



# مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (٢٢) – العدد الثالث – يوليو ٢٠٢١



دور الاحتياطي النقدي الأجنبي في امتصاص تداعيات فيروس كورونا  
COVID-19 الاقتصادية وتكلفة التأمين عن الذات  
“دراسة تحليلية على الاقتصاد المصري”

## The Role of Foreign Exchange Reserves in Absorbing the Economic Repercussions of COVID-19 And the Cost of Self-Insurance “An Analytical Study on the Egyptian Economy”

دكتور

أدهم محمد السيد البرماوي

مدرس الاقتصاد والمالية العامة

بالمعهد العالي للإدارة وتكنولوجيا

المعلومات بكفر الشيخ

E-mail:

Adham.eco@gmail.com

الأستاذ دكتور

أسامة محمد بدر

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة

كلية التجارة – جامعة طنطا

E-mail:

badr@commerce.tanta.edu.eg

رابط المجلة: <https://jsst.journals.ekb.eg/>



### المستخلص:

تقدم هذه الورقة وصفاً تحليلياً لدور الاحتياطات النقدية الأجنبية في امتصاص التداعيات الاقتصادية لـ COVID-19 على الاقتصاد المصري وبالأخص التداعيات على مصادر النقد الأجنبي، وذلك خلال الفترة من نوفمبر ٢٠١٩ إلى نوفمبر ٢٠٢٠، توصلت الدراسة إلى أن الاحتياطات النقدية الأجنبية لعبت دوراً بارزاً في امتصاص التداعيات الاقتصادية لـ COVID-19 الناتجة من الانخفاضات الهائلة في مصادر النقد الأجنبي، حيث لم تنعكس تلك الآثار على سعر الصرف واستوعبها الاحتياطي النقدي الأجنبي بمفرده. ولكن ومع هذا الدور الهام الذي لعبته الاحتياطي النقدي الأجنبي إلا أن له تكاليف للاحتفاظ به، حيث قامت الدراسة بحساب التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات النقدية الأجنبية فسجلت حوالي ٢٥٣٥.٤ مليون دولار أما التكلفة الاجتماعية سجلت ما يقرب من ١٧١.٢ مليون دولار هذا وفقاً لبيانات شهر ديسمبر ٢٠١٩، وبالرغم من ارتفاع تلك التكلفة إلا أنه يمكن اعتبارها تكلفة تأمين عن الذات، وذلك للدور الهام الذي يلعبه الاحتياطي النقدي الأجنبي في امتصاص التداعيات الاقتصادية للازمات.

الكلمات الدالة: COVID-19، الاحتياطات النقدية الأجنبية، تكلفة التأمين عن الذات.

## **Abstract**

**This paper provides an analytical description of the role of foreign exchange reserves in absorbing the economic repercussions of COVID-19 on the Egyptian economy, especially the repercussions on foreign exchange sources, and during the period from November 2019 to November 2020, the study concluded that foreign exchange reserves played a prominent role in absorbing the economic repercussions of COVID - 19 resulting from the massive decline in foreign exchange sources, as those effects were not reflected in the exchange rate and the foreign exchange reserves absorbed them individually. However, despite this important role that the foreign exchange reserve plays, it has costs to maintain, as the study calculated the fiscal cost of maintaining foreign exchange reserves, and it recorded 2535.4 million dollars, while the social cost recorded 171.2 million dollars, this according to the data of December 2019, despite the high cost. However, it can be considered a self-insurance cost, due to the important role that foreign exchange reserves play in absorbing the economic repercussions of crisis.**

**Key Words: COVID-19, Foreign Exchange Reserves, Self-Insurance Cost**



## أولاً: المقدمة:

مع ظهور COVID-19 في الصين نهاية عام ٢٠١٩ ومع سرعة انتشاره حول العالم، حيث تم تسجيله من قبل منظمة الصحة العالمية بأنه وباء عالمي في بداية عام ٢٠٢٠، تضررت الحكومات والشركات والقطاع العائلي والأسواق المالية والقطاعات الاقتصادية بشدة من المستويات العالية لعدم التأكد المتزامن مع الانتشار المتسارع للفيروس. وفقاً لذلك انخفض أداء الأسواق المالية ومعظم القطاعات الاقتصادية الأخرى. حيث تغيرت توقعات الناتج المحلي الإجمالي لمعظم الدول لأسفل، حتى بعد أن أعلنت الاقتصاديات الكبرى حزم تحفيز كبيرة لتجنب الركود، فوفقاً لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) فإن صدمة COVID-19 ستؤدي إلى انخفاض النمو السنوي العالمي في عام ٢٠٢٠ إلى أقل من ٢.٥٪ - وهذه تعتبر عتبة الركود للاقتصاد العالمي - في حين كانت التقديرات السابقة قبل الجائحة ٣.٤٪. وتوقعت الاونكتاد أيضاً أن تصل مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر الي ادني مستوياتها منذ الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، وذلك إذا استمرت الجائحة خلال ٢٠٢٠ وهو ما حدث بالفعل، حيث توقعت أن يتقلص بنسبة ٣٥٪، وذلك بسبب أن قطاعات صناعة السيارات و الطيران و الطاقة تعتمد بشكل أساسي على الاستثمار الأجنبي المباشر، فيتوقع أن هذه القطاعات قد تشهد تدفقات ضخمة للاستثمار الأجنبي المباشر للخارج، حيث قبل الجائحة توقعت الاونكتاد أن ينمو الاستثمار الأجنبي المباشر عبر العالم بنحو ٥٪ خلال عام ٢٠٢٠-٢٠٢١، وعلي خلفية تعطل سلسلة التوريد و التباطؤ في التصنيع، خفضت الشركات توقعاتها بالنسبة للأرباح لعام ٢٠٢٠ بحوالي ٩٪ في المتوسط، وهو ما قد يؤدي وفقاً لتقديرات الاونكتاد إلى انخفاض الصادرات بمقدار ٥٠ مليار دولار عبر سلاسل القيمة العالمية، وستصل أيضاً تأثيرات تلك الجائحة إلى جميع القطاعات بما في ذلك الزراعة، التصنيع، الاتصالات. وعلي صعيد الاتحاد الأوروبي نجد أنه أكثر الخاسرين من تلك الجائحة، حيث تكبد خسائر منذ بداية الجائحة في حدود ١٥.٦ مليار دولار يتبعها في ذلك الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي ٥.٨ مليار دولار ثم اليابان ب ٥.٢ مليار دولار وكوريا ب ٣.٨ مليار دولار وذلك وفقاً لتقديرات الاونكتاد في منتصف مارس ٢٠٢٠. وذلك كنظرة عامة على تأثيرات الجائحة على الاقتصاد العالمي. (El-khishin,S(2020).

وعلى الصعيد المصري، طبق الاقتصاد المصري برنامج إصلاح اقتصادي منذ عام ٢٠١٦ يهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومعالجة اختلالات الاقتصاد الكلي وذلك من خلال تحرير نظام سعر الصرف، ضبط أوضاع المالية العامة، إصلاحات قطاع الطاقة، وكان هذا البرنامج ناجحاً

لحد كبير في دعم النمو وتوليد فائض في الموازنة الأولية وخفض نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي وتجديد الاحتياطيات الأجنبية، لكن لا يزال هناك مواطن ضعف في الصادرات وأداء الاستثمار الأجنبي المباشر، فوفقاً لبيانات البنك الدولي قبل جائحة كورونا حقق الاقتصاد المصري معدل نمو يقدر بـ ٥.٦٪ وذلك خلال العام ٢٠١٨/٢٠١٩ متجاوزاً معدل النمو الذي حققه في العام السابق حيث حقق ٥.٣٪، وقد استمر هذا الأداء القوي طوال النصف الأول من السنة المالية ٢٠١٩/٢٠٢٠، مدفوعاً بشكل رئيسي بالاستثمارات وتحسن ميزان صافي الصادرات. وعلى جانب آخر تحسنت حسابات المالية العامة في الاقتصاد المصري، ولكنها مازالت تحت وطأة الضغوط ويرجع ذلك إلى تدني عائدات الضرائب، حيث تراجع عجز الموازنة الي ٨.١٪ من إجمالي الناتج المحلي في السنة المالية ٢٠١٨/٢٠١٩ مقابل ٩.٧٪ في العام السابق.

Breisinger,c et al (2020)

كل هذه المؤشرات الإيجابية للاقتصاد المصري كانت تنذر بتحسن ملحوظ في مؤشرات الاقتصاد الكلي للعام ٢٠٢٠، حيث تنبأ صندوق النقد الدولي أن يحقق معدل نمو اقتصادي ٦٪ خلال عام ٢٠٢٠. كل ذلك تلاشى مع انتشار الجائحة، فمع تسجيل أول حالة مؤكدة بالإصابة بفيروس COVID-19 يوم ٨ مارس ٢٠٢٠، ثم صرحت وزارة الصحة يوم ٣٠ مارس بأن الحالات المؤكدة أصبحت ٦٠٩ حالة. ومع انتشار الجائحة تأثر الاقتصاد المصري بكل تأكيد حيث شهد شهر فبراير تأخيرات في الواردات الصينية إلى الموانئ المصرية. وعلى صعيد قطاع السياحة فإنه توقف بصورة كلية وتم غلق قطاع الطيران، وذلك تزامناً مع الإجراءات الاحترازية التي اتخذتها الحكومة المصرية، حيث أن تلك الإجراءات أثارت الكثير من المخاوف على مؤشرات الاقتصاد الكلي وبالأخص على الناتج المحلي الإجمالي الذي يمثل ٨٠٪ منه من خلال الاستهلاك الخاص والعام، لذلك انخفضت توقعات البنك الدولي بالنسبة للنمو في الاقتصاد المصري من ٥.٨٪ إلى ٣.٧٪ خلال عام ٢٠٢٠. لم يكن تأثير الجائحة على النمو الاقتصادي فقط ولكن تأثرت أيضاً كل مؤشرات الاقتصاد الكلي تقريباً، ولكن السؤال كيف للدول أن تمتص تلك الصدمة؟ أن حائط الصد الأول - وفي كثير من الدول الأول والأخير - للتصدي لتلك الصدمة هو الاحتياطي النقدي الأجنبي. فعلى المستوى العالمي انخفض الاحتياطي النقدي الأجنبي في البنوك المركزية العالمية بأكثر من ١٧٥ مليار دولار في أقل من شهرين من ظهور الجائحة، فبالنسبة للصين خسرت حوالي ٤٦ مليار دولار في شهر مارس عام ٢٠٢٠، في حين خسرت تركيا ١٥٪ من احتياطياتها النقدية الأجنبية بقيمة ١٥.٥ مليار دولار في شهر واحد فقط. في حين حذر البنك الدولي في تقريره عن الأسواق الناشئة أنها أصبحت أكثر عرضة لمزيد من الصدمات الاقتصادية بعد جائحة فيروس



كورونا، وذلك بشكل خاص حيث أجبرتهم الجائحة على استنفاد جزء كبير من احتياطاتهم من العملات الأجنبية بأسرع وتيرة منذ الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، حيث أوضحت الدراسة أن الاحتياطات النقدية الأجنبية لـ ١٢ من أكبر الدول النامية – بما في ذلك البرازيل وروسيا – انخفضت بما مجموعه ١٤٣.٥ مليار دولار في مارس فقط وهو أكبر معدل انخفاض منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية. (Breisinger, c et al (2020).

وعلى الجانب المصري ووفقاً لبيانات البنك الدولي، نلاحظ الانخفاض الهائل في صافي الاحتياطات الدولية، ففي فبراير عام ٢٠٢٠ سجل الاحتياطي النقدي الأجنبي المصري أعلى مستوى له منذ ثورة ٢٠١١ حيث سجل ٤٥.٥ مليار دولار أي ما يعادل ٨.١ أشهر من الواردات لينخفض بأكثر من ٥ مليار دولار في شهر مارس ليسجل ٤٠.١ مليار دولار أي ما يعادل ٧.١٤ شهور من الواردات، ليستمر الانخفاض في شهر أبريل ليسجل ٣٧.٠٣ مليار دولار أي ما يعادل ٦.٥٩ شهور من الواردات، أي أن الاحتياطي النقدي الأجنبي أنخفض بحوالي ٨.٤٧٣ مليار دولار بنسبة انخفاض وصلت الي ٢٢.٨٪، نلاحظ من ذلك أن الاحتياطي النقدي الأجنبي يعتبر حائط الصد الأول لأي صدمة اقتصادية وبالأخص الدول النامية أو الناشئة. البنك المركزي المصري، (٢٠٢٠)

#### ١ – مشكلة الدراسة:

بما أن الاقتصاديات القومية لم تعد قادرة بأن تنمو بدون التداخل مع الاقتصاد الدولي سواء بالنسبة للجانب الحقيقي أو الجانب المالي، لذلك أصبحت تلك الاقتصاديات معرضة للصدمات والأزمات والتي لم تنشأ بداخلها وحسب ولكن أيضاً للآزمات التي تحدث بعيداً عنها بألاف الكيلومترات، لذلك كان عليها أن تبحث عن وسيلة حماية من تلك الآزمات ووجدت غايتها في الاحتياطي النقدي الأجنبي، مما أدى إلى زيادة تراكم تلك الاحتياطات النقدية الأجنبية بشكل هائل في الدول النامية رغبة منها في حمايه اقتصاديتها من الآزمات وذلك بتجاهل توصيات صندوق النقد الدولي الذي يحدد أن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالاحتياطات النقدية الأجنبية يجب ألا يزيد عن ٣ أو ٤ شهور من الواردات، ضامن لها أن التداخل في النظام المالي العالمي كفيل بأن يحميها من الآزمات. ولكن عند النظر للآزمة الراهنة COVID-19 لم يستطع النظام المالي العالمي من حماية الاقتصاديات القومية، لذي كان على الدول حماية ذاتها، فكان السبيل الوحيد لها هو الاحتياطات النقدية الأجنبية.

لذلك يمكن تلخيص مشكلة البحث في عدة أسئلة وهي:

- أ- هل الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من الاحتياطيات النقدية الأجنبية يقلل من الآثار الناتجة للزمات أو الصدمات وعلى وجه الخصوص جائحة COVID-19؟
- ب- إذا كان الاحتياطي النقدي بالفعل يقلل من الآثار الناجمة من أزمة جائحة COVID-19 فما هي تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي؟
- ج- هل أثبتت أزمة كورونا فشل قاعدة صندوق النقد الدولي بمستوي الاحتفاظ بالاحتياطيات الأجنبية وثقته في النظام المالي العالمي في احتواء الأزمات؟
- ٢- فروض الدراسة:

- أ- أن الاحتياطي النقدي الأجنبي قلل من آثار جائحة COVID-19 على الاقتصاد المصري.
- ب- أن تكلفة الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من الاحتياطي النقدي الأجنبي يمكن اعتبارها قسط تامين عن الذات ضد الأزمات المفاجئة كجائحة COVID-19.
- ٣- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى:

- أ- لتوضيح دور الاحتياطي النقدي الأجنبي في امتصاص آثار جائحة COVID-19 الاقتصادية وهل استطاع امتصاص تداعيات الأزمة.
- ب- حساب تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية في الاقتصاد المصري.
- ٤- حدود الدراسة:
- أ- الحدود المكانية: جمهورية مصر العربية
- ب- الحدود الزمانية: خلال عامي ٢٠٢٠:٢٠١٩ بالأخص شهور قبل الجائحة وبعدها
- ٥- منهج البحث:

سيعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال الخطوات الآتية:

- أ- الإلمام بمشكلة الدراسة والتأكد من وجودها.
- ب- صيغة فروض الدراسة.
- ج- تحديد متغيرات مشكلة الدراسة من خلال الدراسات السابقة.
- د- تحليل بيانات الدراسة.
- هـ- التوصل الي النتائج وتفسيرها.



## ثانياً: مراجعة الأدب الاقتصادي:

ولإيضاح دور الاحتياطي النقدي الأجنبي في مواجهه التداعيات الاقتصادية الناشئة من تفشى COVID-19 فسوف نستعرض في البداية تأثير هذه الجائحة على الاقتصاد الكلي فأوضحت الدراسة (Loayza,n And Pennings,s (2020) أن COVID-19 لا يمثل حالة طواري صحية عالمية فحسب بل أنها أصبحت أزمة اقتصادية دولية يمكن أن تتجاوز الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩ وفي الوقت الحالي تعد إجراءات الاحتواء والتخفيف ضرورية للحد من انتشار الوباء وإنقاذ الأرواح. ولكن هذه الإجراءات تأتي بتكلفة حيث تؤدي عمليات الأغلاق الحد من النشاط الاقتصادي وأوضحت الدراسة أيضاً أن هذه التكاليف الاقتصادية تكون أكبر بالنسبة للبلدان النامية والتي تتمتع عموماً بقدر أقل من الرعاية الصحية وقطاعات غير رسمية أكبر وأسواق مالية غير كفاء وحيز مالي منخفض وحوكمة فقيرة، لذلك سيحتاج صانعو السياسات إلى تقييم العواقب غير المتوقعة لتلك الأزمة. لذلك يجب أن تركز السياسة الاقتصادية على المدى القصير على توفير الإغاثة الطارئة للفئات السكانية الضعيفة والشركات المتضررة.

وتوصلت الدراسة إلى أنه لا يمكن أن يتمثل الهدف قصير المدى في تحفيز الاقتصاد، حيث أنه امر مستحيل بالنظر إلى تدابير الاحتواء التي تقييد العرض. وعلي المدى المتوسط يجب أن تتحول سياسة الاقتصاد الكلي إلى إجراءات التعافي، والتي عادة ما تتضمن الحوافز النقدية والمالية، ومع ذلك وفي العديد من البلدان النامية قد يكون التحفيز أقل فعالية لأن التحويل النقدي ضعيف والحيز المالي والمضاعفات المالية غالباً ما تكون صغيرة. أن الهدف الأكثر قابلية للتطبيق لسياسة الاقتصاد الكلي في البلدان النامية هو مساندة التقلبات الدورية وضمان استمرارية الخدمات العامة للاقتصاد ودعم الفئات الضعيفة. ونظراً لأن COVID-19 يمثل بالفعل صدمة عالمية، فإن التنسيق الدولي ضروري في السياسة الاقتصادية والرعاية الصحية.

وتوافقت مع هذا الرأي دراسة (Addison,t et al (2020) والتي تناولت دراسة تأثير COVID-19 على الاقتصاد الكلي وذلك بالتطبيق على مجموعة من الدول النامية. وأوضحت الدراسة أن جائحة COVID-19 تعتبر أزمة عالمية غير مسبوقه، حيث تتمثل مهمة السياسة الاقتصادية في المساعدة على إبقاء الأفراد على قيد الحياة، إبقاء الشركات قيد العمل وإخراج الأسر من الفقر. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن لهذه الجائحة أبعاد اقتصادية كلية متمثلة في الاتي، أولاً: أنها تؤثر على استقرار الاقتصاد الكلي ونموه. ثانياً: يجب أن تتعامل أدوات سياسة الاقتصاد الكلي سواء مالية أن نقدية جنباً إلى جنب مع إدارة الديون وسياسة أسعار الصرف في



التصدي للتداعيات الاقتصادية لتلك الأزمة. في نفس الوقت يجب على صانعي السياسات إيجاد مساحة مالية لتمويل الصحة والحماية الاجتماعية ودعم سبل الحياة. ثالثاً: سيكون النجاح في التعامل مع COVID-19 محددًا كبيراً لنتائج الاقتصاد الكلي المتمثل في حجم الخسارة في الناتج المحلي الإجمالي، مدة الركود، نتائج عجز المالية العامة ونسب الدين. وتوصلت الدراسة أيضاً أن هذا الوباء يمكن أن يعزز الاتجاه نحو عدم المساواة الاجتماعية.

وفي نفس الاتجاه تناولت دراسة (Fornaro, l and Wolf, m (2020) تأثير COVID-19 على سياسات الاقتصاد الكلي، فأوضحت أن لتفشي COVID-19 عواقب اقتصادية وخيمة، حيث أنه سيسبب صدمة إمداد سلبية للاقتصاد العالمي من خلال إجبار المصانع على الأغلاق وتعطيل سلاسل التوريد العالمية.

وتوصلت الدراسة أنه من غير المتوقع أن ينتهي المطاف بـ COVID-19 إلى تسبب ركود عالمي خفيف وقصير الأجل ثم يليه انتعاش أي يأخذ شكل حرف (V) وانتهت الدراسة إلى ثلاث نتائج أساسية وهي، أولاً: قد يؤدي انتشار الفيروس إلى خفض الطلب العالمي. ثانياً: قد يؤدي أيضاً اختناق كل من العرض والطلب. ثالثاً: قد يجعل هذا الوباء الاقتصاد العالمي عرضة للركود أي سلاسل من النمو المنخفض والبطالة المرتفعة التي تحركها الأرواح الحيوانية المتشائمة -وفقاً لمقولة جون مينارد كينز-. وتوصلت الدراسة أيضاً أن التيسير النقدي يمكن أن يساعد في التخفيف من الانخفاض في الطلب العالمي. أن تدخلات السياسة المالية والنقدية لدعم الاستثمار ستكون ضرورية لدفع الاقتصاد العالمي للخروج من الركود.

ولإيضاح تأثيرات COVID-19 على متغيرات الاقتصاد الكلي بشكل أوسع نجد دراسة (Chetty, r et al (2020) والتي تناولت الآثار التي تسببها COVID-19 على الاقتصاد الكلي وذلك باستخدام بيانات من الشركات الخاصة من خلال إحصائيات يومية عن إنفاق المستهلكين وعائدات الأعمال ومعدلات التوظيف. وتوصلت الدراسة إلى أن الأفراد ذوي الدخل المرتفع قد خفضوا الإنفاق بشكل حاد في منتصف مارس ٢٠٢٠، وبالأخص في المناطق التي ترتفع فيها معدلات الإصابة بـ COVID-19 وفي القطاعات التي تتطلب التفاعل الشخصي، مما تسبب في انخفاض كبير في عائدات الشركات التي تلبى احتياجات الأسر ذات الدخل المرتفع، ولا سيما في الشركات الصغيرة، حيث قامت بتسريح موظفيها، مما أدى إلى فقدان الوظائف على نطاق واسع خاصة بين العمال ذوي الأجور المنخفضة في المناطق الغنية. في حين شهد سوق العمالة ذات الأجور المرتفعة ركوداً على شكل حرف (V) استمر بضعة أسابيع من حيث فقدان الوظائف. في حين



عانى العمال ذو الأجور المنخفضة من خسائر وظيفية أكبر بكثير استمرت لعدة شهور. وتوصلت الدراسة إلى أن عمليات إعادة فتح الاقتصاديات بأمر من الدولة لها آثار طفيفة على الأنفاق والتوظيف. في حين أدت مدفوعات التحفيز للأسر ذات الدخل المنخفض إلى زيادة الأنفاق الاستهلاكي بشكل حاد، لكن القليل من هذا الأنفاق المتزايد تدفق إلى الشركات الأكثر تضرراً من صدمة COVID-19 مما قلل من أثره على التوظيف. توصلت أيضاً نتائج الدراسة إلى أن أدوات الاقتصاد الكلي التقليدية أدت إلى تحفيز الطلب الكلي وتوفير السيولة للشركات ولكن انخفضت قدرتها على استعادة التوظيف عندما يكون إنفاق المستهلكين مقيد بمخاوف صحية أثناء الجائحة، قد يكون من الأفضل تخفيف المصاعب الاقتصادية من خلال التأمين الاجتماعية على نطاق واسع.

وفي نفس الاتجاه حاولت دراسة (Primiceri, g and Tambalotti, a (2020) التنبؤ بكل من الاستهلاك والتوظيف في الاقتصاد الأمريكي خلال الجائحة، وتوصلت الدراسة إلى أن التوظيف سوف يستمر في الانخفاض حتى بعد تراجع الوباء. أما الاستهلاك فإنه لا يعود إلى ما قبل الوباء في الأجل المنظور. وفي نفس الإطار تناولت دراسة (Chen, h et al (2020) تأثير COVID-19 على الاستهلاك وذلك باستخدام بيانات للمعاملات اليومية في ٢١٤ مدينة صينية وذلك بعد تفشي الوباء في الصين في أواخر يناير ٢٠٢٠ وتوصلت الدراسة للنتائج الآتية، تأثر الأنفاق على السلع و الخدمات بالانخفاض بشكل كبير حيث سجل ٤٤٪، ٤٣٪ على التوالي، وذلك خلال فترة الثماني أسابيع التي تم فيها الأغلاق، في حين أن جميع المدن الـ ٢١٤ حققت انخفاضاً كبيراً في الاستهلاك العام، حيث تراوحت نسب الانخفاض بين ١٤٪ الي ٦٩٪ وفي أواخر مارس ٢٠٢٠ تحسن نسبياً الاستهلاك بـ ٣٦٪ عن ادني نقطة له. لذلك يمكن القول إن الاستهلاك الصيني غير المتصل بالإنترنت انخفض بأكثر من تريليون يوان صيني في الشهرين التاليين لتفشي المرض وهو ما يوازي ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي للصين في عام ٢٠١٩.

وعند النظر على جانب آخر من التداعيات السلبية التي تسببها COVID-19 وهو الجانب المالي وهو ما تناولته دراسة (Beirne, j et al (2020) حيث تناولت هذه الدراسة ردة فعل اقتصاديات الأسواق المالية العالمية لتفشي COVID-19 وذلك بشكل تطبيقي، مع التركيز على ديناميكيات رأس المال عبر ١٤ من الاقتصاديات الناشئة، وذلك باستخدام بيانات يومية على مدار الفترة من ٤ يناير ٢٠٢٠ إلى ٣٠ أبريل ٢٠٢٠، واستخدمت الدراسة متغيرات حاكمة من متغيرات الاقتصاد الكلي والمالي سواء على المستوي المحلي أو العالمي، تم تطبيق ذلك عن طريق نموذج (Panel Data (Fixed Effect) في إطار نموذج SVAR. وانتهت نتائج الدراسة إلى أن الأسواق الناشئة تأثرت بشدة أكثر من الاقتصاديات المتقدمة، وعلى وجه الخصوص شهدت

الاقتصاديات الناشئة في آسيا وأوروبا أكبر تأثير على الأسهم والسندات وأسعار الصرف بسبب COVID-19. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن التدفقات الخارجة كانت كبيرة ومفاجئة فتشير النتائج إلى أن حزم التحفيز المالي التي تم تقديمها استجابة للجائحة بالإضافة إلى التيسير الكمي من قبل البنوك المركزية ساعدت في استعادة ثقة المستثمرين بشكل عام من خلال خفض عوائد السندات وتعزيز أسعار الأسهم. ألفت أيضاً نتائج الدراسة الضوء على الدور الذي تلعبه العوامل والتطورات العالمية في المراكز المالية الرائدة في العالم على الأوضاع المالية في الأسواق الناشئة والشرق أوسطية.

من النتائج الهامة التي توصلت إليها الدراسة أن تأثير تدابير التسهيل الكمي المتعلقة بـ COVID-19 من قبل البنوك المركزية في البلدان المتقدمة والتي ساعدت على خفض عوائد السندات السيادية ودعم أسواق الأسهم الداخلية امتد إلى الأسواق الناشئة لاسيما فيما يتعلق باستقرار ديناميكيات تدفق رأس المال. وتوقعت الدراسة أن يؤدي الحل النهائي لـ COVID-19 إلى تصحيح السوق مع انخفاض حالة عدم اليقين، لكن يمكن أن يكون هناك بعض التأثيرات الدائمة على الأسواق المالية وتدفقات رأس المال نتيجة لـ COVID-19 خاصة في الأسواق الناشئة.

أكدت هذا الرأي أيضاً دراسة (Bisonga et al (2020 حيث تناولت تأثير COVID-19 على التحويلات المالية، حيث فوجئ العالم بجائحة COVID-19 كصدمة خارجية في عالم معوم لها عواقب اجتماعية واقتصادية وسياسية مختلفة سواء على البلدان الغنية أو الفقيرة، كما تأثرت التحويلات المالية التي هي جزء من دورة العولمة - العولمة المالية-، مما أدى الانخفاض المتوقع في تدفقات التحويلات إلى إضعاف الجهود الحالية لتحقيق العديد من أهداف التنمية المستدامة. حيث توقع البنك الدولي انخفاض التحويلات العالمية بـ ١١٠ مليار دولار، في حين أنها ستخف في أفريقيا فقط بـ ٢٣.١٪. هذا يستدعي الاستخدام الاختياري للتمويل الخارجي، مثل زيادة تدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية لسد فجوة التمويل التي نشأت من تقلص حجم التحويلات. توصلت الدراسة أيضاً إلى أن أزمة COVID-19 فرصة لجميع الجهات الفاعلة في القطاع الخاص في كل من البلدان المرسل والمرسلة والمستقبل للعمل معاً في إعادة تصميم خيارات منخفضة التكلفة وشاملة مالياً لتسهيل إرسال التحويلات واستقبالها، وفي غضون ذلك ينبغي اتخاذ تدابير قصيرة الأجل لضمان عدم وقوع الأسر ذات الدخل المنخفض في براثن الفقر.



في حين ركزت دراسة (Karim,a et al (2020) على إيضاح تأثيرات COVID-19 على تحويلات العاملين بالخارج في الاقتصاد البنجالي، حيث أن العمال المهاجرون يضحون ما يقرب من ١٥ مليار دولار أمريكي في الاقتصاد المحلي، الذي بدوره يساهم بشكل كبير في التنمية الاجتماعية والاقتصادية في بنجلادش كل عام ولكن هذه الأوضاع تأثرت كثيراً بسبب الآثار الرهيبة لـ COVID-19، فالعمال المهاجرون من بنجلادش في البلدان الأخرى يواجهون آثاراً سلبية مثل البطالة، قصر ساعات العمل، سوء نوعية المعيشة والتمييز الاجتماعي، بينما ذويهم في بلداهم الأم يواجهون أزمة مالية بسبب التدفق النقدي المحدود.

وفي نفس الاتجاه تناولت دراسة (Takenaka,a et al (2020) تأثير COVID-19 على تحويلات العاملين في الخارج وذلك بالتطبيق على الدول النامية الآسيوية، حيث توضح الدراسة أن الركود الاقتصادي الناجم من جائحة COVID-19 يهدد الأمن الوظيفي ورفاهية أكثر من ٩١ مليون مهاجر دولي من آسيا والمحيط الهادي، وتوصلت الدراسة إلى أن إجمالي التحويلات إلى آسيا سينخفض ما بين ٣١.٤ مليار دولار (السيناريو الأساسي) و ٥٤.٣ مليار دولار (السيناريو الأسوأ) وذلك في عام ٢٠٢٠، أي ما يعادل ١١.٥٪، ١٩.٨٪ من التحويلات الأساسية على التوالي. بما أن العديد من الأسر تعتمد على التحويلات الدولية في الدول النامية في آسيا لاسيما في وسط وغرب آسيا، فإن التوقف المفاجئ في تدفق التحويلات إلى هذه المناطق قد يدفع الناس للفقر. وهو ما أكدته دراسة (Suryahadi,a et al (2020) فيما يخص تأثير COVID-19 علي مستوي الفقر، حيث قامت الدراسة بتقدير تأثير COVID-19 على الفقر في إندونيسيا وانتهت الدراسة إلى أن معدل النمو لعام ٢٠٢٠ يتوقع أن ينخفض من ٥٪ إلى ما بين ٤.٢٪ إلى -٣.٥٪، بالإضافة إلى أن معدل الفقر سوف يرتفع من ٩.٢٪ في سبتمبر ٢٠١٩ إلى ٩.٧٪ بنهاية عام ٢٠٢٠، مما يدفع ١.٣ مليون شخص آخر إلى هوة الفقر، أما في ظل السيناريو الأسوأ، سيرتفع معدل الفقر إلى ١٦.٦٪ وهو قريب من المستوي الذي شوهد في عام ٢٠٠٤، هذا يعني أن ١٩.٧ مليون شخص سيصبحون فقراء. وهذا يعني أن إندونيسيا ستحتاج إلى التوسع ببرامج الحماية الاجتماعية لمساعدة الفقراء الجدد وكذلك الفقراء الحاليين.

يتضح من الدراسات السابقة الخاصة بتأثير COVID-19 على التحويلات المالية وانتقال رؤوس الأموال، أنها انخفضت بشدة نتيجة الجائحة، وهذا بدوره أثر على السيولة من العملات الأجنبية داخل الاقتصاديات القومية وهو ما تناولته دراسة (Gallagher,k et al (2020) حيث تناولت الدراسة تعزيز شبكة الأمان المالي (GFSN) لإدارة الآثار الاقتصادية لتفشي COVID-19 ولاسيما التدفقات الخارجة الضخمة من الاقتصاديات الناشئة والبلدان النامية وبالأخص النقص

في السيولة الدولارية، حيث تقدر الأمم المتحدة وصندوق النقد الدولي أن الأسواق الناشئة والبلدان النامية تحتاج إلى ٢.٥ تريليون دولار أمريكي على الفور في حين أن التمويل المتاح لها يتراوح بين ٧٠٠ إلى ٩٧١ مليار دولار فقط ولتلبية هذه الاحتياجات العاجلة تقترح الدراسة ما يلي، أولاً: توسيع تغطية مقايضات عملات الاحتياطي. ثانياً: إصدار ما لا يقل عن ٥٠٠ مليار من حقوق السحب الخاصة من خلال صندوق النقد الدولي. ثالثاً: تحسين التسهيلات الوقائية ومرافق الطوارئ من خلال صندوق النقد الدولي. رابعاً: إنشاء مرفق مقايضة متعدد الأطراف في صندوق النقد الدولي. خامساً: زيادة الموارد والتغطية الجغرافية للترتيبات المالية الإقليمية. سادساً: تنسيق إجراءات إدارة تدفق رأس المال. سابعاً: الشروع في إعادة هيكلة الديون ومبادرات التخفيف. ثامناً: طلب أن تتوقف وكالات التصنيف الائتماني من تخفيض التصنيف الائتماني خلال فترة الطوارئ.

ومع كل هذه الإجراءات الفورية توصلت الدراسة أنه يجب على القادة التحرك بسرعة لمعالجة الفجوات الهيكلية في شبكة الأمان المالي العالمي وذلك من خلال، أولاً: الاتفاق على إصلاح نظام الحصص في صندوق النقد الدولي. ثانياً: إنشاء نظام مناسب لإعادة هيكلة الديون السيادية. ثالثاً: توسيع نطاق المراقبة الدولية. رابعاً: تبني إصلاح حوكمة صندوق النقد الدولي وتقوية علاقاته.

من استعراض الدراسات السابقة يمكن التوصل إلى أن جائحة COVID-19 أثرت بالسلب على معظم متغيرات الاقتصاد الكلي، سواء العرض أو الطلب والاستهلاك والتوظيف وزيادة مستويات الفقر وأيضاً على مستوى التحويلات الأجنبية وانتقال رؤوس الأموال داخل الاقتصاديات سواء من خلال الاستثمار غير المباشر أو من خلال تحويلات العاملين في الخارج، مما كان له دور فعال في نقص مستوى السيولة من النقد الأجنبي وهو ما كان يعول عليه لامتصاص تداعيات تلك الجائحة وبالتالي تأثرت الاحتياطات النقدية الأجنبية نتيجة تلك الأزمة، وهو ما تناولته دراسة (Cigdem, g (2020) حيث توضح الدراسة العلاقة بين COVID-19 وصافي الاحتياطات النقدية الأجنبية، الذي يعتبر حساس للصدمات وذلك في الاقتصاد التركي، استخدمت الدراسة لتقدير تلك العلاقة بيانات يومية لكل من عدد حالات الإصابة بفيروس كورونا في تركيا والقيمة اليومية لصافي الاحتياطات النقدية الأجنبية في الاقتصاد التركي وذلك للفترة بين ١١ مارس ٢٠٢٠ إلى ١٤ مايو ٢٠٢٠ وذلك باستخدام نموذج ARDL. وانتهت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين COVID-19 وصافي الاحتياطات النقدية الأجنبية وذات معنوية إحصائية، وأن هناك علاقة سببية وفقاً لسببية جرانجر بين صافي الاحتياطات النقدية الأجنبية وعدد حالات الإصابة ومعدل العدوي وذلك في الأجل القصير.



من تلك الدراسات يمكن استنتاج أن الاحتياطي النقدي الأجنبي هو المصدر الأساسي لامتصاص التداعيات الاقتصادية للجائحة، لهذا السبب نواجه عدد من الأسئلة منها، أولاً: إذا كان يجب تراكم الاحتياطي النقدي الأجنبي فما هو الحجم الأمثل للاحتفاظ به؟ ثانياً: ما هي منافع وتكاليف الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي؟ ثالثاً: ما هو دور الاحتياطي النقدي الأجنبي في الصدمات الخارجية؟ ولمحاولة الإجابة على هذه الأسئلة نستعرض الدراسات التالية.

أوضحت دراسة Moore, w and Glean, a (2016) أنه بالرغم من أن المعايير التقليدية في الاقتصاد الكلي الدولي تنص بأنه يجب على الدولة أن تحتفظ باحتياطيات نقدية أجنبية بما لا يقل عن ١٢ أسبوعاً من الواردات، إلا أن مفهوم كفاية الاحتياطيات ليس ثابتاً ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بحدوث الأزمات المالية وكذلك الصدمات الخارجية، حيث أن كثير من الاقتصاديين يعتقدوا أن خفض الاحتياطيات النقدية عن هذا المستوى يدل على هشاشة الاقتصاد. فتقدم هذه الدراسة مدخل لتقييم منافع وتكاليف الاحتياطي بالإضافة إلى تقييم مدى كفاية الاحتياطيات. وذلك من خلال استخدام نموذج Panel Data باستخدام الأثر العشوائي وذلك لإيضاح تأثير الأزمات المالية، في حين تم حساب تكلفة الاحتياطي من خلال الانخفاض في الإنتاج الناتج من زيادة الاستثمار في الاحتياطي. وانتهت نتائج الدراسة إلى أنه في الدول الصغيرة يكون الاحتفاظ الأمثل باحتياطيات أجنبية ما يوازي ٢٥ أسبوعاً من الواردات، أي ما يقرب من ١٣ أسبوعاً أعلى من القاعدة العامة الدولية، توصلت الدراسة أيضاً أن البلدان التي لديها إطار حكيم لإدارة الأنفاق العام تكون قادرة على الاحتفاظ بمستوى منخفض من الاحتياطيات النقدية الأجنبية دون التأثير في النمو المتوقع.

بينما دراسة Kwon, a (2017) لاحظت التراكم الهائل لصافي الاحتياطيات الأجنبية من خلال فحص البيانات التي تمتد لعام ١٩٤٨. وذلك وفقاً لقاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية التابعة لصندوق النقد الدولي. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة احتياطيات النقد الأجنبي تقلل من تكاليف مخاطر السيولة وتزيد من القدرة على إصدار كل من الديون السائلة والإجمالية مع تقليل استحقاق الديون، علاوة على ذلك ومع انخفاض معدلات الفائدة على الاحتياطي النقدي الأجنبي تؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية إلى انخفاض دائم في الاستهلاك وتحولات العمالة من القطاع غير قابل للتداول إلى القطاع القابل للتداول، على الرغم من أن النمو الاقتصادي والاستثماري قد يعزز عندما يكون هناك قطاع قابل للتداول بكثافة لرأس المال.

توصلت الدراسة أيضاً أن التراكم الكبير لاحتياطيات النقد الأجنبي تؤثر على الميزانيات العمومية للبنك المركزي ومن ثم يؤثر على النظام المصرفي وكذلك القطاع الخاص، وبالتالي يمكن

أن يكون لتراكم الاحتياطيات الأجنبية آثار اقتصادية كلية هائلة، وذلك يتوقف على كيفية التعامل مع المخاطر. ويعتبر من أحدى الآثار المحتملة أنه يقلل من فعالية التعقيم من الآثار التضخمية المحتملة. ومن الآثار الأخرى ارتفاع تكلفة التدخل والاختلالات النقدية والائتمان وأسواق الأصول.

وفي دراسة (Guangyou, z et al (2018) تناولت أسباب تراكم الاحتياطي النقدي الأجنبي في الصين بالإضافة إلى تحديد المستوي الأمثل للاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي وذلك خلال الفترة بين عامي ١٩٩٤ : ٢٠١٧. وانتهت نتائج الدراسة إلى أن السبب الأساسي للنمو السريع للاحتياطي النقدي الأجنبي الصيني هو مشكلة هيكلية الفائض المزدوج لميزان المدفوعات، الذي بدوره يخلق توقعات لسعر الصرف يصعب من خلالها لرأس المال الدولي أن يتدفق للداخل وزيادة الاحتياطي النقدي الأجنبي سيشرح إليه النمو الاقتصادي الحقيقي المبني على الدفع بالصادرات. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن المستوي الأمثل للاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي يعادل ١٣.٥٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي الصيني وذلك خلال فترة الدراسة.

وفي نفس الإطار أوضحت دراسة (kilci, e. n. (2019) أن البنوك المركزية تراكم الاحتياطيات النقدية الأجنبية لكي تعطي الثقة في الأسواق المالية، ولمقابلة خدمات الديون الخارجية الحكومية، وأيضاً لدعم السياسة النقدية. ذلك بالإضافة إلى أن البنوك المركزية أيضاً تحاول الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي في أصول عالية السيولة لمقابلة الصدمات الخارجية وتجنب عدم الاستقرار المالي مثل باقي البنوك المركزية في اقتصاديات الأسواق الناشئة، وبالنسبة لمشكلة التمويل والسيولة، فإن الاحتياطيات النقدية يمكن أن توفر السيولة من النقد الأجنبي والاستقرار في قيمة العملة المحلية. وبالرغم من أن الاحتياطي النقدي الأجنبي يعرف بأنه الحارس الأمين ضد عدم استقرار العملة، فإن شيء أساسي على اقتصاديات الدول النامية أن تقرر ما هو المستوي المناسب والأمثل والكافي لتوفير الأمان للعملة المحلية ضد تقلبات السياسة النقدية الأجنبية والسيولة.

أوضحت الدراسة أيضاً أن أحد المعايير التقليدية التي وضعها صندوق النقد الدولي هي مقارنة مستوي الاحتياطي مع نسبة محددة وهي ٢٥٪ من الواردات السنوية أي ما يعادل ٣ شهور من الواردات والتي تسمى مستوي الاحتياطي الأمثل، والمعيار الثاني هي مقارنة الاحتياطيات بصافي مستوي الدين الخارجي قصير الأجل. وبالتطبيق على الاقتصاد التركي، توصلت الدراسة إلى أن الاحتياطي النقدي الأجنبي في تركيا خلال الفترة ٢٠١١ : ٢٠١٨ وفقاً لبيانات البنك المركزي التركي ارتفع من ١١٠ مليار دولار إلى ١٣٠ مليار دولار على التوالي. وبالرغم من أن الاحتياطي



النقدي الأجنبي وفقاً لهذه التقديرات يغطي معيار صندوق النقد الدولي، ألا أنه يجب على البنك المركزي التركي زيادة الاحتياطات لتقليل وتدنية الأثار الناتجة من صدمات العملة وزيادة المقاومة ضد التقلبات المالية.

في حين أكدت دراسة (Wang,m (2019 أن الاحتياطي النقدي الأجنبي يساعد الأسواق الناشئة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، هذا الحافز يستطيع أن يلعب دوراً هاماً عندما نحل تراكم الاحتياطات لدي البنوك المركزية، حيث تتناول الدراسة التفاعل بين الاحتياطي النقدي الأجنبي والاستثمار الأجنبي المباشر لشرح مستوي الاحتياطات الذي يستخدمه اقتصاد صغير مفتوح، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نمو التكنولوجيا والحساب الجاري مع تراكم الاحتياطات النقدية الأجنبية. تشير هذه الميزة إلى أن النمو التكنولوجي المرتفع يتوافق مع صافي تدفق راس المال الخارجي، توصلت أيضاً الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الاحتياطات النقدية الأجنبية والدين الخارجي وهو ما يفسر لماذا الدول تقترض وتدخر في نفس الوقت.

بينما أوضحت دراسة (Schanz,j (2019 أن الاحتياطات النقدية الأجنبية جزء لا يتجزأ من مجموعة أدوات السياسة الاقتصادية، لأنها تعتبر ضمان ضد الصدمات الخارجية وتساعد أيضاً السياسة النقدية لتحقيق استقرار الأسعار وأيضاً الاستقرار المالي. وأكدت الدراسة إلى أن التغيرات في احتياطات العملات الأجنبية في البلدان الأفريقية عكست بشكل أساسي استجابة السياسة لإيرادات الصادرات و التحويلات بما في ذلك تحويلات العاملين في الخارج، وتدفع رأس المال في السنوات الأخيرة، ولخصت الدراسة منافع أخرى للاحتياطي النقدي الأجنبي، حيث يمكن استخدامه في تمويل الواردات أو تسديد الديون بالعملات الأجنبية، وذلك إذ أصبح تمويل العملات الأجنبية غير متاح أو باهظ التكلفة، ويحدث هذا الانخفاض في العملات الأجنبية في أوقات عدم الاستقرار الاقتصادي على المستوي الكلي أو المالي أو الاضطرابات السياسية الشديدة. وعلى المستوي الأقل اضطراباً فإن الاحتياطات النقدية الأجنبية تقدم مساحة من الاستقرار المالي وفي الأسعار بشكل أكبر فيما يخص سعر الصرف.

في حين تناولت دراسة (Sanusi,k et al (2019 الدور المهم الذي يلعبه الاحتياطي النقدي الأجنبي، حيث أوضحت أنه يعمل على استقرار سعر الصرف بالإضافة إلى أنه يقلل من تأثير الصدمات والأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد المحلي، أوضحت أيضاً أن من المزايا الهامة الأخرى للاحتياطي النقدي الأجنبي هو تخفيف العبء الضريبي والذي يعتبر شيء هام جداً عند مواجهة صدمة إنتاجية سلبية، أيضاً يعتبر مخطط استثماري هام في حالة إذا كانت أصول



العملات الأجنبية مرتبطة بشكل سلبي مع الاستثمارات المحلية. وتوصلت الدراسة إلى أن السبب الأساسي وراء تراكم الاحتياطيات النقدية الأجنبية لدى معظم الدول النامية خلال الفترة التالية للزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ هو أنه بعد الأزمة ازداد تدفق رؤوس الأموال الأجنبية لداخل البلدان النامية مما أثر على سعر صرف عملتها المحلية، وما له من آثار سلبية على الميزة التنافسية لصادراتها مما دفعها إلى إجراء عملية تعقيم بحيث تحافظ على استقرار سعر صرفها وهذا يبين سبب تراكم الاحتياطيات النقدية الأجنبية لدى الدول النامية خلال العقد الماضي.

وعند التطرق الي جانب آخر وهو جانب تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية نجد دراسة (Hauger, d (2006) التي تناولت التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية بالإضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي التي يمكن أن تتمثل في، أولاً: تخفيض فاتورة أسعار الفائدة. ثانياً: تمويل الأنفاق العام. ثالثاً: تخفيض حجم الدين الخارجي. أوضحت الدراسة أيضاً أن الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية من المحتمل أن يخلق عوائد أو خسائر وذلك يرجع إلى أسعار الفائدة التي يحصل عليها البنك المركزي نتيجة احتفاظه بالاحتياطيات النقدية الأجنبية في صورة سندات حكومية أجنبية وأسعار الفائدة التي يدفعها البنك المركزي على السندات الحكومية التي يصدرها.

قدمت تلك الدراسة أيضاً إطاراً لتقدير تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات الأجنبية وتم تطبيقه على مائة دولة في الفترة بين عامي ١٩٩٠ - ٢٠٠٤ وفي خلال تلك الفترة حققت هذه الدول أكبر منافع صافية من احتفاظها بالاحتياطيات الأجنبية عام ١٩٩٩ قدرت بحوالي ١.١٪ من الناتج المحلي الإجمالي وكانت أكبر تكلفة صافية للاحتفاظ بالاحتياطي الأجنبي حوالي -٠.٠٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٠٤، مع العلم أنه تم استبعاد الولايات المتحدة الأمريكية من تلك العينة. انتهت الدراسة أيضاً إلى أن تكلفة الفرصة البديلة المقدرة للاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية حوالي ٠.٥٪: ٠.٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي لدول الأسواق الناشئة في أوروبا وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط وآسيا الوسطى وحوالي ٠.٢٪: ٠.٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي لدول آسيا والاقتصاديات المتقدمة.

بينما ركزت دراسة (Rodrik, d (2006) على الزيادة السريعة في تراكم الاحتياطيات النقدية الأجنبية وبالأخص لدى الأسواق الناشئة أو الدول النامية حيث ارتفعت مما يقرب من ٨٪: ٦٪ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في سبعينيات القرن الماضي إلى حوالي ٣٠٪ في عام ٢٠٠٤. أرجعت الدراسة أن السبب الأساسي في تراكم هذه الاحتياطيات هو بهدف التأمين الذاتي من



الأزمات المالية التي رافقت العولمة المالية، ولكنها أوضحت أن هذا التراكم له بعض التكاليف. مثل التكلفة المالية ولكنها أظهرت نوع آخر من التكاليف يتحملها المجتمع نتيجة احتفاظه بالاحتياطات النقدية الأجنبية وهي " التكلفة الاجتماعية " التي تعادل الفرق بين سعر الفائدة على الاقتراض الخارجي قصير الأجل للقطاع الخاص وبين سعر الفائدة الذي يدفعه البنك المركزي على السندات التي يصدرها. انتهت الدراسة إلى أن التكلفة الاجتماعية للاحتفاظ بالاحتياطي تجاوزت ١٪ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وذلك في الدول النامية.

في حين أن دراسة (Yeyati, e and Gomez, j (2020) أكدت أن تكاليف تراكم الاحتياطات النقدية الأجنبية لأغراض التأمين الذاتي أغفلت أثرتين هامين هما، أولاً: التأثير الناشئ من انخفاض خدمة الديون السيادية. ثانياً: عندما يكون تراكم الاحتياطات من قبل البنك المركزي يكون بهدف علاج آثار الدورات الاقتصادية. لذلك توضح الدراسة أنه يجب عند قياس التكلفة الفعلية للاحتياطات يجب الأخذ في الاعتبار تغيرات أسعار الصرف وفرق سعر الصرف للعملة المحلية مع العملات الأجنبية، والذي ينتج عنه تكلفة تكون أقل من تلك الناشئة عن التقديرات التقليدية القائمة على هوامش مخاطر الائتمان السيادي. وتوثق هذه الدراسة تلك التأثيرات بشكل تجريبي لتوضيح أن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات قد تكون أقل مما يفترض أن تكون عليه في كل من الأدبيات الأكاديمية.

في حين قامت دراسة (Lama, r and Medina, p (2020 بدراسة الإدارة المثلى لتدفقات رأس المال في نموذج اقتصادي صغير مفتوح، وتوصلت الدراسة إلى أن التدخل في السياسة النقدية باستخدام الاحتياطات النقدية الأجنبية تؤدي بشكل كبير لاستقرار الاقتصاد ، وانتهت نتائج الدراسة إلى أنه يمكن للاحتياطات النقدية الأجنبية أن تمتص الصدمات الخارجية مثل تغير في سعر الفائدة الأجنبية، وفي ذلك الوقت تلعب الاحتياطات النقدية الأجنبية دوراً بارزاً في استقرار الاقتصاد، ويمكن أيضاً للاحتياطات النقدية أن تمتص تداعيات الصدمات المحلية، مثل زيادة المخاطر المحلية حيث تلعب الاحتياطات دوراً رئيسياً في احتواء تقلب الأسواق المالية وبالتالي المساهمة في استقرار الإنتاج و التضخم.

من استعراض الأدب الاقتصادي السابق، يمكننا التوصل للفجوة البحثية للدراسة، حيث نلاحظ مدي التداعيات الاقتصادية التي تعرضت لها معظم القطاعات الاقتصادية ليس فقط في دول بحد ذاتها ولكن على مستوى العالم ككل سواء كانت دول متقدمة أو اقتصاديات ناشئة. لكن كيف أن تحمي تلك الاقتصاديات ذاتها ضد تلك الأزمات، فأوضحت بعض الدراسات مثل kilci, e. N.

(2019)، (2019) ،Schanz,j (2019) ،Rodrik,d (2006) ،Yeyati,e and Gomez,j (2020) أنه يمكن الاعتماد على الاحتياطات النقدية الأجنبية في الحماية الذاتية للاقتصاديات ضد الأزمات الاقتصادية، ولكن وبالرغم من تلك المنافع إلا أن بعض الدراسات أوردت وجود تكاليف للاحتفاظ بتلك الاحتياطات النقدية الأجنبية مثل (Rodrik,d (2006) ،Hauer,d(2006) . هذا ما تحاول هذه الورقة التوصل إليه في الاقتصاد المصري.

### ثالثاً: تداعيات COVID-19 على الاقتصاد المصري.

قطعت أزمة COVID-19 مسيرة نجاح الاقتصاد المصري، حيث يشهد الاقتصاد العالمي أسوأ أزمة اقتصادية منذ الكساد العظيم في الثلاثينات من القرن الماضي، ويتوقع صندوق النقد الدولي أن تشهد جميع البلدان تباطؤاً في نشاطها الاقتصادي. ولم تكن آثار تلك الأزمة على المستوي العالمي فقط ولكن أثرت وبشكل مباشر ومنتامي على الاقتصاد المحلي. وكان رد فعل مصر مبكراً نسبياً للحد من تفشي هذا الوباء، ففي منتصف شهر مارس ٢٠٢٠ تقريباً نفذت الحكومة العديد من الإجراءات لاحتواء انتشار COVID-19، بما في ذلك حظر السفر على رحلات الركاب التجارية الدولية، حظر التجول الليلي من الساعة ٨ مساءً حتى ٦ صباحاً، حظر التجمعات وإغلاق المدارس والمؤسسات الدينية، في حين ظلت العديد من المصانع مستمرة في العمل ولكن مع تقليل ساعات ونوبات العمل، تعتبر هذه الإجراءات المحلية لمكافحة COVID-19 متواضعة وفقاً للمعايير الدولية، حيث يهدف الإغلاق الجزئي للاقتصاد المصري إلى تحقيق توازن بين الصحة العامة والاعتبارات الاقتصادية وبالتالي تمكنت البلاد من الاستمرار في العمل في ظل وتيرة أبطأ للنشاط الاقتصادي لكنها تجنبت الإغلاق الكامل. Breisinger,c et al (2020)

ومع ذلك فمن المتوقع أن تتسبب العوامل الخارجية السلبية إلى جانب الإغلاق الجزئي في اضطرابات كبيرة في التقدم الاقتصادي القومي الذي حققته مصر خلال العام الماضي، ولمواجهة هذه الآثار السلبية عملت الحكومة المصرية على دعم الأنشطة الاقتصادية والأسر من خلال السياسات المالية والنقدية، وشمل ذلك تخصيص ١٠٠ مليار جنية مصري لمكافحة بعض التداعيات الاقتصادية الناجمة من COVID-19 وذلك على سبيل المثال وليس الحصر، خفض سعر الفائدة، تقديم قروض بأسعار فائدة منخفضة لدعم القطاعات الأكثر تضرراً، توسيع شبكة الأمان الاجتماعي. ولذلك سوف تستعرض الدراسة تداعيات COVID-19 على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية. Breisinger,c et al (2020)

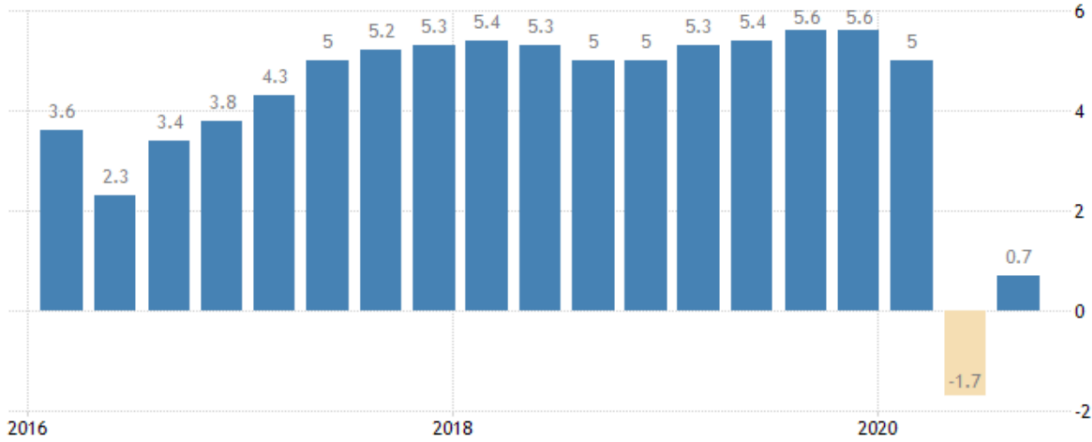


## ١- أثر COVID-19 على النمو الاقتصادي المصري:

إن أكثر المتغيرات الاقتصادية حساسية للأزمات سواء الداخلية أو الخارجية هو النمو الاقتصادي، ففي عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ وخلال الأزمة المالية العالمية تراجع النمو الاقتصادي المصري محققاً ٤.٧٪ فيما كان في العام الذي يسبقه ٧٪ بنسبة انخفاض قدرها ٣٥٪، وهو الأمر الذي تكرر أيضاً إثر تداعيات ثورة ٢٥ يناير حين انخفض معدل النمو إلى ١.٨ لعام ٢٠١٠/٢٠١١ مقابل ٥.١٪ لعام ٢٠٠٩/٢٠١٠ محققاً تراجع بمقدار ٦٥٪، وتختلف الأزمة الحالية عن الأزميتين السابقتين، حيث أنها تجمع بين أزمة داخلية وأزمة خارجية بالإضافة إلى الاختلاف الكلي بين أزمة COVID-19 وأي أزمة أخرى سواء من حيث مصدر الأزمة أو نطاقها. البنك المركزي المصري، (٢٠٢٠)

وعند النظر إلى النمو الاقتصادي قبل أزمة COVID-19، نلاحظ أن هذه الأزمة أضافت تحدياً جديداً بالإضافة إلى التحديات العديدة التي يواجهها الاقتصاد المصري. ففي الوقت الذي بذلت فيه مصر جهوداً كبيرة لمعالجة الاختلالات التي يعاني منها الاقتصاد المصري منذ عشرات السنوات، وذلك عن طريق برنامج الإصلاح الاقتصادي التي بدأتها الإدارة المصرية منذ عام ٢٠١٦ وذلك بالاشتراك مع صندوق النقد الدولي، وقد أسفرت تلك الإصلاحات عن تحسن متغيرات الاقتصاد الكلي ومنها معدل النمو الاقتصادي حيث حقق ٥.٦٪ خلال عام ٢٠١٨/٢٠١٩ في حين حقق ٤.٢٪ عام ٢٠١٦/٢٠١٧. وبالرغم من هذا التحسن إلا أنه أقل من مستواه قبل عام ٢٠٠٨ وهو ما يتضح من الشكل التالي. البنك المركزي المصري، (٢٠٢٠)

شكل (١) معدلات النمو الاقتصادية المصرية (من الربع الأول ٢٠١٦: الربع الثالث ٢٠٢٠)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وبعد وقوع الأزمة توقعت العديد من المؤسسات سواء محلية أو دولية بانخفاض معدل النمو الاقتصادي، وذلك بسبب تداعيات الأزمة على مصادر النمو والقطاعات الاقتصادية، حيث توقع صندوق النقد الدولي أن النمو الاقتصادي المصري لن يتجاوز ٢٪ خلال عام ٢٠٢٠ ثم يحقق ٢.٨٪ عام ٢٠٢١. في حين توقعت **International Food Policy Research Institute (IFPRI)** تراجع النمو الاقتصادي المصري ليحقق ما بين -٢.١٪: ٤.٨٪ وذلك في عام ٢٠٢٠ نتيجة لتراجع إيرادات السياحة وإيرادات قناة السويس وتحويلات العاملين بالخارج بما يوازي ما بين ١٠٪: ١٥٪ خلال العام المالي ٢٠١٩/٢٠٢٠ وذلك عن قيمتها عن العام السابق. وعلي الجانب المحلي، وضع المركز المصري للدراسات الاقتصادية سيناريوهين لمعدل النمو الاقتصادي المصري، السيناريو الأول (المتفائل) هو توقع أن يتراجع النمو إلى ٣.٥٪ عام ٢٠٢٠ ثم يتعافى في عام ٢٠٢١ محققاً ٤.٧٪، أما السيناريو الثاني (المتشائم) هو أن يتراجع النمو الاقتصادي إلى ٢.٣٪ عام ٢٠٢٠ ليبدأ التعافي في العام التالي ٢٠٢١ محققاً ٣.١٪.

ولكن ووفقاً لبيانات البنك المركزي المصري، حقق الاقتصاد المصري نمو بـ ٣.٦٪ خلال العام المالي ٢٠١٩/٢٠٢٠. وهو ما يعتبر أكبر معدل نمو اقتصادي على المستوى العالمي بعد الصين وهذا يدل على أن الاقتصاد المصري أستطاع نسبياً امتصاص تداعيات تلك الأزمة.

## ٢- تداعيات COVID-19 على مصادر النقد الأجنبي في مصر:

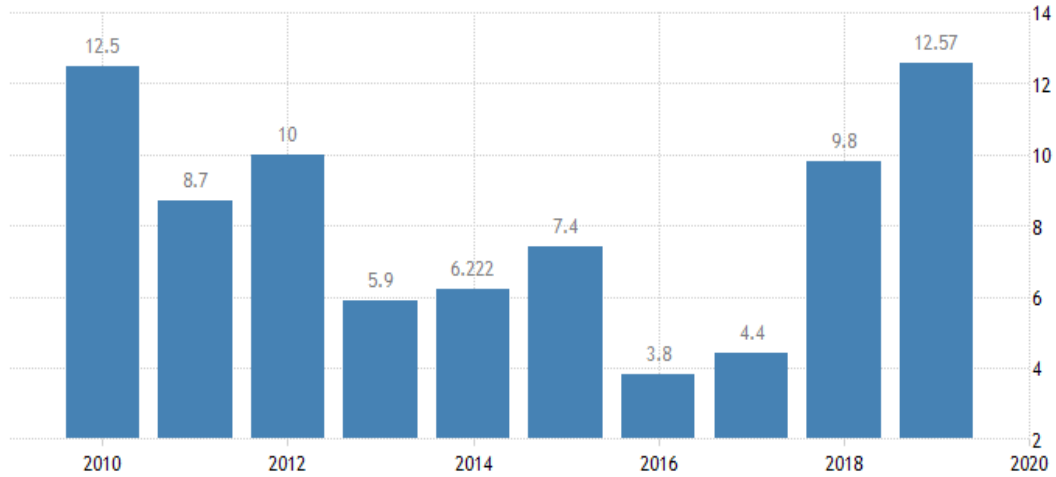
أ- التداعيات على قطاع السياحة المصري:

حقق قطاع السياحة رقم قياسياً في عام ٢٠١٠ محققاً ما يقارب من ١٣ مليار دولار، وذلك قبل ثورة ٢٥ يناير، حيث بدأ القطاع يحقق تراجعاً متتالياً إلى أن وصل إلى أقل مستوي له



على الأطلاق في عام ٢٠١٦ محققاً مستوى أقل من ٤ مليار دولار، ومع بدء الاستقرار السياسي والاقتصادي بدأ القطاع السياحي في التعافي ليحقق ارتفاعات متتالية محققاً عام ٢٠١٨ ما يقارب من ٩.٨ مليار دولار ثم في عام ٢٠١٩ ما يوازي ١٢.٥٧ مليار دولار، وهو ما يتضح في الشكل التالي.

الشكل (٢): إيرادات السياحة المصرية (عام ٢٠١٠: عام ٢٠١٩) بالمليار دولار



المصدر: البنك المركزي المصري

وكنسبة من الميزان الخدمي بلغت إيرادات السياحة ٥٣.٩٪ في النصف الأول من العام ٢٠٢٠/٢٠١٩ بالمقارنة بـ ٥٢.٩٪ في النصف الأول من عام ٢٠١٨/٢٠١٩، كل هذه المؤشرات كانت تنذر بانتعاش في إيرادات قطاع السياحة خلال عام ٢٠٢٠، ولكن انتشار COVID-19 هدد كل هذه التوقعات ليس فقط في مصر ولكن على المستوى العالمي أيضاً، حيث بدأت التداعيات تظهر خلال شهر فبراير ٢٠٢٠ على مؤشرات السياحة المصرية، حيث تراجع أعداد السائحين بـ ٦٠٪ في حين انخفضت الإيرادات بـ ٢٣٪ لتزداد حدة الانخفاضات في شهر مارس لتحقق أعداد السائحين تراجعاً بـ ٦٣٪، كل هذا أدى إلى تراجع مؤشرات الربع الأول من عام ٢٠٢٠ بنسبة ١٩٪ وبنسبة ١١٪ في الإيرادات، كل هذا قبل أن تتوقف تقريباً كلياً في الربع الثاني. البنك المركزي المصري، (٢٠٢٠)

ولا يقتصر تأثير COVID-19 على تراجع الإيرادات السياحية فقط ولكن أيضاً يمتد إلى صناعات الفنادق والمطاعم، العاملين في الإرشاد السياحي. فقد توقعت منظمة العمل الدولية إلى تأثر حوالي ٨١٪ من القوي العاملة عالمياً بسبب الإغلاق سواء الجزئي أو الكلي، وهو ما تسبب في فقدان ما يقرب من ٢٠٠ مليون وظيفة حول العالم. وبالنسبة للاقتصاد المصري فإن الاقتصاد

غير الرسمي يقارب من ٥٠٪ من الاقتصاد، لذلك فإن العاملين في القطاعات الأكثر تضرراً ومنها السياحة سيتعرضون لصدمة غير متوقعة في دخولهم، مما قد يتسبب في خفض القدرة الشرائية.

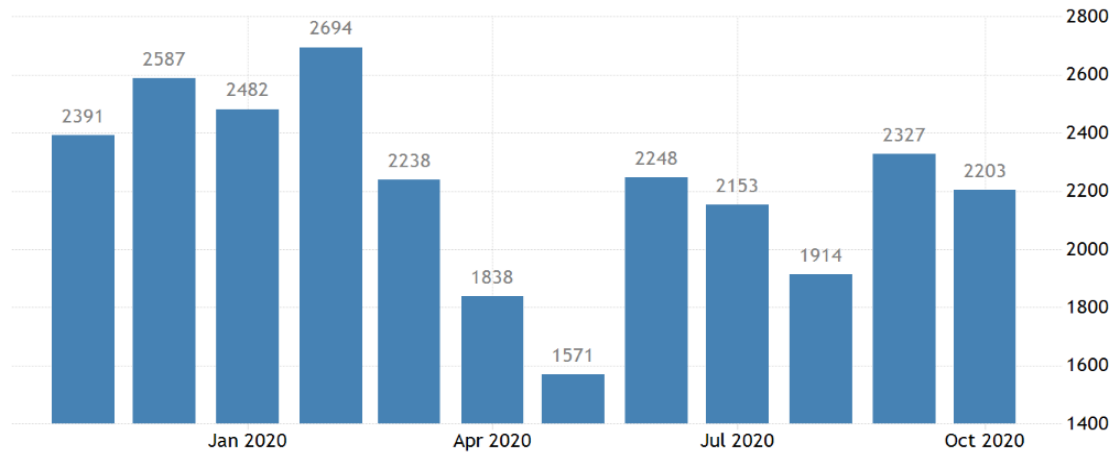
El-khishin,S(2020)

ب-التداعيات على صافي الصادرات:

• الصادرات المصرية

بدأ تأثير COVID-19 على الصادرات المصرية يظهر في شهر مارس ٢٠٢٠، حيث حقق قطاع الصادرات ارتفاعات متتالية منذ أكتوبر ٢٠١٩ حيث حقق ٢٣٩١ مليون دولار ثم في شهر ديسمبر ٢٠١٩ حقق ٢٥٨٧ مليون دولار لتتواصل الارتفاعات في فبراير ٢٠٢٠ محققاً ٢٦٩٤ مليون دولار، ذلك قبل أن تبدأ سلسلة من الانخفاضات المتتالية، حيث سجلت في مارس ٢٠٢٠ ما يوازي ٢٢٣٨ مليون دولار بنسبة انخفاض قاربت من ١٧٪ عن الشهر السابق، ثم في أبريل ٢٠٢٠ حققت ١٨٣٨ مليون دولار بنسبة انخفاض قاربت ١٨٪ عن الشهر السابق، أي أنه خلال شهري مارس و أبريل عام ٢٠٢٠ انخفضت الصادرات المصرية بنسبة ٣٥٪، ليستمر الانخفاض أيضاً في شهر مايو لتحقق الصادرات المصرية أقل قيمة لها خلال العام المالي ٢٠٢٠/٢٠١٩ محققه ١٥٧١ مليون دولار بنسبة انخفاض ١٤.٥٪ عن الشهر السابق. ثم تبع ذلك تحسينات نسبية خلال الفترة من يونيو ٢٠٢٠ إلى سبتمبر ٢٠٢٠ لتحقق الصادرات المصرية ٢٣٢٧ مليون دولار في شهر سبتمبر ٢٠٢٠، وهو ما يوضحه الشكل التالي.

الشكل (٣): الصادرات المصرية (نوفمبر ٢٠١٩: أكتوبر ٢٠٢٠) بالمليون دولار



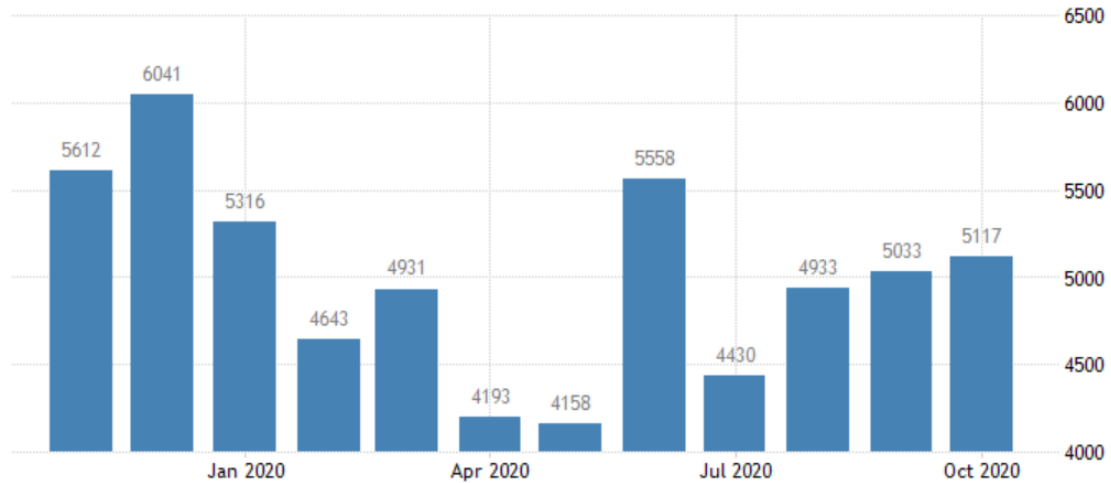
المصدر: البنك المركزي المصري



• الواردات المصرية:

وعلي جانب الواردات نجد أن الواردات المصرية تأثرت هي الأخرى بتداعيات COVID-19، حيث أنها قبل حدوث الأزمة في الفترة بين شهري سبتمبر ٢٠١٩ إلى ديسمبر ٢٠١٩ حدث استقرار نسبي مع زيادة قاربت ٧٠٠ مليون دولار في شهر ديسمبر ٢٠١٩ حيث سجلت ٦٠٤١ مليون دولار، لتبدأ بعد ذلك سلسلة من الانخفاضات من يناير ٢٠٢٠ إلى مايو ٢٠٢٠ لتسجل أقل قيمة لها خلال العام المالي ٢٠٢٠/٢٠١٩ حيث سجلت ٤١٥٨ مليون دولار في مايو ٢٠٢٠، ثم عودت التحسن النسبي خلال الفترة من يونيو ٢٠٢٠ إلى سبتمبر ٢٠٢٠ حيث حققت في سبتمبر ٢٠٢٠ ما يوازي ٥٠٣٣ مليون دولار، وهو ما يوضحه الشكل التالي.

الشكل (٤): الواردات المصرية (نوفمبر ٢٠١٩: أكتوبر ٢٠٢٠) بالمليون دولار



المصدر: البنك المركزي المصري

وقد تأثرت الصادرات والواردات المصرية بهذا الشكل نتيجة لكثير من التداعيات التي أوجدها COVID-19، حيث كان من التداعيات انتشار هذا الفيروس اضطراب حركة التجارة وسلاسل الأمداد والتي وصلت في بعض الأحيان إلى صعوبة توفير بعض مكونات الإنتاج، هذا بالإضافة إلى انخفاضات الطلب العالمي على الصادرات المصرية، لهذا نجد أن الانخفاضات في الصادرات المصرية أكبر من الانخفاضات في الواردات مما خلق زيادة في العجز التجاري.

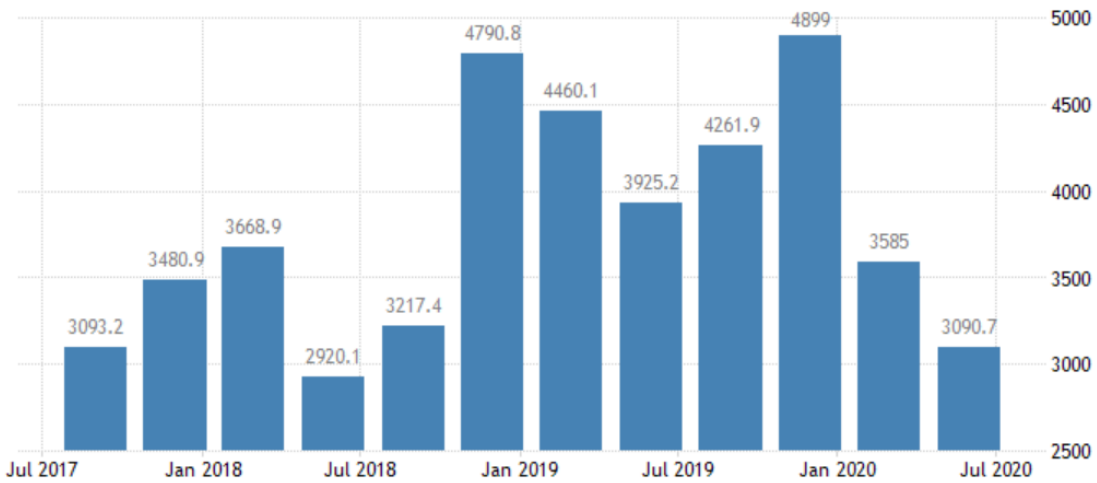
حيث أوضحت غرفة التجارة الأمريكية في القاهرة أنه من المرجح انخفاض عائدات الصادرات المصرية خلال عام ٢٠٢٠ بنسبة ٢٥٪، ويرجع ذلك إلى تأثر أهم الشركاء التجاريين لمصر بصورة كبيرة بالوباء مثل الاتحاد الأوروبي وإيطاليا ودول الخليج العربي والولايات المتحدة.



### ج- الاستثمار الأجنبي المباشر:

عند مراجعة الاستثمار الأجنبي المباشر كأحد مصادر النقد الأجنبي في مصر نجد أنه قبل أزمة COVID-19 كان في تحسن ملحوظ، حيث سجل في الربع الأخير من عام ٢٠١٩ ما يوازي ٤٨٩٩ مليون دولار، في حين حقق في الربع الثالث من نفس العام ٤٢٦١.٩ مليون دولار، كل هذه الارتفاعات تلاشت في بداية عام ٢٠٢٠ مع بدأ انتشار الوباء، حيث سجل ٣٥٨٥ مليون دولار في الربع الأول من عام ٢٠٢٠ بانخفاض نسبته ٢٨٪ عن الربع السابق ليواصل الانخفاضات مسجلاً ٣٠٩٠.٧ مليون دولار في الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ وهو ما يوضحه الشكل التالي.

شكل (٥): الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر (الربع الثالث ٢٠١٧: الربع الثاني ٢٠٢٠)  
بالمليون دولار



المصدر: البنك المركزي المصري

ويعود هذا الانخفاض إلى سببين الأول: أن الدول التي لها نصيب كبير في الاستثمارات المباشرة الأجنبية في مصر هي أكثر الدول تأثر بـ COVID-19 وعلى رأسهم دول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. السبب الثاني: هو أن القطاعات الأكثر جذباً في مصر للاستثمارات الأجنبية المباشرة هو قطاع البترول ويمثل ٧٤٪ من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

### د- التداعيات على تحويلات العاملين بالخارج:

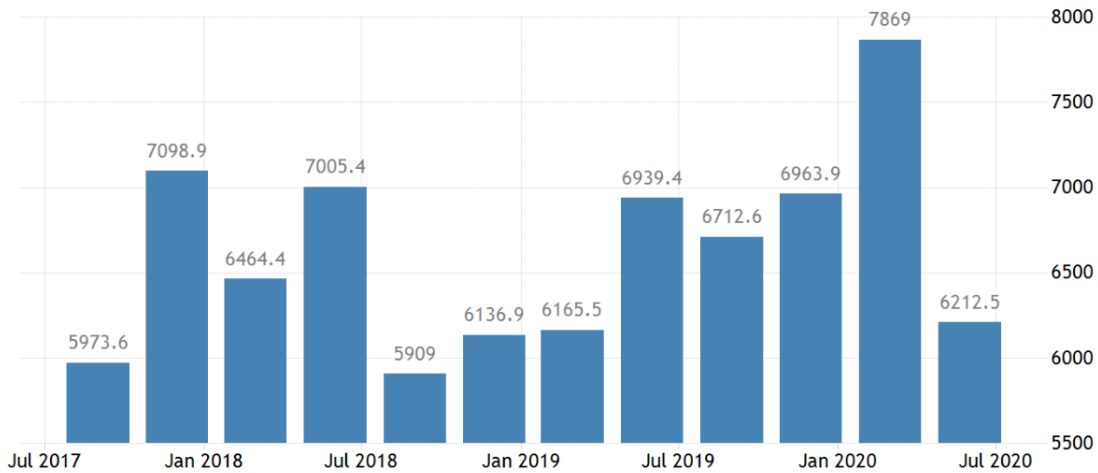
تعتبر تحويلات العاملين بالخارج مصدر هام جداً للنقد الأجنبي المصري، حيث يعتبر المصدر الوحيد الذي لا يتوقف بالأساس على الوضع الاقتصادي المحلي - بالإضافة إلى قناة السويس-، لذلك اعتمد كثيراً الاقتصاد المصري على تحويلات العاملين في الخارج خصوصاً أثناء



الأزمات المحلية، حيث لعب دوراً هاماً في توفير النقد الأجنبي خلال الأزمات الاقتصادية أبان ثورتي ٢٥ يناير ٢٠١١ و ٣٠ يونيو ٢٠١٣.

فبعد استعراضنا للبيانات قبل وبعد انتشار COVID-19 نلاحظ انه منذ الربع الأخير في عام ٢٠١٨ وهو يعتبر اقل مستوى يصل إليه تحويلات العاملين في الخارج خلال الأربع السنوات الماضية حيث سجل ٥٩٠٩ مليون دولار، بدأ في سلسله من الارتفاعات إلى أن حقق أعلى مستوى على الإطلاق مسجلاً ٧٨٦٩ مليون دولار خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٠. لينخفض بعد ذلك في الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ مسجلاً ٦٢١٢.٥ مليون دولار بنسبة انخفاض تجاوزت ٢١٪ عن الربع السابق. وهو ما يتضح من الشكل التالي.

الشكل (٦): تحويلات العاملين في الخارج إلى مصر (الربع الثالث ٢٠١٧: الربع الثاني ٢٠٢٠)  
بالمليون دولار



المصدر: البنك المركزي المصري

ويمكن تفسير ذلك بأن ما يزيد عن ٦٥٪ من تحويلات العاملين في الخارج تأتي من دول الخليج، وتزامناً مع الانخفاضات المتتالية في أسعار النفط وتداعيات COVID-19 في هذه الدول، فإن البنك الدولي توقع انخفاض تحويلات العاملين في هذه الدول بنسبة ١٠٪ وذلك في نهاية النصف الأول من عام ٢٠٢٠. في حين أشار تقرير الاونكتاد في مارس ٢٠٢٠ إلى أن تراجع النمو الاقتصادي العالمي إلى ما اقل من ٢٪ سيخلق خسائر اقتصادية تقارب التريلين دولار وستتحمل جميع دول العالم هذه الخسائر بدرجات مختلفة. ومن بينها الدول التي تصدر العمالة ومن ضمنها مصر حيث ستتباطئ تحويلات العاملين في الخارج بسبب التسريح من العمل، تقليص نوبات العمل، التأخر في دفع الأجور، فوفقاً لتوقع البنك الدولي ستتراجع تحويلات العاملين في الخارج إلى مصر بنسبة ٢١.٥٪ خلال عام ٢٠٢٠ مقارنة بنمو تجاوز ٥٪ في عام ٢٠١٩.

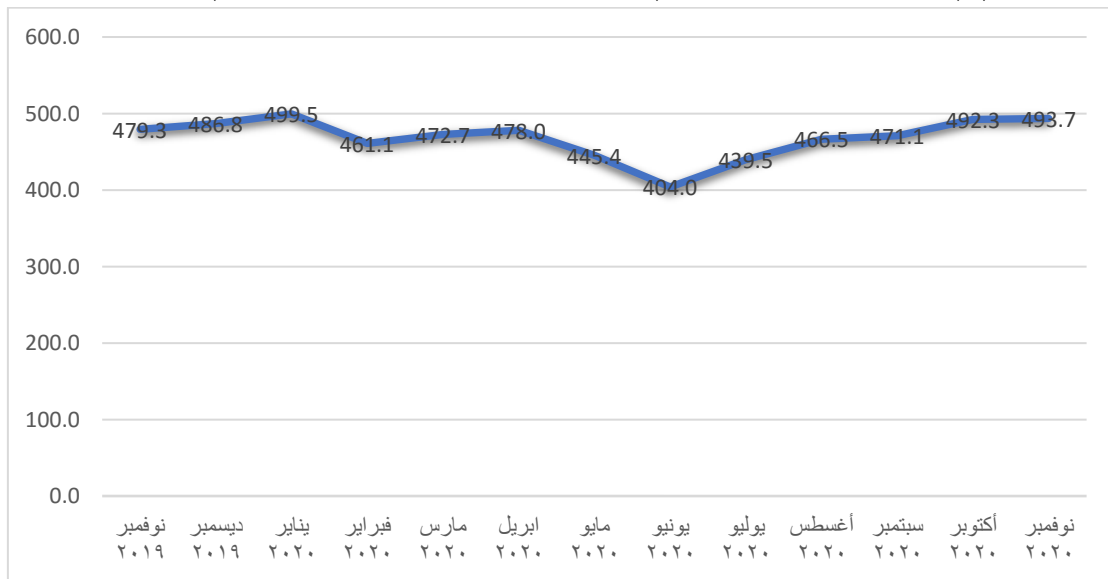
وعلى المستوى العالمي توقع البنك الدولي انخفاض تحويلات العاملين في الخارج عام ٢٠٢٠ بقيمة ١٤٢ مليار دولار، وعلى المستوى الإقليمي ستخفص بنسبة ٢٠٪ في منطقة الشرق الأوسط ذلك خلال عام ٢٠٢٠، كل ذلك مدفوعاً بتأثير الهبوط الحاد في أسعار النفط في دول الخليج بالإضافة للتداعيات الاقتصادية لـ COVID-19.

هـ- التداعيات على إيرادات قناة السويس:

تعتبر قناة السويس من مصادر النقد الأجنبي الريعية لمصر، ففي خلال السنوات الماضية حققت قناة السويس مستويات مرتفعة من العائدات لم تحققها من قبل ففي العام المالي ٢٠١٧/٢٠١٨ سجلت ٥٧٠٦.٧ مليون دولار بنسبة ارتفاع قدرها ١٥٪ واستمرت في الارتفاع لتحقق في العام ٢٠١٨/٢٠١٩ ما يقارب من ٥٧٣٠.٧ مليون دولار لتسجل ١٥٠٧.٣ مليون دولار في الربع الأول فقط في العام المالي ٢٠١٩/٢٠٢٠ ثم في الربع الثاني ١٥٢٤.٨ مليون دولار. البنك المركزي المصري، (٢٠٢٠)

ولكن مع تزايد التداعيات الاقتصادية لـ COVID-19 نلاحظ انخفاضات متتالية في عائدات قناة السويس، فبعد أن حققت ٤٩٩.٥ مليون دولار في شهر يناير من عام ٢٠٢٠ سجلت ٤٦١.١ مليون دولار في شهر فبراير من نفس العام لتتحسن قليلاً في الشهرين التاليين قبل أن تعاود الانخفاض مسجله ٤٤٥.٤ مليون دولار في شهر مايو ثم أقل مستوى لها خلال العام مسجله ٤٠٤ مليون دولار في شهر يونيو. وهو ما يوضحه الشكل التالي.

الشكل (٧): إيرادات قناة السويس (شهر نوفمبر ٢٠١٩: نوفمبر ٢٠٢٠) بالمليون دولار



المصدر: جهاز التعبئة العامة والإحصاء المصري.



نلاحظ من الاستعراض السابق قدرة الاقتصاد المصري في الامتصاص النسبي للتداعيات الاقتصادية لـ COVID-19 ، حيث كان واضحاً ذلك في معدل النمو الاقتصادي المحقق خلال تلك الأزمة وذلك بالرغم من تأثر مصادر النقد الأجنبي بالانخفاض الشديد سواء نتيجة لأثار الأزمة داخلياً أو خارجياً. والتساؤل هنا ما هو الجانب الذي تأثر بتلك الانخفاضات فوفقاً للنظرية الاقتصادية فإن الانخفاض في مصادر النقد الأجنبي ينعكس على إحدى المتغيرين الأول: هو انخفاض في قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، وما يتبعه ذلك من موجات تضخمية لا يمكن للاقتصاد المحلي تحملها في ظل تداعيات الأزمة محلياً. أما الثاني: فهو انخفاض الاحتياطات النقدية الأجنبية. ولإظهار أي من المتغيرات تأثر سوف نستعرض تطور تلك المتغيرات أثناء الأزمة. حنفي (٢٠٠٠)

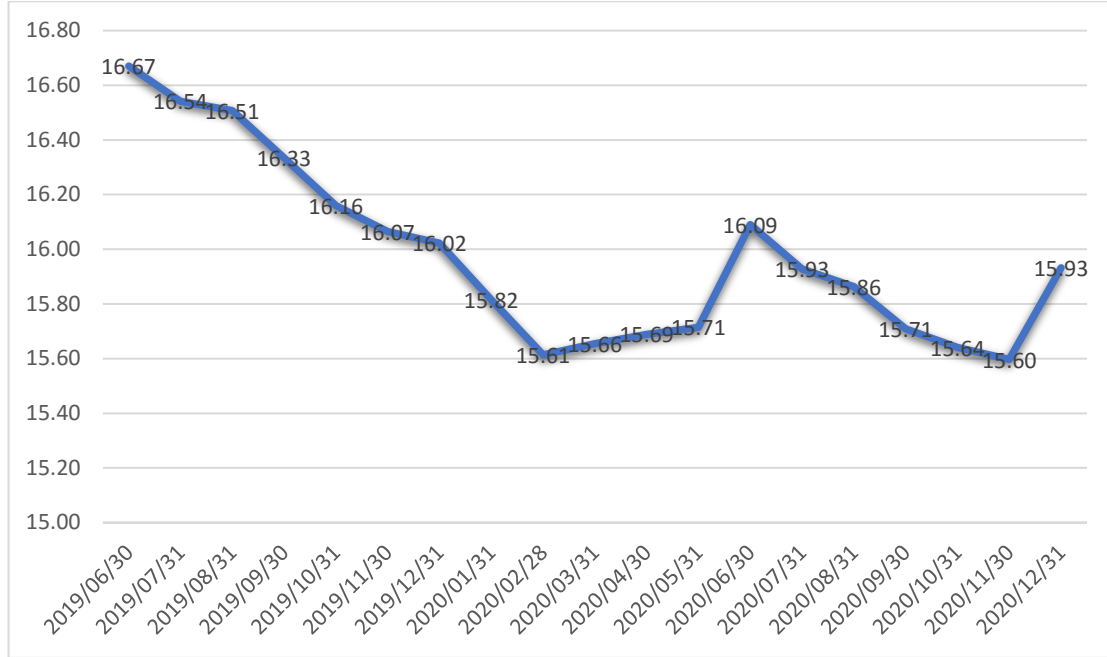
#### رابعاً: تحديد المتغيرات التي امتصت تداعيات الأزمة:

##### ١- سعر الصرف:

يتضح من الشكل التالي الانخفاضات المتتالية لسعر صرف الدولار مقابل الجنية المصري منذ منتصف عام ٢٠١٩ حين سجل في نهاية شهر يونيو ٢٠١٩ ما يوازي ١٦.٦٧ (جنية/دولار) الي نهاية العام حيث سجل في نهاية ديسمبر ١٦.٠٢ (جنية/دولار).

وعند استعراض سعر الصرف خلال أزمة COVID-19 يلاحظ أنه استقر تقريباً خلال تلك الشهور. حيث سجل ١٥.٨٢ (جنية/دولار) في يناير ٢٠٢٠ ثم انخفض في شهر فبراير فسجل ١٥.٦١ (جنية/دولار) ثم ١٥.٦٦ (جنية/دولار) في مارس من نفس العام، ليرتفع قليلاً في الشهرين التاليين مسجلاً ١٥.٦٩ (جنية/دولار) و ١٥.٧١ (جنية/دولار) على التوالي.

الشكل (٨): سعر صرف الجنية مقابل الدولار (شهر يونيو ٢٠١٩ : ديسمبر ٢٠٢٠)



المصدر: البنك المركزي المصري.

لذلك يتضح أن الانخفاضات الهائلة التي حدثت في مصادر النقد الأجنبي لم تنعكس على سعر الصرف حيث ظل مستقراً خلال فترة الأزمة.

## ٢- الاحتياطيات النقدية الأجنبية:

من العرض السابق لسعر الصرف والتأكد من أن الانخفاضات في مصادر النقد الأجنبي أثناء أزمة COVID-19 لم تؤثر في سعر الصرف. فإن التأثير سيظهر بكل تأكيد في الاحتياطي النقدي الأجنبي، وهو ما يؤكدته بالفعل الجدول والشكل التاليين. حيث يتضح أنه قبل الأزمة وفي الشهور الأخيرة من عام ٢٠١٩ وبداية عام ٢٠٢٠، كانت مستويات الاحتياطيات النقدية الأجنبية سواء كانت قيمة مطلقة أو كعدد شهور تغطية للواردات بأنها مستويات مرتفعة مقارنة بالمستوي الأمثل المحدد من قبل صندوق النقد الدولي، وهو الاحتفاظ باحتياطيات نقدية أجنبية تغطي من ٣ إلى ٤ شهور من الواردات كحد أقصى وهي ما تسمى (Guidotti- Greenspan-IMF Rule).

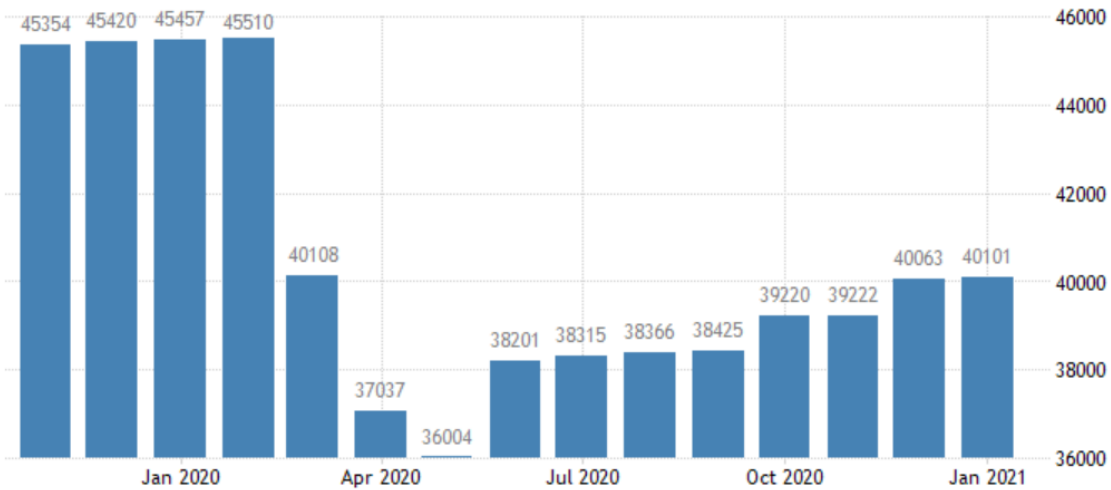


جدول (١) الاحتياطيات النقدية الأجنبية كعدد شهور من الواردات. (نوفمبر ٢٠١٩ : أغسطس ٢٠٢٠)

الشهر	نوفمبر ١٩	ديسمبر ١٩	يناير ٢٠	فبراير ٢٠	مارس ٢٠	أبريل ٢٠	مايو ٢٠	يونيو ٢٠	يوليو ٢٠	أغسطس ٢٠
الاحتياطيات كعدد شهور من الواردات	٨.٠٨	٨.٠٩	٨.٠٩	٨.١	٧.١٤	٦.٥٩	٦.٤	٦.٨	٦.٨	٦.٨

المصدر: البنك المركزي المصري، (مقوماً بواردات نوفمبر ٢٠١٩)

شكل (٩) الاحتياطيات النقدية الأجنبية (نوفمبر ٢٠١٩ : يناير ٢٠٢١) بالمليون دولار



المصدر: البنك المركزي المصري

حيث نلاحظ أن الاحتياطيات النقدية سجلت ٤٥٣٥٤ مليون دولار و ٤٥٤٢٠ مليون دولار و ٤٥٤٥٧ مليون دولار و ٤٥٥١٠ مليون دولار وذلك خلال الشهور نوفمبر ديسمبر ٢٠١٩ ويناير وفبراير ٢٠٢٠ على التوالي. وإذا نظرنا إليه كعدد شهور من الواردات نلاحظ أنه سجل أيضاً ٨.٠٨ و ٨.٠٩ و ٨.٠٩ و ٨.١٠ شهر من الواردات - وفقاً لواردات شهر نوفمبر ٢٠١٩ - وذلك خلال نفس الفترة السابقة على التوالي.

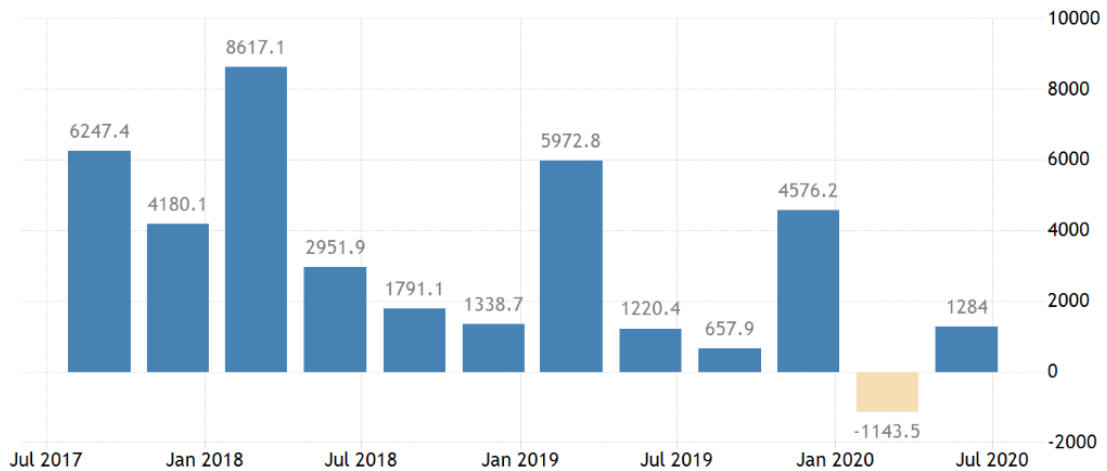
ومن ذلك يتضح لنا أن السلطات النقدية المصرية لم تتبع قواعد صندوق النقد الدولي في الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية، حيث نلاحظ أنها احتفظت بما يزيد عن الضعف تقريباً من المستويات المثلى التي حددها صندوق النقد الدولي.

وعندما تعرض الاقتصاد المصري لأزمة COVID-19 نلاحظ أن الاحتياطيات النقدية الأجنبية هي من امتصت تلك الصدمة بصورة كبيرة، فمنذ شهر مارس ٢٠٢٠ ومع بداية ظهور COVID-19 في مصر بدأ الهبوط المتتالي للاحتياطيات النقدية الأجنبية لتسجل في ذلك الشهر ٤٠١٠٨ مليون دولار بانخفاض قدرة ٥٤٠٢ مليون دولار عن الشهر السابق بنسبة انخفاض قدرها ١١.٨٪ لينخفض مرة أخرى في شهر أبريل مسجلاً ٣٧٠٣٧ مليون دولار بانخفاض قدرة ٣٠٧١ مليون دولار بنسبة انخفاض قدرها ٧.٦٪، ليصل بعد ذلك لادني قيمة له خلال هذا العام مسجلاً ٣٦٠٠٤ مليون دولار في مايو من نفس العام بانخفاض قدرة ١٠٣٣ مليون دولار بنسبة انخفاض ٢.٧٪، أي أنه خلال تلك الفترة وهي من مارس ٢٠٢٠ إلى مايو ٢٠٢٠ فقد الاحتياطي النقدي الأجنبي المصري ما يقرب من ٩٥٠٦ مليون دولار بنسبة انخفاض تجاوزت ٢٠٪ من قيمته قبل الأزمة - فبراير ٢٠٢٠.

وعند النظر للاحتياطيات النقدية الأجنبية كعدد شهور من الواردات نجد أنها مرت بانخفاضات متتالية منذ شهر مارس ٢٠٢٠ حيث سجلت ٧.١٤ شهر من الواردات ثم ٦.٥٩ في أبريل ثم ٦.٤ في مايو، وبالرغم من الانخفاضات المتتالية هذه إلا أنها مازلت أكثر من المستويات المثلى التي تنص عليها قواعد صندوق النقد الدولي.

ومع تتبع مصادر تلك الانخفاضات نجد أنها كانت نتيجة للعجز في حساب رأس المال أو الحساب الجاري أو كلاهما وهو ما يوضحه الشكلين التاليين.

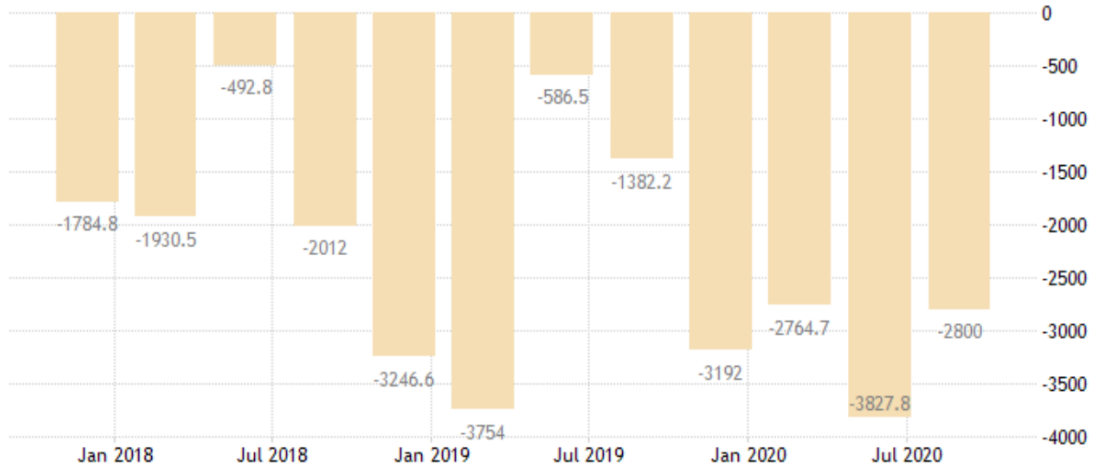
الشكل (١٠): حساب رأس المال المصري (الربع الثالث ٢٠١٧: الربع الثاني ٢٠٢٠) بالمليون دولار



المصدر: البنك المركزي المصري



الشكل (١١): الحساب الجاري المصري (الربع الثالث ٢٠١٧ : الربع الثالث ٢٠٢٠) بالمليون دولار



المصدر: البنك المركزي المصري

فوفقاً لبيانات حساب رأس المال قبل أزمة COVID-19 وبالأخص في الربع الأخير من عام ٢٠١٩ نلاحظ أنه حقق فائضاً قدرة ٤٥٧٦.٢ مليون دولار ولكن ومع بداية الأزمة تحول هذا الفائض إلى عجز قدرة ١١٤٣.٥ مليون دولار ذلك في الربع الأول من عام ٢٠٢٠، تبع ذلك تحسناً نسبياً في الربع الثاني محققاً فائض قدرة ١٢٨٤ مليون دولار.

وبالرغم من أن الحساب الجاري سجل عجوزات دائمة خلال تلك الفترة، حيث سجل في الربع الأخير من عام ٢٠١٩ عجز قدره ٣١٩٢ مليون دولار إلا أن هذا العجز ارتفع إلى رقم قياسي خلال الأعوام ٢٠١٨، ٢٠١٩، ٢٠٢٠ وذلك في الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ مسجلاً عجزاً قدرة ٣٨٢٧.٨ مليون دولار.

كل هذه العجوزات سواء في الحساب الجاري أو حساب رأس المال خلقت مزيداً من الضغوط على مستوي الاحتياطات النقدية الأجنبية لدى السلطات النقدية المصرية. ويمكن توضيح ذلك بصورة أكبر من خلال الجدول التالي.



جدول (٢): تطور تداعيات الأزمة على ميزان المدفوعات والاحتياطيات الأجنبية وسعر الصرف تزامناً مع تطور انتشار COVID-19

المرحلة	صدمة طلب و/ أو صدمة عرض	منهج التحليل	الأثر الكمي
المرحلة الأولى لظهور COVID-19 (ديسمبر 19-2019 - يناير 2020)	صدمة عرض خفيفة وغير مؤثرة	الاعتماد على البيانات الفعلية لميزان المدفوعات خلال الربع الأخير من عام 2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>• يتضح عدم وجود تأثير لأزمة COVID-19 على موارد النقد الأجنبي في مصر، حيث حقق ميزان المدفوعات فائض قدرة 1384.5 مليون دولار، مدفوعاً بالفائض المحقق في حساب رأس المال.</li> <li>• استقرت الاحتياطيات النقدية الأجنبية عند 45.45 مليار دولار في يناير 2020 مقارنة بـ 45.42 مليار دولار في ديسمبر 2019.</li> <li>• في حين انخفض سعر الصرف للدولار مقابل الجنية المصري من 16.07 (جنية/دولار) في نوفمبر 2019 إلى 15.82 (جنية/دولار) في نهاية يناير 2020.</li> </ul>
المرحلة الثانية: بداية انتشار COVID-19 (فبراير - مارس 2020) مع ظهور أول حالات	صدمة في عرض النقد الأجنبي، مع بدأ ظهور تداعيات COVID-19 على مصادر	الاعتماد على البيانات الفعلية لميزان المدفوعات خلال الربع الأول من عام 2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>• وفقاً لتلك البيانات، يتضح بداية ظهور تداعيات أزمة COVID-19 على مصادر النقد الأجنبي في مصر. حيث حقق ميزان المدفوعات عجزاً بمقدار 3908.2 مليون دولار، وذلك مدفوعاً بعجز في الحساب الجاري بـ 2764.7 مليون دولار، بالإضافة إلى عجز في حساب رأس المال بمقدار 1143.5 مليون دولار.</li> <li>• في حين انخفضت الاحتياطيات النقدية الأجنبية من 54.45 مليار دولار في فبراير 2020 إلى</li> </ul>



<p>٤٠.١٠ مليار دولار في مارس ٢٠٢٠، مما يدل على أن العجوزات في ميزان المدفوعات تم تغطيتها من الاحتياطيات النقدية الأجنبية.</p> <p>• هذا وأستقر سعر الصرف عند ١٥.٦٦ (جنية/دولار) خلال تلك الفترة، مما يعني عدم تأثر سعر الصرف بتلك العجوزات في ميزان المدفوعات، وأن الاحتياطيات النقدية الأجنبية هي من امتصت الأزمة.</p>		النقد الأجنبي.	COVID- 19 في مصر
<p>• تبعاً للبيانات الفعلية لميزان المدفوعات خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، يتضح استمرار أزمة COVID-19 على مصادر النقد الأجنبي، حيث حقق ميزان المدفوعات عجزاً كلياً بمقدار ٢٥٤٣.٨ مليون دولار مدفوعاً بالعجز في الحساب الجاري الذي سجل ٣٨٢٧.٨ مليون دولار بالرغم من تحقيق فائض في حساب رأس المال بـ ١٢٨٤ مليون دولار.</p> <p>• نتيجة لتلك العجوزات في ميزان المدفوعات انخفضت الاحتياطيات النقدية الأجنبية من ٤٠.١٠ مليار دولار في مارس الي ٣٧.٠٣ مليار دولار في أبريل ثم يستمر في الانخفاض في مايو مسجلاً ٣٦ مليار دولار، ليتحسن الوضع نسبياً بتحقيقه ارتفاع في يونيو مسجلاً ٣٨.٢ مليار دولار.</p> <p>• هذا وأستمر الاستقرار النسبي في سعر الصرف، حيث سجل ١٥.٦٦ (جنية/دولار) في أبريل ثم ١٥.٧١ في مايو، ليرتفع قليلاً في نهاية شهر يونيو مسجلاً ١٦.٠٩ (جنية/دولار).</p>	البيانات الفعلية سواء شهرية للأشهر أبريل ومايو ويونيو أو ربع سنوية للربع الثاني لعام ٢٠٢٠.	تفاقم صدمة العرض مع بداية صدمة في الطلب.	المرحلة الثالثة: تفاقم أزمة COVID- 19 والدخول في ذروة الموجة الأولى. (أبريل ومايو ويونيو ويوليو)

من الجدول السابق يتضح أن كل الضغوط التي حدثت في ميزان المدفوعات تم امتصاصها من خلال الاحتياطيات النقدية الأجنبية وليس سعر الصرف. لذلك فإن الاحتياطيات النقدية الأجنبية كانت هي حائط الصد الأساسي أمام التداعيات الاقتصادية لـ COVID-19 على مصادر النقد الأجنبي، ولم تنعكس تلك التداعيات على أسعار الصرف المحلية متجنباً لموجة تضخمية كان لا يستطيع الاقتصاد المصري فظل COVID-19 أن يتحملها. لهذا نجد أن الاحتياطيات النقدية الأجنبية كانت العامل الأساسي في امتصاص التداعيات الاقتصادية لتلك الأزمة، أي أنها لم يقتصر دورها في تغطية الواردات أو تغطية الديون الخارجية قصيرة الأجل أو التحكم في سعر الصرف بينما استخدمت في الحماية الذاتية من الأزمات. لكن التساؤل هنا ما هي تكلفة الاحتفاظ بهذه المستويات المرتفعة من الاحتياطيات النقدية الأجنبية، حيث أن هذه المستويات تفوق المستويات المثلى التي حدده صندوق النقد الدولي. هذا ما ستحاول هذه الورقة الإجابة عليه في القسم القادم.

### خامساً: تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية

سيتم ذلك من خلال حساب طريقتين لقياس تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية:

#### ١- الطريقة الأولى: التكلفة المالية:

هي طريقة مبسطة لحساب تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية، حيث يتم التعبير عنها عن طريق الفرق بين سعر الفائدة على الأوراق المالية المحلية التي يصدرها البنك المركزي وبين سعر الفائدة التي يحصل عليه البنك المركزي من الأوراق المالية الأجنبية التي يحتفظ بالاحتياطي النقدي الأجنبي في صورتها. (Hauer, d (2006)

حيث أن البنك المركزي عندما يحتفظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية يستثمرها في أوراق مالية أجنبية - غالباً تكون سندات حكومية أمريكية-، ونتيجة لشراء البنك المركزي النقد الأجنبي فإن العرض النقدي سيرتفع وبالتالي يقوم البنك المركزي بعملية التعقيم وذلك من خلال بيعه للسندات الحكومية لكي يمتص الزيادة في العرض النقدي لتجنب الضغوط التضخمية، وبالتالي فإن الفرق بين سعري الفائدة التي يدفعه ويحصل عليه البنك المركزي يمثل تكلفة مالية للاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبي. (Rodrik, d (2006) ، Hauer, d (2006)

مع العلم أنه سيتم حساب التكلفة المالية للاحتياطيات النقدية الأجنبية لدي السلطات النقدية المصرية على مرحلتين:



أ- المرحلة الأولى:

هي حساب تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية في صورة أوراق مالية وذلك وفقاً لبيانات البنك المركزي المصري شهر ديسمبر من عام ٢٠١٩. ويمكن التعبير عنها بالصورة التالية:

$$\begin{array}{l} \text{التكلفة المالية للاحتفاظ} \\ \text{بالاحتياطي النقدي} \\ \text{الأجنبي في صورة أوراق} \\ \text{مالية} \end{array} = \begin{array}{l} \text{سعر الفائدة على} \\ \text{الأوراق المالية التي} \\ \text{يصدرها البنك} \\ \text{المركزي} \end{array} - \begin{array}{l} \text{سعر الفائدة على} \\ \text{الأوراق المالية} \\ \text{الأجنبية التي} \\ \text{يحتفظ بها البنك} \\ \text{المركزي} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{قيمة} \\ \text{الاحتياطيات} \\ \text{النقدية الأجنبية} \\ \text{في صورة أوراق} \\ \text{مالية} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{التكلفة المالية للاحتفاظ} \\ \text{بالاحتياطي النقدي الأجنبي في} \\ \text{صورة أوراق مالية} \end{array} = \begin{array}{l} \text{سعر الفائدة على} \\ \text{الأوراق المالية التي} \\ \text{يصدرها البنك} \\ \text{المركزي} \end{array} - \begin{array}{l} \text{سعر الفائدة على} \\ \text{الأوراق المالية} \\ \text{الأجنبية التي} \\ \text{يحتفظ بها البنك} \\ \text{المركزي} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{قيمة} \\ \text{الاحتياطيات} \\ \text{النقدية الأجنبية} \\ \text{في صورة أوراق} \\ \text{مالية} \end{array}$$

٢٤٠٩.٣ = ١٩٩١٢ مليون دولار × ( ٢.٨٪ - ١٤.٩٪ ) =

ب- المرحلة الثانية:

حساب تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية في صورة ودائع في هذه الحالة تتحمل السلطات النقدية سعر الفائدة التي تدفعه مقابل الاحتفاظ بهذه الودائع، الذي تم تحديده بـ ١.٨٤٪ وفقاً لبيانات البنك المركزي المصري في ديسمبر عام ٢٠١٩. وبالتالي يمكن التعبير عن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية في صورة ودائع بالصورة التالية:

$$\begin{array}{l} \text{التكلفة المالية للاحتفاظ} \\ \text{بالاحتياطي النقدي الأجنبي في} \\ \text{صورة ودائع} \end{array} = \begin{array}{l} \text{سعر الفائدة على الودائع} \\ \text{بالدولار التي يحتفظ بها} \\ \text{البنك المركزي} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{قيمة الاحتياطيات} \\ \text{النقدية الأجنبية} \\ \text{في صورة ودائع} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطي النقدي} \\ \text{الأجنبي في صورة ودائع} \end{array} = \begin{array}{l} \text{سعر الفائدة على الودائع} \\ \text{بالدولار التي يحتفظ بها} \\ \text{البنك المركزي} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{قيمة الاحتياطيات} \\ \text{النقدية الأجنبية} \\ \text{في صورة ودائع} \end{array}$$

١٢٦.١ = ٦٨٣٨.٦ مليون دولار × ١.٨٤٪ =

وبالتالي تكون إجمالي تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية التي تم الاحتفاظ بها في صورة أوراق مالية وودائع = ٢٤٠٩.٣ مليون دولار + ١٢٦.١ مليون دولار = ٢٥٣٥.٤ مليون دولار.

مع العلم أنه لم يتم احتساب تكاليف الاحتفاظ لأرصدة الاحتياطيات النقدية الأجنبية التي يتم الاحتفاظ بها في صورة احتياطيات لدي صندوق النقد الدولي والتي تتجاوز ٣٧٨ مليون دولار وأيضاً الاحتياطيات من وحدات حقوق السحب الخاصة والتي تجاوزت ٢٨٠.٣ مليون دولار والأصول الاحتياطية الأخرى والتي تتكون من مشتقات مالية وقروض مقدمه لجهات غير مصرفية أخرى واحتياطيات أخرى حيث تجاوزت ١٣٢٧٦ مليون دولار. حيث تكفي هذه الاحتياطيات التي لم يحتسب لها تكلفة من تغطية ما يقارب من ٣ شهور من الواردات وذلك وفقاً لواردات يناير ٢٠٢٠، وذلك وفقاً للمستوي الأمثل للاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية المحدد من قبل صندوق النقد الدولي.

## ٢- الطريقة الثانية: التكلفة الاجتماعية:

وفقاً لـ (Rodrik (2005) بأنه يمكن قياس تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية من منظور اجتماعي، وهو بأن الاقتصاد يتحمل تكلفة قدرها الفرق بين سعر الفائدة التي يدفعها القطاع الخاص مقابل الاقتراض الخارجي قصير الأجل وسعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك المركزي من احتفاظه بالأصول الأجنبية السائلة (العملات الأجنبية قابله للتحويل)، ويمكن التعبير عنها بالصورة التالية:

$$\begin{aligned} & \text{التكلفة الاجتماعية} \\ & \text{للاحتفاظ} \\ & \text{بالاحتياطي النقدي} \\ & \text{الأجنبي} \\ & = \left( \text{سعر الفائدة على} \right. \\ & \quad \left. \text{القروض قصيرة} \right. \\ & \quad \left. \text{الأجل للقطاع} \right. \\ & \quad \left. \text{الخاص} \right) - \left( \text{سعر الفائدة على} \right. \\ & \quad \left. \text{الأوراق المالية} \right. \\ & \quad \left. \text{الأجنبية التي} \right. \\ & \quad \left. \text{يحتفظ بها البنك} \right. \\ & \quad \left. \text{المركزي} \right) \times \left( \text{قيمة الاحتياطيات} \right. \\ & \quad \left. \text{النقدية الأجنبية في} \right. \\ & \quad \left. \text{صورة عملات قابله} \right. \\ & \quad \left. \text{للتحويل} \right) \\ & = \left( 3.44\% - 2.8\% \right) \times 26570.6 \text{ مليون} \\ & = 171.2 \text{ مليون} \\ & \text{دولار} \end{aligned}$$

على الرغم من ارتفاع تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية سواء كانت مالية أو اجتماعية حيث تجاوزت ٢٥٣٥.٤ مليون دولار و ١٧١.٢ مليون دولار على التوالي وذلك وفقاً لبيانات ديسمبر ٢٠١٩، إلا أنه يمكن النظر إلى تلك التكلفة على أنها قسط تأمين عن الذات،



(Rodrik, d (2005)؛ Yeyati, e and Gomez, j (2019) حيث استخدمت تلك الاحتياطات في امتصاص تداعيات أزمة COVID-19 كما تم إيضاحه سابقاً، ليس هذا فقط و لكن بالإضافة إلى الفوائد الأخرى التي يمكن للسلطات النقدية الحصول عليها من الاحتفاظ بالاحتياطات النقدية الأجنبية مثل: رفع مستوى الثقة في السلطات النقدية، إتاحة القدرة للسلطات النقدية في التدخل في الأسواق الصرف، الحد من تقلبات أسعار الصرف، رفع الجدارة الائتمانية.

#### سادساً: نتائج الدراسة:

١- قبول الفرض الأول وتحقيق الهدف الأول من الدراسة، لأنه من استعراض البيانات توصلت الدراسة إلى أن الاحتياطي النقدي الأجنبي كان له دور فعال في امتصاص تداعيات أزمة COVID-19 على الاقتصاد المصري وحافظ على تحقيق معدل نمو اقتصادي يعتبر الثاني على مستوى العالم بعد الصين خلال عام ٢٠٢٠، بالإضافة إلى تجنب موجة تضخمية كانت ستحدث ناتجة من ارتفاع سعر الصرف إذا لم تمتص الاحتياطات النقدية الأجنبية الانخفاضات الهائلة التي حدثت في مصادر النقد الأجنبي.

٢- قبول الفرض الثاني وتحقيق الهدف الثاني للدراسة، حيث قامت الدراسة بحساب تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات النقدية الأجنبية سواء كانت مالية أو اجتماعية حيث قدرت التكلفة المالي بـ ٢٥٣٥.٤ مليون دولار في حين قدرت التكلفة الاجتماعية بـ ١٧١.٢ مليون دولار. إلا أنه يمكن اعتبار تلك التكاليف "قسط تأمين عن الذات" بسبب الدور الهام والبارز الذي يلعبه الاحتياطي النقدي الأجنبي في الحماية الذاتية للاقتصاديات ضد الأزمات سواء محلية أو خارجية.

#### سابعاً: توصيات الدراسة:

- ١- توصي الدراسة القائمين على إدارة الاحتياطات النقدية الأجنبية بتنوع مصادره حتى لا تعتمد على مصدر واحد في توافر العملة الأجنبية.
- ٢- يجب على السلطات النقدية إعادة هيكلة طريقة إدارتها للاحتياطات النقدية الأجنبية، وذلك عن طريق تكوين صندوق سيادي متخصص لإدارة هذه الاحتياطات.
- ٣- توصي السلطات النقدية بالعمل على تخفيض التكلفة المالية والاجتماعية التي يتحملها الاقتصاد المصري في مقابل الاحتفاظ بهذه الاحتياطات عن طريق استثمارها في أصول تحقق مستويات مرتفعة من العائد.

## المراجع:

### أولاً: المراجع العربية:

- ١- البنك المركزي المصري (٢٠٢٠-٢٠١٩)
- ٢- حنفي، محمد ناظم. (٢٠٠٠)، "مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات"، الهيئة المصرية للكتاب.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Addison, T., Sen, K., & Tarp, F. (2020). *COVID-19: Macroeconomic dimensions in the developing world*. United Nations University World Institute for Development Economics Research.
- 2- Beirne, J., Renzhi, N., Sugandi, E., & Volz, U. (2020). Financial Market and Capital Flow Dynamics During the COVID-19 Pandemic.
- 3- Bisong, A., Ahairwe, P. E., & Njoroge, E. (2020). The impact of COVID-19 on remittances for development in Africa. *Maastricht: European Centre for Development Policy Management*.
- 4- Breisinger, C., Abdelatif, A., Raouf, M., & Wiebelt, M. (2020). *COVID-19 and the Egyptian economy: Estimating the impacts of expected reductions in tourism, Suez Canal revenues, and remittances* (Vol. 4). Intl Food Policy Res Inst.
- 5- Breisinger, C., Latif, A. A., Raouf, M., & Wiebelt, M. (2020). Economic impact of COVID-19 on tourism and remittances: Insights from Egypt. *IFPRI book chapters*, 56-59.
- 6- Breisinger, C., Raouf, M., Wiebelt, M., Kamaly, A., & Karara, M. (2020). *Impact of COVID-19 on the Egyptian economy: Economic sectors, jobs, and households* (Vol. 6). Intl Food Policy Res Inst.
- 7- Chen, H., Qian, W., & Wen, Q. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on consumption: Learning from high frequency transaction data. *Available at SSRN 3568574*.
- 8- Chetty, R., Friedman, J., Hendren, N., & Stepner, M. (2020). The economic impacts of COVID-19: Evidence from a new public database built from private sector data. *Opportunity Insights*.
- 9- Cigdem, G. COVID-19 AND NET FOREIGN EXCHANGE RESERVE RELATIONSHIP IN TURKEY: EVIDENCE FROM ARDL BOUNDS TESTING APPROACH. *Journal of Business Economics and Finance*, 9(2), 80-96.



- 10- El-Khishin, S. (2020). Countermeasures for the COVID-19 Outbreak in Egypt.
- 11- Fornaro, L., & Wolf, M. (2020). Covid-19 coronavirus and macroeconomic policy.
- 12- Gallagher, K. P., Gao, H., Kring, W. N., Ocampo, J. A., & Volz, U. (2020). Safety First: Expanding the Global Financial Safety Net in Response to COVID-19. *Global Policy*.
- 13- Hauner, D. (2006). A fiscal price tag for international reserves. *International Finance*, 9(2), 169-195.
- 14- Karim, M. R., Islam, M. T., & Talukder, B. (2020). COVID-19' s impacts on migrant workers from Bangladesh: In search of policy intervention. *World Development*, 136, 105123.
- 15- KILCI, E. N. (2019). RESERVE ADEQUACY IN TURKEY: A STUDY ON COMPARISON OF THE RESERVES WITH IMPORTS AND SHORT-TERM EXTERNAL DEBT. *Omer Halisdemir Universitesi Iktisadi ve Idari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(4).
- 16- Kwon, A., & Enterprise, B. (2017). Trends in the Accumulation of Net Foreign Reserves since World War II. *Hopkins Institute for Applied Economics. The Johns Hopkins University in Baltimore. Retrieved from <http://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2017/12/Trends-in-Net-Foreign-Reserves-Final-Draft-EditsAustin-Kwon.pdf>*.
- 17- Levy-Yeyati, E., & Gómez, J. F. (2020). The cost of holding foreign exchange reserves. In *Asset Management at Central Banks and Monetary Authorities* (pp. 91-110). Springer, Cham.
- 18- Levy-Yeyati, E., & Gómez, J. F. (2020). The cost of holding foreign exchange reserves. In *Asset Management at Central Banks and Monetary Authorities* (pp. 91-110). Springer, Cham.
- 19- Loayza, N. V., & Pennings, S. (2020). Macroeconomic policy in the time of COVID-19: A primer for developing countries.
- 20- Moore, W., & Glean, A. (2016). Foreign exchange reserve adequacy and exogenous shocks. *Applied Economics*, 48(6), 490-501.
- 21- Primiceri, G. E., & Tambalotti, A. (2020). Macroeconomic Forecasting in the Time of COVID-19. *Manuscript, Northwestern University*.
- 22- Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. *International Economic Journal*, 20(3), 253-266.



- 23- Sanusi, K. A., Meyer, D. F., & Hassan, A. S. (2019). An investigation of the determinants of foreign exchange reserves in Southern African countries. *Journal of International Studies*, 12(2).
- 24- Schanz, J. F. (2019). Foreign Exchange Reserves in Africa: Benefits, Costs and Political Economy Considerations. *BIS Paper*, (105).
- 25- Suryahadi, A., Al Izzati, R., & Suryadarma, D. (2020). The impact of COVID-19 outbreak on poverty: An estimation for Indonesia. *Jakarta: The SMERU Research Institute*.
- 26- Takenaka, A. K., Gaspar, R., Villafuerte, J., & Narayanan, B. (2020). COVID-19 Impact on International Migration, Remittances, and Recipient Households in Developing Asia.
- 27- Wang, M. (2019). Foreign Direct Investment and Foreign Reserve Accumulation.
- 28- Zhou, G., Yan, X., & Luo, S. (2018). Financial Security and Optimal Scale of Foreign Exchange Reserve in China. *Sustainability*, 10(6), 1724.