

مصر وتحديات المستقبل

٢٤- إدارة الاحتياطات الدولية في مصر

فادية عبد السلام*

عقدت دائرة الحوار بقاعة أ.د. أحمد حسنى بمعهد التخطيط القومى - مدينة نصر - القاهرة فى

السابع عشر من شهر ربيع الآخر عام ١٤٣٠ هـ ، الموافق الثالث عشر من شهر ابريل عام ٢٠٠٩ ، وقد شارك

فيها بحسب الترتيب الهجائى كلا من السادة:

- | | |
|---------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| ١- أ.د. أحمد نحى | وكيل محافظ مساعد قطاع البحوث |
| ٢- أ.د. جودة عبد الخالق | استاذ بكلية الاقتصاد الزراعى - جامعة القاهرة |
| ٣- أ.د. سلوى العنترى | مدير عام البحوث بالبنك الاهلى سابقا |
| ٤- أ.د. سهير أبو المينين | مستشار بمعهد التخطيط القومى |
| ٥- أ.د. عبد الفتاح الجبال | رئيس وحدة البحوث الاقتصادية - مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية - الاهرام |
| ٦- أ.د. عبد الفتاح ناصف | مستشار بالمعهد - ورئيس تحرير المجلة |
| ٧- أ.د. عبد القادر دياب | مستشار بمعهد التخطيط القومى |
| ٨- أ.د. عصام رفعت | مؤسسة الاهرام |
| ٩- أ.د. على سليمان | وكيل أول وزارة الاقتصاد سابقا |
| ١٠- أ.د. فادية عبد السلام | مدير معهد التخطيط القومى |
| ١١- أ.د. كريمه كريم | استاذ الاقتصاد بجامعة الازهر |
| ١٢- أ.د. محمود عبد الحى | مستشار بمعهد التخطيط القومى |
| ١٣- أ.د. مدوح الشرقاوى | مستشار بمعهد التخطيط القومى |
| ١٤- أ.د. ياسر حسن | استاذ غير متفرغ بالجامعة الامريكىة بالقاهرة |

أ.د. فادية عبد السلام - مدير معهد التخطيط القومى.

وقائع دائرة الحوار

عبدالفتاح ناصف

بسم الله الرحمن الرحيم ... صباح الخير جميعا ، فى البداية أرحب بحضراتكم جميعا وأشكركم على تلبية دعوة هيئة التحرير بحضور دائرة الحوار الخاصة بالعدد القادم من المجلة المصرية للتنمية والتخطيط . أود القول فى البداية أن هيئة التحرير تختار أحد الموضوعات الهامة وتدعو للحوار حولها عدد من المتخصصين والمهتمين بهذا الموضوع ، وقد اختارت موضوع " إدارة الاحتياطيات الدولية فى مصر " لإصداره فى العدد القادم إن شاء الله .

المدخلات الأولى عادة تكون فى حدود عشر دقائق لأنها المدخلات الرئيسية ثم تكون هناك مدخلات سريعة للرد أو التعليق أو الإضافة ، وترسل المدخلات لحضراتكم بعد تفريغها وإعادتها لنا لإصدارها . عادة أسأل ، وإن كان الاختيار دائما واحد ، لكن فى كل دائرة أسأل إن كان يمكن أن نبدأ محورا محورا ، أم نتناول المحاور مجتمعه ، لكن فى الغالب الكل يفضل أن يلقى بدلوه فى أى موضوع وفى أى محور من المحاور . وأشكر أ.د. فادية عبد السلام لإعداد ورقة الحوار التى حددت فيها 4 محاور أساسية ، وهذا لا يمنع من إضافة أى محاور إذا اقترحتم حضراتكم ، لكل محور مقدمة للتذكرة بأهم النقاط ثم تضع عدداً من التساؤلات إذا أجبنا عليها سوف يستفيد القارىء جداً من هذا الموضوع . وأبدأ بأن أطلب من أ.د. فادية عبد السلام بإعطائكم عرضا سريعا للتذكرة لمن قرأ وتهيئة الأخيرين لناقشة الورقة التى وزعت على حضراتكم .

فادية عبد السلام

الموضوع اليوم ساخن ومتخصص لأعلى درجة ، وهناك جمهرة من المتخصصين والأساتذة والمعالقة والتنفيذيين ، فأصبحت كالتلميذ البليد الذى عمل واجب ويخشى من التعليقات التى ستكون عليه ، لكن على أى الأحوال الهدف من الندوة هو تفصيل الورقة من جانب ، ومن جانب آخر الإجابة على العديد من التساؤلات المذكورة .

طبعا الورقة تدور حول إدارة الاحتياطيات الدولية فى مصر ، وتتألف هذه الاحتياطيات من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للدولة وتخضع لسيطرتها وتتألف الأصول الاحتياطية الرسمية عادة من أصول سائلة أو سهلة التداول محررة بعملة أجنبية تلقى قبولا عاما فى الوفاء بالالتزامات الخارجية . ويمكن للسلطات الاحتفاظ

بهذه الأصول في صورة استحقاقات للسلطات على غير المقيمين محررة بالعملة الأجنبية وقابلة للتحويل حتى تكون سائلة وقابلة للاستخدام بحرية في تسوية المعاملات الدولية . وقد تشمل أنشطة إدارة الاحتياطيات أيضا إدارة الخصوم والمراكز المكشوفة الأخرى بالعملة الأجنبية واستخدام الأدوات المالية المشتقة مثل العقود الآجلة - عقود المبادلة - الخيارات - اتفاقات العقود الآجلة . وقد تنطوي إدارة الاحتياطيات على مراكز خصوم تنشأ عن اتفاقيات إعادة الشراء واتفاقيات الصرف الآجل ومبادلات العملة ومراكز أخرى تنشأ عن عمليات تدخل فيها العقود المستقبلية وعقود الخيار. ومن ثم أصبحت بلدان عديدة تستخدم الأدوات المالية المشتقة كجزء أساسي من عمليات إدارة الاحتياطيات لأغراض التحوط من الانكشاف لتقلبات العملة وأسعار الفائدة (تشمل مبادلات أسعار الفائدة والعقود المستقبلية الخاصة بأسعار الفائدة) .

وتتمثل أهم أغراض إدارة الاحتياطيات فيما يلي :

- كفاية احتياطيات النقد الأجنبي .
 - إحكام السيطرة على مخاطر السيولة والسوق والأنتمان .
 - توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط الى الطويل على الأموال المستثمرة مع اخذ قيود السيولة ومخاطر أخرى في الاعتبار.
- والواقع ان النجاح في تحقيق هذه الأغراض يقوى من أطر السياسات المتعلقة بإدارة الاحتياطيات ، الأمر الذي يساعد بدوره على زيادة قدرة الدولة على تحمل الصدمات التي قد تنشأ في الأسواق المالية العالمية أو داخل النظام المالي المحلي ذاته .

ومن ثم فإن إدارة الاحتياطيات هي عملية تكفل إتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للدولة ، أى الاحتفاظ باحتياطيات نقد اجنبي رسمية لدعم مجموعة متنوعة من الأهداف من بينها :

- دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية.
- التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات ، أو ضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة .
- الحد من التعرض للأوضاع الخارجية المعاكسة عن طريق الحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية لامتناس الصدمات في أوقات الأزمات أو عندما يكون الحصول على القروض مقيداً .
- إشاعة درجة من الثقة لدى الأسواق في قدرة البلد المعنى على الوفاء بالتزاماته الخارجية .
- البرهنة على وجود أصول خارجية مساندة للعملة المحلية .

- مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي والوفاء بالتزاماتها الناشئة عن الدين الخارجى .
- الحفاظ على احتياطي لمواجهة الكوارث والطوارئ.

ومن ثم فإن السياسات الملائمة في مجال ادارة المجموعة المتعلقة بمجموعة عملات الحافظة، واختيار أدوات الاستثمار والخبرة والمدة المقبولة لحافطة الاحتياطيات تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة على صعيد السياسات، وتفيد في حماية الأصول وضمان توفرها في أى وقت كما تدعم النقد في الأسواق . وبالتالي اشتملت العوامل ذات الصلة تقليدياً على الترتيبات النقدية، وترتيبات سعر الصرف المعمول بها في البلد المعنى، وحجم وطبيعة ميزان مدفوعاته ومركزه الخارجى ومدى تغييرهما ، وقد حظيت مؤخراً المخاطر المالية المترتبة بوضع الدين الخارجى للبلد وتقلب تدفقاته المالية بعناية ، خاصة بالنسبة للاقتصادات القادرة على الوصول إلى الأسواق الدولية بحيث يصبح توفير الاحتياطيات مرتبطاً بنظام سعر الصرف .

وخلاصة القول : إن جهاز إدارة الاحتياطيات يجب أن يسعى الى تعظيم قيمة الاحتياطيات ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة التى تمثل اطاراً لإدارة الاحتياطيات. ونتيجة لذلك تميل حوافظ الأصول الاحتياطية الى تجنب المخاطر بدرجة عالية ، الأمر الذى يترتب عليه إعطاء أولوية للسيولة وصون الاحتياطيات قبل اعتبارات الربح، أو تكلفة الحفظ أى إجراء مفاضلة بين المخاطرة والعائد عند وضع أولويات إدارة الاحتياطيات .

وقد حقق الاقتصاد المصرى انجازاً واضحاً فيما يتعلق بالنمو الاقتصادى، إذ بلغ معدل النمو ٧,١٪ في عام ٢٠٠٧/٢٠٠٦ كما بلغ ٧,٢٪ في عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧ إلا أن التوقعات تشير الى انخفاض معدله الى ما يتراوح ما بين ٣,٥-٤,٥٪ خلال عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية التى بدأت منذ اغسطس ٢٠٠٨ بيد أن الاقتصاد المصرى لا يزال يعانى من تزايد أعباء الديون العامة ، وايضا يواجه العديد من التحديات في الأجل المتوسط ولعل أهمها استمرار تحقيق عجز في الميزان التجارى وصل الى ١٢,٥٪ من الناتج المحلى الاجمالي في عام ٢٠٠٧/٢٠٠٦ ، وارتفع الى ١٥,٧٪ في عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧ ، وبالرغم من تحسن نوعية التمويل الخارجى خاصة فى شكل استثمارات مباشرة في السنوات الأخيرة (حيث سجلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصافية ما نسبته حوالى ٨,٥٪ ، ٨,٩٪ من الناتج المحلى الاجمالي في عامي ٢٠٠٧ / ٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧ / ٢٠٠٨ على الترتيب) ، إلا ان الاقتصاد المصرى لا يزال يعانى من التحولات المفاجئة في سلوكيات المستثمرين تجاه مناخ الاستثمار . ومن ثم فإن الادارة السليمة للاحتياطيات من النقد الأجنبى تعد مرغوباً فيها للتعامل مع هذه الصدمات المفاجئة خاصة مع تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة وذلك لدعم سعر صرف الجنيه المصرى وتوفير التمويل المناسب للتنمية .

وتجدر الإشارة إلى ان رصيد صافى الاحتياطيات الدولية لمصر وفقاً لتقرير البنك المركزي (٢٠٠٩/٢٠٠٨) قد تطور من ١٩,٣ مليار دولار في نهاية يونية ٢٠٠٥ ليرتفع الى ٢٢,٩ مليار دولار فى نهاية يونية ٢٠٠٦ بزيادة مئوية قدرها ١٨,٨٪. ثم استمر في التحسن بمعدل ٢١,١٪ خلال السنة المالية ٢٠٠٧/٢٠٠٨ ، ليصل الى ٣٤,٦ مليار دولار وليواصل ارتفاعه مسجلاً ٣٥ مليار دولار في نهاية اكتوبر ٢٠٠٨ ، وبحيث يغطى صافى الاحتياطيات الدولية ما يقترب من ٨ شهور واردات ، كذلك فإن الاحتياطيات من النقد الاجنبى قد غطت أكثر من ٦ الى ٧ مرات قيمة الديون الخارجية القصيرة الأجل بالنسبة لمصر خلال عامى ٢٠٠٦ / ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٧/٢٠٠٨ على الترتيب مما يعكس سياسة الحكومة الهادفة الى تجنب الاقتراض الحكومى في الأجل القصير على أسس تجارية .

ويشير التقرير السنوى للبنك المركزي لعام ٢٠٠٦/٢٠٠٥ الى ان اجمالى الاحتياطيات الدولية قد توزعت على النحو التالى :

– بلغت حصة الذهب ما نسبته ٤,٩٪ من الاحتياطيات مقابل ٥,٦٪ عملات لدى البنوك والمراسلون ، ٣٧,٩٪ أوراق مالية ، ١,٢٪ مثلت بنود اخرى ، وان الالتزامات قصيرة الأجل قد مثلت ٠,١٪ من الاجمالي وذلك في عام ٢٠٠٦ .

من الناحية الأخرى يرصد تقرير البنك المركزي (الربع سنوى يوليه / سبتمبر ٢٠٠٨/٢٠٠٩) الآتى :

- ان نصيب الذهب من اجمالى صافى الاحتياطيات سبتمبر ٢٠٠٨ وصل الى ٤,٧٪ .
 - بلغ نصيب العملات الأجنبية ٩٤,٦٪ من الاجمالي .
 - وصلت مساهمة حقوق السحب الخاصة SDR الى ٠,٤٪
 - البنود الأخرى ٠,٢٪
 - الالتزامات قصيرة الأجل ٠,١٪
 - استمر صافى الاحتياطيات يغطى ٨ شهور واردات.
- كذلك فإن صافى الاصول الأجنبية لدى البنوك قد انخفضت من حوالى ٢٥ مليار دولار في سبتمبر ٢٠٠٧ لتسجل ١٦ مليار دولار سبتمبر ٢٠٠٨ .

هذا وقد أعلن البنك المركزي في تقرير ٢٠٠٦/٢٠٠٥ انه بدأ يتبع سياسة استثمارية جديدة تستهدف توزيع الاحتياطيات الدولية على عملات أخرى بجانب الدولار الأمريكى وذلك وفقاً لعدد من المحددات منها تركيبة الدين الخارجى لمصر وعملات أهم الشركاء التجاريين لها . وقد أسفرت تلك السياسة وفقاً لتقرير ٢٠٠٨/٢٠٠٧

٢٠٥

عن تجنب خسائر كان يمكن التعرض لها نتيجة لانخفاض قيمة الدولار أمام العملات الأخرى ، هذا بالإضافة الى توزيع استثمارات الاحتياطي على عدة محافظ بأجال وأهداف تراعى التوازن بين المخاطر والعوائد ويتم حالياً التعامل لحظياً بالإستعانة بأحدث الأنظمة الآلية في العالم لإدارة الاحتياطيات .

على الجانب الآخر رصد تقرير ٢٠٠٧/٢٠٠٨ ان الدين الخارجى لمصر حسب الدول والجهات الدائنة يتوزع على النحو التالى :

- ان الدين المستحق لدول الاتحاد الأوروبي بلغ ما نسبته ٣٩,٩٪ من اجمالى الدين الخارجى (يأتي فى مقدمة تلك الدول فرنسا بنسبة ١٤,٦٪ ، ألمانيا بنسبة ١٢,٧٪) .
- بلغ المستحق للولايات المتحدة الامريكية واليابان ما نسبته ١١,٤٪ ، ١٠,٥٪ على الترتيب - أما الدول العربية مجتمعة فبلغ المستحق لها ٤,٢٪ .
- بلغ المستحق للمؤسسات الدولية الاقليمية ما نسبته ٢١,٧٪ (ممثلة في بنك الاستثمار الأوروبي بما نسبته ٦٪) ومن ثم فإن توزيع الدين الخارجى حسب العملات الرئيسية المكونة للدين الخارجى (الدولار الأمريكى ، الين اليابانى ، اليورو) يبرز استحواز الدولار الأمريكى على النصيب الأكبر من المديونية بأهمية نسبية ٣٨,٧٪ نظراً لوجود التزامات قائمة بالدولار الأمريكى تستحق لدول دائنة بخلاف امريكا ، يليه اليورو بما نسبته ٣٣,٦٪ فالين اليابانى بنسبة ١٠,٦٪ ثم الدينار الكويتى بنسبة ٥,٣٪ و ١١,٨٪ كذلك كنسبة موزعة على عملات أخرى.

المحور الأول: حول مستوى الاحتياطيات الدولية ومحدداتها

تعدد العوامل التى تحدد المستوى الآمن والمعقول للاحتياطيات الدولية، وتندر المعلومات التى تنشرها البنوك المركزية خاصة في الدول النامية ، وتحديدًا حول معايير تحديد مستوى هذه الاحتياطيات وكيفية إدارتها . حيث يعد مستوى هذه الاحتياطيات من العوامل المحددة لثقة الدائنين في اى بلد .

وهذا يثير العديد من التساؤلات بالنسبة للاقتصاد المصري :

- ١- كيف تكونت الزيادة فى الاحتياطيات الدولية وما هى مصادرها ؟
- ٢- ما هى أهداف إدارة الاحتياطيات الدولية في مصر ، وهل تغطى أنشطتها إدارة الخصوم والمراكز المكشوفة الأخرى بالعملة الأجنبية تعرف بأمثلة لها ؟
- ٣- ما هى العوامل المحددة للطلب على الاحتياطيات الدولية لمصر ؟

٤- ما هي المقاييس الدولية المتعارف عليها لتحديد درجة ملاءمة مستويات الاحتياطيات الدولية وأى من هذه المقاييس مأخوذ بها في مصر ؟

٥- ما هو المستوى الأمثل من الاحتياطيات الدولية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ؟

المحور الثاني: أهمية الارتباط بين إدارة الاحتياطيات وبعض السياسات الاقتصادية

تستطيع السياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات أن تدعم الإدارة السليمة للاقتصاد الكلى، ولكنها ليست بديلاً، لها وعلاوة على ذلك فإن عدم سلامة السياسات الاقتصادية (السياسة النقدية والسياسة المالية) يمكن ان تعرض مقدرة السلطات على ادارة الاحتياطيات لمخاطر بالغة ومن ثم تشكل استراتيجيات الاحتياطيات متأثرة بمجموعة من العوامل أهمها : نظام سعر الصرف هل معوم أم مدار وإلى أى درجة ؟ ودرجة تحرير حساب رأس المال والحساب الجارى ؟ وضع ميزان العمليات الجارية : عجز أو فائض أو متوازن . وهذا يؤثر بدوره العديد من التساؤلات بشأن العلاقة بين ادارة الاحتياطيات وبعض السياسات الاقتصادية ذات الصلة في مصر أهمها :

١-هل هناك علاقة بين مستوى الاحتياطيات الدولية وطبيعة السياسات المالية والنقدية المتبعة مثل السياسة الضريبية - دعم الصادرات .. ؟

٢-ما درجة تأثير استراتيجية ادارة الاحتياطيات بنظام سعر الصرف الأجنبي الموجه، وترتيبات ربط الجنيه بالدولار وما يستتبعه ذلك من اختيار مستوى السيولة الملائم الذي يجب الحفاظ عليه ؟

٣-هل يقوم البنك المركزى باجراء تحليل التكلفة / المنافع لحيازة الاحتياطيات لتقييم الاستراتيجيات البديلة لإدارة الاحتياطيات وأثر كل منها على كفاية الاحتياطيات ؟

٤-ما تأثير قرار البنك المركزى لتغيير محتوى الاحتياطيات بعيداً عن الدولار نحو اليورو؟ وهل يخلق ذلك فرصاً جديدة للاستثمار في أصول تحقق السيولة بعملات غير الدولار ؟

٥- ما هي تكلفة الفرصة البنكية للاحتفاظ بالاحتياطيات بمعنى الفرق بين العوائد على الأصول وسعر الفائدة ؟

٦-هل الاحتفاظ باحتياطيات كافية من شأنه ان يخلق بيئة مناسبة للمستثمرين الأجانب ولدعم استقرار سعر صرف الجنيه بالدولار ؟

٧-ما هي تكلفة الاحتفاظ بحجم كبير من الاحتياطيات في شكل سندات حكومية بعوائد أقل ؟

٨- ما هي الاستخدامات البديلة للاحتياطيات الدولية ؟

٩- ما هي التكلفة الحقيقية للزيادة في الاحتياطيات ؟ وما هي أوجه الاستفادة القصوى التي يمكن لمصر أن تحققها من هذه الاحتياطيات؟

١٠- ما هي متطلبات تحقيق الاستقرار في سعر الصرف أو موازنة سعر الصرف Equalization Fund ؟ وهل يمكن الارتكان الى مؤشر عجز الحساب الجارى في ميزان المدفوعات في خلال السنوات الأخيرة لحساب ذلك ؟

١١- هل يمكن الاستفادة من الاحتياطيات في تمويل المكون الأجنبي للاستثمار في ظل تدهور أسعار النفط العالمى وانخفاض تحويلات العاملين المصريين وموارد السياحة ؟

١٢- هل من وظائف الاحتياطيات الدولية معالجة الاختلال الهيكلى ؟

١٣- ما دور الاستثمارات الأجنبية الحالية وما ترتبه من التزامات مستقبلية وأثرها على الاحتياطيات ؟ وهل يتوافر لدى البنك المركزى تصور واضح ورؤية مستقبلية حول وضع هذه الاستثمارات ؟

١٤- ما تأثير الظروف السياسية وعدم الاستقرار في المنطقة على توقعات النمو في الاحتياطيات ؟

١٥- ما تأثير التطورات في البورصة المصرية مؤخرا على النمو في الاحتياطيات في الأعوام القليلة القادمة؟

المحور الثالث : العلاقة بين استراتيجيات إدارة الدين الخارجى واستراتيجية إدارة الاحتياطيات

قد تكون ثمة حاجة لأخذ استراتيجيات إدارة الدين الخارجى في الاعتبار عند وضع استراتيجيات إدارة الاحتياطيات وذلك للحد من التأثير بالتقلبات الخارجية . ولذلك فإن اتساق الاستراتيجيات يمكن أن يتحقق من خلال نهج جيد التنسيق لإدارة مخاطر الأصول والخصوم، ولذلك يجب التأكد من أن جهود التنسيق لا تبدو وكأنها تمس الفصل بين السياسة النقدية وإدارة الدين ، وقد ينطوى ذلك فى بعض البلدان على وجود هيئة لتنسيق السياسات تتولى الاشراف على إدارة الدين الخارجى، وتنسيق برامج الاقتراض مراعية ما يبديه جهاز إدارة الاحتياطيات من رأى بشأن مستوى الاحتياطيات المرغوب فيه .

وبالتالى تقوم بعض هيئات إدارة الاحتياطيات في دول العالم المختلفة بتقسيم حوافز الاحتياطيات الى " شرائح "، حسب أهداف السيولة والاستثمار ومتطلبات السياسة العاملة .

كل هذه الاشكاليات سالفة الذكر تلقى الضوء حول العديد من القضايا بالنسبة لمصر .

١٠١- ما هي التجارب السلبية فى مجال إدارة الاحتياطيات ؟

أ- هل تعرضت إدارة الاحتياطيات لمخاطر السيولة نتيجة لرهن احتياطيات لدى مؤسسات مالية أجنبية حتى اتمام سداد القروض ؟

- ب- هل تعرضت الاحتياطيات لمخاطر ائتمان نتيجة استثمار الأرصدة الاحتياطية في أصول مرتفعة العائد ؟
- ج- هل تعرضت ايضا لمخاطر عند تحرك أسعار صرف الدولار في اتجاه معاكس مما تسبب في حدوث خسائر كبيرة ؟
- د- هل تعرضت الاحتياطيات لمخاطر في ظل الأزمة المالية العالمية بحيث تأثرت الحافطة بالتحركات المعاكسة نتيجة عمليات شملت أدوات مالية مشتقة ؟
- و- هل تأثرت عمليات ادارة الاحتياطيات بالتحركات للأموال الساخنة (في اطار سوق الأوراق المالية) في خلال الازمة الراهنة ؟
- ٠٢ هل تتم عملية التنسيق بين إدارة الدين الخارجى وإدارة الاحتياطيات في مصر ؟ وإذا كان الأمر كذلك ليس مطروحاً شراء جزء من ديون مصر الخارجية بأسعار السوق الثانوى للديون باقتطاع جزء من الأرصدة الاحتياطية ؟
- ٠٣ وهل من الأفضل التركيز على تقليص ديون القطاع الخاص القصيرة الأجل بدلاً من استثمار الموارد في تراكم الاحتياطيات الدولية ؟
- ٠٤ ما هي نماذج عمليات شراء الديون الخارجية ؟
- ٠٥ كيفية الاستفادة بالليارات الزائدة عن الاحتياطيات المثلى ؟
- ٠٦ هل يتم في البنك المركزى رصد مواطن الانكشاف للمخاطر بصفة مستمرة لتحديد الحدود المقبولة لها (من حيث العملة أو المدة أو الائتمان المسموح به ومنحنى العائد) ؟
- ٠٧ هل العملات المختارة للاحتياطيات النقدية تعكس أوزاناً ترجيحية مفضلة، وأدوات استثمار مقرونة بخصائص ائتمانية مدروسة تتفادى مخاطر أسعار الفائدة ؟
- ٠٨ هل استراتيجية إدارة الاحتياطيات تركز على الأمان والسيولة على حساب العائد من توظيف الاحتياطيات الدولية أم غير ذلك ؟
- ٠٩ هل يمكن افتراض استخدام الاحتياطيات الزائدة في تمويل برنامج للإنعاش الاقتصادى ؟

المحور الرابع: الإطار المؤسسي الحاكم لإدارة الاحتياطيات من النقد الاجنبى

تتطلب إدارة الاحتياطي وضع ترتيبات مؤسسية وتنظيمية وإدارية سليمة يدعمها إطار تشريعي، بحيث يحدد هذا الإطار بوضوح مسؤوليات وصلاحيات الهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات. كذلك فإن الإدارة السليمة يرتبط نجاحها بتنظيم داخلي محكم للعمليات والمخاطر الداخلية، الأمر الذي يتعين معه توافر أفراد مؤهلين ومدربين

جيدا ، كما يجب أن تكون الرقابة الفعلية للعمليات الداخلية والمخاطر ذات الصلة مدعومة بنظم موثوق بها للمعلومات وإبلاغ البيانات، ووظيفة مستقلة للمراجعة .
كذلك اشير في التقرير السنوى للبنك المركزى ان برامج الخطة التدريبية للمعهد المصرفي قد تركزت في برامج التمويل والائتمان،العمليات المصرفية،الخزانة والاستثمار، المحاسبة والمراجعة، الجوانب القانونية، الجوانب الادارية والموارد البشرية .

هذا الطرح يثير مجموعة من الاستفسارات :

- ١- ما هو الإطار التشريعي الحاكم لإدارة الاحتياطيات ؟
- ٢- ما درجة استقلالية البنك المركزي فيما يخص إدارة الاحتياطيات ؟
- ٣- هل تتوفر آليات الرقابة الفعالة للعمليات ؟
- ٤- هل تناسب المعلومات والبيانات بثقة وشفافية؟ وهل تتوفر وظيفة المراجع الخارجي والداخلي ؟ وهل تخضع ادارة الاحتياطيات لرقابة صندوق النقد الدول ولعاييره ؟
- ٥- هل تتوفر كوادر مؤهلة ومدربة بشكل يفي بالمتطلبات المذكورة آنفا ؟ اى في مجال ادارة الاحتياطيات الدولية والإلمام بكافة متغيراتها ؟ وهل التدريب يقتصر على التدريب الداخلى من خلال برامج المعهد المصرفى أم يشمل التدريب إرسال بعثات وحضور دورات في مجال السيولة الدولية ينظمها صندوق النقد الدول ؟

عبد الفتاح الجبالي

الحقيقة معنا أ. أحمد نصحي وكيل محافظ البنك المركزى وهو ممثل البنك المركزى والموضوع حيوى إذا سمعناه أولا سيكون الحوار أفضل ، وهذا اقتراح إذا وافقتم سيادتكم حيث يمكن أن نتفادى النقاش فى أشياء كثيرة غير واضحة .

عبد الفتاح ناصف

فى البداية يمكن أن أسجل أسماء الراغبين فى الأدلاء بمدخلاتهم ومن ثم يمكن أن نناقش الاقتراح المطروح.

جودة عبد الخالق

أود أن أذكر حاجة ، أ. أحمد نصحي بحكم موقعه فهو يمكن أن يعالج الموضوعات ويختار ماذا يقول وما الذى لا يقوله ، وأنا أريد أن أبدأ عندما تبدأ المدخلات لأن لدى ارتباط فى كلية الاقتصاد .

عبد الفتاح ناصف

نحن ندعو الزملاء بأشخاصهم بحكم اهتمامهم بالموضوع ، وطبيعى عندما ننوى أن نتكلم عن موضوع مثل هذا يدعى أحد من البنك المركزى ويقول رأيه الشخصى ، إذا سؤل عن ماذا يجرى فى البنك المركزى فى قضية معينة فله الحق أن يجيب ويوضح سياسات البنك فى القضية التى نتناولها ، أ.أحمد نصحى، هل توافق على الاقتراح بأن تبدأ تقول ما تشاء فى الموضوعات الموجودة .

أحمد نصحى

الحقيقة أفضل أن أنتظر ، أولا أنا أقرب إلى الاقتصاد من النواحي المالية، ولكن أرى معلومات يمكن أن أقولها ، لكن أنا لست المسئول عن هذا القطاع ، أنا فى قطاع البحوث ، لكن فى نفس الوقت فرصة أتعلم وأستفيد ومن ثم أفضل الانتظار .

جودة عبد الخالق

صباح الخير جميعاً أود أن اشكر د . عبد الفتاح ، د . قادية والزملاء فى المعهد على دعوتهم الى المشاركة فى هذا الموضوع ، والموضوع كان حيويًا وازداد حيوية فى ظل تطورات نعرفها جميعاً .
أود علي سبيل الاستهلال ان أستوضح شيئاً متعلقاً بالبيانات، ثم أتحدث ربما فى المحور الأول المتعلق بمستوى الاحتياطيات الدولية ومحدداتها.

الاستفسار عن البيانات التى وردت فى صفحة ٤ الفقرة الثانية ~ من ناحية أخرى يرصد تقرير البنك المركزى الربع سنوى يوليه / أغسطس ٢٠٠٨/٢٠٠٩ اعتقد أن المقصود هو ربع السنة يوليه / سبتمبر ٢٠٠٨ ، وطبعاً هو جزء من السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ وبالتالى نطاق البيانات هذا الربع الأول من السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ وهو يوليه / سبتمبر وقد تصورت أننى غير متابع وأن هناك تقرير آخر لكن هذا هو الأصح.

طبعا البيانات تكشف عن هيكلية الدين الخارجى وعن هيكلية الاحتياطيات النقدية فى مصر ، وواضح ان الدولار فيما يتعلق بالدين يلعب دوراً أكبر، وفيما يتعلق بالاحتياطى أيضا، لأنه طبقاً للأرقام الواردة فى صفحة ٤ المتعلقة بالاحتياطيات النقدية ، نصيب العملات الأجنبية ٩٤,٦% طبعا كنت اود أن اعرف وضع الدولار فى هذه النسبة التى بلغت ٩٤,٦% بالمقياس للعملات الأجنبية ، هذا الموضوع اولاً يتعلق بالشفافية - ثانياً مهم للإجابة على الأسئلة المطروحة الآن فى هذا السياق هذا أول سؤال أسأله : ما هو نصيب الدولار من ٩٤,٦% من جملة العملات الأجنبية ؟ انا أعلم أنه مبهم لكنى أخطب جهة تملك البيانات، وربما تقدر أن هناك حساسية لكى

تتاح البيانات بدرجة من التفصيل ، أنا اعرف دول مثل الصين لا تكشف عن هذا باعتباره من الاسرار الاستراتيجية فقد يكون هذا هو الاعتبار .

ما اود ان أقوله أننا سنلجأ الى بعض التخمين في غياب التفاصيل الدقيقة والتخمين الذي أقوله يبدو ان الدولار يحتل النسبة الأكبر من الـ ٩٤,٦٪ لكن هل هي النصف؟ أكثر بعض الشيء؟ أقل بعض الشيء؟ هذا موضوع لا نستطيع حسمه .

إذن أنت عندك احتياطي وصل في آخر مراحل الـ ٣٤ مليار في الفترة التي تتكلم عنها وان النسبة الأكبر لأى مكون هو الدولار الأمريكى ، الدولار الأمريكى مهم بالنسبة لهيكلة دين مصر الخارجى ، ولكن هناك عملات مثل اليورو تحتل المرتبة الثانية لكنها قريبة من وضع الدولار .

السؤال الوارد في المحور الأول حول مستوى الاحتياطيات الدولية ومحدداتها انا أرى انه من الممكن تلخيص الأسئلة ثم مناقشها واحد واحد بالتفصيل ، هل مستوى الاحتياطيات الدولية لمصر فى حدود المستوى الأمثل؟ أقل من المستوى الأمثل ؟ اكبر من المستوى ؟ اولا تكون مصادر تكون الزيادة في الاحتياطيات الدولية هي مرتبطة بوضع في ميزان المدفوعات المصرى يظهر عجز مستمر فى الميزان التجارى ، وفائض في معظم السنوات في ميزان حساب المعاملات الرأسمالية والمالية، وبالتالي التراكم هذا لا بد أن يعنى أن الفائض المتحقق في ميزان المعاملات الرأسمالية والمالية سنة بعد سنة أكثر من العجز المتحقق في الميزان التجارى ، بحيث إن الاحتياطي يقل ، هذا من الناحية الحسابية البحتة .

ولكن إذا نظرنا الى بعض العوامل الأخرى ، ستمود اعتقد الى فترة ما بعد بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي بدأ من ٩٣/٩٢ ، حينما تم تحرير جانب المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات ، ولجا البنك المركزى الى اتباع سياسة التعميم لتحديد أثر التدفقات الرأسمالية الداخلة الى مصر ، وبالتالي هذه الفترة التي استمرت تقريباً حتى ١٩٩٧/٩٦ كانت موجه من تدفقات رؤوس الأموال ساهمت في زيادة الاحتياطي ، حصل استقرار بعد ذلك لكن بعدها جاءت موجه أخرى ، هذه الموجه كانت مرتبطة أساساً ببرنامج الخصخصة وتدفقات رؤوس الأموال التي جاءت فى اطار برنامج الخصخصة .

ليست هذه هي كل العوامل لكنها أغلبها ، وبالتالي أود أن أربط بين حركة الاحتياطيات الدولية لمصر من النقد الأجنبي أو دعنا نسميها الاحتياطيات الدولية باعتبار الذهب داخل فيها وبين تغيير حدث في السياسة الاقتصادية لمصر هو تحرير المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات منذ اوائل التسعينات وحتى الآن ، وأن هذا التحرير مرتبط بما نسميه نحن فى الاقتصاد بثالوث الاستحالة ، بمعنى يصبح عندك معضلة في إدارة السياسة

الاقتصادية، حيث من ناحية تود أن تحافظ على استقرار سعر صرف العملة ، ومن ناحية تود ان تحافظ على حركة رأس المال حراً دخولاً وخروجاً .

الأدبيات تقول ان هذا استحالة، لايد ان تحترق فهذه نقطة أود أن أسجلها من الآن ربما نتحدث عنها لاحقاً وأرى انه سوف يريح الأمر المتعلق بتراكم الاحتياطيات الدولية من النقد وإدارته. لو تم الإنتباه لهذه النقطة والتحول من فتح الباب بشكل مطلق لحركة رؤوس الأموال دخولاً وخروجاً الى نوع من الإدارة الرشيدة لحركة رؤوس الأموال ، لا اناذى باغلاق الباب تماما وانما ادارة تدفقات رؤوس الأموال بدلاً من تركها هكذا .

بالنسبة للمستوى الأمثل للاحتياطيات لأن هذا في صلب الموضوع ، طبعاً المقاييس الدولية مهمة ولكن في نفس الوقت الخصائص الدنيوية للاقتصاد المصرى ينبغي ان تستدعى للأجابة على هذا السؤال ، وبالتالي أنا لأ أحسب نسبة الاحتياطيات الدولية الى الناتج المحلى الأجمالى فقط لأن الأمر يتعلق بتفصيلات منها مايلي :

١- ما وضع الميزان التجارى وتوزيع تجارة مصر الخارجية على مستوى العملات المختلفة ؟ هذا مهم .

٢- موضع الدين الخارجى بالتأكيد مهم ، وتكوينه من حيث العملات .

لكن بالاضافة الى هذا هناك عوامل حرجة تستدعى في الحالة المصرية الا وهى مدى التقلبات التى تطال أسعار سلع حرجة في حالتنا واعنى بذلك القمح والنفط ، النفط باعتبارنا لازلنا نصدره بالرغم من تراجع نسبة التصدير انما لا زلنا، وبالتالي اذا كان هناك درجة عالية من التقلب في سعر النفط وفى سعر القمح علي سبيل المثال أعتقد أن هذا واحد من الاعتبارات التى تؤخذ في الحساب عند التحديد لأنك محتاج حائط صد ، اذا حدث انهيار كبير في أسعار النفط كما حدث .

وبالتالى الناتج المحلى الاجمالى ربما مهم لعقد مقارنات دولية، ولكن مالا يقل أهمية هو هيكل التجارة الخارجية من حيث السلع في ارتباطه بتحركات أسعار سلعة أساسية كما أشرت ، وفى ارتباطه في التوزيع من حيث العملات وأيضاً هيكل الدين الخارجى لا يهم عام أو خاص، وأضيف الى هذه الاعتبارات ما اذا كان حساب المعاملات المالية والرأسمالية يخضع للتحرير أو انه تتم ادارته بشكل ما .

اذا أخذنا هذه العوامل بعين الاعتبار سنجد أنه ربما المستوى الحالى للأحتياطيات الدولية لمصر ليس مبالغاً فيه، ولكنه اذا تصورنا أن الأمر يقبل بعض التعديل في السياسة الاقتصادية من بعض الوجوه ، يمكن في هذه الحالة النزول بهذا الاحتياطي عن هذا المستوى خصوصاً ان هناك بالتأكيد تكلفة لحصول تراكم مثل هذا الحد لأنه في النهاية جزء من المدخرات الوطنية ولا يوظف توظيفاً تنموياً ، وانما يوظف لأغراض الأستقرار

Stabilization ، اما استقرار سعر الصرف ، واما استقرار الأسواق بالنسبة لسلع معينة وهذا طبعاً مشروع وضروري ولكن الاستخدام التنموي له شيء غائب تماما في هذا الحالة .

اذا كانت المسألة بهذا الشكل فما هي أنواع السياسات التي يمكن أن تقترح للنزول بهذا الحجم عن مستواه الحالي دون ان يكون هناك اخلافاً بمتطلبات تحقيق الاستقرار ؟ .

في تقديري لا بد من اعادة النظر في سياسة تحرير الحساب الرأسمالي والمالي في ميزان المدفوعات لأن مصر لا تملك ، وبالمناسبة أود أن استدعى حالة الصين والهند وهما من الناحية الاقتصادية أقوى وأشد منا كثيراً ولم تنتقل الى مرحلة التحرير الكامل لحساب المعاملات الرأسمالية والمالية- وهذا هو الاقتراح الأول على صعيد السياسة .

الاقتراح الثاني أنه طبعاً في بلد يعتمد بشكل حرج على سلعتين ونحديداً البترول من حيث حصيلة النقد الأجنبي والقمح من حيث الاحتياطيات الدولية من النقد ، لذلك لا بد من التفكير في عمل صندوق موازنة أو مخصص موازنة ، في الحقيقة احتياطي النقد الأجنبي لدى البنك المركزي يقوم بهذه الوظيفة ، البنك المركزي محتاج للأحتفاظ بقدر كبير حتى يواجه الالتزامات الطارئة ، حالة انخفاض الإيرادات من النقد الأجنبي لأى سبب ، اذا تصورنا اذا نقلنا المستوى الى مستوى أدنى بعض الشيء ، صندوق الموازنة فيما يتعلق بأسعار القمح ، وصندوق الموازنة فيما يتعلق بأسعار البترول في حالتها بالإضافة الى قدر من الإدارة الرشيدة لحركة رأس المال بين مصر والخارج فربما يمكننا هذا بالنزول باحتياطي النقد الأجنبي عن مستواه الحالي .

لا اود أن اطيل ، بالنسبة للسؤال المتعلق بأهداف إدارة الاحتياطيات وطبعاً هذه الأهداف لا تعلن عنها صراحة ، انما يمكن أن يستشف من التصريحات التي تقال هنا وهناك واجراءات هنا واجراءات هناك ، ولكن يبدو لي أن العامل الحاكم هو ارسال اشارة الى ما يسمون المستثمرون الأجانب بأن الأوضاع الاقتصادية في مصر مستقرة ونحن نملك موارد كافية من الاحتياطيات الدولية في صورة تعد أجنبي أساساً للاستجابة لأى طلبات متعلقة بدخول أو خروج رأس المال هذا هو أحد الأهداف التي لم يعلن عنها .

في هذا السياق في رأيي قد يكون هذا الهدف حاصل على وزن أكبر مما ينبغي له أن يكون أخذاً في الاعتبار أن هناك وسائل تنموية تتعلق بتوظيف المدخرات الوطنية بتوظيف استثماري لرفع الطاقة الإنتاجية والتشغيل وخلق فرص عمل ، واتوقف عند هذا الحد . وشكراً .

سلوى العنترى

شكرا سيادة الرئيس والحقيقة الورقة طرحت كما كبيراً من التساولات عبر ثلاثة محاور وسوف أتكلم في

ثلاث نقاط في ضوء هذه المحاور كلها :

- مستوى الاحتياطيات ومدى كفايتها .
- مدى الكفاءة في إدارة الاحتياطي
- مدى قدرة الاحتياطيات بمستواها الحالي على مواجهة الصدمات التي نتجت عن تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، كما هو حادث حتى الآن أخذاً في الاعتبار أن هناك كثير من النتائج التي يصل لها الفرد في ضوء البيانات المتاحة ، التي هي في منطقة ليست لدينا فقط لكن في كثير من دول العالم لا يكون فيها تفاصيل كثيرة وإنما من حفظنا وأ. أحمد نصحي يصحح لي انه من سنتين تقريباً وجدنا درجة افصح أعلى مما سبق فيما يتعلق بنمط توظيف الاحتياطيات ، جدول شهر في النشرة الاحصائية الشهرية أقول عليه جدول ٢٠ هذا كم رهيب من التفاصيل لم يكن نراها من قبل وهذا متوفر من سنتين ، لا يقول كل ما نريد ، لكن يعطى فرصة للتخمين كيف تدار الاحتياطيات .

في ضوء ذلك .. بالنسبة لمسألة حجم الاحتياطيات ومدى كفايتها : لن أكرر ما قاله أ.د. جودة عبد الخالق ، لكن اذا كان مستوى الاحتياطيات ارتفع وصل - بعد ارتفاع وانخفاض - الى ٣٢,٢ مليار في نهاية مارس فهذا الكلام مبالغ فيه ، فهو أقل مما يجب ، لكن كيف يتم حسابه ؟

- الحقيقة مؤشر العلاقة مع الناتج المحلي ، المؤشرات التي نراها على صعيد نقدي هما حاجتين أساسيتين :
- العلاقة بين الاحتياطي والواردات ، كم شهر يغطي الاحتياطي الواردات ؟
- يغطي كم مرة؟ أو ما هي النسبة التي يغطيها للديون قصيرة الأجل تحديداً؟ اذا جاز الكلام على ان هذه الالتزامات الحالة التي يمكن اللجوء الى الاحتياطي لتغطيتها.

ففي ضوء هذين المؤشرين ، من واقع بيانات صندوق النقد الدولي رأيت البيانات المقارنة المتاحة عن مجموعات دول من الدول النامية ومجموعة الدول النامية وأرى ما هو وضعنا بالنسبة لهم ، لم يكن هناك بيانات لنسبة الاحتياطي للديون قصيرة الأجل ، ووضعنا بالنسبة لمصر يدعو إلى الأطمئنان ، الاحتياطي يغطي الديون قصيرة الأجل لمصر أكثر من ١١ مرة وبالتالي من هذه الناحية هذا الالتزام ليس فيه مخاطر .

الشي الثاني مدى كفايته بالنسبة للواردات ، المؤشر الذي وجدته موجود على مستوى الدول التي تقدم مدى تغطية الاحتياطي لشهور الواردات السلعية والخدمية ، البيانات التي دائما يتم عملها في مصر وتحسب ، يؤخذ في الاعتبار السلعية فقط ، ويأخذ في الاعتبار مدفوعات الواردات الخدمية ، وانا قلت جازي هي هامشية أو نسبتها صغيرة، لكن اكتشفت ان نسبتها حوالي ١٨٪ من مدفوعات الواردات وبالتالي يجب أن تؤخذ في الاعتبار. وفي ضوء هذين الفرقين وجدت التالي :

أنه اذا كان الاحتياطي لدينا بمستواه الحالي يغطي ٧ شهور واردات، وهذا انخفاض بالرغم من زيادته بشكل مطلق على مدى السنين ، لكن باستمرار كانت نسبة تغطيته لشهور الواردات تنخفض بانتظام حاليا حوالي ٧ شهور. على مستوى الدول النامية ككل وفقا لصندوق النقد الدولي هذا يغطي ١٠ شهور في المتوسط واردات سلعية وخدمية ، على مستوى الدول الأفريقية ٨,٦ شهر ، على مستوى الدول النامية الآسيوية ١٢,٨ شهر ، على مستوى الدول العربية (الشرق الأوسط وشمال أفريقيا) وهي الدول العربية ١٤,١ شهر يصبح بالمقارنة هذا يغطي واردات سلعية وخدمية .

اذا عدلت مؤشري في ضوء هذه البيانات ، ودخلت الواردات الخدمية سنجد انه يغطي ٦ أشهر ، تصبح المقارنة لا يستطيع ان نقول مبالغ فيه أو زيادة لأنه على مستوى دول نامية أفريقية عربية، حتى لو قلنا ان من ضمنهم دول مصدرة للبترول ، فالبيانات فرقنا بين الدول النامية المصدرة للبترول ١٤,٩ شهر ، في الدول غير المصدرة ٨,٨ شهر فبالتركيز الاحتياطي غير مبالغ فيه .

اذا اكملت على عنصر تحدثت فيه د . جودة عبد الخالق وهو طبيعة مصادر أولا النقد الأجنبي وهو بالضرورة فائض ميزان المدفوعات وموارد النقد الأجنبي هي المصدر الأساسي الذي سيتكون منه مهما كانت آليات الاحتياطي ، ففى واقع الأمر هي مصادر غير مستقرة لنا مثل الصين، لنا مثل دول تعتمد على التصدير، وتصدير سلع ليس بالضرورة البترول فقط، لدينا ميزان التجارة فيه عجز دائم ، يعتمد على مصادر متقلبة ، تعتمد على السياحة ، تعتمد على استثمارات أجنبية ، استثمارات المحفظة وكلها مصادر ليست تحت السيطرة وتتسم بالتقلب الشديد وهذا اتضح خلال الفترة الماضية ، وبالتالي قد يكون لسبب ادعى اذا كان المتوسط العام في دول مصادرها مستقرة هو ١٠ شهور من باب أول يكون لدينا ٦ شهور ، بالتأكيد مستوى يحق ان يزيد وهذا بالنسبة لمستوى الاحتياطيات .

بالنسبة للنقطة الثانية مدى الكفاءة في ادارة الاحتياطيات طبعاً هذا هو السؤال الصعب او المحور الصعب، مما يدل عليه أو مؤشرات من خلال البيانات المتاحة .

مبدئياً أقول كيف تقاس الكفاءة في ادارة الاحتياطيات أيا كان مستواها ؟ الكلام الذي قاله البنك المركزي نفسه في تقاريره وهو يشرح سياساته الاستثمارية في توظيف الاحتياطيات يقول إنه يستهدف توزيعه على عملات أخرى خلاف الدولار الأمريكى ، وهذا اتجاه محمود وفقاً لعدة محددات منها تركيبة الدين الخارجى لمصر، وعملات أهم الشركاء التجاريين بالإضافة الى توزيع استثمارات الاحتياطى على عدة محافظ بآجال وأهداف تراعى التوازن بين المخاطر والعائد .

حكاية المخاطر والعائد هذه مصرفياً ، المخاطر التى يمكن أن يواجهها من يدير الاحتياطيات عليه ان يدير :

- مخاطر السيولة بمعنى مدى التناسب بين آجال الأصول الاحتياطية التى هو محتفظ بها وآجال التزامات مصر الخارجية .
- مخاطر سعر الفائدة ، تقلبات أسعار الفائدة ، بالنسبة للأصول المرتبط في علاقتها بتقلبات أسعار للفائدة للالتزامات والديون الخارجية التى عليها .
- مخاطر سعر الصرف ، وطبعاً تقلبات أسعار الصرف المكونة سواء للأصول أو الألتزامات .
- المخاطر الأتثمانية ، مخاطر عدم السداد من قبل الجهات المصدرة لأدوات الأئتمان التى يستثمر فيها هل يمكن أن نستشف شيئاً من البيانات المتاحة ؟ في ضوء البيانات المتاحة وبالتحديد النشرة الاحصائية الشهرية للبنك المركزي في عددها الأخير مارس ٢٠٠٩ :
- البيانات تقول إن الاحتياطى من حيث العملات بنسبة ٩٩,٨٪ منها هى العملات المكونة لحقوق السحب الخاصة. بمعنى على وجه التحديد دولار ، يورو ، استرلىنى ، ين ولا ننس انه قال في سياسته الاستثمارية أنه يحاول أن يبعد عن الدولار فيكون لدينا اليورو، والاسترلىنى ، والين .
- لا ننسى ان عملات حقوق السحب الخاصة تمثل حوالى ٨٤٪ من الدين الخارجى لمصر وهى نفس الأحصائية .
- على صعيد آخر، اليورو بالتحديد يمثل حوالى ٣٤٪ من الدين الخارجى، والاتحاد الأوروبى يمثل ٣٤٪ من مدفوعات الواردات السلعية .
- الدولار يمثل ٣٩٪ من الدين الخارجى ، الواردات من الولايات المتحدة الأمريكية حوالى ١٩٪ من الواردات السلعية .

وبالتالى بالرغم من عدم وجود دول تنشر ، فالبيان الذي يقدمه البنك المركزي ، واضح ان الفورمات التى يستخدمها البنك معمول بها دولياً ، التوزيعة الأولى اذا كانت عملات داخلية مكونة لحقوق السحب الخاصة أم

لا ، ثم بعدها ما هى على وجه التحديد مكتوب بجانبها اختياري وطالما ليس عليه التزام لن يعلنها ، ولكن يمكن ان نستشف طالما هو كان احد العيوب الرئيسية التى تواجه البنك المركزى في التسعينات أن التزامات مصر ليس كلها بالدولار ، لكن احتياطاته بالدولار ، واضح أن هناك اتجاه للبعد عن هذا وقد اعلنه ، وطبيعة الأرقام او البيانات تقول إن هذا العامل متعب الى أى مدى ، لكننا ليس لدينا القدرة على الحكم ، لكن على الأقل من الواضح أنه يراعى هذا .

من حيث الآجال أيضا جدول الثروة هذا يذكر أنه في كل شهر يقدم بياناً عن صافى الاستخدامات قصيرة الأجل المقدمة سلفاً من الأصول ، بمعنى ما هو الحجم المستخدم الذي يحتاجه البنك المركزى من هذه الأصول لسداد التزاماته سواء كانت التزامات ديون او التزامات عربية ويوزعها بين :

-التزامات تحل خلال شهر .

- التزامات تحل بعد أكثر من شهر حتى ٣ شهور

- التزامات تحل بعد أكثر من ٣ شهور حتى سنة

وبالتالى هناك تحسب لآجال الالتزامات المحتاج استخدام الاحتياطى فيها .

أيضا يوضح صافى الدفقات قصيرة الأجل المحددة سلفاً والمؤثرة على الاحتياطيات ، سواء الذي سيستخدمه في الدين الخارجى ، مبيعات قطاع البترول من النقد الأجنبى للبنك المركزى ، مبيعات قناة السويس من النقد الأجنبى للبنك المركزى ، وايضا يقسمها تدفقات :

- آجال حتى شهر

- ٣ شهور

- أكثر من ٣ شهور

اذ نتساءل هل البنك المركزى في إدارة الاحتياطيات يخطط في ضوء ، أو يدير السيولة والعلاقة بين آجال الالتزامات وبين الاحتياطيات ويوفر أصول احتياطية لهذا ، ويدرك الألتزام الذي يأتي بعد شهر ، بعد شهرين ، بعد ٣ شهور ؟ وماهى موارده ؟

ويدير الفجوة بين الأثنين ، نستشف من هذه البيانات أن هذا موجود من حيث المقارنة بين العائد ومخاطر الدين ، البنك المركزى في تقاريره يقول إن الجزء الأكبر من الاحتياطى المستثمر في أدوات دين مضمونة من الحكومات الأجنبية ، وتصريحات لمحافظ البنك المركزى أكثر من مرة أن هذا الكلام عبارة عن أذون خزانة للدول باليورو والدولار والين والأسترلينى ، وكلها أذون حكومية وأوراق مالية حكومية هذا على صعيد الكلام .

علي صعيد البيانات الموجودة أيضا آخر نشرة للبنك المركزي هناك جدول رائع ، نفس هذا الجدول يبين القيمة السوقية للاحتياطيات شهر بشهر ، يظهر منها ان هذه الأوراق المالية تمثل حوالى ٧٠,٦٪ من الاحتياطيات ، هذا هو الشيء الأساسي المستثمر فيه الاحتياطيات ، الايداعات في بنوك ١٣,٩٪ حيازة مصر لحقوق السحب الخاصة ٠,٣٪ الذهب ٦,٥٪ ، أصول احتياطية أخرى ٨,٧٪ . وقد اطمأنيت لأن التفاصيل الخاصة بالأصول الاحتياطية ليس من بينها مشتقات ، وهذا يعنى أنه ليس هناك توظيف لأصول خطرة التى انحدرت خلال الفترة الماضية .

الأوراق المالية اذا رأينا القيمة السوقية لها بالنسبة للقيمة الاسمية حدث انخفاض شديد في اعقاب الأزمة في قيمتها السوقية ، بالتدرج الأحتياطي: أخر أرقام متاحة كمقارنة بين قيمة أسمية وقيمة فعلية في يناير ٢٠٠٩ ، القيمة السوقية للاحتياطيات ٣٣,٢ مليار دولار ، والقيمة الاسمية ٣٣,٤ مليار . وبالتالي الفجوة بينهم قلت ، وبالتالي في المحصلة النهائية اذا كنت أحكم على الكفاءة في ادارة الاحتياطي يبدو أنه يدار بشكل محترف وهناك حفاظ على قيمته ، وتوازن بين الآجال لمواجهة .

كيف انعكس ذلك على قدرة الاحتياطيات على مواجهة الصدمات التى حدثت خلال الفترة الماضية ؟ صدمات ممثلة فى بيانات يوليو / ديسمبر تقول إن هناك عجزاً فى ميزان العمليات الجارية بحوالى ٢,٥ مليار دولار ، تراجع فى صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر بحوالى ٤٨٪ عن فترة مماثلة ، استثمارات المحفظة - وهذه صدمة كبرى لأنها ليس مجرد موارد قلت - تدفقات استثمارات محفظة للخارج حوالى ٧,٤ مليار دولار ، هناك اموال خرجت خارج البلد ٧,٤ مليار دولار ، منهم ٦ مليار كانت استثمارات أجنبية فى أذون الخزانة. وقد امكن مواجهة خروج تلك التدفقات أساساً من خلال سوق الأنتر بنك الدولارى وهى نقطة هامة جداً.

هناك سوق يجمع فيه كل طوائف البنوك مصادرها من النقد الأجنبى يمكن للبنك المركزى أن يلجأ لها ويستعين بها ويزود بها الاحتياطيات ، هذا حدث وبصفة أساسية بالإضافة الى أن الاحتياطي تمكن من سداد اقساط ديون مستحقة في خلال شهر يناير بلغت قيمتها ٦٨٢ مليون دولار . تدخل البنك المركزى أيضا بجزء ما من احتياطياته وربما البنوك بموارد من الأنتر بنك لمواجهة المضاربة على تخفيض الجنيه المصرى خلال شهر مارس ٢٠٠٩ .

أستشف من هذا كله ان الاحتياطي بنمط إدارته وبمستواه الحالى، بالرغم من احتياجه للزيادة حتى الآن تمكن من مواجهة الصدمات، وان كان هذا لا يمنع ان هناك حاجة في تصورى لزيادة حجم الاحتياطيات، وشكرا.

علي سليمان

بسم الله الرحمن الرحيم ... انا الدكتور علي سليمان - وكيل أول وزارة الاقتصاد السابق .. أشكر معهد التخطيط علي تنظيم هذه الندوة الرائدة في موضوع أعتقد أنه من الموضوعات المهمة وأتمنى أن يكون هناك موضوعات أخرى تتعلق أيضا بالسياسة العامة في مجال الموازنة العامة، في مجال الدين الداخلى، بعضها تم فعلاً في اعداد سابقة، ولكن أتمنى ان تكرر لأن المتغيرات الدولية متسارعة وتفرض علينا اعادة حساباتنا في كل هذه المجالات .

أيضا أحب أن أشير الى نقطة اثيرت في البداية، الحاجة الى مزيد من الشفافية في التصريحات عن السياسة الاقتصادية، لأنه للأسف المسئولين لدينا في مصر يتكلمون كما لو ان هذا الموضوع يخصنا نحن ولا يخصكم أنتم، وأنتم تتعلق بكل أصحاب الفكر والرأى وبالذات أصحاب الرأى الاقتصادى، ونحن في مصر للأسف ينقصنا بعض الهيكلة المؤسسية المتعلقة بالسياسة العامة في المجال الاقتصادى، ففى الولايات المتحدة الأمريكية هناك المجلس الاقتصادى الخاص بالرئيس، وبالنسبة لمجلس الاحتياطي الفيدرالى هناك المجلس هذا المجلس يتكون من بعض الشخصيات الاقتصادية والشخصيات العامة يكون لها تأثير كبير جداً في وضع السياسات الخاصة بالسياسة النقدية والمالية للولايات المتحدة الأمريكية، ونفس الشيء في دول أخرى .

هنا أنه بمقال للدكتورة كريمة كريم من يومين في الأهرام التى طالبت أن يكون هناك مجالس للنصح الاقتصادى في موضوع السياسات العامة، ونحن نستجدى شيئا كان موجوداً من فترة طويلة، وكان موجوداً أحياناً ثم يختفى ثم يعود مرة أخرى .

وبصفتى لست ممارساً سوف أتحدث في بعض الانطباعات التى تخص موضوع اليوم وهو إدارة الاحتياطيات الدولية في ثلاثة محاور محددة .

المحور الأول خاص بحجم الاحتياطيات، ولعل الزملاء أوفوا، وكفوا د . جودة، د . سلوى في شأن دراسة حجم الاحتياطيات الموجودة وهل هو كافي أو غير كافي؟ انا أعتقد أنه كما هو اليوم، كما ألمحت د . سلوى أنه غير كافي بالمقارنة بالدول الأخرى، إذا أخذنا المعايير المعتادة بما فيها النسبة الى الواردات، وربما تحور هذه النسبة قليلاً، والنسبة الى الناتج المحلى الإجمالى وهذه أشار اليها د . جودة أن التحديات التى

يواجهها صانع القرار النقدي في مصر تحديات أكبر بكثير من دول أخرى ، ولعل مربط الفرس في هذا الموضوع هو حرية التحويلات الرأسمالية . فنجد أن كثير من دول المنطقة التي أخذت بمبدأ الانفتاح الاقتصادي وبالذات الدول غير النفطية كانت أبطىء منا في الاستجابة لضغوط صندوق النقد الدولي، فيما يتعلق بحرية التحويلات الرأسمالية وسأعطيكم مثالين تونس والمغرب ، هذه الدول لم تقرر بعد بالتحويل الكامل بالحرية الكاملة للتحويلات الرأسمالية، وبالتالي ادارة الاحتياطيات عندها أسهل كثيراً جداً من محافظ البنك المركزي في مصر .

النقطة الثانية وهو موضوع ربما لم يذكر حتى اليوم، وهو موضوع البورصة المصرية، وحق الأجانب في الدخول والخروج من البورصة المصرية وهذا مرتبط بالتحويلات . الدخول بشراء أسهم ثم الخروج مرة أخرى وأنا أزعم أن الأجانب يعيشون فساداً في البورصة المصرية عن طريق مضاربات قوية جداً . دخلنا في ثالث مرحلة من مراحلها في الأزمة الأخيرة ، كان هناك مرحلة عام ١٩٩٨/٩٧ ومرحلة أخرى عام ٢٠٠٣ والمرحلة الأخيرة في الأزمة الأخيرة. ونتج عن ذلك نزوح كميات كبيرة من الأموال ولولا الادارة الاقتصادية الحكيمة للبنك المركزي وبالذات في المرحلة الأخيرة لكان الجنيه المصرى تدهور تدهوراً كبيراً .

النقطة الثالثة التي تزيد من صعوبة وظيفة البنك المركزي هي وجود فروع للبنوك الأجنبية ، وبنوك أجنبية كاملة في مصر ، هذه البنوك بالرغم من أنها تخضع لرقابة البنك المركزي ، ولكن تحويلاتها تخضع للمراكز الرئيسية بالخارج . والأزمة الأخيرة نتج عنها نزوح كميات كبيرة جداً من احتياطيات هذه البنوك الى الخارج وهذا منعكس في الورقة التي اعدتها د / فادية في صفحة ٤ ، حيث تشير الى أن صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك قد تخفض من ٢٥ مليار في سبتمبر ٢٠٠٧ الى ١٦ مليار في سبتمبر ٢٠٠٨ هذا الانخفاض ليس انخفاضاً بسيطاً، ويحتاج لإعادة نظر لمعرفة أسبابه ومسبباته ... الخ ..

د. جودة تكلم في المحور الثاني فيما يتعلق بهشاشة موقف المعاملات الأجنبية الخارجية، وبالذات فيما يتعلق بالاعتماد على البترول في التصدير وعلى القمح في الاستيراد ، انا أشير أيضاً ان المشكلة ليست في الواردات فقط ولكن في إمكان تقلب بعض الصادرات ومنها السياحة وقناة السويس ، فالتقلبات في السياحة يمكن أن تنخفض بنسبة ٥٠٪ عبر أنه في شهرين ثلاثة ، يمكن ان تكون سبب إزعاج كبير جداً لإدارة الاحتياطيات الدولية .

الموضوع المهم ، انا اعتقد أن ٣٥ مليار يعتبر اليوم غير مناسب بالمقارنة أننا من ١٠-١٢ سنة كنا نتكلم عن ٢٢ مليار الناتج المحلى الإجمالى زاد زيادة كبيرة وفي نفس الفترة النحدييات زادت زيادة كبيرة في نفس الوقت .

وانا أقولها بالنيابة عن البنك المركزي ، والبنك المركزي اولى بالدفاع عن نفسه ، أقول ارفعوا ايديكم عن احتياطات البنك المركزي فيما يتعلق بالسياسة الداخلية ، بعض الناس تقوم باستخدام هذه الاحتياطات في التوظيف أو تشغيل العمالة ، هذا موضوع مختلف وله علاجاته ، وهي علاجات متاحة في ظل السياسة المالية القائمة ، يمكن أن تعالج وهذا ليس موضوعنا اليوم ماذا يمكن أن تقوم به في هذه النقطة ؟

الوضع الآخر المثير للتساؤل سياسة البنك المركزي فيما يتعلق بسياسة ادارة الاحتياطات ، ليس معروفاً ما هي أهدافها ، هل هو دعم الجنيه أم دعم الدولار ؟ في الواقع هناك علاقة ثابتة بين الجنيه المصري والدولار وهذا يدخل في بند تطمين المستثمرين والحفاظ على سمعة الاقتصاد المصري في الخارج ... الخ ، وبالتالي معظم الزيادة التي تمت في الاحتياطات كانت فترة فيها انخفاض كبير في سعر الدولار ، وبالتالي دخل البنك المركزي مضارباً لدعم الدولار والحفاظ على تلك النسب ، وعدم السماح بارتفاع الجنيه المصري تجاه الدولار في تلك الفترة. وهذا يجعل له مجالاً للحركة ، عندما يبدأ الاتجاه يتقلب مثل هذه الايام أن يكون البنك المركزي له احتياطات تمكنه من الحفاظ على قيمة الجنيه ، والدفاع عن قيمة الجنيه كما هو حادث هذه الايام ، وربما نسمى هذه السياسة سياسة نفعية أو انتهازية ، إنما هي سياسة حكيمة واعتقد أن البنك المركزي أيدى حنكة كبيرة في هذا السلوك .

الموضوع الثالث خاص بتركيبة الاحتياطي ، هل هو دولار ، يورو ... الخ ؟ انا اعتقد أنه رغم عدم الافصاح بما يتم تماماً في هذه الناحية فإن توقعاتي أن الدولار يشغل ٧٠٪ من حجم الاحتياطات القائمة ، ليس لدى أرقام ، لكن هذا توقع بالرغم من ان نسبة الدين الأجنبي تجاه الولايات المتحدة أقل منه تجاه اليورو كما ذكر في النسب ، وأيضاً حجم التجارة مع الولايات المتحدة اقل من مجموعة اليورو ، لكن ربما السبب الأول الذي ذكرته وهي تلك العلاقة المقدسة بين الدولار والجنيه ، والتي يفترض أن تظل ثابتة وتظل منتظمة هي التي تفرض على البنك المركزي إتباع هذه السياسة .

النقطة الأخيرة خاصة الى جانب الحاجة الى فتح مجال الحوار العام حول سياسة ادارة الاحتياطات الأجنبية ، اعتقد أن جزء من هذا التوجه يتعلق بان الحوار سوف يثير نوعاً من التعليم أو نوع من الوعي ، كيف ندير هذه الاحتياطات ؟ وأيضاً بالرغم من ان البنك المركزي لا يخضع مباشرة للسلطات التشريعية إنما أيضاً لابد للسلطات التشريعية ان يكون لها رأى في هذا الشأن .

اذن نحن في حاجة الى مراجعة عدة أشياء في ظل استمرار الحديث حول الاحتياطات ، سياسة حرية التحويل ، السماح للأجانب بالدخول والخروج من البورصة بلا عائق ، البند الثالث هو وضع البنوك الأجنبية

في مصر وكيف تعزز سياستها في ظل تأثيرها بالتغيرات العالمية، ثم أخيراً العلاقة بين سياسة الاحتياطي وسياسة الديونية الداخلية والتوازنات المختلفة الباقية في الاقتصاد القومي، وشكراً ...

ياسر حسن

حتى لا أكرر ما تفضل به السادة المتحدثون خلال مداخلاتهم، أرى ان الاحتياطي هو نتيجة وليس هدفاً في حد ذاته، وبالطبع هناك حد أدنى من الاحتياطي يجب توافره لكي يعطى استقراراً وأماناً وتأميناً .
لماذا هو نتيجة وليس هدفاً؟ الاحتياطي هو نتيجة التدفقات الأجنبية الواردة للدولة والخارجة منها، وفي حالة حدوث فائض في ميزان المدفوعات يقوم البنك المركزي بشراء هذا الفائض، ويكون الاحتياطي ليستخدم مرة أخرى خلال السنوات التي يحدث فيها عجز. وينظرة على فترة أوائل ومنتصف الثمانينات، نجد أن رصيد الاحتياطي كان صغراً تقريباً الأمر الذي كان يتسبب في حدوث مشاكل تتعلق بالاستيراد، ثم بدأ الاحتياطي يزيد أحياناً ويقل أحياناً أخرى أثناء السنوات التالية، وخلال السنوات الثلاث أو الأربعة الماضية بدأ الاحتياطي في الزيادة بنسبة كبيرة وفي الشهور الأخيرة عندما بدأ يحدث ضغط - كما ذكرت د. سلوى على التدفقات التقديرية التي يظهرها ميزان المدفوعات (متمثلة في زيادة الاستيراد أو انخفاض الصادرات والسياحة وقناة السويس) أى أن أموال كثيرة خرجت وبدأ الاحتياطي ينخفض إذن الاحتياطي هو دالة لكل المتغيرات والعوامل المؤثرة في ميزان المدفوعات .

ننتقل الى المحور الثاني المتعلق بوجود ارتباط بين الاحتياطي والسياسات الاقتصادية . بلا شك هناك ارتباط واضح، ارتباطاً بين سياسة التصدير وتشجيع الاستثمار . كل ذلك يؤثر تأثيراً مباشراً على إيرادات ومصروفات الدولة من العملات الأجنبية، وبالتالي العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات ومستوى الاحتياطي .
اتفق مع د. سلوى التي أحضرت بيانات من ادق مصدر وهو النشرة الاقتصادية أننا عند مستوى ٦ شهور أو ٧ شهور تغطية للواردات تكون أقل من الدول المماثلة، وكما درسنا وتعلمنا في الماضي فإن الوضع الأنسب للاحتياطيات هو الذي يكفى الواردات لفترة تتراوح من ٦-٩ شهور وهذا أهم مقياس لكفاية الاحتياطي - المعيار الثاني الهام الذي أشار إليه كل من د. جودة ود. سلوى يتعلق بما هو شكل الديون لدينا؟ نحن لدينا قدر من الديون الخارجية بالعملة الأجنبية ليس كثيراً ولكنه ليس قليلاً أيضاً، وبالمقارنة مع دول أخرى بلا ديون خارجية ويتوافر لديها مستوى احتياطي مرتفع بالنسبة للواردات نجد أن وضعنا أقل من هذه الدول .

السياسات الاقتصادية المختلفة لها أهمية كبيرة جداً في التأثير على مستوى الاحتياطي وكيفية إدارته . على سبيل المثال إذا كان لدينا سياسة ترمى الى المحافظة على مستوى قيمة الجنيه فهذا سوف يؤثر على الاحتياطي لأننى إذا أردت أن احافظ على قيمة الجنيه فسوف أبيع وهذا سوف يؤثر على الاحتياطي ، او في أوقات الفائض سوف أشتري وأكون احتياطي ، ايضاً سياستنا الاستثمارية وانفتاحنا على العالم الخارجى ، هل أريد أن أفتح الباب للاستثمار أم لا ؟ كل هذه الأمور مجتمعة أعتقد أنها تؤثر بشكل مباشر على ميزان المدفوعات وتؤثر أيضاً على الاحتياطي .

وللاجابة على بعض الأسئلة وحتى لا أكرر ما قبل من قبل ، ورداً على سؤال هل تعرضت الاحتياطيات لمخاطر سيولة نتيجة رهن احتياطيات مالية أجنبية حتى سداد القروض ؟

ج - لا يمكن أن يكون الاحتياطي مرهون أبداً كضمان لقرض ، ويمكن أن يصحح لى الاستاذ أحمد إن كنت مخطئاً ، فالاحتياطي له مواصفات فهو ليس بأى عملة أجنبية ، لابد أن تكون عملات معينة وموضوعة إما في أدوات مالية أو لدى مؤسسات مالية دولية تتمتع بتصنيفات معينة وخارج مصر وتكون محررة من اى التزامات ، اذا لا يمكن ان أراهن احتياطي ضماناً لقرض ، واذا كان لدى أى نوع من الأموال وقمت برهنها ضماناً لقرض ، لا يمكن أن تدخل ضمن حساب الاحتياطي وهذا ما أردت أن اوضحه .

ورداً على سؤال هل تعرضت الاحتياطيات لمخاطر ائتمان نتيجة استثمار حدث ؟ ربما في الفترة الأخيرة ويصعب أن نجيب على هذا السؤال بإجابة قاطعة ولكن إذا نظرنا للبيانات يعمق ، ما يمكن ان نستشفه من البيانات المعروضة هو الطريقة التى استثمرت بها الاحتياطيات والتي توضح أن احتياطيات مصر لم تتعرض لمخاطر ائتمان ، واضح أن الأوراق المالية هى التى تمثل النسبة الأكبر ، ماحدث العام الماضى ان البنك المركزى حول الاحتياطي من أرصدة لدى بعض المؤسسات المالية التى ثارت حولها بعض علامات استفهام الى اوراق مالية حكومية، وعلى وجه التحديد سندات خزانة أمريكية، وهى آمنة وليس بها مخاطر إئتمان والحمد لله لا يوجد ما يزعجنا في هذا الشأن .

ولكى لا أطيل عليكم ، اجيب على سؤال هل من الأفضل التركيز على تقليص ديون القطاع الخاص القصيرة الأجل بدلاً من استثمار الموارد في تراكم احتياطيات دولية ؟

لا أرى علاقة بين الاثنين ، يتكون الاحتياطي بأن احصل على الدولار مثلاً سواء كنت مصدراً ، شركة سياحة أو فرد أعمل بالخارج ، إذا كانت مواردى بالدولار وأحتاج للجنيه لكى أنفقه ، أقوم ببيع هذا الدولار ويشتريه آخرون ، وإذا لم يوجد أحد يشتريه بهذا السعر، يأخذه البنك المركزى ويكون الأحتياطي .

إذن الاحتياطي هو نتيجة التعاملات ، وليس ثمة علاقة بين مديونية القطاع الخاص سواء قصيرة أو طويلة الأجل وبين تكوين الاحتياطي ، الأمر الهام هنا هو الدين الحكومي .
 باقي الموضوعات تناولها كل من د . جودة و د . سلوى ، ود . على ، وحتى لا أطيل أشكركم على الدعوة وعلى حسن الاستماع .

كريمة كريم

الحقيقة انا أود الكلام ، وأنا أتكلم عن الاحتياطي ومدى مناسبته ، أقسم بين الوجه العام وبين الوضع الحالي في أى أزمة التي نمر فيها بتداعيات الأزمة المالية الدولية علينا .
 دعونا نتكلم في الوجه العام أولاً ، بالنسبة للاحتياطي الحقيقية وكونه أمثل أم غير أمثل ، والدول الأخرى لديها ١٠ ولديها ٨ ، أنا لي الحقيقة وجهة نظر المفروض ان الاحتياطي موضوع ، وموضوع حتى لو كان أنون خزائنة ، العائد يكون منخفضاً للغاية في الظروف الدولية الحالية لا أقصد الأزمة لكن من قبلها أيضاً . كان هناك اتجاهات عاماً لانخفاض سعر الفائدة ، ودائماً ماذا نعمل ؟ نقول أفضل حجم لهذا الاحتياطي هناك اعتباران ، الاعتبار الأول لدينا قدر من العملات الأجنبية ، بحيث لا توقع الدولة في حرج سواء لاحتياجاتها من الواردات الأساسية ، سواء قدرتها على سداد الديون الخاصة ، وفي نفس الوقت الاعتبار الثاني استخدام هذا كأستثمار يعطى عائداً للدولة للتراكم المفروض أن يوضع على هذا الاحتياطي فبالتالي هناك جزء استثماري وجزء غير استثماري ..

إذن ما هو الحد الأمثل ؟ وفوق الحد الأمثل مفروض يستثمر بحيث يزود هذا الحجم من الاحتياطي ، ما هو الحد الأمثل ؟ وفوق الحد الأمثل ؟ انا الحقيقة أعتبر ما يستخدم بالنسبة للشهر بالنسبة للواردات ، بالنسبة للدين قصير الأجل كل على حدة ، أعتبر هؤلاء معايير في حاجة الى إعادة نظر لأن هناك تداخلاً بينها وبين بعض .

أنا في تصوري أن الحد الأمثل للاحتياطي يعمل معياراً مرجحاً بعدة نقاط التي يستخدم الاحتياطي من أجلها ، نسبة التراجع تتوقف على نسب هذه العوامل التي ستعمل ، منها نوع الواردات ، الواردات الأصلية التي أتت لمصر ، التي هي الأصل وبالتالي لها أهمية معينة ، حجم وارداتنا الأساسية منها ، الاعتبار الثاني العجز في الميزان التجاري . وأنا أتكلم في الصادرات والواردات بحيث ما هو حجمه ؟ بحيث يكون أحد العوامل التي توضع في عمل هذا المعيار ، وليس ميزان المدفوعات والأستثمارات الأجنبية تدخل في الخدمات

والتحويلات، لا ، اقول الميزان التجارى هذه السلعة الأساسية من الواردات هل سنستطيع نقلها أم لا ؟ الحاجة الثالثة ديوننا قصيرة الأجل لا بد أن أتحرّك فيها ، والحاجة الرابعة داخل هذه الديون هي الفجوة بين توقيت التدفق المتوقع للنقد الأجنبي والتدفق المطلوب للخارج لسداد هذه الديون .

كل هذه العوامل مفروض تخرج لنا معياراً وليس مسألة ماذا تعمل الدول الأخرى ؟ أنا فى تصوّرى أننا قادرين أن نبدأ بوضع معيار بالأوزان التى تعكس صورة الاقتصاد المصري فى ظل الأربع مؤشرات التى ذكرتهم ويمكن ان يضيف أحد خامساً أو سادساً ، بحيث فى ظل هذا نقول هذا هو الأمثل وعلينا أن نعمل هذا ، وبذلك تكون غطينا نفسنا . لكن ان نأخذ حاجة معينة ونقول ما هو عيبها، عندما نستخدم نموذجاً رياضياً، عندما يكون هناك تداخل فى العلاقات فى المتغيرات المستقلة تعطينا تقديراً بعيد عن الحقيقة، وبالتالي من لم يأخذ باله ويغض عينه ، سيصل لنتائج غير الحقيقة ، هذا هو الوضع الموجود ..

كنا ننظر للديون قصيرة الأجل وحدها ، وننظر للواردات وحدها ، هنا تداخل لأن عملنا لدينا احتياطي، هل يسدد الديون قصيرة الأجل أم لا ؟ أو اننا نسدّد الواردات أم لا ؟ هناك تداخل لأنه من الممكن ان تسدّد عدداً أكبر من الواردات، ولكن فى نفس الوقت ديوناً قصيرة الأجل، توقيّات الدخول والخروج لهذه الأموال لا يمكن تغطى. نحن محتاجون للإبتكار فى التفكير، وما نستطيع عمله هو وضع المتغيرات المختلفة للذي يحدد الحجم الأمثل لهذا الأحتياطي، ونعمل هذا المعيار المركب، ويتود اتخاذ القرار فى إدارة الأحتياطي .

هذا فى تصوّرى فى الأوضاع العادية وهذه نقطة مطروحة تجعلنا أكثر كفاءة فى إدارة الأحتياطي ، لكن حالياً هل نعمل هذا ؟ أقول لا ، لماذا ؟ حالياً كلما زاد الأحتياطي أصلاً لأننا محتاجون هذا الأحتياطي لضمان حاجة معينة وهى ضمان سعر صرف للجنيه، لأنه فى الظروف الاقتصادية الصعبة التى نمر بها، وعدد كبير من الناس يعانى من ارتفاع الأسعار ، ومن خسارة فرص العمل، وعدم تجدد فرص العمل . نحن فى حاجة للحفاظ على سعر صرف الجنيه لكى - على الأقل - نمنع ارتفاع الأسعار فى الداخل، وما تؤدى اليه من مشاكل نأمل تجنبها، وبالتالي حالياً ليس هو التوقيت الملائم للبحث ما هو الحجم المناسب ؟ هل نريد أن يزيد ؟ فى تصوّرى أن الاستهداف الأساسى لهذا الأحتياطي هو محاولة الحفاظ على سعر صرف الجنيه .

الطريقة التى يتبعها البنك المركزى حتى الآن طريقة أعتبرها ذات كفاءة لسبب أنه يحاول جعل علاقة الدولار بالجنيه فى حدود محددة ، فى هامش صغير وفى نفس الوقت يحتفظ بالعلاقة بين العملات وبعضها كما هو موجود بالسوق الدولية . لاحظوا التغيير ، اذا ارتفع الدولار ، بدلا ان ينقص الجنيه ، ينقص اليورو وخلافه ويعلى الجنيه، لو نقص قليلاً بحيث تكون العلاقة بين اليورو والدولار والاسترليني تحافظ عليها . وفى تصوّرى

هذه إدارة جيدة وأرجو الأستمرار عليها حتى تنفث الغمة ، لكن في نفس الوقت لا بد أن نعرف ما هو الوضع الحقيقي للجنيه ؟

الوضع الحقيقي للجنيه وضع غير مريح من حيث قيمته الحقيقية ، نحن نحاول الحفاظ عليه ونعطيه تنفساً صناعياً ، ومحتاجون لهذا التنفس الصناعي لننظر على المستوى الاقتصادى ككل ، لكن لا بد من تعزيز قيمة الجنية وزيادة الطلب عليه ، كيف ؟ البنك المركزى وهو يدير السياسة النقدية هناك أكثر من طريقة ممكنة لهذا ، وان كان كما أقول بعد الأزمة ، ممكن يعطى بفائدة أقل للصادرات ، ممكن يعطى تمويلاً لتدريب العمالة و لرفع الإنتاجية . أود أن أقول إن الأجور المرتفعة في أوروبا ويمكنكم حسابها ، ونحن لسنا وحدنا في هذا ، وللأسف ليس لدينا الدراسات الكافية التى تظهر هنا ، معنى ذلك أن السلعة التى تنتج تنافسيتها قليلة بالخارج للسحب ، لماذا ؟

نحن أجورنا منخفضة ، نعم لكن نحن نبخل في تدريب العمالة ، نرفع هامش ربح رأس المال ، وبالتالي نبخل في ادارة الموارد، بحيث تعطى لى أفضل انتاج ممكن في ظل هذه التوليفة من عناصر الإنتاج ، لكن الدراسات، وهناك دراسات في الدول العربية ، هناك عملية الأستشفاء بالنسبة لعمليات الملابس الجاهزة وارتفاع اسعارها رغم انخفاض الدخول ، اذا فتحنا ملفات صناعة الغزل والملابس الجاهزة التى تعاني من حاجات ، نحن كنا مستغربين ، كان هناك مركز استشاري هولندى ، وكان هناك بنك تنمية الصادرات ، ما هى أسعار الملابس الجاهزة ؟ ولماذا تباع بهذه الاسعار ؟ هناك أشياء عديدة منها انخفاض إنتاجية العامل المصري ، وبالتالي أعملها في ألمانيا ، كان المنتج غير تنافسى حتى بالنسبة لأسبانيا واليونان وخلافه سستكلف أقل رغم ارتفاع الأجور هنا .

ما أود أن أقوله إن هناك أشياء لا بد من عملها ، بحيث يقوم بها البنك المركزى في السياسة النقدية ومسألة الفوائد ومسألة التمويل بتكلفة أقل لكى نرفع من هذا ، بحيث يؤثر على الاقتصاد القومى ككل ومما يشجع الصادرات ، فلماذا لا يطلب المصدرون تخفيض سعر صرف الجنيه من أجل التنافسية ؟ لماذا لا يتكلموا ؟ كل واحد ينظر تحت رجليه فقط ، وكما يقال يذهب الى الجحيم كل من يشتري .

٨٠ ٪ من الشعب المصرى يذهب للجحيم وارتفاع الأسعار لم ينتظر لكى أزود تنافسية الصادرات. أنا في حاجة الى رفع إنتاجية العامل لدينا بحيث تكون سلعتى تنافسية ، ومن أجل هذا أطلب من الحكومة وأطلب من الجهاز النقدى على رأس البنك المركزى اتخاذ السياسات التى تساعدنى على تحقيق هذا في ظل ميزانيتى ، هذا

أرفع له القبة وأقول له أنا معك، وهذا حقيقي وهذا مطروح ، لكن مع الأسف تشبث في كل حنة ، هذا بمفرده، وهذا بمفرده.

فما أريد أن أقوله بالنسبة لإدارة الاحتياطي لا تقال، وهناك مؤشرات عملت في الوقت الحالي تجعل الأولوية تحاول الحفاظ على سعر الصرف ، لكن سعر الجنيه لن يستمر هكذا اذا استحدثت ظروفًا، لأن هناك ثمنًا سيدفع فنكون مستعدين لدفع هذا الثمن بعد ذلك، وبعد أن نخرج من الغمة التي نحن فيها .

النقطة التي نقول فيها إننا لا نعرف الاحتياطي النقدي ما هي أحواله؟ ونحاول نستشف أشياء عن كيفية إدارته ، أنا أخش شيئًا ليس فقط البنك المركزي، إنما للأسف عندنا ماشيين فيها الأجهزة الأخرى للدولة أن ننظر أن ماهو مطروح بالخارج على انه الأفضل ، وهنا نأتى لفعل بغض النظر هل هذا يلائمنا أم لا فى التركيبة الاقتصادية لنا والتركيبة الاجتماعية لفئات الشعب لدينا ؟ وسأعطى مثالاً : البنك المركزي وضع في السياسة النقدية استهداف التضخم ، بإجماع A , B,C السياسات النقدية لأقول الحاجات المعقدة ، التضخم له سببان : إما ناتج عن زيادة الطلب ، وإما ناتج عن زيادة تكلفة الإنتاج . تكلفة الانتاج لدينا بالذات ليست فقط أسعار مدخلات الانتاج ، إنما هامش الربح مثل الأسمنت ٢٠٪ ، الحديد أكثر من ذلك حتى تم فتح الإستيراد، عملية ادارة هامش الربح ، هامش الربح يرفع من الأسعار ، كيف أنت يابنك تقول استهداف التضخم برفع سعر الفائدة من أجل تخفيض الطلب ؟ التضخم ليس ناتج عن زيادة الطلب في مصر مع انتشار الفقر ومع تزايد الداخلين من ذوى الدخل المنخفضة على حساب الدخل المتوسطة . نحن لدينا مشكلة في الطلب ثم تزود وتعمل هذا وترفع سعر الفائدة وتقول هذا لإستهداف التضخم ، آسفة ، هذا في دول أخرى ، سياستنا لا يوجد لدينا تضخم والغريب ان العقدة كان كاتب من فترة عن أسباب التضخم في مصر وأعطى الطلب ٢٠٪ قلت هم يعملون .

ماأريد أن أقوله إن سياسة البنك المركزي لإستهداف التضخم وهم يعملون أسباب التضخم ويقولون ان الطلب ٢٠٪ ولا أدري كيف تم حسابها ؟ لكن ٨٠٪ ناتج لأسباب أخرى منها ارتفاع الأسعار فى الداخل ولم يوضع هامش الربح الذي وضع أسعار الخارج وأسعار الداخل انما يعنى سعر الفائدة نحن في حاجة الى تخفيضها لكي يشجع التمويل للداخل ، وهناك في الأزمة المالية أرجو من البنك المركزي والسياسات الحكومية الأخرى أن تراعى ليس فقط تخفيض سعر الفائدة، انما تراعى في اعطاء التمويل بما يؤدي الى زيادة الانتاج فعلاً ، وخلق فرص العمل في الأعمال كثيفة العمالة، وتعمل بطريقة معينة، وسياسات معينة لكن لأننا نقول نستخدم التضخم، ونخفض سعر الفائدة من أجل تخفيض الضغط ، بإجماع فكروا قليلاً .

النقطة الأخيرة التي سأحدث فيها توزيع الاحتياطي بين العملات الأجنبية ، أنا فعلاً أتكهن أن الدولار يكون الجزء الأكبر ، ويقال اننا نوزعه حسب ديوننا ، عندما تقترض من الدول العربية تقترض بالدولار ، من أمريكا بالدولار ، معنى ذلك أن أغلب ديوننا بالدولار . وأنا أرفض هذا من الناحية الاقتصادية ، الفكرة أننا لا بد أن نضع في اعتبارنا ليس توزيع الديون ، إنما الذي أضعه في اعتباري المنحنى المتوقع لهذه العملات. أنا اقتصادية منفردة لي حاجات بالدولار حولت الجزء الأكبر منه لليورو قبل أن يحدث شيئاً ، ومتوقعة ان اليورو سينزل والدولار سينزل ، اقرأ توقع منحنى الاقتصاد الأمريكى ، وتعرف تتوقع هذا . حالياً إيقاف الدولار كما هو ومحاولة هذا من أجل عدم الخسارة سواء لدينا أو الدول الخليجية وبالتالي يحاولون هذا .

ما أريد أن أقوله للبنك المركزى ، تقول لي أنا سادفع الديون بالدولار ، أقول له اذا كان الدولار في النازل واليورو في الطالع أحول الى يورو ، وعند الدفع بالدولار ، أحول اليورو الى دولار وسأعمل Capital gain حتى وأنا أوزع ، هذا ليس مضاربة . انا أوزع هنا العملات في ظل توقعات لا بد أن تتم على أعلى مستوى ، تكون نماذج رياضية للتوقع هذا، وأرجو رجاء آخر أن يراعى القائمون بالعمل بالبنك المركزى ذلك . وشكراً .

عبد الفتاح الجبالي

فى الحقيقة لابد من توجيه الشكر للمعهد والمجلة لطرح هذا الموضوع فى هذا التوقيت المهم وأهميته تأتى من أننا داخلين فى مازق مالى للدولة فى العام المالى القادم ٢٠١٠/٢٠٠٩ ، وبالتالي هناك بعض الآراء التى ستطرح فيما يتعلق هل هذا المستوى من الاحتياطيات - وبما أن هذه الندوة فى رأى ستطرح فى مجلة مطروحة للعامة والمتخصصين - تعود ونقول إنها احتياطيات دولية وليس إدارة النقد الأجنبى ، وفى تقريرى بما أنها ستكون موثقة documented للباحثين والمتخصصين لابد أن نضبط هذه المداخلات لكى يتم الرجوع إليها كمرجع للباحثين، إنما هذه موضوعات لن آخذ منها كثير.

إنما الحقيقة أهمية الموضوع ترجع الى أننا داخلون فى ميزانية العام القادم ٢٠١٠/٢٠٠٩ ولدينا عجز يقرب من ٩٪ من الناتج المحلى ، وسوف نبدأ طرح فكرة هل هذا هو المستوى الأمثل أم يمكن استخدام جزء من الاحتياطيات ؟ هكذا تكمن أهمية الندوة وأتمنى أن تخرج بسرعة وتنتشر على الراى العام حتى يتم الاستفادة من هذا الموضوع .

فى الحقيقة الفكرة الأساسية هو أن الاحتياطي دائما يقسم من وجهة نظرى الى ما يسمى احتياطي استراتيجى يعطى الاحتياطيات الضرورية والأساسية للبلاد بشكل عام ، واحتياطي رئيسى يمكن استخدامه

للحفاظ على استقرار العملة في لحظة معينة ، أى مدفوعات طارئة في أى فترة ، هاذان الشقان مهمان جدا فيما يتعلق بإدارة الاحتياطيات الدولية لأى دولة من الدول .

القضية الأساسية فعلا هو أنه بما أنها احتياطيات دولية لا بد وهى تدار هناك شرطين أساسيين •تدار بهما، أن تكون آمنة وتتمتع بأكبر قدر من السيولة، وهذا يؤدي الى أن تكلفتها من الناحية الثانية تكون تكلفتها أعلى، لأن معنى إنها سريعة السيولة، معناه ببساطة شديدة يكون العائد عليها منخفضاً للغاية ، هذه هى فكرة العائد والتكلفة ، وهذا هو الشرط الأساسى لحسن إدارة الأصول من الاحتياطى من النقد الأجنبى أو الاحتياطيات الدولية بشكل عام ، وهذه نقطة مهمة فى الحوار الدائر الآن، وهذا يحدد فى أى استخدام يمكن استخدامها ، طالما يحق الشرطين الأساسيين أن تكون آمنة وأن تكون سريعة السيولة .

من هنا لكى أقول إن هذا مستوى أمثل للدولة من عدمه، نتفق أن الإطار العام الحاكم هو الهيكل الاقتصادى للدولة بشكل أساسى، ومصدر الصدمات المتوقعة للدولة. هل هناك صدمات متوقعة خارجية أو داخلية؟ وبالتالي هذا رهن بالأوضاع الاقتصادية بشكل عام فى الدولة .

إنما هناك عدة أمور مهمة جدا ونحن نناقش الاحتياطيات هى :

١- تركيب الصادرات ، درجة استقرار الصادرات وبالذات الصادرات المصرية .

٢- الميل للاقتراض ما هو شكل الاستيراد وهى نقطة مهمة .

٣- سياسة وأشكال وإدارة سعر الصرف فى الدولة .

٤- الديون الخارجية وأعبائها وتكلفة الاقتراض بشكل أو بآخر .

هذه هى الأمور التى تجعلنا نقول إلى أى مدى نستطيع القول أن هناك كفاءة فى إدارة الاحتياطى أم لا ؟ الحجم الأمثل للاحتياطيات من النقد الأجنبى هل هى فى حجمها الأمثل، أم أن المسألة متجاوزة الحد الأمثل؟ ويمكن سحب جزء منها لاستخدامه فى تغطية عجز مال فى الدولة وأشياء بهذا الشكل .

أنا أعتقد أن المؤشرات التى قالتها د. سلوى مؤشرات مهمة جدا، فنحن رغم زيادة الرقم المطلق لأرقام الاحتياطيات الدولية فى مصر إنما نسبة تغطيتها للواردات نازلة ، بمعنى عدد الأشهر التى تغطيها الواردات كانت ٩ أشهر أصبحت فى آخر شهر ٧ . فالعبرة ليس الرقم المطلق الذى يقال فى وسائل الإعلام إنما العبرة ببعض الأوزان .

أنا حقيقة لا أرى أنها نسبة من الناتج المحلى لا تعنى لى شيئا، ولا أستريح لاستخدام هذا المؤشر لأنه ليس ذات دلالة، ولا يعكس الوضع الاقتصادى ، هو يكون ذا دلالة فى حالة مقارنة مصر بالصين والهند، إنما