



ورقة تحليلية حول مسار المالية العامة المصرية: قراءة في
الأرقام، ودلالاتها الزمنية، واختبار الاستدامة، والمسار
المحتمل في ظل خفض الفائدة المتوقع

يناير ٢٠٢٦

"المشكلة ليست في الدين بحد ذاته، بل في مدى قابليته
للاستدامة"

أوليفيه بلانشار

تهدف هذه الورقة إلى تقديم قراءة تحليلية متكاملة لمسار المالية العامة المصرية خلال أول خمسة أشهر من العام المالي 2026/2025، بعيداً عن الأحكام الانطباعية أو الاكتفاء بالمؤشرات الجزئية. تنطلق الورقة من تحليل الأرقام كما هي، ثم تربطها بتطورها الزمني، وتضعها في سياق مقارن دولياً، قبل الانتقال إلى اختبار الاستدامة المالية، وأخيراً استشراف المسار المحتمل في ضوء خفض متوقع للفائدة بنحو 6% خلال عام 2026.

تنطلق الورقة من فرضية أساسية مفادها أن تحسن الأداء التشغيلي للموازنة لا يعني بالضرورة تحسن المسار المالي الكلي، ما لم تُعالج كلفة الدين وهيكله وعلاقته بالنمو.

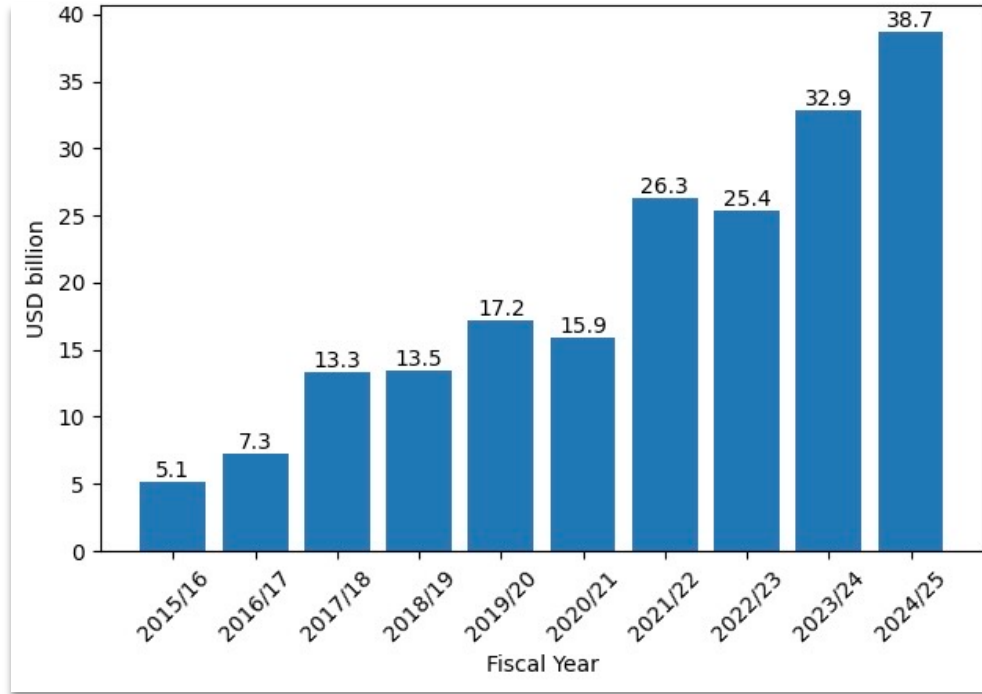
أولاً: قراءة الأرقام ودلالاتها المباشرة

تشير بيانات الفترة (يوليو-نوفمبر 2025) إلى أن مدفوعات الفوائد بلغت 1.061 تريليون جنيه، بزيادة سنوية تقارب 45%. تمثل هذه الفوائد نحو 56% من إجمالي المصروفات العامة خلال الفترة، ونحو 96% من إجمالي إيرادات الدولة.

هذه النسب لا تعكس فقط ارتفاعاً في بند بعينه، بل تشير إلى انتقال الفائدة من كونها عنصر ضغط إلى كونها القيد الحاكم للموازنة العامة، حيث تبتلع الإيرادات قبل أن تُتاح لها فرصة توجيهها إلى وظائفها الأساسية من استثمار وخدمات عامة وحماية اجتماعية.

في المقابل، حققت الدولة فائضاً أولياً قدره 306.8 مليار جنيه خلال خمسة أشهر، وارتفعت الإيرادات الضريبية إلى 961.6 مليار جنيه (+35%)، مدفوعة بتحسين الامتثال وتوسيع القاعدة الضريبية وتطبيق الحزمة الضريبية الأولى. كما ارتفع الإنفاق على الدعم والمنح والمزايا الاجتماعية إلى 270 مليار جنيه (+28%).

ورغم ذلك، ارتفع العجز الكلي إلى 754.5 مليار جنيه بما يعادل 3.6% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها. هذه المفارقة – فائض أولي يتحسن وعجز كلي يتسع – تكشف بوضوح أن نمو الفوائد أصبح أسرع من قدرة التشغيل المالي على التعويض.



شكل ١: خدمة الدين (مليار دولار)
المصدر: البنك المركزي المصري

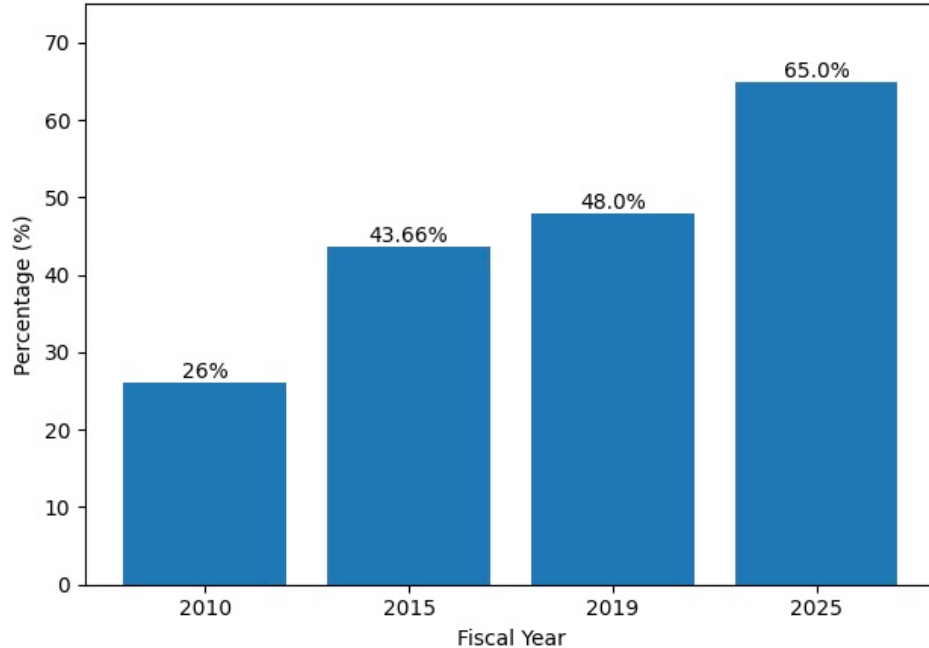
ثانيًا: التطور الزمني... من ضبط الموازنة إلى هيمنة كلفة الدين

عند النظر إلى تطور نسبة فوائد الدين إلى إجمالي استخدامات الموازنة زمنيًا، يتضح انتقال واضح في طبيعة المالية العامة؛ إذ ارتفعت هذه النسبة من مستويات محدودة نسبيًا في بداية العقد الماضي إلى مستويات مرتفعة في السنوات الأخيرة، بما يعكس تحول فوائد الدين من بند مالي قابل للإدارة إلى مكون مهيم على جانب المصروفات. ويشير هذا المسار إلى أن الزيادة في الإنفاق العام لم تعد تُوجّه أساسًا نحو الأجور أو السلع والخدمات أو الاستثمار، بل بات الجزء الأكبر منها يُستهلك في خدمة التزامات سابقة، وهو ما يحد تدريجيًا من قدرة الموازنة على أداء دورها التنموي.

عند النظر إلى تطور هذه المؤشرات مقارنة بالعام المالي السابق، يتضح اتجاه عام مفاده أن:

- الفوائد تنمو بوتيرة أعلى من الإيرادات.
- التحسن في الفائض الأولي تحقق أساسًا عبر ضبط الإنفاق التشغيلي وتحسن التحصيل، لا عبر خفض كلفة التمويل.
- نمو الأجور والإنفاق على السلع والخدمات جاء بأقل من التضخم، ما يعني تأكلًا حقيقيًا في القدرة التشغيلية وجودة الخدمات العامة.

هذا المسار الزمني يشير إلى أن الدولة تمارس انضباطًا ماليًا داخليًا، لكنها تدفع ثمن دين مرتفع الكلفة خارجيًا وداخليًا. وهو مسار قابل للاستمرار على المدى القصير، لكنه يصبح هشًا كلما طال أمده.



شكل ٢: نسبة الدين من الاستخدامات العامة

المصدر: وزارة المالية

ثالثًا: المقارنة الدولية... أين تقف مصر؟

في سياق دولي أوسع، لا تُعد مصر حالة استثنائية من حيث الاعتماد المتزايد على الدين المحلي، وهو اتجاه شائع في كثير من الدول متوسطة الدخل لتقليل مخاطر سعر الصرف. إلا أن المقارنة تكشف ثلاث نقاط جوهرية:

1. نسبة الفوائد إلى الإيرادات في مصر تقترب من مستويات قصوى مقارنة بنظرائها.
2. دول نجحت في احتواء دينها حافظت إما على فجوة أقل بين الفائدة والنمو، أو على آجال أطول، أو على قاعدة نمو إنتاجي أوسع.
3. الاعتماد المكثف على الدين المحلي قصير الأجل في بيئة فائدة مرتفعة يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص وإضعاف الاستثمار، وهو ما ينعكس سلبيًا على النمو، ويعيد تغذية أزمة الدين.

بالتالي، فإن التحدي المصري لا يكمن في “حجم الدين” فقط، بل في كلفته، وهيكله، ومدى قدرته على تمويل نمو مستدام.

رابعًا: اختبار الاستدامة – قراءة عبر منظور الميزانية بين الحاضر والمستقبل

من منظور الاستدامة المالية، يُطرح سؤال جوهرى:

هل تسمح الفوائض الأولية المتوقعة بتمويل عبء الدين دون الاعتماد المستمر على إعادة التمويل؟

وفق الأرقام الحالية:

- الدين العام: 18 تريليون جنيه
- الناتج المحلي: 20 تريليون جنيه
- نسبة الدين إلى الناتج: 90%
- معدل الفائدة الفعال: 15%
- معدل النمو: 5%

هذا يعني أن الفجوة بين الفائدة والنمو تبلغ نحو 10%. في هذا الإطار، يتطلب مجرد تثبيت نسبة الدين إلى الناتج تحقيق فوائض أولية في حدود 9% من الناتج المحلي (نحو 1.8 تريليون جنيه سنويًا).

بالمقارنة، فإن الفائض الأولي المحقق – رغم أهميته – لا يزال بعيدًا عن هذا المستوى. وتدل هذه النتيجة على أن المسار الحالي لا يحقق الاستدامة تلقائيًا، بل يعتمد فعليًا على استمرار القدرة على إعادة التمويل، ما يزيد الحساسية لأي صدمة في أسعار الفائدة أو الثقة.

خامساً: المسار المحتمل في ظل خفض الفائدة المتوقع في 2026

تفترض هذه الورقة خفضاً تراكمياً للفائدة بنحو 6 نقاط مئوية خلال عام 2026، مع انعكاسه التدريجي على متوسط كلفة الدين القائم، وليس فقط على الإصدارات الجديدة. ويمثل هذا السيناريو نقطة تحول محتملة في ديناميكا المالية العامة، لأنه يعالج القيد الحاكم للموازنة بدل الاكتفاء بإدارة أعراضه.

في ظل هذا الافتراض، تنخفض الفائدة الفعالة من نحو 15% إلى قرابة 9%، بما يؤدي إلى تقليص ملموس للفجوة بين كلفة التمويل ومعدل النمو الاقتصادي إلى نحو 4%، بعد أن كانت في حدود 10%. هذا التحول لا يحمل دلالة محاسبية فحسب، بل يُعيد تشكيل شروط الاستدامة المالية ذاتها.

فعند هذا المستوى من الفجوة، ينخفض الفائض الأولي اللازم لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي إلى نحو 3.6% من الناتج، أي ما يعادل قرابة 720 مليار جنيه سنوياً وفق التقديرات الحالية. ويكتسب هذا الرقم أهمية خاصة كونه يقترب من الوتيرة التشغيلية الفعلية للفائض الأولي التي بدأت الموازنة في تحقيقها بالفعل، ما ينقل الاستدامة من نطاق الافتراض النظري إلى نطاق الإمكان العملي.

غير أن هذه الإمكانية تظل مشروطة، إذ يعتمد تحققها على سرعة انتقال خفض الفائدة إلى محفظة الدين القائمة، وعلى إدارة آجال الدين بما يقلل مخاطر إعادة التمويل، فضلاً عن الحفاظ على الثقة وعدم تبديد الهامش المتولد في توسعات قصيرة الأجل. وعليه، فإن خفض الفائدة لا يمثل حلاً قائماً بذاته، بل فرصة زمنية محدودة لإعادة ضبط المسار المالي، وتحويل الانضباط التشغيلي القائم إلى استدامة مالية حقيقية.

الدلالة هنا بالغة الأهمية:

خفض الفائدة لا يحل أزمة الدين، لكنه ينقل الاستدامة من خانة "غير القابلة للتحقق" إلى خانة "القابلة للإدارة"، شريطة حسن استخدام الهامش المتولد وعدم تبديده في توسع قصير الأجل.

خاتمة: رؤية مركز العدل

تخلص هذه الورقة إلى أن المالية العامة المصرية تدخل مرحلة تحول حاسمة، تقف فيها عند مفترق طرق بين مسارين مختلفين في الجوهر والنتائج. فمن ناحية، أظهرت الدولة قدرة واضحة على استعادة قدر معتبر من الانضباط التشغيلي، وتحقيق تحسن ملموس في التحصيل وإدارة بنود الاستخدامات الجارية. ومن ناحية أخرى، تظل كلفة الدين المرتفعة هي القيد الهيكلي الأبرز الذي يحد من فاعلية هذا الانضباط، ويُقيد قدرة الموازنة على أداء دورها التنموي بصورة مستدامة.

في هذا السياق، يمثل خفض الفائدة المتوقع خلال عام 2026 فرصة إصلاح حقيقية لإعادة ضبط المسار المالي، لا باعتباره حلاً قائماً بذاته، بل باعتباره شرطاً مُمكنًا لتحويل التحسن التشغيلي القائم إلى استدامة مالية فعلية. غير أن نجاح هذه الفرصة يظل مشروطاً بحسن إدارتها، عبر توجيه وفر الفوائد المتحقق نحو تصحيح هيكل الدين وإطالة آجاله وتقليص مخاطر إعادة التمويل، بالتوازي مع حماية الإنفاق المنتج والتشغيلي الذي يشكل قاعدة النمو المستقبلي، والحفاظ على مسار فائض أولي مستدام عالي الجودة، دون اللجوء إلى سياسات انكماشية تضعف النشاط الاقتصادي وتُعِيد إنتاج اختلالات الدين.

ويؤكد مركز العدل أن إصلاح جانب الإيرادات لا يمكن فصله عن طبيعة النموذج الاقتصادي نفسه. فالانتقال المطلوب هو من اقتصاد تمويلي يعتمد على أدوات استثنائية، وموارد مؤقتة، وحلول غير قابلة للتكرار، إلى اقتصاد تشغيلي إنتاجي قادر على توليد إيرادات مستقرة من خلال التوسع الحقيقي في النشاط الاقتصادي الرسمي، ورفع الإنتاجية، وتعزيز الامتثال الضريبي عبر النمو والتشغيل، لا عبر تعظيم الأعباء أو تحميل المستقبل كلفة حلول آنية.

وفي هذا الإطار، يحذر المركز من أن الاعتماد على حلول استثنائية أو “أكروباتية” سواء عبر صفقات غير متكررة، أو تحويلات خارج إطار الاقتصاد الحقيقي، أو أدوات مالية ذات طابع مؤقت قد يوفر متنفساً قصير الأجل، لكنه يقوض مصداقية المسار المالي، ويزيد هشاشته على المدى المتوسط، ويُبقي المالية العامة رهينة لإدارة تمويلية قصيرة الأفق.

وعليه، يؤكد مركز العدل أن الاستدامة المالية لا تتحقق برقم واحد أو إجراء منفرد، بل باتساق المسار بكامله: كلفة تمويل أقل تعكس ثقة واستقراراً، ونمو اقتصادي أعلى قائم على الإنتاج والتشغيل، وإيرادات ناتجة عن اقتصاد تشغيلي فعال، وفائض أولي يُدار كأداة لبناء المستقبل لا لاستهلاكه.