

تسعى العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة إلى إحداث تراكمية مرتفعة للاحتياطي الأجنبي بما يمثل الآن ظاهرة لدرجة أن ارتفعت نسبة هذه الاحتياطيات لتشكّل ٢٥% من الناتج المحلي منذ نهاية عقد التسعينات من القرن العشرين بعد أن كان يمثل ٥% فقط في بداية العقد، ولذلك جاءت الدراسات التطبيقية لتبحث في أسباب هذا التراكم للاحتياطي والتي خلّصت إلى أنه إما أن يكون مخزون وقائي للتحوط ضد الأزمات المحتملة أو لدافع التأمين الذاتي ضد صدمات النقص المفاجئ أو التوقف لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل أو تدهور موارد النقد الأجنبي.

وفي ظل العلاقات المالية والنقدية والاقتصادية المتشابكة دولياً وعولمة الأسواق وتيسير النفاذ إليها فقد أضحى من اليسير انتقال عدوى الأزمات بين الدول لتصيب القطاعات الخارجية وتحدث اختلالات داخلية بالدول، وهو ما يجعل من حيازة حجم الاحتياطي الأمثل للتأمين ضد الآثار السلبية للتوقف المفاجئ لتدفقات النقد الأجنبي، وآلية محورية تحقق الاستقرار المالي والاقتصادي المحلي، وهو ما يستوجب الموازنة الرشيدة بين منافع حيازة الاحتياطي وبين المخاطر والتكاليف الناجمة عن حيازة هذا الحجم.

إن الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي يعد تحدياً للدول الأكثر عرضة للصدمات ومخاطر الاستنزاف المستمر داخلياً وخارجياً لموارد النقد الأجنبي من بينها مصر، ومن ثم يجب الوصول إلى الحجم الأمثل للاحتياطي الحامي للاقتصاد بين الأزمات بأقل تكلفة مما يعد ضرورة حتمية وإن كان أصبح في ظل ما يكابده الاقتصاد المصري أمراً بالغ الصعوبة والتعقيد الوصول إلى هذا الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي.

لقد واجه الاقتصاد المصري منذ مطلع ٢٠١١ تناقص حاد مستمر لحجم الاحتياطي الأجنبي، والذي جاء انعكاساً لصدمات التراجع المفرط في صافي التدفقات من الموارد النقدية الأجنبية والاستثمارات الأجنبية بنوعيتها (المباشرة والمحفظة)، وبذلك حمل هذا التراجع العديد من المخاطر الاقتصادية محلياً ودولياً مما يستوجب حتمية بناء احتياطي أمثل ليمتص الصدمات والمخاطر والأزمات وتداعياتها والإقلال من آثارها وخفض درجة احتمالية التعرض لمزيد من الصدمات في المستقبل خاصة في ظل سيادة عدم الاستقرار السياسي والأمني الذي تشهده مصر. واستعرضت الدراسة في المبحث الأول إدارة الاحتياطيات النقدية الدولية لدى البنوك المركزية حيث تناولت مفهوم الاحتياطيات الدولية ومؤشرات تحديد المستوى المناسب للاحتياطيات الدولية في ضوء الدراسات التطبيقية على الدول، والمتغيرات الاقتصادية المفسرة للتغير في مستوى الاحتياطيات الدولية، وسياسات التكيف وتأثيرها في الطلب على هذه الاحتياطيات، ومكونات الاحتياطيات الدولية، واستعرضت الدراسة في المبحث الثاني السياسات الاقتصادية المؤثرة على

حجم الاحتياطي الأجنبي المصري حيث تناولت سياسات التنمية الاقتصادية والتجارة الخارجية وسعر الصرف وميزان المدفوعات والسياسة النقدية، وذلك لما لهذه السياسات من تأثير هام على حجم الاحتياطي وصافي التدفقات النقدية الداخل إلى مصر والخارج منها.

واستعرضت الدراسة في المبحث الثاني سياسة التجارة الخارجية وعلاقتها بالإحتياطات الدولية خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠١١ حيث تم تناول سياسة التجارة الخارجية وسعر الصرف والإختلالات الهيكلية في الصادرات السلعية والتجارة السلعية وكذلك التغيرات والإختلالات في هيكل الواردات السلعية فقد تبين وجود خلل متمثل في العجز المزمن في الميزان التجارى بسبب عدم قدرة الصادرات السلعية المصرية على تغطية الواردات السلعية والذي يُعزى لإنخفاض مرونة الصادرات السلعية بسبب الإختلالات الهيكلية التي يعانى منها الناتج المحلى الإجمالى والإقتصاد المصرى بكامله , ومن ثم يجب ربط الإصلاحات الهيكلية التي تعالج هذه الإختلالات بإستراتيجية تنمية الصادرات السلعية بجانب إحلال الواردات فى السلع الوسيطة والإستثمارية , كما تلاحظ استمرار العجز فى الميزان التجارى بسبب انخفاض معدل نمو الصادرات عن معدل نمو الواردات السلعية وانخفاض الميل الحدى للتصدير السلعى عن الميل الحدى للإستيراد السلعى ويُعزى ذلك إلى أن نمو الصادرات السلعية يتوقف على مستلزمات الإنتاج والسلع الوسيطة الداخلة فى المنتجات القابلة للتصدير , وساهم العجز فى الميزان التجارى خلال سنوات الدراسة فى تعميق الإختلالات فى ميزان المدفوعات الذى تحول رصيده إلى عجز متزايد بعد ٢٥ يناير ٢٠١١ إثر النقص الشديد فى الموارد المالية المتدفقة من النقد الأجنبى سواء من السياحة والإستثمارات الأجنبية والقروض والتسهيلات , وهذا فضلاً عن أن سياسة سعر الصرف المفضية لخفض سعر قيمة الجنيه المصرى لم تكن تكفى وحدها لإعادة هيكلة التجارة الخارجية السلعية المصرية بسبب انخفاض مرونة الجهاز الإنتاجى , وعدم تكيفه مع الانخفاضات فى قيمة الجنيه , وذلك لإنخفاض مرونة الصادرات السلعية المصرية مما يقلل من فاعلية إصلاح سعر الصرف فى تأثيره على الصادرات السلعية , وهذا بالإضافة إلى أن هذا الإنخفاض فى سعر صرف الجنيه لم يكن له تأثير أيضاً على الواردات السلعية بخفضها أو ترشيدها , ويُعزى ذلك الإختلال فى هيكل الواردات إلى انخفاض درجة مرونة الواردات السلعية بسبب الحاجة الماسة للواردات الأولية والوسيطة والإستثمارية فى عملية النمو وهو ما أثر سلبياً على انخفاض الإحتياطات من النقد الأجنبى لدى البنك المركزى على النحو الذى أسلفنا بيانه فى الدراسة .

واستعرضت الدراسة فى المبحث الثالث التدفقات المالية الخارجية فى ضوء المتغيرات الدولية والإقليمية وثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ حيث تعرضت للتدفقات المالية من السياحة والتحويلات

الرسمية فى شكل منح والإستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر والقروض الخارجية حيث تلاحظ انخفاض التدفقات المالية الناتجة عن الصادرات السلعية فى ظل الأزمة المالية العالمية حيث فقد الإقتصاد المصرى من تلك التدفقات حوالى ٥,٥ مليار دولار فى ٢٠٠٩ , ٢٠١٠ , كما انخفضت التدفقات الناتجة عن السياحة بشكل طفيف بفعل الأزمة المالية العالمية بحوالى ٣٠٠ مليون دولار فى ٢٠٠٩ عن ٢٠٠٨ , كما انخفضت التدفقات الناتجة من قناة السويس بفعل الأزمة العالمية بنحو ٤٠٠ مليون دولار فى كل من عامى ٢٠٠٩ , ٢٠١٠ , كما انخفضت التدفقات الناتجة عن التمويلات الرسمية فى شكل منح وكذلك تحويلات المصريين العاملين بالخارج , كما انخفض الإستثمار الأجنبى المباشر فى حين تزايد الإستثمار الأجنبى غير المباشر فى عامى ٢٠٠٩ , ٢٠١٠ نظراً لأن المستثمرين الأجانب وجدوا فى البورصة المصرية فرصاً أفضل عن باقى الإقتصاديات والبورصات الأخرى حيث تم شراء أدون الخزانة والأوراق المالية بصورة كبيرة كما أسلفنا بيانه فى الدراسة , وقد زادت القروض الأجنبية خلال عامى ٢٠٠٩ , ٢٠١٠ عن ٢٠٠٨ . وتأثرت التدفقات المالية الخارجية للإقتصاد المصرى بعد ٢٥ يناير ٢٠١١ حيث انخفضت التدفقات الناتجة عن السياحة والتحويلات الرسمية والإستثمار الأجنبى بنوعيه بسبب سيادة عدم الإستقرار الأمنى والسياسى , كما انخفضت القروض الخارجية بسبب انخفاض الجدارة الإئتمانية والتصنيف الإئتمانى لمصر فى عام ٢٠١١ وما تلاها من سنوات , فى حين زادت التدفقات من الصادرات وقناة السويس , وبذلك يلاحظ أن ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ كمتغير محلى على التدفقات المالية الخارجية من النقد الأجنبى قد تباين حيث كان له أثراً موجباً على الصادرات ورسوم قناة السويس وتحويلات العاملين بالخارج فى مقابل انخفاض تدفقات السياحة وتحويلات المنح الرسمية والإستثمار الأجنبى والقروض الخارجية مما أفضى للعديد من الأزمات السلبية على أداء الإقتصاد المصرى , وبالتالي ترتب على انخفاض هذه التدفقات حدوث انخفاض الإحتياطى من النقد الأجنبى وتراجع التصنيف الإئتمانى للإقتصاد المصرى وحدثت أزمات فى السلع المدعومة وتزايد العجز فى ميزان المدفوعات , وتزايد اللجوء للإقتراض الخارجى .

واستعرضت الدراسة فى المبحث الرابع إصلاح القطاع المالى المصرى والسياسة النقدية للبنك المركزى المصرى حيث تناول الإصلاحات فى القطاع المالى والمصرفى وتطوير أداء السياسة النقدية من خلال خصخصة البنوك العامة المشتركة وتحسين الإطار الرقابى والبنية المؤسسية لإدارة الإئتمان وإعادة هيكلة قطاع التأمين وتدعيم القرارات الإشرافية للقطاع المالى ككل (بنوك , شركات تأمين والبورصة) وتحرير سوق الصرف وإدارة السياسة النقدية خلال الأزمة المالية العالمية فى ٢٠٠٨ وحتى وقوع ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ وفى أعقابها فيما يتعلق بالسيولة

ومصادر تمويل النشاط ونمط توظيف الموارد وتمويل التنمية والتوازن بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي من أجل خلق قطاع مالي وسوق نقدي ومصرفي قادر على مواجهة الصدمات والأزمات الخارجية والمحلية والإقليمية .

واستعرضت الدراسة في المبحث الخامس الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي في مصر وترى الدراسة وجوب أعمال هذا الحجم الأمثل لتلافي حدوث فائض ينطوي على تكاليف لا فائدة منها، وتقادي العجز في الاحتياطي الذي ينطوي على التضحية بتحقيق منافع وبالتالي تتزايد حدة الاختلالات الاقتصادية والتعرض للأزمات والصدمات.

وفي ظل مكافحة الاقتصاد المصري من التحديات السياسية والاقتصادية فإن من المهم أن خفض التكلفة يجب ألا يقل عن جانب المنفعة في حيازة الاحتياطي الأجنبي، ومن ثم فإن بناء هذا الحجم الأمثل للاحتياطي يجب أن يعتمد على منهجية مرنة تكون إطاراً يعتمد عليها صانع القرار والسياسات النقدية والاقتصادية في بناء هذا الحجم الأمثل لتوقي الصدمات المحتملة مستقبلاً.

ولذلك فقد تناولت الدراسة تحليل مستوى وملائمة وأداء الاحتياطي الأجنبي لمصر منذ ١٩٩٢ التي تعد بداية مرحلة تركيب الاحتياطي الأجنبي كسياسة لاستقرار سعر الصرف وحتى نهاية عام ٢٠١٣ تقريباً، وفي ضوء المؤشرات والقواعد فإن ما تمخض من نتائج تشير إلى أنه حتى عام ٢٠١١ قد فاق الاحتياطي الأجنبي المصري الحدود القصوى للمستوى المناسب حتى في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ ومن قبلها الأزمة الآسيوية ١٩٩٧-١٩٩٨ مما يشير إلى وجود إفراط في تراكم الاحتياطي الأجنبي خلال تلك الفترة، ولكن منذ عام ٢٠١١ اتجهت مؤشرات ملائمة الاحتياطي الأجنبي للتناقص تدريجياً بصورة تدعو للقلق حتى وصلت للحدود الدنيا والحرجة، حيث لم يكن يتعدى تغطية هذا الاحتياطي الأجنبي للواردات السلعة ٣.٣ شهراً بعد أن كان يغطي ٧ أشهر قبل عام ٢٠١١، كما تراجع نسبة تغطية الاحتياطي الأجنبي للدين الخارجي قصير الأجل من ١١ مرة إلى نحو ١.٨ فقط خلال عام ٢٠١٣، وتراجعت قدرة الاحتياطي الأجنبي من تغطية ٢٠% من قيمة السيولة المحلة قبل ٢٠١١ إلى ٩% خلال ٢٠١٣، وتراجع مؤشر تغطية الاحتياطي الأجنبي للودائع الدولارية بنحو ٦٥% من مستواه قبل ٢٠١١، كما انخفضت نسبة الاحتياطي الأجنبي من الناتج المحلي الإجمالي من ١٧% في ٢٠١٠ إلى ٦.٢% في ٢٠١٣.

وترتب على تدهور وضع الاحتياطي الأجنبي ووصوله إلى الحدود الدنيا والحرجة أن تزايدت حدة الصدمات الاقتصادية التي تواجهها مصر حيث أفضى تناقص هذا الاحتياطي بمعدل ٥٢% في نهاية ٢٠١٣ إلى حدوث مخاطر للعملة المحلية وارتفاع تكاليف الاقتراض الحكومي

وزيادة مخاطر القطاع المصرفي ومخاطر صدمات ميزان المدفوعات، ومخاطر الخفض المتكرر للتصنيف الائتماني والسيادي لمصر.

ويلزم لتجنب هذه المخاطر المتنوعة ومنع حدوثها لوقاية الاقتصاد المصري من تداعياتها العنيفة البحث عن الحجم الأمثل الذي يخفض التكاليف والمخاطر ويحقق قدر متعاضد من المنافع للتحوط ضد الصدمات.

وقد أظهرت الدراسة العديد من النتائج هي:

١- أن الحجم الفعلي للاحتياطي الأجنبي المصري خلال الفترة ١٩٩٢-١٩٩٧ قد فاق الحجم الأمثل المتطلب لتأمين الاقتصاد المصري من مخاطر حدوث الأزمات المالية والمصرفية والاقتصادية وامتصاص آثارها بنحو ١١-١٤ مليار دولار فوائض.

٢- في الفترة ١٩٩٨-٢٠٠٣ التي واجه فيها الاقتصاد المصري بعض تداعيات الأزمة الآسيوية فضلاً عن الأحداث الدولية والمحلية والتي أثرت سلبياً على صافي التدفقات النقدية للداخل إلا أن الحجم الفعلي للاحتياطي قد فاق أيضاً الحجم المتطلب لمنع الصدمات والتخفيف من آثارها وهو ما يدل على مسلك الاحتياطي قد فاق أيضاً الحجم الأمثل المتطلب لمنع الصدمات والتخفيف من آثارها وهو ما يدل على مسلك الاحتياطي الأجنبي في تلك الفترة في أنه يضع في اعتباره التحوط ضد تداعيات الصدمات والأزمات.

٣- في الفترة من ٢٠٠٥-٢٠٠٨ استمر الحجم الفعلي للاحتياطي يزيد عن الحجم الأمثل حيث أن ما حققه الاقتصاد المصري من صافي تدفقات نقدية أجنبية قد استخدم في بناء رصيد كبير وفائض من الاحتياطي الأجنبي، وهو ما عصم الاقتصاد المصري من حدوث الأزمات وعبور الأزمات الدولية مثل أزمة الغذاء العالمي في ٢٠٠٧ والأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨، بل وأكثر من ذلك زيادة الثقة من جانب المستثمرين في الاقتصاد المصري وزيادة القدرات التنافسية للصادرات المصرية في الأسواق الدولية، والحفاظ على سعر صرف الجنيه المصري والحيلولة دون المضاربة عليه والحد من ظاهرة الدوارة واستمرار تفضيل الجنيه كأداة إدخار محلي.

٤- في الفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٠ فعلى الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨ على كافة الاقتصاديات ومن بينها الاقتصاد المصري فلقد ظل الحجم الفعلي للاحتياطي الأجنبي يفوق الحجم المطلوب الاحتفاظ به وحيازته للحد من آثار الصدمات الخارجية وتقليل احتمال حدوثها داخلياً، بل إن حيازة رصيد ضخم في هذه الفترة قد كلف

مصر نفقات الفرصة البديلة وحتى عدم استخدام هذه الفوائض في العملية الإنتاجية الاستثمار الآمن.

٥- في الفترة من ٢٠١١-٢٠١٣ بدء الحجم الفعلي للاحتياطي الأجنبي ينخفض بوضوح عن الحجم الأمثل له والمتطلب للتحوط ضد آثار وحدث الصدمات حيث كان يجب على مصر الاحتفاظ بنحو ٣٥ مليار دولار في الربع الثالث من عام ٢٠١٣ بما يمثل ١٣.٢% من الناتج المحلي للخروج من الأزمة الاقتصادية المصرية، وبث الثقة من جانب المستثمرين الأجانب في الاقتصاد وزيادة الجدارة الائتمانية للدولة المصرية، ورفع التصنيف السيادي والائتماني المصري من جانب مؤسسات التصنيف الدولية.

٦- إن قضية احتفاظ البنك المركزي باحتياطي أمثل يبلغ ٣٥ مليار دولار يحقق العديد من المنافع هي ارتفاع معدل تغطية هذا الاحتياطي للواردات السلعية بنحو ٦.١ أشهر في ٢٠١٣، وارتفاع معدل تغطية الاحتياطي الأجنبي للديون الخارجية قصيرة الأجل إلى ٧.٨ مرة، ومعدل تغطية الاحتياطي الأجنبي إلى إجمالي السيولة المحلية بالجهاز المصرفي سيتجاوز ٢١%، وتوفير سيولة دولارية بنحو ١٥-١٦ مليار دولار من شأنه تحسين وضع العملة المحلية وخفض المضاربة عليه والحد من ظاهرة الدولار، وسيخفض العائد على السندات الحكومية، وكذلك استيعاب صدمات الميزان الجاري والرأسمالي وزيادة الاستيعاب المحلي مما يفضي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي واستقرار الاستهلاك الكلي وخفض صدمات الناتج المحلي الإجمالي.

٧- على الرغم مما ينطوي عليه زيادة الاحتياطي بصورة كبيرة من مخاطر وزيادة تكاليف الفرص البديلة إلا أن تلك التكاليف تعد ضئيلة إذ ما قورنت بالمنافع التي تعود من جراء تكوين حجم أمثل للاحتياطي الأجنبي.

وتنتهي الدراسة إلى العديد من التوصيات التالية:

١- لتلافي ضياع المنافع الاقتصادية التي لا تتحقق إلا ببلوغ الحجم الأمثل للاحتياطي ولتجنب تركيب حجم إضافي ينطوي على تكاليف ومخاطر فإنه من الضروري تصميم آليات لإدارة هذا الحجم برشادة لضمان بقائه عند المستوى الأمثل والتي تستند إلى الدعائم التالية:

- إدارة حجم الاحتياطي في ضوء المنافع والاحتياجات التمويلية للاقتصاد.
- إدارة حجم الاحتياطي للإقلال من التكاليف والنفقات الاجتماعية والمالية أي تجنب حدوث العجز المالي.

- أن تكون إدارة الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي كجزء من سياسة تموية واقتصادية كلية تعمل على توقي خطر الأزمات والتوفيق بين اعتبارات التوازن الداخلي والخارجي للاقتصاد القومي.
 - التعامل مع الحجم الأمثل للاحتياطي على أنه نموذج مرن ديناميكي ويس مستهدف كمي ثابت يستند إليه صانع السياسة النقدية متمثل في البنك المركزي للتحوط ضد الأزمات المستقبلية.
- ٢- عند امتلاك مصر للحجم الأمثل للاحتياطي وتحقيق فوائض نقدية احتياطية يمكن لمصر شراء جزءاً من ديونها الخارجية وزيادة حجم استثماراتها المحلية للخروج من حالة الركود الاقتصادي والبطالة وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- ٣- الاهتمام بتحقيق الاستقرار السياسي والأمني لزيادة صافي التدفقات الخارجية من النقد الأجنبي خاصة من الإيرادات السياحية وتحويلات المصريين العاملين بالخارج، وزيادة حصيلة المرور في قناة السويس، وزيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة لزيادة تراكم الاحتياطيات لدى البنك المركزي.