



سلسلة أوراق السياسات

24

سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي وأعباء التمويل الخارجي في مصر

أ. د فادية عبد السلام



رقم الإيداع: 2024/20439

ISBN: 978-977-8848-01-4

الآراء الواردة في هذه الورقة تعبر عن رأي المؤلف ولا تعبر بالضرورة عن رأي المعهد.

حقوق الطبع والنشر محفوظة لمعهد التخطيط القومي، يحظر إعادة النشر أو النسخ أو الاقتباس بأي صورة إلا بإذن كتابي من معهد

رئيس المعهد

أ. د. أشرف العربي

نائب رئيس المعهد

لشئون البحوث والدراسات العليا

أ. د. خالد عطية

سلسلة أوراق السياسات

سعر صرف الجنيه المصري مقابل
الدولار الأمريكي

وأعباء التمويل الخارجي في مصر

تأليف أ. د. فادية عبد السلام

معهد التخطيط القومي-تقاطع ش
صلاح سالم مع ش الطيران - مدينة
نصر-القاهرة



الملخص

عن المؤلف

أ. د. فادية عبد السلام

أ.د. أستاذ اقتصاد متفرغ بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية، شغلت منصب رئيس سابق لمعهد التخطيط القومي، ناقشت وأشرفت على العديد من الرسائل العلمية، وقد قامت بإعداد استشارات اقتصادية للعديد من الجهات مثل UNECA، الاتحاد الأفريقي ولديها العديد من الأبحاث في مجالات التنمية الاقتصادية، والتكامل الاقتصادي والسياسات الاقتصادية النقدية والمالية وسعر الصرف

استهدفت الورقة مناقشة أسباب التدهور في سعر صرف الجنيه تجاه الدولار والمخاطر المحتملة للتذبذب في سعر الصرف الحقيقي الفعال على أعباء التمويل والدين الخارجي. هذا بالإضافة إلى التعرف على قدرة الاقتصاد المصري وقابليته لمواجهة الصدمات الخارجية المرتبطة بثقل المديونية الخارجية وأعبائها، وأيضا التطرق إلى الآفاق المستقبلية لهذه القدرة وتأثيرها على سعر صرف الجنيه مقابل الدولار في ظل أوضاع الاختلال في التوازن الخارجي.

وقد توصلت الورقة إلى العديد من النتائج لعل أهمها:

- 1- بعد تعويم الجنيه في 2016 كان الارتفاع في قيمة سعر الصرف الفعال الحقيقي راجعاً إلى ارتفاع قيمة الدولار مقابل عملات شركاء التجارة بالنسبة لمصر والارتفاع في فروق التضخم بينما الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي الفعال كان راجعاً إلى التدهور في أساسيات الاقتصاد (فروق الإنتاجية والاستثمار وشروط التبادل وصافي الأصول الأجنبية).
 - 2- أن تنامي حصة السندات بالعملات الأجنبية في هيكل الديون المصرية تعد أحد أسباب التدهور في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي وهو ما انعكس في ارتفاع حصة الدين قصير الأجل/ الدين الخارجي خاصة في ظل الأزمة الأخيرة (الحرب الروسية/الأوكرانية).
 - 3- بالرغم من أن الديون الخارجية للقطاع الخاص في الأسواق الناشئة هي مصدر الضعف أمام الصدمات الخارجية إلا أن الدين الخارجي في مصر مصدره الإنفاق الحكومي ولذلك هناك مخاطر لاستدامة هذا الدين الخارجي تنشأ من محدودية الحيز المالي والنقدي وقصر فترات الاستحقاق للديون .
 - 4- تعرضت مصر إلى خفض تصنيفها الائتماني وأمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين ارتفاع مؤشر مبادلة المخاطر لمصر ونسبة الدين الخارجي قصير الأجل إلى الاحتياطي الأجنبي. وتعكس النظرة السلبية أن الإجراءات التي تم اتخاذها لم تكن كافية لتحقيق الاستقرار في سعر الصرف بالجنيه مقابل الدولار الأمريكي.
- في ضوء موجز النتائج التي تم التوصل إليها تمثلت بعض السياسات المقترحة في الآتي:
- 1- من الملائم تحسين مستوى السيولة لأدوات دين الدولة وتقوية الأسواق المالية غير المصرفية (*) وكذلك تقوية دور القطاع الخاص في تمويل التنمية وتحقيق ابتكار في توليد موارد للتمويل مثل سندات السيادة الخضراء، وصفقات مبادلة الديون بالمناخ ...
 - 2- أهمية مراجعة مؤشرات السلامة المالية الكلية للجهاز المصرفي ومراجعة فلسفة السياسة النقدية المتبعة.
 - 3- مراجعة القواعد المالية المتصلة بمؤشر الاستقرار المالي (الدين الحكومي/الناتج المحلي).
 - 4- ضرورة النظر في تهديدات مشكلة الدين ليس من خلال قيمته ولكن من خلال هيكله الدين، فالسندات بالعملات الأجنبية تنطوي على مخاطر عالية في الأجل القصير.
 - 5- تحقيق المرونة في سعر الصرف وعدم الابتعاد عن سعر الصرف الحقيقي الفعال ودراسة الربط بسلة من العملات لتحديد السعر العادل للجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية المختلفة.
 - 6- أهمية وضع ضوابط مؤقتة على التدفقات الرأسمالية في الأجل القصير لتجنب خروج نسبة كبيرة من رؤوس الأموال إلى الخارج.

الفهرس

	المقدمة	
3	العوامل المؤثرة على تطور سعر الصرف بعد 2016 وحتى 2023	(1)
4	تطورات سعر الصرف للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي	1-1
5	تطور سعر الصرف الاسمي خلال يناير 2021- يناير 2023	2-1
7	تطور صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي	3-1
7	العلاقة بين هيكل ميزان المدفوعات ومستوى احتياطيات النقد الأجنبي والتدهور في سعر صرف الجنيه المصري في مواجهة الدولار	4-1
11	بعض الآثار الأخرى للتدهور في سعر صرف الجنيه أمام الدولار	(2)
11	الاحتياطيات والدين الخارجي	1-2
12	مدى قدرة الاقتصاد المصري على مواجهة الأزمات (والحصول على موارد النقد الأجنبي ووقف هذا التدهور في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار	2-2
15	مؤشرات قوة الصناعة المصرفية المصرية	3-2
16	درجة ثقل المديونية بالنسبة لمصر	4-2
19	الآفاق الاقتصادية المتوقعة وتأثيرها على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار	(3)
21	السياسات المقترحة لوقف تدهور سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار والحد من زيادة أعباء خدمة الدين	(4)
24	الخاتمة	
25	المراجع	

مقدمة

تتناول المقدمة قضية ساخنة في الوقت الحالي بالنسبة للاقتصاد المصري، وتهم متخذي القرار بدرجة كبيرة، وهي تأثير التدهور في سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي وما يترتب عليه من نقص في العملات الأجنبية. خاصة أنها تأتي متزامنة مع الاضطرابات العالمية الخاصة بأزمات الغذاء والطاقة ونقص سلاسل التوريد في ظل الأحداث الجيوسياسية والصحية العالمية (كوفيد 19، الأزمة الروسية/الأوكرانية). تشكل هذه الاضطرابات اختبارًا للاقتصاد العالمي مع توقعات باستمرار انخفاض النمو الاقتصادي وزيادة المخاطر والضغوط على البنوك المركزية لكبح جماح التضخم مع تشديد السياسة النقدية التي يمكن أن تهدد إمكانات التعافي الاقتصادي مع محدودية الحيز المالي للحكومات بالإضافة للضغوط الاجتماعية والحاجة لتوفير فرص العمل. وفي مصر يجمع الخبراء على أننا لسنا بمعزل عن هذه التطورات، ويمكن تجاوزها بفضل برامج الإصلاح الاقتصادي (البرنامج الوطني للإصلاح الاقتصادي 2016-2019 المرحلة الأولى ثم المرحلة الثانية 2021-2025).

كذلك فإن الجنيه المصري ليس مرتبطًا بالدولار، وتتحكم فيه عوامل أخرى تحدد مستوى التدهور فيه، ومن ثم فإن اللجوء للتشديد النقدي قد يكون مطلوبًا للحد من التدهور في سعر صرف الجنيه المصري في ظل الركود الاقتصادي واستمرار العجز في ميزان العمليات الجارية والتحويلات لعدد معتبر من السنوات. وفي مواجهة تلك المعطيات سابقًا انصب تركيز البنك المركزي على الحفاظ على الاستقرار النسبي لسعر الصرف والحيلولة دون انهيار قيمة الجنيه المصري من خلال ما يأتي:

- أ- العمل على زيادة المعروض من النقد الأجنبي لدى البنوك بزيادة حصيلة الصادرات وسدادها خلال أحد البنوك واجتذاب مدخرات المصريين بالخارج للاستثمار في مصر.
- ب- السعي إلى ترشيد الطلب على النقد الأجنبي بوضع حدود لعمليات التحويل للخارج وضبط الاستيراد.

وقد أسفرت هذه السياسة التي يصنفها الصندوق ضمن ترتيبات سعر الصرف المستقر إلى الحد من التدهور في قيمة الجنيه خلال 2011-2016 إلا أن الأمر قد انتهى بإعلان التعويم في نوفمبر 2016. وفي ظل تواتر الأحداث العالمية منذ كوفيد 2019 وما تلاه من آثار الحرب الروسية/الأوكرانية تم رفع أسعار الفائدة عدة مرات وزيادة معدلات التضخم بما ترتب عليها من آثار انكماشية أدت إلى نقص الدولار وتزايد الفجوة بين سعره في السوقين الرسمي والموازي وحدوث موجات من التعثر والإفلاس للعديد من الشركات، وتراجع معدلات الاستثمار من 14.3% في 2021/2022 إلى 9% في 2022/2023 وكذلك انخفاض معدلات النمو من 9.8% إلى 4.4% خلال نفس السنتين، وذلك وفقاً للنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي^(*)، وهذا يعني أن مزار ارتفاع أسعار الفائدة سينعكس آثارها على معدلات التضخم وتأثير ذلك على تكاليف المعيشة للمجتمع. وهكذا يظل تحسين المناخ الاستثماري وتحفيز المنتجين وتشغيل الطاقات العاطلة هو السبيل لحل مشكلة التضخم من خلال زيادة المعروض من السلع والخدمات وحل مشكلة سعر صرف الدولار بزيادة الموارد الدولارية من الاستثمار الأجنبي والتصدير والتحويلات لمواجهة أعباء التمويل الخارجي وللوفاء بالاحتياجات من الموارد الاستهلاكية والوسيلة والاستثمارية .

أهداف الورقة

في ضوء السياق السابق تتلخص أهداف الورقة في تناول ثلاث نقاط بخلاق السياسات المقترحة:

- **النقطة الأولى:** استعراض العوامل المؤثرة على تطور سعر الصرف بعد عام 2016 حتى عام

2023 وذلك من خلال تتبع تطورات سعر الصرف الرسمي للجنيه المصري مقابل الدولار خاصة خلال يناير 2021- يناير 2023 والتي تزامنت مع تأثيرات الحرب الروسية/الأوكرانية. كذلك التطرق إلى تطور سعر الصرف الحقيقي الفعال، هذا وقد انعكست تلك المظاهر للتدهور في سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار على تطور صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي،

^(*) تشير إلى إجمالي الاستثمار (شاملاً التغير في المخزون)/الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري وذلك خلال يوليه/سبتمبر 2022/2021، يوليه/سبتمبر 2023/2022 على الترتيب. على الجانب الآخر تشير معدلات النمو إلى معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق بالأسعار الثابتة خلال يوليه/سبتمبر 2021/2022، يوليه/سبتمبر 2023/2022.

وكذلك العلاقة بين هيكل ميزان المدفوعات ومستوى احتياطات النقد الأجنبي والتدهور في سعر صرف الجنيه.

- **النقطة الثانية:** تناقش بعض الآثار الاقتصادية والاجتماعية للتدهور متمثلة في تراجع معدلات الاستثمار وزيادات الأسعار، وكذلك تراجع مستويات الاحتياطات من العملات الأجنبية وتنامي الدين الخارجي. وتتناول النقطة نفسها مدى قدرة الاقتصاد على مواجهة أزمة التدهور في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار، والحصول على موارد للنقد الأجنبي. وفي إطار تعزيز قدرة الاقتصاد على مواجهة مخاطر التدهور في سعر صرف الجنيه تبرز أهمية مؤشرات قوة الصناعة المصرفية ودرجة ثقل المديونية بالنسبة للاقتصاد المصري.
- **النقطة الثالثة:** تستعرض الآفاق المتوقعة للاقتصاد المصري وتأثيرها على مستوى التدهور في سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار والقدرة على سداد مدفوعات خدمة الديون.
- **النقطة الرابعة:** تقدم مقترحات بسياسات وإجراءات يمكن اتخاذها لوقف هذا التدهور.

1- العوامل المؤثرة على تطور سعر الصرف بعد 2016 وحتى 2023

استنادًا إلى الإطار النظري الموجود في الأدبيات بالنسبة للدول النامية توجد ستة محددات لسعر الصرف الحقيقي التوازني (ERER (Equilibrium Real Exchange Rate)، وهي الفروق في الإنتاجية، الاستهلاك الحكومي، الاستثمار، شروط التبادل (terms of trade)، صافي الأصول الأجنبية، الانفتاح التجاري بين الاقتصادات المختلفة (Diaa-Mouredin, 2018). واتساقًا مع العمل الحالي فإن الارتباط بين سعر الصرف الحقيقي والتوازن الخارجي يمثل محددًا مهمًا لسعر الصرف الحقيقي التوازني ERER وبالتالي فإن التدهور في موقف صافي الأصول الأجنبية للدولة من شأنه أن يقترن بتدهور حقيقي في سعر صرف العملة.

ومع ذلك فإن دراسات أخرى أشارت إلى أن التقويم بأعلى من القيمة لسعر الصرف أي تحسن Exchange Rate Appreciation (Egert, Lommatzoch, Lahrèche- Révil, 2006) يمكن أن يفترن بتدهور في صافي الأصول الأجنبية في الاقتصادات الانتقالية التي تنخفض فيها ابتداءً مستويات ثقل المديونية low level Indebtedness.

على الجانب الآخر فإن الانفتاح التجاري يؤثر أيضاً على سعر الصرف الحقيقي التوازني خلال الأجل المتوسط، حيث يمكن أن يفترن تحرير التجارة والانفتاح بتخفيض تكلفة الاستيراد وانتقال الطلب من السلع القابلة للدخول في التجارة الدولية إلى السلع غير القابلة للدخول في التجارة الدولية بما يؤدي إلى الانخفاض في سعر السلع غير القابلة للدخول في التجارة الدولية بما يتسبب في تدهور حقيقي في سعر صرف العملة real depreciation. نرصد التطورات في سعر الصرف الجنيه المصري في مقابل الدولار الأمريكي خلال 2016 حتى 2023.

1-1 تطورات سعر الصرف للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي

- صنف صندوق النقد الدولي سعر الصرف الرسمي للجنيه ضمن ترتيبات سعر الصرف المستقر ليقترن التدهور في قيمة الجنيه المصري في السوق الرسمية فيما بين يونية 2011، يونية 2016 على نحو 32.7% (معهد التخطيط القومي، 2016).
- أعلن البنك المركزي في 2016 تنفيذ سياسة سعر الصرف الموعوم للجنيه المصري، بدأ موقف سعر الصرف عند 8.85 جنيه مقابل الدولار الأمريكي بحيث انخفض الجنيه المصري بنسبة 13% تقريباً ثم انخفض سعر الصرف إلى 19.56% في يناير 2017. وقفز معدل التضخم إلى 23.5% في السنة نفسها، وفي السنوات القليلة التالية تراوح سعر صرف الجنيه ما بين 16 إلى 18 جنيه للدولار، ومن ثم كان تأثير نظام سعر الصرف الموعوم مهماً بحيث اقتترن بمعضلة مزدوجة

التخفيض depreciation والتضخم. وقد واجهت الحكومة المصرية ذلك برفع أسعار الفائدة (*) للتخفيف من ارتفاع مستوى التضخم. قبل عام 2015 سجل سعر الفائدة 9.25%، وفي السنة التالية تم تعديل سعر الفائدة إلى 14.75%، وفي عام 2017 وصل سعر الفائدة عند 18.75%، وفي عام 2020 لحفز الاقتصاد تم تخفيض سعر الفائدة إلى 8.25% (Wenhua, Mao,) (2022).

- يلاحظ أنه بين عامي 2010/2009، 2016/2015 ترتب على الدفاع عن ثبات العملة الانخفاض في حجم الاحتياطيات، حيث انخفضت الاحتياطيات من مستوى 35.2 بليون دولار في عام 2010/2009 إلى 17.5 بليون في عام 2016/2015.
- وكان من الممكن أن يحدث مزيد من الهبوط في الاحتياطيات ما لم يحدث ارتفاع أو زيادة في التدفقات المالية والرأسمالية (في شكل منح حكومية وقروض قصيرة الأجل).
- في 11 من أغسطس 2016 وقعت السلطات المصرية قرصًا مع IMF بقيمة 12 مليار، وبمقتضى الاتفاق تم اشتراط سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية مهدت الطريق لتخفيض الجنيه في 3 من نوفمبر 2016 (IMF, Country Report, 2017).
- والواقع أن تبني نظام سعر صرف مرن مثل أحد المرتكزات الأساسية للاتفاق مع الصندوق EFF مع IMF وبمقتضاه تم الانحراف عن سياسة تثبيت سعر الصرف بالنسبة للدولار pegging the exchange rate، وبمقتضى الاتفاق أيضًا تم إلغاء الدعم على منتجات الطاقة والمنافع العامة (الكهرباء، المياه، النقل خلال زيادات سعرية تدريجية) وهو ما أدى إلى قفزة غير مسبوقه في المعدل السنوي للتضخم إلى 30% في بداية عام 2017.

(*) بعد هذه التطورات المتتالية في سعر الفائدة أبقى البنك المركزي على سعر الفائدة الرئيسي على الودائع لليلة واحدة دون تغيير عند 16.25% في اجتماعه في فبراير 2023 وهو ما خالف توقعات السوق بزيادة قدرها 100 نقطة أساس بعد ارتفاع أسعار الفائدة، 800 نقطة أساس منذ بدء سياسة التشديد في مارس 2022 وأعلن هدف تضخم جديد بنسبة 5%-9% من عام 2022. النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي، عدد (311) نهاية عام 2023.

- بعد عام 2015 كان الارتفاع في قيمة سعر الصرف الفعال الحقيقي راجعًا إلى ارتفاع قيمة الدولار مقابل عملات شركاء التجارة بالنسبة لمصر، والارتفاع في فروق التضخم. على الجانب الآخر فإن الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي التوازني كان المحرك الرئيسي له التدهور في أساسيات الاقتصاد (معهد التخطيط القومي (2018)، (Diaa Nouredlin (2017) بصفة خاصة فروق الإنتاجية والاستثمار وشروط التبادل وصافي الأصول الأجنبية. وعلى الرغم من الزيادة في الاستهلاك الحكومي والانخفاض العام في الانفتاح التجاري خلال هذه الفترة فإن الأثر المركب لم يكن كافيًا لمواجهة الأثر المثبط للأساسيات الأخرى.

والواقع العملي يشير وفقًا للدراسات أن بعض الدول قد تدخلت في أسواق العملات الأجنبية وخففت من إجراءات قيود رأس المال في محاولة لتخفيف الأثر الابتدائي للأزمة بينما احتفظ بعضها الآخر بتشديد أنظمتها والذي أثر بشكل رئيسي على حجم التدهور المبدئي بعد الأزمات (OECD, 2020).

2-1 تطور سعر الصرف الاسمي (*) خلال يناير 2021- يناير 2023

وتوضح التطورات لمتوسط سعر الصرف الشهري (يناير 2021- يناير 2023) حدوث الآتي: (شكل (1))، جدول رقم (1) بالملحق:

1. الثبات النسبي في سعر صرف الدولار مقابل الجنيه خلال يناير 2021- فبراير 2022 عند مستوى 15.65 للدولار.
2. تشير التطورات الشهرية خلال عام 2021 إلى استقرار سعر الصرف ونجاح البنك المركزي في تحقيق الاستقرار في قيمة العملة عند سعر 15.660 جنيه.

(*) المقصود بسعر الصرف الاسمي للدولار الأمريكي بالجنيه المصري هو عدد وحدات العملة الوطنية بالجنيه مقابل الدولار الأمريكي، والأصل أن السلطات النقدية هي التي تعلن هذا السعر وتعمل على المحافظة على ثباته نسبيًا (أي مع السماح بتقلبه في حدود معينة) طبقًا للعلاقة بين الطلب على العملة وعرضها في سوق الصرف الأجنبي.

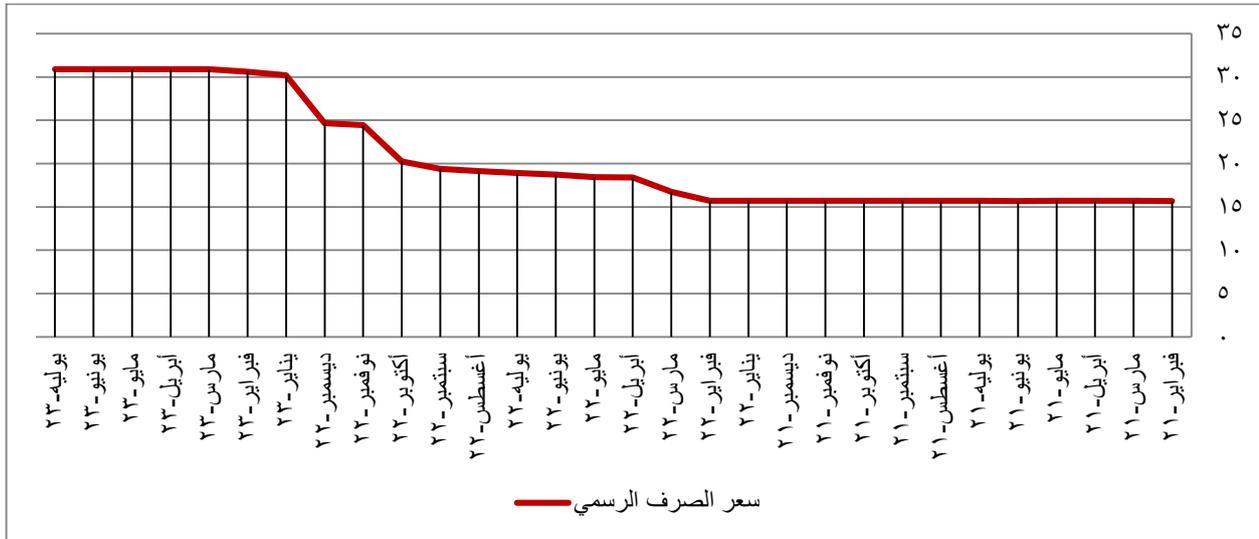
3. حدوث انخفاض في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بنسبة تدهور قدره 7% بين (-Mar-22) (Feb22) ثم مواصلة الهبوط التدريجي خلال الشهور التالية حتى أكتوبر 2022 بنسبة انخفاض متوسطة قدرها 10% (April-Oct-22).

4. حدوث تدهور آخر للجنيه بنسبة 20.9% بين شهري نوفمبر، أكتوبر 2022، ثم تلا ذلك مزيد من التدهور للجنيه ليسجل الدولار 30.1885 جنيه في نهاية يناير مقابل 24.74 جنيه في بداية الشهر بنسبة انخفاض قدرها 21.8%، ثم ثبات سعر صرف الجنيه مقابل الدولار خلال 2023.

شكل رقم (1)

متوسط سعر الصرف الرسمي للجنيه مقابل الدولار

خلال الفترة ما بين فبراير 2021 ويونية 2023



المصدر: إعداد الباحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري، جدول رقم (1) بالملحق.

يمكن تبرير الاكتفاء بالفترة الزمنية المذكورة، على أساس أن السنوات التي عاصرت أزمة كورونا (2019-2021) سجل فيها سعر الصرف الاسمي للجنيه مقابل الدولار 16.7 جنيه ثم انخفض إلى نحو 15.6 جنيه في عام 2021 ثم استمر الثبات في قيمة سعر صرف الجنيه خلال الأزمة الروسية/الأوكرانية

التي تزامنت مع خروج الأموال الساخنة في 2022/2021 المنشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي رقم 317، 2023).

3-1 سعر الصرف الحقيقي الفعال

ويوضح استعراض شكل رقم (2)، جدول رقم (2) بالملحق:

- حدوث تدهور في سعر الصرف الفعال الحقيقي خلال السنوات 2015-2017 (Depreciation) للأسباب سابقة الذكر.
- اتجاه سعر الصرف الفعال الحقيقي (REER) نحو الارتفاع appreciation تحت تأثير أزمة كوفيد 19 الذي تزامن مع حدوث تدهور في عملات شركاء التجارة لمصر أمام الدولار، وكذلك الزيادة في الاستثمار والاستهلاك الحكومي في قطاع السلع غير القابلة للتداول.
- بعد عام 2021 وتأثرا بالأزمة الروسية الأوكرانية فبرابر 2022 وما بعدها تدهور سعر الصرف الحقيقي الفعال REER ثم اتجه نحو الثبات النسبي خلال الشهور الأولى من يناير، فبراير، مارس 2023.

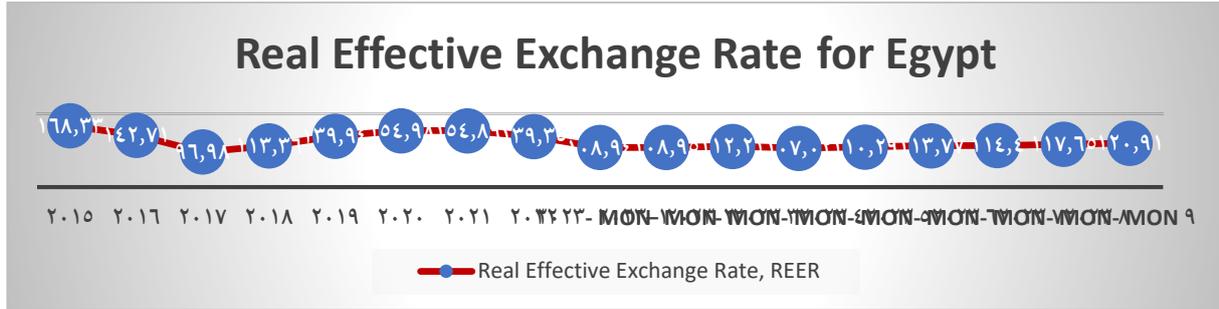
وهكذا فإنه بالنسبة لمصر فإن الأزمات قد تركت تشوهات في سعر الصرف انعكست في اتجاه طویل الأجل للتدهور في REER قد يرجع بطبيعة الحال إلى التدفقات إلى الخارج لرؤوس الأموال وتوقف استثمارات الحافظة بعد الأزمة الروسية/الأوكرانية، واتساع الفجوة بين الصادرات والواردات والارتفاع في مدفوعات خدمة الديون (مع تشديد السياسة النقدية في الاقتصاد العالمي وخاصة الولايات المتحدة) وغيرها من العوامل (جدول رقم 3) بالملحق للمراجعة).

ومنذ مارس 2022 فإن الأساسيات للاقتصاد المصري (الفروق في الإنتاجية، شروط التبادل، صافي الأصول الأجنبية....) انعكست في ظهور عملة ضعيفة كالجنيه في مواجهة الدولار (Fitch solution, 2022). ويتوقع التقرير نفسه أن يساعد ورود تدفقات مالية إضافية من مصادر متعددة الأطراف وتنفيذ

دول مجلس التعاون الخليجي لتعهداتها في مجال الاستثمار فضلاً عما تسفر عنه المفاوضات مع الصندوق في تقليل الضغوط على الوضع الخارجي ووضع مصر مرة أخرى على خريطة مستثمري المحافظ المالية.

شكل رقم (2)

سعر الصرف الحقيقي الفعال (*) REER خلال 2015- مارس 2023



المصدر : <https://www.bruegel.org/publications/datasets>

ووفقاً للمصدر فإن طريقة الحساب تتشابه مع تلك التي يستخدمها كل من البنك الدولي والصندوق. ويستعرض القسم التالي أسباب تدهور سعر صرف الجنيه المصري وانعكاساته أمام الدولار من خلال التطرق لتناول النقاط التالية:

1-4 تطور صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي

يوضح الشكل رقم (3) أن صافي الأصول الأجنبية قد شهدت تراجعاً تحت تأثير الجائحة كوفيد حيث انخفضت صافي الأصول الأجنبية من 264362 مليون جنيه في 2019 لتسجل 156593 مليون جنيه في 2020 بنسبة انخفاض قدرها 41% ثم واصل التدهور ليسجل (سالبة) 152774 مليون جنيه في يونيو 2022، وكذلك سالبة 205138 مليون جنيه في ديسمبر 2022 تحت تأثير الأزمة الروسية/ الأوكرانية أي بنسبة تدهور قدرها 134%، وقد تزامن ذلك مع اتجاه التدهور العام في سعر الصرف

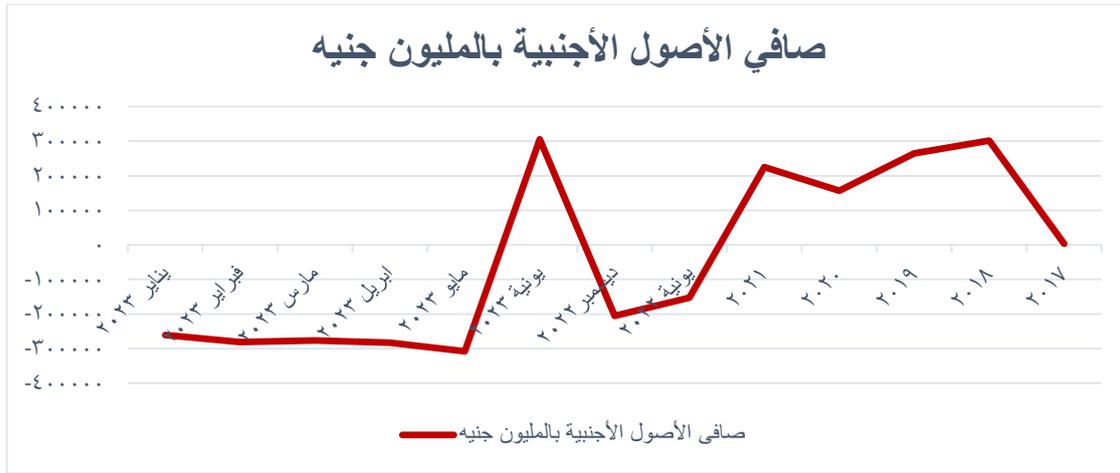
(*) يقاس سعر الصرف الحقيقي الفعال: REER تطور القيمة الحقيقية لسعر صرف للدولة مقابل سلة من عملات شركاء التجارة، وهذا المؤشر يستخدم لحساب القيمة التوازنية للعملة بمعنى التغير في السعر أو تكلفة التنافسية، ومحركات تدفقات التجارة أو الحوافز لإعادة تخصيص الإنتاج بين القطاعات التي تدخل التجارة الدولية أو القطاعات غير الداخلة فيها.

- وفي تقدير سعر الصرف الحقيقي فإن السعر المعروف والأكثر استخداماً وشيوعاً هو أسعار المستهلكين، وأسعار المنتج، GDP مكش، تكاليف وحدة العمل.

الحقيقي الفعال من 139.9% عام 2019 إلى 108.9% يناير 2023، (جدول رقم (2) بالملحق)، واستمر الاتجاه السلبي نفسه حتى يونيو 2023 ومتزامناً مع تحسن طفيف في سعر الصرف الحقيقي الفعال.

شكل رقم (3)

تطور صافي الأصول الأجنبية بالمليون جنيه 2017- يونيو 2023



المصدر : النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي المصري، أعداد متفرقة.

5-1 العلاقة بين هيكل ميزان المدفوعات ومستوى احتياطات النقد الأجنبي (*) والتدهور في

سعر صرف الجنيه المصري في مواجهة الدولار

تتمثل المصادر الرئيسية لاحتياطات النقد الأجنبي في مصر في فوائض التجارة وتدفقات رأس المال وقد عانت المصادر الرئيسية للاحتياطات من تأثيرات الركود العالمي حيث انخفض سعر النفط بنسبة 50% في (** 2014-2019)، وقد انخفضت أسعار الفائدة لعدد من السنوات، وقد انعكس ذلك على احتياطات النقد الأجنبي باعتبار مصر مصدرًا للنفط والغاز شكل رقم (4). هذا بالإضافة إلى تأثير عدم الاستقرار السياسي على تناقص أعداد السائحين والإيرادات السياحية، وقد تزامن مع ذلك الهبوط في إيرادات السياحة والانخفاض في إيرادات قناة السويس وتحقيق فائض كبير في الواردات عن الصادرات مما أعقبه التأثير

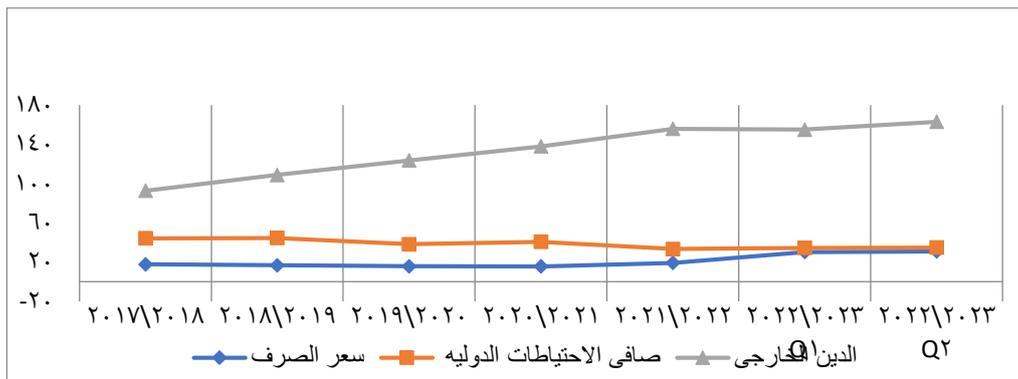
(*) تشير لصافي الاحتياطات الدولية NIR وتعتبر عن إجمالي الاحتياطات الرسمية مطروحاً منه الالتزامات الأجنبية قصيرة الأجل.

(**) مصر مستورد صافي للنفط والغاز في 2014-2019 .

على الاحتياطيات والمزيد من تدهور سعر صرف الجنيه المصري، وتتضح مخاطر اعتماد السياسة النقدية على تركيم الاحتياطيات الدولية بالاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية والمالية وحده (شكل رقم (4)، (عبد السلام، فادية، 2022). حيث يتضح من الشكل الاتساق في الاتجاه العام لتطور الاحتياطيات وتركيمها متزامنة مع تطور الحساب الرأسمالي والمالي .. خاصة في الفترة ما قبل جائحة كوفيد 19 حيث يلاحظ أن الاتجاه المتنامي في تحويلات العاملين المصريين في الخارج خاصة بعد تعويم الجنيه 2017/2016 قد أفاد في تركيم الاحتياطيات الدولية مع فائض ميزان العمليات الرأسمالية والمالية ولا سيما استثمارات الحافظة حتى 2021/2020 ثم استمر فائض التحويلات الجارية مع نمو الاقتراض والاستثمار المباشر ليحل محل استثمارات الحافظة فيما بعد عام 2022/21 والسنة التي تلتها (جدول رقم (3) بالملحق) أي الاعتماد على الاحتياطيات الدولية التي تم تركيمها في تدبير الموارد اللازمة لمواجهة هروب تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج ولتدبير احتياجات الاستيراد للسلع الأساسية والوفاء بأقساط الديون الخارجية وفوائدها، وهذه الصدمات بذاتها أوضحت خطورة الاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية كمصدر لتركيم الاحتياطيات، وخاصة مع التأثير سلبيًا بهروب الأموال الساخنة إبان سنوات الأزمة الروسية/الأوكرانية 2022/2021.

شكل رقم (4)

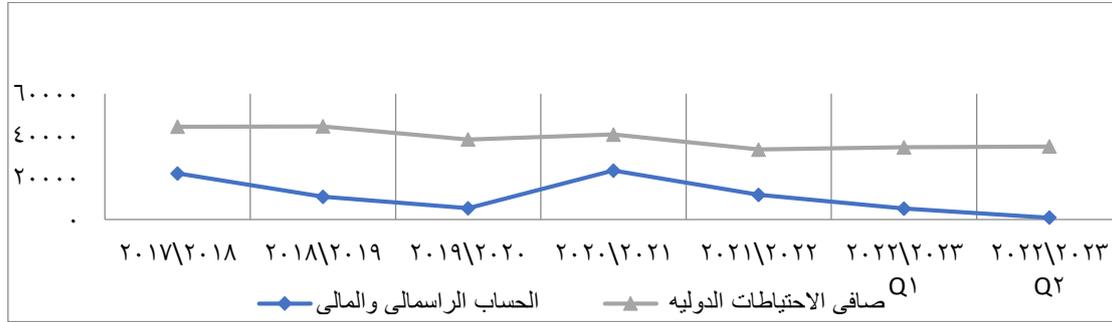
تطور صافي الاحتياطيات الدولية مع سعر صرف الجنيه الرسمي مقابل الدولار



المصدر: إعداد الباحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري .

شكل رقم (5)

تطور صافي الاحتياطات الدولية مع الحساب الرأسمالي والمالي في مصر



المصدر: إعداد الباحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري.

وتتضح مخاطر اعتماد السياسة النقدية على تركيز الاحتياطات الدولية بالاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية والمالية (فادية عبد السلام، يونيو 2022)، وهو ما يقدم مؤشر إنذار مبكر لحدوث أزمة للعملة المحلية في مواجهة الدولار، ويوفر مؤشر نسبة التغير في سعر الصرف/التغير في صافي الاحتياطات، مؤشرًا يمكن من خلاله توضيح قوة الميل لدى السلطات النقدية للتدخل (*) في سوق النقد الأجنبي جدول رقم (2). حيث يبين الجدول أنه هناك اتجاه لنسبة التغير في سعر الصرف/صافي الاحتياطات نحو الارتفاع خاصة في السنوات 2022/21 ، 2023/22.

(*) تظل الأصول الاحتياطية تحت السيطرة الفعلية للسلطات النقدية ويمكن استخدامها مباشرة لتمويل اختلالات ميزان المدفوعات باعتبارها المصدر الأساسي أو بصورة غير مباشرة لضبط اختلالات أسواق الصرف عن طريق التدخل لدعم قيمة العملة، وهناك وسائل أخرى لتمويل اختلال ميزان المدفوعات مثل الاقتراض الخارجي أو تغيير السياسات المحلية، وقد يكون لدى السلطات النقدية دوافع أخرى لحيازة الاحتياطات الدولية مثل المحافظة على الثقة في العملة الوطنية أو لسداد أقساط وفوائد الديون، وفي حالة الصدمات المؤقتة التي قد يواجهها الاقتصاد فيمكن استخدام الاحتياطات كأداة جيدة لامتناع الصدمات، ويكون من الحكمة اتخاذ بعض التدابير التصحيحية عندما تتخفف الاحتياطات لأن مستويات الاحتياطات تعد مؤشر ثقة أمام المستثمرين حول مناخ الاستثمار.

جدول رقم (1)

درجة مرونة سعر الصرف الأجنبي (الدولار) وكذلك مؤشر كفاية الاحتياطيات الدولية(**)

السنة/المتغير	صافي الاحتياطيات الدولية	نسبة التغير (%)	سعر الصرف	نسب التغير في سعر الصرف	مؤشر التغير في سعر الصرف/التغير في صافي
2018/2017	44.259	-	17.77	-	-
2019/2018	44.481	(+)0.005	16.77	0.056(-)	11.2
2020/2019	38.178	(-)0.142	15.76	0.060(-)	0.423
2021/2020	40.584	+0.06	15.64	0.008(-)	0.123
2022/2021	33.38	(-)0.178	19.16	0.225(+)	1.264
2023/2022	34.224	+0.025	30.3	0.581(+)	23.24

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية للبنك المركزي، أعداد متفرقة، أما المؤشرات والنسب فمحسوبة بواسطة الباحث.

ويلاحظ أن نقطة التحول حدثت في عام 2016 عندما أعلنت مصر نظام التعويم لسعر الصرف مما ساهم في زيادة الاحتياطيات الأجنبية، وقد ساهم التعويم في انعاش صناعة السياحة والتحويلات مما تسبب في زيادة الاحتياطيات من العملات الأجنبية إلى 45.5 بليون دولار (Raghda, 2023) والتي مثلت قفزة ساعدت في استقرار الجنيه ومقاومة التذبذبات تحت تأثير كوفيد 19 (شكل رقم (4)، جدول رقم (3) بالملحق (*).

(**) توصلت أبحاث خبراء صندوق النقد الدولي في الستينات إلى أنه عند تحديد كفاية الاحتياطيات الدولية يجب أن تغطي الديون الخارجية قصيرة الأجل بالكامل مع وجود عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وكذلك وجود سعر صرف حقيقي، وفي حالة الانحراف عن هذين الشرطين فالأمر يتطلب المزيد من الاحتياطيات الدولية. وبالتالي فإن زيادة الاحتياطيات الدولية يقلل من حساسية الدولة تجاه التقلبات الخارجية، ويزيد من قدرتها على مواجهة الأزمات المالية غير المتوقعة (Joshua Aizenman, and Jorge Fernander, 2006).

(*) يشير جدول رقم (3) الذي يستعرض التطور في بنود ميزان المدفوعات خلال السنوات التي أعقبت التعويم 2016 وهي السنوات التي شهدت كوفيد (19) واستمرار تأثيرات الأزمة الروسية/ الأوكرانية:

1- نمو الإيرادات السياحية إلى أعلى مستوياتها بين 2016/2017، 2018/2019 بنسبة زيادة قدرها 187% ثم انخفضت في سنوات أزمة كوفيد إلى أدنى مستوياتها خلال الأعوام 2019/2020 حتى 2021/2022.

وتمثلت المخاطر المحتملة بالنسبة للجنيه المصري في مخاطر تعلق بصناعة السياحة المتأثرة بظروف عدم اليقين في ظل الجائحة COVID 19 والتراجع الحاد في أعداد السائحين وارتفاع معدل البطالة (**). وبملاحظة أن أسعار الفائدة (***) هي أعلى من نظيرتها في الدول النامية الأخرى، فعلى جانب الطلب فإن ارتفاع تكاليف الإقراض للجنيه المصري يمكن أن يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة، وعلى جانب العرض فإن ارتفاع أسعار الفائدة في مصر سيرفع الفوائد على استخدام الجنيه المصري بما ترتب عليه تدفق رأس المال القصير الأجل، وبالتالي فإن ارتفاع أسعار الفائدة سلاح ذو حدين على أسواق العملات الأجنبية (Wenhua Mao, 2022) double-edged sword.

ولذلك فإن سعر صرف الجنيه مقابل الدولار قد تأثر بانخفاض مستوى الاحتياطيات الأجنبية خلال العقد المنصرم شكل رقم (4)، ومن الأهمية الإشارة إلى تأثير المضاربة في السوق على تنفيذ نظام تعويم لسعر الصرف. وفيما يخص البحوث المستقبلية فإنها يجب أن تتصدى لمناقشة العوامل الإضافية المؤثرة على التنبؤ بمسار أسعار الصرف بخلاف المذكورة آنفاً.

2- سجلت التحويلات اتجاهًا مستمرًا نحو التزايد بعد 2016/2017 والسنوات التي تلتها وسجلت أعلى مستوياتها 31.9 مليار دولار في ظل الأزميتين كوفيد 19، والأزمة الروسية/ الأوكرانية.

3- على الرغم من التعافي في ميزان الخدمات والزيادة المستمرة في بند التحويلات الجارية (مع التحسن الدائم في تحويلات المصريين بالخارج إلا أن ذلك لم يعوض التدهور المستمر في الميزان التجاري والتراجع في ميزان العمليات الجارية).

4- أن التحسن في بند ميزان العمليات الرأسمالية والمالية قد عكس نمو بند استثمارات الحافظة ليسجل 18.7 مليار دولار في 2021/2020 ثم بعد هروب هذه الأموال الساخنة أمكن تعويضها من خلال بند الاستثمارات الأخرى، وبالأخص زيادة صافي تدفق الأصول والخصوم الأخرى للخارج أو التي

تتمثل في التغيير في الأصول والخصوم الأجنبية للبنوك والأصول الأجنبية غير الاحتياطية للبنك المركزي في 2021/2022

(**) **بعد ارتفاع معدل البطالة سببًا غير مباشر** لمزيد من التدهور في سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار من خلال تأثير انخفاض الطاقات الإنتاجية لقطاع السياحة مع انخفاض أعداد السائحين وظهور عمالة عاطلة، مما يقلل من فرص القطاع في توفير مصادر من النقد الأجنبي تضيق إلى بند الصادرات غير المنظورة في ميزان المدفوعات.

(***) يذكر وفقًا للأهرام 2023/5/19 أن قرار لجنة السياسة النقدية للبنك المركزي المصري في اجتماعها بتاريخ 2023/5/18 الإبقاء على سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة الواحدة وسعر العملية الرئيسية عند مستوى 18.25 % ، 19.25 % ، 18.75 % على الترتيب ، كما تم الإبقاء على سعر الائتمان والخصم عند مستوى 18.75 % وذلك في ظل تراجع توقعات الأسعار العالمية وحدة الضغوط التضخمية العالمية وانخفاض الأسعار العالمية للنفط، وكذلك تراجع حدة الاختناقات في سلاسل الإمداد العالمية.

- بعض الآثار الاقتصادية والاجتماعية للتدهور في سعر الصرف الجنيه أمام الدولار الأمريكي

بالإضافة إلى ما ذكر سابقاً حول العوامل المؤثرة على تطور سعر الصرف خلال السنوات السابقة فإن هناك عدة آثار اقتصادية واجتماعية ترتبت على تدهور سعر صرف الجنيه بالنسبة للدولار نذكر بعضها فيما يأتي (LYNX, 2022):

1- ارتفاع معدلات الفقر في الأمدين القصير والمتوسط (ارتفعت من 29.6% وفقاً لمسوح بحث الدخل والإنفاق والاستهلاك الذي يعدها الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء إلى 35% وفقاً لجريدة الأهرام 31 من يناير 2024) (عبد الفتاح الجبالي ، 2024).

2- زيادات الأسعار وتدهور العملة وتطبيق سعر صرف جمركي أضاف أعباءً على ميزان المدفوعات.
3- نقص العملات الأجنبية وتراكم السلع المحتجزة في الموانئ، وعدم قدرة المستوردين على الحصول على العملات الأجنبية من أجل فتح اعتمادات مستندية للإفراج عن السلع، مما ترتب عليه عوائق في سلاسل الإمداد وتشوهات في الأسواق.

4- إن الزيادة في سعر الدولار قد أثرت سلباً على عجز الموازنة الناجم عن تزايد مدفوعات الدين الخارجي الحكومية.

5- إن المزيد من الإجراءات للحد من السلع المستوردة على الأرجح قد زادت من الضغوط على العملة الأجنبية بما يعزز فرص الإنتاج المحلي، في ضوء أن واردات السلع الأساسية والخامات المستخدمة في التصنيع تم استثنائها من هذه الإجراءات.

6- اضطرار البنوك إلى رفع أسعار الفائدة من 11% إلى 18% لسحب السيولة واحتواء التضخم المتسارع الذي من شأنه خلق آثار سلبية على أنشطة الاستثمار بالنظر للتكلفة المالية.

بعض من هذه النقاط سيتم التطرق إليهم تفصيلاً في سياق النقطة الثالثة (الآفاق الاقتصادية المتوقعة).

2- بعض الآثار الأخرى للتدهور في سعر صرف الجنيه أمام الدولار

1-2 الاحتياطات والدين الخارجي

في ضوء انخفاض احتياطي النقد الأجنبي ليسجل 33.37 مليار دولار في يونيو 2022 مقابل 35.5 مليار دولار في نهاية مايو 2022، أرجع البنك المركزي أسباب انخفاض الاحتياطي النقدي إلى الدور الذي يقوم به البنك في سداد المدفوعات المرتبطة بالمدىونية الخارجية المستحقة خلال 2022، حيث أشار المصدر إلى أن مصر سددت نحو 24 مليار كالتزامات خارجية منها 10 مليار دولار ديون خارجية أقساط قروض خارجية مستحقة إلى جانب سداد 14 مليار دولار للصناديق الأجنبية. والواقع أن تنامي رقم المدىونية من 123.490 مليار دولار عام 2022 إلى 137.860 مليار دولار عام 2021 (تحت تأثير تداعيات الجائحة) ثم إلى 155.709 مليار دولار في عام 2022.

في ضوء انخفاض احتياطي النقد الأجنبي ليسجل 33.37 مليار دولار في يونيو 2022 مقابل 35.5 مليار دولار في نهاية مايو 2022، أرجع البنك المركزي أسباب انخفاض الاحتياطي النقدي إلى الدور الذي يقوم به البنك في سداد المدفوعات المرتبطة بالمدىونية الخارجية المستحقة خلال 2022، حيث أشار المصدر إلى أن مصر سددت نحو 24 مليار كالتزامات خارجية منها 10 مليار دولار ديون خارجية أقساط قروض خارجية مستحقة إلى جانب سداد 14 مليار دولار للصناديق الأجنبية. والواقع أن تنامي رقم المدىونية من 123.490 مليار دولار عام 2022 إلى 137.860 مليار دولار عام 2021 (تحت تأثير تداعيات الجائحة) ثم إلى 155.709 مليار دولار في عام 2022، 154.984 مليار دولار في الربع الأول من 2023/2022. يقدم مؤشر على ارتفاع أرقام خدمة الدين الخارجي سواء أقساط أو مدفوعات في ظل الارتفاعات في أسعار الفائدة للقروض والسندات مع تأثير الأزمة الروسية/الأوكرانية.

وقد جاء هذا الارتفاع محصلة لتراجع أسعار صرف معظم العملات المقترض بها أمام الدولار الأمريكي بنحو 2.7 مليار دولار أمريكي وبالنسبة لأعباء خدمة الدين الخارجي فقد بلغت نحو 4.8 مليار دولار أمريكي خلال يولييه/سبتمبر 2023/2022 (أقساط مسددة 3.2 مليار دولار وفوائد مدفوعة نحو 1.6

مليار دولار أمريكي)، وسجلت نسبة رصيد الدين الخارجي/الناتج الإجمالي نحو 32.4% نهاية سبتمبر 2022 وهي في الحدود الآمنة وفقًا للمعايير الدولية (Central Bank of Egypt,) (July/September 2022/2023).

على الجانب الآخر أفادت النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي في عدد (317) لعام 2023 أن رصيد الدين الخارجي قد سجل 165.3 مليار دولار في نهاية مارس 2023 بارتفاع نحو 9.6 مليار دولار، وقد جاء هذا الارتفاع نتيجة لزيادة كل من صافي المستخدم من القروض والتسهيلات بنحو 9.1 مليار دولار أمريكي وأسعار صرف معظم العملات المقترضة بها أمام الدولار بنحو 0.5 مليار دولار، وبالنسبة لأعباء خدمة الدين الخارجي فقد بلغت نحو 17.8 مليار دولار خلال الفترة يولييه/مارس 2023/2022 الأقساط المسددة نحو 12.8 مليار دولار أمريكي والفوائد المدفوعة نحو 5 مليار دولار بحيث بلغت نسبة رصيد الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي نحو 38.5% نهاية مارس 2023، ويبدو واضحًا من تتبع مؤشر نسبة رصيد الدين الخارجي/ الناتج المحلي الإجمالي أنها قد ارتفعت بواقع 6% بين 2022 و 2023.

وهنا تجدر ملاحظة أهمية وحجم الدين الخارجي المصري كمصدر إزعاج للسلطات النقدية والحكومية لمواجهة التداعيات العالمية وارتفاع أسعار الفائدة خاصة الأمريكية وما سيعقبه من تقلبات في أسعار الصرف الرسمية والحقيقية وارتفاع في مدفوعات خدمة الديون، حيث جاء متزامنًا مع نمو متوسط نصيب الفرد من الدين الخارجي بالدولار من 1031.0 دولار عام 2019، ليصل إلى 1272.9 دولار في عام 2021 في ظل تداعيات الجائحة، بحيث تدلنا المؤشرات على التنامي السنوي لنصيب الفرد من الديون الخارجية بنسبة 12% بحيث يستقر في الربع الثاني في عام 2022 عند 1304 دولار مقابل 1231.1 دولار في الربع الأول من عام 2022 بنسبة زيادة قدرها 6% ثم يصل أقصاه في الربع الثالث من 2022/2021 ثم ينخفض إلى 1360.7 في الربع الأول من 2023/2022 بنسبة زيادة 10.5% عن الربع المناظر في 2022/2021، ثم يرتفع إلى 1451.9 دولار في الربع الثالث من 2023 بنسب زيادة

قدرها 4% عن الربع المناظر في 2022/2021، وهي نقطة سيتم التطرق إليها تفصيلاً في المباحث التالية.

2-2 مدى قدرة الاقتصاد المصري على مواجهة الأزمات (والحصول على موارد النقد الأجنبي ووقف هذا التدهور في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار)

تعكس المؤشرات التالية قدرة الاقتصاد على التعامل والقابلية للتعرض للصدمات، (جدول رقم 3):

1- تذبذب نسبة مساهمة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في الناتج المحلي مع الاتجاه للانخفاض، وهو ما يلفت الانتباه إلى مخاطر اعتماد السياسة النقدية على تركيز الاحتياطيات الدولية بالاعتماد على ميزان العمليات الرأسمالية والمالية وهو ما يقدم مؤشر إنذار مبكر لحدوث أزمة للجنيه في مواجهة الدولار، ويوفر مؤشر نسبة التغير في سعر الصرف/التغير في صافي الاحتياطيات مؤشراً آخرًا يمكن من خلاله قيام السلطات النقدية للتدخل في سوق النقد الأجنبي كما سبقت الإشارة إليه.

2- حيز السياستين المالية والنقدية: تشير تحليلات جدول رقم (3) إلى بعض مؤشرات التوازن الخارجي لمصر خلال 2018/2017 – 2022/2021 حتى الربع الأول 2023/2022، حيث توضح المؤشرات ما يأتي:

3- سجل الدين الخارجي خلال السنة 155 مليار دولار في نهاية سبتمبر 2022، وظل الدين الخارجي وفقًا لمؤشر الدين الخارجي/GDP داخل الحدود الآمنة، بحيث تصل حصة الدين طويل الأجل فيه إلى 82.3% (Central Bank of Egypt, 2022-2023). وهذا راجع إلى الزيادة الصافية في مدفوعات القروض والتسهيلات بقيمة 2 بليون دولار وارتفاع قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى في هيكل الدين الخارجي الأمر الذي انعكس في انخفاض قدره 2.7 بليون في القيمة الدفترية.

وبالأخذ في الاعتبار هيكل الدين الخارجي طويل الأجل في نهاية سبتمبر 2022 نجد أن نصيب المؤسسات المتعددة الأطراف قد سجل 39%، والسندات 22.5%، والودائع

11.7%. وفيما يتعلق بهيكل الدين الخارجي وفقاً لمواعيد الاستحقاق في نهاية سبتمبر

2022، نجد أن الدين طويل الأجل يصل إلى 82.3%، والقصير الأجل 17.7%.

4- وفيما يتعلق بالودائع في الأجل الطويل في البنك المركزي المصري، فقد سجلت 15 بليون دولار (5.7 بليون للإمارات، 5.3 بليون في السعودية، 4.0 بليون للكويت).

5- أما الدين قصير الأجل والذي يمثل 17.7% من إجمالي الدين فقد اشتمل على ودائع للدول العربية تمثل نصف رصيد الدين قصير الأجل 13.2 بليون (5 بليون لكل من الإمارات، والسعودية، 3.5 بليون قطر، 200 بليون ليبيا). هذا بالإضافة إلى 2.5 بليون دولار تمثل اتفاقية مبادلة عملة مع الصين Chinese currency swap Agreement.

هذا مع ملاحظة أن السندات المصدرة قد سجلت 28.6 بليون دولار في سبتمبر 2022 ومصدر غالبيتها بعملات الدولار ثم اليورو، اللين الياباني وتضم سندات خضراء.

6- ووفقاً لمصدر البنك المركزي (CBE, 2023/2022) سجلت مدفوعات خدمة الدين (الأقساط + الفوائد) 4.8 بليون دولار في يونيو/سبتمبر 2023/2022 مقارنة بقيمة 9.4 بليون دولار في يوليو/سبتمبر 2022/2021 بحيث بلغت حصتها إلى صافي الاحتياطيات الدولية 82.6% في سبتمبر 2022 من 79.7% في نهاية يونيو 2022، ومن 28.1% في نهاية سبتمبر 2021.

7- وقد انخفضت نسبة خدمة الدين إلى كل من الصادرات السلعية والخدمية، وكذلك المتحصلات الجارية، فقد انخفض المؤشر الأول من 37.1% في 2022/2021 إلى 26.6% في الربع الأول يوليو/سبتمبر 2023/2022.

أما المؤشر الأول فقد عانى من ارتفاع من 25.5% في 2019/2018 إلى 37.1% في 2022/2021، أيضاً بالنسبة للمؤشر الثاني فقد ارتفع من 17.8% في 2019/2018 حتى سجل 25.2% في 2022/2021، هبط في الربع الأول من 2023/2022 إلى 19.3%.

8- كما أن الاتجاه المتنامي في زيادة مؤشر الدين قصير الأجل/صافي الاحتياطيات الدولية (جدول 3) فهو مؤشر مهم ومصدر ضعف وضغط على سعر الصرف ومرونة الاقتصاد في امتصاص

الصدمات والتعامل معها، خاصة في ظل معدلات الادخار المنخفضة حيث بلغ معدل الادخار كنسبة من الناتج المحلي في يولييه/سبتمبر 2023/2022 (5.8%)، مقارنة بنسبة 7.9% في الشهور نفسها في 2022/2021 (النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي، حيث لوحظ أن حصة الدين قصير الأجل/لصافي الاحتياطيات الدولية قد تضاعف تحت تأثير أزمتي كوفيد 19، والأزمة الروسية/الأوكرانية، حيث تضاعفت حصته من 9.9% في عام 2021/2020 إلى 17.1% في عام 2022/2021، 17.7% في الربع الأول في عام 2023/2022.

كذلك فإن هيكل الديون المتوسطة وطويلة الأجل بضمان الحكومة قد شهدت تنامي نصيب السندات بالعملات الأجنبية (الدولار واليورو والين) من 18.895 بليون دولار عام 2019 لتسجل 31.585 بليون عام 2021 بنسبة زيادة قدرها 67% ثم تعاود الانخفاض قليلاً لتسجل 28.683 بليون دولار عام 2022 (عام الأزمة الروسية/الأوكرانية) وبنسبة زيادة قدرها 52% عن عام 2019.

جدول رقم (2)

بعض مؤشرات التوازن الخارجي لمصر خلال سنوات 2018/17-2022/21، والربع الأول 2023/22

السنة المالية	2018/2017	2019/2018	2020/2019	2021/2020	*2022/2021	2023/2022 الربع الأول	2023/2022 الربع الثالث
الدين الخارجي / GDP أسعار السوق (%)	37.0	36.0	33.9	34.2	32.6	32.4	38.5
الدين الخارجي/ الصادرات السلعية والخدمية والحكومية (%)	195.8	205.4	259.1	308.6	219.8	210.0	221.4
الدين قصير الأجل/الدين الخارجي (%)	13.3	10.2	8.8	9.9	17.1	17.7	17.5
الدين قصير الأجل/صافي الاحتياطيات الدولية (%)**	27.8	24.9	28.5	33.8	79.8	82.6	82.5
خدمة الدين(الأقساط، الفوائد) بالمليون دولار	13253.5	13472.2	17190.8	15863.9	26288.3	-	-
خدمة الدين/ الصادرات السلعية والخدمية (%)	28.0	25.5	36.1	35.5	37.1	26.6	26.6
خدمة الدين/المتحصلات الجارية (%)	17.8	17.0	22.5	20.6	25.2	19.3	25.8
مدفوعات الفوائد/ الصادرات السلعية والخدمية (%)	4.6	6.2	8.4	9.3	6.5	8.6	12.7
متوسط نصيب الفرد من الدين الخارجي (دولار)	879.0	1013.0	1140.3	1235.3	1395.2	1360.7	1451.9
الميزان التجاري/الناتج المحلي الإجمالي	-14.2	-12.0	-9.5	-9.9	-9.1	-1.9	-1.9
الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر (صافي)/الناتج المحلي	2.9	2.6	1.9	1.2	1.9	0.7	0.5
الدين الخارجي الحكومي/إجمالي الدخل الخارجي	51.4	52.7	55.2	59.8	52.8	59.8	-
الميزان الجاري / GDP	-2.3	-3.4	-2.9	-4.4	-3.5	-1.9	-1.9

المصدر: Central Bank of Egypt : External Position of the Egyptian Economy, July/Sept.2022/2023, Vol.No.79 ، البنك

المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة .

* Provisional

* The annual GDP is calculated in US dollar by having the sunm total of the quarterly GDP released by the Ministry of planning and Economic Development after being evaluated in US dollar based on the average exchange rate for each quarter.

** Including interest payments on bonds floated abroad.

يتبين للورقة أن تنامي حصة السندات بالعملة الأجنبية في هيكل الديون المصرية قد تكون أحد أسباب التدهور في سعر صرف الجنيه المصري^(*)، وكما أشرنا سابقاً فإن محاولة السلطات المصرفية التدخل في أسواق النقد الأجنبي من خلال عمليات السوق المفتوحة والتخفيف من إجراءات التقييد المفروضة على تدفقات رأس المال في محاولة للتخفيف الأولى من تداعيات الأزمات ربما أثرت بعمق على حجم التدهور الأولى بعد الأزمة، وبالنسبة لمصر نفتقد المعلومات الدقيقة حول مسار الاحتياطات وسعر الصرف الحقيقي الفعال REER خلال 2022، والرابع الأول من 2023، ونظراً لقلّة المعلومات يبدو وأن الأزمة الأولى في 2020/2019 لم تكن قد بدأت في التأثير على الاقتصاد في تلك السنة ولكن عملاء شركاء التجارة لمصر قد خضعوا لتدهور في عملاتهم مقابل الدولار، بما يستدل منه على أن الارتفاع في شكل سعر الصرف الحقيقي الفعال REER هو مؤقت فلو أمكن الوصول إلى معلومات أحدث لأمكن كشف التأثيرات الداعمة للدورات الاقتصادية، حيث لوحظ انخفاض السياحة وقناة السويس منذ مارس 2020 (**). نظراً للركود في الاقتصاد العالمي والذي أثر على حجم تدفقات رأس المال في الاقتصاد المصري (Sarah El khishin and Mahmoud Mohieldin, Nov. 2020).

وتؤكد دراسة (Combes, et.al,2011) أن وجود أسعار صرف مرنة يقلص من تذبذبات أسعار الصرف ويقترح أن تطبق الدول التي لديها أسواق مالية غير متطورة وأقل حصافة أسعار صرف أكثر

إن التنامي في حصة السندات بالعملة الأجنبية في هيكل الديون المصرية قد يكون أحد أسباب التدهور في سعر صرف الجنيه؛ وذلك للأسباب الآتية: (*)

1- مخاطر إصدار السندات بعملة مثل الدولار أو اليورو يستلزم تحوطاً ضد تقلبات أسعار العملات الأجنبية خاصة أن إصدار مصر لسندات بالدولار أو اليورو في الأسواق الدولية سيحظى بإقبال من المستثمرين ولكن سترتفع التكلفة.

2- لذلك يجب مراعاة ظروف السوق السائدة وأسعار الفائدة في الأسواق العالمية حيث إن أسواق الدولار واليورو ستأثر بظروف السياسات التقييدية في هذه الأسواق؛ ولذلك فإنه من المرجح به أن تتمكن مصر من تأمين تكلفة اقتراض أقل وهو ما يخفف العبء المالي على الموازنة العامة للدولة، كذلك فإن بعض الحكومات تقدم ضمانات لسندات لتعزز ثقة المستثمرين فيها ويؤكد الضمان للمستثمر إنه إذا تخلف المصدر عن سداد مدفوعاته فإن الحكومة ستتدخل.

3- إنه إذا كانت الجدارة الائتمانية أقل (كحالة مصر) فإنه لجذب المستثمرين لا بد من وجود ضامن بنكي (خاصة مع انخفاض التصنيف الائتماني لمصر هذا العام، لذلك يفضل الإفادة من مزايا سندات الساموراي أو الباندا حيث التمويل بتكاليف أقل مع انخفاض أسعار الفائدة.

مليار دولار في 9.7 مليار دولار في 2019/2018 إلى 12.6 حيث تشير بيانات جدول (3) بالملحق إلى الآتي: أن الإيرادات السياحية قد انخفضت من (***) 2020/2019 بنسبة انخفاض قدرها 23%، والملاحظ بالنسبة للتحويلات أنه قد حدث العكس وهو زيادتها بنسبة 104% بين السنتين، من الناحية الأخرى فإن مليار دولار عام 2020/2019 أي بنسبة تدهور قدرها 41 مرة تقريباً 2795.1 مليار دولار في (2019/2018) إلى 65.5 الميزان الكلي قد شهد تدهوراً من وهو ما ترتب عليه هبوط في الأصول الاحتياطية لدى البنك المركزي.

مرونة خلال الصدمات. حيث تؤدي الصناعة المصرفية الهشة إلى نشر الصدمات، وتوضح مؤشرات السلامة المالية مدى قدرة القطاع المصرفي المصري على استيعاب الصدمات.

2-3 مؤشرات قوة الصناعة المصرفية المصرية

ويعكس تحسن مؤشر معدلات كفاية رأس المال من 15.6% عام 2018 حتى 20.1% عام 2020، 22.2% في عام 2021، إن قوة الصناعة المصرفية ومثانتها قد ميزت الفترة الأولى لأزمة كوفيد 19 (النشرات الإحصائية للبنك المركزي أرقام (311)، (317) 2023).

ولكن الشهور التالية للأزمة الروسية/الأوكرانية قد شهدت تراجع معيار كفاية رأس المال من 21% في مارس 2022 حتى وصلت 19% ديسمبر 2022، وواصلت الانخفاض حتى سجلت 17.5% يونيو 2023، كذلك أظهرت مؤشرات جودة الأصول تراجع النسبة من 4.1% في 2018 إلى 3.4% في 2021 واستمرت النسبة نفسها مع تواتر الأحداث الروسية/الأوكرانية، كما حققت البنوك تذبذباً في الربحية في ظل تطبيق سياسات التشديد ومستجدات الحرب، إذ بلغ متوسط العائد على متوسط الأصول 1.4% في 2018 ثم انخفض إلى 1.3% في 2021 ثم أظهر ثباتاً في المعدل عند 1.2% في شهور مارس حتى ديسمبر 2022 وحتى يونيو 2023، وسجل العائد على حقوق الملكية 19.2% في 2018 ثم انخفض إلى 16.1% مع تأثيرات كوفيد 19 ثم استمر عند المستوى نفسه خلال مارس-ديسمبر 2022 مع اشتداد الحرب، وتحسن قليلاً في 2023 ليصل إلى 17.7% بالرغم من تواتر أحداث الأزمة الروسية/الأوكرانية.

كذلك سجلت نسبة القروض/الودائع خلال 2018-2021 وتحقق انخفاض محدود جداً في شهور مارس حتى ديسمبر 2022 ثم زادت النسبة إلى 17.7% في يونيو 2023.

* وتواجه مصر على مدار أكثر من عام ارتفاع المخاطر المرتبطة بقدرتها على سداد ديونها السيادية في ظل ارتفاع ديونها الخارجية، وكذلك تذبذب نسبة الديون الحكومية الإجمالية إلى الناتج المحلي وارتفاع

نسبة الديون الخارجية الحكومية إلى إجمالي الديون الخارجية. حيث يشير المؤشر الأول إلى تذبذب نسبة الديون الحكومية الإجمالية/الناتج المحلي حيث تدور النسبة في حدود (16.5%-19.5%) خلال فترة الأزميتين (أندريا ديفي وآخرون، (2022)^(*)، أما المؤشر الثاني والخاص بنسبة الديون الحكومية/إجمالي الديون فارتفع من 51.4% عام 2018/17 وواصل الارتفاع حتى سجل نحو 60% تحت تأثير كوفيد 19 في 2021/2020 وحافظ على النسبة نفسها تقريباً في الربع الأول من 2023 (جدول رقم 3).

2-4 درجة ثقل المديونية بالنسبة لمصر

في ضوء اعتبار مؤشري حصة الدين قصير الأجل/إجمالي الدين الخارجي، وكذلك نسبة الدين قصير الأجل/صافي الاحتياطيات الدولية (جدول رقم 3)، يلاحظ الآتي:

- الارتفاع النسبي في حصة الدين قصير الأجل/الدين الخارجي وهي تمثل الجزء الملتهب من الدين ولكنها لم تصل بعد إلى نسبة الخطر 25% كما هو متعارف عليه دولياً.
- مؤشر الدين قصير الأجل/صافي الاحتياطيات الدولية يمكن اعتماده كأحد المؤشرات لمدى ملاءمة الاحتياطيات وكفايتها^(**) (فادية عبد السلام، 2022) حيث يرتفع من 27.8% في 2018/17 ليسجل 33.8% في عام أزمة كوفيد 2021/20 ثم يقفز مرة أخرى إلى 79.8% أي أكثر من

(*) وفقاً لما جاء في تقرير الاستقرار المالي 2022 سجل متوسط الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي وهو من أهم مقاييس السلامة المالية للبلدان ارتفاعاً قياسياً قدر بنسبة 67% خلال العام الماضي في بلدان الأسواق الصاعدة. وتعرض الحيازات الكبيرة من الدين السيادي البنوك لخسائر في حالة وجود ضغوط على مالية الحكومة، وتراجع القيمة السوقية للدين الحكومي، مما يضطر البنوك معه إلى تقليص الإقراض المتاح للشركات والقطاع العائلي، مما يؤثر سلباً على تباطؤ الاقتصاد وتراجع الإيرادات الضريبية، وفي حالة الأسواق الصاعدة ومن بينها مصر يتوقع أن تكون أكثر عرضة لهذه المخاطر وذلك لعدة أسباب:

- 1- أن آفاق النمو لديها أضعف من اتجاهات مما قبل الجائحة فضلاً عن قلة الموارد المالية المتاحة لديها من العملات الأجنبية.
- 2- ارتفاع تكلفة النمو بالاعتماد على الاقتراض أي أن انتقال المخاطر فيما بين القطاع السيادي والقطاع المصرفي سيؤثر على ربحية البنوك وزيادة مخاطر الائتمان بالنسبة لها؛ ولذلك فإنه من الأهمية دعم صلاية القطاع المصرفي من خلال الآتي:
 - أ- الحفاظ على هوامش الأمان الرأسمالية لامتناس الخسائر.
 - ب- مراجعة جودة الأصول وتحديد مستويات الكفاية الرأسمالية.
 - ج- تقييم المخاطر الناجمة عن احتمالات التعثر السيادي.
 - د- تطبيق رسوم رأسمالية إضافية على حيازات البنوك من السندات السيادية التي تتجاوز حدوداً معينة.

(**) هناك مؤشر آخر مستخدم وهو (السيولة المحلية M2) / صافي الاحتياطيات الدولية، حيث إنه بحساب قيمة هذا المؤشر في مارس 2022 اتضح أن مصر وصلت لقيمة 10.2 للمؤشر المذكور بما يتجاوز الأرقام المسجلة للدول الآسيوية أبان الأزمة الآسيوية (تراوحت القيم بين 6.4 لإندونيسيا، 6.2 لكوريا الجنوبية) (فادية عبد السلام، 2022).

الضعف في عام الأزمة الأخيرة 2022/2021 ويواصل ليتجاوز هذا الرقم 82.6% في الربع الأول/2023/2022 وكذلك الثالث من السنة نفسها.

- وهو ما يوضح بجلاء أن مصر تعد من الدول ثقيلة المديونية وتتفق مع نتيجة دراسة (EL- khishin & Mohieldin, 2020) التي تغطي الفترة من 2014-2018، والتي توصلت إلى تصنيف مصر ضمن مجموعة الدول ثقيلة المديونية (أوكرانيا- تركيا- إندونيسيا- مصر).
- كذلك فإن الدول التي لم تشهد هشاشة مالية (إنما تحسن معتدل) هي مصر وجنوب إفريقيا، مع ملاحظة أن مؤشر ملاءمة أو كفاية الاحتياطيات وتدهورها وسوء أحوال هندسة الدين (هيكله) وفترات الاستحقاق من المتوقع أن يخلق اختلالات على جانب العرض التي من شأنها أن يترتب على حدوث الصدمة أن يكون التعافي بطيئاً. وهذا يتفق مع نتائج تحليلاتنا أن عدم كفاية الاحتياطيات وملاءمتها وضعف هندسة الدين قد جعل الاقتصاد وسعر الصرف حساسا للصدمات خاصة في ظل الأزمة الأخيرة.

- ومما يزيد من المشكلات في مصر استمرار تضخم الدين الحكومي، حيث يمثل الدين العام المحلي المحرك الرئيسي للقابلية للتأثر بالصدمات (Sara EL-khishin, Mohieldin, 2022)⁽¹⁾. ويبدو من الأهمية أيضاً التأكيد على قراءة مؤشرات نسبة الدين الخارجي/الصادرات السلعية والخدمية بالنسبة لمصر في ظل ظروف تضخم الدين الخارجي الحكومي وهيمنة قيمته في إجمالي الدين (جدول رقم 3) حيث تبين قيمة المؤشر تصاعد نسبة الدين/الصادرات من 195.8% في 2018/2017 ليسجل أعلى قيمة له في ظل تأثيرات الجائحة 308.6% عام 2021/2020 ثم ليعاود التراجع إلى 220% في 2022/2021 وكذلك 210% في الربع الأول 2023/2022.
- ولعل أحد الدروس المستفادة من تجربة الصين أنه بالرغم من ارتفاع نسبة الدين/GDP في 2020 بسبب حدوث قفزة في ديون القطاع العائلي وارتفاع نسبة الدين قصير الأجل إلا أن تحسن مؤشر

(1) حيث تشير الدراسة المنوه عنها بأن قضايا الدين تحركها في الأساس الديون الحكومية والمشكلات المالية الهيكلية فضلاً عن المحركات المؤسسية، حيث تصل نسبة الدين الحكومي أو العام إلى 72% من إجمالي الدين.

مقياس كفاية الاحتياطيات ومؤشرات السيولة والقدرة على الوفاء بالديون قد ترك الاقتصاد بأقل قابلية وتأثر في ظل أزمة كوفيد، وبالتالي فإن ثلاثة شروط أساسية تمثل القوى المحركة للقابلية للتأثر الخارجي بالصدمات هي (EL-khishin, Mohieldin, 2022):

1- هندسة الدين وحصة الدين قصير الأجل بالعملة الأجنبية.

2- مستوى الاختلالات في سعر الصرف.

3- اعتبارات السيولة المالية.

هذا بالإضافة إلى مدى قوة أو ضعف المؤسسات المالية المحلية ومستوى معدلات الادخار، وهو ما يتوقع معه في إطار هذه العناصر أن تصبح مصر أكثر حساسية للتعرض لأثر صدمة الأزمة الروسية/الأوكرانية حيث اتجهت تدفقات رؤوس الأموال الساخنة للخارج (نحو 20 مليار دولار)، وحدثت اختلالات في سعر صرف الجنيه بالنسبة للدولار (شكل (1) سعر الصرف، شكل (2) سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الحقيقي الفعال).

• وفي ضوء الاتفاق مع صندوق النقد الدولي يمكن أن تأخذ الديون المسار الهبوطي شريطة استمرار الإجراءات التقشفية وتنفيذ خطة ضبط أوضاع المالية العامة (fiscal consolidation plan)، حيث إنه وفقاً لتحليل استدامة الدين يمكن أن يصل الميزان الأولي للدين إلى 2.8% من GDP في 2026، وتتمثل أهم العوامل المحددة لعبء الدين في الآتي:

1- الميزان الأولي بالإضافة إلى (exchange rate misalignments) (*) اختلالات

سعر الصرف (خاصة في فترات عدم استقرار سعر الصرف).

2- الفروق في نمو أسعار الفائدة في الأجل المتوسط (بين مصر والمتوسط العالمي).

3- العوامل المؤسسية وللحد من مخاطر استدامة الدين، على الحكومة أن تخفض احتياجاتها التمويلية وبحيث تمد فترات استحقاق السندات الحكومية وتضع سقفاً على حصة صافي

(*) يشير إلى الفرق بين سعر الصرف الحقيقي الفعال وسعر الصرف التوازني .

الإصدار المحلي قصير المدى إلى إجمالي إصدار الخزانة العامة، هذه الجهود ستبدأ في إحداث أثر في انخفاض الدين الحكومي قصير الأجل.

- ومن المعروف أن الاختلالات في سعر الصرف للجنيه بالنسبة للدولار قد ساهمت في تقلبات الدين العام في مصر باستثناء سنوات التخفيض الرسمي، مع ملاحظة أن ارتفاع نصيب أذون الخزانة والسندات بالعملة المحلية من مؤسسات التمويل المحلية قد يقلل إلى الحد الأدنى من القابلية للتعرض لصدمات الدين الخارجي، وفيما يخص مصر فإن نسبة الدين الخارجي في الأجل القصير إلى الاحتياطيات وإلى إجمالي الدين الخارجي كما أشارت تحليلات الورقة الحالية لا تزال تحتاج إلى جهود خفض نسبة الدين قصير الأجل وتحسين موقف ميزان المدفوعات.
- وبالإضافة إلى المؤشرات السالفة الذكر (الدين قصير الأجل/صافي الاحتياطيات الدولية، والدين قصير الأجل/إجمالي الدين الخارجي)، ففي مجال مؤشرات القابلية للتأثر بالصدمات (External Debt vulnerability) يبرز مؤشر خدمة الدين/الصادرات من السلع والخدمات (جدول رقم 3) الارتفاع من 28% في 2018/2017 إلى نحو 36% في 2021/2020 تحت تأثير الجائحة ثم الوصول إلى 37% في عام الأزمة الروسية/الأوكرانية 2022/2021.
- وبالرغم من أن الديون الخارجية للقطاع الخاص في الأسواق الناشئة هي مصدر الضعف أمام الصدمات الخارجية إلا أن الدين الخارجي في مصر مصدره الإنفاق الحكومي ولذلك هناك مخاطر أمام تحقيق الاستدامة لهذا الدين الخارجي Debt sustainability⁽¹⁾ تنشأ من محدودية الحيز المالي والنقدي وقصر فترات الاستحقاق للديون وربما توجد أسباب أخرى ترتبط بوجود أنشطة خارج الموازنة ووجود التزامات طارئة تترتب على الضعف المؤسسي. ومن ثم يبدو من الملائم

(1) ويقصد بتعبير Debt sustainability القدرة على تحقيق الأهداف العامة المرتبطة بالاستثمار دونما زيادة في نسب الدين مع تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المقترضة وفقاً لمصدر (Sarah EL-Khiskin)، ووفقاً لمصادر أخرى مثل ESCAP، <https://www.unescap.org>، تعرف استدامة الدين بأنها مستوى الدين الذي يسمح للدولة بتحقيق أهداف التنمية المستدامة. أما المصدر الآخر SDGS // <https://www.development Finance.org>: "يعكس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها في سداد ديونها دون طلب relief تخفيف أعباء أو تراكم الديون"

تحسين مستوى السيولة لأدوات دين الدولة وتقوية الأسواق المالية غير المصرفية وتقوية دور القطاع الخاص في تمويل التنمية وتطوير مشروعات الشراكة بين القطاعين العام والخاص، هذا بالإضافة إلى محاولة تحقيق تقدم في مجال خلق موارد ابتكارية للتمويل مثل سندات السيادة الخضراء، الصكوك الإسلامية، صفقات مبادلة الديون بالمناخ climate/SDG debt swaps وفى إدارة المخاطر المالية وتحسين إدارة المالية العامة وقواعد الدين.

- وكما أشرنا سلفاً تواجه مصر على مدار أكثر من سنتين ارتفاع المخاطر المرتبطة بقدرتها على سداد ديونها السيادية في ظل ارتفاع ديونها الخارجية، وكذلك ارتفاع نسبة الديون الحكومية الإجمالية إلى الناتج المحلي بالتزامن مع ضعف التدفقات الأجنبية الواردة في أعقاب الحرب الروسية/الأوكرانية.

ولذلك تعرضت مصر إلى خفض تصنيفها الائتماني من قبل (وكالة مودينز) بمقدار درجة واحدة من B₂ إلى B₃ واحتمال تعرضها لخفض آخر من قبل (وكالتي فينش وإس اندبي جلوبال) مع تغييرها لنظرتها المستقبلية لمصر خلال الفترة الماضية من مستقرة إلى سلبية، كما شهدت مصر ارتفاع مؤشر مبادلة مخاطر الائتمان بشكل حاد منذ مارس 2022 ليقفز من 1.95% خلال عام 2021 ليقترّب من 18% في أغسطس 2022. الأمر الذي دفع مؤشر CDS^(*) إلى ارتفاع ليسجل 22% في أبريل 2023، ويمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين ارتفاع مؤشر مبادلة المخاطر لمصر ونسبة الدين الخارجي قصير الأجل إلى الاحتياطي الأجنبي مما يعني أن زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل تزيد المخاطر المرتبطة بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير. ومن ثم يكون لها تأثير كبير في تكاليف الاقتراض حيث يستخدم التصنيف الائتماني لقياس الجدارة الائتمانية، وتعكس النظرة السلبية (من مستقر إلى سالب) أن الإجراءات التي تم اتخاذها من قبل السلطات قد لا تكون كافية لتحقيق الاستقرار في سعر الصرف ولجذب تدفقات

(*) يعبر مؤشر مبادلة مخاطر الائتمان CDS عن تكلفة التأمين ضد مخاطر تخلف الدولة عن سداد الديون السيادية حيث يعني ارتفاع قيمته ارتفاع تكلفة التأمين على الديون والتي تختلف باختلاف الأجل (بالنسبة لمصر تمتد من 3 شهور حتى 30 عاماً).

من العملات الأجنبية للوفاء بالاحتياجات التمويلية الخارجية، ولذا من المتوقع التحول من النظرة السلبية إلى المستقرة، لو استطاعت السلطات المصرية الوفاء بالاحتياجات من العملات الأجنبية وتحقيق سجل من المرونة في سعر الصرف وفي جذب تدفقات بعملات أجنبية خلال بيع حصص في المشروعات المملوكة للدولة كعناصر أساسية في برنامج IMF.

- ومع ذلك فإن تخفيض سعر الصرف للجنيه من غير المحتمل أن يؤثر على جودة أصول البنوك (نظرًا لأن الاقتراض بالعملة الأجنبية يمثل أقل من 20% من إجمالي القروض الممنوحة في غالبية الشركات وهي عادة مولدة لإيرادات بنفس العملة الأجنبية)، أيضًا لا يزال القطاع البنكي يتمتع بسيولة محلية معتدلة في ظل انخفاض نسبة القروض/الودائع إلى 48% في ديسمبر 2022، ارتفاعها إلى 50.9% في يونيو 2023، كما سبقت الإشارة (استنادًا إلى بيانات النشرة الإحصائية الشهرية للبنك المركزي المصري).

3- الآفاق الاقتصادية المتوقعة وتأثيرها على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار

يتوقع أحدث التقارير الدولية حول الاقتصاد المصري بانخفاض معدل النمو الحقيقي في GDP من 6.6% في 2021/2022 لنحو 3.4% في 2022/2023، بالنظر إلى الاعتبارات الآتية (Fitch Solutions, Feb.2023): ارتفاع معدل التضخم (**)، اتباع سياسة نقدية متشددة، نقص السيولة من العملات الأجنبية، وجود سعر صرف غير مستقر (وجود أكثر من سوق للعملة)، تقليص الحكومة للإنفاق الرأسمالي. ولذا تشير التنبؤات إلى هبوط لمعدل النمو في GDP من 5.2% في 2024/23 إلى 4.3% في 2027/2026 مما يترتب عليه هبوط في الاستهلاك الخاص. ومع ذلك فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة ووجود قطاع سياحي مرن سيحول دون هبوط ملموس في النمو الاقتصادي، وعلى الأرجح أن

(**) تشير التقديرات الرسمية إلى تراوح معدل التضخم ما بين 25-40% استنادًا إلى تقارير البنك المركزي، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، ومن المؤكد التأثير السلبي لارتفاع معدل التضخم على أسعار السلع الأساسية والخامات والمستلزمات ومن ثم على تكلفة الإنتاج، الأمر الذي يؤثر سلبًا على النشاط الاقتصادي ومن ثم النمو ويقلص من مستوى تنافسية الدولة في الأسواق الخارجية.

الضغوط التضخمية ستستمر نظرًا لضعف الجنيه المصري ولوجود عوامل موسمية وزيادات في الأسعار الإدارية.

* وقد تتأثر أوضاع ميزان المدفوعات بالهبوط في تدفقات التحويلات للمغتربين تجنبًا للتحويل خلال القنوات الرسمية نظرًا لوجود سوق أسعار صرف موازية (وقد يكون النقل الذاتي للمدخرات خلال الزيارات الرسمية).

* ومن الآثار السلبية لارتفاع معدل التضخم هو تآكل للدخول المترتبة على الفوائد المتحصلة من الاستثمار في السندات الحكومية وشهادات الإيداع التي قد تصيب ثروة الطبقة المتوسطة أصحاب الدخل المرتفعة في المجتمع.

* ومن المتوقع أيضًا أن ترتفع تكاليف الاقتراض ويتم تثبيط الاستهلاك، وكذلك يمكن أيضًا أن يترتب على تقليص الاستثمارات العامة بالنسبة للمشروعات الكبرى (Mega projects) والتي تتم أحيانًا خارج الموازنة) أن يتأثر نشاط الاستثمار خلال الأعوام القادمة، وهذه المشروعات كثيفة الواردات بطبيعتها الأمر الذي سيقصص الضغط على فاتورة الواردات والاحتياطيات من النقد الأجنبي، وأغلب الظن أن استثمارات القطاع الخاص في الأجل القصير ستقتصر على الاستثمار الأجنبي المباشر من دول الخليج.

* وقد أبدت السلطات المصرية رغبة في التركيز على جذب FDI لتغطية الاحتياجات التمويلية وتقليص الاعتماد على استثمارات المحافظ المالية عالية التذبذب، وقد كانت هذه هي النقطة المحورية في برنامج

IMF (ARAB REPUBLIC of Egypt, 2023) (1).

* وفي إطار البرنامج تعهدت الإمارات والسعودية وقطر باستثمارات تتجاوز 20 مليار دولار في مصر من خلال اكتساب حصص في الوحدات المملوكة للدولة وللقوات المسلحة، ولكن هذه الاستثمارات لم

(1) يعتمد البرنامج في الأساس على إجراء إصلاحات مدعومة ببرنامج 3 بليون دولار، هذه السياسات تشمل الضبط المالي (fiscal consolidation)، تنفيذ شروط مناسبة للسماح بتحقيق مرونة كاملة في سعر الصرف، خطة لبيع معظم حصص الأقلية (minor stakes) في بعض مشروعات مختارة من مشروعات الدولة (SOES) مع تقوية الحوكمة والشفافية، وذلك مع تعزيز شبكات الأمان الاجتماعي.

تتجسد حتى الآن. وهذا راجع إلى تأخر الحكومة في الإعلان عن تفاصيل برنامج الخصخصة وتحديد قائمة الشركات المتاحة للبيع، فالمعلومات الدقيقة حول هذه الشركات غير متوفرة وهذه الحصص ستكون إما مدرجة في بورصة الأوراق المالية أو تباع مباشرة لمستثمرين رئيسيين في مارس 2024.

* علي الجانب الآخر فإن مؤشر مديري المشتريات لا يزال يشير الي الصعوبات التي تواجه القطاع الخاص في ظروف التشغيل حيث تفيد القراءة المتعمقة لمؤشر PMI إلى الانتقال إلى المنطقة السالبة، حيث وفقاً للمسح تتحقق خسارة هائلة في قيمة العملة بما يتجاوز 35% متزامناً مع انخفاض الطلب (لأن التضخم المرتفع سيكبح جماح الطلب المحلي وسيضعف الطلب العالمي تجاه المنتجات المصرية ويأتي ذلك متزامناً مع محدودية آفاق النمو في القطاع الخاص.

* وفيما يخص جانب القطاع الخارجي فإن الأداء مختلط، حيث على جانب الواردات تتزامن القيود المفروضة على الواردات مع وجود طلب محلي مكبوت بما قد يترتب عليه مزيد من الإضعاف للعملة وهذا الأثر ربما يتطلب بعض الوقت لكي يمارس تأثيراً على الصادرات في ظل النقص الحالي في الخامات المحلية بما يحد من الطاقة الإنتاجية والتوسع في الصادرات الهيدروكربونية، وفي المقابل فإن هناك تنبؤات بالنمو في أعداد السائحين الوافدين بوتيرة متسارعة في 2023 في ظل الحملات التسويقية المتسارعة لتشجيع القطاع السياحي (Fitch, 2023).

* إجمالاً فإن النظرة لأوضاع الاقتصاد المصري في ضوء مصادر التمويل الخارجي لمصر ومتطلبات التمويل الخارجي المرتفعة والتي تقدر بـ 17 بليون دولار في 2023/2022 ، 20 بليون دولار في 2024/2023 يشير إلى عدم كفاية هذه المصادر من النقد الأجنبي لتمويل هذه الاحتياجات بما سينعكس سلباً على أوضاع النمو في GDP وتقليص القدرة على الوفاء باحتياجات خدمة الديون الخارجية (S&Pranking, April 2023).

* وعلى الأرجح أن عدم توافر أدلة أو محدوديتها عن تنفيذ الإصلاحات قد تزيد الضغوط على الجنيه المصري أخذاً في الاعتبار ارتفاع احتياجات التمويل الخارجي، كذلك فإن ضعف التقدم يزيد من المخاطر

المتعلقة بالمقترضين من المؤسسات متعددة الأطراف أو المستثمرين الأجانب بما فيهم مستثمري مجلس التعاون الخليجي GCC حيث تتجه النيات مستقبلاً إما إلى تأجيل الموارد المالية المنفق عليها أو تأخيرها. الأمر الذي يترتب عليه انعكاسات على الواردات، التضخم، أسعار الفائدة، رصيد الدين الحكومي، وكذلك مدفوعات الفائدة. فالتقدم في بيع أصول القطاع العام مرهون بوضوح سياسة سعر الصرف، وهناك تحديات أخرى تتمثل في عدم الشفافية في حسابات شركات القطاع العام وبيئة التشغيل وتطورها في حالة وجود شركات منافسة من الحكومة أو القوات المسلحة في نفس القطاعات. هذا بالإضافة إلى أن كبر حجم القطاع غير الرسمي وضعفه قد مثل معوقات وحواجز امام المنافسة بين مشروعات الدولة والقطاع الخاص، كذلك فإن نجاح تنفيذ البرنامج مرهون ببيع أصول بما قيمته 2,5 بليون دولار في 2022/2023، 4.6 بليون دولار في 2023/2024 (S&P Ranking of Egypt, 2023).

* ومن القطاعات المرشحة لأن تكون المحركات الرئيسية للنمو هي: التشييد، والطاقة، والاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، تجارة التجزئة والجملة، والزراعة، والرعاية الصحية، وذلك فضلاً عن التعافي للسياحة (بانتعاش السياحة خلال إقامة مؤتمر كوب 27، الاحتفال بافتتاح المتحف المصري الكبير خلال هذا العام مع تنويع الأسواق السياحية نحو المملكة المتحدة والسعودية والولايات المتحدة كتعويض جزئي عن الهبوط في أعداد السائحين من روسيا وأوكرانيا، هذا بالإضافة لتشغيل نظام مدفوعات MIR الروسي لتشجيع السياحة.

* وفيما يخص توازن الحساب الجاري على الأرجح أن العجز المحقق قد يضيق إلى نحو 13 بليون دولار في 2023 مع استمراره عند المستوى الذي يحقق هبوطاً نسبته إلى GDP من 3.9% إلى 3.5% (2026) بافتراض اعتدال أسعار الواردات وتنشيط بند التحويلات والصادرات متزامناً مع الإجراءات الحكومية لتشجيع الصادرات غير النفطية بهدف تقليص عجز الحساب الجاري. ومن منظور التمويل الخارجي يمكن توقع أن صافي التدفقات في الحساب المالي يمكنها أن تعوض العجز في الميزان

الجاري خلال الفترة حتى 2026. وفي هذا الإطار قد تحتفظ الاحتياطات برقم 32 بليون دولار مقابل تقدير متفائل قدره 64 بليون خلال نفس الفترة للصندوق (IMF, Report 2023/22).

* وفي إطار الاتفاق يقدر الصندوق (IMF, 2023) أن تبلغ احتياجات التمويل الخارجي لمصر 20 مليار دولار للعام المالي 2024/23، منها 13 بليون دولار كتقدير لعجز الحساب الجاري، 7 بليون كمدفوعات أقساط حكومية على الدين. وعليه يتوقع 10 بليون دولار لتمويل الحساب الجاري من قبل استثمارات FDI من دول الخليج والأطراف الأخرى مع عودة بعض التدفقات للمحافظ المالية شريطة قيام مصر بتنفيذ إصلاحات قبل انسياب disbursing funds التدفقات المالية.

* وفي إطار التنبؤ بمسار سعر صرف الجنيه المصري بالنسبة للدولار الأمريكي يمكن توقع حدوث انخفاض كبير في قيمة الجنيه يعقبه تدهور محدود خلال السنوات القادمة في ظل أوضاع عدم اليقين الخاصة بقيمة الجنيه وما يترتب على ممارسات الاحتفاظ بحصيلة العوائد من العملات الأجنبية من قبل الوحدات التجارية ومحدودية المتاح من العملات الأجنبية في سوق inter bank، وقد اتخذت الحكومة بعض الإجراءات مؤخرًا لتقليص الإنفاق الرأسمالي في المشروعات التي تم البدء فيها وتحمل على الموازنة، وكذلك على الأجهزة الحكومية لتقليص الإنفاق على أوجه مثل الجوائز ونفقات السفر.

4- السياسات المقترحة لوقف تدهور سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار والحد من زيادة أعباء خدمة الدين:

1- أهمية توسيع الحيزين المالي والنقدي والتغلب على عدم توافق فترات الاستحقاق maturity mismatches وذلك من خلال ما يأتي:

- مراجعة مؤشرات السلامة المالية الكلية للجهاز المصرفي (مع مراجعة فلسفة السياسة النقدية في ضوء التأكد من قدرة سعر الفائدة على محاربة التضخم، وطبيعة الاحتكارات القائمة).

- اتخاذ إجراءات احتوائية متزامنة مع سياسات في الأجل الطويل لضمان استمرار وجود أنظمة مالية حصيفة تتعايش مع نمو الطلب على الائتمان مع مراجعة أنماط نمو الائتمان حتى لو كان ذلك على حساب بعض التضحية بمعدلات النمو الاقتصادي في الأجل المتوسط.
- ويؤدي هذا التوسع لحيزي السياستين المالية والنقدية إلى تقليل العجز من خلال فعالية الإنفاق العام وزيادة الإيرادات وتطوير منظومة الضرائب الإلكترونية والامثال الضريبي.
- مراجعة القواعد المالية المتصلة بمؤشر الاستقرار المالي (الدين المحلي/الناجح) خاصة مع ما تمثله خدمة الديون من إثقال لكاهل الموازنة مع ارتفاع أسعار الفائدة العالمية ووضع سياسات للاقتراض للقطاعات دون تشويه أسعار الفائدة.

2- ضرورة الانتباه إلى أن تراكم إجمالي الدين الخارجي هو مؤشر إنذار وأن تهديدات مشكلة الدين الخارجي لا تنشأ فقط من قيمته ولكن من هيكلته (debt architecture)، فالسندات بالعملة الأجنبية والسندات السيادية تنطوي على مخاطر مرتفعة خلال الأزمات مع ما يصاحبها من مخاطر تخلف عن السداد، ومن ثم تمثل إدارة محفظة الديون من الأهمية في ضوء المخاطر الناشئة عن التذبذبات في الأجل القصير وخاصة السندات المقومة بالعملة الأجنبية سواء كانت لشركات أو سيادية (بضمان الحكومة).

3- أهمية الحفاظ على مرونة سعر صرف الجنيه ووقف التدهور فيه حيث يقلل ذلك ولا يشجع نشاط المضاربة في الأجل القصير في سوق السندات في إطار الأنظمة المالية غير المتطورة. كذلك أهمية تعزيز دور القطاع الخاص في المساهمة في تخفيف الديون من خلال تطبيق فكرة المبادلة للديون خاصة في ظل الاهتمام من قبل المؤسسات الدولية بتمويل الاستثمارات الخضراء وبذل مزيد من التعاون بين القطاعين العام والخاص وتعزيز المناخ العام للأعمال لدعم الاستثمارات الخاصة (debt buy, backs and debt swaps).

4- لا يكفي أن يكون سعر الصرف تنافسيًا بل لا بد من سياسات اقتصاد كلي مناسبة تركز على دور الدولة (وثيقة سياسة ملكية الدولة)، مع مخاطر المنافسة مع قطاع الأعمال التابع للقوات المسلحة وبما يؤثر على القدرة على جذب استثمار أجنبي للقطاعات غير الكربونية.

5- أن الطروحات سيكون لها دور في تنشيط سوق المال الذي قد يشهد اتجاهًا صعوديًا قويًا، وكذلك عودة للاستثمارات الأجنبية، واهتمام المستثمرين بالقطاعات الأقل عرضه للتضخم التي لها علاقة بالتعاملات الخارجية والتصدير والموائى وأسواق المال. ومن هنا تبرز أهمية تبني منهج كثيف المعلومات لسلوك السياسة النقدية متضمنًا تحسين الشفافية بالإضافة إلى محاسبة السلطات النقدية إذا فشلت في تحقيق أهداف التضخم.

6- أهمية السعي لتقليص الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر السوق الموازية لجذب تحويلات المغتربين للقنوات الرسمية (حيث تشير نشرة المعلومات الإحصائية للجهاز المركزي للتعبة العامة والإحصاء، أبريل 2023 إلى انخفاض من 8.1 مليار دولار في الربع الأول 2022/2021 إلى 6.4 مليار دولار خلال الربع الأول 2023/2022).

7- من العوامل التي قد تحدد درجة تدهور الجنيه المصري:

- أ. محاولات الحكومة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر وتقليص الاعتماد على تدفقات المحافظ المتذبذبة في ظل الارتفاع الكبير في معدلات التضخم ووجود سعرين للدولار في السوق الرسمي والسوق السوداء واتساع الفجوة بينهما.
- ب. تحسين شروط التمويل الخارجي الذي سيساعد مصر للعودة إلى أسواق الديون الدولية ويسهل عودة مستثمري المحافظ المالية .

هذه العوامل ستساعد في تراكم احتياطات النقد الأجنبي وتقلص الضغوط على سعر صرف الجنيه الراجع لضعف الأساسيات، وهناك قناعة(*) بأن السلطات ستحرز تقدماً في رفع مستوى التمويل الأجنبي ولكن الشمول المالي في مصر لا يزال بطيئاً ويحتاج وقت لرفعه وهو ما يعني محدودية الائتمان المتاح بما يعرقل نشاط المشروعات الصغيرة والمتوسطة وشرائح المستهلكين.

8- أهمية تحسين أدوات التمويل التقليدية وإصلاحها وإدخال مصادر بديلة للتمويل مثل إدخال مبادئ الشريعة الإسلامية في أدوات التمويل وتحويل الأنشطة التنموية إلى أنشطة خضراء. وعليه من الأهمية أن يكون تصميم استراتيجيات الدين المستقبلية والسياسات موجهة بالمشكلات المالية وقضايا إدارة الدين العام بحيث يشمل الإطار سياسات مرتبطة بنمط النمو بالديون *Debt growth pattern*، وهندسة الديون ومصادر التمويل البديلة، وتعبئة الموارد المحلية وإجراءات إدارة الديون وجوانبها المؤسسية بما يشمل توسيع القاعدة الضريبية وتعبئة الموارد المحلية. هذا بالإضافة إلى أن إدخال مشروعات الشراكة بين القطاعين العام والخاص تعد خطوة نحو تنامي المؤسسة، وتسهل مساهمة القطاع الخاص في تمويل التنمية، على الجانب الآخر فإن صدور قانون المالية العامة الموحد يعد خطوة مهمة نحو التحول من الموازنة المعتمدة على برامج إلى برامج موازنة الأداء وتنفيذ إطار موازنة متوسط الأجل.

9- الأسباب الرئيسية للمشكلات الاقتصادية (ضعف سعر صرف الجنيه، تنامي أعباء الدين المحلي والخارجي،...) يرتبط بضعف هيكلية: انخفاض معدل المدخرات القومية وهو ما يترجم بمعدل غير كافٍ للتكوين الرأسمالي بما يضع قيوداً على إمكانيات النمو في الإنتاج مستقبلاً، وبالتالي فإن الإصلاحات تتطلب تشجيع الاستثمار الخارجي (تدفقات الاستثمار المباشر وغير المباشر إلى الداخل) والاستثمار العام

(*) تستطيع السلطات المصرفية تدبير احتياجات التمويل الأجنبي من خلال برنامج التمويل الممتد للـ IMF، مبادلة الديون، إيرادات الخصخصة، إصدار سندات، يمكن الرجوع للمصدر التالي:

BIM, Fitch Solutions Company, Egypt Country risk Report, Q1 2024, p.4, p.18.

وفقاً للمصدر ذاته تم إبرام اتفاقيات مبادلة عملات وديون مع الصين والإمارات مع توقع زيادة تمويل IMF من 3 مليار دولار إلى 5 مليار دولار، مع إصدار سندات باندا بما قيمته 478.7 مليون دولار، فضلاً عن الانتهاء من عقد صفقات قيمتها 1.9 مليار دولار في إطار خطة الخصخصة (يوليه 2023)، كذلك توقع إيداعات محتملة في البنك المركزي بما قيمتها 5 مليار من قبل الإمارات والسعودية.

مع وضع حوافز لزيادة إمكانيات الاقتصاد التصديرية من السلع والخدمات ذات القيمة المضافة المحلية المرتفعة.

10- أهمية وضع بعض الضوابط مؤقتاً (في الأجل القصير) على التدفقات الرأسمالية لتجنب خروج نسبة كبيرة من رؤوس الأموال إلى الخارج، ويمكن أن تأخذ الضوابط عدة أشكال مثل أن يتناسب معدل الضريبة عكسياً مع أجل استحقاق التدفق (الإقراض قصير الأجل)، المنع الصريح، إجراءات الترخيص، الموافقة والضرائب على المعاملات الرأسمالية (عبد السلام، فادية، 2022).

11- ضرورة وضع معايير رقابية بخصوص مؤشر كفاية الاحتياطيات نسبة الاحتياطيات/النقود M2 (20%-25%).

خاتمة:

ناقشت الورقة أسباب الاختلالات في سعر صرف الجنيه تجاه الدولار والمخاطر المحتملة للتغير في سعر الصرف الحقيقي الفعال على أعباء التمويل والدين الخارجي وقابلية وقدرة الاقتصاد المصري لمواجهة الصدمات الخارجية، وأيضًا التطرق إلى الآفاق المستقبلية لهذه القدرة في ظل أوضاع الاختلال في التوازن الخارجي.

وقد توصلت الورقة إلى بعض النتائج لعل أهمها:

- 1- تأثير التدهور في أساسيات الاقتصاد على وضع سعر الصرف الفعال الحقيقي.
 - 2- وجود علاقة طردية بين مؤشر مبادلة المخاطر لمصر ونسبة الدين الخارجي قصير الأجل إلى الاحتياطي الأجنبي، حيث تعكس النظرة السلبية للاقتصاد من قبل المؤسسات الدولية (الإجراءات التي تم اتخاذها لم تكن كافية لتحقيق الاستقرار في سعر الصرف للدولار في مواجهة الجنيه).
- وقد قدمت الورقة اقتراحات لبعض السياسات لتحقيق المرونة في سعر صرف الجنيه ووقف التدهور فيه، وإعادة هيكلة الدين خاصة السندات بالعملة الأجنبية لتفادي مخاطرها في الأجل القصير، وكذلك مراجعة القواعد المالية المتصلة بمؤشر الاستقرار المالي (الدين/ الناتج) وفلسفة السياسة النقدية في استهداف التضخم ويظل مطلوبًا من الدراسات المستقبلية أن تتصدى لمناقشة المخاطر التي يواجهها الاقتصاد المصري وقدرته على مواجهة الصدمات الخارجية.

المراجع

أولاً: باللغة العربية

1. أندريا ديفي وآخرون، (2022): حيازات الدين الحكومي لدى بنوك الأسواق الصاعدة تشكل خطرًا على الاستقرار المالي، 18 من أبريل: <https://www.imf.org/04/18> IMF, (2022):
2. سمك، نجوى، (2023): نحو اقتصاد أكثر مقاومة للأزمات الاقتصادية، السياسة الدولية، العدد 232، أبريل، المجلد 58.
3. عبد الفتاح الجبالي، (2024): قراءة في وثيقة التوجهات الاستراتيجية للاقتصاد المصري "2"، جريدة الأهرام عدد 31 من يناير.
4. فادية عبد السلام، (2022): اختلال التوازن الخارجي وآليات التحرك لمواجهة تداعيات الأزمة العالمية بالنسبة لمصر، المجلة المصرية للتخطيط والتنمية، عدد يونيه، عدد خاص.
5. فادية عبد السلام، وآخرون، (2018): سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر، معهد التخطيط القومي، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم (291).
6. النشرة الإحصائية الشهرية، البنك المركزي المصري، أعداد متفرقة.
7. معهد التخطيط القومي، (2016): تقييم السياسات النقدية المصرية منذ عام 2003 مع اهتمام خاص بدورها في مساندة أهداف خطط التنمية، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية، رقم (297).

ثانياً: باللغة الإنجليزية

- BIM, Fitch Solutions Company, Egypt Country risk Report, Q1 2024.
- Central Bank of Egypt, July/Sept. 2022/2023.External position of the Economy, Vol. No. (79).
- Combes, J.L., Kinda, T., & Plane, P. (2011), Capital Flows, exchange rate flexibility and the real exchange rate, IMF, working paper wp/11/9.

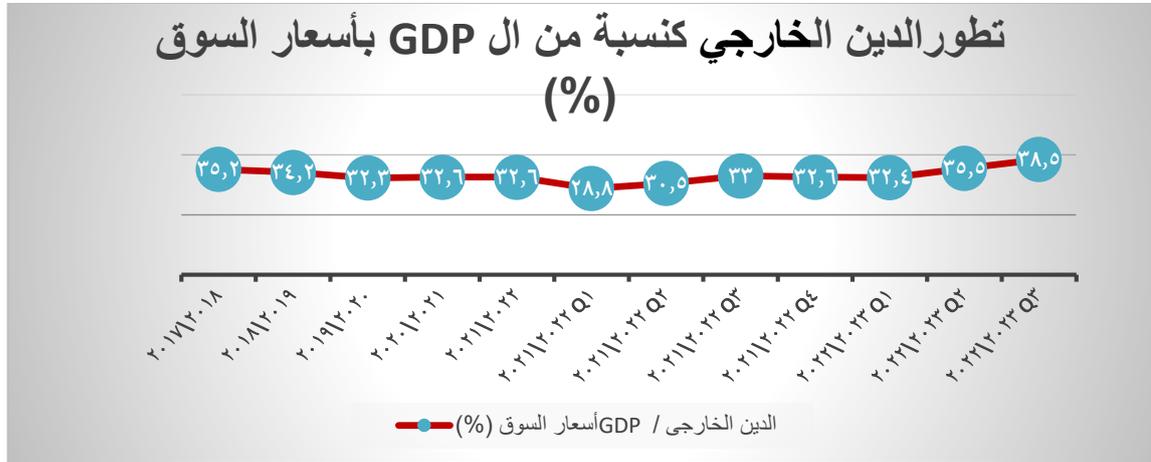
- Diao-Mouredin, (2018): Much Ado about the Egyptian pound: Exchange Rate Misalignment and the path Towards Equilibrium, August.
- Egert, B.K.Lommattzsch and A.Lahréche-Revil, (2006) b .Real exchange rates in transitions economies: Taking stock of the issues. Journal of Economic surveyor 20.1
- Joshua Aizenman, and Jorge Fernander, 2006: "Signaling Credibility – Choosing optimal debt and International reserves, Ruiz, EL Colegio de Mexico-June.
- Fitch Solutions, (2022), Egypt: Country Risk Report, includes 10 year forecasts to 2031, Q4.
- Fitch Solutions, (2023): Bleaker short-term outlook for Egyptian Economy Monday, 13 Feb.
- FM GLOBAL RESILIENCE INDEX, (2022): <https://www.fmglobal.com/research-and-resources> tools-and-resources/resilience index.
- فيما يخص بتعهدات مصر في خطاب النوايا في وثائق اتفاقية القرض: IMF, Country Report no 17/17, Arab Republic of Egypt, (2017): Request for extended A Management Under the Extended Fund facility, Jan.
- IMF, (2023): Arab Republic of Egypt, Request for extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, press release: and Staff Report, Jan., IMF country Report No. 23.2
- LYNX, (2022), Egypt's currency Devaluation: Repercussions and opportunities, special policy Brief, march 22.
- Raghda said Ahmed Mohammed, (2023): Can Exchange Rates and Interest Rates Affect Macroeconomic Indicators (Inflation,

unemployment & economic growth), the evidence from Egypt, scientific Journal for financial and commercial studies and Research, vol.4, No.1, part 1., January.

- S&P ranking of Egypt @ 21 April 2023 Pdf Egypt Outlook Revised to Negative on external Financing Risks, B /B¹ Rating Affirmed.
- Sara ELkhishin and Mahmoud Mohieldin, (2022): External Debt Vulnerability in Emerging Markets and Developing Economies During the Covid 19 Shock, ERF Working Paper Series, No.1413, Nov.
- Sara El-khishin, undetermined year: Debt management in Egypt and financing the sustainable development Goals.
- Wenhua Mao, (2022): Analysis on changes in Exchange Rate of Egypt over Past Decades, Advances in Economics, Business and Management Research, vd, 648.

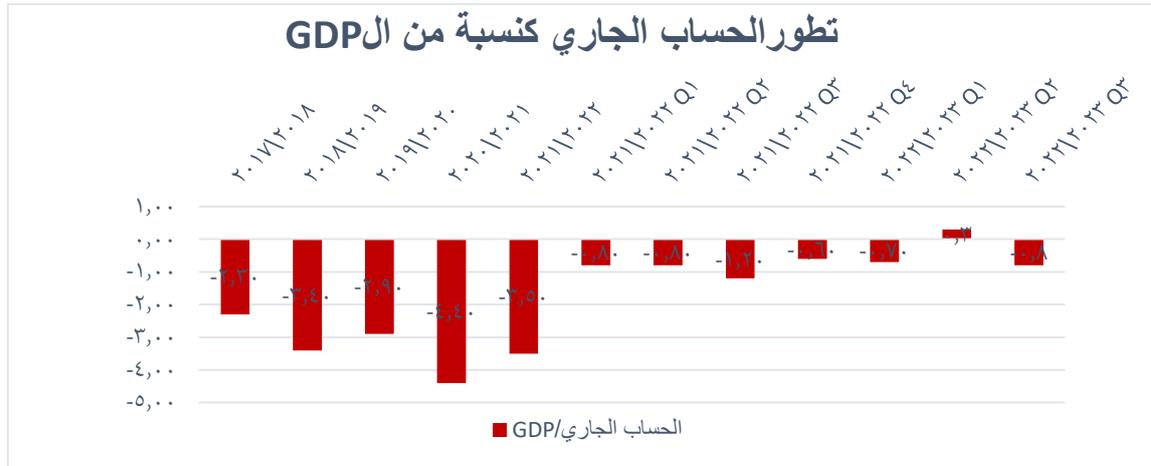
الملاحق

ملحق رقم (1)



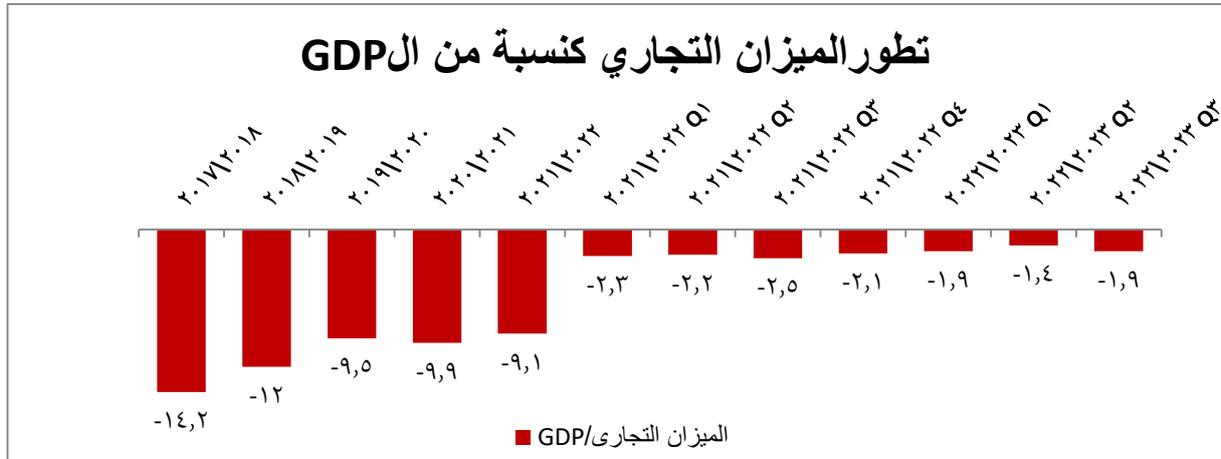
المصدر : إعداد الباحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري.

ملحق رقم (2)



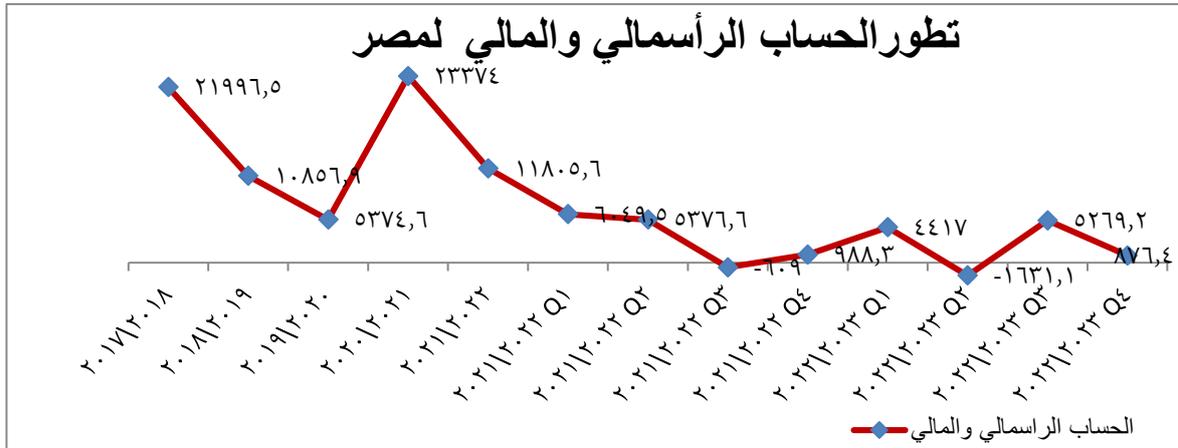
المصدر : إعداد الباحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري.

ملحق رقم (3)



المصدر: إعداد فريق البحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري.

ملحق رقم (4)



المصدر: إعداد فريق البحث اعتمادًا على بيانات النشرات الإحصائية للبنك المركزي المصري.

جدول رقم (1)

متوسط سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي شهرياً
خلال الفترة من يناير 2021 حتى يوليو 2023

الشهر	متوسط سعر الصرف الرسمي
يناير-21	15.704
فبراير-21	15.66
مارس-21	15.71
أبريل-21	15.7
مايو-21	15.71
يونيو-21	15.67
يوليو-21	15.69
أغسطس-21	15.702
سبتمبر-21	15.71
أكتوبر-21	15.71
نوفمبر-21	15.71
ديسمبر-21	15.71
يناير-22	15.71
فبراير-22	15.71
مارس-22	16.72
أبريل-22	18.4
مايو-22	18.42
يونيو-22	18.72
يوليو-22	18.9

19.14	أغسطس-22
19.39	سبتمبر-22
20.24	أكتوبر-22
24.439	نوفمبر-22
24.677	ديسمبر-22
30.189	يناير-23
30.609	فبراير-23
30.8989	مارس-23
30.896	أبريل-23
30.895	مايو-23
30.8956	يونيو-23
30.8964	يوليو-23

المصدر: البيانات التاريخية لسعر الصرف، البنك المركزي المصري، www.cbe.org

جدول رقم (2)

سعر الصرف الحقيقي الفعال خلال الفترة من 2015 حتى مارس 2023

السنة/ المتغير	REER سعر الصرف الحقيقي الفعال
2015	168.33
2016	142.71
2017	96.98
2018	113.36
2019	139.94
2020	154.98
2021	154.89
2022	139.35
2023 - MON 1	108.94
2023 - MON2	108.95
2023 - MON3	112.22

Source: <https://www.bruegel.org/publications/datasets>

جدول رقم (3)

تطور بعض بنود ميزان المدفوعات خلال 2016/2017-2022/2023 (مليون دولار)

20/16	20/17	20/18	20/19	20/20	20/21	2023/22			السنوات
17	18	19	20	21	22	Q1	Q2	Q3	البنود
-	-	-	-	-	-				<u>الميزان التجاري</u>
37274.8	37276.0	38034.4	36465.1	42059.6	43396.0	-9102.2	-6447.5	-8000.3	
5614.2	11122.4	13036.5	8972.5	15996.1	11158.7	4053.7	6814.9	3677	<u>ميزان الخدمات</u>
4379.7	9604.3	12570.6	9859.4	4861.5	10748.1	4071.3	3247.0	2992.0	السفر/الإيرادات السياحية
4945.3	5706.7	5730.7	5805.7	5911.2	6996.8	2010.2	1970.2	2240.0	*رسوم المرور في قناة السويس
21835.1	26470.9	25113.6	27679.9	30903.4	31449.2	6391.5	5429.2	5404.5	<u>التحويلات الجارية</u>
21816.3	26392.9	25150.8	27758.0	31425.3	31923.5	6442.1	5550.3	5457.7	تحويلات المصريين بالخارج
-	-	-	-	-	-				<u>ميزان العمليات الجارية</u>
14394.0	-5962.3	10893.9	11166.7	18436.4	16551.3	-3192.3	1410.0	-3185.3	
31015.1	21996.5	10856.9	5374.6	23374.0	11805.6	4417.0	-1631.1	5269.2	<u>الحساب الرأسمالي والمالي</u>
15985.3	12094.8	4230.1	-7307.3	18742.4	= 20983.0	-2158.3	-855.4	-412.7	* استثمار الحافظة (صافي)
7932.8	7719.5	8236.3	7453.0	5214.2	8937.4	3296.8	2431.1	2217.5	*الاستثمار المباشر (صافي)
7177.0	2624.9	-1009.9	6646.7	700.2	24415.5	3983.0	-3040.8	3724.1	<u>الاستثمارات الأخرى</u>
9699.2	10278.8	6253.4	4541.6	7964.7	-1448.9	2283.1	67.9	-1.2	<u>صافي الاقتراض</u>

5158.8	6738.5	3333.7	7216.6	4263.7	710.4	-283.6	310.6	-119.0	قروض متوسطة وطويلة الأجل
2796.1	1118.5	828.8	-644.9	2173.6	749.5	347.7	228.0	337.4	تسهيلات موردين متوسطة وطويلة الأجل
1747.3	2421.8	2090.9	-2030.3	1527.4	-2906.8	2219.0	-470.7	-219.6	تسهيلات موردين قصيرة الأجل (صافٍ)
-12095.7	-4511.9	-8881.6	-100.4	-6039.4	4242.7	-1210.7	-3955.8	1251.9	الأصول الأخرى
9573.5	-3142.0	1618.3	2205.5	-1225.1	21620.0	2310.6	847.1	2473.4	الخصوم الأخرى
13717.2	12787.7	102.5	-8587.2	1861.7	-10545.8	523.5	75.6	-317.2	الميزان الكلي
-13717.2	12787.7	102.5	8587.2	-1861.7	10545.8	-523.5	-75.6	317.2	التغير في الأصول الاحتياطية لدى البنك المركزي

المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية رقم (311) 2022، رقم (317) 2023.

لمحة عن معهد التخطيط القومي: هو مركز فكري وطني يقدم بدائل الدعم التخطيطي والتنموي لمتخذي القرار وصُناع السياسات على كافة المستويات من خلال خدمات بحثية وتدريبية واستشارية وتعليمية ومجتمعية تنافسية، باستخدام أفضل الأساليب والممارسات العلمية والشراكات الفعالة محلياً وخارجياً، بما يعزز تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

معهد التخطيط القومي

تقاطع ش صلاح سالم مع ش الطيران – مدينة نصر-القاهرة

