

سياسات إدارة التدفقات المالية الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة

د. أمانى عبد الوهاب*

مقدمة

تتسم تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة بالتقلب الشديد مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، كما أنها أكثر عرضة لحدوث أزمات مالية مقارنة بالاقتصادات المتقدمة نتيجة الارتداد المفاجيء لتلك التدفقات. فعلى سبيل المثال، شهدت الاقتصادات الناشئة خروجاً كبيراً لرؤوس الأموال وتقلب أعلى في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالاقتصادات المتقدمة في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة عام ٢٠٠٨.

تتأثر تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة بمجموعة من العوامل الداخلية (خاصة بالدولة محل الاعتبار) والمتمثلة في معدل النمو الاقتصادي والتضخم، درجة الانفتاح التجاري والمالي، ومستوى تنمية القطاع المالي، ونسبة الكفاءة المؤسسية للدولة، حيث إنه مع وجود بيئة اقتصادية مستقرة ومستوى مرتفع من التنمية المالية تزيد تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى هذه الدولة. كما تتأثر التدفقات بمجموعة من العوامل الخارجية مثل السياسة النقدية في الولايات المتحدة حيث إن عدم اليقين بشأنها في الآونة الأخيرة يعتبر عاملاً هاماً لخروج رؤوس الأموال من بعض الأسواق الناشئة وخاصة مع الإعلان الأخير بشأن الإلغاء التدريجي لسياسة التيسير الكمية^١ وكذلك تتأثر التدفقات بتوقعات نمو الاقتصاد العالمي ونمو السيولة الدولية.

ونظراً للمخاطر الكبيرة التي تتعرض لها الاقتصادات الصاعدة نتيجة تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية (الواردة إليها) والمتمثلة في تسخين الاقتصاد مع تدهور الحساب الجاري وحدث هشاشة مالية Financial fragility من الضروري إيجاد إطار لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتحديد السياسات الممكنة لمواجهة تلك التقلبات.

* مدرس الاقتصاد بمعهد التخطيط القومى

ويتكون البحث من عدد من الأقسام وهى المخاطر المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة للاقتصادات الصاعدة، والأدوات المختلفة لإدارة التدفقات مثل سياسات الاقتصاد الكلي والإجراءات الاحترازية والقيود علي حركة رؤوس الأموال الدولية، ويستعرض بعض التجارب الدولية لادارة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية في تركيا وكوريا الجنوبية ومصر. وذلك على النحو التالي:

تختلف التدفقات من حيث درجة استقرارها وبالتالي تأثيرها علي احتمال اندلاع الأزمات المالية. وتتمثل أهم صور تدفقات رؤوس الأموال الدولية في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات استثمارات الحافظة وتدفقات المديونية.

وبالنسبة للعوامل المؤثرة علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة فتتقسم إلي عوامل جذب (خاصة بالدولة محل الاعتبار) وطرد (خاصة بالبيئة الدولية). وتشمل عوامل الجذب تحرير المؤسسات والأسواق المالية وزيادة الاتجاه نحو الخصخصة حيث أن تطبيقها يؤدي إلي جذب مزيد من التدفقات ومستوي الناتج المحلي الإجمالي حيث يتم استخدامه للتعبير عن مستوي التنمية الاقتصادية. كما تؤثر المالية العامة علي زيادة التدفقات رؤوس الأموال الدولية عند اتسامها بالتوازن وكذلك يؤثر تحرير التجارة علي دعم التنافسية وزيادة الكفاءة في الدولة المضيفة وبالتالي زيادة التدفقات. ويساعد تطبيق برامج لخفض معدلات التضخم علي زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية. كما يساعد التصنيف الائتماني للدولة من قبل المؤسسات الدولية علي جذب المزيد من التدفقات، وأخيراً تؤثر نسبة الاحتياطي إلي الواردات علي التدفقات الواردة حيث تعكس زيادة تلك النسبة استقرار الأوضاع النقدية مما يساعد علي تدفق المزيد من رؤوس الأموال الدولية (Beck et al (2000).

أما عن عوامل الدفع أو الطرد فتشير إلي العوامل الخارجية والتي تكون خارج سيطرة الدولة وتعكس الأحوال في أسواق التمويل الدولية مثل أسعار الفائدة في الاقتصادات الرئيسية حيث

إنه مع انخفاض اسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة تزيد تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة. كما تعتبر بعض مؤشرات الاقتصاد الرئيسية في الولايات المتحدة مثل دليل أو مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي والتضخم في الولايات المتحدة من أهم العوامل المؤثرة علي حركة تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة إلي الدول الصاعدة، وكذلك السيولة الدولية والتي تعرف وفقاً لبنك التسويات الدولية بأنها سهولة عملية التمويل في الأسواق المالية الدولية، ومع تحسن ظروف التمويل الدولية تزيد تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة. وتختلف نتائج الدراسات التطبيقية بالنسبة لأهمية العوامل الداخلية والخارجية كمحددات لتدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة، وكذلك تختلف أهمية العوامل الداخلية والخارجية عبرالزمن.

فوفقاً لـ (Frazttscher (2011) اعتبرت العوامل الخارجية من أهم العوامل المحددة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية في العديد من الدول خلال الفترة ما قبل الأزمة، أي خلال ٢٠٠٥-٢٠٠٧، حيث كانت تفسر حوالي ٦٥% في المتوسط من التدفقات الواردة إلي الاقتصادات الصاعدة (حوالي ٥٠ دولة)، وفسرت حوالي ٧٣% أثناء الأزمة المالية الدولية عام ٢٠٠٧-٢٠٠٨. ومنذ عام ٢٠٠٩، أصبح للعوامل الدولية دور أقل مع تزايد أهمية العوامل الداخلية للدولة في تفسير محددات تدفقات رؤوس الأموال الدولية حيث تفسر حوالي ٥٥% في المتوسط لحوالي ٥٠ دولة (تشمل العينة مجموعة من دول اسيا الصاعدة وأمريكا اللاتينية وأوروبا، وكذلك مصر والسعودية) وخاصة في اقتصادات أسيا الصاعدة وأمريكا اللاتينية حيث تفسر ٨٢% و ٦٣% علي التوالي.

جدول (١)

العوامل الخارجية والداخلية في تفسير تدفقات رؤوس الأموال الدولية (% التدفقات)

العوامل الداخلية %		العوامل الخارجية %		
بعد الأزمة	الأزمة	قبل الأزمة	بعد الأزمة	الأزمة

٥٥	٢٧.٢	٣٤.٦	٤٥	٧٢.٨	٦٥.٤	جميع الدول
٨١.٩	١٥.١	٥١.٧	١٨.١	٨٤.٩	٤٨.٣	اقتصادات آسيا الصاعدة
١٩.٧	٦.٨	١٣.٤	٨٠.٣	٩٣.٢	٨٦.٦	اقتصادات أوروبا الصاعدة
٦٣.١	٥٠.٠-	٥١.٢	٣٦.٩	١٥٠	٤٨.٨	أمريكا اللاتينية
٤٥.٢	٤.٤-	٩.٣-	٥٤.٨	١٠٤.٤	١٠٩.٣	أفريقيا والشرق الأوسط
١٥.٨	٧٦.٨	٩.٢	٨٤.٢	٢٣.٢	٩٠.٨	دول أوروبا المتقدمة
٤١.٢	١٩.٥	٢٣.٩	٥٨.٨	٨٠.٥	٧٦.١	الاقتصادات المتقدمة الأخرى

المصدر : <http://voxeu.org/article/drivers-global-capital-flows-pushes-or-pulls>

٢- المخاطر المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة للاقتصادات الصاعدة:

• تسخين الاقتصاد مع تدهور الحساب الجاري

تؤثر تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة علي زيادة المخاطر علي مستوي الاقتصاد الكلي لأنه مع حدوث زيادة كبيرة في التدفقات ترتفع قيمة سعر الصرف (خاصة في الدول التي تتبع سعر صرف مرن) وهو ما يؤدي بدوره إلي التقليل من القدرة التنافسية و إضعاف الحساب الجاري وكذلك ببطء النمو الاقتصادي والإضرار بعملية التنمية الاقتصادية. وقد تؤثر فترات التدفقات الكبيرة علي زيادة عرض النقود مقارنة بالطلب علي النقود وخاصة في الدول التي تتبع سعر صرف ثابت (إذا لم تقم بعملية التعقيم) وبالتالي ارتفاع التضخم .

• حدوث هشاشة مالية Financial fragility

يقصد بالهشاشة المالية هنا تفاقم المخاطر المالية للنظم المالية المحلية عندما تقوم بعملية الوساطه لرأس المال المحلي والأجنبي .وترتبط بتدفقات رؤوس الأموال ثلاثة مخاطر ألا وهي: مخاطر الائتمان، مخاطر السوق (على وجه الخصوص مخاطر سعر الصرف)، ومخاطر السيولة. تنشأ مخاطر الائتمان نتيجة التوسع في النشاط الائتماني حيث يؤدي انفتاح الحساب المالي وإلغاء القواعد التنظيمية المالية أو تخفيضها إلى الإفراط في اقتراض الأموال الأجنبية وزيادة احتمالية التخلف عن السداد مع عدم وجود هيئات مالية رقابية وإشرافية كفء حيث يتم توجيه رؤوس الأموال نحو الأنشطة ذات المخاطر العالية (Mishkin (1998).

أيضاً تعتبر مخاطر سعر الصرف من أهم مخاطر السوق وتتعرض البنوك لتلك المخاطر إذا لم تأخذ في الاعتبار أنشطة المضاربة علي عملتها الوطنية وعدم وجود نظم رقابية وإشرافية كافية تحد من تلك الأنشطة. أما عن مخاطر السيولة فتزداد نتيجة عدم توافق أجال الاستحقاق بين الأصول والخصوم داخل القطاع المصرفي. وفيما يلي عرض لأهم المخاطر المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال الدولية التي تؤدي إلي زيادة الهشاشة المالية وسبل إدارتها.

• خطر التحول الحاد أو المفاجيء في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الدولية:

فقد تحدث التدفقات الكبيرة والسريعة إلي الداخل ارتفاعاً حاداً في سعر الصرف في فترة زمنية قصيرة الأجل، مما يضر بالقدرة التنافسية لقطاعات التصدير، ويزيد من تدفق الواردات، وقد يخفض معدل النمو الاقتصادي. فضلاً عن ذلك، إذا زادت التدفقات المالية إلي الداخل مع وجود عجز في الحساب الجاري فإن ارتفاع سعر الصرف يمكن أن يزيد من حدة الإختلال الخارجي. كما أنه من منظور تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، قد يؤدي تراكم الاحتياطات الأجنبية - اللازمة لحماية سعر الصرف - إلي أوضاع نقدية شديدة التراخي loose monetary conditions، ومن ثم يخلق إمكانية التسخين الزائد للنشاط الاقتصادي، بما يسببه ذلك من ضعف النظام المالي، وتضطر السلطات النقدية إلي التعقيم (النشر، ٢٠٠٩).

• تقييد حرية السياسة النقدية في تنفيذ بعض الأهداف

إن الحركة غير المقيدة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية تحول دون استقلالية السياسة النقدية عندما تستهدف السلطات تحقيق استقرار سعر الصرف في نفس الوقت. لذا من أهم التحديات التي يواجهها أي اقتصاد مفتوح، محاولة التوفيق بين الأهداف الاقتصادية التالية:

- ١- استقرار سعر الصرف.
- ٢- حرية حركة رؤوس الأموال الدولية.
- ٣- استقلالية السياسة لتحقيق الأهداف الداخلية، فعلي سبيل المثال تحد التدفقات من قدرة الحكومة علي السيطرة علي التضخم، وإذا كان البنك المركزي يرفع سعر الفائدة من أجل تقليل التضخم فإن فروق سعر الفائدة (المحلية والعالمية) تؤدي إلي تحفيز المزيد من التدفقات والتي قد

تبطل أثر السياسة النقدية من خلال خلق ضغوط لخفض سعر الفائدة. وقد نجح العديد من الحكومات في التعامل مع هذه المشكلة من خلال اتباع أنظمة استهداف التضخم حيث يحافظ البنك المركزي علي معدل التضخم المستهدف. ووفقاً لذلك يكون هناك ثلاثة حلول لإدارة الاقتصاد بشكل سليم في ظل الاقتصاد المفتوح:

- استهداف استقرار سعر الصرف مع حرية حركة تدفقات رؤوس الأموال الدولية وبالتالي تضطر السلطات النقدية إلي التخلي عن استقلالية السياسة النقدية وتكون عاجزه عن تحقيق الأهداف الداخلية.

- محاولة تحقيق استقلالية السياسة النقدية مع تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية وبالتالي حدوث تقلبات شديدة في سعر الصرف.

- استهداف استقرار سعر الصرف مع الحفاظ علي استقلالية السياسة النقدية وبالتالي ضرورة اللجوء إلي إدارة حركة تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

٣- الأدوات المختلفة لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة للاقتصادات الصاعدة:

ووفقاً للمخاطر السابقة يمكن إدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية في الاقتصادات الصاعدة وفقاً لمجموعة من الأدوات يمكن تحديدهم فيما يلي:

(١) إجراءات احترازية.

(٢) سياسات الاقتصاد الكلي.

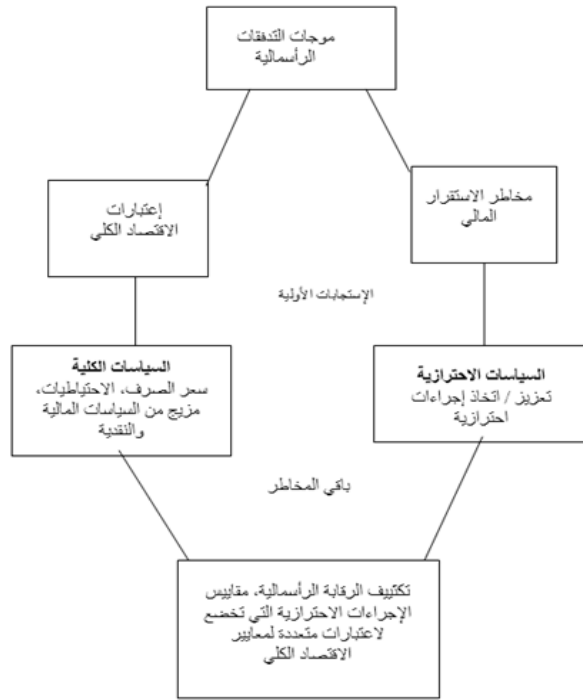
(٣) قيود علي حركة رؤوس الأموال الدولية.

ويوضح الشكل رقم (١) الخطوط الإرشادية أو السياسات التي يمكن اتباعها في فترات زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة والتوقيت الذي يمكن فيه استخدام الضوابط لإدارة المخاطر الناجمة عن تلك التدفقات، ويتكون الشكل من فرعين أساسيين: إدارة المخاطر المرتبطة بالاقتصاد الكلي، والاستقرار المالي. ويتم التركيز علي الاعتبارات الاقتصادية الكلية المتمثلة في

تأثير إجمالي التدفقات علي ارتفاع أسعار الصرف، وكذلك القضايا المتعلقة بتسخين الاقتصاد والتضخم. إما بالنسبة لاعتبارات الاستقرار المالي فتهم بتغطية المخاطر الناجمة عن نمو الائتمان، وزيادة أسعار الأصول المتنوعة ومخاطر هيكل الالتزامات الخارجية للبنوك والمؤسسات الغير مالية (مثل الاعتماد علي تمويل قصير المدي لتمويل أصول طويلة المدي). ويمكن أن تتواجد هذه المخاطر (مخاطر الاستقرار المالي) في القطاعات المالية والغير مالية علي حد سواء. وتعتبر السياسات الاقتصادية الكلية والاحترازية من أهم السياسات لمواجهة مخاطر عدم الاستقرار المالي والاقتصادي علي التوالي، ويتم استخدامها معاً لمواجهة الصدمات الاقتصادية القوية، سواء كانت هذه الصدمات مرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال الدولية أم لا. وتحتاج تلك السياسات إلي التعديل أو التكيف وفقاً لتدفقات رؤوس الأموال الدولية الكبيرة، وبالتالي زيادة القدرة علي إدارة مخاطر الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي. وتعتبر سياسات الاقتصاد الكلي والإجراءات الاحترازية المالية خط الدفاع الأول ضد مخاطر الاستقرار المالي والاقتصادي الناجمة عن طفرات تدفقات رؤوس الأموال الواردة. وقد تم وضع الضوابط علي رؤوس الأموال الدولية (الرسم التوضيحي بالأسفل) لكي يتم توضيح أنه بغض النظر عن الفرق في طبيعة واهتمامات الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي، يجب أن تأتي الضوابط بعد الوسائل الأساسية التي تستخدم في مواجهة موجات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وعلي السلطات النقدية أن تستخدم أولاً سياسات الاقتصاد الكلي وتسعي لتقوية سعر الصرف، بالإضافة إلي تقوية وسائل الإجراءات الاحترازية غير التمييزية قبل اللجوء إلي فرض ضوابط علي رؤوس الأموال الدولية.

شكل (١)

الخطوط الإرشادية أو السياسات لإدارة موجات تدفقات رؤوس الأموال الدولية



Source: Ostry et al, 2010, Managing Capital Inflows: What Tools to Use?, IMF Discussion Note , SDN/11/06.

١ - السياسات الاقتصادية الكلية

تعتمد الاستجابة الملائمة للخطر المرتبط بتدفقات رؤوس الاموال على هيكل التدفقات، وكفاءة مختلف السياسات القائمة وخصائص السوق المالي (khan and Reinhart , 1995). وتتمثل السياسة الاقتصادية الكلية لإدارة تدفقات رؤوس الاموال وخاصة الاموال الساخنة في الأتي (Ostry et al., 2010)

١ سياسة سعر صرف مرنة.

٢ سياسة التعقيم.

٣ سياسة نقدية توسعية (سعر فائدة منخفض).

٤ سياسة مالية تقشفية (وذلك من خلال خفض النفقات).

وفي حالة زيادة التدفقات التي تتسم بالتقلبات الشديدة، قد تستخدم السلطة حزمة من السياسات (تضم الاولى والثالثة والرابعة) وذلك من اجل تحقيق أهداف السياسة الداخلية، وذلك من خلال السماح باستقلالية السياسة النقدية، واتباع سياسة التعقيم بشكل دقيق ومتوازن مما يساعد متخذي القرار على تحقيق الاهداف الاقتصادية الكلية اثناء دورات الرواج والكساد لتدفقات رؤوس الاموال الدولية.

• سياسة سعر صرف أكثر مرونة^٢

من الممكن أن تكون سياسة أو استجابة لتقلبات تدفقات رؤوس الاموال الدولية ولا يعني بالضرورة اتباع سياسة سعر صرف مرنة ارتفاع القيمة الاسمية لسعر الصرف وهي النتيجة الذي يحاول متخذي القرار تفاديها.

يخفف نظام سعر الصرف المعوم من اثر رؤوس الاموال المضاربة ويمنع التدفقات المتزايدة من خلال خفض توقعات حدوث زيادة في سعر الصرف، كما أنه يساعد في امتصاص الصدمات وكذلك دعم استقلالية السياسة النقدية وبالتالي السماح للسلطات أن يكون لديها قدر اكبر من الحرية لإدارة التقلبات في المؤشرات النقدية الكلية الناجمة عن تدفقات رؤوس الأموال.

ومع ذلك فإن فاعلية هذا الاجراء تتوقف على إلي أي مدي ترغب السلطات في السماح لسعر الصرف بالتحرك حيث إن تقلبات سعر الصرف قد يكون لها تأثير سلبي على الاقتصاد الحقيقي في الأجل القصير (kawi and takeyi,2008) لأنها تؤثر علي قيمة سعر الصرف وبالتالي معدل التبادل التجاري والقطاع الخارجي.

• سياسة التعقيم Sterilization

هي عملية التدخل من قبل البنك المركزي عن طريق عمليات السوق المفتوحة أو غيرها من التدابير (كزيادة الإحتياطي الإلزامي للبنوك أو نقل الودائع الحكومية من الجهاز المصرفي إلي البنك المركزي). ويكون الهدف هو امتصاص فائض السيولة المحلية المصاحب للتدفقات الرأس مالية إلي الداخل، لتحديد أثره علي الاقتصاد المحلي (IMF, 2007). يتم استخدامها في حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية عن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني (معبراً عنها بفرص الاستثمارات الحقيقية المنتجة). وتصلح سياسة التعقيم لإدارة تدفقات رؤوس الاموال الدولية المؤقتة، وعلي صانعي السياسة أولاً وقبل أي شئ معرفة هل موجة التدفقات ذات طبيعة مؤقتة أو طويلة الأجل. ويمكن ان تؤدي سياسة التعقيم إلى نتائج عكسية لأنها تؤدي إلي إرتفاع سعر الفائدة المحلي بسبب عمليات السوق المفتوحة، وبالتالي تشجيع دخول المزيد من رؤوس الأموال وبالأخص الساخنة التي تسعى وراء الكسب عن طريق مراجعة الفائدة كما كان الحال في حالة إندونيسا وماليزيا خلال التسعينيات.

• التقييد المالي (خفض الإنفاق العام) Fiscal Tightening

- قد تقوم بعض الدول بخفض الإنفاق العام من أجل التخفيف من الضغوط التضخمية المصاحبة للتدفقات الرأس مالية، والحد من الإرتفاع في قيمة العملة. ويحقق هذا الخفض بعض المنافع تتمثل في الآتي:
- خفض أسعار الفائدة عن طريق إضعاف الطلب الكلي في فترات التدفقات الواردة المرتفعة وبالتالي إحباط دخول المزيد من التدفقات.
 - يساعد خفض الإنفاق العام علي معالجة المخاوف المتعلقة باستدامة الدين الحكومي، لذا تصبح السياسة المالية قادرة علي مواجهة التقلبات الدورية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية.
 - يشجع خفض الانفاق العام علي جذب واستقرار التدفقات طويلة الاجل.

ولكن لهذه السياسة المالية ثلاث نقاط ضعف فى مواجهة التدفقات (, Kawai and Takayi 2008)

- ١- تعتبر السياسة المالية أقل مرونة حيث إنها تحتاج قرار سياسى أو برلمانى كما يكون هناك تأخر فى التنفيذ.
- ٢- قد تؤدي إلى إعطاء إشارة بأنه يتم اتباع سياسات اقتصادية كلية كفاء وبالتالي دخول مزيد من رؤوس الأموال.
- ٣- محدودية القدرة على تطبيق سياسة التشديد المالى وخاصة فى المجتمعات الديمقراطية. ونتيجة لهذا يعتبر أثر تلك السياسة على إدارة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية محدود.

٢- الإجراءات الاحترازية Prudential measures

تهدف القواعد الاحترازية إلى تعزيز قدرة القطاع المالى على التصدي للخطر المتزايد وتنفيذ هذه القواعد عادة على مستوى المؤسسات الفردية. وللغرض التحليلي، من المفيد تقسيم هذه الإجراءات إلى "مخاطر النقد الأجنبي" (الإجراءات التي تعتمد على فئة المعاملات حسب العملة) والإجراءات الاحترازية الأخرى (Ostry et al., 2010).

➤ **الإجراءات الاحترازية لمواجهة مخاطر النقد الأجنبي:** تكون وفقاً للعملة، وليس وفقاً لأطراف المعاملة. وتطبق هذه التدابير على المؤسسات المحلية المالية، للبنوك في المقام الأول. وتشمل وضع قيود على استثمارات البنوك (الأصول بالنقد الأجنبي) وقيود على إقراض البنوك بالعملة الأجنبية، وكذلك فرض نسب مختلفة للإحتياطي النقدي وفقاً للإلتزامات بالعملة المحلية والعملة الأجنبية.

➤ **الإجراءات الاحترازية الأخرى:** تستهدف تقليل المخاطر المنتظمة تدريجياً، على سبيل المثال، وضع قيود على نمو الائتمان المحلي ومنع مخاطر تركيز القروض.

٣-ضوابط تدفقات رؤوس الأموال الدولية capital controls

تعرف القيود التي تفرض على انتقالات رؤوس الأموال الدولية على أنها التدابير أو الإجراءات الاقتصادية التي تؤثر على سلوك الفاعلين الاقتصاديين للحد من انتقالات رؤوس

الأموال الدولية. وقد تشمل هذه التدابير وضع القيود (أو منع) بعض (أو كل) أنواع المعاملات الرأسمالية التي يتضمنها ميزان المدفوعات بغرض المساعدة علي تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية (النشر ٢٠١١؛ Neely,1999).

تفرض الضوابط على رؤوس الاموال لمواجهة سلوك القطيع للمستثمرين و دورات الرواج والكساد لرؤوس الأموال الدولية ومواجهة هروب رؤوس الأموال. ولتقليل هذه المخاطر قامت بعض الدول بفرض انواع معينة من الضوابط على رؤوس الاموال الدولية، بحجة أن تلك الضوابط تساعد في الحد من رؤوس الاموال قصيرة الاجل المتقلبة (الارتداد المفاجئ لرؤوس الأموال) وتجنب أزمات ميزان المدفوعات وتقلب أسعار الصرف وانتشار الصدمات الاقتصادية، وبالإضافة إلى هذا فإن هذه الأداة توفر استقلالية لسياسة سعر الفائدة.

وتأخذ الضوابط بوجه عام شكلين أساسيين: الضوابط المباشرة / الكمية (أو الإدارية)، والضوابط غير المباشرة / السعرية (أو المبنية علي قوي السوق). تشمل الضوابط السعرية التي تعتمد علي السوق market price controls فرض ضرائب صريحة أو ضمنية علي التدفقات، وتحديد أسعار صرف مختلفة للمعاملات الرأسمالية. أما بالنسبة للضوابط الإدارية التي تعتمد علي الأدوات الكمية Quantity based administrative controls فتضم قيود صريحة وقيود كمية علي حجم المعاملات مثل حالات الحظر المباشر أو وضع موافقات رسمية لتحويل التمويل خارج الدولة (فمثلا تمنع الصين الدول الأجنبية مباشرة من الاستثمار في بعض الصناعات مثل الطاقة والاتصالات والمواصلات).

إن الأثر الواضح (وإن لم يكن بالضرورة الأكثر أهمية) للضوابط علي حركة رؤوس الأموال يتمثل في إمكانية اتباع سياسة نقدية مستقلة تسمح للبنك المركزي بإتباع أهداف تتجاوز مجرد التركيز علي معدلات التضخم المنخفضة و المستقرة ولكن هناك فوائد أخرى يمكن ذكرها من تطبيق تلك الآلية والتي تشمل إمكانية تغيير هيكل تدفقات رؤوس الأموال وفترات استحقاقها وتحقيق أهداف

وطنية أوسع نطاقاً من خلال السماح للبلدان أن تكون أكثر انتقائية فيما يتعلق بنوع الاستثمار الذي تحتاجه الدولة والقطاعات المستهدفة تطويرها.

وهناك جدل كبير حول تأثير إختيار نوع معين من الضوابط (السابق ذكرها) علي معنوية المستثمرين، فوفقاً لـ (2006) Stiglitz تعتبر الضوابط السعرية صديقة للسوق، فهي مرنة وأقل عرضة للتلاعب السياسي، بينما تعتبر القيود الكمية أقل شعبية داخل المجتمع المالي الدولي ولكنها أحياناً تقلل المخاطر بشكل أكثر فاعلية مقارنة بالتدخلات السعرية. وفي الواقع فإن المنهجين يتمتعان بمزايا معينة، كما أن معظم البلدان استخدمت مزيجاً من الإثنين. فتعتبر الضوابط السعرية مفيدة للغاية لأنها تقدم إجراءات وقائية prudential concerns في الاقتصادات النامية التي تفتقر إلي مؤسسات تنظيمية مالية مناسبة، كما أنها أكثر فاعلية في تغيير هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية، إلا أنه يمكن التحايل علي تلك الضوابط بسهولة حتي عندما تطبق علي نحو ملائم. وقد أشار (2010) Ostry et al. إلي أنه حتي لو قام المستثمرون بوضع استراتيجيات للتحايل علي تلك الضوابط، تعتبر تكلفة هذه العملية أعلي من العائد المتوقع منها. وأكد (2006) Stiglitz et al، إلي أن التدخلات يجب ألا تكون مثلي حتي تتسم بالفاعلية، فما يهم هو استمرار قدرة تلك الضوابط علي تحقيق استقرار التدفقات. وبالنسبة للضوابط الإدارية فيمكن استخدامها ولكنها غير متناغمة مع السوق وقد تؤدي إلي تراجع الاستثمار حتي بعد إزالة القيود، وتشير الأدلة إلي أنه في حالة ماليزيا زادت الاستثمارات بعد إزالة الضوابط Edison and Reinhart (2000).

٤- التجارب الدولية لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية مع إشارة خاصة لمصر

٤-١ إدارة تدفقات رؤوس الأموال في كوريا الجنوبية

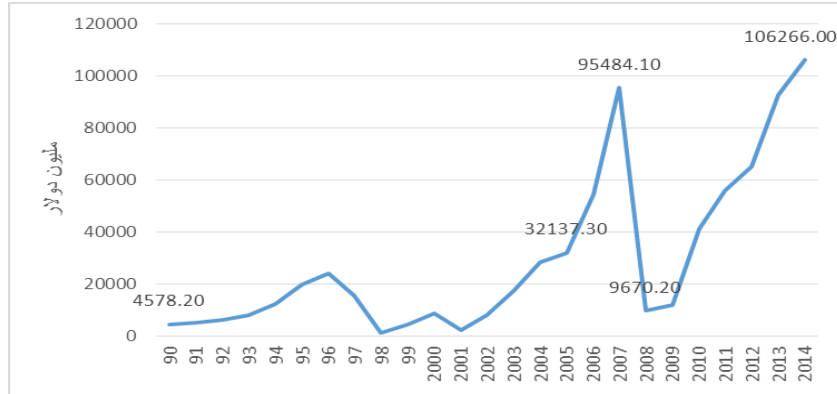
شهدت كوريا الجنوبية حجم كبير من تدفقات رؤوس الأموال الدولية حيث زاد إجمالي التدفقات من ٤ مليار دولار عام ١٩٩٠ إلي ٩٥ مليار عام ٢٠٠٧ ثم شهدت خروجاً لتدفقات

رؤوس الأموال عام ٢٠٠٨ ثم اخذت اتجاهًا تصاعدياً مرة أخرى لتصل إلى ١٠٦ مليار دولار عام ٢٠١٤ كما هو موضح في شكل رقم (٢). وتتسم التدفقات الواردة إلى كوريا الجنوبية بالتذبذب بدرجة كبيرة وخاصة أثناء الأزمات المالية، حيث شهدت انخفاض جميع التدفقات أثناء الأزمة المالية العالمية وبالأخص استثمارات الحافظة والاستثمارات الأخرى، بينما شهد الاستثمار الأجنبي المباشر قدرًا من المقاومة أثناء الأزمة المالية العالمية. ويوضح هيكل التدفقات الداخلة استحواذ القروض المصرفية (وخاصة قصيرة الأجل) واستثمارات الحافظة علي نسبة كبيرة من تدفقات رؤوس الأموال، أكثر من نصف التدفقات الخاصة الي الاقتصاد الكوري، ويتجه نصيب الاستثمار الأجنبي المباشر إلي الانخفاض.

وتؤثر بعض العوامل علي تدفقات رؤوس الأموال الواردة لكوريا الجنوبية مثل انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصاديات المتقدمة والرغبة في تجنب المخاطر العالمية وتعافي الاقتصاد الكوري بعد الأزمة المالية العالمية. وقد أدت التدفقات الواردة إلي كوريا الجنوبي خاصة تدفقات الحافظة الأجنبية زيادة الطلب على الأصول مباشرة، فمثلاً زيادة التدفقات الواردة الي سوق الأوراق المالية أدت الي زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة أسعارها ، وأيضاً أثرت تدفقات الحافظة على الأسواق الأخرى، فعلي سبيل المثال مع تدفق رؤوس الأموال إلي سوق الأوراق المالية زادت أسعار الأسهم ولكن العائد المتوقع على الأسهم انخفض ونتيجة لذلك استهدف المستثمر الحصول على عائد أعلى في أسواق الأصول الأخرى مثل سوق العقارات أو سوق السندات وهو ما وضع ضغوط على أسعار تلك الأصول. وشهدت كوريا زيادة في أسعار الأسهم بشكل ملحوظ كما هو موضح في الشكل رقم (٤) نتيجة زيادة الاستثمار الأجنبي داخل سوق الأوراق المالية المحلية.

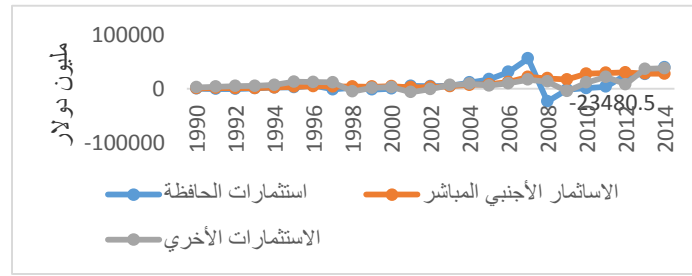
شكل (٢)

تطور تدفقات رؤوس الأموال الواردة الي كوريا خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤.



شكل (٣)

تطور هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى كوريا خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤



المصدر : international financial statistics, online database

<http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42>

شكل (٤)

تطور أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكورية
خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٦



المصدر : الموقع الرسمي للبنك المركزي الكوري

<http://www.bok.or.kr/eng/engMain.action>

وقد تم إتباع مجموعة من السياسات لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية في كوريا الجنوبية يمكن ذكرها فيما يلي:

- تم تحرير الحساب الرأسمالي في أوائل التسعينات، ففي عام ١٩٩٢ تم السماح للمستثمر الأجنبي بشراء أسهم كورية بنسبة ٣% من إجمالي أسهم شركة معينة (لكل فرد أجنبي) وفي عام ٩٣ تم تنفيذ بعض الإجراءات لتحرير وزيادة درجة إنفتاح القطاع المالي فتم إلغاء القواعد على شراء الأجانب لسندات الدين. وفي عام ٩٧ تم السماح للشركات المحلية بالاقتراض بدون قيود من الخارج مع فترة استحقاق لا تزيد عن عام.

- قامت كوريا بتشجيع الاستثمارات الدولية من خلال المؤسسات المالية والأفراد المقيمين وذلك من أجل التقليل من الآثار السلبية للتدفقات الواردة الي سوق المال المحلي. ففي عام ٢٠٠٧، تم تطبيق إعفاء ضريبي مؤقت لمدة ٣ سنوات على المكاسب المالية التي تم جنيها من خلال الاستثمار في الأسهم دولياً من قبل المستثمرين المحليين والشركات الاستثمارية.

- نظراً لأن القروض الخارجية قصيرة الأجل تمثل تهديداً بالنسبة للقطاع المصرفي الكوري، تم تنفيذ مجموعة من التدابير الشاملة، ففي نوفمبر ٢٠٠٩، تم تحديد مستويات أعلى للسيولة بالعملية الأجنبية للحد من مشكلة عدم تطابق آجال استحقاق الأصول والخصوم بالعملات الأجنبية لدى البنوك وتحسين جودة الأصول السائلة للبنوك، وفرض حد أقصى ١٢٥ % (نسبة إلى عائدات التصدير) على عقود الصرف الأجنبي الآجلة بين البنوك والمصدرين. وفرض قيود على التمويل من خلال hole sale funding (أي الاعتماد على مصادر أخرى للتمويل غير الودائع demand deposit مثل الودائع الأجنبية لتمويل الأنشطة المصرفية وإدارة المخاطر) وذلك من خلال الحفاظ على نسبة ١٠٠% للقروض إلى الودائع وبالتالي ستكون البنوك قادرة على تقديم قروضها للأسر أو الشركات من خلال الودائع الأساسية للبنك demand deposit. وأخيراً، تم تحديد معدل كفاية رأس المال وتطبيقه بشكل أكثر صرامة لاستيعاب الخسائر المحتملة عند القيام بالأنشطة المصرفية.

- تم فرض ضريبة احتراز الاستقرار الكلي Macroprudential Stability Levy على الخصوم بالعملية الأجنبية والتي لا تدخل ضمن الودائع (non-deposit FX liabilities) حيث تكون نسبة الضريبة كبيرة مع قصر فترة الاستحقاق حيث تصل إلى ٢٠% إذا كانت فترة الاستحقاق أقل من سنة.

- وفي يونيو ٢٠١٠، تم اتخاذ تدابير لخفض ديون البنوك الخارجية على المدى القصير لتصل إلى صفر zeroing bank short-term external debt. ففرضت السلطات ضوابط على نسبة المشتقات المالية الأجنبية إلى رأس مالها، للحد من الديون الخارجية قصيرة الأجل التي نتجت عن تقديم البنوك عقوداً آجلة للشركات. وكان الهدف من هذا الإجراء هو تقليل البنوك الخارجية والخروج المفاجيء لتدفقات رؤوس الأموال الدولية وخاصة من قبل فروع البنوك الأجنبية. وبالإضافة إلى ذلك، تم تعزيز التدابير التي اتخذت عام ٢٠٠٩ حيث تم اتخاذ تدابير جديدة للحد من القروض المصرفية بالعملية الأجنبية لمنع زيادة مديونية قطاع الشركات بالعملية الأجنبية. وأيضاً طلب من المؤسسات المالية الحد من عدم توافق آجال الاستحقاق للأصول والخصوم بالعملية

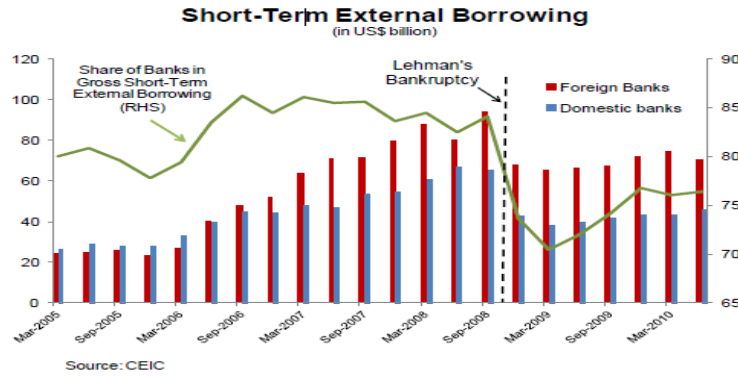
الأجنبية foreign exchange asset/liability maturity mismatch . وأخيراً، تم تخفيض نسبة العقود الآجلة لعائدات التصدير إلى ١٠٠% .

- في يناير ٢٠١١ فرضت السلطات مرة أخرى ضريبة على المشتريات الأجنبية لسندات الخزنة. وبالنسبة لمدي كفاءة السياسات التي تم تطبيقها في كوريا الجنوبية فيعتبر تأثير تلك السياسات محدود علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية. أما بالنسبة لتأثيرها علي القطاع المصرفي، فقد نجحت في تقليل الاقتراض قصير الأجل للبنوك من الخارج وذلك كما هو موضح من الشكل (٥)

٤-٢ إدارة تدفقات رؤوس الأموال في تركيا

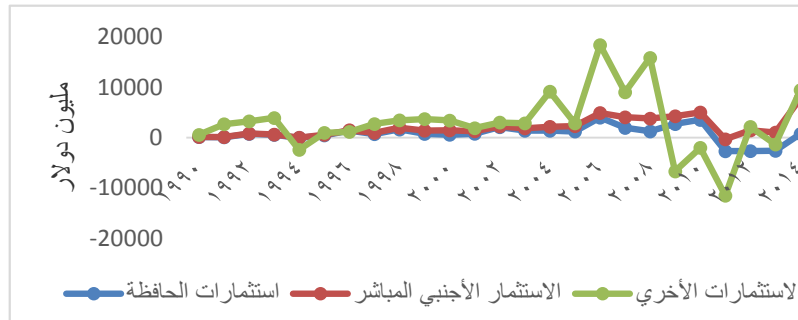
تأثرت تركيا بشكل كبير من الأزمة المالية العالمية (من خلال التجارة والقنوات المالية) فانخفضت الصادرات بشكل حاد نتيجة الانكماش الاقتصادي في المنافذ التصديرية (أوروبا) وانخفاض التمويل الأجنبي بشكل كبير، ولكن الاقتصاد التركي تعافى نتيجة اتباع سياسات نقدية تقلل من التقلبات الدورية مع إتخاذ بعض التدابير المالية. وقد ساعدت الأساسيات الاقتصادية الكلية القوية (انخفاض الديون السيادية ومديونية القطاع الخاص) على استدامة التعافي. وكرد فعل للتحدي المتمثل في زيادة عدم الاستقرار المالي نتيجة تدفقات رؤوس الأموال المنقلبة، لجأت تركيا إلي اتباع سياسات كلية - احترازية macro prudential policy .

شكل (٥) تطور الاقتراض الخارجي قصير الأجل خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠



وقد تغيرت طبيعة تدفقات رؤوس الأموال بعد الأزمة المالية العالمية إلى اقتصادات أوروبا الصاعدة وخاصة تركيا حيث أصبحت ذات آجال قصيرة الأجل، وقد استحوذت الاستثمارات الأخرى على جزء كبير من التدفقات الواردة (تمثل حوالي ٥٠% من الحساب المالي عام ٢٠١٠) مع إتسامها بدرجة عالية من التذبذب كما هو موضح في الشكل (٦). وقد انخفضت مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في الحساب المالي من حوالي ٥٠% إلى ١٣% في السنة السابقة للأزمة المالية.

شكل (٦): هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة إلى تركيا خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤



المصدر : International Financial Statistics ,Online Database

<http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42>

وقد أثرت مجموعة من العوامل علي تدفقات رؤوس الأموال الواردة إلي تركيا مثل أسعار الفائدة المنخفضة وسياسات التيسير الكمية المتبعة في الاقتصادات المتقدمة وانخفاض مخاطر عدم الاستقرار السياسي والتوقعات الموجبة بشأن النمو الاقتصادي وانخفاض مديونية القطاع العائلي مقارنة بباقي دول أوروبا إلي زيادة التدفقات.

وقد أدت التدفقات الواردة إلي تركيا إلي تمويل جزء كبير من عجز الحساب الجاري من خلال التدفقات قصيرة الأجل وارتفاع أسعار الأوراق المالية الحكومية وكذلك ارتفاع أسعار العقارات. كما أثرت التدفقات علي الاستقرار المالي مقاساً من خلال سعر الصرف ونمو الائتمان، وبتتبع سعر الصرف نلاحظ زيادة قيمة سعر الصرف بحوالي ٢٠% في الفترة ما بين ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ (نتيجة للعوامل الدولية)، أما عن المؤشر الثاني المتمثل في الائتمان المحلي فنلاحظ أنه علي الرغم من أن تركيا تقوم بعملية تنمية شاملة للقطاع المالي، زاد معدل النمو الإسمي للائتمان مقارنة بالنمو الإسمي للنتائج المحلي الإجمالي حيث بلغ معدلات نمو الائتمان الإسمي (سنوي) حوالي ٤٠% بعد الأزمة وهو ما يعني حدوث فقاعات أسعار الأصول وبالتالي إمكانية دخول الاقتصاد في أزمة ولذلك تم إتباع اطار جديد للسياسة النقدية التي سيتم شرحها فيما يلي. كما زادت نسبة القروض المتعثرة لتصل إلي حوالي ٤% من إجمالي القروض وحوالي ٨.٢٥% من بطاقات الائتمان.

وقد لجأت تركيا إلي مجموعة من السياسات لمواجهة زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية مثل إتباع تدابير لإدارة تدفقات رؤوس الأموال (CFM) التي سبق الإشارة إليها مع تطبيق سياسات تحوطية كلية. وقد قام البنك المركزي التركي بوضع توليفة من السياسات في الربع الأخير من عام ٢٠١٠ لتحقيق الاستقرار المالي ومواجهة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال والمتمثلة في:

- آلية الإحتياطي eserve option mechanism

- وضع ممر غير متماثل لسعر الفائدة بين الاقتراض لليلة واحدة والإقراض asymmetric interest rate corridor

جدول (٢)

إطار السياسة النقدية في تركيا في ظل رؤوس الأموال الدولية المتقلبة

المنهج القديم	المنهج الجديد	
تحقيق استقرار الأسعار	استقرار الأسعار + الاستقرار المالي	الأهداف
سعر الفائدة	ممر سعر الفائدة وألية الاحتياطي	الأدوات المتبعة

وفيما يلي عرض للسياستين والمزايا المرتبطة بهما في إدارة تدفقات رؤوس الأموال مع تقديم أدلة على كفاءتهما.

١. ممر سعر الفائدة interest rate corridor

يقدم البنك المركزي خدمة الإقراض والاقتراض لليلة واحدة (إقراض قصير الأجل للبنوك) في أسواق النقد. يعرف ممر سعر الفائدة علي أنه الفرق بين معدل الإقراض ومعدل الفائدة علي الودائع، ومن البديهي أن يضع البنك المركزي ممر ضيق حول المعدل المستهدف وبالتالي ضمان اقتراب معدل سعر الفائدة في سوق المال الي المعدل المستهدف مما يساعد على منع أو عدم تحفيز تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال خلق عدم تأكد (مقصود) حول الفائدة قصيرة الأجل. وقد يقوم البنك المركزي بخفض الحد الأدنى لسعر الفائدة أثناء فترات دخول تدفقات رؤوس الأموال وزيادة الحد الأدنى أثناء خروج التدفقات وبالتالي حدوث تقلبات أكثر اعتدالاً بالنسبة للمعروض من الأموال الأجنبية بمعنى آخر تساعد تلك السياسة على تسليخ عرض التمويل الأجنبي وبالتالي تقل تقلبات سعر الصرف.

أيضاً تستخدم هذه السياسة كسياسة تحوطية لاحتواء توسع الائتمان المحلي فوجود سعر فائدة للإقراض مرتفع يعني ارتفاع تكلفة التمويل من البنك المركزي وبالتالي عدم قيام البنوك بالاقتراض من البنك المركزي لتوسيع النشاط الائتماني. هناك استخدام آخر لتلك السياسة، وهو أن

البنك المركزي يستطيع توجيه معدل الفائدة بطريقة غير تقليدية على أساس يومي من خلال عمليات السيولة بدلاً من تحديد سعر الفائدة بشكل مسبق كما هو الحال في الإطار التقليدي وفي هذه الحالة تمتلك السياسة النقدية مرونة كبيرة في التعامل مع تذبذبات رؤوس الأموال الدولية. وقد قام البنك المركزي التركي بتطبيق هذه السياسة في أواخر ٢٠١٠ وقام باستخدام الحدود العليا والدنيا بعد قرار البنك الفيدرالي باتباع سياسة نقدية تيسيرية (QE2) فقرر البنك المركزي التركي خفض الحدود الدنيا وتوسيع الممر من أجل منع تدفقات رؤوس الأموال قصير الأجل. وفي أواخر ٢٠١١ و ٢٠١٢ حدثت أزمة الديون الأوروبية، وبالتالي قام البنك المركزي بزيادة الحدود العليا (رفع سعر الفائدة) لمنع ارتداد تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

٢. آلية الإحتياطي (ROM)

في حالة السياسة التقليدية، يقوم البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف بشكل مباشر للتقليل من تقلبات سعر الصرف نتيجة زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال عمليات السوق المفتوح حيث يتم امتصاص الزيادة في تدفقات النقد الأجنبي. أما عن الآلية الحديثة المتمثلة في آلية الإحتياطي النقدي Reserve option mechanism حيث تتم إدارة الإحتياطي النقدي بالعملة الأجنبية داخل القطاع المصرفي من أجل تقليل الأثار السلبية الناجمة عن تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية على الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي في تركيا. ويتم السماح للبنوك بحمل احتياطي أجنبي طوعية سواء بالعملة الأجنبية أو ذهب. تعتبر هذه الآلية أداة استقرار تلقائي automatic stabilizer للتغيرات في تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال إعطاء مرونة للبنوك التركية لتعديل الإحتياطي بالنقد الأجنبي وفقاً لمتطلبات السيولة.

وأثناء وجود طفرة لتدفقات رؤوس الأموال يجد البنك سهولة في الافتراض بالعملة الأجنبية (نتيجة إنخفاض تكلفة التمويل بالعملة الأجنبية) وبالتالي اختيار آلية ROM يسهل عملية إدارة السيولة. ومن ناحية الاقتصاد الكلي، ستعتبر نسبة العملات الأجنبية التي يتم الاحتفاظ بها في

البنك المركزي عامل مساعد لتقليل الضغوط على العملة ونمو الائتمان المحلي، وعلاوة على ذلك تساعد الأصول بالعملة الأجنبية على حماية الميزانية العمومية للبنك من الارتفاع المفاجئ في تكلفة تمويل بالعملة الأجنبية.

مدى كفاءة السياسات المتبعة؟

نلاحظ أنه مع تنفيذ السياسات الاحترازية في تركيا منذ أواخر ٢٠١٠ حدث تحسن بالنسبة للعجز في الحساب الجاري حيث انخفض عجز الحساب الجاري من ١٠% من الناتج المحلي الإجمالي الي ٦% بنهاية ٢٠١٢. أيضاً كان من أهداف السياسات الجديدة هو منع زيادة قيمة سعر الصرف وتقلبات أسعار الصرف فنلاحظ زيادة قيمة سعر الصرف اليرا التركي بحوالي ٢٠% نتيجة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل ومع تطبيق السياسات الجديدة المتمثلة في زيادة الاحتياطي وتقليل الحد الأدنى لممر سعر الفائدة إنخفضت قيمة سعر الصرف بحوالي ١٥% حتى عام ٢٠١١، كما تم إحتواء مشكلة نمو الائتمان السريع الذي وصل الي ٣٠% في نهاية ٢٠١٠ لينخفض الي ٢٥% بنهاية عام ٢٠١١ و ١٨% عام ٢٠١٢.

وقد قام (Aysan Fendoglu and Kiki (2013) بدراسة درجة مقاومة الاقتصاد التركي للعوامل الخارجية من خلال دراسة حساسية إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الواردة الي تركيا بالنسبة للعوامل الخارجية بعد تطبيق السياسات الاحترازية باستخدام عينة تتكون من ٤٦ دولة أوضحت النتائج أن تركيا كانت أكثر حساسية للعوامل الخارجية مقارنة بباقي الاقتصادات قبل تطبيق تلك السياسات وأصبحت أقل حساسية بعد تطبيقها.

أما عن (Binici et al (2013) فقاموا بدراسة العلاقة بين سرعة نمو الائتمان المحلي وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتم التوصل الي أن أدوات السياسة وخاصة نسبة الاحتياطي النقدي وسياسات سعر الفائدة المتبعة ساعدت على احتواء نمو الائتمان. وتشير الأدلة التطبيقية إلي أن تلك السياسة تساعد على دعم الاستقرار النقدي وتقليل دورات الائتمان المحلي أما عن سياسة ROM فقد ثبتت فاعليتها في احتواء الضغط على سعر صرف الليرة مقابل الدولار.

٣-٤ إدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية في مصر

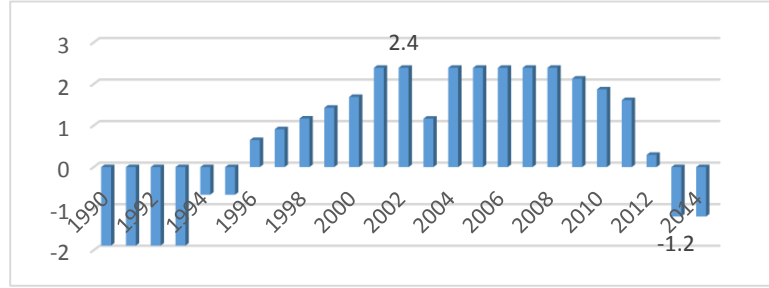
قامت مصر بإلغاء القيود القانونية المفروضة على دخول وخروج تدفقات رؤوس الأموال منذ أوائل التسعينات تدريجياً ومنذ ذلك الحين شهد الاقتصاد فترات من الراج والكساد لتدفقات رؤوس الأموال الداخلة بشكل ملحوظ. ويمكن تتبع درجة الانفتاح المالي لاقتصاد المصري من خلال تتبع المؤشر الرسمي للانفتاح المالي الصادرة عن تقرير صندوق النقد الدولي الذي يشتمل على القيود والقواعد التي تحكم المعاملات الجارية والرأسمالية والقواعد المفروضة على المقيمين وغير المقيمين. وقد قام Chinn -Ito بحساب مؤشر الانفتاح المالي. وكلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما زادت درجة الانفتاح المالي (Chinn and Ito,2013). يوضح الشكل رقم (٧) انخفاض درجة الانفتاح المالي خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ ثم ارتفعت قيمة المؤشر مع ظهور آثار التحرير المالي الذي تضمنه برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي حيث أزيلت القيود على التعاملات بالنقد الأجنبي، وتم توحيد كافة أسواق النقد في أكتوبر ١٩٩١ وبالتالي ارتفاع قيمة المؤشر خلال الفترة ١٩٩٦ - ٢٠١١ ثم بدأت قيمة المؤشر في الانخفاض خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٤ نتيجة التوترات السياسية التي شنتها مصر مع إندلاع ثورة ٢٥ يناير وخروج حجم كبير من تدفقات رؤوس الأموال الدولية وهو ما أدى إلي فرض بعض القيود على الحساب الرأسمالي المصري بشكل ملحوظ.

شكل (٧)

تطور مؤشر kaopen خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤

^١ يمكن الرجوع إلي الدراسة التالية لمعرفة المزيد عن مؤشر KAOPEN الذي حسبه Chinn -Ito لقياس درجة انفتاح الحساب الرأسمالي

http://www.web.pdx.edu/~ito/kaopen_Chinn-Ito_hi0523.pdf



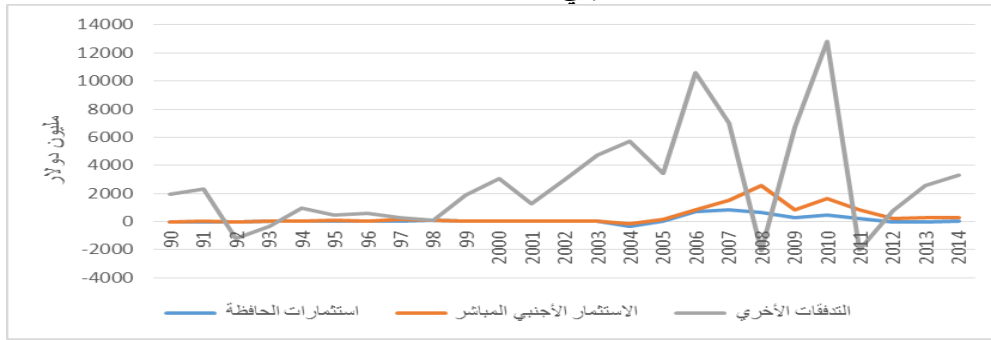
المصدر: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

وبالنسبة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤ فيمكن تقسيمها إلى أربع مراحل. تتمثل المرحلة الأولى في ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الداخل خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٤، حيث زادت التدفقات بسبب عوامل الجذب المتمثلة في برنامج ERSAP والتحسين في مناخ الاقتصاد الكلي محلياً (وتحويلات العاملين وانخفاض أسعار الفائدة العالمية. أما المرحلة الثانية ١٩٩٦-١٩٩٨، فهي تعكس الدور الكبير لسوق الأوراق المالية في جذب تدفقات رؤوس الأموال إلى مصر (Al-Mashat, 1999) حيث ارتفعت استثمارات الحافظة نتيجة تحسن وضع الاقتصاد الكلي بشكل عام بالإضافة إلى تحسن التصنيف الائتماني لمصر من قبل المؤسسات الدولية، المرحلة الثالثة ٢٠٠٤-٢٠٠٦، حيث ارتفعت خلالها تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل في إطار سعي الحكومة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر والخصخصة، المرحلة الرابعة ٢٠٠٨-٢٠١٤ والتي شهدت تقلبات كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الدولية مع حدوث الأزمة المالية العالمية حيث انخفضت التدفقات الواردة إلى مصر بشكل كبير بحوالي ٣٣% ثم عادت الارتفاع مرة أخرى لتصل إلى ١٢ مليار دولار، وقد خرج حجم كبير من تدفقات رؤوس الأموال الدولية أثناء ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ لتسجل -٢ مليار دولار، ومع استقرار الأحوال السياسية في مصر وعودة البرلمان المصري لأداء مهامه التشريعية بانتخابات نزيهة عادت الثقة في الاقتصاد المصري ومهدت الطريق لعودة الاستثمارات الأجنبية إلى مصر. ويعتبر الاستثمار

الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر أكثر التدفقات استقراراً مقارنة بالتدفقات الأخرى المتمثلة في استثمارات الحافظة والقروض المصرفية الدولية (تعتبر الأكثر تقلباً).
وبنتبع هيكل التدفقات الواردة إلى مصر نلاحظ زيادة نسبة بند الاستثمارات الأخرى المتمثل في القروض المصرفية الدولية مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات الحافظة وهو ما يزيد من مخاطر عدم الاستقرار المالي لأنها تتسم بالتقلب الشديد كما هو موضح من الشكل (٨).

شكل (٨)

هيكل التدفقات الواردة إلى مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤



المصدر: : International Financial Statistics ,online database

<http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42>

وبالتالي تزداد أثناء الأزمات مما يهدد استقرار القطاع المصرفي. وكما هو موضح من الجدول (٣) يتجه إجمالي رصيد الدين الخارجي للزيادة خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٧ حيث زاد من ٣٥ مليار دولار عام ٢٠١١ إلى ٦٦ مليار دولار أي ما يقرب من الضعف، كما زادت نسبة إجمالي الدين الخارجي إلى الصادرات من السلع والخدمات من ٥٧% إلى ١٤١% خلال نفس الفترة، وكذلك تتجه نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى الزيادة حيث زادت من

١٣% إلى ٢٦%، كما انخفضت نسبة الاحتياطي إلى إجمالي الدين الخارجي من ٥٠.٢% إلى ٢٩.٧% خلال الفترة المذكورة وهو ما يعني زيادة الهشاشة المالية في الاقتصاد المصري.

تؤثر مجموعة من عوامل الجذب والطرْد في تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى مصر. وقد تمثلت عوامل الجذب خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠١٠ في التحرير المالي المطبق في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، وبالأخص تحرير العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات وإلغاء الحدود العليا لسعر الفائدة، وتطوير سوق لأدوات الخزنة وتطبيق سياسة نقدية متشددة مما أدى إلى ارتفاع سعر الفائدة وتدفق المزيد من رؤوس الأموال الدولية. وكذلك تنشيط سوق الأوراق المالية مما أدى إلى جذب تدفقات الحافظة بشكل كبير. أما عن الفترة من ٢٠١٠ - ٢٠١٤ فقد شهدت مصر العديد من الضغوط الاقتصادية التي أدت إلى تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة إلى مصر، فمثلاً زادت الضغوط المالية الخارجية وتعديل سعر الصرف حيث وصل عجز الحساب الجاري لأكثر من الضعف إلى نحو ٨.٩ مليار دولار على أساس سنوي خلال الفترة (يوليو - ديسمبر) ٢٠١٥، وذلك نتيجة انخفاض عائدات صادرات السلع، وانخفاض عائدات السياحة وعائد قناة السويس، مع تقلص الدعم المالي من دول مجلس التعاون الخليجي، وانخفاض قيمة التدفقات الأجنبية. وانخفض العائد السياحي من 7.2 مليار دولار في عام ٢٠١٤ إلى نحو ٦.1 مليار دولار في عام ٢٠١٥ وذلك بعد الوصول لقمته خلال عام ٢٠١٠ ليسجل نحو ١٢.٥ مليار دولار قبل انتفاضات الربيع العربي، وقد تعرض العائد السياحي للانخفاض مرة أخرى خلال عام ٢٠١٦. ووفقاً للبنك المركزي المصري فقد سجل عدد السياح انخفاضاً بنسبة ٤٦% على أساس سنوي حيث سجل نحو ٣٤٧,٠٠٠ سائح خلال فبراير ٢٠١٦، مع العلم أن عدد السياح كان قد بدأ في التحسن بعد أزمة ظلت خمس سنوات، ويواجه قطاع السياحة عاماً صعباً بالإضافة إلى تأثير الأحداث السلبية الأخرى ومنها تحطم الطائرة الروسية في منتصف مايو ٢٠١٦. وقد زاد صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نحو

٦.٧ مليار دولار في عام ٢٠١٥ حيث يغطي ٤٠% من عجز الحساب الجاري، ولكن مازالت مصر تحتاج لتدفقات نقدية لتغطية العجز. وقد ساعد دعم دول مجلس التعاون الخليجي علي زيادة الاحتياطي النقدي لدي البنك المركزي خلال شهر أبريل من نفس العام ٢٠١٥ ولكن تعرضت هذه الاحتياطيات للضغوط خلال النصف الثاني من العام. شكل (٩)

جدول (٣)

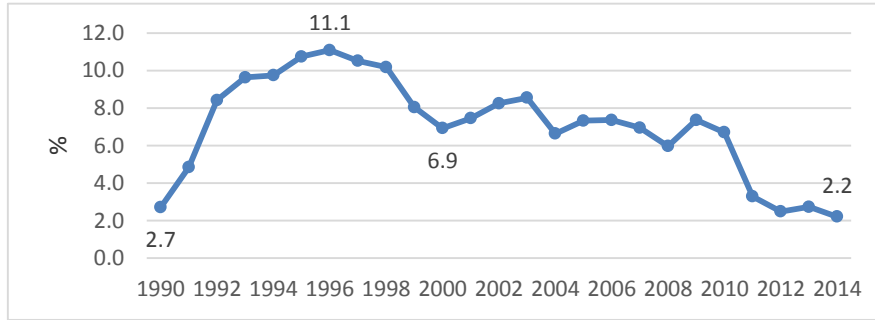
تطور الدين الخارجي في مصر خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٧

٢٠١٧ (تقديري)	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	رصيد الديون الخارجية
66,416	58,001	44,607	39,624	44,444	39,997	٣٥,١٤٥	الإجمالي (مليون دولار)
53,094	49,398	39,288	34,980	40,232	31,939	30,724	العامة - طويلة الأجل (مليون دولار)
99	71	43	21	12	20	16	الخاصة - طويلة الأجل (مليون دولار)
7,724	3,592	1,259	1,302	1,384	1,381	1,379	صندوق النقد الدولي (مليون دولار)
5,499	4,940	4,017	3,321	2,816	6,657	3,026	قصيرة الأجل (مليون دولار)
140.9	127.3	80	59.2	70.7	60.3	٥٧	إجمالي الدين / صادرات من السلع والخدمات (%)
26.1	21.5	14.8	13	15.7	14.8	13.6	إجمالي الدين / الناتج المحلي الإجمالي (%)
29.7	32.1	34.7	36.5	36.3	37.3	50.2	الإحتياطي / إجمالي الدين (%)

المصدر: The Economist Intelligence Egypt, Country Risk Service, 2016. Unit

شكل (٩)

تطور الإحتياطي إلي أشهر الواردات خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤



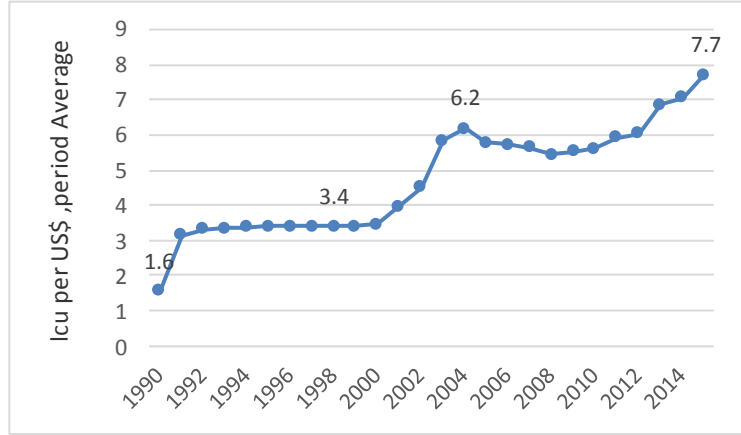
المصدر : World Development Indicators , Online Database

ولجأ البنك المركزي المصري في مارس ٢٠١٦ إلى سياسة خفض قيمة العملة المحلية من ٧.٧٣ إلى ٨.٨٥ مقابل الدولار بسبب قلة توافر النقد الأجنبي شكل (١٠). وتتوقع "فيتش" وصول عجز الحساب الجاري إلى ٤.٤٪ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال عام ٢٠١٦، وذلك نظراً لانخفاض النقد الأجنبي كغطاء للواردات، وضعف سعر صرف، وارتفاع الرسوم الجمركية وتعقيدات لوائح الاستيراد وانخفاض أسعار النفط، وتفترض أيضاً تدهوراً كبيراً في ميزان الخدمات. وقد تحسن وضع ميزان المدفوعات بسبب الدعم المالي المُقدم من دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية. ومع ذلك، فإن الاحتياطي النقدي غطي تمويل المدفوعات الخارجية لنحو ثلاثة أشهر. مع العلم أن هذه الأرقام لا تأخذ في اعتبارها اتفاق قرض صندوق النقد الدولي.

أثر أيضاً التصنيف الائتماني غير المستقر لمصر من قبل مؤسسات التمويل الدولية علي زيادة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة حيث احتلت مصر التصنيف الائتماني C وفقاً لتقييم المخاطر السيادية ومخاطر العملة ومخاطر القطاع البنكي والمخاطر السياسية ومخاطر الهيكل الاقتصادي ومخاطر الدولة، جدول (٤) (EIU,2016).

شكل (١٠)

تطور سعر الصرف الإسمي خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٥



المصدر : World Development Indicators , Online Database

جدول (٤)

التصنيف الائتماني لمصر عام ٢٠١٦

مخاطر الدولة	مخاطر الهيكل الإقتصادي	مخاطر سياسية	مخاطر القطاع البنكي	مخاطر عملة	مخاطر سيادية	أغسطس ٢٠١٦
CCC	CCC	CC	CCC	CC	CCC	

وبتفصيل المخاطر الرئيسية التي تتعرض لها مصر نجد ثلاثة أنواع من المخاطر:

أولاً: المخاطر السيادية:

يرجع انخفاض مخاطر العجز عن الوفاء بالتزامات الدين الخارجي لمصر إلي القروض المُقدمة من صندوق النقد الدولي والجهات العربية المانحة، بالإضافة إلي بدء تنفيذ الإصلاحات المالية والهيكلية خلال الفترة المتوقعة نتيجة لإتفاق تمويل صندوق النقد الدولي في أغسطس

الماضي. وبالرغم من ذلك مازال تصنيف مصر مُقيد نتيجة للعجز المالي الكبير وعجز الحساب الجاري، بالإضافة إلي الانخفاض المحتمل للدعم المالي المُقدم من الخليج العربي.

ثانياً: مخاطر العملة:

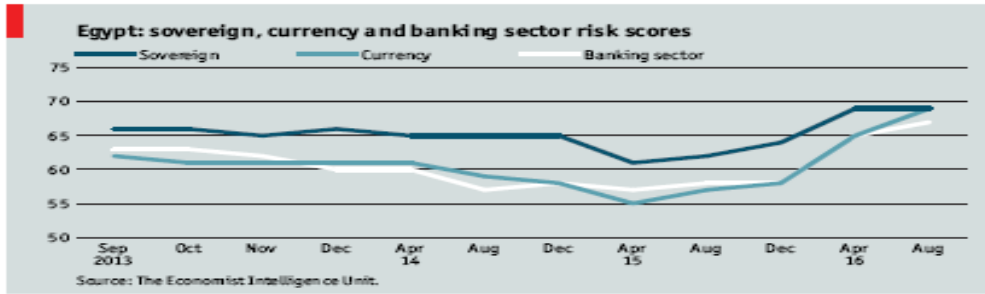
سيقوم البنك المركزي المصري بالمزيد من تخفيض العملة المحلية، على الرغم من أن التخفيض الغير منضبط والمحسوب غير مستحب. ومع ذلك فإن تدهور الوضع الخارجي، وتقلب سعر الصرف، والنقص المستمر للعملة الأجنبية سوف يؤدي إلي استمرار الفجوة الواسعة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في السوق الموازي (السوداء) خلال الفترة المقبلة.

ثالثاً: مخاطر القطاع المصرفي

يعاني القطاع المصرفي من اختلالات هيكلية عميقة تظهر بوضوح في الوضع السلبي للأصول الأجنبية لدى البنوك وتأثرها الدائم بهشاشة الموقف المالي للحكومة. ومازال القطاع المصرفي يعاني من عدم توافر الدولار التي تشتد الحاجة إليه بسبب التداول السريع للدولار في السوق الموازية. ولكن سيلعب التمويل المُقدم من صندوق النقد الدولي دوراً إيجابياً في قدرته على توفير السيولة المحلية والمساعدة في إقراض القطاع الخاص لتعزيز النمو الاقتصادي. شكل (١١).

شكل (١١)

مخاطر القطاع المصرفي المصري خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠١٦



المصدر: The Economist Intelligence Unit , sept 2016, Country Risk Service

ويتفصيل مؤشرات المخاطر الرئيسية التي تتعرض لها مصر بالمقارنة بدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وباقي الأسواق الناشئة فيمكن إيضاحها في الجدول رقم (٥). أثرت أيضاً السياسة النقدية الانكماشية (رفع سعر الفائدة) علي زيادة تدفق رؤوس الأموال المضاربة إلي مصر، فبشكل عام توجه السياسة النقدية إلي حد كبير لكبح جماح التضخم المتوقع الناتج عن الانخفاضات الأخيرة والمستقبلية للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي. ولتحقيق هذه السياسة، لجأ البنك المركزي المصري إلي رفع أسعار الفائدة الرئيسية ١٠٠ نقطة أساس في ١٦ يونيو ٢٠١٦ وذلك للمرة الثالثة مع العلم أن الزيادة الأخيرة التي اتخذها البنك المركزي لأسعار الفائدة كانت في ١٧ مارس ٢٠١٧ بواقع ١٥٠ نقطة أساس. وهو ما يؤدي إلي المزيد من تدفق رؤوس الأموال الدولية إلي مصر

نتيجة

جدول (٥)

مؤشرات المخاطر الرئيسية لمدة ١٢ شهر و ٤٨ شهر

متوسط الأسواق الناشئة	متوسط الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	تصنيف متوسط CCC	مصر	%
٤٦.٢	٦٠.٧	٥٣.١	٩٢.٠	إجمالي الدين العام / من الناتج المحلي الإجمالي
٤٠.٤	٣٥.٤	٣٤.٢	١٧.٠	إجمالي الدين الخارجي / من الناتج المحلي الإجمالي
٠.٠	٠.٠	١.٣	٠.٠	الفائدة والمتأخرات ان وجدت / من إجمالي الدين الخارجي
٦٥.٥	٤٢.٢	٨٧.٧	٧٢.٧	صافي الدين الخارجي / من الصادرات
-٠.٢	١.١	-٠.٢	-٠.١	الرصيد العام المالي الأساسي / من الناتج المحلي الإجمالي المطلوب لاستقرار الدين العام / نسبة الناتج المحلي الإجمالي
١١١.٧	١٠٣.٤	٥١.٥	٥١.١	احتياطيات النقد لأجنبي/ من إجمالي متطلبات التمويل الخارجي
٣٤٦.٢	٣٧٣.٢	٢٦٩.٧	٢٦٩.٨	احتياطيات النقد لأجنبي/ الدين الخارجي قصير الأجل

٠.٥	-٤.٥	-٧.٦	٠.٢	احتياطات النقد لأجنبي (متغيرة على مدار الستة أشهر الأخيرة)
١٣.٣	-١.٦	٣٧.٩	-٢٦.٠	موقف البنوك من الأصول الأجنبية / إجمالي قيمة الأصول الأجنبية
٣.٣	٤.٥	١.٧	-١.٠	الإلتزام المصرفي للقطاع الخاص / من الناتج المحلي الإجمالي (متغير في الـ ٣٦ شهر الأخيرة بالنقاط المئوية)
٠.٠	-٩.٩	-١٢.٩	١٤.٩	سوق الأسهم (متغير على مدار الـ ٢٤ شهر الأخيرة)
علي مدار الـ ١٢ شهر الأخيرة				
٠.٨	-١.٩	١.١	٠.٣	متوسط القيمة الحقيقية للأموال - أسعار فائدة السوق
-٣.٤	-١١.٢	-٥.٠	-١١.٧	التوازن المالي/ من الناتج المحلي الإجمالي
٧.٩	١١.٣	٤.٨	١٢.٢	الفائدة المدفوعة على الدين العام / من إيرادات الحكومة
-٦.٥	-١٢.٥	-٨.٨	-١٨.٨	نمو الصادرات بالدولار الأمريكي
-٣.١	-٤.٧	-٨.١	-٦.٤	رصيد الحساب الجاري / من الناتج المحلي الإجمالي
١٠.٧	١٠.٨	١٠.٩	٧.٦	استحقاق خدمة الدين / من الصادرات
٢.٧	٢.٩	٢.٧	١.٤	إستحقاق الفائدة / من الصادرات
٥.٨	٦.٦	٣.٨	٣.٠	متوسط تغطية الواردات (بالشهر)
٥.١	٣.٥	٧.٤	٤.٦	قروض البنوك - الإيداع (بالنقاط المئوية)
٨.٨	٨.٣	١٤.٧	١٥.٩	التغير في الإلتزام المصرفي للقطاع الخاص
علي مدار الـ ٤٨ شهر الأخيرة				
-٢.٧	-٢.٩	-٩.٢	-٣.٧	متوسط ميزان الحساب الجاري / من الناتج المحلي الإجمالي
٣.٥	٢.٨	٣.١	٢.٨	متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي
٣.٩	٣.٢	٦.٥	١٠.٢	متوسط معدل التضخم
٣.٤	١٣.٤	٨.٢	١٠.٦	التغير في سعر الصرف الحقيقي المرجح تجارياً

المصدر: The Economist Intelligence Unit , sept 2016, Country Risk Service

وجود فروق سعر فائدة كبيرة بين مصر والاقتصاديات المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة التي اتبعت سياسة التيسير الكمية منذ الأزمة المالية العالمية 1 and 2 Quantitative easing. وبالتالي من الضروري دراسة أثر رفع أسعار الفائدة الأمريكية من جانب مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) من عام ٢٠١٧ علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة إلي مصر.

أما عن تدهور وضع المالية العامة في مصر فقد ساهم بشكل كبير في انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة نتيجة عدم الثقة في الاقتصاد، ولذلك تسعى الحكومة إلي تخفيض عجز الموازنة إلي نحو ٥.٥% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول ٢٠١٨/٢٠١٩ كجزء من اتفاقية تمويل صندوق النقد الدولي. وغالباً قد لا يتحقق هذا الهدف خاصة مع التوترات السياسية

والاقتصادية التي تشهدها مصر مما يؤثر سلباً على عملية الإصلاح المالي وقد اتضح ذلك في ميزانية ٢٠١٦/٢٠١٧ التي اعتمدت من البرلمان والتي تشهد نحو ١٢.٩% زيادة اسمية في الإنفاق الحكومي على أساس سنوي (على الرغم من ارتفاع مستويات التضخم والذي يؤدي إلى تآكل الإنفاق الإضافي بالقيمة الحقيقية). كما أن هناك عقبات أخرى كالحفاظ على المستويات المرتفعة من الإنفاق المجتمعي، حيث أكد المسؤولين على أن خفض الدعم يصحبه زيادة في الإنفاق على شبكة الأمان الإجتماعي لمحدودي الدخل. وإلى حد كبير يعتمد الهدف الأساسي الذي يتوقعه صندوق النقد الدولي على أن المعدلات الحقيقية لنمو الناتج المحلي الإجمالي متفائلة نتيجة الإيرادات الضريبية المتوقعة (مؤسسة فيتش، ٢٠١٦). ويهدف مشروع الموازنة العامة للعام المالي ٢٠١٧-٢٠١٨ الذي لا يزال مطروح أمام البرلمان إلى خفض عجز الموازنة العامة إلى نحو ٩.٨% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويندرج في الموازنة إجراءات إصلاح ضريبي تُقدر بنحو ١.٤٣% من الناتج المحلي الإجمالي (في الغالب تمثل ضريبة القيمة المضافة) وإجراءات غير ضريبية بنحو ١.٤٨% من الناتج المحلي الإجمالي. والإصلاحات الغير ضريبية تشمل العديد من الإجراءات الصغيرة من أهمها ما يمثل نحو ٠.٥% من الناتج المحلي الإجمالي من الإصلاحات في دعم الوقود والكهرباء.

وفي الواقع فإن هذه الموازنة تم بنائها على أساس الزيادة الكبيرة لمدفوعات الفائدة، وأيضاً تبرز الزيادة الكبيرة في الإنفاق الاستثماري الذي بلغ نحو ١٠٧ مليار جنيه مقارنةً بالذي تم تقديره وهو ٧٢.٣ مليار جنيه والذي كان من الصعب الوصول إليه. وتفترض الموازنة وصول النمو الحقيقي إلى ٥.٢% وهو ما يزيد عن توقعات فيتش. وبشكل عام، تتوقع فيتش أن يظل العجز في قطاع الموازنة أكبر من المستهدف في مشروع الموازنة، ليقترب من ١١% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

وقد ارتفع حجم الدين العام للحكومة إلى نحو ٨٩.١% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال العام المالي ٢٠١٥، ومن المُقدّر أن تكون قد وصلت النسبة إلى نحو ٩٠.٣% بحلول العام المالي ٢٠١٦ - ٢٠١٧. وعلي الرغم من أن الدين الموحد الخارجي للحكومة منخفض نسبياً، إلا أن تخفيض قيمة العملة المصرية أمام الدولار الأمريكي في مارس بنسبة ١٤% كان له تأثير علي زيادة رصيد الدين. وتتوقع فينتش ارتفاع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى ٩٠.٥% في العام المالي ٢٠١٧ - ٢٠١٨، نظراً للانخفاض المحدود في حجم العجز وتوقع مزيد من الانخفاض في سعر الصرف للجنيه المصري.

وبالرغم من ارتفاع مطالبات القطاع المصرفي علي الحكومة، فالبنوك المحلية تملك وفرة من العملة المحلية لشراء أذون الخزانة، وتتطلع الحكومة للاستفادة من أسواق الدين الدولية، علي الرغم من أنها ستواجه مخاطر عالية. كما أنه في ظل الانخفاض المستمر لسعر الصرف فإن دول الخليج لا تستطيع الاستمرار في توفير المساعدات الكبيرة لمصر مستقبلاً، لذلك فإن الدعم المُقدم من صندوق النقد الدولي سيعيد للمستثمرين الأجانب الثقة في أدوات الدين الحكومية.

وبالنسبة للعوامل الخارجية المؤثرة علي تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية خلال الفترة الفترة الحالية إلي مصر فتتمثل في اتباع سياسة التيسير الكمية من قبل الولايات المتحدة (تأثير موجب علي تدفقات رؤوس الأموال الواردة) وتوقعات تعافي نمو الاقتصاد العالمي من ٣.١% عام ٢٠١٦ إلي ٣.٤% عام ٢٠١٧ (تأثير موجب علي التدفقات) وخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وبالتالي توقع انخفاض التدفقات التجارية والمالية بين بريطانيا والاتحاد الأوروبي (يعتمد التأثير علي اتجاه تدفقات بريطانيا ومدى قدرة مصر علي جذب تلك التدفقات).

وبالنسبة للسياسات التي تم اتباعها لإدارة التدفقات الرأسمالية فتتمثل في الآتي:

• **سياسة التعقيم:** انعكس ارتفاع حجم التدفقات الداخلة خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠٦ في تراكم الاحتياطيات من النقد الأجنبي لدي البنك المركزي حيث زاد حجم الاحتياطيات وعدد أشهر الواردات التي تغطيها بصورة مطردة منذ ١٩٩١ حتي وصلت إلي ٢٠.٣ مليار دولار عام ١٩٩٧. وبعد مرحلة من احتقان النقد الأجنبي، استمرت من ١٩٩٩ - ٢٠٠٢، انخفض خلالها

مستوي الاحتياطات، بدأت مرحلة جديدة من الزيادة ابتداءً من ٢٠٠٣ بمفعول تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلي الداخل. وكان رد فعل البنك المركزي خلال ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال الداخلة هو تبني سياسة التعقيم وذلك من خلال بيع أذون وسندات الخزانة الحكومية. وكان الغرض الأساسي من سياسة التعقيم هو تحييد أثر التدفقات للتقليل من الضغوط التضخمية وكذلك المحافظة علي سعر الصرف الاسمي المربوط. وقد أدت سياسة التعقيم إلي ارتفاع أسعار الفائدة مما أدى إلي جذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

• **تعويم سعر الصرف:** وبالنسبة للفترة من ٢٠٠٣-٢٠٠٦ تم إعلان تعويم الجنيه منذ يناير ٢٠٠٣ لكنه كان مدار من قبل البنك المركزي. وقد لجأ البنك المركزي مرة أخرى لسياسة التعقيم لمواجهة ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال الدولية الداخلة وذلك عن طريق بيع أذون الخزانة. وقد استمر اتجاه رفع سعر الفائدة حتي وقتنا الحالي. ثم تم تعويم الجنيه عام ٢٠١٦ من أجل الحصول على قرض صندوق النقد الدولي وتقليل المضاربة علي العملة المحلية عام ٢٠١٦.

• **الإلتزام بتطبيق إتفاقية بازل ٣** التي تلزم البنوك بتحسين نفسها جيداً ضد الأزمات المالية في المستقبل، وبالتغلب بمفردها على الاضطرابات المالية التي من الممكن أن تتعرض لها دون مساعدة أو تدخل البنك المركزي أو الحكومة قدر ما أمكن و تهدف الإصلاحات المقترحة بموجب إتفاقية بازل 3 إلى زيادة متطلبات رأس المال وإلى تعزيز جودة رأس المال للقطاع البنكي حتى يتسنى له تحمل الخسائر خلال فترات التقلبات الاقتصادية الدورية وتقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولانتقال إلى نظام بازل الجديد يبدو عملياً إذ أنه سوف يسمح للبنوك بزيادة رؤوس أموالها خلال فترة ثماني سنوات على مراحل، إذ أن تبني المعايير المقترحة سوف يتطلب من البنوك الاحتفاظ بنسب عالية من رأس المال وكذلك برأسمال ذي نوعية جيدة.

فاعلية السياسات المطبقة لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية في مصر

لم تتجح سياسات إدارة تدفقات رؤوس الأموال الواردة (السابقة) في تقليل المخاطر المرتبطة بتلك التدفقات حيث زاد عدم استقرار سعر الصرف في مقابل الدولار وزادت أنشطة المضاربة نتيجة زيادة تدفقات رؤوس الأموال الساخنة مقارنة بالاستثمارات طويلة الأجل. أيضاً نلاحظ تراكم الدين العام نتيجة اتباع سياسة التعقيم بشكل مستمر مما يؤدي إلي تكبد البنك المركزي تكاليف عالية (قدرتها بعض الدراسات حوالي ١% من الناتج المحلي الإجمالي). أيضاً أدت الإدارة الحالية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي زيادة الدين الخارجي وخاصة الديون قصيرة الأجل. وبالتالي لابد من إعادة النظر في تلك السياسات، مراعاة زيادة التمويل من خلال أسهم الملكية مقابل التمويل من خلال الدين *Equity versus debt* لأنه ينقل المخاطر إلي الدولة المصدرة لرؤوس الأموال بعيداً عن مستخدم تلك الأموال. ينبغي أن تستخدم تدفقات العملة الأجنبية للاستثمار في الأصول التي تولد عائداً بالعملة الأجنبية *foreigncurrency earning assets* يتم توجيه الاقتراض بالعملة الأجنبية (قرض صندوق النقد الدولي) لتمويل الاستثمارات الموجهة لزيادة القدرة الإنتاجية للقطاعات الاقتصادية مما يؤدي إلي زيادة الفائض التجاري في المستقبل لتمويل التزامات الديون الخارجية بالعملة الأجنبية (BIS (2008). كما انه يتعين توجيه قرض صندوق النقد الدولي للاستثمار بدلاً من الاستهلاك حيث يؤدي توجيه تدفقات رؤوس الأموال لتمويل إنفاق القطاع الحكومي إلي عدم القدرة علي تحقيق الاستدامة المالية. وأخيراً يمكن تطبيق الضوابط علي رؤوس الأموال الدولية الواردة بشكل يسمح بتغيير هيكل تدفقات رؤوس الأموال وفترات استحقاقها وأن تكون أكثر انتقائية فيما يتعلق بنوع الاستثمار الذي تحتاجه الدولة والقطاعات المستهدفة تطويرها.

وبالنسبة لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الخارجة **Capital outflows**، فقد شهدت مصر خروجاً كبيراً لتدفقات رؤوس الأموال الدولية منذ ثورة يناير ٢٠١١ نتيجة لعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي وكذلك نتيجة لبعض العوامل الدولية المتمثلة في تكرار حدوث أزمات مالية وانتقال العدوي المالية بين الدول من خلال تدفقات رؤوس الأموال الدولية. أيضاً من المتوقع أن يحدث

خروج لتدفقات رؤوس الأموال الدولية من مصر مع الإلغاء التدريجي لسياسات التيسير الكمية المتبعة في الولايات المتحدة.

يمكن إدارة تدفقات رؤوس الأموال الخارجة من خلال فرض ضوابط علي رؤوس الأموال الخارجة من خلال التنسيق بين السياسات الاقتصادية القائمة، فعلي سبيل المثال لم تنجح تلك القيود في الأرجنتين عام (٢٠٠١-٢٠٠٢) وأوكرانيا عام ٢٠٠٨ لعدم اتساق السياسة النقدية مع سياسة سعر الصرف. فبالتالي يجب أن تطبق تلك الضوابط في إطار خطة إصلاح اقتصادي متكاملة.

يجب أن تدار التدفقات الخارجة في المقام الأول من خلال استخدام سياسات اقتصادية كلية هيكلية ومالية مناسبة، عندما تكون تدفقات رؤوس الأموال الخارجة كبيرة ولكنها لا تمثل تهديداً للاستقرار الاقتصادي و المالي كما حدث في كوريا، وروسيا، وجنوب أفريقيا خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١. أيضاً يمكن إعطاء أولوية للتدابير التي لا تميز على أساس الإقامة بل على أساس العملة، كما يجب فرض تلك الضوابط بشكل مؤقت وإزالتها عند تحقق الغرض من تطبيقها (IMF 2012).

هناك بعض الأمثلة للتدابير التي يقترح تطبيقها في الفترة الحالية للتقليل من خروج رؤوس الأموال الدولية بناء على التجارب الدولية مثل حظر البيع علي المكشوف وتنظيم صارم على العمليات المصرفية الدولية و الانتظار لمدة سنة لغير المقيمين لبيع أرباحهم من الأوراق المالية (تم تطبيقها في ماليزيا أثناء أزمة ١٩٩٨) ووضع شروط للموافقة علي الاستثمار في الخارج، تجميد تداول أذون الخزانة قصيرة الأجل، وإطالة آجال استحقاق الدين المحلي، كذلك فرض قيود على عملية التحويلات إلى الخارج من قبل غير المقيمين. (تم تطبيقها في روسيا ١٩٩٨).

^١ تعتبر سياسة التيسير الكمية أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية حيث يقوم البنك بشراء سندات حكومية أو سندات أخرى من السوق وذلك من أجل تقليل سعر افائدة وزيادة عرض النقود .

^٢ يمكن الرجوع إلي بنك التسويات الدولية للمزيد عن مفهوم السيولة الدولية ومؤشراتها عبر الموقع الإلكتروني الآتي:

<http://www.bis.org/statistics/gli.htm>

^٣ سعر الصرف المرن هو ذلك السعر الذي يسمح بتحركه صعوداً وهبوطاً في إطار محدد وهو ما يعرف بالثعبان النقدي بحيث يكون هناك سعر صرف مستهدف كسعر توازني ويسمح بتقلب سعر السعر حوله في حدود (+) أو (-) نسبة معينة ولتكن ٥% أو ١٠%.

قائمة المراجع

- النشار، ساره، ٢٠٠٩، الدين العام والإدارة الاقتصادية الكلية في مصر (مع التركيز علي أثر تحرير الحساب الرأسمالي علي تراكم الدين العام المحلي)، رسالة مقدمة للحصول علي درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد.
- صليب، أمانى، ٢٠١١، مخاطر العولمة المالية علي الأسواق المالية الناشئة مع إشارة خاصة لمصر، رسالة مقدمة للحصول علي درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد
- Tresor –Economics ,july 2010,which emerging countries have experienced sudden stop of capital inflows during the recent crisis, No.76.
- Garcia, Clara, 2004, Capital inflows , policy responses, and their ill consequences : Thailand , Malaysia, and Indonesia in the decade before the crises , Political economy research institute , working paper series no.81.
- Hwee,Chow,2008, Managing Capital Flows: The Case of Singapore, ADB Institute Discussion Paper No. 86
- Kim, Soyoung & Yang, Doo, 2008, Managing Capital Flows:The Case of the Republic of Korea, ADB Institute Discussion Paper No. 88.
- Cuadra,et al.,(2010), Global liquidity, capital flows and challenges for policymakers: the Mexican experience,BIS paper No.57.

- Jara, Alejandro,2013, The Chilean experience managing capital inflows,Policy Workshop on: “International Capital Flows and Financialisation of the South African Economy: Policy Options for Stimulating Employment-driven New Growth Path” Pretoria, 3-4 October 2013.
- European Central Bank, Sept 2016, Dealing with large and Volatile capital flows and the Role of the IMF, IRC Task force on IMF Issues
- Fratzscher, Marcel,2011, Push factors versus pull factors as drivers of global capital flows,CEPR’s policy portal .
- Johnston ,R. & Inci Robe ,1999, Modernized approach to managing the risks in cross border capital movement , IMF policy discussion paper pdp/99/6
- Bank of international settlement, Dec 2008, Financial globalization and emerging market capital flows, BIS Papers No 44.
- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Ivan Canales-Kriljenko and Andrei Kirilenko. 2000. “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization,” IMF Occasional Paper 190, (Washington DC).
- Levine, Ross, (2006) A New Database on Financial Development and Structure, available at <http://go.worldbank.org/X23UD9QUX0>.
- Yap, Josef T. 2008. Managing Capital Flows: The Case of the Philippines. ADBI Discussion Paper 91. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Yu, Yongding. 2008. Managing Capital Flows: The Case of the People’s Republic of China.ADBI Discussion Paper 96. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

- García , Clara , Capital inflows, policy responses, and their ill effects: Thailand, Malaysia, and Indonesia in the decade before the crises, Universidad Complutense de Madrid
- <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/epm/miembros/garcia2007.pdf>.
- Cordero, JoséAntonio & Juan Antonio, 2010, Capital Controls and Monetary Policy in Developing Countries, center for economic policy and research, Washington, D.C.
- Kregel, Jan, April 2009, Managing the Impact of Volatility in International Capital Markets in an Uncertain World, The Levy Economics Institute, [Working Paper No. 558](#).
- IMF, Fiscal rules dataset:
<http://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/map/map.htm>
- Takagi, Shinji & Masahiro Kawai, March 2008, A Survey of the Literature on Managing Capital ,ADB Institute, Discussion Paper No. 100
- Claessens, Stijn, Swatish R. Ghosh, Roxana Mihet, 2013, Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities," Journal of International Money and Finance 39
- Acharya, Viral, 2013, "Adapting Micro -prudential Regulation for Emerging Markets", Report commissioned by the World Bank's Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network, May (Washington: The World Bank). In Otaviano Canuto and Swati R. Ghosh (eds.), Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets, World Bank, Washington, D.C. pp. 57
- IMF, 2012, Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department; the Strategy, Policy, and Review Department; and the Research Department, in consultation with the Legal Department

