في الأسعار؟

■ صحيح أن جانب مهم من التضخم في مصر وفي غيرها من الدول - التي لديها عجز هيكلي في الموازنة العامة للدولة وزيادة كبيرة أيضًا في الدين المحلي تأتي من خارج خط عجز الموازنة below the line⁽¹⁷⁾ - لا بد أن يأتي من جانب الطلب. وهنا يجب أن نفرق بين الطلب الخاص والطلب الحكومي. وبالتالي لا بد من طرح التساؤل الثاني المهم: هل التضخم الناتج عن زيادة الطلب في مصر راجع إلى زيادة الطلب الحكومي وعجز الموازنة أم إلى زيادة الطلب الخاص أم كليهما؟

■ وواقع الأمر أن الجانب الأكبر من تضخم الطلب في مصر وغيرها من الدول المشابهة لها في مستويات الدخل والادخار المنخفضة والعجز الهيكلي للموازنة العامة لا بد أن يكون راجعًا لزيادة الطلب الحكومي وليس لزيادة الطلب الخاص. وهنا فإن التساؤل الثالث الذي يجب إثارته: هل على البنك المركزي أن يقوم برفع أسعار الفائدة لمنع الحكومة من زيادة الاقتراض؟ أو بمعنى آخر هل السيطرة على التضخم الراجع لزيادة الطلب الحكومي وعجز

(17) فرصيد الميزان الأولي primary balance للموازنة في مصر لا يعكس الحجم الحقيقي للطلب الحكومي، حيث يأتي الجانب الأكبر من الزيادة في الدين الحكومي من خلال العمليات تحت الخط below the line fiscal)

الموازنة تكون من خلال رفع أسعار الفائدة المحلية أم من خلال التنسيق الفعال بين السياسة المالية والسياسة النقدية؟

- وفي السياق ذاته لا يمكن إنكار أن جانباً مهماً ، وربما يكون الجانب الأكبر من موجات التضخم في الآونة الأخيرة في الدول التي لديها عجز هيكلي في الميزان التجاري ومنها مصر - والتي بلغ عجز الميزان التجاري لديها في عام 2022 نحو 8.0% من الناتج المحلي الإجمالي- مدفوعة بالتكلفة نتيجة عدم انتظام سلاسل الإمداد الدولية وارتفاع الأسعار العالمية للحاصلات الزراعية نتيجة التغيرات المناخية، وتقلص الإمدادات الغذائية من دولة الصين، ناهيك عن الآثار الناجمة عن تثبيت أسعار الصرف لفترات طويلة ثم القيام بإجراء تخفيضات كبيرة في قيمة العملة المحلية دفعة واحدة وما يترتب على ذلك من زيادات كبيرة في أسعار الواردات لدى مثل هذه الدول.
- وعلى ضوء ما سبق فإنه يجب تحديد المصادر المختلفة للتضخم في مصر، مع الفصل بين تضخم الطلب وتضخم التكلفة، فضلاً عن فصل التضخم الناتج عن الطلب الحكومي وزيادة عجز الموازنة والعمليات المالية تحت خط العجز عن التضخم الناتج عن زيادة الطلب الخاص سواء الطلب الاستهلاكي أو الاستثماري. وهنا يجب الإشارة إلى أنه في الآونة الأخيرة لا يمكن الجزم بوجود مجال متسع لأن يأتي التضخم من الإفراط في الطلب الخاص سواء كان من: (1) الطلب الاستهلاكي العائلي أو (2) الطلب الاستثماري الخاص، والذي وصل بالفعل إلى أدنى درجاته، كما سبق بيان ذلك. وبطبيعة الحال لا يمكن إنكار أنه بعد انطلاق موجات التضخم، يحدث موجات تضخمية تالية مدفوعة بانطباعات المواطنين وتوقعاتهم بأن التضخم سوف يرتفع في الفترة القادمة فيزيد الطلب على بعض السلع الاستهلاكية والمعمرة. ولكن هذا النوع من التضخم يكون في مجمله محدوداً، ولا يمكن أن يكون الأساس في تصاعد الموجات التضخمية على النحو الحادث الآن. كما أنه لا يمكن علاج التضخم الناتج عن التوقعات من خلال رفع أسعار الفائدة المحلية لامتناس السيولة وزيادة الادخار والحد من الاستهلاك، فمعظم هؤلاء المستهلكين الذين يزيد طلبهم على السلع بفعل التوقعات بزيادة التضخم لا علاقة لهم بالأساس بالقطاع المصرفي أو تحركات أسعار الفائدة.

والخلاصة مما سبق:

- أنه بالإضافة إلى التضخم المدفوع بالتكلفة، يوجد جانب مهم من تضخم الطلب في مصر راجع إلى الطلب الحكومي وزيادة عجز الموازنة، وليس إلى زيادة الطلب الخاص الاستهلاكي والاستثماري. فضلاً عن التضخم الناتج عن التوقعات بزيادة التضخم، وكذلك التضخم الناتج عن تخفيض قيمة العملة الوطنية. ويؤدي رفع أسعار الفائدة المحلية

بالتزامن مع حدوث موجات التضخم المدفوع بزيادة التكلفة إلى مزيد من تضخم التكلفة نتيجة رفع تكلفة الإنتاج وتقلص حجمه.

■ أن الاعتماد في معالجة التضخم في مصر على رفع أسعار الفائدة المحلية كآلية أساسية هو أمر يحتاج إلى مراجعة ودراسة مستفيضة من أجل تحديد المصادر المختلفة لزيادة الأسعار في مصر مع ضرورة الفصل بين حجم تضخم الطلب الناتج عن زيادة الطلب الخاص بشقيه الاستهلاكي والاستثماري عن تضخم الطلب الراجع إلى زيادة عجز الموازنة والدين المحلي.

■ أن العلاج الأمثل للتضخم الناتج عن زيادة الطلب الحكومي وعجز الموازنة يجب أن يكون من خلال فاعلية التنسيق بين السياسات المالية والنقدية وليس من خلال رفع سعر الفائدة، والذي يؤدي بدوره إلى رفع تكلفة الاقتراض الحكومي وزيادة عجز الموازنة والدين المحلي، وإلى مزيد من مزاحمة القطاع الخاص فيتراجع الاستثمار والإنتاج ويزيد التضخم. أما علاج التضخم الناتج عن زيادة التكلفة فيجب أن يكون من خلال زيادة العرض وليس من خلال رفع أسعار الفائدة للحد من الطلب المنخفض بطبيعته لما لذلك من آثار ممتدة وعواقب وخيمة في الأجل المتوسط حيث يمكن أن يؤدي إلى الدخول في دوامة الركود التضخمي.

■ إن القول بأن التضخم قد بدء في التراجع بعد الارتفاعات التي حدثت في سعر الفائدة وإن كان صحيحًا في جانب منه فإنه لا يعزو إلى الدور الذي لعبته زيادات أسعار الفائدة في السيطرة على التضخم، وإنما إلى التقلص الكبير في القوى الشرائية لدى المواطنين نتيجة التصاعدات الكبيرة في وتيرة الموجات التضخمية.

■ أن جانبًا مهمًا من الزيادات المتتالية في أسعار الفائدة المحلية كان يستهدف بالأساس العمل على استعادة الأموال الساخنة التي لازت بالفرار - مع استمرار تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة وزيادات أسعار الفائدة العالمية- لإيجاد حلول سريعة للعجز المستمر في الحساب الجاري لميزان المدفوعات.

وعلى ضوء مما سبق، ترى الورقة الحالية أن البديل الأفضل لمصر والدول الأخرى المشابهة لها والذي يؤدي إلى استهداف أفضل للتضخم وإلى تعزيز استدامة الدين الخارجي يتمثل في تحقيق استقلالية تحركات أسعار الفائدة المحلية بعيدًا عن تحركات أسعار الفائدة العالمية، مع تبني سياسة التعويم لسعر الصرف والتي تثبت التجارب المختلفة في مصر وغيرها من الدول أنه لا مناص عنها في نهاية الأمر. ولنا في بلاد مثل الصين وتركيا العبرة حيث لا تنتظر مثل هذه الدول لتخفيض سعر عملتها بموجب قوى السوق، بل تقوم بخفض أسعار عملتها بشكل متواتر للحفاظ على تنافسية صادراتها من ناحية وتجنب اقتصاداتها الدخول في دوامة الأزمات الناتجة عن حزمة السياسات التقليدية للتعامل مع فرضية الثالوث المستحيل والمتمثلة في: تحرير الحساب الرأسمالي لجذب الأموال الساخنة، وتثبيت سعر الصرف

لفتحات طويلة، وبما يفقدها استقلالية تحركات أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة العالمية وتضطر في النهاية إلى إجراء تخفيضات عنيفة وفجائية في قيمة العملة الوطنية وما يمكن أن يترتب على ذلك من عواقب وخيمة وآثار ممتدة. وختاماً، ربما يقال إن الصادرات المصرية غير مرنة لتحركات سعر الصرف، وهنا يكفي الإشارة إلى أنه وفقاً لبيانات الهيئة العامة للرقابة على الصادرات والواردات، فإن صادرات منتجات الصناعات التحويلية بعد التخفيضات الأخيرة في قيمة العملة الوطنية، قد زادت قيمتها بنسبة 50% في الشهور التسعة الأولى من عام 2023 مقارنة بمثلتها في عام 2022. وحتى وإن كان جانب من الصادرات المصرية لا يزال غير مرن لتحركات سعر الصرف فإن التساؤل المهم الذي يطرح نفسه: كيف يمكن زيادة تنافسية هذه الصادرات ومرونتها بدون تعريضها للمنافسة في الأسواق الخارجية؟

الإجراء الثالث: تحسين كفاءة أطر حوكمة الدين الخارجي وفعاليتها

- لا يوجد في مصر حتى الآن إطار قانوني موحد لإدارة الدين العام، بصورة عامة، والدين الخارجي بصورة خاصة. ويترتب على ضعف فاعلية أطر الحوكمة المتعلقة بالدين الخارجي في مصر العديد من التحديات، وعلى النحو الذي أدى إلى ارتفاع حجم هذا الدين وزيادة المخاطر المالية المرتبطة به، ومن أهم تلك التحديات:
- عدم الدقة في تحديد الحجم الحقيقي للدين الخارجي، حيث يتم تسجيل استثمارات غير المقيمين في أدوات الدين المصري كجزء من الدين المحلي، وهو ما يتنافى مع التعاريف الدولية للدين الخارجي، حيث يجب أن تسجل تلك الديون على أنها جزء من الدين الخارجي وليس الدين المحلي.
- عدم تحديد الأدوار والمسؤوليات فيما يتعلق بإدارة محفظة الدين الخارجي ضمن إطار قانوني واضح. وفي هذا الشأن، فإن رئاسة لجنة القروض الخارجية توكل إلى وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية، بينما يتشارك البنك المركزي مع وزارة المالية في إدارة محفظة الدين الخارجي.
- لا يوجد ضمن استراتيجية إدارة الدين العام متوسطة الأجل أسس وضوابط محددة للاقتراض الخارجي أو خطة سنوية لهذا الاقتراض يتم مناقشتها واعتمادها من مجلس النواب.
- تصاعد حجم الضمانات الحكومية للشركات والهيئات العامة دون ضوابط قانونية محددة تتعلق بتحليل دقيق لقدرة تلك الشركات والمؤسسات على سداد تلك الالتزامات في المستقبل وما يمكن القيام به في حالة الإخفاق وعدم القدرة على السداد.
- تزايد الدين الخارجي من خلال المعاملات التعويضية تحت الخط الأساسي لميزان المدفوعات والتي أدت إلى تراجع كبير في صافي الأصول الأجنبية للبنك المركزي والقطاع المصرفي وإلى إشراكهم كأطراف أساسية في الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري.

■ وفي هذا السياق يجب الإشارة إلى أن قانون المالية العامة رقم 6 لسنة 2022 لم يتضمن أي مواد أو نصوص قانونية تتعلق بإدارة الدين العام بصورة عامة أو الدين الخارجي بصورة خاصة. وتشير الاستراتيجية متوسطة الأجل لإدارة الدين العام إلى أنه وفقاً لنص المادة (127) من الدستور المصري، فإن قانون الموازنة العامة (قانون المالية العامة الموحد حالياً) يتضمن مواداً تتعلق بتحويل وزارة المالية سلطة إصدار الأذون والسندات وعقد القروض لتمويل الدين الحكومي. إلا أنه يجب التأكيد على أن المادة (127) من الدستور والمواد المرتبطة بها سواء المادة رقم (25) في قانون الموازنة العامة السابق أو المادة (31) في قانون المالية العامة الحالي رقم 6 لسنة 2022 تختصان بالأساس بعدم قدرة السلطة التنفيذية أو الجهات الإدارية على الاقتراض إلا بعد أخذ موافقة مسبقة من مجلس النواب، ولكنها لا تحدد مسؤولية عقد القروض سواء المحلية أو الخارجية وإذا ما كانت حق أصيل لوزير المالية أو محافظ البنك المركزي أو غير ذلك.

■ ووفقاً للتجربة الدولية وأفضل الممارسات في هذا الشأن يجب أن يتضمن الإطار التشريعي المتعلق بالدين الخارجي كافة الجوانب المتعلقة بإدارة هذا الدين، وعلى الأخص ما يتعلق بالجوانب التالية:

- تحديد مسؤولية عقد القروض الخارجية ومنح الضمانات.
- الإفصاح عن المكونات الأساسية لمحفظة الدين الخارجي من حيث: هيكل الدين وأجاله وعمليات الاقتراض الأساسية وسقفه السنوي وفي الأجل المتوسط وغير ذلك.
- تحديد الأسس والمعايير التي يجب الالتزام بها عند الحصول على القروض الخارجية.
- الإفصاح عن كافة المخاطر الصريحة والضمنية التي يمكن أن تنجم عن الدين الخارجي وكيفية التحوط لها.
- ضرورة تقديم تقارير سنوية عن أداء الدين الخارجي ومساراته المستقبلية للبرلمان لمراجعتها واعتمادها.

وبخلاف الإجراءات الثلاثة السابقة الحتمية والمطلوبة لتعزيز استدامة الدين الخارجي، والسابق تناولها، يجب الإشارة

إلى إجراءات أخرى مهمة في هذا الشأن، وعلى رأسها:

■ العمل على مضاعفة تحويلات العاملين المصريين بالخارج باعتبارها مصدر أساسي للدخل القومي بالعملية الأجنبية. وهو الأمر الذي يتطلب تبني استراتيجية وطنية للتدريب والتأهيل لتتيح لهؤلاء العاملين التوافق مع معايير العمل في الأسواق الأوروبية. وهنا يجب الإشارة إلى أن العمالة المصرية بدأت تفقد جانب من تنافسيتها في الأسواق العربية. فالتراجع في حصة تحويلات العاملين في الخارج في السنوات الأخيرة لا يرجع فقط إلى التحديات المرتبطة بتخفيض قيمة العملة الوطنية، وإنما يرجع في جانب مهم منه أيضاً إلى تراجع أجور هذه العمالة في الأسواق العربية نتيجة لضعف تنافسيتها مقارنة بالعمالة القادمة من الدول العربية الأخرى، والدول الآسيوية.

- استهداف الخروج التدريجي من دائرة الأطروحات والحلول ومسارات الإصلاح التي يقترحها صندوق النقد الدولي، والتي لم تثبت جدواها في مصر أو في غيرها من الدول، ولنا في الأرجنتين العبرة، حيث إنه من الواضح أن صندوق النقد الدولي يحضر إلى المشهد لحل المشكلة فيصبح هو نفسه المشكلة.

الخاتمة والدروس المستفادة:

■ استهدفت الورقة الحالية تحديد مفهوم الدين الخارجي، وتحليل التطورات التي شهدتها هيكل الدين الخارجي المصري على مدار الفترة من (2011-2023)، مع بيان أثر تلك التطورات على حجم الدين وأعبائه. كما استهدفت أيضًا تحليل أسباب نشأة الأزمة الراهنة للدين الخارجي ومسارات تطورها واختلافها عن الأزمات الأخرى سواء التي تعرضت لها مصر أو غيرها من الدول.

وقد خلصت الورقة إلى عدة نتائج أساسية على النحو الآتي:

■ شهدت الفترة من (2011-2023) زيادة في حجم الدين الخارجي المصري بمقدار 129.8 مليار دولار وبما يقارب 4 مرات حجمه في عام 2011. وقد اقترنت تلك الزيادة بتحويلات كبيرة في هيكل هذا الدين وفي طبيعة الدائنين.

- فمن حيث آجال استحقاق هذا الدين، تراجع النصيب النسبي للديون طويلة الأجل بما يقارب 10% استحوذت عليها الديون والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، مع تزايد الاعتماد على الودائع العربية قصيرة الأجل. وفي سياق متصل شهد هيكل الديون طويلة الأجل بدوره تغيرات جذرية، حيث تراجع النصيب النسبي للقروض الثنائية سواء المعاد جدولتها أو غير المعاد جدولتها. وقد جاء التراجع في النصيب النسبي للقروض الثنائية في هيكل الدين الخارجي المصري لصالح الزيادة في الديون التجارية.

- وعلى مستوى القطاعات المدينة، شهد الدين الخارجي المصري تحولات كبيرة، حيث تراجع نصيب الحكومة العامة من هذا الدين من 77.6% إلى 50.6% خلال تلك الفترة. وجاء التراجع في النصيب النسبي لدين الحكومة لصالح تزايد النصيب النسبي لدين البنك المركزي والبنوك من 9.2% إلى 39.2% من إجمالي الدين الخارجي المصري خلال الفترة ذاتها. وبدورها شهدت ديون المؤسسات الدولية تحولات كبيرة. حيث أصبح صندوق النقد الدولي على رأس قائمة المؤسسات الدولية المقرضة لمصر، والتي باتت تحتل المرتبة الثانية على مستوى العالم، بعد الأرجنتين، في قائمة الدول المقترضة من صندوق النقد الدولي. وعلى الرغم من أن النصيب النسبي لقروض البنك الدولي من إجمالي الدين الخارجي ظل ثابتًا عند 7.5% خلال الفترة المذكورة، فإنه قد تراجع ليحتل المرتبة الثانية بعد صندوق النقد الدولي، بعد أن كان يأتي على رأس المؤسسات الدولية الدائنة لمصر في عام 2011.

- ولم يكن التحول في هيكل المؤسسات الدولية الدائنة لمصر هو التحول الوحيد في طبيعة الدائنين لمصر، بل تزامن معه أيضًا تحول في هيكل الدول الدائنة لمصر. فبعد أن كانت معظم القروض الثنائية على مصر في

عام 2011 مستحقة للدول أعضاء نادي باريس، وعلى رأسها اليابان وألمانيا وفرنسا والولايات المتحدة، أصبحت الإمارات والسعودية والصين والكويت هي أكبر الدول الدائنة لمصر.

- كما شهد هيكل الدين الخارجي المصري وفقاً للعملة المكونة له بدوره تحولاً كبيراً ليصبح أكثر انحيازاً للدولار، والذي ارتفع النصيب النسبي له بما يقارب 30% خلال الفترة ليستحوذ حالياً على نحو 68.4% من الدين الخارجي المصري، وذلك في مقابل التراجع الكبير في النصيب النسبي للديون المصرية باليورو والين الياباني.

■ اقترنت التحولات الجوهرية في هيكل الدين الخارجي المصري وفي طبيعة الدائنين بزيادة كبيرة في أعباء خدمة هذا الدين تخطت في معدلاتها مثلتها في العديد من الدول في الوقت الراهن وأيضاً في أوقات الأزمات التي مرت بها هذه الدول، بما في ذلك أزمة الدين الخارجي في مصر في النصف الثاني من عقد الثمانينات. وهو الأمر الذي أدى إلى تزايد الضغوط على السيولة الأجنبية وبما أدى في النهاية إلى إجراء عدد من التخفيضات على قيمة العملة الوطنية، وأبرز بدوره العديد من التحديات، وعلى رأسها:

- التراجع في التصنيف الائتماني السيادي لمصر وعلى النحو الذي سيشكل مزيداً من الضغوط على السيولة الأجنبية نتيجة تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر من ناحية وارتفاع أسعار الفائدة على الاقتراض الخارجي بشكل كبير من ناحية أخرى.

- ارتفاع تكلفة التأمين على ديون مصر السيادية ومخاطر التخلف عن السداد، وبما يعوق قدرة الحكومة المصرية عن إصدار سندات دولاريه في الأسواق الخارجية.

■ ارتبطت نشأة الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري، مثلها في ذلك مثل معظم أزمات الديون السيادية في الاقتصادات الصاعدة، بزيادة العجز الهيكلي للحساب الجاري وتحرير حساب رأس المال مع تثبيت سعر الصرف لفترات طويلة للحد من تكلفة الواردات من ناحية وجذب الأموال الساخنة لسد العجز في الحساب الجاري من ناحية أخرى.

■ وعلى الرغم من التشابه في أسباب النشأة بين الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري والأزمات الأخرى، إلا أنه يوجد العديد من العوامل التي تؤدي إلى اختلاف مسارها عن الأزمات الأخرى سواء التي مرت بها مصر أو غيرها من الدول.

■ وتختلف الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري عن الأزمة التي تعرضت لها مصر في النصف الثاني من عقد الثمانينات نتيجة لعدة عوامل وعلى رأسها: اختلاف الظروف والمعطيات السياسية التي أدت إلى خروج مصر من أزمة منتصف الثمانينات، فضلاً عن كون الأزمة الراهنة هي أزمة ثلاثية تتداخل فيها أزمة العملة والضغوط على

السيولة الأجنبية، مع أزمة الملاءة المالية وارتفاع أعباء خدمة الدين، وأزمة القطاع المالي الناجمة عن الارتفاع الكبير في مديونية البنك المركزي والبنوك العامة.

■ وتتمثل أهم عناصر الاختلاف بين الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري وأزمات الدول الأخرى في التراجع الكبير الذي شهده دور القطاع الخاص في الاقتصاد المصري على مدار الفترة من عام 2011 حتى الآن. ويؤدي تراجع دور القطاع الخاص في السنوات السابقة مباشرة على الأزمة وفي أثناء حدوثها إلى طول فترة الأزمة وزيادة حدة نوباتها واتساع نطاق تداعياتها السلبية. فضعف دور القطاع الخاص وعدم قدرته على الاقتراض من الخارج في وقت الأزمة يكرس من الضغوط على السيولة الأجنبية لتلبية احتياجات الشركات من العملة الأجنبية لشراء المدخلات المستوردة من الخارج، وهو ما يوسع من الفجوة بين سعر السوق الرسمي وسعر السوق الموازية ويزيد الضغوط نحو مزيد من التخفيض في قيمة العملة الوطنية. ويزداد الأمر صعوبة مع لجوء العديد من الشركات في مثل تلك الظروف إلى ربط أسعار منتجاتها بالدولار، وهو ما بدأ يحدث فعلياً في مصر على مدار الفترة الأخيرة. وهو ما يعني أن القطاع الخاص، والذي يفترض في حال قوته أن يساعد في الخروج السريع من الأزمة، يصبح عبئاً إضافياً على السيولة الأجنبية في وقت الأزمة في حال ضعفه وعدم قدرته على النفاذ لأسواق التمويل الدولية.

■ ومن خلال استشراف آفاق المستقبل للأزمة الراهنة، فقد قدرت الورقة الحالية إجمالي الاحتياجات التمويلية الخارجية خلال عام 2024 بنحو 70.9 مليار دولار. ومع الأخذ في الاعتبار لجميع مصادر تمويل الفجوة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة المالية، والمسحوبات من القروض الخارجية، ومع إعادة تدوير كافة الديون قصيرة الأجل Debt rollover، فمن المتوقع أن تبلغ فجوة التمويل المطلوبة في عام 2024 نحو 19.1 مليار دولار.

ولسد فجوة التمويل الخارجية المتوقعة في عام 2024 اقترحت الورقة ضرورة العمل على ثلاث مسارات متوازنة، على

النحو التالي:

■ المسار الأول: ضرورة الإسراع وعدم التباطؤ في تنفيذ الإصلاحات التي طالب بها صندوق النقد الدولي، خاصة فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف، والتي يؤدي استمرار تأجيلها إلى زيادة اتساع الفجوة بين السعر الحقيقي للجنيه المصري مقابل الدولار وبين القيمة التي يتم تداوله بها في السوق الموازية. وتأتي المطالبة بتنفيذ الإصلاحات التي طرحها الصندوق مستندة إلى أن ثلاثة بدائل من البدائل الأربعة التي تلوح في الأفق - والتي لا بد من إنجاز العمل على أكثر من بديل منها حتى يتمكن الاقتصاد المصري من سد فجوة التمويل المطلوبة والخروج الآمن

من الأزمة - مرهونة بشكل وثيق الصلة بموافقة صندوق النقد الدولي ومدى استعداده ورغبته في تنفيذها، وذلك باعتباره الدائن الأكبر لمصر، ولكونه أيضًا الراعي الرسمي وصاحب الدور المحوري في جميع اتفاقيات إعادة الهيكلة أو جدولة الديون التي يمكن أن يتم تنفيذها مع أية دولة أو مجموعة من الدول.

■ المسار الثاني: التوسع في برامج مبادلة الديون بالاستثمارات مع الدول العربية الدائنة لمصر وعلى رأسها الإمارات والسعودية والكويت، وكذلك الدول الدائنة أعضاء نادي باريس، خاصة أن مصر لديها بالفعل برامج قائمة لمبادلة الديون بالاستثمارات مع كل من ألمانيا وإيطاليا.

■ المسار الثالث: تسريع العمل على تنفيذ برنامج تخارج الدولة من الأنشطة الاقتصادية غير الاستراتيجية. وتبدو أهمية الإسراع بتنفيذ برنامج التخارج وفقًا لما جاء بوثيقة ملكية الدولة في الفترة الراهنة أكثر من أية فترة مضت، في ظل حتمية توفير حصيلة دولارية مناسبة لسد جانب من فجوة التمويل الكبيرة في عام 2024، والوفاء بأعباء الدين الخارجي.

وتوصي الورقة بثلاثة إجراءات حتمية وحاكمة من أجل تعزيز استدامة الدين الخارجي المصري في الأجل المتوسط، وذلك على النحو الآتي:

■ الإجراء الأول: تبني استراتيجية وطنية فاعلة للتصنيع من أجل التصدير يقودها القطاع الخاص، حيث لا مناص عن تقوية هيكل الصادرات المصرية وتعزيز تنافسيتها باعتبارها الأساس الحاكم في فتح آفاق النمو المستدام والحد من العجز الهيكلي للحساب الجاري ورفع قدرة الاقتصاد الوطني على تحمل مستوى أعلى من الدين الخارجي والتصدي للالتزامات بكفاءة وفاعلية.

■ الإجراء الثاني: ضرورة تبني إدارة مختلفة للتأثير المستحيل في السياسة النقدية، من خلال تحقيق استقلالية تحركات أسعار الفائدة المحلية بعيدًا عن تحركات أسعار الفائدة العالمية، مع تبني سياسة التعويم لسعر الصرف، وعلى النحو الذي يؤدي إلى استهداف أفضل للتضخم وإلى تعزيز استدامة الدين الخارجي.

■ الإجراء الثالث: تحسين كفاءة أطر حوكمة الدين الخارجي وفعاليتها، حيث لا يوجد إطار قانوني موحد لإدارة الدين العام، والدين الخارجي بصفة خاصة. ويترتب على ضعف فاعلية أطر الحوكمة المتعلقة بالدين الخارجي في مصر العديد من التحديات التي أدت إلى ارتفاع حجم هذا الدين وزيادة المخاطر المالية المرتبطة به.

ومن أهم الدروس المستفادة من تحليل الأزمة الراهنة للدين الخارجي المصري والتي خلصت إليها الورقة:

■ أن أزمات الديون السيادية والمسارات التي تتخذها لا ترتبط فقط بالظروف الاقتصادية للدولة، ولكن ترتبط أيضًا بالظروف والمعطيات السياسية العالمية، ولذلك لا يجب مقارنة الأزمات في الدول النامية والاقتصادات الصاعدة

بأزمات الدول المتقدمة التي تتكاتف مع بعضها نظرًا للمصالح المشتركة فيما بينهم. كما أنه يمكن للعديد من هذه الدول أن تتعايش مع مستويات مرتفعة جدًا من الديون الخارجية، لكون جانب مهم من هذه الديون يكون بالعملة المحلية لهذه الدول من ناحية، وللقدر الفائقة لحكومات هذه الدول وشركات القطاع الخاص لديها على النفاذ لمؤسسات التمويل الدولية والحصول على احتياجاتها من التمويل بأسعار مناسبة.

■ يجب على الدول ذات الاقتصادات الصاعدة أن تنتبه جيدًا إلى أن استمرار العجز الهيكلي في الحساب الجاري لديها لفترة طويلة دون تراجع يكون مؤشرًا قويًا على أن هذه الدولة تقف على أعتاب أزمة وشيكة في ديونها السيادية، خاصة إذا كان استمرار هذا العجز يقترن بتراجع نسبة الصادرات للناتج المحلي لديها، حيث يؤدي اقتران التراجع في نسبة الصادرات للناتج المحلي، مع وجود عجز هيكلي ومستمر في الحساب الجاري لميزان المدفوعات إلى زيادة حدة الضغوط على السيولة الأجنبية، وبما يؤدي إلى تخفيضات متتالية في قيمة العملة الوطنية نتيجة ارتفاع أعباء خدمة الدين بما لا يتماشى مع تدفقات السيولة، وبما يتمخض في النهاية عن تراجع الملاءة المالية والدخول في أزمة مديونية خارجية. وهنا يجب الإشارة إلى أزمات الديون السيادية في الدول النامية والاقتصادات الصاعدة لا تحتاج إلى ارتفاع نسبة الدين الخارجي للناتج إلى مستوى حدي معين، وإنما يمكن أن تحدث عند أي مستوى من نسبة الدين الخارجي للناتج، بل إن المتتبع لهذه الأزمات يجد أن معظمها حدث عند مستويات منخفضة جدًا من نسبة الدين الخارجي للناتج. وبالتالي فإن وصول الدين الخارجي لدى أية دولة من الدول ذات الاقتصادات الصاعدة، والتي يكون الجانب الأكبر من ديونها الخارجية بالعملة الأجنبية الأساسية كالดอลลาร์ الأمريكي واليورو، إلى مستوى حرج وغير مستدام لا يتوقف على ارتفاع رصيد هذا الدين إلى مستوى حدي معين من نسبة الدين للناتج، ولكنه يتوقف بالأساس على رصيد هذا الدين وأعباء خدمته نسبة للصادرات من السلع والخدمات.

■ على الرغم من الاختلافات الجذرية بين قدرات الدول على تحمل الديون الخارجية، والاختلاف أيضًا في تلك القدرات داخل الدولة ذاتها من فترة زمنية إلى أخرى، تظل استدامة قدرة أية دولة من الدول على تحمل مستوى أعلى من الديون الخارجية ومقاومة الأزمات والتصدي لها وثيقة الصلة بقوة صادراتها وتنوع هيكلها. وبالتالي يظل العمل على زيادة نسبة الصادرات للناتج المحلي الإجمالي هو العنصر الحاكم في تخفيف أعباء خدمة الدين الخارجي والحفاظ عليه في مسار مستدام وآمن، حتى لو ارتفعت نسبة الدين للناتج المحلي. وعلى العكس من ذلك، فإن انخفاض نسبة الصادرات للناتج المحلي بشكل كبير يرفع أعباء خدمة الدين الخارجي ويكسر الضغوط على السيولة الأجنبية، وبما يحدث تخفيضات متتالية في قيمة العملة الوطنية، على النحو الذي قد يؤدي في

النهاية إلى تدهور في الملاءة المالية للدولة والدخول في أزمة ديون سيادية، حتى لو كانت نسبة الدين الخارجي للنتائج لا تزال عند مستويات منخفضة. وبناء عليه، يكون على الدول الساعية نحو التوسع في الاقتراض الخارجي أن تدرك جيداً أن قوة الاقتصاد الوطني ومدى صلابته وقدرته على مقاومة الأزمات والتصدي لها قبل تفاقمها تتوقف بشكل حاسم وجذري على قوة هيكل الصادرات لديها ومدى تنوعه ومرونة استجابته للتغيرات في قيمة العملة الوطنية في فترة النوبات الأولى للأزمة وحال حدوثها.

■ يمكن للدول أن تلجأ إلى الاعتماد على الأموال الساخنة لتعويض النقص المؤقت في صادراتها لكن يجب عليها ألا تركز إلى ذلك في الأجلين المتوسط والطويل، لأن استمرار هذه الأموال مرهونٌ بعوامل خارجية، كما أنها تلوذ بالفرار مع أية هزة بسيطة في الاقتصاد الوطني للدولة. وكذلك الأمر بالنسبة لتحويلات العاملين بالخارج، فمع أن هذه التحويلات تساعد في تعزيز استدامة قدرة الدولة على تحمل مستوى أعلى من الديون الخارجية، إلا أنه يجب الانتباه جيداً إلى عدم الاعتماد على ذلك دون تحسين القدرات التصديرية للاقتصاد الوطني لأن تعرض الدولة لأية أزمة ثقة في العملة الوطنية، نتيجة ارتفاع قيمتها في السوق الرسمي عن مثيلتها في السوق الموازي، سيؤدي إلى تراجع كبير في تلك التحويلات بعيداً عن مسارها الرسمي، وعلى نحو يخلق ضغطاً مستمرة على تدفقات السيولة الخارجية ويعرض الدولة لتدهور في الملاءة المالية. وهنا يجب الإشارة إلى الميزة الكبرى لتعزيز القدرات التصديرية للدولة فتخفيض قيمة العملة الوطنية يؤثر سلبياً على مستوى تحويلات العاملين بالخارج ويؤدي إلى تراجعها بشكل حاد وفي وقت قياسي نتيجة لخلق حالة من عدم الثقة في العملة الوطنية في حين أن هذا التخفيض يؤثر إيجابياً على زيادة الصادرات، حيث يعزز قدراتها التنافسية في الأسواق الخارجية ويرفع قدرة الاقتصاد الوطني على مقاومة الأزمة والتصدي لها والخروج منها بشكل آمن. وبالتالي فلا مناص للدول التي ترغب في التوسع في الاعتماد على الدين الخارجي لتعزيز قدراتها التنموية من توجيه هذه الديون لتعزيز قدراتها التصديرية، أما التوسع في هذه القروض لاستخدامها في تنمية القطاعات غير التصديرية فسوف يؤدي لا محالة إلى الدخول في أزمة مديونية خارجية حرجة.

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

- زكي، محمد، (2023)، استدامة الدين الحكومي في مصر: هل يضمن الفائض الأولي بالموازنة الحفاظ عليها، معهد التخطيط القومي، سلسلة أوراق السياسات، ورقة سياسات رقم (16)، أبريل 2023.

المراجع باللغة الإنجليزية:

- Dawood, Mary; Nicholas Horsewood; and Frank Strobel, (2017), Predicting sovereign debt crises: An Early Warning System approach, Journal of Financial Stability, Volume 28, February 2017.
- Egypt's Ministry of Finance, Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS) 2021-2024.
- Fisher, Stanley (2001), " Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar view correct? IMF, January Washington.
- Frankel, Jeffrey A. & Andrew, k. Rose, (1996)" Currency Crashes in Emerging Market" Journal of International Economic, Vol. 41.
- International Monetary Fund (IMF), (2021), Article IV consultation, second review under the stand-by arrangement- press release; staff report; and statement by the executive director for Egypt, July 2021.
- International Monetary Fund (IMF), (2023), Egypt, request for extended arrangement under the extended fund Facility- Press release; and Staff Report, Country Report No. 23/2, January 2023.
- International Monetary Fund (IMF), (2014), External debt statistics: guide for compilers and users / Inter-Agency Task Force on Finance Statistics. - Washington, D.C, 2014.
- Kaminsky, G.; Saul Lizondo; and Carmen N. Reinhart, (1998), Leading Indicators of Currency crisis, IMF, Staff papers, Vol, 45, No. 1, March.
- World Bank, (2021), Lebanon Economic Monitor, The Great Denial, Fall 2021.

مصادر البيانات:

المصادر باللغة العربية:

- البنك المركزي المصري، النشرة الشهرية، أعداد مختلفة.
- وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية، (2023)، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للعام المالي 2024/2023، مايو 2023.

- وزارة التعاون الدولي المصرية، (2022)، التقرير السنوي لعام 2022، الشراكات الدولية لتحقيق التنمية المستدامة: من التعهدات إلى التنفيذ.
- وزارة المالية المصرية، البيان المالي للموازنة العامة للدولة، سنوات مختلفة.

المصادر باللغة الإنجليزية:

- Central Bank of Egypt, External Position of the Egyptian Economy, Different Issues.
- Central Bank of Egypt, (2023), External Position of the Egyptian Economy, July/June 2022/2023, Volume No. (82).
- CEIC, (2023), CEIC Data, Global Database.
- World Bank, International Debt Statistics, 2023.
- World Bank, World Development Indicators (WDI), 2023.