



القاهرة- ج.م.ع

سلسلة دراسات السياسات

عدد
رقم ٨
يوليو
٢٠١٨

نحو إدارة فعالة للاحتياجات الدولية لمصر

د. أحمد رشاد الشربيني

سلسلة دراسات السياسات

هيئة التحرير

أ.د. إبراهيم العيسوي

أ.د. فادية عبد السلام

أ.د. زينات طبالة

المقرر: د. أحمد سليمان

إصدار: معهد التخطيط القومي

التاريخ: يوليو ٢٠١٨

معهد التخطيط القومي

طريق صلاح سالم – مدينة نصر – القاهرة – ج.م.ع

الرقم البريدي: ١١٧٦٥

تليفون: ٢٢٦٣٦٥٨٣ - ٢٢٦٢٥٤٦٧ - ٢٢٦٣٨٦٩٤

فاكس: ٢٢٦٣٤٧٤٧ - ٢٢٦٢١١٥١ (+٢)

البريد الإلكتروني: inp.technical.office@inp.edu.eg

الموقع الإلكتروني: www.inplanning.gov.eg

معهد التخطيط القومي

القاهرة- ج.م.ع.

سلسلة دراسات السياسات

العدد (٨) - يوليو ٢٠١٨

نحو إدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر

د. أحمد رشاد الشربيني

مدرس الاقتصاد - مركز العلاقات الاقتصادية الدولية

معهد التخطيط القومي

ملخص الكراسة

استهدفت الكراسة فى القسم الأول منها تقييم أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، وقدمت فى القسم الثانى رؤية لإدارة فعالة لهذه الاحتياطيات بما يضمن تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر منها.

وقد أكدت الكراسة أن معظم الزيادة التى تحققت فى احتياطيات مصر الدولية فى السنوات الأربع الأخيرة (٢٠١٤-٢٠١٨)، قد تحققت فى الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقى مكونات الاحتياطى فكانت فى انخفاض نسبى أو مستقرة خلال هذه الفترة. وبالبحث عن مصادر هذه الزيادة، تبين أن الجانب الأكبر منها قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى.

كما أوضحت الكراسة أن هناك فائضاً فى الاحتياطيات الفعلية فاق المستوى الأمثل بحوالى ١٧ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٨، وما تحتاج إليه مصر كاحتياطيات دولية ملائمة وكافية هو ٢٧,٣ مليار دولار فقط بما يغطى حوالى ٥,٦ شهراً من الواردات السلعية والخدمية.

وتوقعت الكراسة أن هذا الفائض قابل للزيادة فى الفترة القادمة، فى إطار سعى الحكومة لطرح ما قيمته ١٠ مليار دولار من أسهم بعض الشركات العامة فى البورصة المحلية والبورصات العالمية خلال السنوات الثلاث القادمة، واستلام باقى شرائح قرض صندوق النقد الدولى، وكذلك فى إطار عدم قيام البنك المركزى بضخ جزء من الاحتياطى للحفاظ على سعر صرف الجنيه المصرى فى ظل تبنى نظام التمويل الحر منذ نوفمبر عام ٢٠١٦.

وتطرقت الكراسة لتقييم توزيع استثمار الأصول الاحتياطية الحالية لمصر وأجال التدفقات والالتزامات الدولية قصيرة الأجل وخرجت بمجموعة من النتائج فى هذا الصدد. وأشارت إلى أن عدم استيفاء نموذج المعيار الدولى الخاص بنشر البيانات (SDDS) ومنها الاحتياطيات الدولية، لا يمكن من تقييم أوجه وأجال استثمار الأصول الاحتياطية بشكل دقيق.

وفيما يتعلق بتعزيز فعالية إدارة الاحتياطيات الدولية، قدمت الكراسة عدة اقتراحات فى القسم الثانى، منها اقتراحات متعلقة بآليات تقوية أطر السياسات والإجراءات الأساسية المتعلقة بالإدارة الفعالة لهذه الاحتياطيات وأهمها تفعيل مبدأ الشفافية والافصاح عن إدارة هذه الاحتياطيات، والتوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع، والتوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجى، وكذلك اقتراحات بشأن الإجراءات الأساسية لتكوين المستوى المناسب والأمن لهذه الاحتياطيات. واختتمت الكراسة بتقديم اقتراحات لكيفية تعظيم استفادة مصر من احتياطياتها الدولية.

المحتويات

١	مقدمة.....
٣	القسم الأول- تقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر.....
٣	(١-١) مفهوم إدارة الاحتياطيات الدولية.....
٣	(٢-١) الإطار القانوني والمؤسسي لإدارة الاحتياطيات الدولية فى مصر.....
٤	(٣-١) تطور مستوى الاحتياطيات الدولية ومصادر تكوينه خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨).....
٧	(٤-١) المعايير الأساسية لتقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر.....
٧	(١-٤-١) تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية.....
١٢	(٢-٤-١) تحديد المزيج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية.....
	(٣-٤-١) توزيع استثمارات الاحتياطيات الدولية على عدة محافظ بآجال مختلفة
١٤	بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد.....
١٧	القسم الثانى- متطلبات الإدارة الفعالة لاحتياطيات مصر الدولية.....
١٧	(١-٢) إجراءات تقوية أطر السياسات المتعلقة بإدارة الاحتياطيات الدولية.....
١٧	(١-١-٢) تفعيل مبدأ الشفافية والافصاح عن إدارة الاحتياطيات الدولية.....
١٧	(٢-١-٢) التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع.....
١٨	(٣-١-٢) التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجى.....
١٨	(٤-١-٢) إطار قانونى ومؤسسى فعال وكفاء لإدارة الاحتياطيات الدولية.....
١٩	(٢-٢) إجراءات تكوين المستوى المناسب والأمن لاحتياطيات مصر الدولية.....
١٩	(١-٢-٢) إدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية الداخلة والخارجة.....
٢١	(٢-٢-٢) تنمية الجانب الحقيقى للاقتصاد المصرى.....
٢١	(٣-٢) كيفية تعظيم استفادة مصر من احتياطياتها الدولية.....
٢٣	خاتمة الكراسة.....
٢٤	قائمة المراجع.....
٢٦	المرفقات.....

مقدمة

تعرف الاحتياطيات الدولية على أنها "الأصول الدولية الرسمية المتاحة في أى وقت للسلطة النقدية والخاضعة لسيطرتها الفعلية وتملك التصرف فيها بصورة مباشرة لأغراض التمويل المباشر للعجز الطارئ في ميزان مدفوعاتها (والمدفوعات الطارئة بصفة عامة)، والتدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف عملتها أو استخدامها كأساس للحصول على القروض الأجنبية أو كل هذه الأغراض مجتمعة^١. وتشتمل هذه الاحتياطيات على العملات الأجنبية، ومركز الاحتياطي أو رصيد الدولة لدى صندوق النقد الدولي، وقيمة حقوق السحب الخاصة، والذهب النقدي للأغراض الرسمية^٢.

وبذلك تستطيع الدولة التي تتمتع بمستوى مناسب وآمن من تلك الاحتياطيات مواجهة الصدمات الخارجية التي قد يتعرض لها ميزان المدفوعات، وتتجنب الآثار التي تنجم عن هذه الصدمات، مثل الاضطرار إلى الاقتراض الخارجى قصير الأجل ذو التكلفة المرتفعة، أو اضطرار الدولة إلى فرض قيود ورقابة على الواردات، الأمر الذي قد يؤثر في النهاية على مستويات الاستهلاك والإنتاج والاستثمار، أو اضطرار الدولة لتخفيض القيمة الخارجية لعملتها مع ما ينجم عن ذلك من آثار سلبية جمة على الاقتصاد الوطنى.

فكل هذه الأمور يمكن للدولة تجنبها إذا استطاعت سلطتها النقدية تحديد المستوى المناسب والأمن من الاحتياطيات الدولية واستخدمته في الوقت المناسب وبالسرع المطلوبة في الأوقات التي يتعرض لها ميزان المدفوعات للصدمات الخارجية. معنى ذلك أن هناك إنتاجية اجتماعية لتلك الاحتياطيات Social Productivity of Reserves يحققها الاقتصاد من وراء احتفاظه بتلك الاحتياطيات^٣.

^١ ينوه الباحث إلى أنه قد يكون هناك أصول خارجية لدولة ما لدى سلطة أخرى (أجنبية) وبالرغم من ذلك تدخل ضمن الأصول الاحتياطية لهذه الدولة، طالما أن هذه الأصول تحت السيطرة الفعلية والمباشرة للسلطة النقدية لهذه الدولة. لمزيد من التفصيل حول تعريف الاحتياطيات الدولية أنظر:

- IMF, (١٩٩٩), "Data Template on International Reserves and foreign currency liquidity- Operational Guidelines, October. Available at: dsbb.imf.org/images/pdfs/opguide.pdf.

- IMF, (٢٠١٣), International reserves and foreign currency liquidity: Guidelines for a data template. Statistics Department. P٣. Available at:

- www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide٢٠١٣.pdf.

^٢ إن عناصر الاحتياطيات التي يجب أخذها في الاعتبار هي العناصر الرسمية Official (تقع في دائرة سلطة الدولة)، وبالتالي يستبعد من نطاق هذه الاحتياطيات ما في حوزة الأفراد من ذهب و عملات أجنبية، كما يستبعد أيضاً أرصدة العملات الأجنبية التي تتعامل فيها البنوك التجارية داخل الدولة، وكذلك القروض المصرفية والقروض التجارية التي تقدم لتمويل عمليات التجارة الخارجية، وينطبق نفس الشيء على القروض المتوسطة والطويلة الأجل المقيدة Tied Loans التي تحصل عليها الدولة لتمويل مشروعات معينة بذاتها، مثل القروض المقدمة من مجموعة البنك الدولي. لمزيد من التفصيل أنظر:

- رمزي زكى، (١٩٩٤)، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصرى"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربى، القاهرة، ص ٧٩.

^٣ المرجع السابق، ص ص ٢٤٨-٢٤٩.

ولكن ينبغي الانتباه إلى أن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من هذه الاحتياطيات ينطوى على تكلفة (حيث يتطلب الأمر أن تكون سائلة أو اقرب للسيولة كلما اضطرت الظروف لذلك وفي أسرع وقت ممكن)، وتتمثل هذه التكلفة في التضحية بالفرص البديلة للموارد التي تمثلها هذه الاحتياطيات، لذا يجب أن يكون هناك تعادلاً بين التكلفة والعائد الاجتماعي (الانتاجية الاجتماعية)، حتى يمكن تقدير المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات.

وتستهدف الكراسة تقييم أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، وتقديم رؤية بأهم الإجراءات والآليات التي تعزز إدارة هذه الاحتياطيات بما يضمن تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر منها.

ولتحقيق الهدف المبين سيتم تقسيم الكراسة إلى قسمين رئيسيين، حيث يتم التعرض في القسم الأول لتقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية، من خلال التطرق للإطار القانوني والمؤسسي لإدارة الاحتياطيات الدولية في مصر، وتطور مستوى تلك الاحتياطيات ومصادر تكوينه خلال النطاق الزمني للكراسة، والتطرق لتقييم مدى كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية في تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات، وتحديد التوليفة المثلى لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات، وتوزيع استثمارات هذه الاحتياطيات على عدة محافظ بأجل مختلفة بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد.

أما القسم الثانى فيهتم بتقديم اقتراحات لتعزيز فعالية إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر وآليات تحقيقها، ومنها الآليات المتعلقة بتقوية أطر السياسات المتعلقة بالإدارة الفعالة، وإجراءات تكوين المستوى المناسب والأمن من هذه الاحتياطيات، واقتراحات بكيفية تعظيم استفادة مصر من احتياطياتها الدولية.

القسم الأول

تقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر

انطلاقاً من أهمية الأخذ فى الاعتبار الالتزامات والتكاليف المترتبة على تكوين الاحتياطيات الدولية، يستعرض هذا القسم تقييم أداء إدارة احتياطيات مصر الدولية، وذلك على النحو التالى:

(١-١) مفهوم إدارة الاحتياطيات الدولية

يقصد بإدارة الاحتياطيات الدولية بأنها العملية التى تكفل إتاحة قدر كاف وملائم من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للسلطة النقدية لدولة ما بصفة دائمة، والسيطرة عليها لتحقيق أهداف محددة لهذه الدولة^٤، وفى هذا السياق تسعى الجهة المسؤولة عن إدارة هذه الاحتياطيات إلى تحقيق الأهداف الأساسية التالية:

- دعم الثقة فى سياسات إدارة سعر الصرف، عندما يقتضى الأمر التدخل لدعم العملة المحلية، والبرهنة على وجود أصول أجنبية تدعم الثقة فى العملة المحلية.
- الحد من الضغوط الخارجية من خلال الحفاظ على السيولة بالعملات الأجنبية، لامتناع الصدمات الخارجية فى أوقات الأزمات، أو عندما تضعف قدرة الدولة على الاقتراض الخارجى، وبالتالي تستطيع الدولة كسب ثقة الأسواق الخارجية فى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الخارجية الحالية والمستقبلية.
- مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبى، والحفاظ على احتياطيات لمواجهة الكوارث والطوارئ.

وبناءً على التعريف السابق، فقد يشمل نطاق إدارة الاحتياطيات الدولية إدارة الخصوم وغيرها من المراكز المكشوفة بالعملة الأجنبية، واستخدام المشتقات المالية. إلا أن تعظيم هذه الاحتياطيات ينبغى أن يكون ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة، حتى تكون متاحة دائماً عند الحاجة إليها، الأمر الذى يترتب عليه إعطاء أولوية للسيولة وحماية الاحتياطيات قبل اعتبارات الربح أو تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات. وينطوى هذا بالضرورة على إجراء المفاضلة بين المخاطرة والعائد عند وضع أولويات إدارة الاحتياطيات الدولية^٥. ولتمكين الجهاز المعنى بإدارة الاحتياطيات من ممارسة مهامه بكفاءة، يجب أولاً وضع إطار قانونى ومؤسسى يحدد تحديداً دقيقاً كافة المسؤوليات والصلاحيات الممنوحة لذلك الجهاز.

(٢-١) الإطار القانونى والمؤسسى لإدارة الاحتياطيات الدولية فى مصر

نص قانون البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ فى الفصل الثانى من الباب الأول "أهداف البنك المركزى واختصاصاته" على أن يتولى البنك المركزى المصرى إدارة احتياطيات الدولة من الذهب والنقد الأجنبى وفقاً لنص الفقرة (هـ) من المادة (٦)^٦.

^٤ صندوق النقد الدولى، (٢٠٠١)، المبادئ الإرشادية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبى، التى اعتمدها المجلس التنفيذى لصندوق النقد الدولى فى ٢٠ سبتمبر ٢٠٠١، ص ص ٤-٥. متاحة على الرابط التالى:

- <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/ara/guidea.pdf>.

^٥ المرجع السابق، ص ١١.

^٦ قانون البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، متاح على الرابط التالى:

- <http://www.mlcu.org.eg/LawNo٨٨.pdf>.

وبالنسبة للإطار المؤسسي، فتتولى إدارة الاحتياطيات دائرة العلاقات والاستثمارات الخارجية برئاسة وكيل المحافظ، وتحت إشراف "لجنة الاستثمار" التي تقوم بوضع الإطار العام لعملية إعادة الهيكلة والسياسة الاستثمارية ورفعها لمجلس إدارة البنك المركزي للاعتماد، كما تقوم إدارة المخاطر بالبنك المركزي بمهمة متابعة تطبيق الإجراءات التي من شأنها الحد من مخاطر الائتمان والتشغيل، والتأكد من مدى التزام إدارة الاحتياطى بكافة ضوابط الاستثمار المنصوص عليها^٧.

ومن الجدير بالذكر أن البنك المركزي قد أشار إلى أن الجانب الأكبر من الاحتياطيات الدولية حتى نهاية عام ٢٠٠٣ كان مستثمراً في صورة ودائع بنكية بالدولار الأمريكي، ويتم إدارتها من خلال نفس الإدارة التي كانت تقوم بعملية التسوية للصفقات المبرمة، الأمر الذي عرض استثمارات الاحتياطى لمخاطر ائتمان ومخاطر عمليات مرتفعة^٨.

وبناءً على ما سبق، قام البنك المركزي المصري بإعادة هيكلة إدارة الاحتياطيات الدولية لديه، ووضع سياسة استثمارية جديدة تهدف إلى الخروج من النمط الاستثمارى التقليدى إلى أدوات استثمارية حديثة، وذلك من خلال إنشاء المكتب الأوسط Middle Office^٩. وبالإضافة إلى ذلك الاستعانة بعدد من مدراء الاستثمار الخارجيين وذوى الخبرات السابقة في مجال إدارة الأموال والنقد الأجنبي، وتعيين أمين حفظ مركزي لتوفير البيانات الدورية التي تمكن الإدارة من قياس العائد بصفة يومية ومراقبة مدى الالتزام بالمحددات الاستثمارية وتقييم الأداء والمخاطر، بالإضافة إلى تطوير أسلوب تسوية الصفقات ليصبح آلياً لحظة إبرامها، كما أكد البنك المركزي على اعتماده لنموذج توزيع الاحتياطيات الدولية على سلة من العملات أخذاً في الاعتبار عوامل استراتيجية مثل توزيع عملات الدين الخارجى وتوزيع عملات الشركاء التجاريين^{١٠}.

(٣-١) تطور مستوى الاحتياطيات الدولية ومصادر تكوينها خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠١٨):

يتضح من الشكل رقم (١) أن صافى الاحتياطيات قد سجل حوالى ٣٥,٢ مليار دولار فى نهاية يونيو ٢٠١٠، وانخفض إلى ٢٦,٦ مليار دولار فى نهاية يونيو ٢٠١١ (بمعدل انخفاض حوالى ٢٤,٥%)، نتيجة للأحداث السياسية التي أدت إلى تراجع عائدات السياحة بمعدل ٤٧,٥%، وتراجع الاستثمار الأجنبى المباشر ليسجل لأول مرة رقماً سالباً (٦٥ مليون دولار)، وشهدت استثمارات الحافطة صافى تدفق للخارج بلغ ٧,١ مليار دولار^{١١}. وواصل صافى الاحتياطيات انخفاضه خلال الأعوام ٢٠١٢ و ٢٠١٣ حيث سجل ١٥,٥ و ١٤,٩ مليار دولار على الترتيب. ويلاحظ ارتفاع صافى الاحتياطيات فى السنوات الأربع الأخيرة، حيث ارتفع من ١٦,٧ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٤ إلى ٤٤,٣ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٨ (بزيادة تقدر بحوالى ١٦٥,٣%)^{١٢}.

^٧ الموقع الإلكتروني للبنك المركزي المصري، <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/default.aspx>

^٨ البنك المركزي المصري، "تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري خلال الفترة (ديسمبر ٢٠٠٣-ديسمبر ٢٠١٢)، ص ص ٩-١٠. متاح على الرابط التالى:

- <http://www.cbe.org.eg/ar/AboutCBE/Pages/BODAchievements.aspx>.

^٩ المكتب الأوسط هو مكتب مستقل عن إدارة الاحتياطى، يقوم بإعداد تقارير يومية وأسبوعية وشهرية وربع سنوية تخص استثمارات الاحتياطى ومراقبة أى خروج عن محددات الاستثمار المعتمدة ورفع هذه التقارير إلى الإدارة العليا مباشرة.

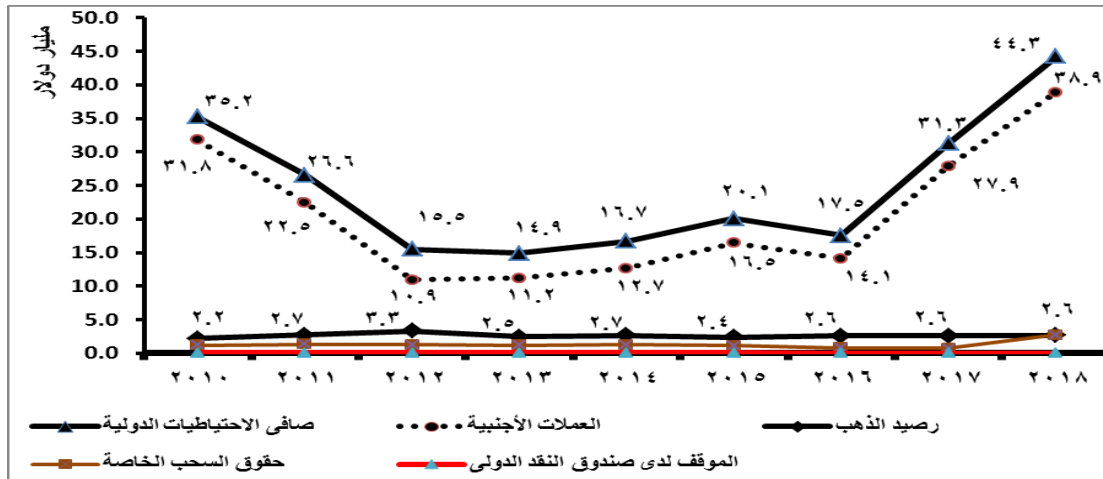
^{١٠} لمزيد من التفصيل حول الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي المصري لتطوير الإطار المؤسسى أنظر:

- البنك المركزي المصري، المرجع السابق، ص ص ٩-١٠.

^{١١} البنك المركزي المصري، التقرير السنوى ٢٠١٠/٢٠١١، ص ٣١

^{١٢} باستثناء الانخفاض النسبى الذى حدث فى يونيو ٢٠١٦، حيث انخفض صافى الاحتياطيات بنسبة ١٢% مقارنة بـ يونيو ٢٠١٥.

شكل رقم (١) تطور مستوى ومكونات الاحتياطيات الدولية لمصر خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨)



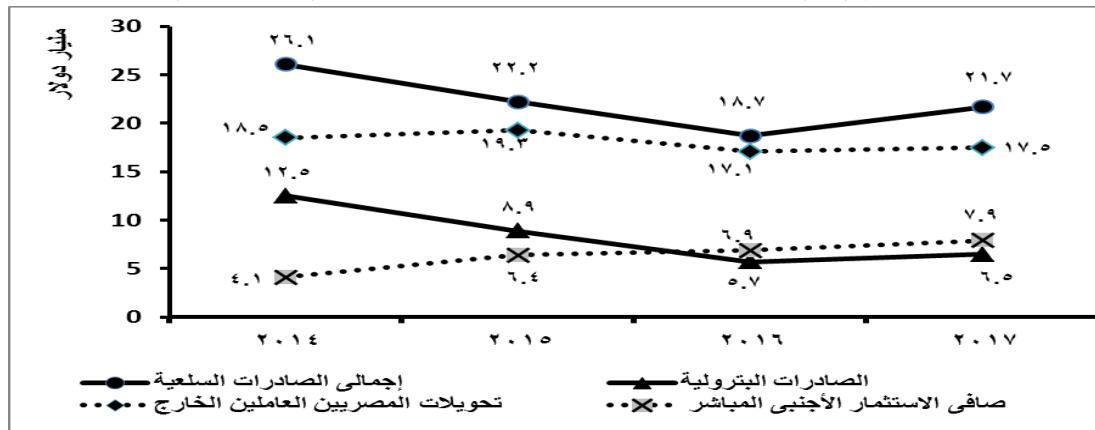
المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات الواردة بالجدول رقم (١) بملحق الجداول.
ملحوظة:

- البيانات في نهاية يونيو من كل عام.
- صافي الاحتياطيات الدولية = إجمالي الاحتياطيات - الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل (لمدة عام).

وتجدر الإشارة إلى أن معظم الزيادة التي تحققت في احتياطيات مصر الدولية في السنوات الأربع الأخيرة (٢٠١٤ - ٢٠١٨)، قد تحققت في الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقي مكونات الاحتياطي فكانت في انخفاض نسبي أو مستقرة خلال هذه الفترة^{١٣}.

ويشير هذا الوضع تساؤلاً هاماً وهو: ماهي مصادر الوفرة التي تحققت في رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية ومكنت السلطة النقدية من تركيمها على هذا النحو المرتفع؟ وللإجابة على هذا التساؤل، قد يكون من المفيد تتبع مؤشرات أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر منذ يونيو ٢٠١٤ (وفقاً لأحدث بيانات متاحة)، على النحو الوارد بالشكلين (٢-أ، ٢-ب).

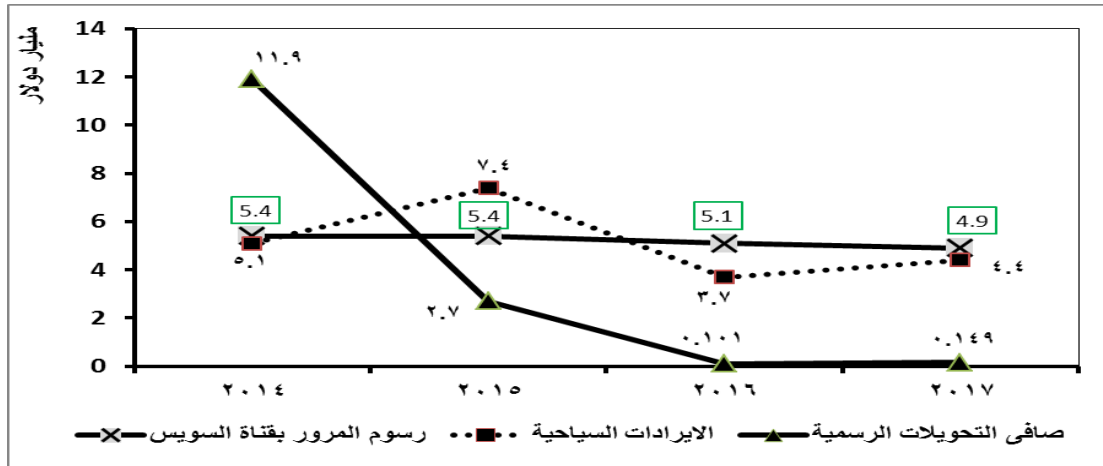
شكل رقم (٢-أ) تطور أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠١٧)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري والواردة بالنشرة الإحصائية الشهرية رقم (٢٥٣)، أبريل ٢٠١٨، ص ص ٧٥-٧٦.
- جميع البيانات في نهاية يونيو من كل عام.

^{١٣} باستثناء مكون حقوق السحب الخاصة، حيث ارتفع من ٧٧٠ مليون دولار في يونيو ٢٠١٧ إلى ٢٧٠٦ مليون دولار في يونيو ٢٠١٨، أنظر الجدول رقم (١) بملحق الجداول.

شكل رقم (٢- ب) تابع تطور أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠١٤)

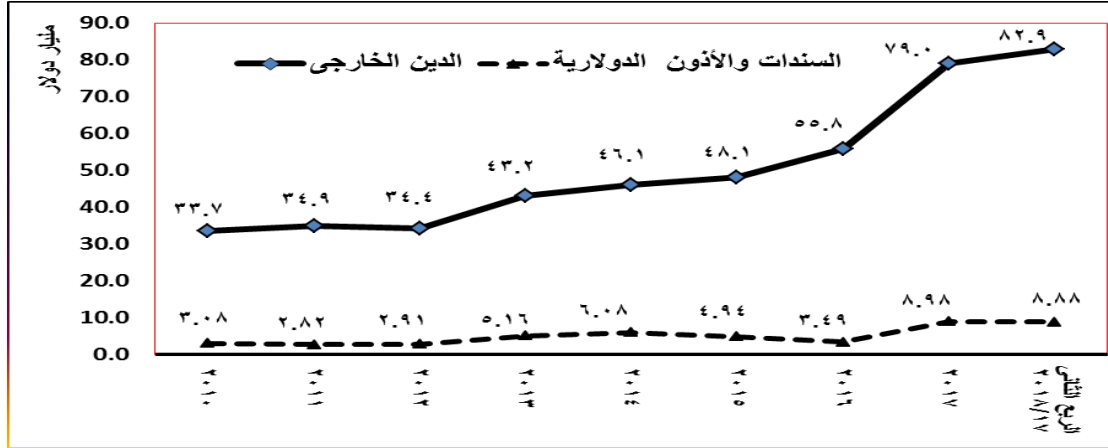


المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى والواردة بالنشرة الاحصائية الشهرية رقم (٢٥٣)، أبريل ٢٠١٨، ص ٧٦-٧٥.
- جميع البيانات فى نهاية يونيو من كل عام.

ويتضح من الشكلىن السابقين، أن هناك انخفاضاً نسبياً فى كل من حصيلة الصادرات السلعية (بما فيها البترولية) وتحويلات المصريين العاملين بالخارج خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٤)، وارتفاعهما فى يونيو ٢٠١٧ بحوالى ٣ مليار دولار و ٠,٤ مليار دولار على الترتيب. أما الإيرادات السياحية فتأرجحت ما بين الارتفاع والانخفاض الطفيف واستقرت عند ٤,٤ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٧، وكانت إيرادات قناة السويس شبه مستقرة خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٤) عند ٥,٤ مليار دولار، وانخفضت بحوالى ٠,٢ مليار دولار فى ٢٠١٧. كما تراجع صافى تدفقات التحويلات الرسمية تراجعاً مستمراً خلال السنوات الثلاث السابقة. إلا أن صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر قد ارتفع من ٤,١ مليار دولار فى عام ٢٠١٤ إلى ٧,٩ مليار فى ٢٠١٧.

وبناءً على ما سبق، من الصعب القول بأن مصادر النقد الأجنبى الموضحة بعاليه قد حققت فائضاً فى سوق الصرف الأجنبى لكى يشتريه البنك المركزى ليتمكن من زيادة حجم الاحتياطيات الدولية على النحو الموضح بعاليه. وبالرغم من عدم إتاحة بيانات عن حجم السيولة المقترضة التى يتم توجيهها للاحتياطيات الدولية، إلا إنه من خلال تتبع أهم مصادر النقد الأجنبى الموضحة بعاليه، وكذلك تتبع حجم الدين الخارجى من قروض وسندات دولارية، فمن المرجح أن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية فى يونيو ٢٠١٨ قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى، وطرح سندات دولارية للبيع خارج البلاد. حيث ارتفع الدين الخارجى من ٤٦,١ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٤ إلى ٨٢,٩ مليار دولار فى الربع الثانى ٢٠١٨/١٧، بزيادة قدرها ٣٦,٨ مليار دولار (بنسبة ٧٩,٨%) خلال تلك الفترة. كما هو موضح بالشكل رقم (٣).

شكل رقم (٣) تطور الدين العام الخارجى متضمناً السندات الدولارية خلال الفترة (يونيو ٢٠١٠ - الربع الثانى ٢٠١٨/١٧)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى والواردة بكل من التقرير السنوى، أعداد مختلفة، والنشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (٢٥٣)، أبريل ٢٠١٨، ص ص ٩٦-٩٥.
- البيانات فى نهاية يونيو من كل عام.

نخلص مما سبق إلى أن ارتفاع الاحتياطيات الحالية بقروض وسندات دولية جديدة، قد يدخل مصر فى دوامة اقتراض جديد لسد دين أو سد عجز طارئ، وبالتالي تتراكم الديون وتتراكم أسعار فائدها، ومع ارتفاع أسعار الفائدة قد تضطر الدولة إلى الاقتراض من جديد أو طرح سندات دولية من جديد، وهكذا^{١٤}.

(٤-١) المعايير الأساسية لتقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر

تستدعى الإدارة السليمة للاحتياطيات الدولية مراعاة المعايير الثلاثة التالية:

- تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات.
- تحديد المزيج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية.
- توزيع استثمارات الاحتياطيات على عدة محافظ بأجال مختلفة بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد.

وفيما يلى سيتم التحقق من مدى كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر طبقاً لهذه المعايير:

(١-٤-١) تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية لمصر:

ينبغي على الجهاز المسئول عن إدارة الاحتياطيات إجراء حسابات دقيقة حتى يمكن تقدير المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية، حيث إن الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية ينطوى على تكلفة تتمثل فى التضحية بالفرص البديلة للموارد التى تمثلها هذه الاحتياطيات^{١٥}.

^{١٤} تأتى السيولة المقترضة فى درجة أدنى مقارنة بالسيولة المملوكة، نظراً لما يترتب عليها من شروط واعتبارات مختلفة، حيث تكون هذه القروض واجبة السداد خلال فترة معينة أو عند تاريخ محدد وتتحمل الدولة عبئاً وهو سعر الفائدة. ومن الخطورة ربط تنفيذ قرارات اقتصادية مصيرية بإمكانية الحصول على تلك السيولة، لأنها ببساطة واجبة السداد، لذا لا تستطيع إنفاذ الدولة وقت الأزمات.
^{١٥} ينوه الباحث إلى أنه من الصعب تحديد مستوى أمثل للاحتياطيات الدولية يصلح للتطبيق على كافة الدول، ولكن ينبغي أن يتحدد هذا المستوى لكل دولة على حده باستخدام النماذج القياسية التى تعكس ظروف وموارد كل دولة على حده. وبصفة عامة إذا كانت المنافع المتوقعة (العائد الاجتماعى) أقل من تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية: فنكون بصدد حالة من الإفراط فى هذه الاحتياطيات، والعكس إذا كانت المنافع المتوقعة أكبر من تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات، أما الوضع الأمثل يتمثل فى حرص السلطة النقدية على التعادل ما بين المنافع وتكاليف الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات.

ولتحديد ما إذا كانت الاحتياطيات الدولية الفعلية تتسم بالأمتلية من عدمه، فقد استخدمت العديد من المؤشرات المتعارف عليها في الأدب الاقتصادي في هذا الصدد، ومن بين تلك المؤشرات: المستوى الأمثل وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات الدولية للواردات، والمستوى الأمثل وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية، والمستوى الأمثل وفقاً لمؤشر الدين الخارجي قصير الأجل، والمستوى الأمثل وفقاً لمؤشر السيولة المحلية M2، والمستوى الأمثل وفقاً لمتوسط العجز في الحساب الجارى لفترة زمنية معينة.

وسيتم التركيز على المؤشرات الثلاثة الأولى باعتبارها الأكثر شيوعاً على النحو التالى:

(١-٤-١) المستوى الأمثل وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات للواردات:

يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات شيوعاً واستخداماً في حساب المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية، وهو مقياس يؤخذ به في الاحصائيات الدولية المقارنة نظراً لبساطته وقوة دلالاته، حيث يربط بين الاحتياطيات وأهم إنفاق بالعملات الأجنبية وهو الإنفاق المتعلق بالواردات من السلع والخدمات الذى تحتاج إليه الدولة من الخارج لأغراض الاستهلاك المحلى (السلع الاستهلاكية) والانتاج الداخلى (السلع الوسيطة) والاستثمار المحلى (السلع الرأسمالية)^{١٦}.

وأشار العديد من الدراسات التطبيقية في هذا الصدد إلى إنه من الأهمية بمكان أن يكون معدل تغطية الاحتياطيات للواردات فى حدود (٣٠% إلى ٥٠%) من إجمالي قيمة الواردات السنوية (السلعية والخدمية)، أو ما يغطى من ٤-٦ شهور من الواردات^{١٧}. وذلك لتلافى استنزاف الاحتياطيات عند حدوث أزمة، والقدرة على مواجهة ما يطرأ من عجز مؤقت فى ميزان مدفوعاتها دون أن تضطر الدولة لاتخاذ إجراءات وسياسات غير مرغوبة اقتصادياً واجتماعياً. وبذلك فإن المستوى الأمثل من الاحتياطيات يرتفع بارتفاع قيمة الواردات السلعية السنوية وينخفض بانخفاضها.

وعند اسقاط ما سبق على وضع الاقتصاد المصرى، نلاحظ أن البنك المركزى المصرى يأخذ فى الحسبان مدى تغطية الاحتياطيات الفعلية لعدد شهور الواردات السلعية فقط، ويتم تجاهل الواردات الخدمية من هذه المسألة، وهذا ما تم أخذه فى الاعتبار عند تطبيق هذا المؤشر على حالة الاقتصاد المصرى.

^{١٦} يلاحظ أن أغنى الدول قد تحتفظ باحتياطيات تكفيها لعدد قليل من شهور الواردات، فعلى سبيل المثال احتفظت كل من الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا باحتياطيات تغطى شهرين فقط من الواردات السلعية والخدمية فى عام ٢٠١٧، ويرجع ذلك لأن العملات الوطنية لهذه الدول تحتل وزناً كبيراً فى النظام التجارى والمالى الدولى، بالإضافة إلى قدرتها على النفاذ لأسواق النقد الدولية، بينما تحتفظ معظم الدول النامية بمستويات مرتفعة من الاحتياطيات الدولية مثل تركيا وجنوب أفريقيا ٥ شهور، وسنغافورا ومصر ٦ شهور، وبوتسوانا ١٣ شهر، والفلبين ٨ شهور، وبيرو ١٣ شهر،... الخ، وبالتالي ليس شرطاً أن أغنى الدول هى التى يكون فيها هذا المؤشر مرتفعاً، ولا أن أفقر الدول هى التى يكون فيها هذا المؤشر منخفضاً. وتحرص الدول النامية عموماً على أن تغطى احتياطياتها الدولية عدد معين من شهور الواردات، باعتبارها مستوردة أصيلة للسلع الأساسية كالقمح والحبوب والسلع التموينية والمنتجات الغذائية الأخرى، حيث تعد من الواردات الاستراتيجية لهذه الدول. أنظر فى ذلك: قاعدة بيانات البنك الدولى، مؤشرات التنمية فى العالم، متاحة على الرابط التالى:

- https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.MO?locations=CH-SA-TH&name_desc=true
^{١٧} أنظر على سبيل المثال:

- Olivier Jeanne and Romain Rancière, (٢٠٠٦), The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications, IMF Working Paper, No. ٠٦/٢٢٩, October, P.١٦. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/٢٠٠٦/wp٠٦٢٢٩.pdf>

- European Central Bank, (٢٠٠٦), "the Accumulation of Foreign Reserves", International Relations Committee Task Force, Occasional Paper Series, NO. ٤٣ / February ٢٠٠٦. P.٣١.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp٤٣.pdf>.