

المجلة العلمية التجارة والتمويل

<https://caf.journals.ekb.eg>



أليات تأثير التغيرات في سعر الفائدة علي عجز الموازنة العامة و كيفية عملها في الاقتصاد
المصري

خالد ابراهيم ابراهيم سيد احمد.

أستاذ مساعد قسم الاقتصاد والمالية العامة، كلية التجارة، جامعة طنطا، مصر.

تاريخ النشر الالكتروني: يونيو 2024

للتأصيل المرجعي سيد احمد، خالد ابراهيم ابراهيم. أليات تأثير التغيرات في سعر الفائدة علي عجز الموازنة العامة و
كيفية عملها في الاقتصاد المصري ، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، المجلد 44 (2) 461-487.

المعرف الرقمي: caf.2024.371044/10.21608

للتواصل مع المؤلف: khaled.ahmed@commerce.tanta.edu.eg

أليات تأثير التغيرات في سعر الفائدة علي عجز الموازنة العامة و كيفية عملها في الاقتصاد المصري

خالد ابراهيم سيد احمد.

أستاذ مساعد قسم الاقتصاد والمالية العامة، كلية التجارة، جامعة طنطا، مصر.

تاريخ المقالة

تم استلامه في 1 مايو 2024، وتم قبوله في 3 يونيو ، وهو متاح على الإنترنت يونيو 2024

المستخلص:

في ظل الارتفاعات في سعر الفائدة في الاقتصاد المصري بدءا من عام 2016 ، و مع استعادة حدوث نفس هذه الارتفاعات في برنامج الاصلاح الاقتصادي في التسعينات من القرن الماضي ، تدور التساؤلات حول ما إذا كانت هذه الارتفاعات في سعر الفائدة تؤدي الي زيادة مدفوعات خدمة الدين العام المحلي و بالتالي زيادة العجز في الموازنة العامة للدولة ، أو أنها سوف تمثل رادع تلقائي لوضعي السياسات من اجل استخدام سياسات مالية انكماشية لعدم الدخول في مصيدة الدين و هو ما يعرف بفرضية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق market-induced fiscal discipline . و يتركز اهتمام البحث الحالي حول القنوات أو الأليات التي يمكن أن ينتقل من خلالها التأثيرات المحتملة للتغيرات في سعر الفائدة إلي العجز في الموازنة العامة. كما يركز أيضا علي كيفية عمل قنوات التأثير هذه في الاقتصاد المصري. و ذلك باستخدام البيانات المتاحة لفترة برنامج الاصلاح الاقتصادي المدعوم من صندوق النقد الدولي عام 2016 و حتي 2020 و مقارنتها ببيانات فترة مناظرة لها لبرنامج الاصلاح الاقتصادي المدعوم أيضا من الصندوق و ذلك لاحتوائهم علي نفس رويته السياسات تقريبا، وذلك للتحقق من استقرار رد الفعل لنفس السياسات رغم اختلاف الفترة الزمنية. و تم اطالة الفترة الخاصة للبرنامج السابق للتحقق من النتائج. و توصلت الدراسة الي أن ألية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق هي المسيطرة . و أوصت بالتركيز علي السياسة المالية التي اثبتت فاعليتها خلال جميع فترات المقارنة مع محاولة الاستمرار علي السياسة المالي الانكماشية لفترة أطول حتي مع انخفاضات سعر الخصم.

الكلمات المفتاحية: سعر الفائدة و عجز الموازنة- الانضباط المالي المحفز بقوي السوق - تعقيم أثر التدفقات- الاصلاح الاقتصادي- العجز الأولي.

Abstract:

In light of the rises in the interest rate in the Egyptian economy starting in 2016, and with the resumption of the occurrence of these same rises in the economic reform program in the nineties of the last century, questions revolve around whether these rises in the interest rate lead to an increase in domestic public debt service payments. Consequently, the deficit in the public budget will increase, or it will represent an automatic deterrent for policy makers to use contractionary financial policies to avoid entering into the debt trap, which is known as the hypothesis of

market-induced fiscal discipline. The interest of current research is focused on the channels or mechanisms through which the potential effects of changes in interest rates can be transmitted to the general budget deficit. It also focuses on how these channels of influence work in the Egyptian economy. This is done by using the data available for the period of the economic reform program supported by the International Monetary Fund from 2016 to 2020 and comparing it with data for a corresponding period of the economic reform program also supported by the Fund, because they contain almost the same policy prescription, in order to verify the stability of the reaction to the same policies despite Time period difference. The special period of the previous program was extended to verify the results. The study concluded that the financial discipline mechanism stimulated by market forces is dominant. It recommended focusing on the fiscal policy that has proven effective during all comparison periods, while trying to continue the contractionary fiscal policy for a longer period, even with decreases in the discount rate.

key words: Market discipline mechanism - Interest rates and the budget deficit - Sterilizing the effect of flows - Economic reform - Primary deficit.

1: مقدمة:

في ظل الارتفاعات في سعر الفائدة في الاقتصاد المصري بدءاً من عام 2016 ، و مع استعادة ذكريات حدوث نفس هذه الارتفاعات في برنامج الإصلاح الاقتصادي في التسعينات من القرن الماضي ، تدور التساؤلات حول ما إذا كانت هذه الارتفاعات في سعر الفائدة تؤدي الي زيادة مدفوعات خدمة الدين العام المحلي (حيث أن سعر الفائدة يمثل تكلفة الاقتراض الحكومي ، و بما أن مدفوعات الفائدة عن الدين العام هي أحد مكونات النفقات العامة، فإن زيادة سعر الفائدة يمكن أن يترتب عليه زيادة في جانب النفقات العامة)، و بالتالي زيادة العجز الإجمالي في الموازنة العامة للدولة Overall Fiscal Deficit ، أو أنها سوف تمثل رادع تلقائي لوضعي السياسات من اجل استخدام سياسات مالية انكماشية لعدم الدخول في مصيدة الدين و هو ما يعرف بفرضية أو آلية عقاب السوق market discipline او بشكل أكثر وضوحاً " الانضباط المالي المحفز بقوي السوق " market-induced fiscal discipline .

و تمثل سعر الفائدة كتكلفة الاقتراض الحكومي و آلية عقاب السوق قناتان هامتان من القنوات التي يمكن أن تمارس من خلالها التغييرات في سعر الفائدة عملها في التأثير علي عجز الموازنة العامة.

و يلاحظ في هذا المجال أن أثر التغييرات في سعر الفائدة يمكن أن يكون علي العجز الإجمالي مباشرة أو من خلال التأثير علي العجز أو الفائض الأولي أو الأساسي في الموازنة العامة Primary Fiscal Deficit or Surplus و هو عبارة عن الإيرادات العامة مطروحاً منها النفقات العامة بدون مدفوعات الفائدة ، أو بطريقة أخرى يمثل العجز الإجمالي مطروحاً منه مدفوعات الفائدة.

1-1 مشكلة البحث

ارتفعت اسعار الفائدة في الاقتصاد المصري ارتفاعات متتالية منذ تعويم سعر صرف الجنيه المصري في نوفمبر 2016 . حيث ارتفع سعر الخصم المعلن من البنك المركزي المصري كم 12.5% في اكتوبر 2016 الي 15.5% في نوفمبر 2016 في نفس توقيت الاعلان عن تعويم سعر الصرف، و استمر في الارتفاع تدريجيا الي ان وصل 19.25% في يناير 2018 ، ثم بدأ في الانخفاض حتي وصل الي 8.75% في فبراير 2022 ، وبعدها عاود الارتفاع من جديد ، كما يتضح من الشكل التالي رقم (1):



شكل 1.: تطور سعر الخصم في الفترة من يوليو 2014 الي يونيو 2023

المصدر: باستخدام بيانات من (<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series>).

وبالإضافة الي الآثار الخطيرة لتغيرات سعر الفائدة علي قرارات الدخار و الاستثمار و ما يترتب علي ذلك من تأثيرات علي مستوى النشاط الاقتصادي، يثور التساؤل حول ما هية التأثيرات التي يمكن أن تحدث للعجز في الموازنة العامة من جراء هذه التغيرات. و يرجع ذلك لوجود عدد من القنوات أو الآليات التي يمكن أن تؤثر تغيرات سعر الفائدة من خلالها علي الموازنة العامة ، و التي قد تتعارض في اتجاه تأثيرها علي رصيد الموازنة العامة، و هو ما يعني احتمالية أن يلغي تأثير بعضها الأثر المحتمل للبعض الأخر.

و علي ذلك تتمثل مشكلة البحث في الاجابة علي التساؤل حول ما هي القنوات التي يحتمل أن ينتقل من خلالها التأثير المحتمل للتغير في سعر الفائدة إلي العجز في الموازنة العامة ، و أي هذه القنوات أكثر تأثيرا في الاقتصاد المصري.

1-2: حدود البحث

الحدود الزمنية: يعتمد البحث على البيانات المتاحة لفترة برنامج الاصلاح الاقتصادي المدعوم من صندوق النقد الدولي عام 2016 و حتى 2020 و مقارنتها ببيانات فترة مناظرة لها لبرنامج الاصلاح الاقتصادي المدعوم أيضا من الصندوق و ذلك لاحتوائهم على نفس رويشة السياسات تقريبا، وذلك للتحقق من استقرار رد الفعل لنفس السياسات رغم اختلاف الفترة الزمنية. و تم اطالة الفترة الخاصة للبرنامج السابق للتحقق من النتائج.

الحدود المكانية: استهدفت الدراسة الاقتصاد المصري.

1-3: أهمية البحث

ترجع أهمية هذا البحث إلى أهمية المشكلة التي يتناولها في الوقت المعاصر و المتمثلة في الأليات التي تمارس من خلالها الارتفاعات المتتالية لسعر الفائدة في الاقتصاد المصري تأثيرها علي عجز الموازنة و كيفية عملها في الاقتصاد المصري، وذلك لمحاولة تتبع هذه الأليات لتوجيه تأثيرها علي الاقتصاد المصري الي الاتجاه المرغوب .

1-4: هدف البحث

يهدف البحث إلى التعرف على الأليات التي يحتمل ان ينتقل من خلالها تأثير التغيرات في سعر الفائدة الي العجز في الموازنة العامة للدولة و كيفية عمل هذه الأليات في الاقتصاد المصري.

1-5: فروض البحث

يحاول البحث التحقق من فرض عدم تساوي قوة الأليات التي ينتقل من خلالها تأثير التغيرات في سعر الفائدة الي نسبة العجز في الموازنة العامة الي الناتج المحلي الاجمالي. حيث يرجح سيطرة الأليات التي تربط المتغيرين بعلاقة عكسية.

1-6: منهج البحث

يستخدم البحث المنهج التحليلي المقارن، اعتمادا علي تحليل بيانات فترات زمنية متشابهة في الظروف و السياسات ، و ذلك للتأكد من مدى استقرار ردود فعل المتغيرات الاقتصادية. و قد تم استخدام فترة خمس سنوات لبرنامج 2016 و ذلك لعدم توافر بيانات فعلية كاملة لما يليها من سنوات . تم اختيار فترة المقارن بالخمس سنوات الاولي في برنامج 1991. و كذلك لتجنب تأثير الازمات في الفترة التالية لها (جائحة كورونا و الحرب الروسية الاوكرانية) علي سلوك المتغيرات محل البحث. و قد تم استخدام الاشكال البيانية في المقارنة و سلك لقصر الفترة الزمنية و أيضا لوضوح العلاقة بين المتغيرات بيانيا.

1-7: خطه البحث

و تنقسم الدراسة الحالية إلى ثلاثة أقسام بخلاف المقدمة. و هي علي الترتيب: القسم الثاني ويمثل الإطار النظري للبحث و يتناول القنوات التي يمكن أن تؤثر من خلالها التغيرات في سعر الفائدة علي عجز الموازنة العامة ويشمل بعض الدراسات السابقة. علي أن يشتمل القسم الثالث من الدراسة علي الجانب التطبيقي و يشتمل علي عرض لواقع الاقتصاد المصري و مدي امكانية انطباق التحليل السابق عليه. تم نختمم بالنتائج و التوصيات.

2: الإطار النظري للبحث

من استعراض الأدب الاقتصادي و الأبحاث السابقة في هذا المجال يمكن تقسيم أهم القنوات التي يمارس من خلالها التغير في سعر الفائدة تأثيره علي العجز في الموازنة العامة الي قسمين : أولهم هو انتقال التأثير من خلال الأثر علي مدفوعات الفائدة ، أي من خلال الأثر علي قيمة العجز الاجمالي (الذي يتضمن مدفوعات الفائدة) أو نسبته الي الناتج المحلي الاجمالي. و الثاني من خلال التأثير في قيمة العجز أو الفائض الأولي أو نسبته إلي الناتج المحلي الاجمالي . و يمكن توضيح ذلك فيما يلي:

2-1: الأثر علي العجز الاجمالي

توجد هنا آليتان لانتقال الأثر من سعر الفائدة الي العجز في الموازنة العامة و هما التعامل مع سعر الفائدة كتكلفة للاقتراض الحكومي و الأخرى من خلال عمليات التعقيم.

2-1-1: سعر الفائدة كتكلفة للاقتراض الحكومي

أول ما قد يتبادر إلى الأذهان عند تغير سعر الفائدة هو الاثر على عجز الموازنة العامة للدولة من خلال التأثير على مدفوعات الفائدة التي هي جزء من العجز الإجمالي للموازنة العامة ، وذلك على اعتبار أن سعر الفائدة هذا هو تكلفة الاقتراض الحكومي الذي تتحمله الموازنة.

ويمكن إثبات أهمية سعر الفائدة كمحدد لعجز الموازنة العامة بافتراض بسيط بأن الموازنة العامة حققت عجزاً لسنة واحدة ، وتم اقتراض قيمة هذا العجز من الجمهور ، ثم تساوت بعد ذلك إيرادات الدولة مع نفقاتها بدون مدفوعات الفائدة (أي أن العجز الأولي = صفر) في جميع السنوات التالية ، في هذه الحالة سوف يكون عليها أن تقترض لتدفع فوائد الدين في السنة التالية ، وفي نهاية السنة التالية يزيد العجز بمقدار الفوائد السابقة بالإضافة إلى الفوائد المستحقة عليها، أي أن العجز سوف ينمو إلى ما لا نهاية بمعدل مركب يتساوى مع سعر الفائدة على القروض الحكومية (Hamilton and Flavin , 1986) .

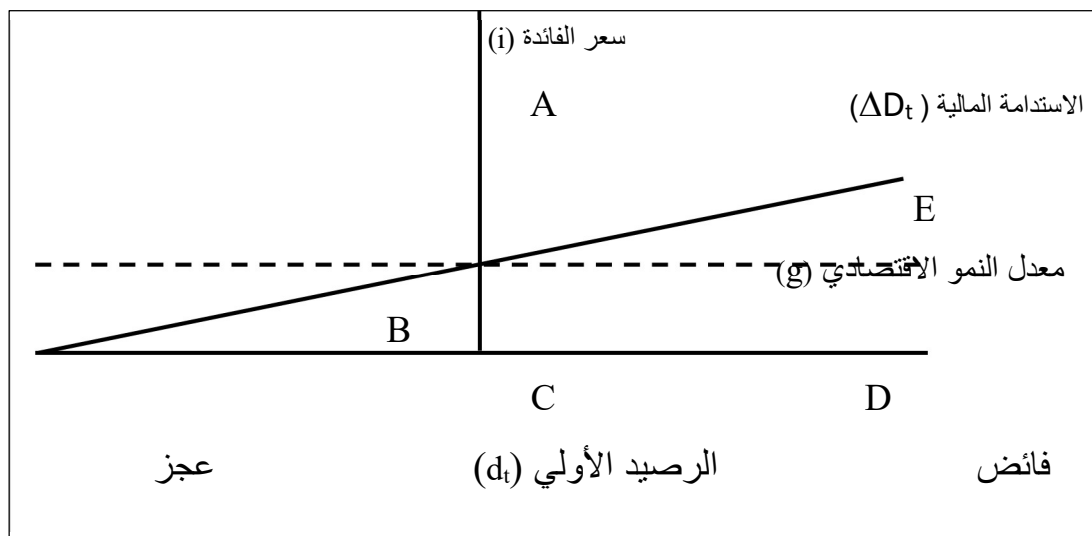
وتقودنا هذه النقطة للحديث عن الاستدامة المالية (Abdel – Haleim, 2016) Fiscal Sustainability ، ويمكن التعبير عنها بأنها الحالة التي يكون فيها نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي مستقرة أو تميل إلى الانخفاض ، فالاستدامة المالية في هذا المجال لا تعتمد على سعر الفائدة فقط ولكن تعتمد أيضاً على مقدار الفوائض المستقبلية في الموازنة العامة والتي سوف تستخدم في خدمة الديون السابقة. والتي تعتمد بدورها على معدل النمو الاقتصادي الذي يعتبر مؤثراً على القدرة على توليد ضرائب أكبر تستخدم حصيلتها في تغطية برامج الإنفاق الحكومي و سداد مدفوعات الفوائد عن الديون العامة المتركمة.

ويمكن التعبير عن العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي والاستدامة المالية باستخدام معادلة ديناميكية الدين العام التالية (Boskin, 1987) :

$$\Delta D_t = d_t + (r_t - g_t)D_t$$

حيث ΔD_t التغير في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في السنة الحالية ، تساوي نسبة العجز الأولي إلى الناتج المحلي الإجمالي في السنة الحالية d_t مضافاً إليه الفرق بين سعر الفائدة الإسمي ومعدل النمو الإسمي $(r_t - g_t)$ مضروباً في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في السنة الحالية D_t .

ويرجع الاستعانة بالمعادلة السابقة لتوضيح أن قيمة معدل الفائدة في حد ذاته ليست هي المحدد فقط للاستدامة المالية والتغير في العجوزات المستقبلية في الموازنة العامة ، ولكن يتوقف الأمر أيضاً على وجود عجز أو فائض أولي من ناحية، و على العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل النمو ، ويمكن تمثيل شكل مبسط لهذه العلاقة في الشكل التالي رقم (2):



شكل 2. سعر الفائدة والنمو الاقتصادي والاستدامة المالية

المصدر: (Mason, 2018)

حيث يوضح منحني الاستدامة المالية التوليفات المختلفة لكل من سعر الفائدة والأرصدة الأولية للموازنة (العجز والفائض) التي يتحقق عندها ثبات نسبة الدين العام المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، وتعتبر نقطة تقاطع منحني الاستدامة المالية مع المحور الراسي عن أنه إذا كان العجز الأولي = صفر ، معدل الفائدة = معدل النمو ، فسوف تستقر نسبة الدين. وتعتبر المنطقة A حيث $(i > g)$ ، $(d_t > 0)$ عن زيادة انفجارية لنسبة الدين إلى الناتج . و المنطقة B حيث $(i < g)$ ، $(d_t > 0)$ تعبر عن استمرار Dt في الزيادة بشكل محدود . بينما تعبر المنطقة C حيث $(i < g)$ مع عجز أولي عن اتجاه نسبة الدين للانخفاض بشكل محدود. بينما تعبر المنطقة D حيث $(i < g)$ مع وجود فائض أولي إلى انخفاض نسبة الدين للناتج المحلي الإجمالي إلى الصفر مع تحقيق فوائض. وكذلك الحال في المنطقة E حيث $(i > g)$ و لكن يعوض ذلك زيادة الفوائض الأولية.

ويتضح مما سبق أن ارتفاع مدفوعات الفائدة يمثل ضغطاً إضافية على الحسابات المالية ، مما يخلق إمكانية الدخول في حلقة مفرغة من الزيادة في الدين العام (Albo, 2004) كما يظهر في المنطقة A في الشكل السابق.

وبصرف النظر عن معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي (الذي لا يخضع لسيطرة الحكومة) فإن الفائض الأولي هو الأداة الرئيسية لتحقيق الاستقرار في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، فالفائض الأولي يجب ان يساوي مدفوعات الفائدة لتحقيق الاستقرار (Cafiso & Cellini, 2022).

وقد تساءل Grain et al. (2019) اعتماداً على هذه العلاقة عما إذا كانت فترات انخفاض أسعار الفائدة هي الوقت المناسب لإصدار الديون أم لا ، وكانت إجابته على ذلك بأن القرار في هذا الشأن يعتمد على سبب انخفاض أسعار الفائدة ، فإذا كان السبب هو زيادة تفضيل الادخار فإن الاستدامة المالية تسمح بزيادة الدين في هذه الفترة ، أما إذا كان السبب هو اتجاه النمو في الناتج للانخفاض فلا يكون زيادة العجز في الموازنة وبالتالي الدين العام في هذه الفترة مناسباً.

2-1-2: عمليات التعقيم Sterilization process :

عمليات التعقيم تصاحب عادة تدفقات رأس المال في المراحل الأولى من برامج التثبيت أو الاستقرار الاقتصادي الناشئة عن تعويم أسعار الصرف. لأن هذه التدفقات الداخلة تساهم في تراكم الاحتياطيات لدى البنك المركزي. وعادة لا ترغب السلطات النقدية في السماح للمعروض النقدي بالنمو بالمبلغ المقابل لتراكم الاحتياطيات. وذلك حتى لا يعتبر القطاع الخاص مثل هذا التوسع النقدي بمثابة إشارة واضحة إلى أن برنامج الاستقرار بدأ يتعثر. وبالتالي، تقرر السلطات النقدية تعقيم بعض تدفقات رأس المال من خلال الاستحواذ على بعض الاحتياطيات الإضافية من خلال بيع الديون الحكومية المحلية (Calvo, 1991) .

فالتعقيم هو عملية تحاول من خلالها السلطة النقدية تعويض التأثير التوسعي للتدخل ، بحيث تظل القاعدة النقدية المحلية أو عرض النقود دون تغيير (Sultana, 2017) .

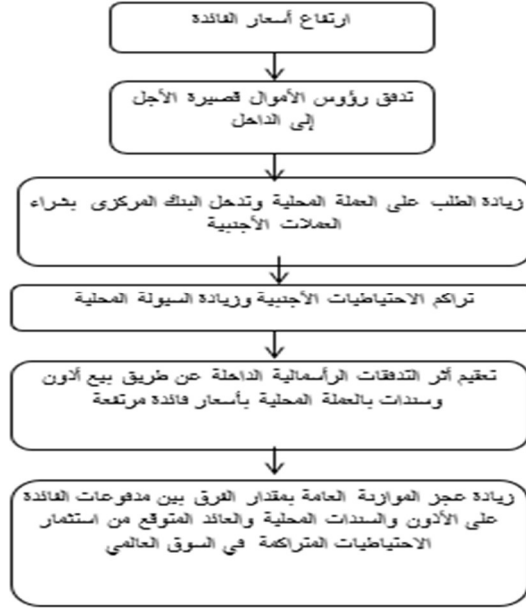
ينظر إلى أثر التغير في سعر الفائدة هنا من حيث تأثيره على تدفقات رأس المال القادمة من الخارج، فارتفاع الفائدة داخل السوق المحلي عن أسعار الفائدة العالمية يغري الكثيرين من المستثمرين الأجانب بالاستفادة من فروق أسعار الفائدة ، بالتالي تحدث تدفقات رؤوس أموال قصيرة الأجل للداخل ، وهو ما يزيد الطلب على العملة المحلية ويعمل على رفع قيمتها ويتضمن الارتفاع في قيمة العملة المحلية الإضرار بالقدرة التنافسية للسلع المحلية وانخفاض الصادرات السلعية، وفي ظل اتباع الدولة لنظام التعويم المدار لسعر الصرف Managed Floating System (المهدي ، 1999) يتدخل البنك المركزي للدولة بمشتريات للعملات الأجنبية، فتتراكم الاحتياطيات الأجنبية وتزداد السيولة المحلية، مما يعني زيادة احتمالات التعرض لضغوط تضخمية شديدة، وعلى ذلك يقوم البنك المركزي بعملية تعقيم أثر التدفقات الرأسمالية عن طريق امتصاص السيولة الزائدة وذلك بإصدار أذون وسندات على الخزنة العامة في نطاق ما يسمى بعمليات السوق المفتوحة.

وتتمثل التكلفة المالية هنا والتي تعبر عن أثر ارتفاع نسبة الفائدة على عجز الموازنة العامة للدولة في الفروق بين مدفوعات الفائدة على الأصول المحلية والعائد المستلم على الأصول الأجنبية. أي أن العجز الاجمالي في الموازنة العامة يزداد بمقدار هذا الفرق نتيجة ارتفاع سعر الفائدة .

وتزداد آثار عملية التعقيم هذه سوءاً في حالة السماح للبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات الداخلية بالاقتراض من الخارج مع ارتفاع الفروق بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية، يمكن أن تقوم هذه المؤسسات بالاقتراض من الخارج بأسعار رخيصة واستثمار هذه الأموال في السندات المحلية ذات العائد المرتفع ، وهو ما يطلق عليه لعبة التعقيم المربحة Profitable Sterilization Game (Sultana, 2017) .

وعادة ما تنتهي جهود التعقيم بانكماش مفاجئ لتدفقات رأس المال أو بارتفاع في قيمة العملة المحلية، حيث يكون من الصعب على البنك المركزي بشكل متزايد الحفاظ على سعر صرف اسمي ثابت للعملة المحلية واحتواء التضخم في نفس الوقت (Marinheiro, 2008). وكذلك يطلق البعض على هذه العملية "فخ الفائدة المرتفعة" High Interest Trap (Rao, 1998).

ويمكن تلخيص أثر التغير في سعر الفائدة على عجز الموازنة من خلال آلية تعقيم أثر تدفقات رأس المال في الشكل التالي رقم (3):



شكل 3. أثر التغير في سعر الفائدة على عجز الموازنة من خلال آلية التعقيم المصدر: تلخيص الباحث للعلاقات الاقتصادية السابق عرضها.

2-2: الأثر علي العجز أو الفائض الأولي

يمكن ان يتحقق تأثير التغير في سعر الفائدة هنا من خلال آليتان أيضا: الأولى من خلال ما يعرف بفرضية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق ، و الثانية من خلال تأثير التغير في سعر الفائدة علي الاستثمار و النمو الاقتصادي.

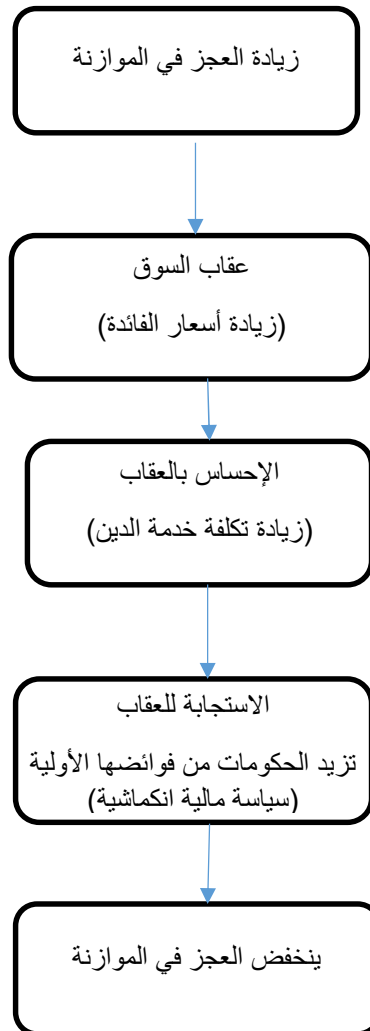
1-2-2: فرضية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق Market-Induced Fiscal Discipline Hypothesis

يعني انضباط السوق أن الأسواق المالية تقدم إشارات تقود المقترضين إلى التصرف بطريقة تتفق مع ملاءتهم المالية. و من شأن انضباط السوق الفعّال أن يمنع الحكومات الوطنية من تكبد العجز المتزايد بشكل هائل، والذي إذا استمر قد يؤدي إلى التخلف عن السداد .

فبالأسواق المالية تحقق فوائد هامة للمشاركين فيها، فهي تمكن الوحدات الاقتصادية (الأسر والشركات والحكومات) من الحفاظ على اختلالات مؤقتة بين ما تكسبه وما تنفقه. ولكن كيف تضمن الأسواق أن تكون هذه الاختلالات مؤقتة؟ فما الذي يمنع بعض الوحدات من اتباع مسار غير مستدام، أي الاقتراض دون توفر الوسائل، أو حتى النية، للسداد؟ إن انضباط السوق هو إحدى القوى التي قد تحد من مثل هذا الاستغلال. فعندما يبدأ المقترض في تحمل ديون لا يمكن سدادها إلا بصعوبة، فإن استجابة المقرض هي في البداية أن يطلب سعر فائدة أعلى للتعويض عن الخطر المتزايد للتخلف عن السداد. ولكن إذا أثبتت هذه الحوافز عدم فعاليتها، فإن أسواق الائتمان سوف تستجيب في النهاية بحرمان المقترض غير المسؤول من الحصول على المزيد من الائتمان (Bayoumi et al., 1995).

و على عكس أشكال التأثير السابقة للتغيرات في سعر الفائدة على عجز الموازنة العامة، نجد أن هذه الفرضية توحى بتأثير إيجابي ، بمعنى أن الزيادة في سعر الفائدة يمكن أن تجبر الحكومات على تعديل سلوكها ومحاولة التكيف المالي من خلال خفض العجز الأولي أو زيادة الفائض الأولي. وفي الواقع فإن خطر الأزمة يمثل حافز لانضباط السوق. وبالتالي، يمكن أن يكون للأزمات دور ضروري، بل ومفيد، في إجبار الحكومات على اتباع سياسات مستدامة.

وعلى ذلك يجب أن تقوم الحكومات بعمل توقعات مستقبلية لأسعار الفائدة والعجز المتوقع ، وذلك لمعرفة التخفيض في العجز الأولي ، أو الزيادة المطلوبة في الفوائض الأولية للحفاظ على الاستدامة المالية (Kogan et al. 2015) و يمكن تلخيص عمل هذه الآلية في الشكل التالي رقم (4)



شكل 4. آلية الانضباط المالي المحفز بقوى السوق

المصدر: تلخيص الباحث للعلاقات الاقتصادية السابق عرضها.

وتنقسم هذه الفرضية إلى قسمين (Afflatet 2016) ، يتناول القسم الأول منهما رد فعل الأسواق المالية على ارتفاع عجز الموازنة العامة وما إذا كانت ستطالب بأسعار فائدة مرتفعة ، أما القسم الآخر فيتناول رد فعل الحكومات على الارتفاع في سعر الفائدة (في حالة حدوثه) عن طريق تصحيح سياستهم المالية وانتهاج سياسة مالية مستدامة. ويتطلب انضباط السوق الفعال أن تكون أسواق رأس المال مفتوحة، وأن تكون المعلومات المتعلقة بالتزامات المقرض القائمة متاحة بسهولة، وعدم توقع أي عملية إنقاذ، فإن الوعد بالإنقاذ يؤدي إلى مشكلة خطر أخلاقي، فهو يقلل من الحافز لدى المقرضين لمراقبة سلوك المقرض وملاءته المالية عند تقديم القروض، كما يقلل من الحافز لدى المقرض للحفاظ على ملاءته. كما يشترط أن يستجيب المقرضون لأسعار الفائدة في الوقت المناسب لتجنب الأزمة وفي الحالات التي يكون فيها المقرض حكومة، يجب أن تتأثر قراراتها بشأن الإنفاق والضرائب بسعر الفائدة، الذي يحدد المفاضلة الزمنية بين الضرائب الحالية والمستقبلية (Lane, 1993).

و قد خضعت هذه الفرضية للاختبار في عدد من الدراسات السابقة منها:

ما قام به Heinemann & Winschel (2001) من تحليل لبيانات النمسا و كندا و ألمانيا و إيطاليا و اليابان خلال الفترة 1970-1998، و توصل من خلاله الي وجود تأثير معنوي لسعر الفائدة على الفائض الأولي. و كانت ردود الفعل في أوقات زيادة اسعار الفائدة أكثر وضوحا مما كانت عليه في أوقات انخفاضها.

كما قام Rommerskirchen (2015) باختبار مدى تحقق فرضية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق على دول الاتحاد الأوروبي في الفترة من عام 1992 إلى عام 2007 ، وقد توصل إلى أنه بالرغم من انخفاض استجابة السوق للزيادة في حجم العجوزات المالية ، إلا أن رد فعل الحكومات للزيادة في أسعار الفائدة كان كبيراً بدرجة ملحوظة.

و باستخدام البيانات السنوية لـ 14 دولة أوروبية (النمسا، بلجيكا، ألمانيا، فرنسا، فنلندا، اليونان، أيرلندا، إيطاليا، هولندا، البرتغال، إسبانيا، الدنمارك، المملكة المتحدة والسويد) من 1970 إلى 2011 توصل De Groot et al. (2015) الي أن تعديل الرصيد الأولي استجابة لصدمة ارتفاع اسعار الفائدة ليس فورياً، حيث يكون التعديل المالي بين السنة الثالثة و الخامسة سريعاً إلى حد ما قبل الوصول إلى ذروته في السنة السابعة. وتكون استجابة الرصيد الأولي للموازنة قوية إذا كانت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي مرتفعة، وكانت تكاليف تعديل الأدوات المالية منخفضة. ولكن في متوسط العينة، فإن هذه الاستجابة ليست قوية بالقدر الكافي لإعادة نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى مستواها السابق، وأن التعديل تم بشكل رئيسي من خلال جانب الإيرادات.

وعلى جانب آخر قام Afflatet (2016) باختبار النصف الثاني فقط من الفرضية وهو المتعلق برد فعل الحكومات للزيادة في أسعار الفائدة على دول الاتحاد الأوروبي أيضاً باستخدام Panel data للفترة من 1995 إلى 2013 ، وقد توصل إلى أن الحكومات ترفع فوائضها الأولية عندما تشعر بأثر ارتفاع سعر الفائدة على موازنتها ،

فقد كان رد الفعل واضح على ارتفاع سعر الفائدة في السنة الأولى ، وازدادت قوة رد الفعل بشكل ملحوظ في السنة الثانية، وقد علل ذلك بأن الحكومات تستجيب بسرعة للتغيرات في أسعار الفائدة ، ولكن على المدى المتوسط يمكن أن تعناد هذه الأسعار الجديدة.

و في إطار دالة رد الفعل المالي قام (Tkačevs & Vilerts (2019) بدراسة العوامل التي تؤثر على موقف السياسة المالية في مجموعة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1985-2015. وتوصلا الي أن الصدمات السلبية في اسعار الفائدة أدت إلى تصحيح مالي كبير على الرغم من حدوث تأخير زمني. و حدث هذا التصحيح في الغالب على جانب الإيرادات، في حين ظل الإنفاق الحكومي مستقرا. و أن التأثير يعتمد على نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في وقت الصدمة، حيث تميل البلدان ذات نسب الدين الأعلى إلى بذل جهود أكبر لضبط الأوضاع المالية.

كما توصل (Cafiso & Cellini (2022) بالاعتماد علي بيانات دول الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 1995-2019 الي أن الانضباط المالي الناجم عن السوق Market-Induced Fiscal Discipline يتركز بشكل أكبر على جانب الإنفاق في الموازنة العامة، و ازدادت قوته بعد الأزمة المالية العالمية. و أنه، حتى الدول التي بها نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي منخفضة، مثل أيرلندا، اضطرت إلى تصحيح موقفها المالي في استجابة لضغوط السوق. وتشير الأزمات المالية التي شملتها فترة الدراسة إلى أن الدول كانت أكثر التزاما بالانضباط المالي خلال فترات الاضطراب والركود

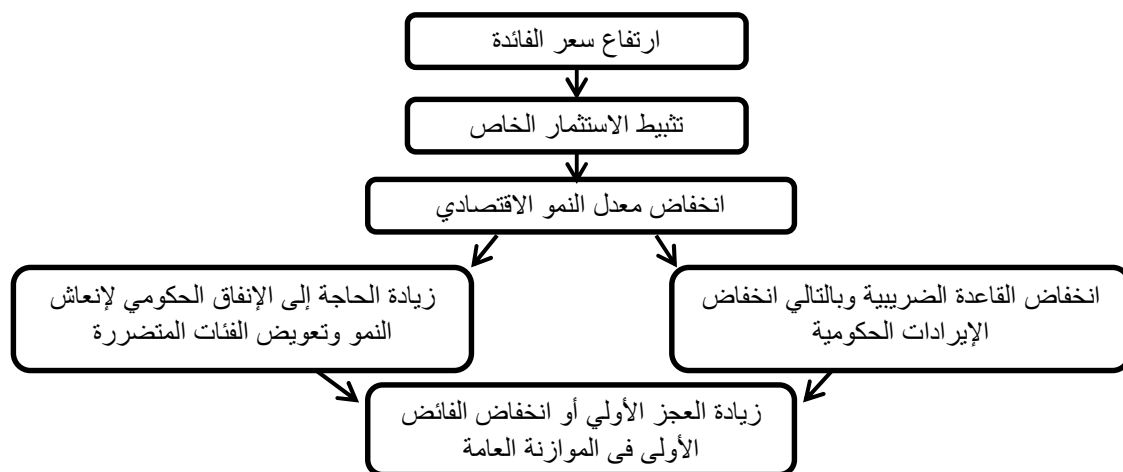
2-2-2: الأثر على النمو الاقتصادي

يمثل سعر الفائدة تكلفة الاقتراض للقطاع الخاص، كما ينظر إليه على أنه تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار ، وعلى ذلك فإن ارتفاع سعر الفائدة يترتب عليه انخفاض حجم الاستثمارات وهو ما يترتب عليه انخفاض في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، الذي هو في نفس الوقت الوعاء الذي تقتطع منه الضرائب ، مما يعني إمكانية انخفاض حصيلة الضرائب ويزيد احتمالية حدوث أو زيادة العجز في الموازنة العامة.

فيرى (Cebula (2003 أن أثر ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على النمو يتم من خلال الأثر على الإنفاق الحقيقي وبالأخص على التكوين الرأسمالي وهو ما يؤثر على الموازنة العامة من خلال التأثير السلبي على الإيرادات الضريبية. بالإضافة إلى الزيادة اللازمة في المدفوعات التحويلية الحكومية.

وفي نفس الاتجاه يرى (Darrat (1989 أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى عرقلة تكوين رأس المال والنمو الاقتصادي ، وبالتالي تنشأ الحاجة إلى توسيع نطاق برامج الإنفاق الحكومي لتشجيع النمو الاقتصادي ولمساعدة مختلف القطاعات المحلية وخاصة تلك القطاعات الحساسة لأسعار الفائدة ، بينما قد يكون الانخفاض في الإيرادات الحكومية راجعاً إلى الركود الاقتصادي وما يترتب عليه من انخفاض دخول الممولين.

وعلى ذلك يمكن تلخيص أثر التغير في سعر الفائدة على العجز في الموازنة عبر آلية انخفاض النمو الاقتصادي في الشكل التالي رقم (5):



شكل 5. أثر التغير في سعر الفائدة من خلال الأثر على النمو الاقتصادي

المصدر: تلخيص الباحث للعلاقات الاقتصادية السابق عرضها.

3: الدراسة التطبيقية :

قامت مصر على مدى سنوات بالعديد من محاولات الإصلاح الاقتصادي ، ولعل من أبرزها برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي بداية من العام المالي 1992/1991 إلى 1998/1997 ، حيث كان الاقتصاد المصري يعاني من العديد من الاختلالات الهيكلية مثل العجز الكبير في ميزان المدفوعات وكذلك في الموازنة العامة للدولة ، بالإضافة إلي تمويل نسبة كبيرة من عجز الموازنة من النظام المصرفي وهو ما انعكس على ارتفاع معدلات التضخم بالإضافة إلى الزيادة الكبيرة في المديونية الخارجية.

وقد ارتكز برنامج الإصلاح في هذا الوقت على تخفيض سعر صرف الجنيه المصري مع تبني نظام سعر الصرف المعووم المدار ، وكذلك تحرير سعر الفائدة واستخدام سياسة انكماشية للحد من التضخم مع العمل على تمويل العجز من مصادر حقيقية بالاعتماد في نسبة كبيرة فيه على الأدون والسندات على الخزنة العامة.

ومع تحرير سعر الفائدة أخذت الفوائد على أدون الخزنة في الارتفاع بشكل سريع ، وكذلك الحال بالنسبة لكل من أسعار الإيداع والإقراض حتى وصل سعر الخصم لدى البنك المركزي إلى 21.5% في 1991/10/3 ، ونتيجة للفارق الكبير بين معدلات الفائدة الداخلية ومعدل الفائدة في الخارج ، بدأت تتزايد تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل الراغبة في الاستفادة من فوارق الفائدة. وللحفاظ على سعر الصرف من التقلبات لحماية الميزة التنافسية للسلع المحلية، تدخل البنك المركزي مشترياً للعملة الأجنبية ، و هو ما يؤدي إلى زيادة السيولة المحلية. ولتعقيم أثر هذه التدفقات الرأسمالية على السيولة المحلية لتجنب مواجهة معدلات من التضخم أكثر ارتفاعاً، قامت الحكومة المصرية بالتوسع في إصدار الأدون على الخزنة وذلك لامتناس السيولة الزائدة، وهو ما يعرف بعملية التعقيم. وترتب على ذلك زيادة في مدفوعات الفائدة أكثر وبالتالي المساهمة في زيادة العجز الإجمالي للموازنة العامة للدولة نتيجة الاقتراض بأكثر من القدر المطلوب لسداد العجز الأولي ولسداد الديون السابقة.

وتكرر نفس السيناريو تقريبا مع نهاية عام 2016 ، فمع تخفيض قيمة الجنيه المصري في 2016/11/3 بدأت الحكومة في اتباع نفس الإجراءات السابقة من رفع سعر الخصم لدى البنك المركزي بمقدار 3% ليصل إلى 15.25% متزامنا مع تخفيض قيمة الجنيه ، وبدأ في تركيب الاحتياطات والتوسع في إصدار الأذون والسندات على الخزانة لتعقيم أثر التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الاقتصاد واستمر في رفع سعر الخصم إلى 19.25% في 2019/7/19 ، ثم بدأ في خفض تدريجي سرعان ما ازدادت وتيرته مع تحقيق معدل للتضخم أقل من المتوقع ليصل إلى حوالي 7.5% بالرغم من التخلص من دعم الطاقة وما كان له من تأثير متوقع رافع لمعدل التضخم لينخفض بمعدل 1.5% في 2019/8/22 ، ثم بمعدل 1% في 2019/9/26.

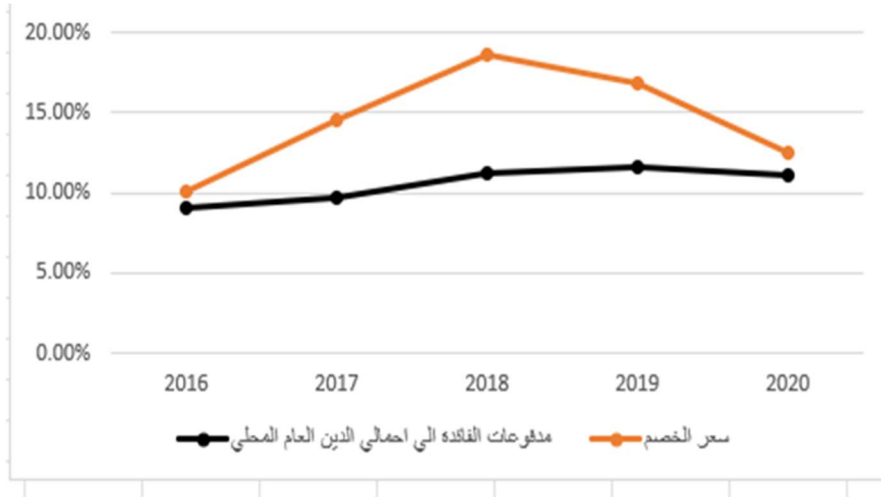
وقد تكرر أكثر من مرة سيناريو خفض سعر صرف العملة المحلية و زيادة سعر الخصم ، لعل من أبرزهم عامي 2022 و 2024 . و لكن التحليل هنا سوف يقتصر علي مقارنة برنامج الاصلاح الاقتصادي في 1991 و برنامج 2016 و ذلك لتوافر البيانات الفعلية اللازمة للمقارنة. و ذلك للتأكد من استمرارية عمل أليات انتقال اثر التغيرات في سعر الفائدة الي العجز في الموازنة العامة بنفس الكيفية من عدمه في الاقتصاد المصري علي اختلاف الفترات الزمنية.

و يوضح هذا الجزء من الدراسة كيفية عمل أليات او قنوات التأثير السابق ذكرها للتغير في سعر الفائدة علي عجز الموازنة العامة. ثم يتم دمج أثر قنوات التأثير للوصول للأثر النهائي للتغير في سعر الفائدة ،أي لمعرفة أي هذه الأليات أكثر تأثيرا : هل ألية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق التي تنتبأ بأن يؤدي ارتفاع سعر الفائدة الي انخفاض العجز ، أم الأليات الثلاثة الأخرى التي تنتبأ بزيادة العجز في الموازنة العامة. و ذلك كما يلي:

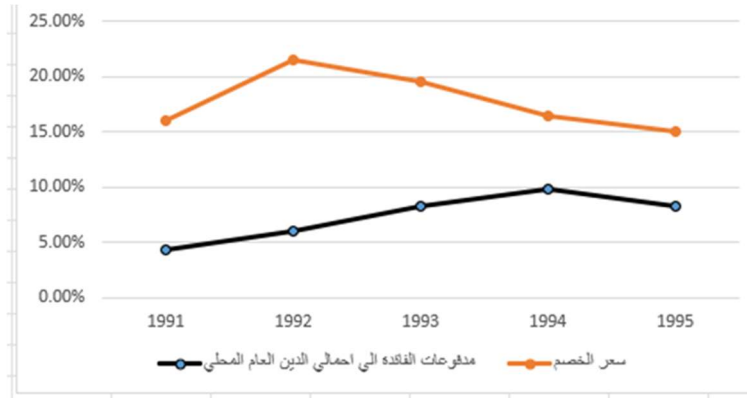
3-1 : الأثر على العجز الاجمالي:

3-1-1: سعر الفائدة كتكلفة للاقتراض:

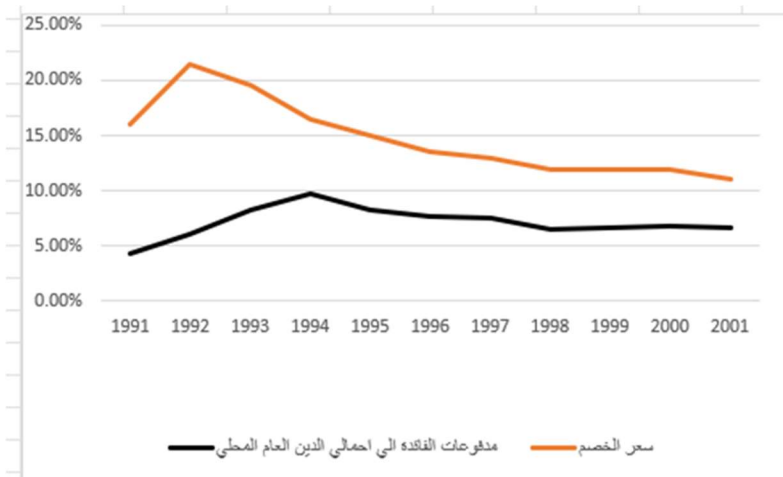
يتكون الدين العام من مجموعة مختلفة من المصادر ولكل مصدر شروطه الخاصة وهيكل آجال الاستحقاق ومدفوعات فائدة قد تختلف عن المصادر الأخرى، ويمكن أن يعكس حاصل قسمة إجمالي مدفوعات الفائدة السنوية على إجمالي الدين العام المتراكم متوسطاً لتكلفة الاقتراض الحكومي في فترة زمنية معينة ، ويمثل الشكل التالي رقم (6) تطور المتوسط السنوي لسعر الخصم كمؤشر لسعر الفائدة ، و نسبة مدفوعات الفائدة الي اجمالي الدين العام كمؤشر لتكلفة القروض الحكومية، خلال الفترة 2016-2020 و خلال الفترة المناظرة لها في برنامج الاصلاح الاقتصادي السابق 1991-1995 و يوضح الجزء الثالث من الشكل فترة اطول من برنامج الاصلاح السابق للتأكيد علي استمرارية سلوك المتغيرات.



شكل 6-أ. سعر الفائدة و تكلفة الاقتراض (2020 - 2016)



شكل رقم 6-أ. سعر الفائدة و تكلفة الاقتراض (1995-1991)



شكل 6-ج. سعر الفائدة و تكلفة الاقتراض (2001 - 1991)

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام بيانات (وزارة المالية، التقارير الشهرية، أعداد مختلفة) و (البنك المركزي المصري ، تقارير شهرية ، أعداد مختلفة) و (<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series>)

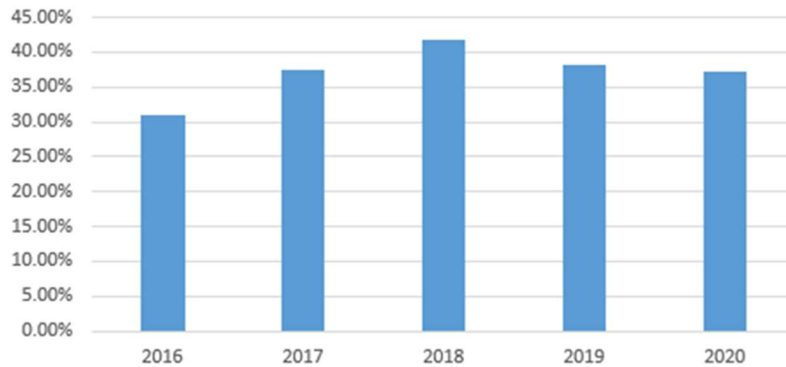
ومن الشكل (6-أ) نلاحظ الارتفاع الكبير لمتوسط سعر الخصم من حوالي 10.1% العام المالي 2016/2015 الي 18.6% عام 2018/2017 ثم بدأ في انخفاض سريع الي حوالي 12.5% عام 2020/2019 . صاحب ذلك ارتفاعا في متوسط تكلفة الاقتراض الحكومي من 9.1% في العام المالي 2016/2015 إلى حوالي 11.2% في العام المالي 2018/2017 و لكنها استمرت في الارتفاع الي 11.6% في العام التالي قبل ان تبدأ في الانخفاض. ويمكن ارجاع ذلك الي تزايد الاقتراض في الفترة السابقة لهذا العام بالمعدلات المرتفعة التي كانت سائدة حينها، واتجاه هيكل آجال الاستحقاق إلى الانخفاض.

و بالنظر الي الفترة المناظرة لها في برنامج الاصلاح في التسعينات من القرن السابق في الشكل (6-ب) نلاحظ نفس السلوك تقريبا، الا أن معدل الانخفاض في متوسط سعر الخصم كان أبطأ و لذلك يلاحظ استمرار متوسط تكلفة الاقتراض في التزايد لمة أطول (عامين: 1992-1994) قبل ان تبدأ في التناقص استجابة للانخفاض في سعر الخصم.

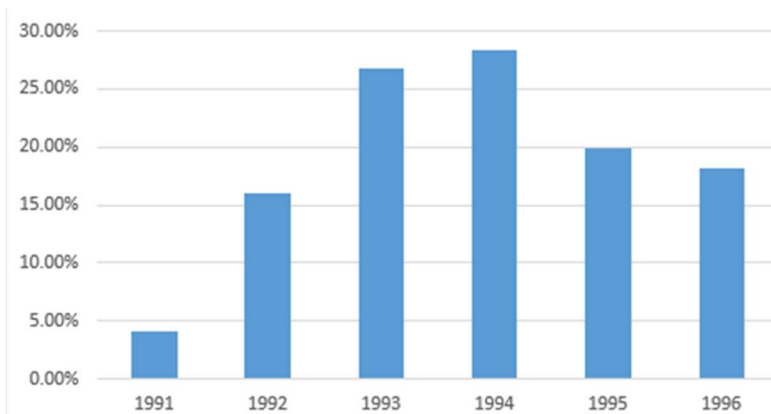
وباستعراض فترة أطول نسبيا في برنامج الاصلاح الاقتصادي السابقكما في الشكل (6-ج) نلاحظ استمرار متوسط تكلفة الاقتراض الحكومي في الانخفاض مع الانخفاض المستمر في متوسط سعر الخصم.

3-1-2: عمليات التعقيم:

تشتمل الزيادة في مدفوعات الفائدة المتضمنة في الأثر السابق على زيادة ناتجة عن الاقتراض بأكثر من الأموال الضرورية لتغطية مصروفات الدولة وسداد مدفوعات الفوائد السابقة، وإنما تم اقتراضها بغرض تعقيم أثر التدفقات الرأسمالية القادمة من الخارج ساعية وراء معدلات الفائدة المرتفعة في مصر عن العالم الخارجي، ويمكن تقريب هذه الصورة بالشكل التالي رقم (8):



شكل رقم 7-أ. نسبة أدون الخزانة إلي اجمالي الدين العام المحلي (2016-2020)



شكل رقم 7-ب. نسبة أذون الخزانة إلي إجمالي الدين العام المحلي (1995-1991)

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام بيانات (وزارة المالية، التقارير الشهرية، أعداد مختلفة) و (البنك المركزي المصري ، تقارير

شهرية ، أعداد مختلفة) و (<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series>)

ويوضح الشكل السابق (7-أ) أن نسبة أذون الخزانة إلي إجمالي الدين العام المحلي قد ارتفعت من حوالي

31% خلال العام المالي 2016/2015 ، بشكل كبير إلى 37.5% ثم 41.9% في العامين التاليين لتعويم سعر

صرف العملة المحلية على التوالي.

و بمقارنتها بالفترة المناظرة في برنامج الاصلاح السابق في الشكل (7-ب) نلاحظ ارتفاع هذه النسبة بشكل

أسرع من حوالي 4% عام 1991/1990 الي حوالي 16% ثم 26% ثم 28% علي التوالي في الاعوام التالية له.

أي أن رد الفعل متشابه في الفترتين تقريبا.

وبافتراض استمرار نسبة الأذون إلي إجمالي الدين العام عند قيمتها السابقة لتعويم، يمكن استنتاج أن الأذون

التي تم إصدارها بغرض التعقيم تبلغ حوالي 601 مليار جنيه (202 مليار عام 17/16 ، 399 مليار عام 17/16

18 علي سبيل المثال) ، وهو ما يعني زيادة مدفوعات الفوائد السنوية بمقدار فوائد هذه الأذون الإضافية مطروحاً

منها العوائد المكتسبة من استثمار الاحتياطات الأجنبية الإضافية في الخارج ، فقد زادت الاحتياطات الأجنبية بعد

التعويم من 17546 مليون دولار في يونيو 2016 إلى 31305 مليون دولار ، ثم 44259 مليون دولار في يونيو

من العامين التاليين على الترتيب.

وفي دراسة لنطاق الدين العام المحلي في هذه الفترة ، قام المهدي (1999) بتقدير معامل التعقيم فوجده =

0.41 وهو ما يعني أن عملية التعقيم هذه ساهمت في زيادة العجز وإحداث تراكم في الدين بما نسبته 41% ، وقام

كذلك بتقدير تكلفة التعقيم التي تراوحت بين 0.4% من الناتج المحلي الإجمالي و 2.17% منه. ويعني ما سبق

انطباق الأثر من خلال آلية التعقيم السابق نكرها على الاقتصاد المصري.

3-2: الأثر على العجز أو الفائض الأولي:**3-2-1: الأثر على النمو الاقتصادي:**

طبقاً لهذه الآلية يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى انخفاض الاستثمار ومن ثم انخفاض معدل النمو الاقتصادي ، وهو ما يترتب عليه زيادة العجز الأولي في الموازنة نتيجة لانخفاض حصيله الضرائب الناتج عن انخفاض النمو ، وكذلك الحاجة إلى زيادة النفقات الاجتماعية.

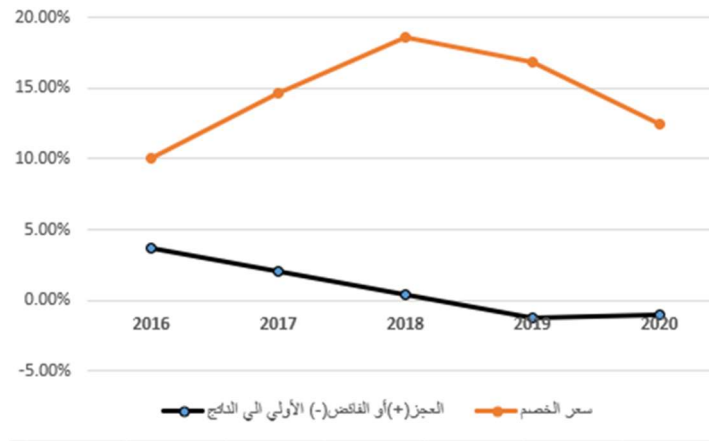
ويصعب بأسلوب المقارنة المستخدم في الدراسة الحالية فصل أثر التغير في سعر الفائدة على النمو الاقتصادي من بين العوامل المحددة له ، ولكن يمكننا الاستدلال على هذا الأثر من خلال ملاحظة انخفاض معدل نمو رصيد القروض الممنوحة للقطاع الخاص نتيجة لارتفاع سعر الفائدة ، فعلى سبيل المثال ، بعد رفع سعر الخصم إلى 19.25% انخفض معدل نمو رصيد القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى 2% في الأشهر الستة التالية لذلك ، ثم بعد خفض سعر الخصم إلى 17.25% عاود الارتفاع إلى 13% في الأشهر الستة التالية للخفض.

كما يمكن الاستدلال على هذا الأثر من ارتفاع حالات الإفلاس إلى 7091 عام 1991 ، ثم 10129 حالة عام 1992 قبل أن تعود للانخفاض مع تراجع معدلات الفائدة المصرفية إلى 4798 حالة عام 1993. ولكن يمكن ألا يظهر الأثر على النمو بوضوح ، ويرجع ذلك إلى أن الارتفاع في سعر الفائدة غالباً لا يمتد لفترة أكثر من عام ثم يبدأ في التراجع مع تحسن مؤشرات التضخم ، وكذلك فإن السياسة الانكماشية المصاحبة قد تخفي أثر انخفاض النمو على العجز أو الفائض الأولي.

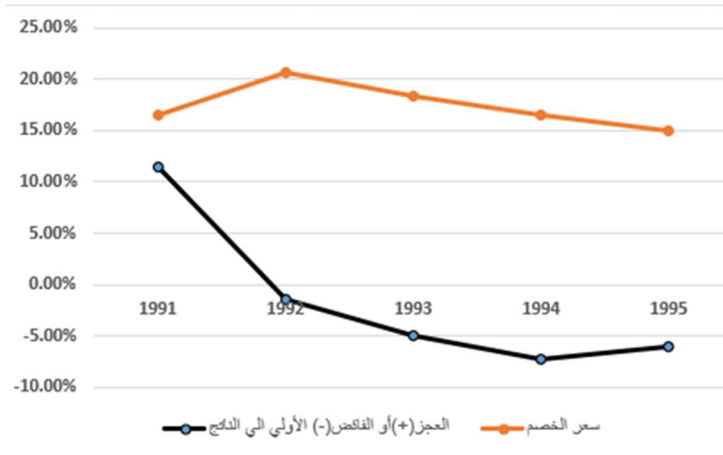
3-2-2: فرضية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق:

ينصرف رد فعل السلطات المالية للزيادة المتوقعة في مدفوعات الفائدة الناتجة عن ارتفاع سعر الفائدة إلى العمل على انتهاج سياسة مالية انكماشية تتمثل في خفض العجز الأولي في الموازنة العامة بل والعمل على تحويله إلى فائض أولي ، ويتم ذلك من خلال محاولة زيادة الإيرادات العامة والعمل على خفض النفقات العامة أو خفض معدل نموها.

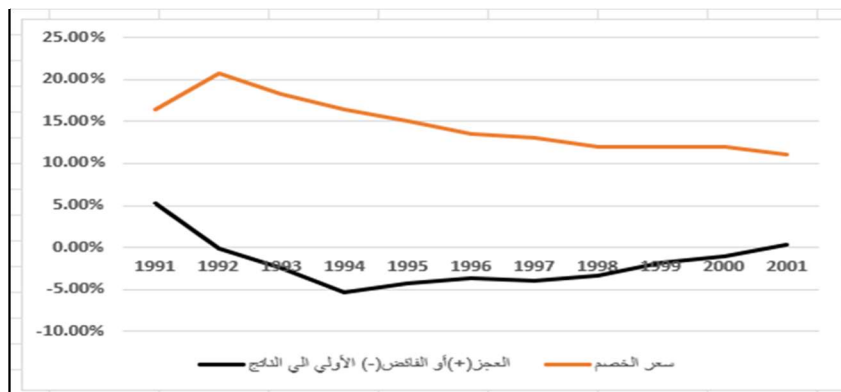
وقد ظهر ذلك في التخلص من دعم الطاقة وتقييد معدل الزيادة في مخصص الأجور في الموازنة العامة مع توسيع القاعدة الضريبية ، وغير ذلك من الإجراءات. ويتضح رد فعل السلطات المالية في الشكل التالي رقم (8):



شكل رقم 8-أ. استجابة العجز أو الفائض الأولي للإرتفاع في سعر الفائزة (2020 - 2016)



شكل رقم 8-أ. استجابة العجز أو الفائض الأولي للإرتفاع في سعر الفائزة (1995-1991)



شكل رقم 8-ج. استجابة العجز أو الفائض الأولي للتغير في سعر الفائزة (2001 - 1991)

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام بيانات (وزارة المالية، التقارير الشهرية، أعداد مختلفة) و (البنك المركزي المصري ، تقارير شهرية ، أعداد مختلفة) و (<https://www.cbe.org.ar/economic-research/time-series>)

ويتضح من الشكل السابق (8-أ) الاستجابة السريعة للإرتفاع في أسعار الفائزة ، حيث انخفض العجز الأولي من حوالي 3.7% عام 2016/2015 إلى 1.8% من الناتج المحلي الإجمالي في العام التالي ، ثم تحول إلى فائض بحوالي 1.2% عام 2019/2018.

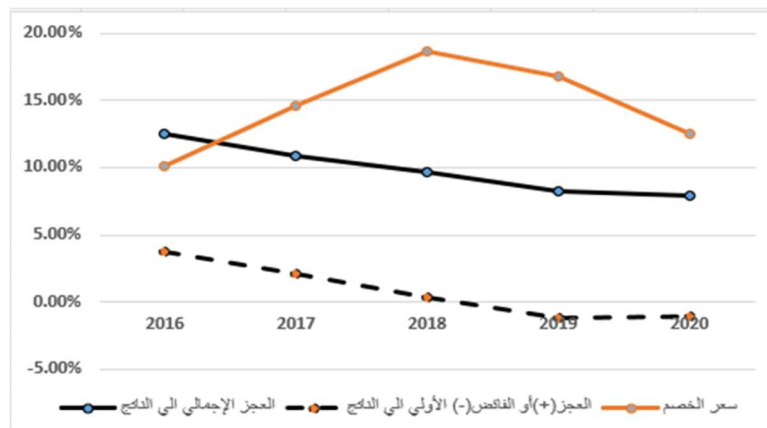
و بالمقارنة بالفترة المناظرة في برنامج الاصلاح الاقتصادي السابق بالشكل (8-ب) يتضح أيضا العلاقة العكسية بين العجز الأولي ومتوسط سعر الخصم كمؤشر لسعر الفائدة . فبينما تحول العجز الأولي إلى فائض أولي في العام الأول ، ارتفع هذا الفائض في العامين التاليين ، ولكن مع استمرار الانخفاض في سعر الفائدة يقل التشدد المالي تدريجياً وينخفض الفائض الأولي.

و باستعراض فترة زمنية أطول من برنامج الاصلاح السابق كما بالشكل (8-ح) نلاحظ أن الانخفاض في متوسط سعر الخصم كمؤشر لسعر الفائدة قد صاحبه انخفاض في الفئض الأولي الي أن تحول الي عجز أولي في نهاية الفترة. و هو ما يعني استمرار العلاقة العكسية بين المتغيرين في الفترة الأطول أيضا.

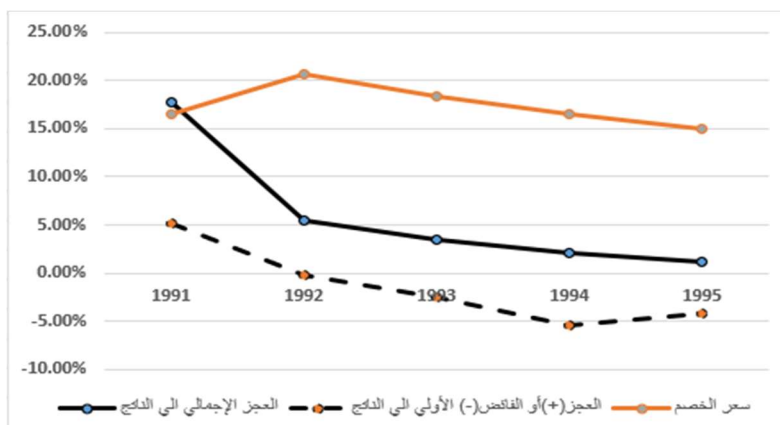
و يشير ما سبق الي انطباق آلية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق على الاقتصاد المصري ، حيث يمكن ملاحظة أن العجز الأولي والذي كان يمثل حوالي 5.2% قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي قد تحول إلى فائض بمقدار 1.4% من الناتج المحلي الإجمالي في العام الأول للبرنامج ، ثم ازداد الفائض إلى 5.4% من الناتج في 1994/1993 ، قبل أن يبدأ في التناقص بعد ذلك استجابة لانخفاض سعر الفائدة. وتكرر نفس السيناريو في برنامج 2016 ، وهو ما يوضح استجابة الحكومة سريعاً لخطورة ارتفاع معدل الفائدة على الدخول في حلقة مفرغة من الدين العام.

3-3: الأثر الصافي لآليات تأثير التغيرات في سعر الفائدة على عجز الموازنة العامة:

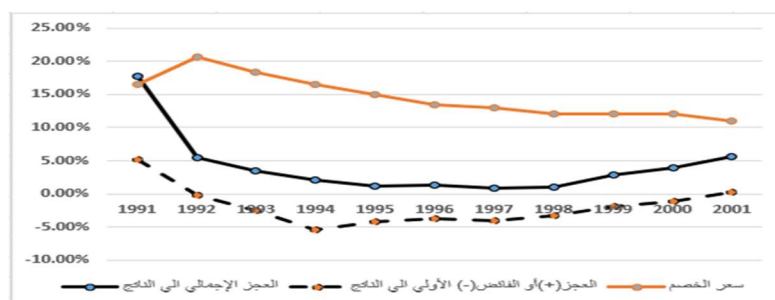
بالتمثيل البياني للبيانات المتاحة عن المتوسط السنوي لسعر الخصم و نسبة العجز الاجمالي الي الناتج المحلي الاجمالي و كذلك نسبة العجز او الفائض الأولي الي الناتج المحلي الاجمالي نحصل علي الشكل التالي رقم (9):



شكل 9-أ. تطور سعر الفائدة و العجز الاجمالي و العجز أو الفائض الأولي (2016 - 2020)



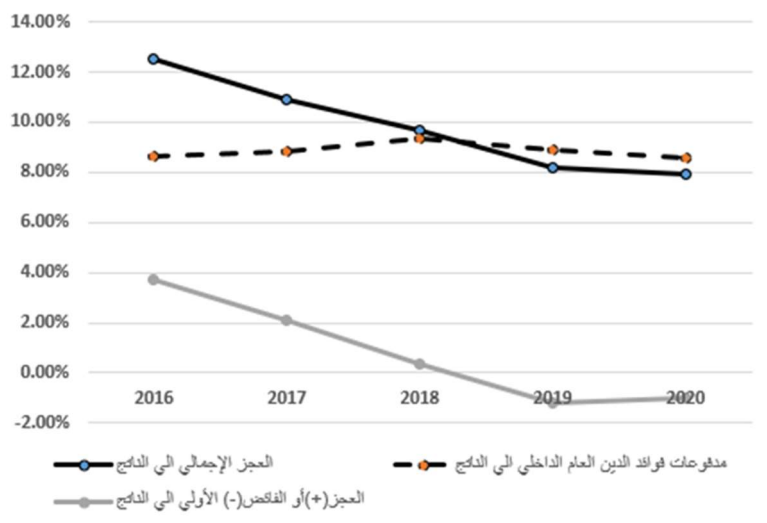
شكل رقم 9-ب تطور سعر الفائدة و العجز الاجمالي و العجز أو الفائض الأولي (1995-1991)



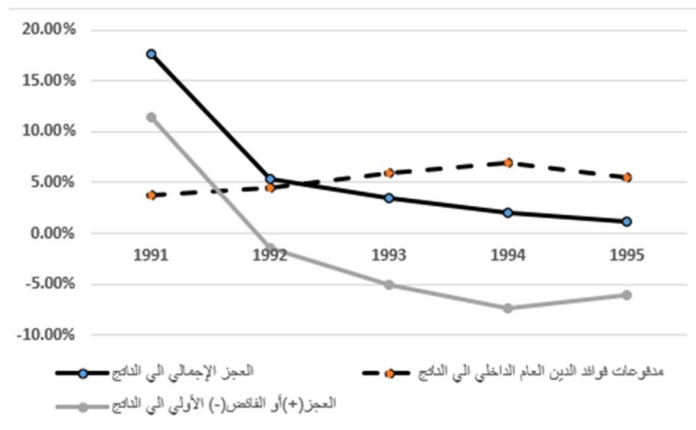
شكل رقم 9-ج. تطور سعر الفائدة و العجز الاجمالي و العجز أو الفائض الأولي (2001-1991)

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام بيانات (وزارة المالية، التقارير الشهرية، أعداد مختلفة) و (البنك المركزي المصري ، تقارير شهرية ، أعداد مختلفة) و (<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series>).

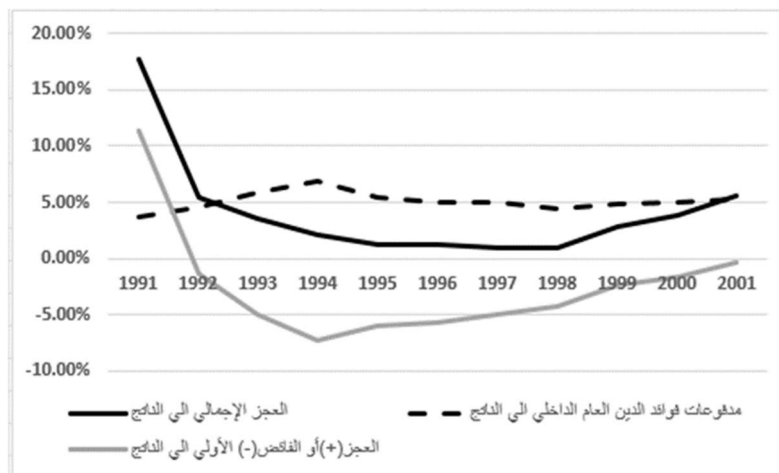
و يلاحظ من الشكل السابق ان المنحني الممثل لنسبة العجز او الفائض في الموازنة العامة للدولة الي الناتج المحلي الاجمالي في مصر يتوازي تقريبا مع المنحني الممثل لنسبة العجز الاجمالي الي الناتج المحلي الاجمالي. ويمكن تفسير ذلك بتغلب أثر آلية الانضباط المالي المحفز بقوي السوق ذات العلاقة العكسية مع سعر الفائدة على الآليات الأخرى ذات العلاقة الطردية مع سعر الفائدة، وهو ما يتفق مع فرض البحث. ويتضح ذلك من الشكل التالي رقم (10) ، حيث يظهر أن منحني العجز الأولي والعجز الإجمالي في الموازنة العامة تقريبا متوازيين ، و يبرر ذلك سلوك منحني مدفوعات الفائدة إلى الناتج المحلي الاجمالي و الذي يوضح أن نسبة مدفوعات الفائدة الي الناتج (و هي التي تمثل المسافة الرأسية بين منحني العجز الاجمالي و الأولي) كانت مستقرة تقريبا خلال الفترات الثلاث باستثناء صعود طفيف بعد بداية الزيادة في سعر الخصم ثم ما لبث ان عاد لوضعه السابق مع اتجاه سعر الخصم للانخفاض.



شكل 10-أ. تطور مدفوعات الفائدة و العجز الاجمالي و العجز او الفائض الأولي (2020-2016)



شكل 10-ب. تطور مدفوعات الفائدة و العجز الاجمالي و العجز او الفائض الأولي (1995-1991)



شكل 10-ج. تطور مدفوعات الفائدة و العجز الاجمالي و العجز او الفائض الأولي (2001 - 1991)

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام بيانات (وزارة المالية، التقارير الشهرية، أعداد مختلفة) و (البنك المركزي المصري ، تقارير شهرية ، أعداد مختلفة) و (<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series>)

و مما سبق يتضح أن التغيرات في نسبة العجز أو الفائض الأولي الي الناتج هي التي تقود التغيرات في نسبة العجز الاجمالي الي الناتج (و ليس التغير في متوسط تكلفة الاقتراض الحكومي حيث كانت شبه مستقرة خلال فترات المقارنة) ، وهو ما يعني غلبة تأثير السياسة المالية الانكماشية كرد فعل للسلطات المالية على الارتفاع المتوقع في سعر الفائدة.

4: النتائج والتوصيات و البحوث المستقبلية

4-1: النتائج

استخدم الباحث البيانات المتاحة لفترة برنامج الاصلاح الاقتصادي المدعوم من صندوق النقد الدولي عام 2016 و حتي 2020 و مقارنتها ببيانات فترة مناظرة لها لبرنامج الاصلاح الاقتصادي المدعوم أيضا من الصندوق و ذلك لاحتوائهم علي نفس رويته السياسات تقريبا، وذلك للتحقق من استقرار رد الفعل لنفس السياسات رغم اختلاف الفترة الزمنية. و تم اطالة الفترة الخاصة للبرنامج السابق للتحقق من النتائج.

و تم محاولة تتبع عمل أليات تأثير التغيرات في سعر الفائدة في الاقتصاد المصري وتبين لنا ما يلي:

- تأثير الأليات التي تتوقع وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة و العجز في الموازنة العامة كان محدودا، و يمكن ارجاع ذلك لأن الارتفاع في سعر الخصم لم يستمر لفترة طويلة و بالتالي انخفضت الأثار المتوقعة له علي الاستثمار وبالتالي النمو في الناتج، و كذلك علي نسبة مدفوعات الفائدة الي الناتج المحلي الاجمالي كمؤشر لتكلفة الاقتراض الحكومي. كما أن نسبة رصيد الأذون الي اجمالي الدين العام المحلي بدأت في التناقص في منتصف فترة الخمس سنوات محل المقارنة، و هو ما يعني تلاشي أثر آلية عمليات تعقيم التدفقات الداخلة طبقا لطرية حسابها المقترحة.

-بينما كانت آلية الانضباط المالي المحفز بقوى السوق هي المسيطرة ، و قد اتضح ذلك بتتبع الاتجاه العكسي لتحركات نسبة العجز او الفائض الأولي في الموازنة العامة مع التغيرات في المتوسط السنوي لسعر الخصم في جميع فترات المقارنة. فمع الزيادة في سعر الخصم في كل الفترات كان هناك انخفاض في العجز الأولي في الموازنة العامة، بل و تحوله الي فائض أولي. و مع انخفاض سعر الخصم انخفاض الفائض الأولي و اتجه للعجز مرة أخرى و تبدو هذه الصورة واضحة في الأشكال الخاصة بالفترة الزمنية الأطول (1991-2001).

- و تعني النتائج السابقة أن السياسة المالية أمسكت بزمام الأمور في وقت ترقب خطر زيادة مدفوعات الفائدة علي الدين العام و بالتالي زيادة حدة أزمة المدونية ، و لكنها تراخت في الفترات التالية التي انخفض فيها سعر الخصم و بالتالي زاد توقع انخفاض تكلفة الاقتراض.

-كان برنامج التسعينات اكثر تقييدا و اتضح ذلك من الانخفاض السريع لسعر الخصم في برنامج 2016 ، و لكن يمكن ارجاع ذلك في العام الأخير الي حدوث جائحة كورونا.

- كما يعني التشابه الكبير في سلوك المتغيرات خلال فترات المقارنة ايضا ان استخدام نفس الحزمة من السياسات (الموصى بها من صندوق النقد الدولي) لن يتوقع أن ينتج أثارا مختلفة عند اعادة تطبيقه أكثر من مرة.

4-2: التوصيات

و علي ذلك توصي الدراسة بما يلي:

- التركيز علي السياسة المالية التي اثبتت فاعليتها خلال جميع فترات المقارنة مع محاولة الاستمرار علي السياسة المالي الانكماشية لفترة أطول حتي مع انخفاضات سعر الخصم.
- دراسة أوجه القصور في حزمة السياسات المقترحة من صندوق النقد الدولي، و ذلك لتجنب الوقوع في نفس الأزمات الاقتصادية السابقة.

4-3: بحوث مستقبلية

يمكن القيام بدراسات تفصيلية منفصلة لأثر كل آلية من أليات انتقال تأثيرات التغيرات في سعر الفائدة الي عجز الموازنة العامة.

5: المراجع

- Abdel-Haleim, S. M. (2016). Coordination of monetary and fiscal policies: The case of Egypt. *International Review of Research in Emerging Markets and the Global Economy*, Vol.2, No.4.
- Alba, Pedro, Sherine Al-Shawarby and Farrukh Igbal (2004), "Fiscal and Public Debt Sustainability in Egypt", Middle East and North Africa Working Paper Series No. 38, the World Bank.
- Afflatet, N. (2016). Public debt and borrowing: Are governments disciplined by financial markets?. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1225346.
- Bayoumi, T., Goldstein, M., & Woglom, G. (1995). Do credit markets discipline sovereign borrowers? Evidence from US states. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(4), 1046-1059.
- Boskin, M. J. (1987). Deficits, public debt, interest rates and private saving: Perspectives and reflections on recent analyses and on US experience. In *Private Saving and Public Debt*, MJ Boskin, JS Fleming and S Gorini (eds.), pp. 255–286. Oxford and New York: Blackwell.
- Cafiso, G., & Cellini, R. (2022). Market-Induced Fiscal Discipline in Europe. *Italian Economic Journal*, 8(2), 259-287.
- Calvo, Guillermo A. (1991). The Perils of Sterilization. *IMF Staff Papers* Vol. 38, No. 4
- Cebula, R. (2003). Budget Deficit and Real Interest Rates: Updated Empirical Evidence on Causality. *Atlantic Economic Journal*, 31 (3), 255-265.
- Darrat, A. F. (1989). Fiscal deficits and long-term interest rates: further evidence from annual data. *Southern Economic Journal*, 363-374.
- De Groot, O., Holm-Hadulla, F., & Leiner-Killinger, N. (2015). Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment. *Journal of International Money and Finance*, 59, 23-48.
- Evans, P. (1987). Interest rates and expected future budget deficits in the United States. *Journal of political Economy*, 95(1), 34-58.
- J. Garin, R. Lester, E. Sims and Wolff, J. (2019). Without looking closer, it may seem cheap: Low interest rates and government borrowing. *Economics Letters*, 180: 28–32.
- Hamilton, J. D., & Flavin, M. (1985). On the limitations of government borrowing: A framework for empirical testing. *American Economic Review*, 76: 808–819.
- Heinemann, F., & Winschel, V. (2001). Public deficits and borrowing costs: the missing half of market discipline. *Journal of Public Finance and Public Choice*, 19(2-3), 169-190.

- Kogan, R., Stone, C., DaSilva, B., & Rejeski, J. (2015). Difference Between Economic Growth Rates and Treasury Interest Rates Significantly Affects Long-Term Budget Outlook. Center on Budget and Policy Priorities
- Marinheiro, C. F. (2004). Fiscal sustainability of Egypt's public finances. FEMISE working paper (March).
- Mason, J.W. and Jayadev, A. (2018) A comparison of monetary and fiscal policy interaction under 'sound' and 'functional' finance regimes, *Metroeconomica*, 69(2), 488–508.
- Rao, M. M., & Rao, S. M. (1998). Interest Rate Targeting: Critical Role of Fiscal Stance. *Economic and Political Weekly*, 2009-2015.
- Rommerskirchen, C. (2015), "Debt and Punishment: Market Discipline in the Eurozone", *New Political Economy*, Vol. 20, No. 5, pp. 752-782.
- Sultana, N. (2017). Reserve Accumulation and Sterilization: Aspects and Challenges for the Central Bank. Monetary Policy Department ,Bangladesh Bank, Policy Note:1701.1-10.
- Tkačevs, O., & Vilerts, K. (2019). The impact of government borrowing costs on fiscal discipline. *Kyklos*, 72(3), 446-471.

البنك المركزي المصري ، تقارير شهرية ، أعداد مختلفة.

المهدي، عادل، نطاق الدين العام المحلي والنمو الاقتصادي في مصر، المجلة العلمية للدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، السنة التاسعة عشر، 1999

وزارة المالية، التقارير الشهرية، أعداد مختلفة.