



القاهرة- ج.م.ع

# سلسلة دراسات السياسات

عدد  
رقم ٨  
يوليو  
٢٠١٨

## نحو إدارة فعالة للاحتياطيات 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](mailto:inp.technical.office@inp.edu.eg)

الموقع الإلكتروني: [www.inplanning.gov.eg](http://www.inplanning.gov.eg)

معهد التخطيط القومي

القاهرة- ج.م.ع.

سلسلة دراسات السياسات

العدد (٨) - يوليو ٢٠١٨

## نحو إدارة فعالة للاحتياطات 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 نسبي 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.

وفى ما 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 والإفصاح 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 بأجال مختلفة
١٤	بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد.....
١٧	القسم الثانى- متطلبات الإدارة الفعالة لاحتياطيات مصر الدولية.....
١٧	(١-٢) اجراءات 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 فى أى وقت للسلطة النقدية والخاضعة لسيطرتها الفعلية وتملك التصرف فيها بصورة مباشرة لأغراض التمويل المباشر للعجز الطارئ فى ميزان مدفوعاتها (والمدفوعات الطارئة بصفة عامة)، والتدخل فى أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف عملتها أو استخدامها كأساس للحصول على القروض الأجنبية أو كل هذه الأغراض مجتمعة<sup>١</sup>. وتشتمل هذه الاحتياطيات على العملات الأجنبية، ومركز الاحتياطى أو رصيد الدولة لدى صندوق النقد الدولى، وقيمة حقوق السحب الخاصة، والذهب النقدى للأغراض الرسمية<sup>٢</sup>.

وبذلك تستطيع الدولة التى تتمتع بمستوى مناسب وآمن من تلك الاحتياطيات مواجهة الصدمات الخارجية التى قد يتعرض لها ميزان المدفوعات، وتتجنب الآثار التى تنجم عن هذه الصدمات، مثل الاضطرار إلى الاقتراض الخارجى قصير الأجل ذو التكلفة المرتفعة، أو اضطرار الدولة إلى فرض قيود ورقابة على الواردات، الأمر الذى قد يؤثر فى 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 فى الوقت المناسب وبالسرية المطلوبة فى الأوقات التى 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<sup>٣</sup>.

<sup>١</sup> 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](http://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](http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide٢٠١٣.pdf).

<sup>٢</sup> إن عناصر الاحتياطيات التى يجب أخذها فى الاعتبار هى العناصر الرسمية Official (تقع فى دائرة سلطة الدولة)، وبالتالى يستبعد من نطاق هذه الاحتياطيات ما فى حوزة الأفراد من ذهب و عملات 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:

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

<sup>٣</sup> المرجع السابق، ص ص ٢٤٨-٢٤٩.

ولكن ينبغي الانتباه إلى أن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من هذه الاحتياطيات ينطوي على تكلفة (حيث يتطلب الأمر أن تكون سائلة أو أقرب 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 بأجال مختلفة بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد.

أما القسم الثاني 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 في الاعتبار الالتزامات والتكاليف المترتبة على تكوين الاحتياطيات الدولية، يستعرض هذا القسم تقييم أداء إدارة احتياطيات مصر الدولية، وذلك على النحو التالي:

#### (١-١) مفهوم إدارة الاحتياطيات الدولية

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

- 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، لامتناع 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 الأجنبي، 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 ينبغي 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<sup>٥</sup>.

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)<sup>٦</sup>.

<sup>٤</sup> 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>.

<sup>٥</sup> المرجع السابق، ص ١١.

<sup>٦</sup> 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، فنتولى 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 الاحتياطي بكافة ضوابط الاستثمار المنصوص عليها<sup>٧</sup>.

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 الاحتياطي لمخاطر ائتمان ومخاطر عمليات مرتفعة<sup>٨</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 Middle Office<sup>٩</sup>. وبالإضافة إلى ذلك الاستعانة بعدد من مدراء الاستثمار الخارجيين وذوي 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 ألياً 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>١٠</sup>.

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

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

<sup>٧</sup> الموقع الإلكتروني للبنك المركزي المصري، <http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/default.aspx>  
<sup>٨</sup> البنك المركزي المصري، "تقرير عن إنجازات مجلس إدارة البنك المركزي المصري خلال الفترة (ديسمبر ٢٠٠٣-ديسمبر ٢٠١٢)، ص ص ١٠-٩. متاح على الرابط التالي:

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

<sup>٩</sup> 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.

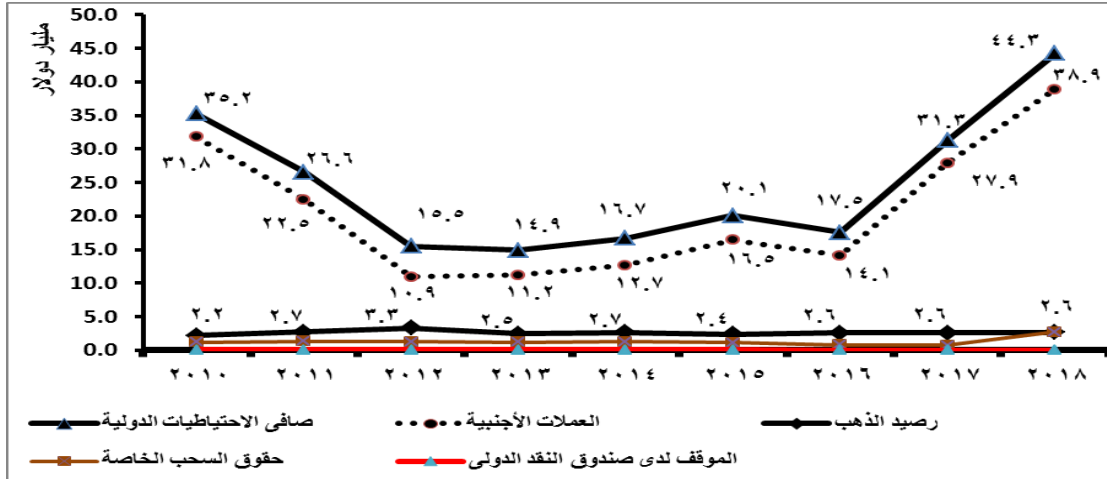
<sup>١٠</sup> لمزيد من التفصيل حول الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي المصري لتطوير الإطار المؤسسي أنظر:

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

<sup>١١</sup> البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠١٠/٢٠١١، ص ٣١

<sup>١٢</sup> باستثناء الانخفاض النسبي الذي حدث في يونيو ٢٠١٦، حيث انخفض صافي الاحتياطيات بنسبة ١٢% مقارنة بيونيو ٢٠١٥.

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



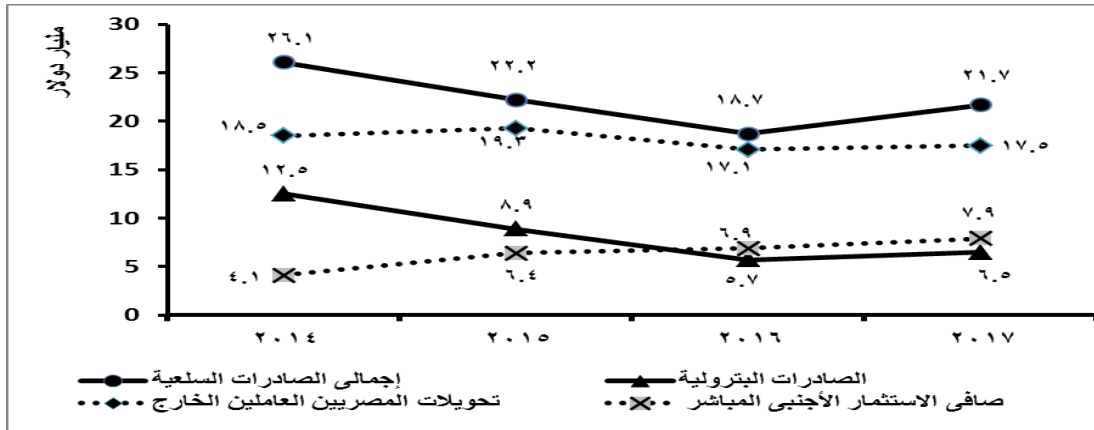
المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات الواردة بالجدول رقم (١) بملحق الجداول. ملحوظة:

- 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<sup>١٣</sup>.

ويشير هذا الوضع تساؤلاً هاماً وهو: ماهي مصادر الوفرة التي تحققت في رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات الدولية ومكنت السلطة النقدية من تركيبتها 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).

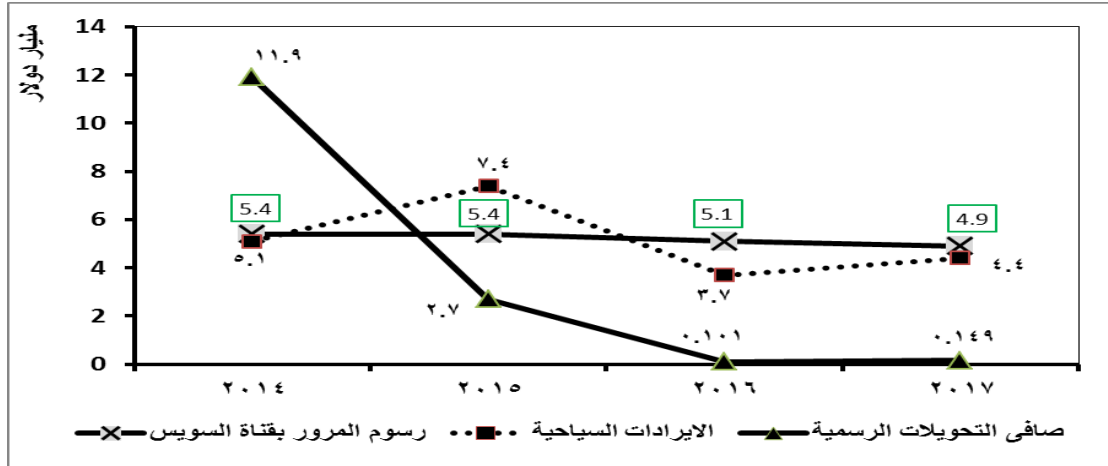
شكل رقم (٢-أ) تطور أهم مصادر النقد الأجنبي لمصر خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠١٧)



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

<sup>١٣</sup> 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)

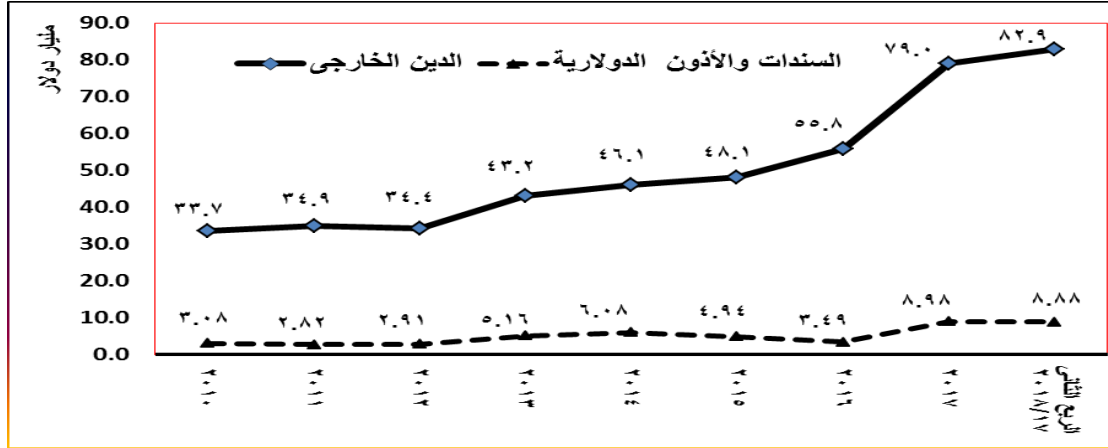


المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري والواردة بال نشرة الإحصائية الشهرية رقم (٢٥٣)، أبريل ٢٠١٨، ص ٧٥-٧٦.  
- جميع البيانات في نهاية يونيو من كل عام.

ويتضح من الشكلين السابقين، أن هناك انخفاضاً نسبياً في كل من حصيلة الصادرات السلعية (بما فيها البترولية) وتحويلات المصريين العاملين بالخارج خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٤)، وارتفاعهما في يونيو ٢٠١٧ بحوالي 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 في يونيو ٢٠١٧، وكانت إيرادات قناة السويس شبه مستقرة خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٤) عند ٥,٤ مليار دولار، وانخفضت بحوالي ٠,٢ مليار دولار في ٢٠١٧. كما تراجع صافي تدفقات التحويلات الرسمية تراجعاً مستمراً خلال السنوات الثلاث السابقة. إلا أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر قد ارتفع من ٤,١ مليار دولار في عام ٢٠١٤ إلى ٧,٩ مليار في ٢٠١٧.

وبناءً على ما سبق، من الصعب القول بأن مصادر النقد الأجنبي الموضحة بعاليه قد حققت فائضاً في سوق الصرف الأجنبي لكي يشتريه البنك المركزي ليتمكن من زيادة حجم الاحتياطيات الدولية على النحو الموضح بعاليه. وبالرغم من عدم إتاحة بيانات عن حجم السيولة المقترضة التي يتم توجيهها للاحتياطيات الدولية، إلا أنه من خلال تتبع أهم مصادر النقد الأجنبي الموضحة بعاليه، وكذلك تتبع حجم الدين الخارجي من قروض وسندات دولارية، فمن المرجح أن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية في يونيو ٢٠١٨ قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجي، وطرح سندات دولارية للبيع خارج البلاد. حيث ارتفع الدين الخارجي من ٤٦,١ مليار دولار في يونيو ٢٠١٤ إلى ٨٢,٩ مليار دولار في الربع الثاني 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 الاحصائية 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 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<sup>١٤</sup>.

#### (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<sup>١٥</sup>.

<sup>١٤</sup> 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.  
<sup>١٥</sup> 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 الخارجى قصير الأجل، والمستوى الأمثل وفقاً لمؤشر السيولة المحلية M2، والمستوى الأمثل وفقاً لمتوسط العجز في الحساب الجارى لفترة زمنية معينة.

وسيمت 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 بالعملة 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)<sup>١٦</sup>.

وأشار العديد من الدراسات التطبيقية في هذا الصدد إلى إنه من الأهمية بمكان أن يكون معدل تغطية الاحتياطيات للواردات في حدود (٣٠% إلى ٥٠%) من إجمالي قيمة الواردات السنوية (السلعية والخدمية)، أو ما يغطى من ٤-٦ شهور من الواردات<sup>١٧</sup>. وذلك لتلافى استنزاف الاحتياطيات عند حدوث أزمة، والقدرة على مواجهة ما يطرأ من عجز مؤقت في 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 في الحسبان مدى تغطية الاحتياطيات الفعلية لعدد شهور الواردات السلعية فقط، ويتم تجاهل الواردات الخدمية من هذه المسألة، وهذا ما تم أخذه في الاعتبار عند تطبيق هذا المؤشر على حالة الاقتصاد المصرى.

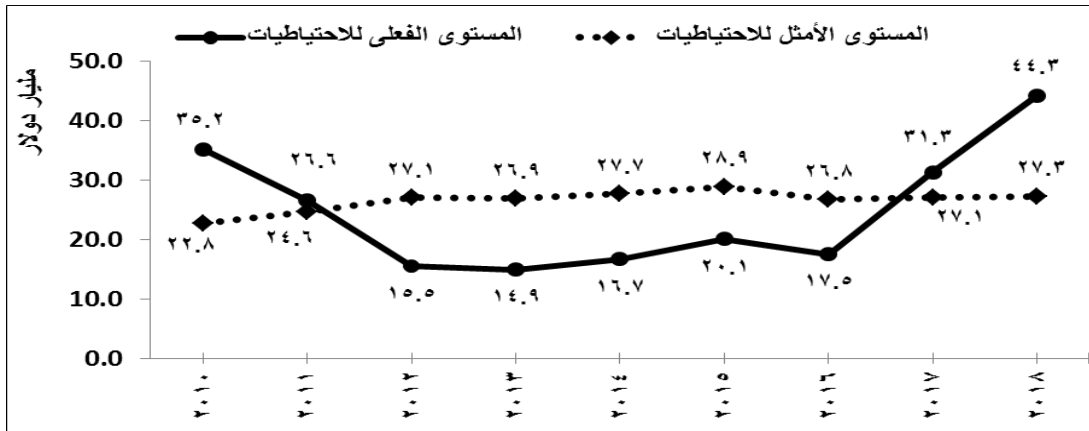
<sup>١٦</sup> يلاحظ أن أغنى الدول قد تحتفظ باحتياطيات تكفيها لعدد قليل من شهور الواردات، فعلى سبيل المثال احتفظت كل من الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا باحتياطيات تغطى شهرين فقط من الواردات السلعية والخدمية في عام ٢٠١٧، ويرجع ذلك لأن العملات الوطنية لهذه الدول تحتل وزناً كبيراً في 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 ٥ شهور، وسنغافورا ومصر ٦ شهور، وبوتسوانا ١٣ شهر، والفلبين ٨ شهور، وبيرو ١٣ شهر،... الخ، وبالتالي ليس شرطاً أن أغنى الدول هي التى يكون فيها هذا المؤشر مرتفعاً، ولا أن أفقر الدول هي 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 في 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](https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.MO?locations=CH-SA-TH&name_desc=true)  
<sup>١٧</sup> 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>.

ويتضح من الشكل رقم (٤)، أن الاحتياطيات الفعلية كانت تفوق المستوى الأمثل في عام ٢٠١٠ بحوالى ١٢ مليار دولار (تغطى ٧,٤ شهر من الواردات السلعية والخدمية)، وبالرغم من انخفاض الاحتياطيات الفعلية بحوالى ٨,٦ مليار دولار في عام ٢٠١١ مقارنة بعام ٢٠١٠، إلا أنها كانت تفوق المستوى الأمثل بحوالى ٢ مليار دولار<sup>١٨</sup>.

أما الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٦) فكانت الاحتياطيات الفعلية أقل من المستوى الأمثل بحوالى ١١,٦ مليار دولار عام ٢٠١٢ وحوالى ٩,٢ مليار دولار عام ٢٠١٦، وعاودت ارتفاعها لتتخطى المستوى الأمثل بحوالى ٤,٢ مليار دولار فى يونيو عام ٢٠١٧، وبحوالى ١٧ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٨ (بما يغطى ٧,٨ شهر من الواردات السلعية والخدمية).

شكل رقم (٤) المستوى الأمثل والفعلى للاحتياطيات الدولية وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات للواردات خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المحسوبة بالجدول رقم (٢) 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 ١٧ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٨، وما تحتاج إليه مصر كاحتياطيات دولية ملائمة وكافية هو ٢٧,٣ مليار دولار بما يغطى حوالى ٥,٦ شهراً من الواردات السلعية والخدمية.

ويبدو 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، بالإضافة إلى عدم قيام البنك المركزى بضخ جزء من الاحتياطي للحفاظ على سعر صرف الجنيه المصرى فى ظل تبنى نظام التعويم الحر منذ نوفمبر عام ٢٠١٦ (فى حالة الالتزام بعدم التدخل فى سوق الصرف).

<sup>١٨</sup> تم حساب المستوى الأمثل على أنه ٤٠% من إجمالى الواردات السلعية والخدمية فى كل عام، وهو متوسط النسبتين ٣٠% و ٥٠% المشار إليهما سابقاً. ويوضح الجدول رقم (٢) بالملحق طريقة حساب هذا المستوى، وعدد شهور الواردات التى تغطيها الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨).



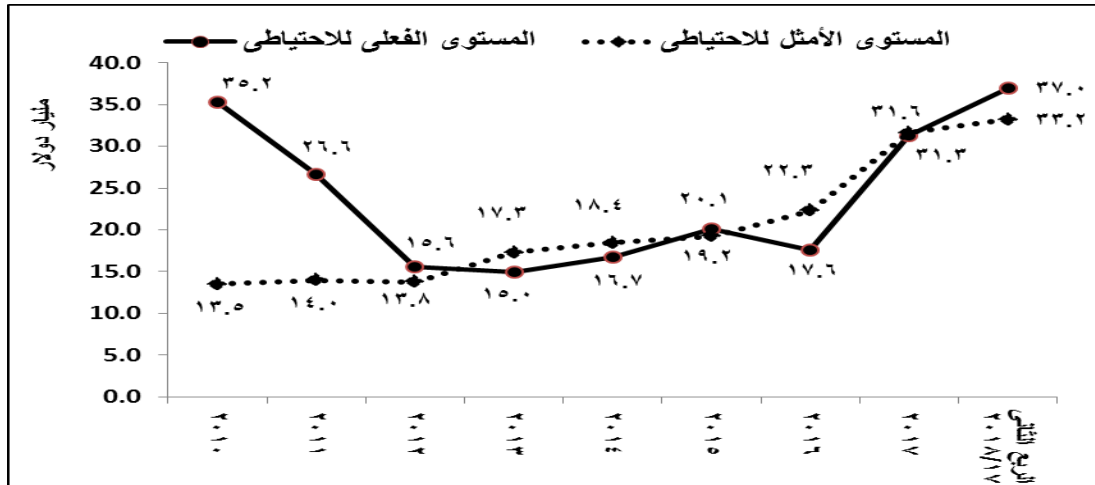
### (١-٤-١) المستوى الأمثل وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية:

يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الدولة على سداد أعباء ديونها الخارجية، وبالتالي كلما كانت الدولة قادرة على تغطية من ٣٠% إلى ٥٠% من إجمالي ديونها الخارجية، كلما ازدادت قدرتها على سداد أعباء هذه الديون والمتمثلة في الاقساط والفوائد وضمان سداد الدين الخارجي قصير الأجل<sup>١٩</sup>.

وبتطبيق هذا المؤشر على الحالة المصرية، لتحديد المستوى الأمثل<sup>٢٠</sup>. كما هو موضح بالشكل رقم (٥)، يتضح أن الاحتياطيات الدولية الفعلية في عام ٢٠١٠ كانت تفوق المستوى الأمثل بحوالي ٢١,٨ مليار دولار، وبالرغم من انخفاض الاحتياطيات الفعلية في ٢٠١٢ بحوالي ١٩,٧ مليار دولار (مقارنة بعام ٢٠١٠)، كانت تفوق المستوى الأمثل بحوالي ١,٨ مليار دولار. وبالرغم من ارتفاع الاحتياطيات الفعلية من حوالي ١٥ مليار دولار في يونيو ٢٠١٣ إلى ٣١,٣ مليار دولار في يونيو ٢٠١٧، أي بنسبة ١٠٩%، إلا أن ارتفاع الدين الخارجي من ٤٣,٢ مليار إلى ٧٩ مليار (بنسبة ٨٢,٨%) خلال هذه الفترة، قد حد من قدرة الاحتياطيات الفعلية على تغطية نسبة ٤٠% من هذا الدين، وبالتالي كانت هذه الاحتياطيات الفعلية أقل من المستوى الأمثل خلال هذه الفترة<sup>٢١</sup>.

ومع ارتفاع الاحتياطيات الفعلية إلى ٣٧ مليار دولار في الربع الثاني ٢٠١٨/١٧ استطاعت تغطية المستوى الأمثل بفائض حوالي ٣,٨ مليار دولار، بالرغم من ارتفاع الدين الخارجي إلى ٨٢,٩ مليار دولار.

شكل رقم (٥) المستوى الأمثل والفعلى للاحتياطيات وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية خلال الفترة (يونيو ٢٠١٠ - الربع الثاني ٢٠١٨/١٧)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المحسوبة بالجدول رقم (٣) بملحق الجداول  
- البيانات في نهاية يونيو من كل عام.

<sup>١٩</sup> Elias Papaioannou, Richard Portes and Gregorios Siourounis, (٢٠٠٦), "The Accumulation of Foreign Reserves: The Impact of The Euro and The Prospects for Dollar", European Central Bank, Working Paper Series No. ٦٩٤. November, PP. ٢٨-٢٩. Available at: <http://www.ecb.int> or from the Social Science Research Network electronic library at [http://ssrn.com/abstract\\_id=٩٤٢٧٣١](http://ssrn.com/abstract_id=٩٤٢٧٣١)

<sup>٢٠</sup> تم حساب المستوى الأمثل على أنه ٤٠% من إجمالي الدين الخارجي في كل عام، وهو متوسط النسبتين ٣٠% و ٥٠% المشار إليهما سابقاً.

<sup>٢١</sup> باستثناء عام ٢٠١٥ كانت الاحتياطيات الفعلية تفوق المستوى الأمثل بحوالي ٠,٨٨ مليار دولار.



### (١-٤-١-٣) المستوى الأمثل وفقاً لمؤشر الدين الخارجي قصير الأجل:

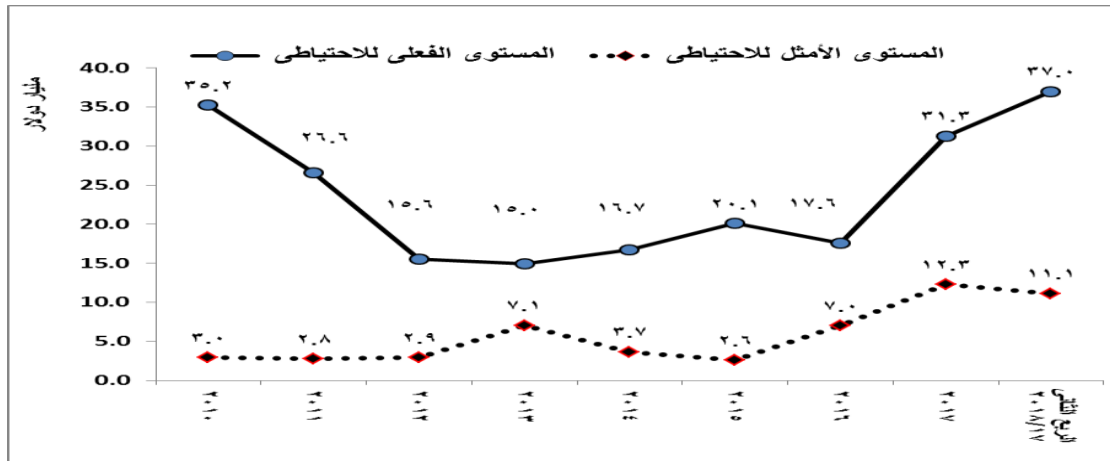
يعكس هذا المؤشر مدى قدرة الدولة على خدمة الدين الخارجي قصير الأجل (الديون المستحقة خلال سنة واحدة)، في حالة التدهور الحاد في ظروف التمويل الخارجي، بحيث تكون هذه الدولة قادرة على عدم الاستدانة على الأقل لمدة عام، وبالتالي ينبغي أن تغطي الاحتياطيات الفعلية الدين الخارجي قصير الأجل بنسبة ١٠٠% على الأقل سنوياً<sup>٢٢</sup>.

وتتبع أهمية هذا المؤشر من إمكانية استخدامه كمقياس لدرجة تأثير الاقتصاد الوطني بالتطورات في أسواق رأس المال العالمية، حيث تلعب هذه النسبة دوراً هاماً في تحديد المدى الزمني المتاح للسلطة المحلية لإجراء تعديلات في سياستها الاقتصادية أو اتخاذ الإجراءات التي تحول دون دخولها في دوامة التعثر، إذا ما وجدت صعوبة في النفاذ لهذه الأسواق.

ويتضح من الشكل رقم (٦) أن المستوى الفعلي للاحتياطيات الدولية لمصر يفوق المستوى الأمثل على مدار الفترة محل الدراسة<sup>٢٣</sup>. فبالرغم من انخفاض الاحتياطيات الدولية إلى أدنى مستوى لها في عام ٢٠١٣ (١٥ مليار دولار)، وارتفاع الدين الخارجي قصير الأجل إلى ٧ مليار دولار في نفس العام (بنسبة ١٣٦,٧% مقارنة بعام ٢٠١٠)، إلا أنها كانت تغطي ذلك الدين وبفائض يقدر بحوالي ٨ مليار دولار. ومع ارتفاع ذلك الدين أعلى مستوى له في يونيو ٢٠١٧ ليصل إلى ١٢ مليار دولار (بنسبة ارتفاع ٣٠٦,٧% مقارنة بعام ٢٠١٠) إلا أنه كان هناك فائضاً عن المستوى الأمثل بحوالي ١٩ مليار دولار.

وارتفع هذا الفائض في الربع الثاني ٢٠١٨/١٧ ليصل إلى حوالي ٢٦ مليار دولار، مما يعني أن الاحتياطيات الدولية في هذه الفترة تغطي هذا الدين بحوالي ٣٣٢,٤%<sup>٢٤</sup>. وقد يشير هذا إلى أن هناك مغالاة في تركيز هذا المستوى من الاحتياطي.

شكل رقم (٦) المستوى الأمثل والفعلي للاحتياطيات وفقاً لمؤشر الدين الخارجي قصير الأجل خلال الفترة (يونيو ٢٠١٠ - الربع الثاني ٢٠١٨/١٧)



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المحسوبة بالجدول رقم (٤) بملحق الجداول - البيانات في نهاية يونيو من كل عام.

<sup>٢٢</sup> لمزيد من التفصيل أنظر:

- Senei Solomon Molapo, (٢٠١٦), "Optimal International Reserves in Lesotho", European Scientific Journal, vol.١٢, No.١٣ ISSN: ١٨٥٧ - ٧٨٨١, May p.٢٨٦.

-European Central Bank, (٢٠٠٦), op.cit, P.٣١.

<sup>٢٣</sup> المستوى الأمثل ١٠٠% من إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل في كل عام.  
<sup>٢٤</sup> أنظر الجدول رقم (٤) بملحق الجداول.

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 على قدر من الاستقرار في سعر الصرف، إلا أن تضخم هذه الاحتياطيات بما يجاوز هذه الأغراض قد لا يكون أمراً مستحباً لا من 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>٢٥</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 الأجنبي وحجبه عن المساهمة في الإنتاج الحقيقى والتنمية.<sup>٢٦</sup>

### (٢-٤-١) تحديد الميزج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية:

وفقاً لبيانات البنك المركزى المصرى، فإن الاحتياطيات الدولية الفعلية لمصر تشتمل على رصيد العملات الأجنبية، والذهب النقدى، وحقوق السحب الخاصة، وصافى موقف الدولة لدى صندوق النقد الدولى.<sup>٢٧</sup>

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

وتشير البيانات الواردة بالجدول رقم (١) بملحق الجداول إلى أن مكون العملات الأجنبية يستحوذ على النسبة الغالبة من صافى الاحتياطيات الدولية لمصر خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨)، حيث وصلت هذه النسبة إلى أكثر من ٩٠% فى يونيو عام ٢٠١٠، وبحوالى ٨٧,٩% فى يونيو ٢٠١٨. أما رصيد الذهب فبلغت نسبته حوالى ٦,٢% فى يونيو عام ٢٠١٠ و ٦% فى يونيو ٢٠١٨، بينما بلغت نسبة وحدات حقوق السحب الخاصة حوالى ٣,٤% فى يونيو ٢٠١٠ وارتفعت إلى ٦% فى يونيو ٢٠١٨. ولم يتجاوز مركز الاحتياطى لدى صندوق النقد الدولى ٠,٦% من صافى الاحتياطيات خلال هذه الفترة.

وكما سبق الإشارة فإن معظم الزيادة التى تحققت فى الاحتياطيات الدولية فى السنوات الأربع الأخيرة (٢٠١٤-٢٠١٨)، قد تحققت فى الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقى مكونات الاحتياطيات فكانت فى انخفاض نسبي أو مستقرة خلال هذه الفترة.<sup>٢٨</sup>

ولذا فمن المفترض أن تولى إدارة الاحتياطيات أهمية كبيرة بتحديد الميزج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية من كافة أنواع النقد الأجنبي الذى يتمتع بصفة القبول العام فى تسوية المعاملات الدولية ويقبله الدائنون والمدينون فى تسوية علاقات الدائنية والمديونية بينهم (العملات الأجنبية

<sup>٢٥</sup> إبراهيم العيسوى، (٢٠٠٧)، "الاقتصاد المصرى فى ثلاثين عاماً"، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، ص ص ٤٨٠-٤٨١.

<sup>٢٦</sup> المرجع السابق، ص ٤٨٩.

<sup>٢٧</sup> أنظر فى ذلك: التقرير السنوى والنشرة الإحصائية الشهرية الذين يصدرهما البنك المركزى المصرى.

<sup>٢٨</sup> باستثناء مكون حقوق السحب الخاصة، حيث ارتفع من ٧٧٠ مليون دولار فى يونيو ٢٠١٧ إلى ٢٧٠٦ مليون دولار فى يونيو ٢٠١٨، أنظر الجدول رقم (١) بملحق الجداول.

التي تحتل أهمية نسبية كبيرة في النظام التجارى والمالى الدولى). ومن ثم فإن المغالاة في تركيب عملة ما من تلك العملات التى تتعرض أسعار صرفها للتقلبات الشديدة في أسواق النقد الدولية، قد يؤدي إلى تحقيق خسارة مالية كبيرة. ولهذا يتعين على السلطة النقدية وهى تدير هذه الاحتياطيات على أساس يومي، أن تتوخى الحيطة والحذر في 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.

وبتتبع التوزيع الجغرافى للواردات والصادرات السلعية لمصر وكذلك التركيب الهيكلى للدين الخارجى حسب العملات المختلفة خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨)<sup>٢٩</sup>، يتضح أن أهم العملات الأجنبية التى تحتل أهمية نسبية كبيرة في النظام التجارى والمالى الدولى (والتي يفترض أن يتحدد منها المزيج الأمثل لرصيد العملات الأجنبية) تتمثل في خمس عملات رئيسية<sup>٣٠</sup>. وهى نفس العملات التى تدخل في تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة، وتتمثل في كل من الدولار الأمريكى واليورو والجنه الإسترلينى والين اليابانى واليوان الصينى<sup>٣١</sup>.

وبالرغم من تأكيد البنك المركزى المصرى على اعتماده لنموذج توزيع الاحتياطيات الدولية على سلة من العملات الأجنبية أخذاً في الاعتبار عوامل استراتيجية مثل توزيع عملات الدين الخارجى وتوزيع عملات أهم الشركاء التجاريين، إلا أننا لا نستطيع الحكم على المزيج الحالى لرصيد العملات الأجنبية بالاحتياطى، نظراً لعدم إتاحة البنك المركزى لبيانات عن الأهمية النسبية لكل عملة من إجمالى رصيد العملات الأجنبية<sup>٣٢</sup>.

وقد يبرر ذلك بأن الإفصاح عن المزيج الحالى لرصيد العملات الأجنبية قد يستخدم في مضاربات تؤثر سلبياً على درجة استقرار أسعار صرف تلك العملات، وبالتالي يزيد من درجة المخاطرة في إدارة (استثمار) الاحتياطيات الدولية.

<sup>٢٩</sup> أنظر في ذلك: التقرير السنوى والنشرة الإحصائية الشهرية الذين يصدرهما البنك المركزى المصرى.  
<sup>٣٠</sup> يلاحظ استحواذ 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 في عام ٢٠١٦/٢٠١٧ استحواذ الدولار الأمريكى على حوالى ٧٠% من إجمالى المديونية الخارجية، يليه اليورو بما نسبته ١٢,٦%، ثم وحدات حقوق السحب الخاصة ٧%، واليوان الصينى ٣,٤%، والين اليابانى ٢,٩%، وهذا يعنى أن أكثر من ٩٠% من العملات المكونة للدين الخارجى هي العملات التى تدخل في قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة. أنظر في ذلك:

- البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى للعام المالى ٢٠١٦/٢٠١٧، ص ٣٠.  
<sup>٣١</sup> قرر المجلس التنفيذى لصندوق النقد الدولى في المراجعة الأخيرة لمكونات سلة عملات حقوق السحب الخاصة SDRs (التي اختتمت في نوفمبر ٢٠١٥)، اعتبار اليوان الصينى عملة قابلة للاستخدام الحر وتمت الموافقة على إدراجه في سلة حقوق السحب الخاصة اعتباراً من ١ أكتوبر ٢٠١٦، وبذلك تكون سلة حقوق السحب الخاصة تتألف من اليوان الصينى والدولار الأمريكى والين اليابانى واليورو والجنه الإسترلينى. وتبلغ أوزان الدولار الأمريكى واليورو واليوان الصينى والين اليابانى والجنه الإسترلينى على الترتيب ٤١,٧٣%، و ٣٠,٩٣%، و ١٠,٩٢%، و ٨,٣٣%، و ٨,٠٩%. 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 الدولى، بيان صحفى رقم ١٥/٥٤٣، ديسمبر ٢٠١٥، متاح على الرابط التالى:

- <http://www.imf.org/ar/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/051/Special-Drawing-Right-SDR>  
<sup>٣٢</sup> أكد البنك المركزى المصرى على أن حوالى ٩٩,٨% من العملات الأجنبية بالاحتياطى هي العملات الداخلة في تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة. أنظر:  
- البنك المركزى المصرى، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (٢٥٣)، أبريل ٢٠١٨، ص ٦٨.

### (٣-٤-١) توزيع استثمارات الاحتياطيات الدولية على عدة محافظ بآجال مختلفة بما يضمن التوازن بين المخاطر والعائد:

تواجه إدارة الاحتياطيات الدولية عدداً من المخاطر الخارجية مثل مخاطر السيولة التي تنجم عن تعطيل إمكانية تسهيل الأصول الاحتياطية المستثمرة في الخارج، وهناك ما يسمى بمخاطر الائتمان التي تنجم 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 ٢٠٠٥) في المعيار الخاص لنشر البيانات (Special Data Dissemination Standard (SDDS) الذي وضعه صندوق النقد الدولي، بغرض إتاحة البيانات الاقتصادية والمالية للجمهور، ومن ضمنها بيانات الاحتياطيات الدولية<sup>٣٣</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 بالبنشرة الاحصائية الشهرية وتحديداً بالجدول رقم (٢٠)<sup>٣٤</sup>.

ويتضح من بيانات أحدث نشرة شهرية متاحة للبنك المركزي المصري ما يلي<sup>٣٥</sup>:

<sup>٣٣</sup> وضع صندوق النقد الدولي المعيار الخاص بنشر البيانات في عام ١٩٩٦ 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، ولأسيما مخاطر صدمات سعر الصرف الأجنبي. ويتم الاشتراك في المعيار الخاص لنشر البيانات على أساس طوعي، إلا أن مقتضيات الحصول على المصادقية من قبل باقي الدول الأعضاء بصندوق النقد الدولي في إدارة الدولة لاحتياطياتها الدولية تتطلب الالتزام الفعلي به. لمزيد من التفصيل انظر: صندوق النقد الدولي، (٢٠٠١)، مرجع سبق ذكره، ص ١٦.

<sup>٣٤</sup> 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 لصافي الاستخدامات قصيرة الأجل المحددة سلفاً من الأصول بالنقد الأجنبي (بالقيمة الاسمية)، أما القسم الثالث فيعرض بيانات لصافي الاستخدامات الطارئة قصيرة الأجل من الأصول بالنقد الأجنبي بالقيمة الاسمية 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 صافي التدفقات صافية الفروض بالعملة الأجنبية، والمؤثرة على الاحتياطيات الرسمية، ويشمل صافي التدفقات الواردة من الأوراق المالية والفروض 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, (٢٠١٣), International reserves and foreign currency liquidity: guidelines for a data template, Statistics Department. PP.١٥-٢٣. Available at: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide٢٠١٣.pdf>.

<sup>٣٥</sup> البنك المركزي المصري، النشرة الاحصائية الشهرية، العدد رقم (٢٥٣)، أبريل ٢٠١٨، ص ص ٦٢-٨٦.

## أولاً- الأصول الاحتياطية الرسمية بالقيمة السوقية التقريبية:

يتتبع بيانات الأصول الاحتياطية الرسمية بالقيمة السوقية في القسم الأول من الجدول المذكور يتضح ما يلي:

(١) وجود فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للاحتياطيات الدولية، حيث بلغت القيمة الاسمية لهذه الاحتياطيات في فبراير ٢٠١٨ حوالي ٤٢,٥ مليار دولار، أما القيمة السوقية لها فبلغت حوالي ٤١,٨ مليار دولار.

(٢) أن الاحتياطيات بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل (في البند أ من الجدول) حوالي ٢٢,٢ مليار دولار بما يمثل ٥٣% من إجمالي الاحتياطيات الدولية بالقيمة السوقية، والمستثمر منها في الأوراق المالية المضمونة من الحكومات الأجنبية حوالي ١٣,٩ مليار دولار بما يمثل ٣٣% من إجمالي الأصول الاحتياطية. أما المستثمر في صورة ودائع بالبنوك الأجنبية فتمثل حوالي ٨,٣ مليار دولار (١٩,٨%).

وتجدر الإشارة إلى أن 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 التي يتعرض لها الاستثمار في هذه المحافظ. وما إذا كان هناك مغالاة في الاعتماد على عملة ما عند اختيار أداة استثمارية معينة، أم أن هذه العملية تتم بكفاءة عالية<sup>٣٦</sup>.

(٣) هناك حيازة لحقوق السحب الخاصة بحوالي ١,٨%، ومركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي لا يتعدى ١%، والذهب بحوالي ٧,٩% من إجمالي الأصول الاحتياطية بالقيمة السوقية.

(٤) أن بند "الأصول الاحتياطية الأخرى" يقدر بحوالي ١١,٩ مليار دولار، (بما يمثل ٢٨,٥% من إجمالي الأصول الاحتياطية)، والبيانات المتاحة 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 في 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 (أي في المرتبة الاستثمارية investment grade)، حتى تكون متاحة بسهولة للسلطة النقدية لتلبية المدفوعات الطارئة بدون تحقيق خسائر، أم أنها ذات جودة أدنى (أي دون المرتبة الاستثمارية)<sup>٣٧</sup>.

<sup>٣٦</sup> إن المغالاة في الاعتماد على عملة ما من العملات الأجنبية التي يتعرض سعر صرفها للتقلبات الشديدة في أسواق النقد الدولية، قد يؤدي إلى تحقيق خسارة مالية كبيرة. ولهذا يتعين على السلطة النقدية وهي تدير هذه الاحتياطيات على أساس يومي، أن تتوخى الحيطة والحذر في اختيار تلك العملات.

<sup>٣٧</sup> الأوراق المالية التي تتعلق بمعاملات إعادة الشراء، لا تستوفي الشروط التي تؤهلها للقيود كأصول احتياطية أساسية في البند (أ) من الجدول المذكور بعاليه، نظراً لعدم حدوث تغير في الملكية الاقتصادية لهذه الأوراق. ولمزيد من التفصيل حول المرتبة الاستثمارية لهذه الأوراق أنظر:

- IMF, (٢٠١٣), International reserves and foreign currency liquidity: guidelines for a data template, op.cit, P. ١٧.

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

فيما يتعلق بآجال التدفقات قصيرة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل، فيُستشف من البيانات المنشورة في 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>٣٨</sup>. ولذلك يصعب تحديد ما إذا كان حرص السلطة النقدية مبدئياً على ضرورة التوازن بين آجال التدفقات قصيرة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل، ينفذ بكفاءة عالية ويراعى فعلاً التوازن بين المخاطر والعائد أم لا.

ومن 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 الثاني من الكراسة.

<sup>٣٨</sup> للاطلاع على هذه البنود أنظر:

- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (٢٥٣)، مرجع سبق ذكره، ص ص ٦٤-٨٦.

## القسم الثانى

### متطلبات الإدارة الفعالة للاحتياطيات مصر الدولية

تستهدف الكراسة فى هذا القسم، التعرض لآليات تقوية أطر السياسات والإجراءات الأساسية التى 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.

#### (١-٢) 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 التى قد تنشأ فى الأسواق المالية العالمية أو حتى داخل النظام المالى المحلى لهذه الدولة. وتقتضى الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات الدولية تحقيق الأمور التالية:

#### (١-١-٢) تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح عن إدارة الاحتياطيات الدولية:

يقتضى تفعيل مبدأ الشفافية، الإفصاح للجمهور وفق جدول زمنى معلى مسبقاً عن المعلومات المتعلقة بالاحتياطيات الدولية، وقد سبق الإشارة إلى الأمور المطلوب الإفصاح عنها فى هذا الصدد بالقسم الأول من الكراسة. 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>٣٩</sup>. ويحبذ أن تتضمن هذه التقارير نتائج المراجعة المحاسبية السنوية التى تجرى على الكشوف المالية المتعلقة بإدارة هذه الاحتياطيات (بواسطة مراجعون خارجيون مستقلون)، والإفصاح للجمهور عن نتائج هذه المراجعة<sup>٤٠</sup>.

#### (٢-١-٢) التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع:

يشير صندوق النقد الدولى إلى أنه عند تبني الدولة لنظام "التعويم الحر"، يتمتع مديرو الاحتياطيات بحرية كبيرة فى تحديد الهيكل الملائم لمدة الحافظة وسيولتها.

<sup>٣٩</sup> وذلك أسوة بما تطبقه كندا فى هذا الصدد، حيث يقوم وزير المالية الكندى (الذى يتولى رسم سياسات إدارة الاحتياطيات الدولية لكندا، ويترك للبنك المركزى الكندى مهمة تنفيذ هذه السياسات وإجراء العمليات نيابة عن وزارة المالية بشكل يومى) برفع تقرير سنوى إلى البرلمان الكندى منذ عام ٢٠٠٣ عن كافة عمليات إدارة الاحتياطيات الدولية فيما يعرف بحساب صندوق الصرف الأجنبى The Exchange Fund Account (EFA)، لمزيد من التفصيل أنظر :

- Bank of Canada, (٢٠١٧), Annual Report to Parliament on the Operations of the Exchange Fund Account, Department of finance. Available at: <https://www.fin.gc.ca/purl/efa-eng.asp>.

<sup>٤٠</sup> يؤكد صندوق النقد الدولى فى 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 التى قد تتعرض لها، وأن يتم قياس مركزها وأدائها المالى على أساس متنسق وقابل للمقارنة. وترتبط قضايا التقييم التى تمت معالجتها فى تلك المعايير ارتباطاً وثيقاً بأسلوب " التسعير حسب السوق " الذى يستلزم الإبلاغ عن الأوراق المالية المحتفظ بها لأغراض البيع السريع بقيمتها العادلة أو بقيمة السوق فى الكشوف المالية للهيئة المعنية بإدارة الاحتياطيات. لمزيد من التفصيل أنظر:

- صندوق النقد الدولى، (٢٠٠١)، مرجع سبق ذكره، ص ص ١٩-٢٠.



حيث يتم استثمار نسبة معينة من الاحتياطيات في مجالات ذات آجال استحقاق متوسطة وطويلة الأجل (نظراً للالتزام العام من جانب السلطة النقدية بعدم التدخل في سوق الصرف الأجنبي)<sup>٤١</sup>.

وطالما أن مصر قد تبنت رسمياً نظام التعويم الحر منذ نوفمبر ٢٠١٦، 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.

### **(٢-١-٣) التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجى:**

سبق الإشارة إلى أن الجانب الأكبر من رصيد العملات الأجنبية بالاحتياطيات فى يونيو ٢٠١٨ قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى، حيث أن ارتفاع هذه الاحتياطيات من ١٦,٧ مليار دولار فى يونيو عام ٢٠١٤ إلى ٤٤,٣ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٨ (بنسبة زيادة تقدر بحوالى ١٦٥,٢%)، قد تزامن معه ارتفاع 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. مما يوحى بأن هناك سياسة متعمدة للإفراط فى الاقتراض الخارجى لتركيمة مستويات مرتفعة من الاحتياطيات الدولية، تحسباً لسداد أعباء الديون الخارجية وضمن 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>٤٢</sup>. حيث يسهم هذا التنسيق فى الحد من تكلفة تركيمة احتياطيات دولية جزء كبير منها ناتج عن الاقتراض الخارجى<sup>٤٣</sup>.

### **(٢-١-٤) إطار قانونى ومؤسسى فعال وكفء لإدارة الاحتياطيات الدولية:**

إن تبني 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 وكفء، وبما يتلاءم مع احتياجات وأهداف الدولة من هذه الاحتياطيات<sup>٤٤</sup>.

وقد سبق التعرض فى القسم الأول من الكراسة 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 ٢٠٠٤، ووضع استراتيجية جديدة لاستثمار تلك الاحتياطيات

<sup>٤١</sup> بينما فى ظل تبني نظام سعر الصرف المدار، لا يتمتع مديرو الاحتياطيات بحرية كبيرة فى تحديد الهيكل الملائم لمدة الحافظة وسيولتها (استثمار النسبة الأكبر من الاحتياطيات فى أدوات ذات آجال استحقاق قصيرة الأجل)، لأن الأمر يتطلب أن تكون سائلة أو اقرب للسائلة كلما اضطرت الظروف لذلك وفى أسرع وقت ممكن. لمزيد من التفصيل، أنظر:

- IMF, (٢٠١٣), "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", the Monetary and Capital Markets Department, February, P. ١٠.

<sup>٤٢</sup> 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.

<sup>٤٣</sup> تتمثل هذه التكلفة فى التضحية بالفرص البديلة للموارد التى تمثلها هذه الاحتياطيات.

<sup>٤٤</sup> صندوق النقد الدولى، (٢٠٠١)، مرجع سبق ذكره، ص ٢١.



- تهدف إلى الخروج من النمط الاستثمارى التقليدى (الودائع البنكية بالدولار الأمريكى) إلى أدوات استثمارية حديثة. وفى هذا الصدد يجب التأكيد على ما يلي<sup>٤٥</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 وفعالية 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 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.

## (٢-٢) إجراءات تكوين المستوى المناسب والأمن للاحتياطيات مصر الدولية

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

### (١-٢-٢) إدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية (الداخلية والخارجية)

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>٤٦</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.

<sup>٤٥</sup> لمزيد من التفصيل حول متطلبات الإطار المؤسسى السليم لإدارة الاحتياطيات الدولية أنظر كل من:

- IMF, (٢٠١٣), "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", op.cit, pp.٢٠-٢٥.  
 - صندوق النقد الدولى، (٢٠٠١)، مرجع سبق ذكره، ص ص ٢١-٢٣.  
<sup>٤٦</sup> قامت مصر بالإلغاء التدريجى للقنود 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 ١٩٩٥، ومنذ ذلك الحين شهد الاقتصاد المصرى موجات من الراج والركود فى تدفقات رؤوس الأموال الدولية سواء الداخلة أو الخارجة. لمزيد من التفصيل أنظر:  
 - إبراهيم العيسوى، مرجع سبق ذكره، ص ص ١١١-١١٣.

### أولاً: إدارة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة:

- تستهدف عملية إدارة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، المحافظة على قيمة العملة المحلية بشكل حقيقى وتنافسى<sup>٤٧</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>٤٨</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 الإنتاجية للاقتصاد القومى.

### ثانياً: 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 الادخارات المحلية لتمويل الاستثمار المحلى، وتحسين وتفعيل أدوات السياسة النقدية بالشكل الذى يؤدى إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة مثل استهداف التضخم وتحفيز النمو الاقتصادى<sup>٤٩</sup>. وقد يتحقق ذلك باتباع التدابير التالية<sup>٥٠</sup>:
- اشتراط عدم استرجاع المستثمرين الأجانب فى البورصة المصرية لأموالهم لمدة عام كامل، بهدف الحد من المضاربة وثبیت تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، والحفاظ على استقرار النظام المالى.
  - 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 واقعيها وشمولها لكافة الأنشطة الاستثمارية<sup>٥١</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.

<sup>٤٧</sup> 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.

<sup>٤٨</sup> Gerald Epstein,(٢٠٠٩), "Should Financial Flows Be Regulated? Yes", Working Paper No. ٧٧, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York, USA, July, pp.٨-٩. Available at: <https://core.ac.uk/download/pdf/٦٤١١٣٩٦.pdf>.

<sup>٤٩</sup> Ibid, p.٦.

<sup>٥٠</sup> 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.  
<sup>٥١</sup> 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.

### **(٢-٢-٢) تنمية الجانب الحقيقي للاقتصاد والاستفادة من الطاقات الإنتاجية العاطلة: لضمان**

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

- الاهتمام بالقطاعات السلعية والصناعة التحويلية، وبناء قاعدة تصديرية قوية للسلع التي تتمتع فيها مصر بميزة نسبية وتنافسية بدرجة عالية، من خلال زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية في تلك القطاعات، وتبنى سياسة الاستعاضة عن الواردات، وذلك بالتركيز في الخطط الإنتاجية على الصناعات التي تستحوذ على النسبة الغالبة من الواردات السلعية.
- التوجه نحو دعم التصدير وتبني سياسات تحقيق الاكتفاء الذاتي 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 علي التضخم.

### **(٣-٢) كيفية تعظيم إستفادة مصر من احتياطياتها الدولية:**

يقترح الباحث أن يتم استثمار قدر مناسب من هذه الاحتياطيات (المستوى المناسب والأمن)، خارج البلاد في أصول أجنبية قصيرة الأجل ضماناً لسيولتها وتجنباً للمخاطرة بها<sup>٥٢</sup>. وبحيث يكون هناك تناسب بين آجال هذه الأصول وآجال التزامات مصر الخارجية (على النحو المتبع في الوقت الراهن)، مع الحرص على تطبيق القواعد العامة والأطر والإجراءات التي تكفل توفير متطلبات الإدارة الفعالة للاحتياطيات الدولية، السابق الإشارة إليها في هذا القسم من الكراسة.

أما في حالة وجود فائض عن المستوى الأمثل، كما هو الحال في الوقت الراهن<sup>٥٣</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 في الخارج، وذلك لدعم قدرة مصر على الاستثمار الذاتي وتمويل المشروعات التي تتطلب مكوناً أجنبياً مرتفعاً وتولد عائداً بالعملة الأجنبية (المشروعات التي تنتج للتصدير)<sup>٥٤</sup>.

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

- **البديل الثانى:** أن يتم استخدام هذا الفائض في إنشاء صندوق للاستثمار في الخارج سواء في الأجل المتوسط أو الأجل الطويل (صندوق الثروة السيادية). فهذا سيدير عائداً أعلى من المتولد بالشكل التقليدى في المحافظ الاستثمارية عالية السيولة ذات الطابع قصير الأجل

<sup>٥٢</sup> أوضحت الكراسة في القسم الأول بأن المستوى الأمثل والأمن للاحتياطيات مصر الدولية في يونيو ٢٠١٨ حوالى ٢٧,٣ مليار دولار.

<sup>٥٣</sup> أكدت الكراسة في القسم الأول على أن هناك فائض في الاحتياطيات الدولية بحوالى ١٧ مليار دولار في يونيو ٢٠١٨ (وفقاً لمؤشر تغطية الاحتياطيات لعدد من شهور الواردات والذي يتيبناه البنك المركزى المصرى).

<sup>٥٤</sup> بنوه الباحث إلى أن هذه الفكرة قد طرحها الدكتور رمزى زكى في تسعينيات القرن الماضى. لمزيد من التفصيل حول هذه الفكرة أنظر:

- رمزى زكى، (١٩٩٤)، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣١٠-٣١٩.

(ولاسيما في ظل تبني مصر لنظام التعويم الحر)، مع بقاء عنصر الأمان على رأس المبادئ الحاكمة لهذه العملية.

● **البديل الثالث:** أن يتم استخدام الفائض في السداد المبكر لجزء من ديون مصر الخارجية، ويمكن النظر إلى هذا الاقتراح على أنه البديل المناسب، أي التكلفة البديلة الصحيحة للاحتفاظ بمستوى مرتفع من احتياطات دولية (الجانب الأكبر منه ناتج عن الإفراط في الاقتراض الخارجي)، وتتمثل المكاسب المحتملة من تنفيذ هذا البديل في الحد من رصيد الدين الخارجي المرتفع والأعباء والضغوط الخارجية المترتبة عليه.

ويحبذ 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.

## خاتمة الكراسة

تعرضت هذه الكراسة فى القسم الأول منها لتقييم أداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية لمصر، وقدمت فى القسم الثانى رؤية لإدارة فعالة لهذه الاحتياطيات.

وقد خلص تقييمنا لأداء الإدارة الحالية للاحتياطيات الدولية إلى مجموعة من النتائج، أبرزها:

- أن معظم الزيادة التى تحققت فى احتياطيات مصر الدولية فى السنوات الأربع الأخيرة، قد تحققت فى الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية. وبالبحث عن مصادر هذه الزيادة، تبين أن الجانب الأكبر منها قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجى.
  - أن هناك فائضاً فى الاحتياطيات الفعلية فاق المستوى الأمثل بحوالى ١٧ مليار دولار فى يونيو ٢٠١٨ (طبقاً للمؤشر الذى يتبناه البنك المركزى المصرى).
  - أن 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.
  - أن استيفاء متطلبات نموذج المعيار الخاص لنشر البيانات (SDDS)، ولاسيما بيانات الاحتياطيات الدولية، يحقق عدداً من الأغراض، ومن أهمها الحكم على مدى كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية بشكل دقيق، وتقوية المساءلة من خلال زيادة إطلاع الجمهور على الإجراءات التى تتخذها السلطة النقدية على صعيد السياسات (ومن هنا سياسة إدارة الاحتياطيات الدولية) وحجم المخاطر التى تتحملها بالعملة الأجنبية، والتشجيع على تصحيح السياسات غير القابلة للاستمرار فى توقيت أفضل، والحد من الآثار العكسية فى فترات الاضطراب المالى، بالإضافة إلى تكوين رأي أكثر دقة عن أوضاع الاقتصاد المصرى.
- وتأسيساً على ما سبق تطرقت الكراسة فى القسم الثانى إلى متطلبات الإدارة الفعالة للاحتياطيات مصر الدولية وآليات تحقيقها، أهمها تفعيل مبدأ الشفافية والافصاح عن إدارة الاحتياطيات الدولية، والتوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع، والتوافق بين سياسات إدارة الاحتياطيات وسياسات إدارة الدين الخارجى، والإجراءات الأساسية لتكوين المستوى المناسب والأمن للاحتياطيات الدولية لمصر، كما تطرقت الكراسة لكيفية تعظيم استفادة مصر من هذه الاحتياطيات.

## قائمة المراجع

### أولاً- المراجع باللغة العربية

#### أ- الكتب

- إبراهيم العيسوي، (٢٠٠٧)، الاقتصاد المصري في ثلاثين عاماً، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى.
- رمزي زكي، (١٩٩٤)، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، القاهرة.

#### ب- التقارير والنشرات

- البنك المركزي المصري، تقرير عن انجازات مجلس إدارة البنك المركزي خلال الفترة (ديسمبر ٢٠٠٣ - ديسمبر ٢٠١٢)، متاح على الرابط التالي:
- <http://www.cbe.org.ar/AboutCBE/Pages/BODAchievements.aspx>
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.
- صندوق النقد الدولي، (٢٠٠١)، المبادئ الإرشادية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، التي اعتمدها المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في ٢٠ سبتمبر ٢٠٠١، ص ١١. متاحة على الرابط التالي:
- <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/ara/guidea.pdf>

### ثانياً- المراجع باللغة الإنجليزية

#### Working Papers

- Elias Papaioannou, Richard Portes and Gregorios Siourounis, (٢٠٠٦), The Accumulation of Foreign Reserves: The Impact of The Euro and The Prospects for Dollar, European Central Bank, Working Paper Series No. ٦٩٤. November. Available at: <http://www.ecb.int> or from the Social Science Research Network electronic library.
- European Central Bank, (٢٠٠٦), The Accumulation of Foreign Reserves, International Relations Committee Task Force, Occasional Paper Series, NO. ٤٣ / February ٢٠٠٦. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>.
- Gerald Epstein, (٢٠٠٩), Should Financial Flows Be Regulated? Yes, Working Paper No. ٧٧, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York, USA, July. Available at: <https://core.ac.uk/download/pdf/6411396.pdf>.
- Graham Bird, (١٩٨٢), The International Monetary System and the Less Developed Countries, London: MacMillan Press, Second Edition. Available at: <http://www.springer.com/gp/book/9780333330029>. Date: ٢ January ٢٠١٨.

- H.R Heller, (١٩٦٦), Optimal International Reserves, Economics Journal, No ٧٦, June. PP.٢٦٦-٢٦٧. Available at: <https://www.jstor.org/stable/٢٢٢٩٧١٦>.
- IMF, (١٩٩٩), Data Template on International Reserves and foreign currency liquidity- Operational Guidelines, October.
- IMF, (٢٠١٣), International reserves and foreign currency liquidity: Guidelines for a data template, Statistics Department. Available at: [www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide٢٠١٣.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide٢٠١٣.pdf).
- IMF, (٢٠١٣), Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, the Monetary and Capital Markets Department, February ١, ٢٠١٣. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/٢٠١٣/٠٢٠١١٣.pdf>
- 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. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/٢٠٠٦/wp٠٦٢٢٩.pdf>
- Senei Solomon Molapo, (٢٠١٦), Optimal International Reserves in Lesotho, European Scientific Journal , vol.١٢, No.١٣ ISSN: ١٨٥٧ – ٧٨٨١, May. Available at: URL:<http://dx.doi.org/١٠.١٩٠٤٤/esj.٢٠١٦.v١٢n١٣p٢٨٢>.

### **Reports**

- Bank of Canada, (٢٠١٧) ,Annual Report to Parliament on the Operations of the Exchange Fund Account, Department of finance. Available at: <https://www.fin.gc.ca/purl/efa-eng.asp>.

## المرفات

جدول رقم (١) تطور مستوى ومكونات الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨) (القيمة: بالمليون دولار)

البيان	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	*٢٠١٨
صافي الاحتياطيات الدولية	٣٥٢٢١	٢٦٥٦٤	١٥٥٣٤	١٤٩٣٦	١٦٦٨٧	٢٠٠٨٢	١٧٥٤٦	٣١٣٠٥	٤٤٢٥٨
إجمالي الاحتياطيات الدولية	٣٥٢٤٨	٢٦٥٩٣	١٥٥٥٦	١٤٩٦٠	١٦٧١٠	٢٠١٠٤	١٧٥٧٠	٣١٣٠٧	٤٤٢٦١
العملات الأجنبية	٣١٧٧٤	٢٢٤٥٠	١٠٩٢٦	١١١٨١	١٢٦٩٥	١٦٤٥٣	١٤١٢٨	٢٧٩٠٤	٣٨٨٩٧
%	٩٠,٢١	٨٤,٥١	٧٠,٣٤	٧٤,٨٦	٧٦,٠٨	٨١,٩٣	٨٠,٥٢	٨٩,١٤	٨٧,٨٩
رصيد الذهب	٢١٨٠	٢٧٤٣	٣٣٠٣	٢٤٦٣	٢٦٦٢	٢٤٢٠	٢٦٠٢	٢٦٠٢	٢٦٤١
%	٦,١٩	١٠,٣٣	٢١,٢٦	١٦,٤٩	١٥,٩٥	١٢,٠٥	١٤,٨٣	٨,٣١	٥,٩٧
حقوق السحب الخاصة	١٢١٠	١٣١١	١٢٤٣	١٢٣٣	١٢٧٤	١١٦٨	٧٩٣	٧٧٠	٢٧٠٦
%	٣,٤٤	٤,٩٤	٨,٠٠	٨,٢٦	٧,٦٣	٥,٨٢	٤,٥٢	٢,٤٦	٦,١١
الموقف لدى صندوق النقد الدولي	٨٤	٨٩	٨٤	٨٣	٧٩	٦٣	٤٧	٣١	١٧
%	٠,٢٤	٠,٣٤	٠,٥٤	٠,٥٦	٠,٤٧	٠,٣١	٠,٢٧	٠,١٠	٠,٠٤

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، والنشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

\* بيانات مبدئية

- جميع البيانات في نهاية يونيو من كل عام

جدول رقم (٢) المستوى الأمثل وفقاً لمعدل تغطية الاحتياطيات للواردات خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٨)

(القيمة: مليار دولار)

البيان	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	*٢٠١٨
الواردات من السلع والخدمات	٥٧,٠	٦١,٦	٦٧,٨	٦٧,٣	٦٩,٣	٧٢,٤	٦٦,٩	٦٧,٧	٦٨,٢
الاحتياطيات الدولية الفعلية	٣٥,٢	٢٦,٦	١٥,٥	١٤,٩	١٦,٧	٢٠,١	١٧,٥	٣١,٣	٤٤,٣
المستوى الأمثل للاحتياطيات**	٢٢,٨	٢٤,٦	٢٧,١	٢٦,٩	٢٧,٧	٢٨,٩	٢٦,٨	٢٧,١	٢٧,٣
الفائض أو العجز عن المستوى الأمثل	١٢,٤	١,٩	(١١,٦-)	(١٢,٠-)	(١١,١-)	(٨,٩-)	(٩,٢-)	٤,٢	١٧,٠
تغطية الاحتياطيات الفعلية لعدد شهور الواردات السلعية والخدمية	٧,٤	٥,٢	٢,٨	٢,٧	٢,٩	٣,٣	٣,١	٥,٦	٧,٨

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، والنشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

\* نظراً لعدم توافر بيان لدى البنك المركزي المصري عن إجمالي الواردات السلعية والخدمية تغطي عام ٢٠١٨ بالكامل، تم الحصول على هذا البيان من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي التالية:

- IMF (May ٢٠١٨), "Regional Economic Outlook: Middle East & Central Asia". Available at: <http://data.imf.org/?sk=٤CC٥٤C٨٦-F٦٥٩-٤B١٦-ABF٥-AB٧٧D٥٢D٢E٦&Id=١٣٩٠٠٣٠٣٤١٨٥٤>.

Access Date: ٩ July ٢٠١٨.

\*\* المستوى الأمثل: ٤٠% من إجمالي الواردات السلعية والخدمية في كل عام، وهو متوسط النسبتين ٣٠% و ٥٠% المشار إليهما سابقاً.

- البيانات في نهاية يونيو من كل عام.



جدول رقم (٣) المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية وفقاً لمؤشر إجمالي الديون الخارجية خلال الفترة (يونيو ٢٠١٠ - الربع الثاني ٢٠١٨/١٧) القيمة (مليار دولار)

البيان	الدين الخارجى	الاحتياطيات الفعلية	الاحتياطى الأمثل*	الفائض أو العجز
٢٠١٠	٣٣,٦٩	٣٥,٢٥	١٣,٤٨	٢١,٧٧
٢٠١١	٣٤,٩١	٢٦,٥٩	١٣,٩٦	١٢,٦٣
٢٠١٢	٣٤,٣٨	١٥,٥٦	١٣,٧٥	١,٨٠
٢٠١٣	٤٣,٢٣	١٤,٩٦	١٧,٢٩	٢,٣٣-
٢٠١٤	٤٦,٠٦	١٦,٧١	١٨,٤٢	١,٧١-
٢٠١٥	٤٨,٠٦	٢٠,١٠	١٩,٢٢	٠,٨٨
٢٠١٦	٥٥,٧٦	١٧,٥٧	٢٢,٣٠	٤,٧٣-
٢٠١٧	٧٩,٠٣	٣١,٣١	٣١,٦١	٠,٣١-
الربع الثانى ٢٠١٨/١٧	٨٢,٩	٣٧	٣٣,١٦	٣,٨٤

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى، والنشرة الاحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

\*المستوى الأمثل ٤٠% من إجمالي الدين الخارجى فى كل عام، وهو متوسط النسبتين ٣٠% و ٥٠% المشار اليهما سابقاً. ملحوظة: البيانات فى نهاية يونيو من كل عام، باستثناء بيان الدين الخارجى حتى الربع الثانى ٢٠١٨/١٧.

جدول رقم (٤) المستوى الأمثل وفقاً لمؤشر الدين الخارجى قصير الأجل خلال الفترة (يونيو ٢٠١٠ - الربع الثانى ٢٠١٨/١٧)

القيمة (مليار دولار)

البيان	الاحتياطيات الفعلية	الدين قصير الأجل	عدد مرات التغطية	نسبة تغطية الاحتياطيات للديون قصيرة الأجل %
٢٠١٠	٣٥,٢٥	٢,٩٥	١١,٩٥	١١٩٤,٨٥
٢٠١١	٢٦,٥٩	٢,٧٦	٩,٦٤	٩٦٣,٥١
٢٠١٢	١٥,٥٦	٢,٩٠١	٥,٣٦	٥٣٦,٢٣
٢٠١٣	١٤,٩٦	٧,٠٥	٢,١٢	٢١٢,٢٠
٢٠١٤	١٦,٧١	٣,٦٥	٤,٥٨	٤٥٧,٨١
٢٠١٥	٢٠,١٠	٢,٥٧	٧,٨٢	٧٨٢,٢٦
٢٠١٦	١٧,٥٧	٧,٠١	٢,٥١	٢٥٠,٦٤
٢٠١٧	٣١,٣١	١٢,٢٧	٢,٥٥	٢٥٥,١٥
الربع الثانى ٢٠١٨/١٧	٣٧,٠٢	١١,١٣	٣,٣٢	٣٣٢,٤٣

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى البنك المركزى المصرى، التقرير السنوى، والنشرة الاحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

\*المستوى الأمثل ١٠٠% من إجمالي الدين الخارجى قصير الأجل فى كل عام.



كراسات السياسات هي سلسلة يصدرها معهد التخطيط القومي اعتباراً من يناير ٢٠١٤. والسمة الرئيسية لهذه السلسلة هو تركيز ما يصدر فيها من أوراق بحثية على قضايا السياسات في المجالات الاقتصادية والاجتماعية وغيرها من مجالات التنمية الشاملة والمستدامة في مصر، وتقديمها مقترحات محددة بشأن إصلاح هذه السياسات. والأوراق البحثية التي تصدر في هذه السلسلة ليست أوراقاً محكمة بالمعنى العلمي، ولكنها خضعت لعدد من مراحل ضبط الجودة.

## هذه الكراسة

استهدفت تقديم رؤية لإدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر بما يضمن تكوين المستوى المناسب والأمن لها ويحقق أقصى استفادة لمصر منها. حيث أكدت الكراسة أن معظم الزيادة التي تحققت في احتياطيات مصر الدولية في الفترة (٢٠١٤ - ٢٠١٨)، قد تحققت في الحيازة الرسمية من العملات الأجنبية، أما باقي مكونات الاحتياطي فكانت في انخفاض نسبي أو مستقرة خلال هذه الفترة. وبالمبحث عن مصادر هذه الزيادة، تبين أن الجانب الأكبر منها قد جاء نتيجة لتراكم الاقتراض الخارجي.

كما أوضحت الكراسة أن الاحتياطيات الفعلية في يونيو ٢٠١٨ قد تجاوزت المستوى الأمثل للاحتياطيات بنحو ١٧ مليار دولار، وتوقعت تكرار وجود فائض في الاحتياطيات في الفترة القادمة.

وفيما يتعلق بتعزيز فعالية إدارة الاحتياطيات الدولية، قدمت الكراسة عدة 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 الخارجي، وكذلك اقتراحات بشأن الإجراءات الأساسية لتكوين المستوى المناسب والأمن لهذه الاحتياطيات. واختتمت الكراسة بتقديم اقتراحات لكيفية تعظيم استفادة مصر من احتياطياتها الدولية.