

**نحو إدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر<sup>(1)</sup>****Towards an effective management of Egypt's international reserves**

د / أحمد رشاد الشربيني (\*)

أستاذ الاقتصاد المساعد بمعهد التخطيط القومى - القاهرة

**مستخلص:**

استهدفت الدراسة تقييم أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، وتقديم رؤية لتعزيز فعالية هذه الإدارة بما يضمن تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر منها.

ولتحقيق الهدف المبين تم استخدام المنهج الاستدلالي، وتعرضت الدراسة فى القسم الأول لتقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية فى تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات، وتحديد التوليفة المثلى لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات، وتوزيع استثمارات هذه الاحتياطيات على عدة محافظ بأجال مختلفة بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد. أما القسم الثانى فاهتم بتقديم اقتراحات لتعزيز فعالية إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر وآليات تحقيقها بما يضمن تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر منها.

وكانت أبرز نتائج الدراسة: أن معظم الزيادة التى تحققت فى احتياطيات مصر الدولية فى السنوات الخمس الأخيرة (2014-2019)، قد تحققت فى الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية. وبالبحث عن مصادر هذه الزيادة، تبين أن الجانب الأكبر منها قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى. وأن هناك فائضاً فى الاحتياطيات الفعلية فاق المستوى الأمثل بحوالى (12.9) مليار دولار فى يونيو (2019) وفقاً لمؤشر تغطية الاحتياطيات لعدد من شهور الواردات والذى يتبناه البنك المركزى المصرى). كما أن عدم إتاحة البنك المركزى لبيانات عن الوزن النسبى لكل عملة من إجمالى رصيد العملات الأجنبية، لا يمكن من الحكم على المزيج الحالى لهذا

(1) ينوه الباحث إلى أن هذه الدراسة قائمة على "كراسة سياسات" تحمل نفس العنوان من إعداد الباحث، أصدرها معهد التخطيط القومى بسلسلة "كراسات السياسات"، وقد تم تطويرها وتحديثها لتستوفى متطلبات الورقة البحثية. للاطلاع على الكراسة أنظر: أحمد رشاد الشربيني، "نحو إدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر"، سلسلة كراسات السياسات، العدد رقم (8)، معهد التخطيط القومى، القاهرة، يوليو 2018.

(\*) ahmed.rashad@inp.edu.eg

الرصيد، وبالتالي لا نستطيع تحديد ما إذا كان هناك مغالاة في تركيب عملة ما من تلك العملات والتي قد تؤدي إلى تحقيق خسارة مالية كبيرة في حال تعرض سعر صرفها للتقلبات الشديدة في أسواق النقد الدولية. كما تطرقت الدراسة لتقييم توزيع استثمار الأصول الاحتياطية الحالية لمصر وأجال التدفقات والالتزامات الدولية قصيرة الأجل وخرجت بمجموعة من النتائج في هذا الصدد. وأشارت إلى أن عدم استيفاء نموذج المعيار الدولي الخاص بنشر البيانات (SDDS) ومنها الاحتياطيات الدولية، لا يمكن من تقييم أوجه وأجال استثمار الأصول الاحتياطية بشكل دقيق.

وتأسيساً على ما سبق تطرقت الدراسة في القسم الثاني إلى متطلبات الإدارة الفعالة لاحتياطيات مصر الدولية وآليات تحقيقها، وأهمها تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح عن إدارة الاحتياطيات الدولية، والتوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع، والتوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجي، والإجراءات الأساسية لتكوين المستوى المناسب والأمن للاحتياطيات الدولية لمصر، واختتمت الدراسة بتقديم اقتراحات لكيفية تعظيم الاستفادة من احتياطياتها الدولية.

الكلمات الدالة: الاحتياطيات الدولية، العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة، الدين الخارجي، سعر الصرف الأجنبي، ميزان المدفوعات، مصادر النقد الأجنبي، مؤشرات المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية.

## Abstract

Toward Effective Management of Egypt's International Reserves

**The study aimed to** evaluate of the performance of the current management of Egypt's international reserves In determining the optimal level of those reserves, Determine the optimal mixture of foreign currencies, and Distribution of International reserves investments on different terms portfolios to secure balance between risk and return (**in the first section**). The **second section** of this study provided a Vision for an effective management of these reserves to secure having the optimal and suitable level of them plus maximizing Egypt's Benefits from them.

**To achieve these objectives**, the study used the deductive approach, and concluded some results summarized as follows:

The increase in Egypt's international reserves in the last five years (2014- 2019) was in the official holding of foreign currencies, due to excessive external borrowing.

There's a surplus in actual reserves exceed the optimal level by about 12.9 billion dollars in June 2019.

Due to lack of data on the relative weight of each currency in total foreign currency Stock, we cannot determine whether there is an excessive accumulation of one foreign currency or not.

The study presented evaluation of distribution of Egypt's current reserves investment and short-term international obligations and got some results in this regard.

It mentioned that not fulfilling requirements of (SDDS) including international reserves doesn't enable evaluation of reserve assets investment accurately.

Based on the above, the study dealt with **-in the second section-** the requirements of the effective management of Egypt's international reserves and mechanisms to achieve them, and concluded with some suggestions.

**Keywords:** International Reserves, SDR, External Debt, Foreign Exchange Rate, Balance of Payments, Indicators of Optimal Level of International Reserves.

## 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<sup>(2)</sup> . وتشتمل هذه الاحتياطيات على العملات الأجنبية، ومركز الاحتياطى أو رصيد الدولة لدى صندوق النقد الدولي، وقيمة حقوق السحب الخاصة، والذهب النقدي للأغراض الرسمية<sup>(3)</sup> .

وبذلك تحتفظ الدول بمستوى مناسب وآمن من تلك الاحتياطيات لمواجهة الصدمات الخارجية التى قد يتعرض لها ميزان المدفوعات، وتتجنب الآثار التى تتجم عن هذه الصدمات، مثل الاضطراب إلى الاقتراض الخارجى قصير الأجل ذو التكلفة المرتفعة، أو اضطراب الدولة إلى فرض قيود ورقابة على الواردات، الأمر الذى قد يؤثر فى النهاية على مستويات الاستهلاك والإنتاج والاستثمار، أو اضطراب الدولة لتخفيض القيمة الخارجية لعملتها مع ما ينجم عن ذلك من آثار سلبية جملة على الاقتصاد الوطنى.

ولا يخفى أنه في ظل تحول الكثير من دول العالم نحو تبني نظم سعر الصرف المرنة تقل الحاجة - إلى حد كبير- إلى حيازة مستويات مرتفعة من الاحتياطيات الدولية، استناداً إلى أن أية اختلالات

(2) 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, «Data Template on International Reserves and foreign currency liquidity- Operational Guidelines», October 1999. Available at: [dsbb.imf.org/images/pdfs/opguide.pdf](http://dsbb.imf.org/images/pdfs/opguide.pdf).
- IMF, «International reserves and foreign currency liquidity: Guidelines for a data template». Statistics Department. 2013, P3. Available at: [www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf).

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

- رمزي زكى، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية فى الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصرى، دار المستقبل العربى، الطبعة الأولى، القاهرة، (1994)، ص (79).

في المدفوعات سيتم تصحيحها من خلال تعديل سعر صرف العملة الوطنية الذي يتصف بالمرونة. أخذاً في الاعتبار أن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من هذه الاحتياطيات ينطوي على تكلفة<sup>(4)</sup>. وتتمثل هذه التكلفة في التضحية بالفرص البديلة للموارد التي تمثلها هذه الاحتياطيات.

وتشير الشواهد العملية إلى أن صافي الاحتياطيات الدولية لمصر قد ارتفع في السنوات الخمس الأخيرة (2014-2019) من (16.7) مليار دولار في يونيو (2014 إلى 44.4) مليار دولار في يونيو (2019) (زيادة تقدر بحوالي 165.9%)<sup>(5)</sup>. وبحوالي (153.6%) خلال السنوات الثلاث الأخيرة (2016-2019) تزامناً مع تحرير سعر صرف الجنيه المصري في نوفمبر 2016 في إطار تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي الأخير<sup>(6)</sup>. كما لوحظ أن معظم الزيادة التي تحققت في تلك الاحتياطيات قد تحققت في الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقي مكونات الاحتياطي فكانت في انخفاض نسبي أو مستقرة خلال هذه الفترة<sup>(7)</sup>.

ومن ناحية أخرى، فإنه بتتبع مؤشرات أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر منذ يونيو (2014)، لوحظ أن هذه المصادر لا تحقق فائضاً مرتفعاً في سوق الصرف الأجنبي لكي يشتريه البنك المركزي ليتمكن من زيادة حجم الاحتياطيات الدولية بهذه النسبة المرتفعة<sup>(8)</sup>.

وعليه فيسعى الباحث في هذه الدراسة بتقييم أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، وتقديم رؤية لتعزيز فعالية هذه الإدارة بما يضمن تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر منها.

### مشكلة الدراسة:

كما تبين من المقدمة أنه بالرغم من ارتفاع صافي الاحتياطيات الدولية لمصر خلال السنوات الخمس الأخيرة بحوالي (165.9%)، وبحوالي (153.6%) خلال السنوات الثلاث

(4) حيث يتطلب الأمر أن تكون سائلة أو أقرب للسيولة كلما اضطرت الظروف لذلك وفي أسرع وقت ممكن.

(5) باستثناء الانخفاض النسبي الذي حدث في يونيو (2016)، حيث انخفض صافي الاحتياطيات بنسبة (12%) مقارنة بيونيو (2015). لمزيد من التفصيل أنظر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (265)، أبريل (2019)، ص (60).

(6) حيث ارتفع صافي الاحتياطيات الدولية من (17.6) مليار دولار في عام (2016) إلى 44.4 في عام (2019). أنظر الجدول رقم (1) بملحق الجداول.

(7) باستثناء مكون حقوق السحب الخاصة، حيث ارتفع من (770) مليون دولار في يونيو (2017 إلى 2706) مليون دولار في يونيو (2018)، أنظر الجدول رقم (1) بملحق الجداول.

(8) كما سيتبين من الشكل رقم (2 أ) والشكل (2 ب) في القسم الأول من الدراسة الحالية.

الأخيرة. وأن معظم هذه الزيادة تحققت فى الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، إلا أن هذه الزيادة لا يبررها الفائض الذى تحقق من أهم مصادر النقد الأجنبى لمصر خلال هذه الفترة.

الأمر الذى يستدعى البحث عن مصادر الوفرة التى تحققت فى رصيد العملات الأجنبية بهذه الاحتياطيات، وتقييم أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، من خلال تقييم مدى كفاءتها فى تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات، وتحديد التوليفة المثلى لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات، ومدى كفاءة وربحية الأصول المستثمر فيها هذه الاحتياطيات.

### ومن هنا تتور التساؤلات التالية :

هل تغير هيكل (مكونات) الاحتياطيات منذ يونيو 2010 حتى يونيو 2019؟

ماهى مصادر الوفرة التى تحققت فى رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية ومكنت السلطة النقدية من تركيبها على هذا النحو المرتفع؟

هل مستوى الاحتياطيات الدولية فى يونيو 2019 (44.4 مليار دولار) بالمستوى المناسب والأمن؟

هل هناك علاقة بين تكوين هذا المستوى من الاحتياطيات وارتفاع ديون مصر الخارجية؟

هل هناك توافق وتسيق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع؟

هل هناك مراعاة لمعايير تحديد المزيغ الأمثل لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية لمصر.

هل هناك توازن ما بين آجال الأصول الاحتياطية المستثمرة فى الخارج وآجال التزامات مصر الخارجية؟ وبما يضمن التوازن بين المخاطرة والعائد.

كيف تعظم مصر الاستفادة من هذه الاحتياطيات؟

### الهدف من الدراسة :

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

### أهمية الدراسة :

تتمثل أهمية الدراسة فى مساعدة متخذ القرار فى الوقوف على أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، من خلال تقييم مدى كفاءتها فى تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات، وتحديد التوليفة المثلى لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات، ومدى كفاءة

وربحية الأصول المستثمر فيها هذه الاحتياطيات. بالإضافة إلى الكشف عن مدى التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجي لمصر.

### فروض الدراسة :

#### تقوم الدراسة على اختبار صحة أو عدم صحة الفروض التالية :

أن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية في السنوات الخمس الأخيرة (2014-2019) قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجي.

أن المستوى الفعلي للاحتياطيات الدولية لمصر في يونيو 2019 يفوق المستوى الأمثل الواجب الاحتفاظ به.

أن الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية تراعى معايير تحديد الميزج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية لمصر.

أن هناك توازن بين آجال الأصول الاحتياطية المستثمرة في الخارج وآجال التزامات مصر الخارجية. أن الاحتياطيات الدولية لمصر تستثمر في أصول أجنبية مرتفعة العائد.

### النطاق الزمني للدراسة :

سيتم تناول الظاهرة محل الدراسة خلال الفترة (2010-2019)، حيث شهدت هذه الفترة تراجعاً كبيراً في مستوى الاحتياطيات الدولية بعد ثورة 25 يناير (2011)، والأحداث السياسية التي تلتها، حيث انخفض صافي الاحتياطيات الدولية من 35.2 مليار دولار في 2010 إلى 26.6 مليار دولار في (2011)، وواصل انخفاضه خلال الأعوام (2012 و 2013) حيث سجل (15.5 و 14.9) مليار دولار على الترتيب. كما شهدت هذه الفترة ارتفاعاً في صافي الاحتياطيات في السنوات الخمس الأخيرة، حيث ارتفع من 16.7 مليار دولار في يونيو 2014 إلى 44.4 مليار دولار في يونيو 2019 (بزيادة تقدر بحوالي 165.9 %).<sup>(9)</sup>

### منهجية الدراسة :

يسعى الباحث في اختباره لفروض الدراسة إلى استخدام المنهج الاستدلالي.<sup>(10)</sup> بهدف تقديم مجموعة

(9) أنظر الجدول رقم (1) بملحق الجداول.

(10) الاستدلال كسلوك منهجي لتحصيل الحقيقة: هو السلوك العام القائم على التسلسل المنطقي المنتقل من مبادئ أو قضايا أولية إلى قضايا أخرى تستخلص منها بالضرورة، إما بالقول أو بالحساب، دون اللجوء إلى التجربة، وذلك في مقابل المنهج الاستقرائي أو التجريبي القائم على الملاحظة والتجربة. لمزيد من التفصيل حول هذا المنهج أنظر: - عبد الرحمن بدوي، مناهج البحث العلمي، الطبعة الثالثة، وكالة المطبوعات للنشر، الكويت، (1977)، ص (82-115).

من الاستنتاجات حول أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، فى 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.

### تقسيم الدراسة :

لبلوغ الهدف المبين سيتم تقسيم الدراسة إلى قسمين رئيسيين، بخلاف المقدمة والخاتمة ، حيث يتم التعرض فى القسم الأول لتقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية، من خلال التطرق للإطار القانونى والمؤسسى لإدارة الاحتياطيات الدولية فى مصر، وتطور مستوى تلك الاحتياطيات ومصادر تكوينه خلال النطاق الزمنى للدراسة، والتطرق لتقييم مدى كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية فى 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 اقتراحات متعلقة بآليات تقوية أطر السياسات والإجراءات الأساسية المتعلقة بالإدارة الفعالة لهذه الاحتياطيات، وكذلك اقتراحات بشأن الإجراءات الأساسية لتكوين المستوى المناسب والأمن لهذه الاحتياطيات، وتختتم الدراسة بتقديم اقتراحات لكيفية تعظيم استفادة مصر من احتياطياتها الدولية.

### أولاً: 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:

#### 1- 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<sup>11</sup>، وفى هذا السياق تسعى الجهة المسؤولة عن إدارة هذه الاحتياطيات إلى تحقيق الأهداف الأساسية التالية<sup>(11)</sup> :

(11) صندوق النقد الدولى، «المبادئ الإرشادية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبى»، التى اعتمدها المجلس التنفيذى لصندوق

النقد الدولى في (20) سبتمبر (2001)، ص ص (4-5). متاحة على الرابط التالى:

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

دعم الثقة في سياسات إدارة سعر الصرف، عندما يقتضى الأمر التدخل لدعم العملة المحلية، والبرهنة على وجود أصول أجنبية تدعم الثقة في العملة المحلية.

✳ الحد من الضغوط الخارجية من خلال الحفاظ على السيولة بالعملات الأجنبية، لامتنصاص الصدمات الخارجية في أوقات الأزمات، أو عندما تضعف قدرة الدولة على الاقتراض الخارجى، وبالتالي تستطيع الدولة كسب ثقة الأسواق الخارجية في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الخارجية الحالية والمستقبلية.

✳ مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبى، والحفاظ على احتياطات لمواجهة الكوارث والطوارئ.

وبناءً على التعريف السابق، فقد يشمل نطاق إدارة الاحتياطات الدولية إدارة الخصوم وغيرها من المراكز المكشوفة بالعملة الأجنبية، واستخدام المشتقات المالية. إلا أن تعظيم هذه الاحتياطات ينبغي أن يكون ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة، حتى تكون متاحة دائماً عند الحاجة إليها، الأمر الذى يترتب عليه إعطاء أولوية للسيولة وحماية الاحتياطات قبل اعتبارات الربح أو تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطات. وينطوى هذا بالضرورة على إجراء المفاضلة بين المخاطرة والعائد عند وضع أولويات إدارة الاحتياطات الدولية<sup>(12)</sup>.

ولتمكين الجهاز المعنى بإدارة الاحتياطات من ممارسة مهامه بكفاءة، يجب أولاً وضع إطار قانونى ومؤسسى يحدد تحديداً دقيقاً كافة المسئوليات والصلاحيات الممنوحة لذلك الجهاز.

## 2- الإطار القانونى والمؤسسى لإدارة الاحتياطات الدولية فى مصر

نص قانون البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى والنقد رقم 88 لسنة 2003 فى الفصل الثانى من الباب الأول "أهداف البنك المركزى واختصاصاته" على أن يتولى البنك المركزى المصرى إدارة احتياطات الدولة من الذهب والنقد الأجنبى وفقاً لنص الفقرة (هـ) من المادة (6)<sup>(13)</sup>.

وبالنسبة للإطار المؤسسى، فتتولى إدارة الاحتياطات دائرة العلاقات والاستثمارات الخارجية برئاسة وكيل المحافظ، وتحت إشراف "لجنة الاستثمار" التى تقوم بوضع الإطار العام لعملية إعادة الهيكلة والسياسة الاستثمارية ورفعها لمجلس إدارة البنك المركزى للاعتماد، كما تقوم إدارة المخاطر

(12) المرجع السابق، ص (11).

(13) قانون البنك المركزى المصرى والجهاز المصرفى والنقد رقم (88) لسنة (2003)، متاح على الرابط التالى:

<http://www.mlcu.org/eg/LawNo88.pdf>.

بالبنك المركزي بمهمة متابعة تطبيق الإجراءات التي من شأنها الحد من مخاطر الائتمان والتشغيل، والتأكد من مدى التزام إدارة الاحتياطي بكافة ضوابط الاستثمار المنصوص عليها.<sup>(14)</sup>

ومن الجدير بالذكر أن البنك المركزي قد أشار إلى أن الجانب الأكبر من الاحتياطيات الدولية حتى نهاية عام 2003 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 الاحتياطي لمخاطر ائتمان ومخاطر عمليات مرتفعة.<sup>(15)</sup>

وبناءً على ما سبق، قام البنك المركزي المصري بإعادة هيكلة إدارة الاحتياطيات الدولية لديه، ووضع سياسة استثمارية جديدة تهدف إلى الخروج من النمط الاستثماري التقليدي إلى أدوات استثمارية حديثة، وذلك من خلال إنشاء المكتب الأوسط.<sup>(16)</sup> Middle Office 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 الخارجي وتوزيع عملات الشركاء التجاريين.<sup>(17)</sup>

### 3- تطور مستوى الاحتياطيات الدولية ومصادر تكوينها خلال الفترة (2010 - 2019) :

يتضح من الشكل رقم (1) أن صافي الاحتياطيات قد سجل حوالي 35.2 مليار دولار في نهاية يونيو 2010، وانخفض إلى 26.6 مليار دولار في نهاية يونيو 2011 (بمعدل انخفاض حوالي 24.5%)، نتيجة للأحداث السياسية التي أدت إلى تراجع عائدات السياحة بمعدل 47.5%، وتراجع الاستثمار الأجنبي المباشر ليسجل لأول مرة رقماً سالباً (65 مليون دولار)، وشهدت

(14) الموقع الإلكتروني للبنك المركزي المصري <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/default.aspx>

(15) البنك المركزي المصري، «تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري خلال الفترة (ديسمبر 2003-ديسمبر 2012)»، ص 9-10. متاح على الرابط التالي:

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

(16) المكتب الأوسط هو مكتب مستقل عن إدارة الاحتياطي، يقوم بإعداد تقارير يومية وأسبوعية وشهرية وربع سنوية تخص استثمارات الاحتياطي ومراقبة أي خروج عن محددات الاستثمار المعتمدة ورفع هذه التقارير إلى الإدارة العليا مباشرة.

(17) لمزيد من التفصيل حول الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي المصري لتطوير الإطار المؤسسي أنظر:

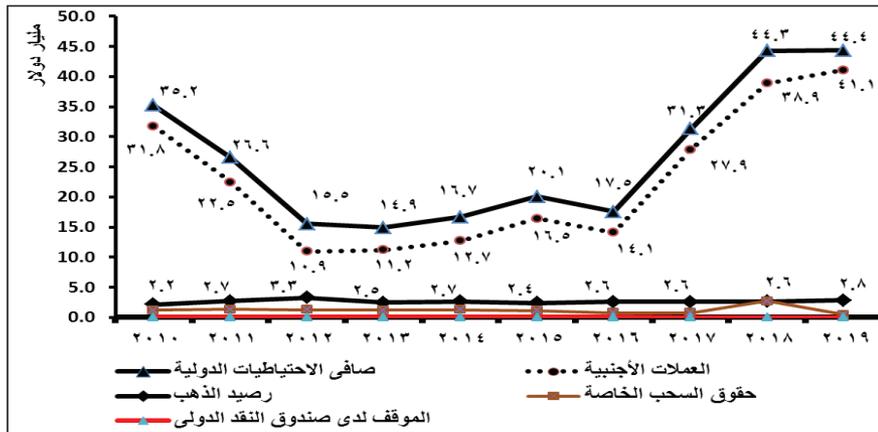
البنك المركزي المصري، المرجع السابق، ص 9-10.

استثمارات الحافطة صافي تدفق للخارج بلغ 7.1 مليار دولار<sup>(18)</sup>. وواصل صافي الاحتياطيات انخفاضه خلال الأعوام 2012 و2013 حيث سجل 15.5 و14.9 مليار دولار على الترتيب.

ويلاحظ ارتفاع صافي الاحتياطيات في السنوات الخمس الأخيرة، حيث ارتفع من 16.7 مليار دولار في يونيو 2014 إلى 44.4 مليار دولار في يونيو 2019 (زيادة تقدر بحوالي 165.9%)<sup>(19)</sup>.

شكل رقم (1)

تطور مستوى ومكونات الاحتياطيات الدولية لمصر خلال الفترة (2010-2019)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات الواردة بالجدول رقم (1) 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 الخمس الأخيرة (2014-2019)، قد تحققت في الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقي مكونات الاحتياطي فكانت في انخفاض نسبي أو مستقرة خلال هذه الفترة<sup>(20)</sup>.

ويشير هذا الوضع تساؤلاً هاماً وهو: ما هي مصادر الوفرة التي تحققت في رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية ومكنت السلطة النقدية من تركيبها على هذا النحو المرتفع؟ وللإجابة على هذا التساؤل، قد يكون من المفيد تتبع مؤشرات أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر

(18) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2010/2011، ص 31.

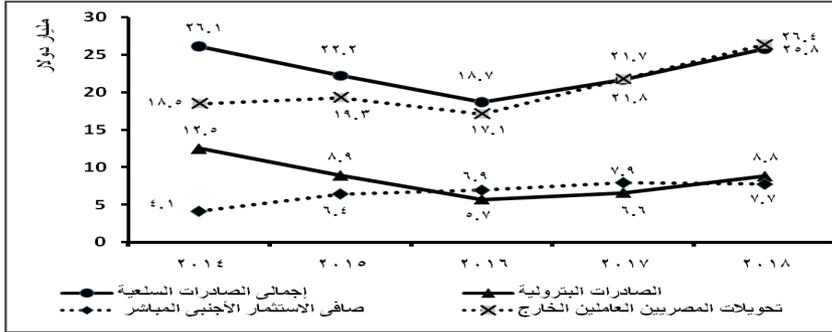
(19) باستثناء الانخفاض النسبي الذي حدث في يونيو 2016، حيث انخفض صافي الاحتياطيات بنسبة 12% مقارنة بـ يونيو 2015.

(20) باستثناء مكون حقوق السحب الخاصة، حيث ارتفع من 770 مليون دولار في يونيو 2017 إلى 2706 مليون دولار في يونيو

2018، أنظر الجدول رقم (1) بملحق الجداول.

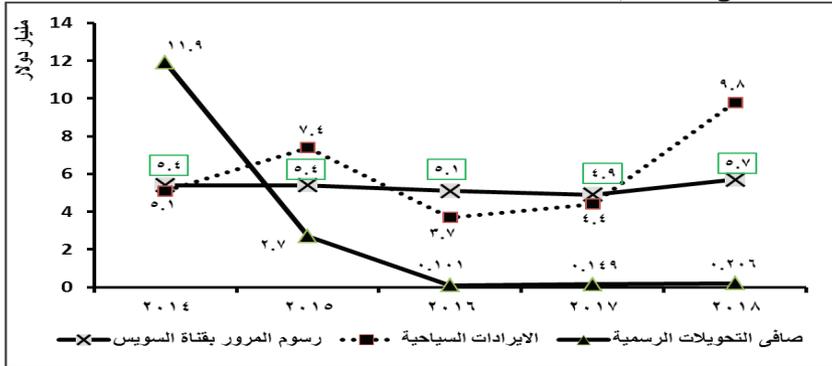
منذ يونيو 2014 (وفقاً لأحدث بيانات سنوية متاحة)<sup>(21)</sup>، على النحو الوارد بالشكلين التاليين.

شكل رقم (2 - أ)  
تطور أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر خلال الفترة (2014-2018)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري والواردة بالنتشرة الإحصائية الشهرية رقم (265)، أبريل 2019، ص ص 75-76. جميع البيانات في نهاية يونيو من كل عام.

شكل رقم (2 - ب)  
تابع تطور أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر خلال الفترة (2014-2018)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري والواردة بالنتشرة الإحصائية الشهرية رقم (265)، أبريل 2019، ص ص 75-76.  
- جميع البيانات في نهاية يونيو من كل عام.

ويتضح من الشكلين السابقين ما يلي:

- انخفاض حصة الصادرات السلعية (بما فيها البترولية) من 26.1 مليار دولار إلى 18.7 مليار دولار خلال الفترة (2014-2016)، وارتفاعها إلى 25.4 مليار دولار في 2018.

(21) مع الأخذ في الاعتبار أن صافي الاحتياطيات الدولية لم يرتفع منذ يونيو 2018 حتى يونيو 2019، حيث ظل عند حوالي 44.3 مليار دولار.

- تراجع صافى تدفقات التحويلات الرسمية تراجعاً مستمراً خلال الفترة (-2016-2014) حيث انخفض من 11.9 مليار دولار إلى 101 مليون دولار فقط خلال هذه الفترة (بنسبة انخفاض 99.2 %)، ولم يتعد 206 مليوناً فى يونيو 2018.

- ظلت إيرادات قناة السويس، عند 5.4 مليار دولار خلال عامى 2014-2015، ثم انخفضت بحوالى 0.3 مليار دولار عام 2016، وارتفعت بحوالى 0.6 مليار دولار فى 2018.

- أما الإيرادات السياحية فكانت حوالى 5.1 مليار دولار فى 2014 وتأرجحت ما بين الارتفاع والانخفاض، واستقرت عند 9.8 مليار دولار فى 2018.

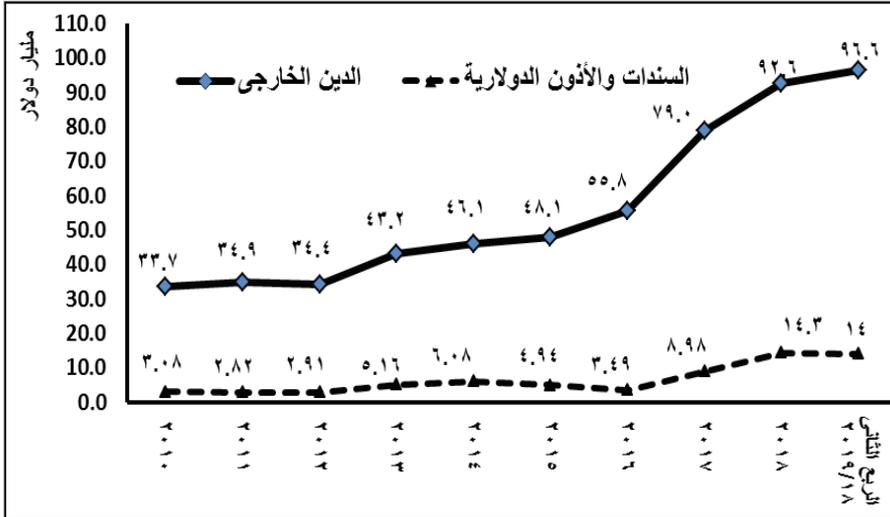
- أن تحويلات العاملين بالخارج قد انخفضت من 18.5 مليار دولار عام 2014 إلى 17.1 مليار دولار فى 2016، ثم ارتفعت إلى 26.4 مليار دولار فى 2018.

- أن صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر قد ارتفع من 4.1 مليار دولار فى عام 2014 إلى 7.9 مليار فى 2017، ثم انخفض إلى 7.7 مليار دولار فى 2018.

وبناءً على ما سبق، من الصعب القول بأن مصادر النقد الأجنبى الموضحة بعاليه قد حققت فائضاً فى سوق الصرف الأجنبى لكى يشتريه البنك المركزى لىتمكن من زيادة حجم الاحتياطيات الدولية بنسبة 165.9 % خلال نفس الفترة (2014-2019).<sup>(22)</sup> وبالرغم من عدم إتاحة بيانات عن حجم السيولة المقترضة التى يتم توجيهها للاحتياطيات الدولية، إلا أنه من خلال تتبع أهم مصادر النقد الأجنبى الموضحة بعاليه، وكذلك تتبع حجم الدين الخارجى من قروض وسندات دولاريه، فمن المرجح أن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية فى يونيو 2019 قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى، وطرح سندات دولاريه للبيع خارج البلاد. حيث ارتفع الدين الخارجى من 46.1 مليار دولار فى يونيو 2014 إلى 96.6 مليار دولار فى الربع الثانى 2019/18، بزيادة قدرها 50.5 مليار دولار (بنسبة ارتفاع 109.5 %) خلال تلك الفترة. كما هو موضح بالشكل رقم (3).

(22) لم يرتفع صافى الاحتياطيات الدولية منذ يونيو 2018 حتى مايو 2019، حيث ظل عند حوالى 44.3 مليار دولار.

شكل رقم (3)  
تطور الدين العام الخارجى متضمناً السندات الدولارية  
خلال الفترة (يونيو-2010 الربع الثانى/18 /2019)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى والواردة بكل من التقرير السنوى، أعداد مختلفة، والنشرة الاحصائية الشهرية، العدد رقم (265)، أبريل 2019، ص ص 95-96.  
- البيانات فى نهاية يونيو من كل عام.

نخلص مما سبق إلى أن ارتفاع الاحتياطيات الحالية بقروض وسندات دولارية 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 دولارية من جديد، .... وهكذا (23).

وبناءً على ما سبق يمكن قبول صحة الفرض الأول للدراسة القائل بأن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية في السنوات الخمس الأخيرة (2014-2019) قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى، وطرح سندات دولاريه للبيع خارج البلاد.

(23) 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 إنقاذ الدولة وقت الأزمات.

## المعايير الأساسية لتقييم أداء إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر

تستدعى الإدارة السليمة للاحتياطيات الدولية مراعاة المعايير الثلاثة التالية:

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

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

### (1) 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 ينطوي على تكلفة تتمثل في التضحية بالفرص البديلة للموارد التي تمثلها هذه الاحتياطيات.<sup>(24)</sup>

ولتحديد ما إذا كانت الاحتياطيات الدولية الفعلية تتسم بالأمثلية 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 الخارجى قصير الأجل، والمستوى الأمثل وفقاً لمؤشر السيولة المحلية M2، والمستوى الأمثل وفقاً لمتوسط العجز فى الحساب الجارى لفترة زمنية معينة.

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

#### أ- المستوى الأمثل وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات للواردات:

يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات شيوعاً واستخداماً فى حساب المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية، وهو مقياس يؤخذ به فى الاحصائيات الدولية المقارنة نظراً لبساطته وقوة دلالاته، حيث

(24) 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 التي 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.

يربط بين الاحتياطيات وأهم إنفاق بالعملات الأجنبية وهو الإنفاق المتعلق بالواردات من السلع والخدمات الذي تحتاج إليه الدولة من الخارج لأغراض الاستهلاك المحلي (السلع الاستهلاكية) والانتاج الداخلى (السلع الوسيطة) والاستثمار المحلي (السلع الرأسمالية).<sup>(25)</sup>

وأشار العديد من الدراسات التطبيقية فى هذا الصدد إلى إنه من الأهمية بمكان أن يكون معدل تغطية الاحتياطيات للواردات فى حدود (30% إلى 50%) من إجمالى قيمة الواردات السنوية (السلعية والخدمية)، أو ما يغطى من 4-6 شهور من الواردات<sup>(26)</sup>. 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.

ويتضح من الشكل رقم (4)، أن الاحتياطيات الفعلية كانت تفوق المستوى الأمثل فى عام 2010

(25) يلاحظ أن أغنى الدول قد تحتفظ باحتياطيات تكفيها لعدد قليل من شهور الواردات، فعلى سبيل المثال فى عام 2017 احتفظت كل من الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا باحتياطيات تغطى شهرين فقط من الواردات السلعية والخدمية، 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 افريقيا 5 شهور، وسنغافورا ومصر 6 شهور، وبوتسوانا 13 شهر، والفلبين 8 شهور، وبيرو 13 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-H&name\\_desc=true](https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.MO?locations=CH-SA-H&name_desc=true)

(26) أنظر على سبيل المثال:

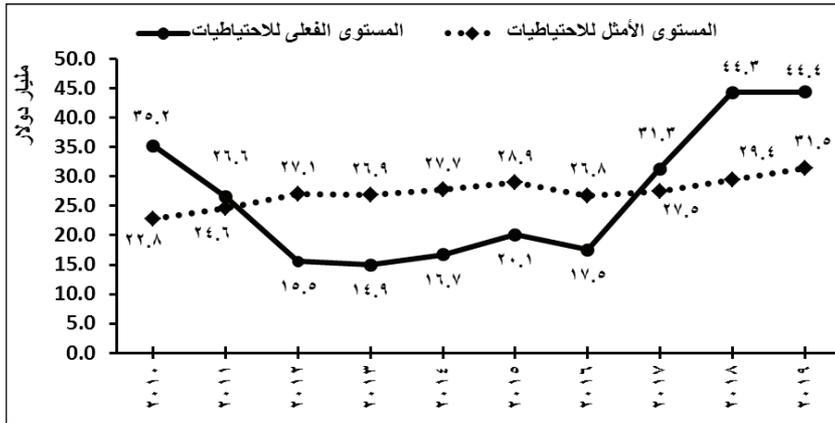
- Olivier Jeanne and Romain Rancière, «The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications», IMF Working Paper, No. 06/229, October 2006, P16. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06229.pdf>
- European Central Bank, «the Accumulation of Foreign Reserves», International Relations Committee Task Force, Occasional Paper Series, NO. 43 / February 2006. P 31. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>.

بحوالى 12 مليار دولار (تغطى 7.4 شهر من الواردات السلعية والخدمية)، وبالرغم من انخفاض الاحتياطيات الفعلية بحوالى 8.6 مليار دولار فى عام 2011 مقارنة بعام 2010، إلا أنها كانت تفوق المستوى الأمثل بحوالى 2 مليار دولار.<sup>(27)</sup>

أما الفترة (2012 – 2016) فكانت الاحتياطيات الفعلية أقل من المستوى الأمثل بحوالى 11.6 مليار دولار عام 2012 وحوالى 9.3 مليار دولار عام 2016، وعادت ارتفاعها لتتخطى المستوى الأمثل بحوالى 3.8 مليار دولار فى يونيو 2017، وبحوالى 12.9 مليار دولار فى يونيو و 2019 لتصل إلى 44.4 مليار دولار (بما يغطى 6.8 شهر من الواردات السلعية والخدمية).<sup>(28)</sup>

#### شكل رقم (4)

المستوى الأمثل والفعلى للاحتياطيات الدولية وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات للواردات خلال الفترة (2010 – 2019)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المحسوبة بالجدول رقم (2) بملحق الجداول - البيانات فى نهاية يونيو من كل عام.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول أن هناك فائضاً فى الاحتياطيات الفعلية فاق المستوى الأمثل بحوالى 12.9 مليار دولار فى يونيو 2019، وما تحتاج إليه مصر كاحتياطيات دولية ملائمة وكافية هو 31.5 مليار دولار بما يغطى حوالى 4.8 شهراً من الواردات السلعية والخدمية.

(27) تم حساب المستوى الأمثل على أنه 40% من إجمالي الواردات السلعية والخدمية فى كل عام، وهو متوسط النسبتين 30% و50% المشار إليهما سابقاً. ويوضح الجدول رقم (2) بالملحق طريقة حساب هذا المستوى، وعدد شهور الواردات التى تغطيها الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (2010-2019).

(28) رغم ارتفاع الواردات السلعية والخدمية من 66.9 مليار دولار فى يونيو 2016 إلى 78.7 مليار دولار فى يونيو 2019 (بنسبة 17.5%).

ويبدو أن هذا الفائض قابل للزيادة في الفترة القادمة، في إطار سعى الحكومة لطرح ما قيمته 10 مليار دولار من أسهم بعض الشركات العامة في البورصة المحلية والبورصات العالمية، واكتشافات حقول الغاز، وتعافى القطاع السياحي، وارتفاع تحويلات العاملين بالخارج، بالإضافة إلى عدم قيام البنك المركزي بضخ جزء من الاحتياطي للحفاظ على سعر صرف الجنيه المصري في ظل تبني نظام التعويم الحر منذ نوفمبر عام 2016 (في حالة الالتزام بعدم التدخل في سوق الصرف).

#### ب- المستوى الأمثل وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية :

يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الدولة على سداد أعباء ديونها الخارجية، وبالتالي كلما كانت الدولة قادرة على تغطية من 30% إلى 50% من إجمالي ديونها الخارجية، كلما ازدادت قدرتها على سداد أعباء هذه الديون والمتمثلة في الاقساط والفوائد وضمنان سداد الدين الخارجي قصير الأجل<sup>(29)</sup>.

وبتطبيق هذا المؤشر على الحالة المصرية، لتحديد المستوى الأمثل<sup>(30)</sup>. كما هو موضح بالشكل رقم (5)، يتضح أن الاحتياطيات الدولية الفعلية في عام 2010 كانت تفوق المستوى الأمثل بحوالي 21.8 مليار دولار، وبالرغم من انخفاض الاحتياطيات الفعلية في 2012 بحوالي 19.7 مليار دولار (مقارنة بعام 2010)، كانت تفوق المستوى الأمثل بحوالي 1.8 مليار دولار.

وبالرغم من ارتفاع الاحتياطيات الفعلية من حوالي 15 مليار دولار في يونيو 2013 إلى 31.3 مليار دولار في يونيو 2017، أي بنسبة 109%، إلا أن ارتفاع الدين الخارجي من 43.2 مليار إلى 79 مليار (بنسبة 82.8%) خلال هذه الفترة، قد حد من قدرة الاحتياطيات الفعلية على تغطية نسبة 40% من هذا الدين، وبالتالي كانت هذه الاحتياطيات الفعلية أقل من المستوى الأمثل خلال هذه الفترة<sup>(31)</sup>. ومع ارتفاع الاحتياطيات الفعلية إلى 44.3 مليار دولار في يونيو 2018 (بزيادة 40.2% مقارنة بالعام السابق مباشرة) واستمرار ارتفاع الدين الخارجي إلى 92.6 مليار دولار، استطاعت الاحتياطيات الفعلية تغطية المستوى الأمثل بفائض حوالي 7.3 مليار دولار. وحتى مع انخفاض الاحتياطيات الفعلية

(29) Elias Papaioannou, Richard Portes and Gregorios Siourounis, «The Accumulation of Foreign Reserves: The Impact of The Euro and The Prospects for Dollar», European Central Bank, Working Paper Series No.694. November 2006, PP 2829-. Available at: <http://www.ecb.int> or from the Social Science Research Network electronic library at [http://ssrn.com/abstract\\_id=942731](http://ssrn.com/abstract_id=942731)

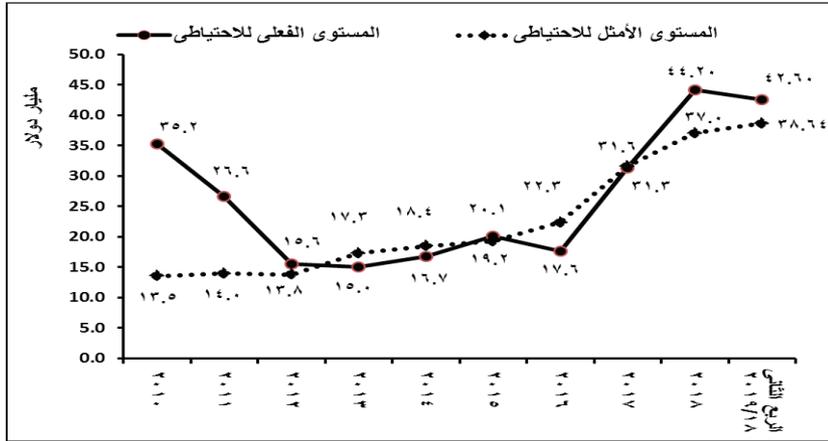
(30) تم حساب المستوى الأمثل على أنه 40% من إجمالي الدين الخارجي في كل عام، وهو متوسط النسبتين 30% و50% المشار إليهما سابقاً.

(31) باستثناء عام 2015 كانت الاحتياطيات الفعلية تفوق المستوى الأمثل بحوالي 0.88 مليار دولار.

إلى 42.6 مليار دولار خلال الربع الثاني 2019 / 18 واستمرار ارتفاع الدين الخارجى إلى 96.6 مليار دولار، فهناك فائض عن المستوى الأمثل بحوالى 4 مليار دولار.

شكل رقم (5)

المستوى الأمثل والفعلى للاحتياطيات وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية  
خلال الفترة (يونيو-2010 الربع الثاني 2019 / 18)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المحسوبة بالجدول رقم (3) بملحق الجداول  
البيانات فى نهاية يونيو من كل عام.

### ت- المستوى الأمثل وفقاً لمؤشر الدين الخارجى قصير الأجل:

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة الدولة على خدمة الدين الخارجى قصير الأجل (الديون المستحقة خلال سنة واحدة)، فى حالة التدهور الحاد فى ظروف التمويل الخارجى، بحيث تكون هذه الدولة قادرة على عدم الاستدانة على الأقل لمدة عام، وبالتالي ينبغى أن تغطى الاحتياطيات الفعلية الدين الخارجى قصير الأجل بنسبة 100% على الأقل سنوياً<sup>(32)</sup>.

وتتبع أهمية هذا المؤشر من إمكانية استخدامه كمقياس لدرجة تأثر الاقتصاد الوطنى بالتطورات فى أسواق رأس المال العالمية، حيث تلعب هذه النسبة دوراً هاماً فى تحديد المدى الزمنى المتاح للسلطة المحلية لإجراء تعديلات فى سياستها الاقتصادية أو اتخاذ الإجراءات التى

(32) لمزيد من التفصيل أنظر:

- Senei Solomon Molapo, "Optimal International Reserves in Lesotho", European Scientific Journal, vol.12, No.13 ISSN: 1857 – 7881, May 2016, P 286.

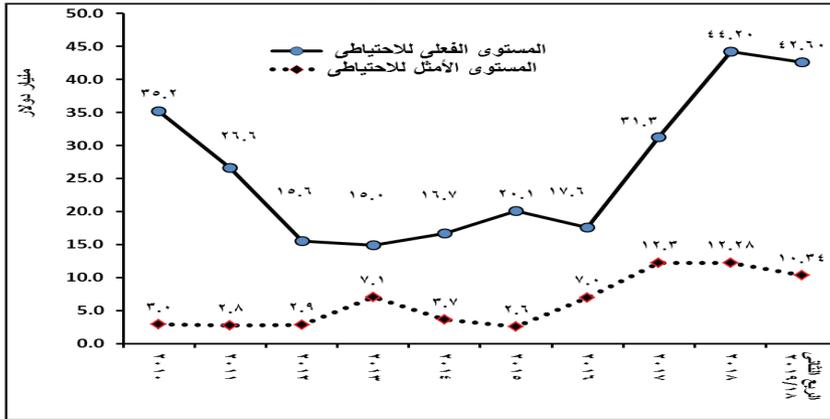
- European Central Bank, (2006), op.cit, P 31.

تحول دون دخولها في دوامة التعثر، إذا ما وجدت صعوبة في النفاذ لهذه الأسواق.

ويتضح من الشكل رقم (6) أن المستوى الفعلي للاحتياطيات الدولية لمصر يفوق المستوى الأمثل على مدار الفترة محل الدراسة<sup>(33)</sup>. وبالرغم من انخفاض الاحتياطيات الدولية إلى أدنى مستوى لها في عام 2013 (15 مليار دولار)، وارتفاع الدين الخارجي قصير الأجل إلى 7 مليار دولار في نفس العام (بنسبة 136.7% مقارنة بعام 2010)، إلا أنها كانت تغطي ذلك الدين وبفائض يقدر بحوالي 8 مليار دولار. ومع ارتفاع ذلك الدين إلى أعلى مستوى له في يونيو 2018 ليصل إلى 12.3 مليار دولار (بنسبة ارتفاع 310% مقارنة بعام 2010) إلا أنه كان هناك فائضاً عن المستوى الأمثل بحوالي 32 مليار دولار. واستمر هذا الفائض حتى الربع الثاني 2019/18، مما يعني أن الاحتياطيات الدولية تغطي هذا الدين بحوالي 412%<sup>(34)</sup>. وقد يشير هذا إلى أن هناك مغالاة في تركيب هذا المستوى من الاحتياطي.

شكل رقم (6)

المستوى الأمثل والفعلي للاحتياطيات وفقاً لمؤشر الدين الخارجي قصير الأجل خلال الفترة (يونيو-2010 الربع الثاني 2018/2017)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المحسوبة بالجدول رقم (4) بملحق الجداول  
البيانات في نهاية يونيو من كل عام

المستوى الأمثل 100% من إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل في كل عام.

ويمكن القول بصفة عامة، أن تراكم الاحتياطيات الدولية لمصر وإن كان أمراً مرغوباً لمواجهة التقلبات في الموارد الجارية للنقد الأجنبي، وتجنب حدوث هزات كبيرة في تدفق الواردات أو للحفاظ

(33) المستوى الأمثل 100% من إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل في كل عام.

(34) أنظر الجدول رقم (4) بملحق الجداول.

على قدر من الاستقرار في سعر الصرف، إلا أن تضخم هذه الاحتياطيات بما يجاوز هذه الأغراض قد لا يكون أمراً مستحباً لآمن زاوية الكفاءة الاقتصادية ولا من زاوية الأولويات التنموية في بلد تشتد حاجته إلى حشد كل الموارد الممكنة من أجل الانطلاق على طريق التنمية الشاملة والمطردة<sup>(35)</sup>.

وبالتالى لا يمكن النظر إلى تزايد الاحتياطيات بما يجاوز تلك الأغراض على أنه قرينة على تحسن الأداء الاقتصادى المصرى، بل يشير إلى درجة عالية من التحوط تؤدي بدورها إلى تعطيل جزء مهم من موارد النقد الأجنبى وحجبه عن المساهمة فى الإنتاج الحقيقى والتنمية<sup>(36)</sup>.

وبناءً على ما سبق يمكن قبول صحة الفرض الثانى للدراسة القائل بأن المستوى الفعلى للاحتياطيات الدولية لمصر في يونيو 2019 يفوق المستوى الأمثل الواجب الاحتفاظ به.

## (2) تحديد المزيج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية :

وفقاً لبيانات البنك المركزى المصرى، تشمل الاحتياطيات الدولية الفعلية لمصر على رصيد العملات الأجنبية، والذهب النقدى، وحقوق السحب الخاصة، وصافى موقف الدولة لدى صندوق النقد الدولى<sup>(37)</sup>.

وانطلاقاً من الأهداف الرئيسية لعملية ترقيم الاحتياطيات الدولية مثل مواجهة التقلبات فى الموارد الجارية للنقد الأجنبى، وتجنب حدوث هزات كبيرة فى تدفق الواردات والوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل والحفاظ على قدر من الاستقرار فى سعر صرف العملة المحلية، فإن مكون العملات الأجنبية يستحوذ على النسبة الغالبة من إجمالى مكونات الاحتياطيات الدولية فى معظم الدول النامية (ومن ضمنها مصر)، بسبب عدم امكانية الاعتماد على مصادر دائمة وثابتة للنقد الأجنبى وحالة عدم الاستقرار الاقتصادى والسياسى بهذه الدول.

وتشير البيانات الواردة بالجدول رقم (1) بملحق الجداول إلى أن مكون العملات الأجنبية يستحوذ على النسبة الغالبة من صافى الاحتياطيات الدولية لمصر خلال الفترة (2010-2019)، حيث وصلت هذه النسبة إلى أكثر من 90% فى يونيو عام 2010، وبحوالى 92.6% فى يونيو 2019. أما رصيد الذهب فبلغت نسبته حوالى 6.2% فى يونيو 2010 ويونيو 2019، بينما بلغت نسبة وحدات حقوق السحب الخاصة حوالى 3.4% فى يونيو 2010 وانخفضت إلى 1

(35) إبراهيم العيسوى، الاقتصاد المصرى فى ثلاثين عاماً، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2007، ص ص 480-481.

(36) المرجع السابق، ص 489.

(37) أنظر فى ذلك: التقرير السنوى والنشرة الإحصائية الشهرية الذين يصدرهما البنك المركزى المصرى.

% فى يونيو 2019. ولم يتجاوز مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي 0.6% من صافى الاحتياطيات خلال هذه الفترة.

وكما سبق الإشارة فإن معظم الزيادة التى تحققت فى الاحتياطيات الدولية فى السنوات الخمس الأخيرة (2014-2019)، قد تحققت فى الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقى مكونات الاحتياطيات فكانت فى انخفاض نسبي أو مستقرة خلال هذه الفترة<sup>(38)</sup>.

ولذا فمن المفترض أن تولى إدارة الاحتياطيات أهمية كبيرة بتحديد المزيح الأمثل لرصيد العملات الأجنبية من كافة أنواع النقد الأجنبى الذى يتمتع بصفة القبول العام فى تسوية المعاملات الدولية ويقبله الدائنون والمدينون فى تسوية علاقات الدائنية والمديونية بينهم (العملات الأجنبية التى تحتل أهمية نسبية كبيرة فى النظام التجارى والمالى الدولى).

ومن ثم فإن المغالاة فى تركيب عملة ما من تلك العملات التى تتعرض أسعار صرفها للتقلبات الشديدة فى أسواق النقد الدولية، قد يؤدى إلى تحقيق خسارة مالية كبيرة. ولهذا يتعين على السلطة النقدية وهى تدير هذه الاحتياطيات على أساس يومى، أن تتوخى الحيطة والحذر فى اختيار تلك العملات.

وبصفة عامة، فإن مسألة الخيار بين العملات الأجنبية تحكمها بالإضافة إلى ما سبق، مجموعة من العوامل الموضوعية الهامة التى لا يجوز إغفالها، ومنها نمط التجارة الخارجية للدولة (من حيث التوزيع الجغرافى للصادرات والواردات)، والتركيب الهيكلى للدين الخارجى وتوزيعه بين العملات المختلفة. ويتبع التوزيع الجغرافى للواردات والصادرات السلعية لمصر وكذلك التركيب الهيكلى للدين الخارجى حسب العملات المختلفة خلال الفترة (2010 - 2019)<sup>(39)</sup>، يتضح أن أهم العملات الأجنبية التى تحتل أهمية نسبية كبيرة فى النظام التجارى والمالى الدولى (والتي يفترض أن يتحدد منها المزيح الأمثل لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات) تتمثل فى خمس عملات رئيسية<sup>(40)</sup>.

(38) باستثناء مكون حقوق السحب الخاصة، حيث ارتفع من 770 مليون دولار فى يونيو 2017 إلى 2706 مليون دولار فى يونيو 2018، أنظر الجدول رقم (1) بملحق الجداول.

(39) أنظر فى ذلك: التقرير السنوى والنشرة الإحصائية الشهرية الذين يصدرهما البنك المركزى المصرى.

(40) يلاحظ استحواد الدولار الأمريكى على النصيب الأكبر من إجمالى المديونية الخارجية، نظراً لوجود التزامات قائمة بالدولار الأمريكى تستحق لدول دائنة بخلاف الولايات المتحدة الأمريكية، فعلى سبيل المثال فى عام 2016/2017 استحوذ الدولار الأمريكى على حوالى 70% من إجمالى المديونية الخارجية، يليه اليورو بما نسبته 6، 12، ثم وحدات حقوق السحب الخاصة 7%، واليوان الصينى 4، 3%، والين اليابانى 2، 9% وهذا يعنى أن أكثر من 90% من العملات المكونة للدين الخارجى هى العملات التى تدخل فى قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة. أنظر فى ذلك:

وهي نفس العملات التي تدخل في تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة، وتتمثل في كل من الدولار الأمريكي واليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني واليوان الصيني<sup>(41)</sup>. وبالرغم من تأكيد البنك المركزي المصري على اعتماده لنموذج توزيع الاحتياطيات الدولية على سلة من العملات الأجنبية أخذاً في الاعتبار عوامل استراتيجية مثل توزيع عملات الدين الخارجي وتوزيع عملات

أهم الشركاء التجاريين (ولاسيما العملات الداخلة في تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة). إلا أن عدم إتاحة البنك المركزي لبيانات عن الوزن النسبي لكل عملة من إجمالي رصيد العملات الأجنبية، لا يمكننا من الحكم على المزيج الحالي لهذا الرصيد، وبالتالي لا نستطيع تحديد ما إذا كان هناك مغالاة في تركيب عملة ما من تلك العملات والتي قد تؤدي إلى تحقيق خسارة مالية كبيرة في حال تعرض سعر صرفها للتقلبات الشديدة في أسواق النقد الدولية<sup>(42)</sup>.

وبالتالي لا نستطيع التحقق من صحة أو عدم صحة الفرض الثالث للدراسة القائل بأن الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية تراعى معايير تحديد المزيج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية لمصر.

### (3) توزيع استثمارات الاحتياطيات الدولية على عدة محافظ بأجال مختلفة بما يضمن التوازن بين المخاطرة والعائد:

تواجه إدارة الاحتياطيات الدولية عدداً من المخاطر الخارجية مثل مخاطر السيولة التي تتجم عن تعطيل إمكانية تسهيل الأصول الاحتياطية المستثمرة في الخارج، وهناك ما يسمى بمخاطر الائتمان

البنك المركزي المصري، التقرير السنوي للعام المالي ٢٠١٦/٢٠١٧، ص ٣٠.

(41) قرر المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في المراجعة الأخيرة لمكونات سلة عملات حقوق السحب الخاصة SDRs (التي اختتمت في نوفمبر ٢٠١٥)، اعتبار اليوان الصيني عملة قابلة للاستخدام الحروتمت الموافقة على إدراجه في سلة حقوق السحب الخاصة اعتباراً من ١ أكتوبر ٢٠١٦، وبذلك تكون سلة حقوق السحب الخاصة تتألف من اليوان الصيني والدولار الأمريكي والين الياباني واليورو والجنيه الإسترليني. وتبلغ أوزان الدولار الأمريكي واليورو واليوان الصيني والين الياباني والجنيه الإسترليني على الترتيب ٧٣، ٤١٪، ٩٢، ٣٠٪، ٩٢، ١٠، ١٠٪، و ٢٣، ٨٪، و ٠٩، ٨٪. وتم استخدام هذه الأوزان لتحديد مقدار ما تتضمنه سلة تقييم حقوق السحب الخاصة الجديدة التي بدأ العمل بها في ١ أكتوبر ٢٠١٦ من كل عملة من العملات الخمس. وستظل مقادير هذه العملات الجديدة ثابتة على مدار فترة التقييم القادمة التي تغطي خمس سنوات. ومن المقرر إجراء المراجعة القادمة مع نهاية ٣٠ سبتمبر ٢٠٢١. لمزيد من التفصيل أنظر: صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم ١٥/٥٤٣، ديسمبر ٢٠١٥، متاح على الرابط التالي:

<http://www.imf.org/ar/About/Factsheets/Sheets/201651/14/01/08/Special-Drawing-Right-SDR>.

(42) يرى البعض أن الإفصاح عن مزيج العملات الأجنبية قد يستخدم في مضاربات تؤثر سلبياً على درجة استقرار أسعار صرف تلك العملات، وبالتالي يزيد من درجة المخاطرة في إدارة (إستثمار) الاحتياطيات الدولية.

التي تتجم عن خسائر استثمار الاحتياطي في الأصول مرتفعة العائد، دون الأخذ في الاعتبار مدى قدرة الجهة المصدرة لهذه الأصول وقدرتها على سداد قيمة الأصل المصدر في الوقت المناسب، بالإضافة إلى مخاطر العملة ومخاطر أسعار الفائدة، والمخاطر التشغيلية.

لذا فعلى الجهاز المسئول عن إدارة الاحتياطيات الموازنة ما بين آجال الأصول الاحتياطية المستثمرة في الخارج وآجال التزامات مصر الخارجية، وذلك بتوزيع استثمارات الاحتياطي على عدة محافظ بآجال بما يضمن التوازن بين المخاطرة والعائد.

ومن الجدير بالذكر أن مصر قد اشتركت (منذ يناير 2005) في المعيار الخاص لنشر البيانات (SDDS) Special Data Dissemination Standard الذي وضعه صندوق النقد الدولي، بغرض إتاحة البيانات الاقتصادية والمالية للجمهور، ومن ضمنها بيانات الاحتياطيات الدولية<sup>(43)</sup>.

وبناءً على ذلك فإن البنك المركزي المصري ينشر بيانات عن الأصول الاحتياطيات الرسمية والأصول الأخرى المحررة بالعملة الأجنبية وآجال وأوجه استثمارها بصفة شهرية، وذلك بالنشرة الاحصائية الشهرية وتحديداً بالجدول رقم (20)<sup>(44)</sup>.

(43) وضع صندوق النقد الدولي المعيار الخاص بنشر البيانات في عام 1996 لإرشاد الدول الأعضاء في الصندوق التي يتاح لها الوصول إلى أسواق راس المال الدولية أو التي تسعى إليها، بشأن كيفية تقديم البيانات الاقتصادية والمالية للجمهور بما في ذلك نموذج بيانات الاحتياطيات. بهدف إعطاء صورة واضحة وشاملة عن وضع السيولة في الدولة، وذلك لتسهيل تقدير مدى تعرض هذه الدولة للمخاطر الخارجية، ولاسيما مخاطر صدمات سعر الصرف الأجنبي. ويتم الاشتراك في المعيار الخاص لنشر البيانات على أساس طوعي، إلا أن مقتضيات الحصول على المصادقية من قبل باقى الدول الأعضاء بصندوق النقد الدولي في إدارة الدولة لاحتياطياتها الدولية تتطلب الالتزام الفعلي به. لمزيد من التفصيل أنظر: صندوق النقد الدولي، (2001)، مرجع سبق ذكره، ص 16.

(44) يتضمن هذا الجدول الأقسام الخمسة الرئيسية للنموذج المعياري (الذي وضعه صندوق النقد الدولي)، حيث يعرض القسم الأول بيانات لأوجه استثمار الأصول الاحتياطية الرسمية والأصول الأجنبية الأخرى بالنقد الأجنبي التي في حوزة البنك المركزي والحكومة (مقومة بالقيمة السوقية التقريبية)، ويشتمل القسم الثاني على بيانات لصافى الاستخدامات قصيرة الأجل المحددة سلفاً من الأصول بالنقد الأجنبي (بالقيمة الأسمية)، أما القسم الثالث فيعرض بيانات لصافى الاستخدامات الطارئة قصيرة الأجل من الأصول بالنقد الأجنبي بالقيمة الأسمية خلال سنة، ويتضمن القسم الرابع بنوداً إيضاحية، ويشتمل على بيانات إضافية بشأن الأرصدة والتدفقات التي لا تظهر في الثلاثة أقسام السابقة. أما القسم الخامس والأخير فيعرض صافى التدفقات قصيرة الأجل المحددة سلفاً والمؤثرة على الاحتياطيات الرسمية، ويشمل صافى التدفقات الواردة من الأوراق المالية والقروض بالعملة الأجنبية، والمستخدم من الدين الخارجى أو مبيعات قناة السويس ومبيعات قطاع البترول من النقد الأجنبي للبنك المركزي. ويتم تقسيم هذه التدفقات خلال سنة. لمزيد من التفصيل حول هذه الأقسام وطريقة القيد بها انظر:

IMF, «International reserves and foreign currency liquidity: guidelines for a data template», Statistics

ويتضح من بيانات أحدث نشرة شهرية متاحة للبنك المركزي المصري ما يلي<sup>(45)</sup> :

### أولاً: الأصول الاحتياطية الرسمية بالقيمة السوقية التقريبية

بمتبع بيانات الأصول الاحتياطية الرسمية بالقيمة السوقية (مارس 2019) فى القسم الأول من الجدول المذكور يتضح ما يلى:

1- وجود فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للاحتياطيات الدولية تقدر بحوالى 700 مليون دولار، حيث بلغت القيمة الاسمية لهذه الاحتياطيات فى مارس 2019 حوالى 44.1 مليار دولار. (46) أما القيمة السوقية لها فبلغت حوالى 43.4 مليار دولار.

2- أن الاحتياطيات بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل (فى البند أ من الجدول) حوالى 26.3 مليار دولار بما يمثل 60.6% من إجمالى الاحتياطيات الدولية بالقيمة السوقية، والمستثمر منها فى الأوراق المالية المضمونة من الحكومات الأجنبية حوالى 18.3 مليار دولار (42.2% من إجمالى الأصول الاحتياطية بالقيمة السوقية). أما المستثمر فى صورة ودائع بالبنوك الأجنبية فتمثل حوالى 8 مليار دولار (18.4% من إجمالى الأصول الاحتياطية).

وتجدر الإشارة إلى أن عدم إتاحة بيانات تفصيلية عن توزيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل على المحافظ الاستثمارية سواء الأوراق المالية أو الودائع لدى البنوك الأجنبية، لا يمكن من تحديد المكاسب أو الخسائر التى يتعرض لها الاستثمار فى هذه المحافظ. وما إذا كان هناك مغالاة فى الاعتماد على عملة ما عند اختيار أداة استثمارية معينة، أم أن هذه العملية تتم بكفاءة عالية.<sup>(47)</sup>

1- هناك حيازة لحقوق السحب الخاصة بحوالى 1.2% (527.4 مليون دولار)، ومركز الاحتياطى لدى صندوق النقد الدولى لا يتعدى 1% (380.7 مليون دولار)، والذهب بحوالى 7.6% (3.3 مليار دولار) من إجمالى الأصول الاحتياطية بالقيمة السوقية.

2- أن بند "الأصول الاحتياطية الأخرى بالنقد الأجنبى" يقدر بحوالى 12.8 مليار دولار، (بما يمثل 29.5% من إجمالى الأصول الاحتياطية بالقيمة السوقية). وكل ما يتاح من

Department, 2013, PP1523-. Available at: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf>.

(45) البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (266)، مايو 2019، ص ص 62-86.

(46) المرجع السابق، ص 60.

(47) إن المغالاة فى الاعتماد على عملة ما من العملات الأجنبية التى يتعرض سعر صرفها للتقلبات الشديدة فى أسواق النقد الدولية، قد يؤدى إلى تحقيق خسارة مالية كبيرة. ولهذا يتعين على السلطة النقدية وهى تدير هذه الاحتياطيات على أساس يومي، أن تتوخى الحيطة والحذر فى اختيار تلك العملات.

بيانات ومعلومات عن هذه الأصول أنه ليس من بينها مشتقات مالية أو قروض مقدمة لجهات غير مصرفية غير مقيمة، وبالتالي ليس هناك تحديد لأوجه استثمارها. وعلى الأرجح أنها أصول فى شكل أوراق مالية تتعلق بمعاملات إعادة الشراء السائلة والمتاحة تحت تصرف السلطة النقدية (استشف ذلك من البنود الإيضاحية الموجودة بالقسم الرابع من الجدول المذكور).

وتجدر الإشارة إلى أنه تندر البيانات المتعلقة بجودة هذه الأصول أو العائد المتحقق منها، وبالتالي يصعب تحديد ما إذا كانت هذه الأصول ذات جودة عالية (أى فى المرتبة الاستثمارية investment grade ) ، حتى تكون متاحة بسهولة للسلطة النقدية لتلبية المدفوعات الطارئة بدون تحمل خسائر، أم أنها ذات جودة أدنى (أى دون المرتبة الاستثمارية)<sup>(48)</sup>.

وبناءً على ما سبق يمكن القول بأن عدم إتاحة بيانات عن توزيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل على المحافظ الاستثمارية سواء الأوراق المالية أو الودائع لدى البنوك الأجنبية، لا يمكن من تحديد المكاسب أو الخسائر التى يتعرض لها الاستثمار فى هذه المحافظ. وما إذا كان هناك مغالاة فى الاعتماد على عملة ما عند اختيار أداة استثمارية معينة، أم أن هذه العملية تتم بكفاءة عالية.

### ثانياً: آجال التدفقات قصيرة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل

وفيما يتعلق بآجال التدفقات قصيرة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل، فيستشف من البيانات المنشورة فى هذا الصدد أن هناك تحسباً لهذه الآجال، حيث يتم تقسيم هذه التدفقات على ثلاث فترات فرعية (حتى شهر واحد، وأكثر من شهر حتى ثلاثة أشهر، وأكثر من ثلاثة أشهر حتى سنة)، ويتم تقسيم الالتزامات الخارجية على الثلاث فترات الفرعية. إلا أنه لا يوجد إتاحة لبيانات عدد كبير من البنود المتعلقة بهذه المسألة.<sup>(49)</sup> ولذلك يصعب تحديد ما إذا كان حرص السلطة النقدية مبدئياً على ضرورة التوازن بين آجال التدفقات قصيرة الأجل والالتزامات

(48) الأوراق المالية الى تتعلق بمعاملات إعادة الشراء، لا تستوفى الشروط التى تؤهلها للقيد كأصول احتياطية أساسية فى البند (أ) من الجدول المذكور بعاليه، نظراً لعدم حدوث تغير فى الملكية الاقتصادية لهذه الأوراق. ولمزيد من التفصيل حول المرتبة الاستثمارية لهذه الأوراق أنظر:

IMF, (2013), International reserves and foreign currency liquidity: guidelines for a data template, Op.cit, P 17.

(49) للاطلاع على هذه البنود أنظر:

البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (266)، مرجع سبق ذكره، ص ص 64-68.

قصيرة الأجل، ينفذ بكفاءة عالية ويراعى فعلاً التوازن بين المخاطر والعائد أم لا.

وبناءً على ما سبق يمكن قبول صحة الفرض الرابع للدراسة والقائل بأن هناك توازن ما بين آجال الأصول الاحتياطية المستثمرة في الخارج وآجال التزامات مصر الخارجية. وعدم التحقق من صحة أو عدم صحة الفرض الخامس والأخير للدراسة القائل بأن الاحتياطيات الدولية لمصر تستثمر في أصول أجنبية مرتفعة العائد.

وبناءً على ما سبق فمن الأهمية بمكان استيفاء متطلبات نموذج المعيار الخاص لنشر البيانات (SDDS)، ولاسيما بيانات الاحتياطيات الدولية، حيث أن الإفصاح عن هذه البيانات في الوقت المناسب يحقق عدداً من الأغراض، ومن أهمها الحكم على مدى كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية بشكل دقيق، وتقوية المساءلة من خلال زيادة إطلاع الجمهور على الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية على صعيد السياسات (ومنها سياسة إدارة الاحتياطيات الدولية) وحجم المخاطر التي تتحملها بالعملة الأجنبية، والتشجيع على تصحيح السياسات غير القابلة للاستمرار في توقيت أفضل، والحد من الآثار العكسية في فترات الاضطراب المالي، بالإضافة إلى تكوين رأى أكثر دقة عن أوضاع الاقتصاد المصري.

لذا فإن الأمر يتطلب استكمال الجهود على نحو يعظم من فعالية إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر، وهذا ما سيتم التطرق إليه في القسم التالي من الدراسة.

### ثالثاً: متطلبات الإدارة الفعالة لاحتياطيات مصر الدولية

تستهدف الدراسة في هذا القسم، التعرض لآليات تقوية أطر السياسات والإجراءات الأساسية التي تكفل المتطلبات الأساسية اللازمة لتحقيق إدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر، على نحو يعزز تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر من هذه الاحتياطيات.

#### 1- إجراءات تقوية أطر السياسات المتعلقة بإدارة الاحتياطيات الدولية :

إن تقوية أطر السياسات المتعلقة بإدارة الاحتياطيات الدولية، وصياغة أهداف ومبادئ ملائمة لإدارة الاحتياطيات، وبناء أسس تنظيمية وتشغيلية مناسبة للممارسات السليمة لإدارة هذه الاحتياطيات، يساعد بدوره على تقوية قدرة الدولة على مواجهة تداعيات الصدمات التي قد تنشأ في الأسواق المالية العالمية أو حتى داخل النظام المالي المحلي لهذه الدولة.

## ونقتضى الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات الدولية تحقيق الأمور التالية :

### أ- تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح عن إدارة الاحتياطيات الدولية :

يقتضى تفعيل مبدأ الشفافية، الإفصاح للجمهور وفق جدول زمني معن مسبقاً عن المعلومات المتعلقة بالاحتياطيات الدولية، وقد سبق الإشارة إلى الأمور المطلوب الإفصاح عنها في هذا الصدد بالقسم الأول من الدراسة.

ولتفعيل مبدأ شفافية الإفصاح عن إدارة الاحتياطيات الدولية لمصر، يقترح إعداد وإصدار تقارير تفصيلية عن كافة أبعاد إدارة الاحتياطيات الدولية بشكل منتظم، ورفع هذه التقارير بصفة دورية (سنوياً) إلى مجلس النواب للإطلاع عليها ومناقشتها.<sup>(50)</sup> ويجذب أن تتضمن هذه التقارير نتائج المراجعة المحاسبية السنوية التي تجرى على الكشوف المالية المتعلقة بإدارة هذه الاحتياطيات (بواسطة مراجعون خارجيون مستقلون)، والإفصاح للجمهور عن نتائج هذه المراجعة<sup>(51)</sup>.

### ب- التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع :

يشير صندوق النقد الدولي إلى أنه عند تبنى الدولة لنظام "التعويم الحر"، يتمتع مديرو الاحتياطيات بحرية كبيرة في تحديد الهيكل الملائم لمدة الحافظة وسيولتها. حيث يتم استثمار نسبة معينة من الاحتياطيات في مجالات ذات آجال استحقاق متوسطة وطويلة الأجل (نظراً

(50) وذلك أسوة بما تطبقه كندا في هذا الصدد، حيث يقوم وزير المالية الكندي (الذي يتولى رسم سياسات إدارة الاحتياطيات الدولية لكندا، ويترك للبنك المركزي الكندي مهمة تنفيذ هذه السياسات وإجراء العمليات نيابة عن وزارة المالية بشكل يومي) برفع تقرير سنوي إلى البرلمان الكندي منذ عام 2003 عن كافة عمليات إدارة الاحتياطيات الدولية فيما يعرف بحساب صندوق الصرف الأجنبي (EFA) The Exchange Fund Account، لمزيد من التفصيل أنظر :

Bank of Canada, «Annual Report to Parliament on the Operations of the Exchange Fund Account», Department of finance, 2017. Available at: <https://www.fin.gc.ca/purl/efa-eng.asp>.

(51) يؤكد صندوق النقد الدولي في هذا الصدد، على أهمية توافق البيانات والمعلومات الواردة بالكشوف المالية مع معايير المحاسبة الدولية IAS، وذلك لتسهيل تفهم السوق لدور الهيئة المعنية بإدارة الاحتياطيات الدولية، والمخاطر التي قد تتعرض لها، وأن يتم قياس مركزها وأدائها المالي على أساس متسق وقابل للمقارنة. وترتبط قضايا التقييم التي تمت معالجتها في تلك المعايير ارتباطاً وثيقاً بأسلوب "التسعير حسب السوق" الذي يستلزم الإبلاغ عن الأوراق المالية المحتفظ بها لأغراض البيع السريع بقيمتها العادلة أو بقيمة السوق في الكشوف المالية للهيئة المعنية بإدارة الاحتياطيات. لمزيد من التفصيل أنظر:

صندوق النقد الدولي، (2001)، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-20.

للاتزام العام من جانب السلطة النقدية بعدم التدخل في سوق الصرف الأجنبي<sup>(52)</sup>. وطالما أن مصر قد تبنت رسمياً نظام التعويم الحر منذ نوفمبر 2016، لذا يقترح استثمار جزء من الاحتياطيات الدولية (وليكن الفائض عن المستوى الأمثل) في مجالات ذات آجال استحقاق متوسطة وطويلة الأجل، وذلك للتمكن من تحقيق عائد أعلى بدلاً من استثمار كافة الأصول الاحتياطية في محافظ استثمارية قصيرة الأجل.

### ت-التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجى:

سبق الإشارة إلى أن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات فى يونيو 2018 قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى، حيث أن ارتفاع هذه الاحتياطيات من 16.7 مليار دولار فى يونيو عام 2014 إلى 44.3 مليار دولار فى يونيو 2018 (بنسبة زيادة تقدر بحوالى 165.2%)، قد تزامن معه ارتفاع الدين الخارجى من 46.1 مليار دولار فى يونيو 2014 إلى 82.9 مليار دولار فى الربع الثانى 2018/2017، بزيادة قدرها 36.8 مليار دولار (بنسبة 79.8%) خلال تلك الفترة. مما يوحى بأن هناك سياسة متعمدة للإفراط فى الاقتراض الخارجى لتركيمة مستويات مرتفعة من الاحتياطيات الدولية، تحسباً لسداد أعباء الديون الخارجية وضمان سداد الدين الخارجى قصير الأجل، وما يستجد من مدفوعات طارئة الأخرى.

لذا فمن الأهمية بمكان أن يقوم الجهاز المسئول عن إدارة الدين الخارجى بتنسيق برامج الاقتراض الخارجى، أخذاً فى الاعتبار ما يراه الجهاز المسئول عن إدارة الاحتياطيات بشأن المستوى المناسب من تلك الاحتياطيات، ولاسيما فى المواقف التى يكون فيها الحصول على القروض مقيداً أو مرتفع التكلفة<sup>(53)</sup>. حيث يسهم هذا التنسيق فى الحد تكلفة تركيب احتياطيات

(52) بينما فى ظل تبني نظام سعر الصرف المدار، لا يتمتع مديرو الاحتياطيات بحرية كبيرة فى تحديد الهيكل الملائم لمدة الحافطة وسيولتها (استثمار النسبة الأكبر من الاحتياطيات فى أدوات ذات آجال استحقاق قصيرة الأجل)، لأن الأمر يتطلب أن تكون سائلة أو اقرب للسيولة كلما اضطرت الظروف لذلك وفى أسرع وقت ممكن. لمزيد من التفصيل، أنظر:

IMF, "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", the Monetary and Capital Markets Department, February 2013, P 10.

(53) تشير الأدبيات إلى أن الدولة التى تمتلك القدرة على الاقتراض الخارجى الميسر، يقل طلبها على تكوين الاحتياطيات الدولية بمستويات مرتفعة، بينما يرتفع طلب الدولة على تلك الاحتياطيات إذا كانت لا تملك هذه القدرة.

دولية جزء كبير منها ناتج عن الاقتراض الخارجي<sup>(54)</sup>.

### ث- إطار قانونى ومؤسسى فعال وكفاء لإدارة الاحتياطيات الدولية :

إن تبنى الدولة لإطار مؤسسى واضح يدعمه إطار تشريعى يحدد بوضوح صلاحيات الهيئة المعنية بإدارة الاحتياطيات الدولية ومسئوليتها، يساعد على ضمان سلامة التنظيم والإدارة والمساءلة (Good Governance)، كما يضمن إدارة الاحتياطيات على نحو فعال وكفاء، وبما يتلاءم مع احتياجات وأهداف الدولة من هذه الاحتياطيات<sup>(55)</sup>.

وقد سبق التعرض فى القسم الأول من الدراسة للإطار القانونى والمؤسسى لإدارة الاحتياطيات الدولية فى مصر، وأن مجلس إدارة البنك المركزى المصرى قد أعلن عن قيامه بإعادة هيكلة إدارة الاحتياطيات الدولية منذ عام 2004، ووضع استراتيجية جديدة لاستثمار تلك الاحتياطيات تهدف إلى الخروج من النمط الاستثمارى التقليدى (الودائع البنكية بالدولار الأمريكى) إلى أدوات استثمارية حديثة.

وفى هذا الصدد يجب التأكيد على ما يلى<sup>(56)</sup>:

أن يعكس هيكل الإدارة الداخلية للجهاز المعنى بإدارة الاحتياطيات مبادئ التوزيع والفصل الواضح للمسئوليات، حيث إن وجود هيكل تنظيمى دقيق التحديد من القمة إلى مستويات التنفيذ فى هذا الجهاز من شأنه تحقيق الفصل الواضح بين المسئوليات والصلاحيات. وبهذا يتبلور التسلسل الهرمى فى عملية صنع القرار، مما يحد من المخاطر من خلال التأكد من سلامة أنشطة إدارة الاحتياطيات وفعاليتها مراقبتها.

أن يضمن الإطار التشغيلى توزيع اختصاصات صنع القرار والمسئولية عن عمليات إدارة الاحتياطيات اليومية بين من يقومون بالخطوات الأولى فى معاملات إدارة الاحتياطيات (المكتب الأمامى)، ومن يقومون بالمراقبة والتأكد من مراعاة حدود المخاطرة وتقييم الأداء وتقديم التقارير للإدارة (المكتب الأوسط)، ومن يقومون بترتيب تسويات المعاملات (المكتب الخلفى)، ومن يتولون إمساك سجلات المحاسبة المالية التى تشكل أساس عمليات

(54) تتمثل هذه التكلفة فى التضحية بالفرص البديلة للموارد التى تمثلها هذه الاحتياطيات.

(55) صندوق النقد الدولى، (٢٠٠١)، مرجع سبق ذكره، ص ٢١.

(56) لمزيد من التفصيل حول متطلبات الإطار المؤسسى السليم لإدارة الاحتياطيات الدولية أنظر كل من:

- IMF, (2013), «Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Managements», op.cit, PP 20-25.

صندوق النقد الدولى، (٢٠٠١)، مرجع سبق ذكره، ص ٢١-٢٢.

الإفصاح العام عن المعلومات (إدارة المحاسبة).

أن نجاح وفعالية إدارة الاحتياطيات الدولية يعتمد على إعداد برامج جيدة لتدريب كوادر منتقاه لتغطية أى رحيل غير متوقع لواحد أو أكثر من كبار الموظفين (الخبراء). كما يعتمد على القدرة على الاحتفاظ بهذه الكوادر فى بيئة تتسم بالتغير السريع فى أسواق النقد والاستثمار.

استخدام نظم موثوق فيها للمعلومات، وأحدث التقنيات المالية التى تكفل الاتصالات السريعة بالأسواق، ونظم الحسابات الالكترونية، والتدفق الملائم والسريع للبيانات والمعلومات، وكل ذلك يرتبط بتوافر هؤلاء الخبراء المؤهلين علمياً وذوى الدراية الكافية والخبرة العالية.

## 2- إجراءات تكوين المستوى المناسب والأمن لاحتياطيات مصر الدولية :

إن تكوين المستوى المناسب والأمن من الاحتياطيات الدولية لمصر، يقتضى الأخذ فى الاعتبار الإجراءات التالية:

### أ- إدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية (الداخلة والخارجة)

لا يخفى أن تكوين المستوى المناسب والأمن من الاحتياطيات الدولية لمصر يقتضى ضرورة الربط بين حركة هذه الاحتياطيات وتحرير المعاملات الرأسمالية فى ميزان المدفوعات<sup>(57)</sup>، بحيث يكون هناك نوع من الإدارة الرشيدة لحركة رؤوس الأموال تحافظ على ثقة المستثمرين الأجانب فى الاقتصاد المصرى، بدلاً من فتح الباب بشكل مطلق لها دخولاً وخروجاً.

### 1- إدارة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة :

تستهدف عملية إدارة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، المحافظة على قيمة العملة المحلية بشكل

(57) قامت مصر بالإلغاء التدريجى للقيود القانونية المفروضة على دخول وخروج تدفقات رؤوس الأموال منذ أوائل التسعينات، ويتضمن هذا درجة أعلى من انفتاح الاقتصاد المصرى على الخارج، وبالتالي درجة أعلى من الانكشاف وزيادة التعرض للصدمات الخارجية من جراء حركة الأموال الساخنة، وبطبيعة الحال، ازداد انفتاح وتحرير السوق المصرى فى مجال الخدمات المالية منذ الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية فى 1995، ومنذ ذلك الحين شهد الاقتصاد المصرى موجات من الرواج والركود فى تدفقات رؤوس الأموال الدولية سواء الداخلة أو الخارجة. لمزيد من التفصيل أنظر:

إبراهيم العيسوى، مرجع سبق ذكره، ص 111-113.

حقيقى وتنافسى<sup>(58)</sup>. كما تستهدف تعديل هيكل التدفقات الداخلة، والعمل على استقطاب التدفقات المالية المطلوبة لعملية التنمية وتوجيهها إلى أشكال مرغوبة من الاستثمارات، وكذلك وضع حدود للملكية الأجنبية للمحافظة على الاقتصاد المحلى<sup>(59)</sup>. وقد يتحقق ذلك باتباع التدابير التالية:

توجيه تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة، لتمويل المشروعات التنموية التى تتطلب مكوناً أجنبياً مرتفعاً (سواء التى تنتج للسوق المحلى أو التى تنتج للتصدير)، وبشكل يعمل على تعديل هيكل هذه التدفقات لصالح القطاعات الإنتاجية ذات الأولوية من قبل الدولة، وذلك لزيادة مستوى الاستثمار والانتاج والتشغيل، مع تهيئة المناخ الاستثمارى الجاذب لمثل هذه الاستثمارات.

توجيه الجانب الأكبر من الاقتراض الخارجى من المؤسسات المالية الدولية، لتمويل المشروعات المحلية ذات الأولوية لزيادة القدرة الانتاجية للاقتصاد القومى.

## 2- إدارة تدفقات رؤوس الأموال الخارجة :

تستهدف إدارة تدفقات رؤوس الأموال الخارجة، الحد من هروب رأس المال للخارج، والابقاء على استقرار سعر صرف العملة المحلية، والمحافظة على الإدخارات المحلية لتمويل الاستثمار المحلى، وتحسين وتفعيل أدوات السياسة النقدية بالشكل الذى يؤدى إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة مثل استهداف التضخم وتحفيز النمو الاقتصادى<sup>(60)</sup>. وقد يتحقق ذلك باتباع التدابير التالية<sup>(61)</sup> :

اشتراط عدم استرجاع المستثمرين الأجانب فى البورصة المصرية لأموالهم لمدة عام كامل، بهدف الحد من المضاربة وتثبيت تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، والحفاظ على استقرار النظام المالى.

(58) تجدر الإشارة إلى أنه فى ظل اتباع نظام سعر الصرف المرن، فإن تدفق رؤوس الأموال الكبيرة من الخارج تؤدى إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية، وفى نفس الوقت لا تؤدى إلى تغيير الأساس النقدى، ولكن قد تؤدى إلى تدهور فى تنافسية الصادرات، لذا فمن الأهمية بمكان إدارة تلك التدفقات بما يحقق التوازن المطلوب فى هذا الصدد.

(59) Gerald Epstein, «Should Financial Flows Be Regulated? Yes», Working Paper No. 77, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York, USA, July 2009, pp.89-. Available at: Available at: <https://core.ac.uk/download/pdf/6411396.pdf>.

(60) Ibid, p.6.

(61) ينوه الباحث إلى أن بعض هذه الإجراءات قد تتعارض بدرجة أو بأخرى مع تحرير الحساب الرأسمالى، إلا أن الظروف الصعبة التى يمر بها الاقتصاد المصرى فى الوقت الراهن، تستدعى تطبيق هذه الإجراءات بشكل مؤقت وبكفاءة عالية، وذلك بهدف تحقيق وفرة من النقد الأجنبى وتجنب حدوث هزات كبيرة فى تدفق الواردات والحفاظ على قدر من الاستقرار فى سعر الصرف.

اشتراط حصول أى استثمار مصرى فى الخارج على موافقة من الحكومة المصرية، (سواء كان هذا الاستثمار يتم بخروج مباشر للأموال من مصر أو باحتجاز رجال الأعمال لحصيلة صادراتهم بالخارج وتمويلها لهذا الاستثمار).

حظر البيع على المكشوف وتنظيم دقيق للعمليات المصرفية الدولية.

التحديث الدائم للخريطة الاستثمارية لمصر مع مراعاة واقعتها وشمولها لكافة الأنشطة الاستثمارية<sup>(62)</sup>. حيث يبسر هذا معرفة حجم الطاقة الاستيعابية واحتياجات السوق المحلية، مع الأخذ فى الاعتبار احتياجات السوق العالمية، على أن يتم الترويج لها محلياً وخارجياً.

#### ب- تنمية الجانب الحقيقى للاقتصاد والاستفادة من الطاقات الانتاجية العاطلة :

**ضمان تدفقات نقدية حقيقية ومستدامة، وقد يتحقق ذلك من خلال التدابير التالية :**

الاهتمام بالقطاعات السلعية والصناعة التحويلية، وبناء قاعدة تصديرية قوية للسلع التى تتمتع فيها مصر بميزة نسبية وتنافسية بدرجة عالية، من خلال زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية فى تلك القطاعات، وتبنى سياسة الاستعاضة عن الواردات، وذلك بالتركيز فى الخطط الإنتاجية على الصناعات التى تستحوذ على النسبة الغالبة من الواردات السلعية.

التوجه نحو دعم التصدير وتبنى سياسات تحقيق الاكتفاء الذاتى ولاسيما من السلع الغذائية. ضرورة تبني برامج اجتماعية تهدف إلى تدعيم القوة الشرائية، وجانب الطلب لدى الطبقات الفقيرة والمتوسطة، مع تدعيم جانب العرض الكلي، بهدف رفع مستوى المعيشة لتلك الطبقات وتدعيم العملية الإنتاجية، والسيطرة على التضخم.

#### ت- كيفية تعظيم إستفادة مصر من احتياطياتها الدولية :

يقترح الباحث أن يتم استثمار قدر مناسب من هذه الاحتياطيات (المستوى المناسب والأمن)، خارج البلاد فى أصول أجنبية قصيرة الأجل ضماناً لسيولتها وتجنباً للمخاطرة بها<sup>(63)</sup>.

(62) بالإضافة إلى أهمية الاستقرار التشريعى، ومراعاة الشفافية والوضوح فى القوانين وعدم التضارب فيما بينها، وتبسيط إجراءات التقاضى، وهى الأمور التى حاول قانون الاستثمار الجديد تحقيقها إلى حد كبير.

(63) أوضحت الدراسة فى القسم الأول بأن المستوى الأمثل والأمن لاحتياطيات مصر الدولية فى يونيو 2019 حوالى 31.5

وبحيث يكون هناك تناسب بين آجال هذه الأصول وآجال التزامات مصر الخارجية (على النحو المتبع فى الوقت الراهن)، مع الحرص على تطبيق القواعد العامة والأطر والإجراءات التى تكفل توفير متطلبات الإدارة الفعالة للاحتياطيات الدولية، السابق الإشارة إليها فى هذا القسم من الدراسة.

أما فى حالة وجود فائض عن المستوى الأمثل، كما هو الحال فى الوقت الراهن<sup>(64)</sup>.

فإن تعظيم استفادة مصر من هذا الفائض يقتضى الاهتمام بالبدائل التالية:

**البديل الأول:** أن يتم استثمار هذا الفائض داخل مصر بدلاً من توجيهه للاستثمار فى الخارج، وذلك لدعم قدرة مصر على الاستثمار الذاتى وتمويل المشروعات التى تتطلب مكوناً أجنبياً مرتفعاً وتولد عائداً بالعملة الأجنبية (المشروعات التى تنتج للتصدير)<sup>(65)</sup>.

وتزداد أهمية هذا البديل فى ظل ندرة تدفقات النقد الأجنبى الموجه للاستثمارات الحقيقية فى الوقت الراهن، وذلك للحد من الضغوط الخارجية وزيادة مستوى الاستثمار والانتاج والتشغيل، حيث أن حالة الركود التى يعانى منها الاقتصاد المصرى فى الوقت الراهن تتطلب زيادة الاستثمار داخل مصر وليس خارجها.

**البديل الثانى:** أن يتم استخدام هذا الفائض فى إنشاء صندوق للاستثمار فى الخارج سواء فى الأجل المتوسط أو الأجل الطويل (صندوق الثروة السيادى). فهذا سيدر عائداً أعلى من المتولد بالشكل التقليدى فى المحافظ الاستثمارية عالية السيولة ذات الطابع قصير الأجل (ولاسيما فى ظل تبنى مصر لنظام التعويم الحر)، مع بقاء عنصر الأمان على رأس المبادئ الحاكمة لهذه العملية.

**البديل الثالث:** أن يتم استخدام الفائض فى السداد المبكر لجزء من ديون مصر الخارجية، ويمكن النظر إلى هذا الاقتراح على أنه البديل المناسب، أى التكلفة البديلة الصحيحة للاحتفاظ بمستوى مرتفع من احتياطيات دولية (الجانب الأكبر منه ناتج عن الإفراط فى الاقتراض

مليار دولار.

(64) أكدت الدراسة فى القسم الأول على أن هناك فائض فى الاحتياطيات الدولية بحوالى 12.9 مليار دولار فى يونيو 2019 وفقاً لمؤشر تغطية الاحتياطيات لعدد من شهور الواردات والذى يتبناه البنك المركزى المصرى).

(65) ينوه الباحث إلى أن هذه الفكرة قد طرحها الدكتور رمزى زكى فى تسعينات القرن الماضى.

لمزيد من التفصيل حول هذه الفكرة أنظر:

رمزى زكى، مرجع سبق ذكره، ص ص 310-319.

الخارجي)، وتتمثل المكاسب المحتملة من تنفيذ هذا البديل في الحد من رصيد الدين الخارجي المرتفع والأعباء والضغوط الخارجية المترتبة عليه.

ويحذر أن يتم شراء هذا الدين بالقيمة الاسمية وبنسبة خصم معقولة وبشروط ميسرة يتفق عليها مع الدائنين. فهذا من شأنه أيضاً تحقيق أرباحاً رأسمالية مرتفعة.

ويتوقف تنفيذ هذا البديل على نجاح أو فشل البديلين السابقين. بمعنى إذا كان العائد المتولد من استثمار الفائض (وفقاً لأحد البديلين السابقين) أقل من أعباء خدمة ذلك الدين والأرباح الرأسمالية المتولدة عن سداده. ففي هذه الحالة يكون استخدام الفائض في شراء هذا الجزء من الدين الخارجي هو الاقتراح الأفضل.

## قائمة المراجع

### أولاً- المراجع باللغة العربية

#### أ- الكتب

- 1- إبراهيم العيسوي، **الاقتصاد المصري في ثلاثين عاماً**، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2007.
- 2- رمزي زكي، **الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري**، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1994.

#### ب- الدراسات والتقارير والنشرات

- 1- أحمد رشاد الشربيني، «نحو إدارة فعالة للاحتياطات الدولية لمصر»، سلسلة كراسات السياسات، العدد رقم (8)، معهد التخطيط القومي، القاهرة، يوليو 2018.
- 2- البنك المركزي المصري، تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزي خلال الفترة (ديسمبر 2002 - ديسمبر 2013)، متاح على الرابط التالي:
- 3- <http://www.cbe.org.eg/ar/AboutCBE/Pages/BODAchievements.aspx>
- 4- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
- 5- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

6- صندوق النقد الدولي، "المبادئ الارشادية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي"، التي اعتمدها المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في 20 سبتمبر 2001، متاحة على الرابط التالي:

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

ثانياً- المراجع باللغة الإنجليزية

### Working Papers

- 1- Elias Papaioannou, Richard Portes and Gregorios Siourounis, "The Accumulation of Foreign Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for Dollar", European Central Bank, Working Paper Series No.694. November 2006. Available at: <http://www.ecb.int> or from the Social Science Research Network electronic library.
- 2- European Central Bank, "The Accumulation of Foreign Reserves", International Relations Committee Task Force, Occasional Paper Series, NO. 43 / February 2006. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>.
- 3- Gerald Epstein, "Should Financial Flows Be Regulated? Yes", Working Paper No. 77, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York, USA, July 2009. Available at: Available at: <https://core.ac.uk/download/pdf/6411396.pdf>
- 4- Graham Bird, The International Monetary System and the Less Developed Countries, London, MacMillan Press, Second Edition. 1982. Available at: <http://www.springer.com/gp/book/9780333330029>. Date:2 January 2018.
- 5- H.R Heller, "Optimal International Reserves", Economics Journal, No 76, June 1966. Available at: <https://www.jstor.org/stable/2229716>.
- 6- IMF, "Data Template on International Reserves and foreign

currency liquidity- Operational Guidelines”, October 1999.

- 7- IMF, “International reserves and foreign currency liquidity: Guidelines for a data template”, Statistics Department, 2013. Available at: [www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf)
- 8- IMF, “Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management”, the Monetary and Capital Markets Department, February 2013. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>
- 9- Olivier Jeanne and Romain Rancière, «The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications», IMF Working Paper, No. 06/229, October 2006. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06229.pdf>
- 10- Senei Solomon Molapo, «Optimal International Reserves in Lesotho», European Scientific Journal , vol.12, No.13 ISSN: 1857 – 7881, May 2016. Available at: URL:<http://dx.doi.org/10.19044/esj.2016.v12n13p282>.

### **Reports**

- Bank of Canada, “Annual Report to Parliament on the Operations of the Exchange Fund Account”, Department of finance. 2017. Available at: <https://www.fin.gc.ca/purl/efa-eng.asp>

## ملحق الجداول

جدول رقم (1) - تطور مستوى ومكونات الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (2010-2018) (القيمة: بالمليون دولار)

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
صافي الاحتياطيات الدولية	35221	26564	15534	14936	16687	20082	17546	31305	44259	44352
إجمالي الاحتياطيات الدولية	35248	26593	15556	14960	16710	20104	17570	31307	44262	44355
العملات الأجنبية	31774	22450	10926	11181	12695	16453	14128	27904	38898	41074
%	90.21	84.51	70.34	74.86	76.08	81.93	80.52	89.14	87.89	92.61
رصيد الذهب	2180	2743	3303	2463	2662	2420	2602	2602	2641	2821
%	6.19	10.33	21.26	16.49	15.95	12.05	14.83	8.31	5.97	6.36
حقوق السحب الخاصة	1210	1311	1243	1233	1274	1168	793	770	2706	453
%	3.44	4.94	8.00	8.26	7.63	5.82	4.52	2.46	6.11	1.02
الموقف لدى صندوق النقد الدولي	84	89	84	83	79	63	47	31	17	7
%	0.24	0.34	0.54	0.56	0.47	0.31	0.27	0.10	0.04	0.02

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، والنشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة. - جميع البيانات في نهاية يونيو من كل عام

## جدول رقم (2)

المستوى الأمثل وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات للواردات  
خلال الفترة (2010 - 2018)

(القيمة: مليار دولار)

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	*2019
الواردات من السلع والخدمات	57.0	61.6	67.8	67.3	69.3	72.4	66.9	68.8	73.5	78.7
الاحتياطيات الدولية الفعلية	35.2	26.6	15.5	14.9	16.7	20.1	17.5	31.3	44.3	44.4
المستوى الأمثل للاحتياطيات**	22.8	24.6	27.1	26.9	27.7	28.9	26.8	27.5	29.4	31.5
الفائض أو العجز عن المستوى الأمثل	12.4	1.9	(11.6-)	(12.0-)	(11.1-)	(8.9-)	(9.2-)	3.8	14.9	12.9
تغطية الاحتياطيات الفعلية لعدد شهور الواردات السلعية والخدمية	7.4	5.2	2.8	2.7	2.9	3.3	3.1	5.5	7.2	6.8

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، والنشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة. \* نظراً لعدم توافر بيانات لدى البنك المركزي المصري عن إجمالي الواردات السلعية والخدمية وكذلك مستوى الاحتياطيات الدولية حتى يونيو 2019، تم الحصول على هذا البيان من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي التالية:

- IMF (May 2019), "Regional Economic Outlook: Middle East & Central Asia". Available at: <http://data.imf.org/?sk=4CC54C86-F659-4B16-ABF5-AB77D52D2E6&sId=1390030341854>. Access Date: 18 June 2019.

\*\* المستوى الأمثل: 40% من إجمالي الواردات السلعية والخدمية في كل عام، وهو متوسط النسبتين 30% و50% المشار إليهما سابقاً.

البيانات في نهاية يونيو من كل عام

## جدول رقم (3)

المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية  
خلال الفترة (يونيو - 2010 الربع الثاني 2019/18)

القيمة (مليار دولار)

البيان	الدين الخارجى	الاحتياطيات الفعلية	الاحتياطى الأمثل ×	الفائض أو العجز
2010	33.69	35.25	13.48	21.77
2011	34.91	26.59	13.96	12.63
2012	34.38	15.56	13.75	1.80
2013	43.23	14.96	17.29	-2.33
2014	46.06	16.71	18.42	-1.71
2015	48.06	20.10	19.22	0.88
2016	55.76	17.57	22.30	-4.73
2017	79.03	31.31	31.61	-0.31
2018	92.60	44.20	37.04	7.16
الربع الثانى 2019/18	96.60	42.60	38.64	3.96

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى، والنشرة الاحصائية الشهرية، أعداد مختلفة. × المستوى الأمثل 40% من إجمالي الدين الخارجى فى كل عام، وهو متوسط النسبتين 30% و50% المشار اليهما سابقاً. ملحوظة: البيانات فى نهاية يونيو من كل عام.

## جدول رقم (4)

المستوى الأمثل وفقاً لمؤشر الدين الخارجى قصير الأجل  
خلال الفترة (يونيو - 2010 الربع الثاني 2019/18)

القيمة (مليار دولار)

البيان	الاحتياطيات الفعلية	الدين قصير الأجل	عدد مرات التغطية	نسبة تغطية الاحتياطيات لديون قصيرة الأجل %
2010	35.25	2.95	11.95	1194.85
2011	26.59	2.76	9.64	963.51
2012	15.56	2.901	5.36	536.23
2013	14.96	7.05	2.12	212.20
2014	16.71	3.65	4.58	457.81
2015	20.10	2.57	7.82	782.26
2016	17.57	7.01	2.51	250.64
2017	31.31	12.27	2.55	255.15
2018	44.20	12.28	3.60	359.93
الربع الثانى 2018/17	42.60	10.34	4.12	411.99

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى، والنشرة الاحصائية الشهرية، أعداد مختلفة. × المستوى الأمثل 100% من إجمالي الدين الخارجى قصير الأجل فى كل عام.