

المغالاة فى تكوين الاحتياطيات الدولية

هل يمكن استخدامها للخروج من المأزق الراهن للاقتصاد المصرى ؟ (*)

رمزى زكى (**)

تمهيد

ما أكثر التجاهل الذى حظيت به قضية الاحتياطيات الدولية فى الدول النامية عموما وفى حالة مصر خصوصا، سواء تعلق الأمر بتحديد العوامل التى تحدد المستوى الآمن والمعقول لتلك الاحتياطيات أو بالتوليفة المثلى التى تتكون منها أو بكيفية ادارة هذه الاحتياطيات ادارة رشيدة. اذ لوحظ أن هناك فقرا شديدا فى الدراسات العربية التى تمت حول هذه القضية، وندرة أشد حول المعلومات التى تنشرها البنوك المركزية العربية فى هذا الخصوص، وتحديدًا حول معايير تحديد مستوى هذه الاحتياطيات وكيفية اداراتها.

على أن هذه القضية طرحت نفسها بقوة فى الآونة الاخيرة، حينما تبين أن ثمة علاقة وثيقة بين أزمة المديونية الخارجية والاحتياطيات الخارجية. فقد ثبت ان الاقتصاد الذى يتمتع بمستوى آمن وملائم من الاحتياطيات الدولية يستطيع، عادة، أن يواجه مصاعب خدمة ديونه الخارجية دون ضغوط خارجية بشكل أفضل من الاقتصاد الذى لا يملك هذا المستوى. كما اتضح أيضا، أن البلد الذى يملك احتياطيات ملائمة وكافية يتمتع بقدرة واضحة فى التعامل مع أسواق النقد الدولية، حيث يعد مستوى هذه الاحتياطيات من العوامل المحددة لثقة الدائنين فى البلد (١) Credit Worthiness.

(*) دراسة قدمت للمؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع بالقاهرة (ابريل ١٩٩٤).

(**) أ.د. رمزى زكى : مستشار بمركز التخطيط العام بمعهد التخطيط القومى .

حقا ، أن التجاهل الذي حظيت به هذه القضية في عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى اندلاع أزمة الديون الخارجية في خريف عام ١٩٨٢ كان له ما يبرره . إذ كانت امكانات الدول النامية للوصول الى اسواق النقد الدولية والحصول منها على ما تحتاج اليه من سيولة ، إمكانات عالية . من هنا ، كثيرا ما كان ينظر الى السيولة المقترضة borrowed liquidity على انها بديل ، الى حد كبير ، عن السيولة المملوكة (٢) owned liquidity . كانت قدرة الدول النامية على الاقتراض الخارجى قصير الاجل ، ابان تخمة السيولة الدولية التى سادت خلال الفترى ١٩٧٢ - ١٩٨٢ ، أحد الاسباب الجوهرية التى دفعت البنوك المركزية فى الدول النامية الى عدم الاهتمام بتكوين المستويات الآمنة والمعقولة من الاحتياطيات الدولية المملوكة (العملات الاجنبية + الذهب + الشريحة الذهبية بصندوق النقد الدولى) وذلك تحت افتراض ، انه فى الحالات الحرجة التى تستدعى وجود سيولة حاضرة لمواجهة العجز الطارئ والمزقت فى ميزان المدفوعات ، فان أسواق النقد الدولية ، ممثلة فى البنوك التجارية دولية النشاط والمؤسسات الائتمانية التى تمنح تسهيلات الموردين ، سوف تكون مستعدة دوما وبمجرد الطلب ، أو فى غضون فترة قصيرة جدا ، على توفير ما يحتاج اليه هذه البلاد . فلماذا اذا ، والحال هذه ، تقوم البنوك المركزية بتركييم مقادير كافية ومعقولة من السيولة ، خاصة وأن الاحتفاظ بتلك السيولة ينطوى على تكلفة ، اذا كانت امكانات الوصول الى السيولة الخارجية المقترضة متوافرة وسهلة ؟

على أن الأمور تغيرت تماما بعد اندلاع أزمة الديون الخارجية للدول النامية فى خريف عام ١٩٨٢ ، حينما توقفت المكسيك والارجنتين وشيلي فجأة عن دفع أعباء ديونها الخارجية وماسببه ذلك من زعر مالى كبير لدى الدائنين الرئيسيين لها ، وهم أساسا البنوك التجارية الخارجية . فمنذ ذلك الوقت بدأت البنوك التجارية دولية النشاط ومختلف مؤسسات الاقتراض الخارجى قصير الاجل ، تراجع نفسها وتقبض يدها عن منح القروض للدول النامية ، وبالذات لتلك الدول التى تعاني من مديونية ثقيلة . ولهذا هبط معدل نمو السيولة الدولية المقترضة للدول النامية هبوطا مريعا بعد ذلك . وأصبح الافتراض بأنه من الممكن فى الاوقات الحرجة التى تستدعى وجود السيولة اللجوء الى مصادر الاقتراض الخارجى قصير الاجل ، افتراضا غير واقعى (٣) . وزادت الأمور تعقيدا بعد ذلك عندما ظهرت الآثار السلبية لسياسات الاقتراض الخارجى غير المنضبط للدول النامية . ففى الوقت الذى توقفت فيه - تقريبا - مصادر الاقتراض الخارجى تفاقمت أعباء خدمة الديون (الفوائد +

الاقساط) وهبطت اسعار المواد الاولية التي تصدرها هذه الدول (وهى المصدر الرئيسى للعملات الاجنبية لها) ، وزادت اسعار وارداتها، ومن ثم زاد عجز موازين مدفوعاتها، مما كان يستدعى مزيدا من الاقتراض الخارجى حتى تتمكن هذه الدول من المراسمة بين دفع اعباء ديونها من ناحية، وتأمين وارداتها الضرورية ، من ناحية أخرى . من هنا دخلت هذه الدول النفق المظلم للديون الخارجية. فلا هى قادرة على دفع اعباء ديونها، ولا هى قادرة على تأمين وارداتها الضرورية، فى الوقت الذى جفت فيه، تقريبا، مصادر الاقتراض الخارجى. وقد واجهت الدول النامية ذات الوضع الحرج هذا المأزق اما من خلال الضغط على وارداتها الضرورية، الاستهلاكية والوسيطه والاستثمارية، مع مانجم عن ذلك من ضغط شديد على مستويات الاستهلاك المحلى والانتاج الجارى وزيادة معدل التضخم وايقاف عملية التنمية، و/أو من خلال استخدام احتياطاتها الدولية المملوكة فى دفع اعباء ديونها وقبول الحدود الدنيا من الواردات الضرورية ، وهو الأمر الذى عرض هذه الاحتياطات للاستنزاف والتدهور الشديد ، فضلا عما أدى اليه ذلك من تدهور بالغ فى أسعار صرف عملاتها الوطنية . ثم أخيرا واجهت هذه الدول مأزقها بالذهاب الى نادى باريس ونادى لندن لطلب اعادة جدولة ديونها والاتفاق على مواعيد جديدة للسداد . وهى الجدولة التى يرافقها بالضرورة اذعان البلد لوضع وتنفيذ برنامج للتثبيت الاقتصادى مع صندوق النقد الدولى وأيضا برنامج للتكيف الهيكلى مع البنك الدولى . وهى البرامج التى تتسم الآن بدرجة عالية من المشروطة الصارمة Conditionality فيما يخص السياسات النقدية والمالية التى يتعين على البلد المدين أن ينفذها بدقة ، وفى ضوء جدول زمنى قصير الاجل. وزاد من حرج الموقف . أن السيولة الخارجية التى يمكن للبلد ان يقترضها من أسواق النقد الدولية أصبحت مرتبطة بقبول البلد لتطبيق هذه البرامج ، مما يعنى انها أصبحت سيولة مشروطة بعد أن كانت خلال الفترة ٧٣ - ١٩٨٢ غير مشروطة .

وهنا تجدر الاشارة، الى أن برامج التثبيت والتكيف الهيكلى قد أعطت لقضية اعادة تكوين الاحتياطات الدولية فى البلاد المدينة أهمية قصوى ومحورية. وهذا أمر مفهوم تماما. ذلك أنه لما كانت تلك الاحتياطات بمثابة صمام أمن للبلد يمكن اللجوء اليه عند الضرورة للوفاء بالتزاماته الخارجية قصيرة الاجل (مثل مدفوعات خدمة الديون) فان الارتفاع بحجم تلك الاحتياطات يصبح مسألة ارتكازية فى هذه البرامج التى تهدف فى جوهرها الى زيادة قدرة البلد المدين على مواجهة اعباء ديونه مستقبلا بعد انتهاء فترة اعادة الجدولة. والحق أن السعى الى تحقيق هذا الهدف الجوهري

لتلك البرامج هو الذى يفسر لنا لماذا يكون الطابع العام لتلك البرامج انكماشيا، فالانكماش الذى تحققه هذه البرامج يؤدي بالضرورة الى تحقيق وفر فى الموارد. فخفض مستوى الاستهلاك الخاص، وزيادة معدلات البطالة، وزيادة الاسعار والغاء الدعم، وتدهور الانفاق الاستثمارى العام والخاص وخفض القيمة الخارجية للعملة والحد من نمو الواردات.. الى آخره، وهى الامور المرافقة لتنفيذ هذه البرامج، كل ذلك من شأنه أن يفضى الى تحقيق موارد متزايدة للدولة، الامر الذى ينعكس فى النهاية فى الزيادة السريعة فى حجم الاحتياطيات الدولية للبلد^(٤). بل أن الاقتراض الخاص بالتكيف الهيكلى الذى يعطى الان للدول النامية لتمويل الاجراءات الرامية الى تكيف الانتاج المحلى مع التغيرات التى طرأت على الاقتصاد العالمى، يهدف أساسا الى : " وضع مجموعة من الانشطة والاعمال التى ينبغى للحكومة المعنية اتخاذها، اما لزيادة الايرادات من العملات الاجنبية أو المحافظة عليها -" كما يقول بيسارم. لاندميلس، أحد موظفى البنك الدولى فى قسم أفريقيا الشرقية^(٥).

وبالفعل، سوف نلاحظ أنه فى البلاد النامية التى التزمت بصرامة بتطبيق المنهج الانكماشى لبرامج التثبيت والتكيف الهيكلى، ارتفع مستوى الاحتياطيات الدولية فيها كثيرا وبشكل لانت للنظر بالمقارنة مع المستوى الذى ساد قبل تنفيذ هذه البرامج. حيث كان للسياسات النقدية والمالية التى انطوت عليها تلك البرامج تأثير واضح للغاية إما فى زيادة إيرادات الحكومة بالعملة الصعبة أو فى المحافظة على تلك الإيرادات، مما أفضى الى ارتفاع حجم ما تملكه من سيولة خارجية^(٦). وكانت زيادة الاحتياطيات الدولية فوق المستوى المألوف والعادى لها، أحد معايير المديح التى يقيس بها صندوق النقد الدولى والبنك الدولى مدى نجاح هذه البرامج، رغم أن الوجه الحقيقى للاقتصاد القومى (معدل نمو الناتج المحلى، مستوى البطالة، مستوى المعيشة، مدى الاعتماد على الذات..) قد ساء كثيرا. وليس هذا بالامر المستغرب على هذه المؤسسات. فزيادة تلك الاحتياطيات من شأنها أن تعطى الاطمئنان للدائنين بأن قدرة البلد على دفع التزاماته الخارجية مستقبلا- بعد انتهاء فترة تجميد الدين- قد ارتفعت. كما أنها ربما تعطى الاطمئنان للمستثمرين الاجانب فى جدوى الاستثمار فى هذه الدول بعد تطبيق حزمة الحوافز والامتيازات التى تقررت لراس المال الاجنبى.

حقا.. أنه لاختلاف حول ضرورة استعادة تكوين الاحتياطيات الدولية عند المستويات الآمنة والملائمة ، باعتبار أن ذلك أحد مهام الاصلاح الحقيقى للاقتصاد فى البلدان النامية، وبخاصة فى

حالة البلدان التي استنزفت احتياطياتها في خدمة أعباء ديونها وتمويل الحدود الدنيا من وارداتها الضرورية. فهذه الاحتياطيات، كما نعلم، تلعب دورا مهما في تجنب السياسات الاقتصادية والاجتماعية غير المرغوبة التي تضطر اليها الدولة في حالة عدم وجود أو كفاية تلك الاحتياطيات، فضلا عن دورها في الحيلولة دون تدهور سعر الصرف للعملة المحلية وفي استعادة ثقة أسواق النقد الدولية. من هنا لا بد وأن تدخل قضية الاحتياطيات الدولية ضمن أجندة أهداف الإصلاح الاقتصادي.

لاخلاف على ذلك كله .

ولكن...

حينما تفرط الحكومة في تكوين هذه الاحتياطيات وترتفع بها الى مستويات عالية ومغالية وأكثر من اللازم، فلا بد وأن يشير ذلك خلافا حادا في الرأي، إذ لا يمكن اعتبار هذه الاحتياطيات، المبالغ فيها، نجاحا لسياسات الإصلاح الاقتصادي، خاصة وأن هذه المغالاة قد تحققت في ظل ركود اقتصادي وزيادة في معدلات البطالة وخفض مستمر في مستوى معيشة الأغلبية الساحقة للمواطنين. فالامر هنا أشبه بموقف ذلك الساذج الذي يقطع الشجرة لكي يقطف ثمارها (على حد تعبير مونتسكيو) حيث يتم هنا اعتصار الاقتصاد القومي وخنقه وتعطيل التنمية من أجل الوصول الى هذه الثمرة. كذلك لا يجوز أن ننسى، أن الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات الدولية المبالغ فيها له تكلفة، أو نفقة للفرصة البديلة، ولهذا لا بد من اجراء حسابات دقيقة بين تلك التكلفة والمنفعة المتحققة من الاحتفاظ بتلك الاحتياطيات Cost Benefit Analysis وبحيث تتعادل التكلفة الحدية لتلك الاحتياطيات مع العائد أو النفع الحدي المتوقع منها (اذا شئنا ان نستخدم هنا لغة التحليل الحدي). ويجب ان تكون معايير المنفعة هنا هي معايير النفع للاقتصاد القومي وليس معايير الدائنين . وتلك مسألة حاسمة وأساسية في معالجتنا لهذه القضية . ان اجراء مثل هذه الحسابات لا بد وان يفضى الى تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات من ناحية، والى كيفية تعظيم المنافع المتولدة منها الى أقصى درجة ممكنة، من ناحية أخرى.

ان الذي دفعنى الى اجراء هذه الدراسة، هو ذلك الحوار الذي دار مؤخرا بين الاقتصاديين المصريين حول الرأي الذي كنت قد نشرته مؤخرا حول جدوى وفعالية هذا المستوى المرتفع من الاحتياطيات الدولية التي تملكها مصر الآن بعد التطبيق الصارم والقاسى لبرامج التثبيت والتكيف

الهيكلية التي بدأنا في تنفيذها منذ عام ١٩٩١. فقد ارتفع مستوى هذه الاحتياطات على نحو دراماتيكي في غضون فترة قصيرة. وقد أعلن المستولون بعض التقديرات عنها وإن كان ثمة تفاوت بينها. فمرة قيل أنها وصلت الى ٢٠ مليار دولار، ومرة أخرى قيل أنها ١٨ مليار دولار، ومرة ثالثة ١٦ مليار دولار، ومرة ١٤٦ مليار دولار حسب ما اعلنه الدكتور عاطف صدقى فى بيانه امام مجلس الشعب فى ١٣ ديسمبر ١٩٩٣. وكنت ومازلت اعتقد، انه اذا اخذنا أقل التقديرات المعلنة، فان هناك مغالاة شديدة للغاية فى سياسة الحكومة فى تكوين هذه الاحتياطات ، وخاصة وأن هذه المغالاة قد تحققت فى ظل تدهور واضح لمؤشرات الاداء الحقيقى للاقتصاد المصرى فى السنوات الثلاث الاخيرة. ولهذا فان التكلفة الاقتصادية والاجتماعية لتكريم هذه الاحتياطات كانت مرتفعة للغاية والتضحيات الرابضة وراها ضخمة. وكان من الطبيعى والحال هذه أن يثور نقاش واسع بين الاقتصاديين حول جدوى هذا التراكم الكبير لتلك الاحتياطات، وكيف يمكن لمصر أن تستفيد أقصى افادة ممكنة منها. ودراستنا الحالية مساهمة متواضعة فى تعميق النقاش حول هذه القضية الهامة.

وسوف تتناول الدراسة القضية المطروحة على مستويين. الاول، هو مستوى التحليل النظرى، وفيه نعرض للجدل الذى دار فى الفكر الاقتصادى حول طلب الدول النامية على الاحتياطات الدولية. والمستوى الثانى، هو التعرض لاشكالية الاحتياطات الدولية فى الاقتصاد المصرى.

أولا : الجدل الراهن فى الفكر الاقتصادى حول طلب البلاد النامية على الاحتياطات

الدولية

منذ أن بدأ الاضطراب يعترى الاقتصاد العالمى فى بداية السبعينات وما أدى اليه ذلك من مشكلات ومصاعب فى موازين المدفوعات، ظهرت بعض الدراسات التى سعت أن تفسر الفروق الاساسية القائمة بين دالة الطلب على الاحتياطات الدولية لمجموعة الدول الرأسمالية الصناعية ومجموعة الدول النامية. وفى هذا الخصوص نذكر دراسة فرانكل (٧) J.A. Frankel عام ١٩٧٤، ودراساته المختلفة التى نشرها بعد ذلك فى نفس الموضوع (٨)، ودراسة هيلر H.R. Heller ومحسن خان (٩) M. Khan عام ١٩٧٨، وهربرت جروبل (١٠) H. Grubel عام ١٩٧١، وكذلك جون وليامسون (١١) J. Williamson عام ١٩٧٣، ودراسة فلاندرز (١٢) M.J. Flanders عام ١٩٧١، وهيبيل (١٣) F.S. Hipple عام ١٩٧٤، وغيرهم. وفى هذه الدراسات المبكرة تم وضع

دوال للطلب على الاحتياطيات الدولية لكلا هاتين المجموعتين من الدول. بيد أن تقسيم الدول حسب درجة نموها الاقتصادي لم يوضح أن هناك فروقا جوهرية بين مجموعة الدول الصناعية المتقدمة ومجموعة الدول النامية فيما يتعلق بالادوات التي تعتمد عليها في مواجهة مشكلات عدم التوازن الطارئ. في موازين مدفوعاتها ومن ثم فروق يعتد بها في الطلب على الاحتياطيات الدولية لكل منهما^(١٤). وكان الوصول الى هذه النتيجة نابعاً من تحليل البيانات عن فترة الخمسينات والستينات. وهذا ما أثبتته أيضاً دراسة كل من كيلي^(١٥) M.G. Kelly عام ١٩٧٠ وكلاارك^(١٦) P.B Clark عام ١٩٧٠، ودراسة فلاندرز^(١٧)، وخاصة فيما يتعلق بتأثير الميل الحدى للاستيراد، ومتوسط دخل الفرد، وحجم قطاع التجارة الخارجية، وان كانت بعض الدراسات اللاحقة على هؤلاء قد أشارت الى أن مرونة طلب البلاد النامية على الاحتياطيات الدولية من حيث نسبة التغير في هذا الطلب تجاه بعض المتغيرات المستقلة (مثل التغير في حصيلة الصادرات، درجة انفتاح الاقتصاد القومي، أسعار الفائدة للاقتراض الخارجى ..) قد تختلف من مجموعة الدول الصناعية المتقدمة عن مجموعة الدول النامية^(١٨).

وقد دار نقاش طويل بين الاقتصاديين المهتمين بقضية الاحتياطيات الدولية حول المعايير التي يمكن الاستناد اليها لتحديد الحجم، أو المستوى، الامثل لتلك الاحتياطيات. وكان محور الجدل في هذه القضية هو: أنه لما كان هناك نفع أو جدوى من تكوين هذه الاحتياطيات فسيكون هناك طلب عليها، ولكن نظراً لان الاحتفاظ بتلك الاحتياطيات ينطوي على تكلفة (لان هذه الاحتياطيات يجب أن تكون سائلة أو أقرب للسيولة حتى تكون جاهزة للجوء اليها عند الضرورة وبالسرعة المطلوبة) فلا بد اذن ان تكون هناك مقاربة، أو تعادل، بين حجم المنافع المتوقعة وبين التكلفة. فاذا كانت المنافع المتوقعة أقل من تكلفة هذه الاحتياطيات نكون اذن ازاء حالة فيها افراط في الاحتياطيات Excess Reserves. أما اذا كانت المنافع المتوقعة أكبر من كلفة هذه الاحتياطيات فان مستوى تلك الاحتياطيات يكون أقل من اللازم Deficit، والوضع الامثل بالطبع هو أن Optimal تحرص البنوك المركزية على المعادلة بين المنافع والتكلفة.

وعندما طرحت القضية على هذا النحو، كان من الطبيعي أن يشور أولاً جدل حول طبيعة المؤشر المستخدم في التحليل. وهناك من دافع عن صيغة نسبة هذه الاحتياطيات الى الواردات، على

أساس ان الواردات هي أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلى والانتاج الجارى والنمو الاقتصادى. وأنصار هذه الصيغة (وكان من بينهم صندوق النقد الدولى) (١٩) يرون أن اللجوء الى استخدام الاحتياطيات ، فى أحوال الطوارئ، يضمن للدولة تدفق وارداتها الضرورية ويجنبها السياسات الاقتصادية والاجتماعية غير المرغوبة التى تضطر الى تطبيقها فى حالة عدم كفاية هذه الاحتياطيات. والنتيجة الاساسية التى يقضى اليها استخدام هذا المؤشر، هو أن الطلب على الاحتياطيات الدولية يتعين أن يتناسب مع قيمة الواردات. بمعنى أن هذا الطلب ينحو نحو التزايد مع تزايد قيمة الواردات. والطلب على الاحتياطيات الدولية فى ضوء هذا المؤشر انما يعنى أن الدافع الاساسى لتكوينها والاحتفاظ بها هو دافع المعاملات Transaction Motive. ويعتقد أنصار هذا المؤشر، أن نسبة تدور حول ٣٠٪ من قيمة الواردات (أو ٣ شهور تغطية للواردات) تعد مستوى ملائما للاحتياطيات.

واقترح آخرون استخدام نسبة الاحتياطيات الى عجز ميزان المدفوعات على أساس ان الدافع لتكوين هذه الاحتياطيات لا يكمن فى ضمان تدفق الواردات، وانما التحوط لمواجهة احتمالات العجز الطارىء فى ميزان المدفوعات التى قد تنشأ اما بسبب تدهور حصيلة الصادرات و/أو أسعار الواردات أو تدهور شروط التبادل التجارى.. أو لى سبب آخر.. من هنا فالاحتياطيات باعتبارها رصيذا لمواجهة العجز Buffer Stock ولتجنب ماعسى أن تضطر اليه الدولة من سياسات غير مرغوبة، لا ينبغ من تأمين المعاملات، وانما من باب التحوط أو الاحتياط (٢١) Precautionary. والالتزام بهذه النسبة/ المؤشر تعنى أن الاحتياطيات الدولية يجب أن تتغير بنفس معدلات التغير المتوقع فى العجز بميزان المدفوعات. فاذا كان منحنى العجز هو التزايد، فان الاحتياطيات يجب أن تنمو بنفس معدلات نمو هذا العجز، أخذا بعين الاعتبار سلسلة زمنية معقولة لتوضيح اتجاه العجز وتوقعات حدوثه فى المستقبل.

وعلى أيه حال، فانه ايا كانت طبيعة المؤشر المستخدم، الا ان هناك مجموعة هامة من العوامل التى يتعين أخذها بعين الاعتبار عند اختيار المؤشر نفسه، تؤثر فى تحديد طلب البلاد النامية عموما على الاحتياطيات الدولية، نذكر منها:

١- درجة استقرار حصيلة الصادرات.

- ٢- الميل المتوسط والحدى للاستيراد.
- ٣- مستوى الدخل.
- ٤- تكلفة الاقتراض الخارجى.
- ٥- موقف السلطات النقدية من مسألة سعر الصرف (هل تود أن يكون ثابتا، معوما ، أو مدارا).
- ٦- امكانيات الوصول الى ، والتعامل مع، اسواق النقد الدولية.
- ٧- نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات.
- ٨- حجم الدين الخارجى واعباء خدمته.

وعموما فان قضية المؤشر فى حد ذاتها لاتحل لنا مشكلة مدى كفاية adequacy الاحتياطيات الدولية، أو مستواها الامثل، حتى لو استخدمنا السلاسل الزمنية لتحليل سلوك هذه المؤشرات (٢٢). ولهذا حاول بعض الاقتصاديين وضع بعض النماذج لاستخلاص بعض المعايير التى يتسنى من خلالها تحديد المستوى الامثل لحجم الاحتياطيات الدولية. وهنا تبرز على وجه الخصوص محاولة كل من هيللر واجاروال .

١- محاولة هيللر :

نشر الاقتصادى هيللر H.R. Heller مقالة شهيرة فى عام ١٩٦٦ فى المجلة الاقتصادية Economic Journal حاول فيها الوصول الى مقياس لتحديد المستوى الامثل للاحتياطيات (٢٣). آخذا بعين الاعتبار العوامل الاساسية التى تؤثر فى الطلب على هذه الاحتياطيات. والنقطة الاساسية التى انطلق منها هيللر، هى أن الاحتياطيات الدولية تؤدى وظيفة هامة، وهى أنها تمنح الاقتصاد القومى اجراءات الموازنة (او التكيف) adjustment وتكاليفها التى يتعين اتخاذها لتصحيح الاختلال الطارىء والمؤقت الذى حدث فى ميزان المدفوعات لو لم تكن لديه تلك الاحتياطيات لاستخدامها لمواجهة هذا الاختلال (٢٤). وقد اعتبر هيللر أن خفض الانفاق القومى هو أهم وسائل التكيف التى يتعين الامتثال لها اذا لم تكن هناك احتياطيات كافية (وأهمل من ثم وسائل التكيف الاخرى مثل خفض قيمة العملة، وزيادة التعريفات الجمركية، الخ). ومن الواضح أن لهذا الخفض تأثيرا انكماشيا على مستوى الدخل والتوظيف.

وقد اعتبر هيللر ان الاحتياطيات الدولية التى تملكها السلطة النقدية هى جزء من الموارد

الرأسمالية للاقتصاد القومى ، ومن هنا لاهد من استخدامها على نحو رشيد وبما يرفع من مستوى انتاجيتها ، وهو الامر الذى لاهد أن يقود الى مقارنة كلفة هذه الاحتياطات بالنفع المتوقع منها . وهو يرى أن نفقة الفرصة البديلة Opportunity Cost للاحتفاظ بالاحتياطات الدولية هى عبارة عن الفرق بين العائد الاجتماعى لرأس المال المستثمر Social Yield on Capital والعائد الذى تدره هذه الاحتياطات عندما تستخدم كودائع قصيرة الاجل فى البنوك الخارجية أو للاستثمار فى أذون الخزانة والسندات قصيرة الاجل . وهذا التعريف يثير قضية توليفة هذه الاحتياطات . فمثلا ، بالنسبة لذلك الجزء من الاحتياطات الذى يأخذ شكل الذهب ، فان نفقة الفرصة البديلة هى عبارة عن العائد الاجتماعى الذى يضخى به الاقتصاد القومى نظير الاحتفاظ بالذهب كاحتياطى دولى (لان الاحتفاظ بالذهب ، كما هو معلوم ، لا يدر أى عائد) . ونفس الشئ ينطبق أيضا على ذلك الشطر من العملات الاجنبية التى يحتفظ بها فى الخارج فى شكل ودائع تحت الطلب ولا تدر أى فوائد . وهو ما ينطبق أيضا على الشريحة الذهبية لحصة الدولة فى صندوق النقد الدولى . ولكن الامر الشائع ، أنه باستثناء الذهب ، فان البنوك المركزية فى الدول النامية تلجأ الى استثمار احتياطاتها الدولية فى أصول قصيرة الاجل (حتى يمكن تحقيق شرط السيولة فيها) ولكى تقلل نفقة الفرصة البديلة . وإذا اهلنا مكونات المحافظة المالية للاحتياطات ، فان هيللر صاغ نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات الدولية كما يلى (٢٥) :

$$TC_f = r.R$$

حيث :

$$TC_f = \text{نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات الدولية.}$$

$$r = \text{الفرق بين العائد الاجتماعى لرأس المال والعائد الذى يدره استثمار هذه الاحتياطات.}$$

$$R = \text{حجم الاحتياطات الدولية.}$$

وقد حدد هيللر اشكالية البحث فى تحديد المستوى الامثل للاحتياطات فى المقارنة بين تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لتمويل المعجز الطارىء فى ميزان المدفوعات ، والتكاليف المحتملة التى ستنتج عن قبول اجراءات التكيف ، بحيث يتم اختيار أقل الكلفتين . وعليه ، فان المستوى الامثل

للاحتياطيات هو ذلك المستوى الذي يقلل الى أدنى حد التكاليف الاجمالية للتكيف و/ أو تكاليف تمويل الاختلال الخارجى (٢٦).

The optimal level of international reserves is given by the amount which minimises the total cost of adjustment and/or financing an external imbalance.

وعند هذا المستوى الامثل تتعادل التكلفة المحدية للتكيف مع التكلفة المحدية للتمويل. بيد أنه لما كان الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية يتم هنا بفرض التحوط أساسا، فان المشكلة التي تواجهنا هنا انه بينما ان تكلفة هذه الاحتياطيات يتحملها الاقتصاد القومى فعلا. الا أن تكلفة التكيف هي مسألة احتمالية، بمعنى ان الاقتصاد القومى يتحملها اذا ماتحقق العجز فى ميزان المدفوعات ولم تكن هناك احتياطيات. ولهذا لا بد من معرفة درجة احتمال probability أو توقع حدوث العجز خلال الفترة محل الاعتبار. وهو أمر يمكن معرفته من خلال السلوك التاريخى لحالة ميزان المدفوعات فى سنوات سابقة، مع الأخذ بعين الاعتبار احتمالات المستقبل. فى ضوء ذلك صاغ هيلر معادلة المستوى الامثل للاحتياطيات كما يلى (٢٧).

$$R. \text{ opt.} = h \frac{\log (r.m)}{\log 0.5}$$

حيث :

$$\text{المستوى الامثل للاحتياطيات الدولية} = R \text{ opt.}$$

$$h = \text{التغير الذى يحدث فى مستوى الاحتياطيات}$$

$$r = \text{التكلفة المحدية للاحتياطيات وهى عبارة عن الفرق بين العائد الاجتماعى}$$

$$\text{لرأس المال والعائد الذى يدره استثمار هذه الاحتياطيات .}$$

$$m = \text{الميل للاستيراد.}$$

$$0.5 = \text{احتمال حدوث العجز فى ميزان المدفوعات.}$$

وهذه الصيغة تعنى ان الزيادة التى تحدث فى m أو r ستؤدى الى خفض المستوى الامثل

للاحتياطيات ، بينما الزيادة التى تحدث فى h تؤدى الى زيادة هذا المستوى.

وقد استخدم هيللر هذه الصيغة في حساب المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية لستين دولة تتنوع فيما بين دول صناعية متقدمة ودول نامية وتتنوع على قارات العالم المختلفة. ثم قام بقسمة المستوى المتحقق فعلا من الاحتياطيات الدولية في هذه الدول (في عام ١٩٦٣) على المستوى الأمثل المحسوب. فإذا كان ناتج القسمة يساوي الواحد الصحيح، فإن الدولة تكون هنا قد حققت المستوى الأمثل optimal ، وإذا كان ناتج القسمة أقل من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني عجزا deficit ، وإذا كان ناتج القسمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يدل على أن هناك افراطا في الاحتياطيات Excess reserves (انظر بعض هذه النتائج في الجدول رقم (١)).

وقد خلص هيللر في دراسته الى النتائج التالية (٢٨):

- ١- انه بالنسبة للعالم اجمع، هناك كفاية في السيولة الدولية.
- ٢- ان الدول النامية كمجموعة، يوجد بها احتياطيات شبه مثلى Sub-optimal .
- ٣- لكن السيولة الدولية تتوزع داخل مجموعة الدول النامية بشكل غير متكافئ.

٢- محاولة أجاروال :

نشر الاقتصادي أجاروال J.P. Agarwal دراسة مهمة في عام ١٩٧١ في مجلة سجلات الاقتصاد العالمي Weltwirtschaftliches Archiv حاول فيها أن يحدد مقياسا لتقدير الحجم أو المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية في سبع دول نامية في آسيا (٢٩) من خلال بناء نموذج يعكس الفروق الهيكلية والمؤسسية القائمة بين مجموعة الدول الصناعية المتقدمة ومجموعة الدول النامية . وكانت أهم الفروق الجوهرية التي ركز عليها هي مسألة ندرة، أو قيد، النقد الاجنبي في الدول النامية. وهو قيد لا بد وان يدفع هذه الدول للمواصلة بين عوائد استخدامات هذا النقد لاختيار اكثر الاستخدامات انتاجية .

ولتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات ، يرى أجاروال، شأنه في ذلك شأن هيللر، أن هناك ثلاثة عوامل جوهرية لا بد من أخذها بعين الاعتبار، وهي:

- ١- نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات.
- ٢- الكلفة التي سببها الاقتصاد القومي في حالة اضطراره تنفيذ سياسات المرونة عندما يحدث عجز طارئ، في ميزان المدفوعات ولا توجد احتياطيات لمواجهة هذا العجز .

جدول رقم (١)
الاحتياطيات الدولية المثلى فى بعض دول العالم طبقا للموقف عام ١٩٦٣
- تقديرات هيللر -

مليون دولار

| الدولة | الاحتياطيات الفعلية R | الاحتياطيات المثلى R opt. | الاحتياطيات الفعلية ٪ الاحتياطيات المثلى |
|--------------------|--------------------------|------------------------------|--|
| العالم أجمع | ٦٣,٨٦١ | ٤١,٠٦٢ | ١,٥٦ |
| أمریکا الشمالية : | | | |
| كندا | ٢,٦٠٣ | ٨٦٦ | ٣,٠١ |
| الولايات المتحدة | ١٦,٨٤٣ | ٨,٠٨٥ | ٢,٠٨ |
| أمریکا اللاتينية : | | | |
| الأرجنتين | ٢٧٠ | ٩٣٠ | ٠,٢٩ |
| البرازيل | ٣١٨ | ٥٧٠ | ٠,٥٦ |
| شيلي | ٧٧ | ١٤١ | ٠,٥٥ |
| كولومبيا | ١٠٦ | ٢٦٦ | ٠,٤٠ |
| كوستاريكا | ١٦ | ٢٨ | ٠,٥٧ |
| أكوادور | ٥٢ | ٣٩ | ١,٣٣ |
| السلفادور | ٤٤ | ٢٦ | ١,٦٩ |
| المكسيك | ٥٤٣ | ٥٥٤ | ٠,٩٨ |
| نيكارجوا | ٧٣٨ | ١,١٤٦ | ٠,٦٤ |
| فنزويلا | | | |
| آسيا : | | | |
| بورما | ١٨٥ | ٢٠٣ | ٠,٩١ |
| سيلان | ٧٥ | ١٨١ | ٠,٤١ |
| الهند | ٦٠٧ | ١,٢٧٢ | ٠,٤٨ |
| أندونيسيا | ١٣٥ | ٧٠٢ | ٠,١٩ |
| اليابان | ٢,٠٥٨ | ١,٧٧٠ | ١,١٦ |
| كوريا الجنوبية | ١٣٢ | ١٤٣ | ٠,٩٢ |
| باكستان | ٣٠٧ | ٤٤١ | ٠,٧٠ |
| الفلبين | ١٦٦ | ٢٩٩ | ٠,٥٦ |
| أوروبا : | | | |
| فرنسا | ٤,٩٠٨ | ٣,١٩٢ | ١,٥٤ |
| ألمانيا | ٧,٦٥٠ | ٣,٧٧٣ | ٢,٠٣ |
| اليونان | ٢٩٣ | ١٢١ | ٢,٤٢ |
| إيطاليا | ٣,٢٨٣ | ١,٨٩٣ | ١,٧٣ |
| السويد | ٧٥٨ | ٣٧٩ | ٢,٠١ |
| بريطانيا | ٣,١٤٧ | ٣,٨١٠ | ٠,٨٣ |
| إفريقيا : | | | |
| غانا | ٢٠٩ | ٣٤٨ | ٠,٦٠ |
| السودان | ١٠١ | ٢٢٠ | ٠,٤٦ |
| تونس | ٦٣ | ٧٦ | ٠,٨٣ |

Source : H.R. Heller: "Optimal International Reserves", in: *Economic Journal*, Vol. LXXVI, No., 302, June 1966, PP. 306/307.

٣- احتمالات استخدام هذه الاحتياطيات.

ويرى أجاروال ان الدول النامية تحتفظ بالاحتياطيات الدولية لكي تقبل بها العجز المتوقع والطارئ، في ميزان المدفوعات والذي يمكن أن ينشأ من النقص غير المتوقع في حصيللة الصادرات أو الزيادة الطارئة في أسعار الواردات. ويعرف المستوى الأمثل للاحتياطيات كما يلي (٣٠) :

“ The amount which will enable a developing country to finance, at a given fixed rate of exchange, its temporary and unanticipated balance of payments deficits arising in a planning period and at the same time confor on the country a benefit equal to the opportunity cost of holding the reserve”.

وقد عبر أجاروال عن منافع وتكلفة الاحتياطيات الدولية بكميات من الناتج المحلي الاجمالي. ولهذا فنقطة الفرصة البديلة للاحتياطيات هي عبارة عن ذلك الجزء من الناتج المحلي الاجمالي الذي كان من الممكن تحقيقه اذا ما استخدمت العملات الاجنبية المتاحة في استيراد المدخلات الضرورية لزيادة الانتاج (أى السلع الاستثمارية المستوردة) بدلا من الاحتفاظ بها في شكل احتياطي. (٣١) أما المنافع المتحققة من الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية فهي عبارة عن ذلك الجزء من الناتج المحلي الاجمالي الذي كان من الممكن ان يضيع على الاقتصاد القومى لو اضطر ان يطبق اجراءات الموازنة التى تلزم لمواجهة العجز الطارئ والمؤقت في ميزان المدفوعات لو لم تكن تلك الاحتياطيات موجودة .

وبناء على هذه المفاهيم ، يرى أجاروال ، ان نفقة الفرصة البديلة للاحتياطيات الدولية تتوقف على ثلاثة أمور هامة . أولها هو المكون الاستيرادى فى تكوين رأس المال الثابت ، وثانيها انتاجية هذا الاستثمار ، وثالثها هو توافر الموارد المحلية العاطلة . وهو يعتقد ، أنه يوجد بالبلاد النامية الكثير من الموارد المعطلة (البشرية والطبيعية ...) التى يمكن استغلالها لو توافرت العملات الاجنبية الصعبة التى تلزم لاستيراد المعدات والتجهيزات التى تتألف مع هذه الموارد وتنظمها ضمن دولاب الانتاج المحلي . على أن المدى ، أو القدر ، الذى سيرتفع به حجم الناتج المحلي الاجمالي نتيجة لاستخدام هذه الموارد المعطلة بمساعدة المكون الاستيرادى للاستثمار يتوقف على المعامل الحدى لرأس المال (٣٢) Marginal Capital Output Ratio . وعليه ، فان نفقة الفرصة البديلة للاحتياطيات الدولية OCR يصوغها أجاروال كما يلي : (٣٣)

$$OCR = Y_1 = R \cdot \frac{m}{q^1} \dots\dots\dots (1)$$

حيث :

R = العملات الاجنبية التى تمثلها الاحتياطيات الدولية ويمكن استخدامها فى استيراد السلع الاستثمارية

m = مقلوب معامل رأس المال الحدى

q^1 = نسبة المكون الاستيرادى فى الاستثمار المحلى

Y_1 = ذلك الجزء من الناتج المحلى الاجمالى الذى يمكن تحقيبته لو استخدمت الاحتياطيات الدولية فى تمويل استيراد السلع الاستثمارية ، وهى فى نفس الوقت تمثل نفقة الفرصة البديلة لتلك الاحتياطيات .

ويرى أجاروال، انه نظرا لندرة العملات الاجنبية بالبلاد النامية وفاعلية الواردات الاستثمارية فى استخدام وتنشيط الموارد المعطلة فى هذه البلاد ، فان نفقة الفرصة البديلة للاحتياطيات الدولية فى هذه البلاد أعلى من نظيرتها فى البلاد الرأسمالية الصناعية. وتبدو أهمية هذه النقطة اذا ادخلنا فى الاعتبار، أن الاستثمارات الجديدة التى ستنفذ من خلال استخدام هذه الاحتياطيات سيكون لها تأثير مضاعف على نمو الدخل القومى فى البلاد النامية . اما فى الدول الصناعية ، فان نفقة الفرصة البديلة للاحتياطيات الدولية فيها تساوى فقط قيمة السلع التى كان من الممكن استيرادها بهذه الاحتياطيات . كما ان تأثير المضاعف لهذه السلع المستوردة اقل بكثير من نظيره فى حالة البلاد النامية ، وربما يكون تأثيره فقط ذا طابع نقدى (خفض الاسعار المحلية) .

وبنفس المنطق الذى صيغت به معادلة نفقة الفرصة البديلة للاحتياطيات الدولية صاغ أجاروال مقياس المنفعة المتحققة من الاحتفاظ بتلك الاحتياطيات RB . والمنفعة هنا مقاسة أيضا بكميات من الناتج المحلى الاجمالى . والفكرة الاساسية فى هذا السياق ، هى انه لو حدث عجز طارئ ومؤقت فى ميزان المدفوعات وكانت الاحتياطيات الدولية فى مستوى ملائم لمواجهة هذا العجز، فان واردات الدولة يمكن تأمينها والحفاظ عليها. والحفاظ على مستوى الواردات يجنب الاقتصاد القومى هنا التأثير الانكماشى المضاعف الذى كان من الممكن أن يطرأ على حجم الناتج المحلى الاجمالى لو لم

تكن تلك الاحتياطات موجودة واضطر البلد ان يخفض من وارداته. وعلى القارىء ان يتذكر هنا اننا نتحدث عن البلاد النامية التى تعتمد دالة الدخل فيها الى حد كبير على الواردات. ولهذا فانه اذا حدث العجز الطارئ، والمؤقت فى ميزان المدفوعات ولم تكن هناك احتياطات، فان الدولة ستضطر هنا أن تفرض قيودا على الواردات واستخدامات النقد الاجنبى ، وهو ماسيؤثر على مستوى الدخل بالانخفاض. ولهذا ، فان معادلة منفعة الاحتياطات الدولية يمكن صياغتها كالتالى :

$$Y_2 = \frac{R}{q^2} \quad (R = D) \dots\dots\dots (2)$$

حيث :

$R =$ الاحتياطات الدولية .

$q^2 =$ نسبة السلع الاستثمارية المستوردة الى الناتج المحلى الاجمالي.

$D =$ العجز فى ميزان المدفوعات .

$Y_2 =$ المنفعة المتحققة من الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية، أى ذلك الجزء من الناتج المحلى الاجمالي الذى كان من الممكن أن يفقده الاقتصاد القومى لو أنه اضطر ان يخفض من مستوى وارداته لتصحيح العجز بميزان المدفوعات .

وهنا تجدر الاشارة، الى أن هناك افتراضا اساسيا وراء هذه الصيغة، وهى أن البلد النامى اذا واجه عجزا فى ميزان مدفوعاته ولم يكن لديه احتياطات كافية لمواجهة هذا العجز فانه سيضطر الى خفض وارداته الاستثمارية ، أخذاً بعين الاعتبار أن وارداته الاستهلاكية عند حدودها الضرورية (أى لايمكن ضغطها). وهذا الافتراض يبدو لنا واقعيا فى الآونة الراهنة. فمع التطورات التى حدثت فى أزمة المديونية الخارجية للدول النامية فى الثمانينات ، والتى كان من شأنها ارتفاع معدل خدمة الديون وعدم قدرتها على الاقتراض ، أصبح السبيل شبه الوحيد امام هذه البلاد لمواجهة عجز موازين مدفوعاتها هو الضغط على وارداتها من السلع الاستثمارية، وهو الضغط الذى كان له آثار انكماشية واضحة.

والسؤال الآن هو : كيف يمكن، فى ضوء معادلة نفقة الفرصة البديلة للاحتياطات ومعادلة المنفعة المتحققة منها، تحديد الحجم أو المستوى الامثل لتلك الاحتياطات؟ وبعبارة أخرى، كيف

نحدد ما اذا كان مستوى هذه الاحتماليات في وضع أمثل، أم فيه افراط، أم انه أقل من اللازم ؟ يرى أجاوال، ان المستوى الأمثل، هو ذلك المستوى الذي تتعادل فيه التكلفة مع المنفعة، لا اكثر ولا أقل. وهنا يشير الى ان Y_2 تمثل المنفعة المتحققة من الاحتفاظ بالاحتماليات لو ان تلك الاحتماليات قد استخدمت بالفعل، وهو امر قد يحدث أو لا يحدث. ولهذا، فان تحديد المستوى الأمثل سيخضع لاحتمالات probability اللجوء الى هذه الاحتماليات، وان درجة الاحتمال هنا لاتساوى الواحد الصحيح. وعليه يمكن صياغة معادلة المنفعة كما يلي :

$$RB = R. \frac{P}{q^2} \text{ with } p = (\pi) \frac{R}{D}$$

حيث :

$P =$ درجة احتمال استخدام الاحتماليات لتمويل العجز بميزان المدفوعات خلال الفترة محل الاعتبار.

$\pi =$ احتمالات حدوث العجز بميزان المدفوعات.

وإعادة الصياغة هنا تشير الى الطبيعة التوقعية Expectational nature للاحتباطيات المثلى طالما ان العجز في ميزان المدفوعات متغير ذو طابع محتمل. والواقع ان القيم التي تأخذها المتغيرات (D) و (π) تعتمد على عدد من العوامل، منها رغبة السلطة النقدية في تغيير سعر الصرف، السلوك التاريخي الذي اتسم به تكرار العجز في ميزان المدفوعات، والتغيرات المتوقعة في حصيلة الصادرات واسعار الواردات.

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة وتحديد المستوى الأمثل للاحتباطيات الدولية عن طريق مساواة نفقة الفرصة البديلة للاحتباطيات مع المنفعة المتحققة منها كما يلي:

$$R \text{ opt. } \frac{m}{q^1} = R. \text{ opt } \left[(\pi) \frac{R \text{ opt}/D}{q^2} \right]$$

أو

$$R \text{ opt} = \frac{D}{\log \pi} (\log m + \log q^2 - \log q^1) \dots \dots \dots (3)$$

وعندما يأخذ الاقتصاد القومي في النمو ويتنوع هيكله الانتاجي، يعتقد أجاروال أن الانتاجية الحدية لرأس المال ستتجه نحو الارتفاع، والمكون الحدى الاستيرادى للاستثمارات يتجه نحو الانخفاض (بفعل التوسع في انتاج وسائل الانتاج) ولهذا تتزايد التكلفة الحدية للفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات، ومن ثم تقل الحاجة للاحتفاظ بها بكميات كبيرة عبر الزمن .

وقد استخدم أجاروال هذا المنهج في قياس الاحتياطيات الدولية المثلى لسبع دول آسيوية تتفاوت فيما بينها في درجة نموها وفي أداؤها الاقتصادية، وهي سيلان، الهند، الباكستان، الفيلبين، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلاند في عام ١٩٧١. وكانت نتائجه، وهي ماتروه لنا بيانات الجدول رقم (٢)، تشير الى التباين القائم بين هذه الدول من حيث مدى قربها أو بعدها من المستوى الامثل للاحتياطيات.

جدول رقم (٢)

الاحتياطيات الدولية المثلى في بعض الدول الآسيوية طبقا لحسابات أجاروال

| الدولة | m | q ¹ | q ² | D | الاحتياطيات الدولية في بداية الفترة* (R) | الاحتياطيات الدولية المثلى (R opt) | الانحراف في الاحتياطيات* (R, R opt) |
|----------------|------|----------------|----------------|-----|--|------------------------------------|-------------------------------------|
| سيلان | ٠,٧٠ | ٠,٣٥ | ٠,٠٧ | ٥٠ | ٤٢ | ١٤١ | ٩٩- |
| الهند | ٠,٥٠ | ٠,٤٣ | ٠,٠٥ | ١٥٨ | ١٠٠٦ | ٦٤٨ | ٣٥٨ |
| الباكستان | ٠,٦٥ | ٠,٤٠ | ٠,٠٧ | ١٥١ | ١٩٩ | ٤٧٤ | ٢٧٥- |
| الفيلبين | ٠,٢٦ | ٠,٦٠ | ٠,١٤ | ٧٣ | ٢٥١ | ٢٩٥ | ٤٤- |
| كوريا الجنوبية | ٠,٧٨ | ٠,٨٥ | ٠,٢٤ | ٧٥ | ٦١٠ | ١٦٣ | ٤٤٧ |
| تايوان | ٠,٣٨ | ٠,٧٧ | ٠,٢١ | ٣٥ | ٦٢٤ | ١١٤ | ٥١٠ |
| تايلاند | ٠,٣٢ | ٠,٦٢ | ٠,٢٠ | ١٠٥ | ٩١٦ | ٣٣٩ | ٥٧٧ |

* بليون دولار امريكي

$R \text{ opt} = D / \log \pi (\log m + \log q^2 - \log q^1)$, where m is the reciprocal of the incremental capital output ratio, q^1 and q^2 indicate the relation of imported production goods to capital formation and GDP respectively, and π is the probability of a deficit occurring (assumed to equal 0.5).
D gives the highest consecutive cumulative deficit since 1960.

The value of m, q^1 and q^2 for 1971 were obtained mainly by trend extrapolation, Quoted from Q. G. Bird: *The International Monetary System and the Less Developed Countries*, The Macmillan Press 1978, p. 108.

صحيح ان التقديرات التي توصل اليها أجاروال من خلال هذا النموذج ذات حساسية عالية لتقدير معلمات النموذج estimated parameters . لكن ايا كان الأمر، فان ميزة هذا المنهج انه قد أوضح لنا ان تحديد المستوى الامثل للاحتياطيات في البلاد النامية يجب ان يستند على معايير مختلفة عن تلك المعايير المستخدمة في حالة البلاد الصناعية المتقدمة، خاصة اذا أخذنا بعين الاعتبار مسألة ندرة النقد الاجنبي في البلاد النامية.

سياسات التكيف وتأثيرها في الطلب على الاحتياطيات الدولية :

كان الافتراض الاساسي لدى كل من هيللر وأجاروال، ان الدولة تهدف من تكوين الاحتياطيات الدولية بدافع التحوط لكي تتجنب اجراءات التكيف، وبالذات اجراء خفض القيمة الخارجية للعملة Devaluation في حالة عدم ملائمة وكفاية احتياطياتها كوسيلة لتصحيح العجز الطارىء والمؤقت في ميزان المدفوعات. فالافتراض الاساسي هنا هو الدفاع عن سعر الصرف للعملة المحلية. وهنا يبرز سؤال هام هو : كيف سيتأثر طلب الدولة على الاحتياطيات الدولية اذا ما قبلت سياسة التخفيض كسياسة من سياسات التكيف لتصحيح العجز الطارىء والمؤقت في ميزان المدفوعات ؟

والاجابة على هذا السؤال كانت محورا لكثير من الدراسات، نذكر منها على سبيل المثال، دراسة هيبيل (٣٤) F.s. Hipple عام ١٩٧٤، ودراسة ماكين (٣٥) j.H. Makin ودراسة كلاسن (٣٦) E.M. Claasen عام ١٩٧٦ ودراسات فرانكل (٣٧) J.A Frankel وكروكيت (٣٨) A.D. Crockett عام ١٩٧٨ ودراسة سابستيان ادواردز (٣٩) S. Edwards عام ١٩٨٣. ففي هذه الدراسات اتجه البحث الى معرفة مدى الاختلاف الذي ينشأ في الطلب على الاحتياطيات الدولية للدول النامية التي تقبل سياسة التخفيض وتلك التي لا تقبل هذه السياسة. فمن الناحية النظرية البحث من المتوقع تماما ان يختلف طلب البلاد النامية على الاحتياطيات الدولية التي تتمسك بسياسة ثبات سعر الصرف عن طلب تلك الدول التي تلجأ الى سياسات التكيف وتحويل سياسات الانفاق Expenditure Switching Policies . فالبلاد التي ستقبل هذه السياسات يفترض ان حاجتها لتكوين الاحتياطيات الدولية أقل من طلب تلك الدول التي تتمسك بسياسة ثبات سعر الصرف لمواجهة المصاعب المؤقتة في موازين مدفوعاتهما. ذلك ان ترك سعر الصرف لكي يتحدد في ضوء قوى العرض والطلب (التعويم) يفترض ضمنا انه لا يحتاج لتخصيص جانب من الاحتياطيات لهذا الغرض .

وتبدو أهمية هذه النقطة على وجه الخصوص في الآونة الراهنة بعد ان اضطر عدد كبير من الدول النامية تحت وطأة ازمة الديون الخارجية والمصاعب المستمرة في موازين مدفوعاتها الى قبول سياسات التكيف وتخفيض قيمة العملة لمواجهة هذه المصاعب. من هنا فان وضع كل الدول النامية في سلة واحدة عند البحث في محددات طلبها على الاحتياطيات الدولية سيقود الى نتائج خاطئة (٤٠).

وقد أثبت كلارك في نموذج الذي فرق فيه بين دالة طلب البلاد النامية على الاحتياطيات الدولية في الاجل القصير والاجل الطويل ان هناك ما يشبه المقايضة Trade - off بين سرعة الاخذ باجراءات التكيف ومستوى الاحتياطيات الدولية التي ترغب الدولة الاحتفاظ بها وأن السلطة النقدية يتعين عليها ان تختار التوليفة المثلى التي تجمع بين سرعة اجراءات التكيف لتصحيح اختلال ميزان المدفوعات والمستوى الامثل للاحتياطيات. فاذا اختارت الدولة ان تكون اجراءات التكيف سريعة فان حاجتها للاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية تكون أقل (٤١). وهي نفس النتيجة التي اكدها ايضا سابستيان ادواردز (٤٢).

على ان هذه النتيجة المنطقية التي توصلت اليها هذه الدراسات وان كانت صحيحة في حالة البلدان الرأسمالية الصناعية حيث انخفض طلبها على الاحتياطيات الدولية بنسبة ٣٪ في عام ١٩٩١، (كما سبق ان اشرنا في الهامش رقم ٦) في ضوء تزايد البطالة والركود وخفض معدلات نمو انفاقها القومي) الا ان المثير للدهشة انها لا تنطبق على حالة البلاد النامية التي تطبق الآن برامج التثبيت والتكيف الهيكلي. فرغم ان تلك البلاد قد اضطرت ، في ضوء هذه البرامج، ان تخفض من قيمة عملاتها الوطنية وتعويم اسعار صرفها وتطبيق سياسات تكيف صارمة، الا ان طلبها على الاحتياطيات الدولية قد نما بمعدلات فلكية (راجع مرة أخرى الهامش رقم ٦)، وهو الامر الذي يقطع بأن تحليل طلب هذه البلاد على الاحتياطيات الدولية لا يمكن البحث عنه في النظريات الاقتصادية والنماذج الرياضية وانما عن طريق ما تهدف اليه تلك البرامج من انكماش ووفر في الموارد، وهو ما تؤكدُه أيضا الحالة المصرية .

ثانيا: الاحتياطيات الدولية الراهنة لمصر

قلنا في التمهيد لهذه الدراسة، أن الاحتياطيات الدولية لمصر التي كونتها الحكومة في

السنوات الثلاث الاخيرة قد ارتفعت على نحو دراماتيكي حسب تصريحات المسئولين فى الاونة الاخيرة من حوالى ٢ مليار دولار امريكى فى نهاية عام ١٩٩٠ الى ما يزيد قليلا عن ١٦ مليار دولار فى نهاية عام ١٩٩٣، مما يعنى أنها تضاعفت ثمان مرات خلال هذه الفترة الوجيزة. وقد اعتبرت الحكومة، فى خطابها الاعلامى، أن ذلك يمثل انجازا هائلا لسياسات ما يسمى بالاصلاح الاقتصادى (سياسات برامج التثبيت والتكيف الهيكلى). وقيل أن الارتفاع بهذه الاحتياطيات قد أملتته الضرورة بعد أن تدهورت احتياطيات مصر الى مستويات خطيرة خلال حقبة الثمانينات، وأن تلك الاحتياطيات تمثل دعما للاقتصاد المصرى ووسيلة للحفاظ على سعر الصرف للجنة المصرى، وأن تلك الاحتياطيات تكفى مصر لمدة طويلة. وقيل أيضا، أنه يجب الحفاظ على هذه الاحتياطيات عند هذا المستوى المرتفع ولايجوز استخدامها فى أى بديل سوى استثمارها فى مجالات قصيرة الاجل حفاظا على سيرولتها ودعما للثقة الدولية فى الاقتصاد المصرى.

وانطلاقا من التحليل النظرى الذى أرسيناه فى الجزء الاول من هذه الدراسة سنحاول الآن دراسة قضية الاحتياطيات الدولية لمصر وذلك من خلال اثاره بعض الاسئلة الهامة، وهى:

١- هل هذا المستوى الذى تحقق للاحتياطيات الدولية يمثل المستوى الامثل فى ظروف مصر الحالية، أم فيه افراطا؟

٢- كيف تكون هذا الرقم المرتفع للاحتياطيات، وما نفقة الفرصة البديلة له؟

٣- ماهى أوجه الاستفادة القصوى التى يمكن لمصر أن تحققها من هذه الاحتياطيات؟

وتتناول ذلك تباعا.

١) حول مستوى الاحتياطيات الدولية :

بادئ ذى بدء، لاهد من الاشارة الى أن دقة الالفاظ والمفاهيم من الاهمية بمكان ونحن نتناش هذا الموضوع. اذ يجب ان يكون واضحا فى الذهن ما المقصود، تحديدا، بهذه الاحتياطيات. ذلك أن الجدل الذى دار مؤخرا بين الاقتصاديين المصريين قد كشف النقاب عن أن هناك خلطا لدى البعض بين ودائع البنوك لدى البنك المركزى (وهو ما تشترطه نسبة الاحتياطى القانونى التى تلزم كل بنك تجارى أن يحتفظ بالبنك المركزى وبدون فوائد برصيد دائن بنسبة معينة (١٥٪) مما لديه من الودائع) - وهى أرصدة لا يملكها البنك المركزى - وبين الاحتياطيات الدولية. فالمعنى المحدد لهذه الاحتياطيات، التى

Official Holding of Foreign Exchange هي ملك للسلطة النقدية، عبارة عن الحيازة الرسمية للعملاء الاجنبيية للعملة الأجنبية. وحدات حقوق السحب الخاصة، فضلا عن صافي مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي. وهذا هو المعنى الضيق للاحتياطيات الدولية الذي سنعتمد عليه في هذه الدراسة^(٤٣). ومن الواضح تماما، أن هذه الاحتياطيات تكون تحت تصرف البنك المركزي وإلا ما كان بإمكانه أن يستخدمها عند الضرورة، وبالسرعة المطلوبة، لمواجهة الاختلال العارض في ميزان المدفوعات أو للدفاع عن سعر الصرف.

وبالرجوع الى الاحصائيات المالية التي ينشرها صندوق النقد الدولي بصفة دورية (شهريا) تبين، أنه من غير الصحيح القول بأن احتياطيات مصر الدولية قد تدهورت على نحو خطير كما يشير البعض في صدد تبرير الزيادة الفلكية التي حدثت في هذه الاحتياطيات مؤخرا. والمجدول رقم (٣) الذي كونه من هذه الاحصائيات يشير الى هذه الحقيقة. فمن الواضح انه ابتداء من عام ١٩٨١ كانت هناك زيادة شبه مستمرة في اجمالي هذه الاحتياطيات. فقد ارتفعت قيمة هذه الاحتياطيات بما فيها الذهب من ٧٠٠ مليون وحدة حقوق سحب خاصة في عام ١٩٨١ الى ١٩٧١ مليون وحدة حقوق سحب خاصة في عام ١٩٩١. صحيح ان جانباً من هذه الزيادة يعزى الى إعادة تقويم الرصيد الذهبي من حين لآخر طبقاً لاسعار سوق الذهب بلندن، وهو ماتم ابتداء من عام ١٩٨١. لكن من الصحيح أيضا، ان الحيازات الرسمية من العملات الاجنبية قد ارتفعت كثيرا خلال هذه الفترة فقد إرتفعت من ٥٩١ مليون وحدة حقوق سحب خاصة في عام ١٩٨١ وظلت في ارتفاع مستمر الى أن وصلت الى ١٨٨٦ مليون وحدة حقوق سحب خاصة في عام ١٩٩٠ (زادت بأكثر قليلا من ثلاث مرات). وهو وضع تميزت به مصر عن كثير من الدول النامية التي استنزفت احتياطياتها النقدية بشكل خطير ابان عقد الثمانينات. وذكر هذه الحقيقة مهم للرد على هؤلاء الذين قالوا بأن خزائن البنك المركزي المصري كانت خاوية قبل البدء في تنفيذ برامج التثبيت والتكيف الهيكلي.

ولكن السؤال الذي يطفو على السطح هو: هل كان مستوى هذه الاحتياطيات يؤمن وضعا معقولا للاقتصاد المصري في ضوء المشكلات والضعف التي تعرض لها ميزان المدفوعات المصري خلال عقد الثمانينات؟

الواقع انه بالرغم من النمو المطرد الذي طرأ على الارقام المطلقة للاحتياطيات الدولية لمصر الا

جدول رقم (٣)

تطور الاحتياطيات الدولية لمصر خلال الفترة ١٩٦١ - ١٩٩٠

مليون وحدة حقوق سحب خاصة

| الاجمالي بما فيه الذهب* | العملات الاجنبية | صافي مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي | حقوق السحب الخاصة | الذهب | | السنرات |
|-------------------------|------------------|--|-------------------|-------------------------|-------------|---------|
| | | | | تقويم قوس (مليون دولار) | مليون أونصة | |
| ٢٠٣ | ٢٩ | - | - | - | ٤,٩٧ | ١٩٦١ |
| ٢٢٣ | ٤٩ | - | - | - | ٤,٩٧ | ١٩٦٢ |
| ٢١٦ | ٤٢ | - | - | - | ٤,٩٧ | ١٩٦٣ |
| ٢٢٣ | ٨٤ | - | - | - | ٣,٩٨ | ١٩٦٤ |
| ١٩٣ | ٥٤ | - | - | - | ٣,٩٨ | ١٩٦٥ |
| ١٥٦ | ٦٣ | - | - | - | ٢,٦٧ | ١٩٦٦ |
| ١٩٥ | ١٠٢ | - | - | - | ٢,٦٧ | ١٩٦٧ |
| ١٦٩ | ٧٥ | - | - | - | ٢,٦٧ | ١٩٦٨ |
| ١٤٥ | ٥١ | - | - | - | ٢,٦٧ | ١٩٦٩ |
| ١٥٩ | ٧٤ | - | - | - | ٢,٤٣ | ١٩٧٠ |
| ١٣٨ | ٤٥ | - | ٧ | - | ٢,٤٣ | ١٩٧١ |
| ١٣٣ | ٤٢ | - | ٥ | ٨٥ | ٢,٤٣ | ١٩٧٢ |
| ٣٠٠ | ١٨٤ | - | ٣١ | ٨٥ | ٢,٤٣ | ١٩٧٣ |
| ٢٩١ | ١٧٥ | - | ٣١ | ١٠٣ | ٢,٤٣ | ١٩٧٤ |
| ٢٥١ | ١٥١ | - | ١٤ | ١٠٣ | ٢,٤٣ | ١٩٧٥ |
| ٢٩١ | ١٨٦ | - | ٢٠ | ١٠٣ | ٢,٤٣ | ١٩٧٦ |
| ٤٤٠ | ٣٣١ | - | ٢٤ | ١٠٣ | ٢,٤٣ | ١٩٧٧ |
| ٤٦٤ | ٣٦٩ | - | ٨ | ١٠٤ | ٢,٤٧ | ١٩٧٨ |
| ٤٨٨ | ٤٠٢ | - | - | ١٠٤ | ٢,٤٧ | ١٩٧٩ |
| ٩٠٥ | ٨٢٠ | - | - | ١٠٣ | ٢,٤٣ | ١٩٨٠ |
| ٧٠٠ | ٥٩١ | ٢٤ | - | ٧٧٥ | ٢,٤٣ | ١٩٨١ |
| ٧١٨ | ٦٣٣ | - | - | ٥٧٨ | ٢,٤٣ | ١٩٨٢ |
| ٨٢٢ | ٧٠٦ | ٣٠ | - | ٧٥٧ | ٢,٤٣ | ١٩٨٣ |
| ٨٣٦ | ٧٥١ | - | - | ٦٧٩ | ٢,٤٣ | ١٩٨٤ |
| ٨٠٦ | ٧٢١ | - | - | ٥٧٨ | ٢,٤٣ | ١٩٨٥ |
| ٧٦٣ | ٦٧٨ | - | - | ٦٣٢ | ٢,٤٣ | ١٩٨٦ |
| ١٠٥٧ | ٩٧١ | - | - | ٨١٤ | ٢,٤٣ | ١٩٨٧ |
| ١٠٢٤ | ٩٣٩ | - | - | ٧٩٤ | ٢,٤٣ | ١٩٨٨ |
| ١٢٤٢ | ١١٥٧ | - | - | ٦٧٩ | ٢,٤٣ | ١٩٨٩ |
| ١٩٧١ | ١٨٨٦ | - | - | ٦٤١ | ٢,٤٣ | ١٩٩٠ |

(*) حسب قيمة الذهب على أساس أن الأونصة الواحدة تساوي ٣٥ وحدة حقوق سحب خاصة .

Source : IMF, *International Financial Statistics*, Yearbook 1991, pp. 46, 47, 50, 51, 54, 55, 58, 59, 62, 63, 66, 67, 70, 71.

أنه كان أقل من ان يحقق هذا المستوى وبخاصة في ضوء تزايد العجز بميزان المدفوعات وارتفاع اعباء خدمة الديون والضغوط التي تعرض لها سعر الصرف للجنيه المصرى فى هذا العقد. وإذا استندنا على نسبة الاحتياطيات الى الواردات (المقياس الشائع دوليا- فى حدود ٣ الى ٤ شهور تغطية للواردات) لوجدنا أن هذه النسبة كانت تتراوح بين حد اعلى مقداره ٣ شهور (كما حدث فى عام ١٩٨١/٨٠) وبين حد أدنى مقداره شهر واحد (كما حدث فى عام ١٩٨٧/٨٦). ولو أخذنا الفترة كلها لوجدنا ان المتوسط لها بلغ ١,٨ شهر. وهى نسبة تقل عن المتوسط المعقول والمتعارف عليه دوليا- انظر الجدول رقم(٤). من هنا كان الارتفاع بمستوى هذه الاحتياطيات ، للوصول بها الى حد الامان ، أمرا مطلوبا كجزء من متطلبات الاصلاح الاقتصادى .

جدول رقم (٤)

عدد شهور الواردات التى تغطيها الاحتياطيات الدولية لمصر
للفترة ١٩٧٨ - ١٩٨٩/٨١

| عدد الشهور | السنوات |
|------------|--------------|
| ١,٩ | ١٩٧٨ |
| ٢,٤ | ١٩٧٩ |
| ٣,٠ | ١٩٨١/٨٠ |
| ٢,٢ | ١٩٨٢/٨١ |
| ١,٨ | ١٩٨٣/٨٢ |
| ١,٧ | ١٩٨٤/٨٣ |
| ٢,٣ | ١٩٨٥/٨٤ |
| ١,١ | ١٩٨٦/٨٥ |
| ١,٠ | ١٩٨٧/٨٦ |
| ١,١ | ١٩٨٨/٨٧ |
| ١,١ | ١٩٨٩/٨٨ |
| ١,٨ | متوسط الفترة |

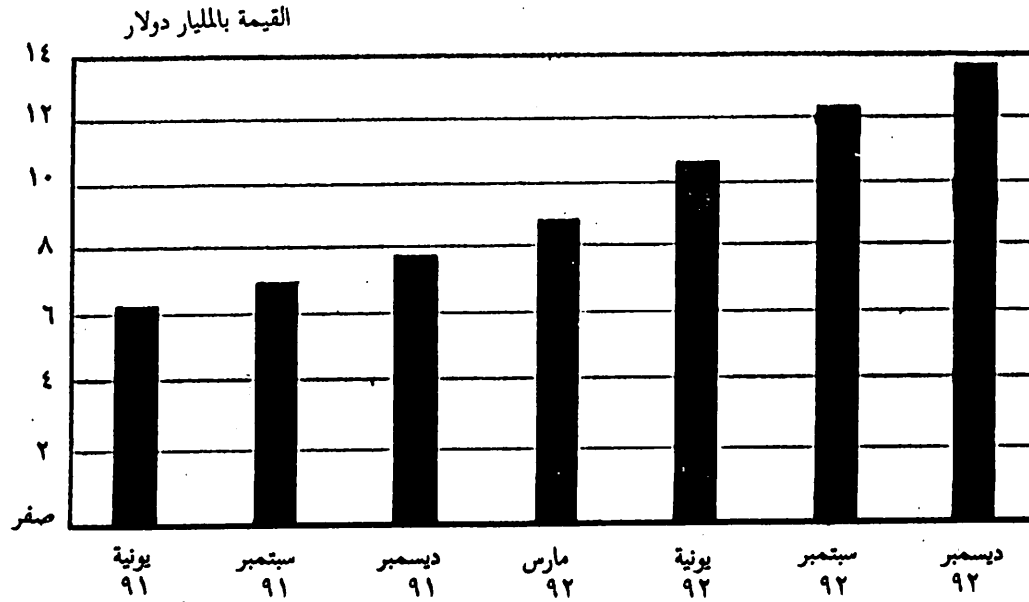
المصدر : البنك الاهلى - النشرة الاقتصادية ، المجلد الثالث والاربعون،
العددان الأول والثانى ١٩٩٠ ، ص ١١٩ .

والواقع أنه منذ أن بدأت مصر تطبيق برنامج التثبيت الاقتصادي الذي عقدته مع صندوق النقد الدولي في مايو ١٩٩١ وبرنامج التكيف الهيكلي مع البنك الدولي في نوفمبر عام ١٩٩١ سرعان ما حدث نمو دراماتيكي في مستوى هذه الاحتياطيات كنتاج للسياسات النقدية والمالية الاتكماشية التي انطوت عليها هذه البرامج. وحسب بيانات البنك المركزي المصري (٤٤) فقد ارتفع صافي الاحتياطيات الدولية من ٦,٤ مليار دولار في نهاية يونيه ١٩٩١ إلى ١٣,٦ مليار في نهاية ديسمبر ١٩٩٢، أي بمعدل ٦,٣٪ شهريا في المتوسط على مدى الفترة (يوليو ١٩٩١ - ديسمبر ١٩٩٢) - (انظر الشكل رقم ١). ثم واصلت الاحتياطيات ارتفاعها في عام ١٩٩٣ لتصل إلى ١٦ مليار دولار حسب تصريحات المسئولين.

ويسفر حساب نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات عن نتيجة مذهلة. فحسب بيانات التقرير السنوي للبنك المركزي المصري (٤٥) بلغت قيمة الواردات عن عام ١٩٩٣/٩٢ ١٠,٧ مليار دولار أمريكي، مما يعني أن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات ١٥٠٪ أو ما يعادل تغطية ١٨,٦ شهر للواردات. وقد بحثنا في جميع نسب الاحتياطيات الدولية لمختلف دول العالم، المتقدمة والنامية على حد سواء، فلم نعثر على أية نسبة شبيهة - أو حتى تقترب من - النسبة المصرية. وإذا رجعنا إلى تقرير التنمية في العالم لعام ١٩٩٣ الذي يصدره البنك الدولي، فسوف نجد، على سبيل المثال، أنه في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي أغنى دولة في العالم، كانت قيمة احتياطياتها الدولية ١٥٩,٣ مليار دولار، وهي تغطي ما يعادل ٢,٦ شهر فقط من وارداتها. وبلغت احتياطيات اليابان ٨٠,٦ مليار دولار، تغطي ما يعادل ٢,٤ شهر من وارداتها. وفي ألمانيا بلغت الاحتياطيات ٩٦,٧ مليار دولار، تغطي ٢,٣ شهر من وارداتها وفي بريطانيا كانت الاحتياطيات ٤٨,٤ مليار وما يعادل تغطية ١,٥ شهر من شهور الواردات، وفي كوريا الجنوبية ١٣,٨ مليار دولار، تغطي ١,٨ شهر، وفي المغرب ٣,٣ مليار دولار تغطي ٤,٥ شهر. بل أنه في أغنى دولة عربية، وهي المملكة العربية السعودية، بلغت فيها الاحتياطيات الدولية ١٣,٣ مليار دولار، تغطي ٢,٤ شهر من الواردات. (جميع الأرقام عن عام ١٩٩١) (٤٦).

كل ذلك يؤكد، بما لا يدع مجالا للشك، أن مستوى الاحتياطيات الدولية لمصر الآن قد بلغ رقما فيه افراط شديد للغاية Super Excess. ونظرا لشذوذ نسبة الاحتياطي، وتفرد مصر بهذه

شكل رقم (١) صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزى المصرى



المصدر : البنك المركزى المصرى : المجلة الاقتصادية، المجلد الثالث والثلاثون العدد الثانى،
١٩٩٣/٩٢، ص ٩٣.

النسبة عن باقى دول العالم ، فلا حاجة بنا الى استخدام اية نماذج أو اجراء أية حسابات للتدليل على أن هذه النسبة قد تجاوزت بكثير المستوى الامثل، حتى لو اعتمدنا على مؤشرات غير مألوفة، مثل نسبة الاحتياطيات الى عجز الميزان التجارى (٤٧) او الى رصيد الحساب الجارى (٤٨).

٢) كيف تكونت الزيادة فى الاحتياطيات وماهى تكلفتها الحقيقية؟

حينما أعلنت الحكومة المصرية مؤخرًا عن رقم الاحتياطى الذى تكون بالبنك المركزى المصرى فى السنوات الثلاث الاخيرة، تساءل الكثيرون كيف يمكن فى هذه الفترة الوجيزة ان يتكون هذا الرقم؟ وما هى المصادر التى وفرت هذه الموارد؟

وقبل أن نجيب على هذه الاسئلة تجدر الاشارة أولاً، الى ان كل الزيادة التى تحققت فى احتياطيات مصر الدولية فى هذه الفترة القصيرة قد تحققت فى الحيازات الرسمية من العملات الاجنبية (تمديدًا للدولار الأمريكى). أما باقى مكونات الاحتياطيات، وهى رصيد الذهب وحقوق السحب الخاصة وصافى مركز الاحتياطى لدى صندوق النقد الدولى، فلم يطرأ عليها زيادة يعتد بها. من هنا فالسؤال الذى يبرز على السطح هو: ماهى مصادر الوفرة التى تحققت فى العملات الاجنبية ومكنت السلطة النقدية من تركيبها على هذا النحو المغالى فيه؟

للإجابة على هذا السؤال، لابد من الاحاطة بالسياق أو المناخ العام الذى تحققت فيه زيادة هذه الاحتياطيات. وهو مناخ اتسم بحقيقتين أساسيتين، الاولى هى حرب الخليج الثانية عام ١٩٩١، والثانية هى برامج التشبيث والتكليف الهيكلى التى طبقتها مصر ابتداءً من منتصف عام ١٩٩١. فقد أدى هذا المناخ بتفاعلاته الى تحقيق وفرة فى العملات الاجنبية من ناحية، والى خفض فى الطلب على هذه العملات من ناحية اخرى، مما وفر امكانات كبيرة للبنك المركزى المصرى لزيادة احتياطيات مصر.

أما عن حرب الخليج، فمن المعلوم أنه نتيجة للموقف السياسى والعسكرى الذى اتخذته القيادة السياسية، فان عدداً من دائنى مصر قد اسقطوا جانباً من ديونهم المستحقة. وقد أسفر هذا عن اسقاط حوالى ١٥ مليار دولار. وكانت أبرز الامور فى هذا الخصوص (٤٩):

- الغاء امريكا لديون عسكرية على مصر تقدر ببلغ ٦,٧ مليار دولار.
- الغاء بعض الدول العربية لديون على مصر قيمتها ٧,٧ مليار دولار.

- الغاء كندا ٤٠٪ وفرنسا ٥٠٪، وإيطاليا ٥٠٪ من ديونهم المستحقة على مصر.

وقد أدى اسقاط هذا القدر من مديونية مصر الخارجية الى الغاء مدفوعات خدمة الديون عن هذه المبالغ. كما استطاعت مصر أن تعيد جدولة الشطر الاكبر من ديونها الخارجية (طبقا لقواعد نادى باريس)، فضلا عن أن الدائنين كانوا قد وعدونا باسقاط ٥٠٪ من ديوننا الرسمية (نحو ١٠,٢ مليار دولار) بالتوازي مع تنفيذ التزاماتنا الموقعة مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي على ثلاث مراحل (١٥٪ ثم ١٥٪ ثم ٢٠٪) وخلال ثلاث سنوات. كل ذلك أسهم، بلاشك، فى خفض حجم المبالغ التى كانت تدفعها مصر سنويا لخدمة دينها الخارجى. ما بالنا اذا علمنا، أن هذه المبالغ وصلت فى عام ١٩٩٣ الى ٢,٥ مليار دولار (٥٠) بعد أن كانت قد وصلت الى ٤,٢ مليار دولار فى عام ١٩٩٠ (٥١).

وبالاضافة الى الوفرة الذى حدث فى مبالغ خدمة ديننا الخارجى، هناك زيادة غير عادية حدثت

فى بعض مصادر النقد الاجنبى لمصر، كان ابرزها فى السنوات الثلاث الماضية :

- ١- الزيادة الكبيرة التى حدثت فى موارد السياحة، قبل أن يضربها الارهاب.
- ٢- تدفق بعض الاموال العربية على مصر ابان وبعد حرب الخليج.
- ٣- زيادة حجم تحويلات المصريين العاملين بالخارج من العملة الاجنبية الى العملة الوطنية بعد ارتفاع الهاتل الذى حدث فى أسعار الفائدة على الجنيه المصرى، فضلا عن تأثير خفض القيمة الخارجية للجنيه بعد توحيد سعر الصرف.
- ٤- ارتفاع التحويلات الرسمية بشكل ملحوظ، خاصة لمواجهة آثار الزلزال، حتى أنها وصلت الى مليار دولار فى عام ١٩٩٣/٩٢ مقابل ٢٦٧,٩ مليون دولار فقط فى عام ١٩٩٢/٩١ (كما يشير الى ذلك تقرير البنك المركزى) (٥٢).

فكل هذه الموارد المتزايدة للنقد الاجنبى، التى صبت معظمها فى سوق الصرف الاجنبى لم يقابلها زيادة مناظرة فى الطلب على هذا النقد. ويعود ذلك اساسا الى الطبيعة الاتكماشية للسياسات الاقتصادية الجديدة المنبثقة عن برامج التثبيت والتكيف الهيكلية التى طبقت منذ عام ١٩٩١. فزيادة أسعار الفائدة، وزيادة الاسعار المحلية والغاء الدعم وارتفاع الضرائب غير المباشرة، وانخفاض مستوى الاجور الحقيقية، وخفض معدلات نمو الاتفاق العام الجارى والاستثمارى.. كل هذا

أدى الى خفض بليغ في معدل نمو الطلب الكلي، الامر الذي انعكس في خفض خطط التوسع في الاستثمار والاستيراد (٥٣). وكان من الطبيعي، والحال هذه، أن تعج سوق الصرف الاجنبي بمصر بفائض واضح، وقد حرص البنك المركزي المصري على شراء هذا الفائض وتركيبه في شكل احتياطات دولية، خاصة بعد أن تقلص دور البنك المركزي في تمويل المدفوعات عن الواردات خلال هذه الفترة، تاركا ذلك للبنوك التجارية، وركز على ادارة الدين الخارجي وادارة احتياطات البلاد بالنقد الاجنبي. فقد كانت نسبة تمويله للواردات ٥١٪ في عام ١٩٨٢/٨١ وأخذت في التناقص حيث وصلت الى ٢٥٪ في عام ١٩٩١/٩٠ (٥٤). انظر الجدول رقم (٥) في ملحق هذه الدراسة.

خلاصة الامر اذن، هو أن هناك فائضا قد حدث في سوق الصرف الاجنبي، وهذا الفائض سعى البنك المركزي الى شرائه لزيادة حجم الاحتياطات الدولية. ولتأخذ هنا على سبيل المثال، حالة سوق الصرف الاجنبي بمصر خلال الفترة ما بين مارس ١٩٩٠ حتى ديسمبر ١٩٩٢ - انظر الجدول رقم (٥) اذ يلاحظ على موارد هذه السوق حدوث زيادات واضحة في مواردها رغم التقلبات الموسمية التي تتعرض لها. لكن حجم الاستخدامات الفعلية لها كان أقل، مما أدى الى وجود فائض شهري مستمر، وخاصة بعد مارس ١٩٩١ لدى البنوك التجارية وشركات الصرافة. وكان على البنوك التصرف في هذا الفائض في ظل التزامها بالقواعد الموضوعية في هذا الشأن والتي تنص على ألا تجاوز أصول البنك التزاماته بالعملة الاجنبية عن ١٠٥٪، أو العكس. كذلك التزام البنوك وشركات الصرافة بعدم الاحتفاظ بأرصدة نقد اجنبي تزيد عن أرصدة التشغيل المحددة لها من جانب السلطات المختصة (٥٥). وقد بلغت مشتريات البنك المركزي منذ تدخله في هذه السوق في أول يوليو ١٩٩١ وحتى ديسمبر ١٩٩٢ حوالي ١١,٠ مليار دولار، استخدم من هذا المبلغ حوالي ٢,٦ مليار دولار، مما يعني أن صافي مشترياته خلال هذه الفترة بلغ نحو ٨,٤ مليار دولار (٥٦) - انظر الجدول رقم (٦). ثم واصل البنك المركزي سياسته في شراء وتركيب العملات الاجنبية خلال عام ١٩٩٣/٩٢، حيث بلغت مشترياته في هذا العام ٧,١ مليار دولار، ثم استخدم ١,٩ مليار دولار منها، بحيث بلغ صافي المشتريات ٥,٢ مليار دولار (٥٧).

وبناء على ماسبق، يمكن القول، أن رصيد الاحتياطات الدولية الحالي الذي أعلنته الحكومة المصرية، قد تكون على النحو التالي:

جدول رقم (٥)
الموارد والاستخدامات والفائض فى سوق الصرف الاجنبى

(بالمليون دولار) *

| فترة ما قبل التحرير مارس/سبتمبر ٩٠ (٧ أشهر) | فترة ما قبل دمج السوقين مارس/سبتمبر ٩١ (٧ أشهر) | فترة ما بعد الدمج اكتوبر/ديسمبر ٩٢ (١٥ شهرا) | |
|---|---|--|--------------------|
| ٦.٥٧ | ٥١٢. | ١٩١٧٣ | اجمالى الموارد |
| ٨٦٥ | ٧٣١ | ١٢٧٨ | المتوسط الشهرى |
| ٣٩٢٢ | ٢٨٧٧ | ٨٩١١ | اجمالى الاستخدامات |
| ٥٦. | ٤١١ | ٥٩٤ | المتوسط الشهرى |
| ٢١٣٥ | ٢٢٤٣ | ١٠.٢٦٢ | اجمالى الفائض |
| ٣.٥ | ٣٢ | ٦٨٤ | المتوسط الشهرى |
| <u>الموارد باستبعاد التحويلات الرسمية</u> | | | |
| ٣٦٣٤ | ٤٦٢٨ | ١٨٣٨٥ | اجمالى الموارد |
| ٥١٩ | ٦٦١ | ١٢٢٦ | المتوسط الشهرى |
| ٢٨٨- | ١٧٥١ | ٩٤٧٤ | اجمالى الفائض |
| ٤١- | ٢٥. | ٦٣٢ | المتوسط الشهرى |

المصدر: البنك المركزى المصرى: المجلة الاقتصادية، المجلد الثالث والثلاثون، العدد الثانى ١٩٩٣/٩٢، ص ٨٦.
* استبعدت العمليات التى تتم فى نطاق حسابات التجنيد ورأس المال والتشغيل أو المنفذ فى اتفاقات الدفع والفصقات المتكافئة، كما يلاحظ أن فترة المقارنة (مارس/سبتمبر ١٩٩٠) شهدت تدفقا كبيرا فى التحويلات الرسمية، ولذا تم استبعادها لسلامة المقارنة.

جدول رقم (٦)
مشتريات البنك المركزى من سوق الصرف

(بالمليون دولار امريكى)

| صاقى المشتريات | الاستخدامات | المشتريات | |
|----------------|-------------|-----------|----------------------|
| ٨.٣.٢ | ٢٥١ | ١.٥٤.٢ | يوليو / سبتمبر ١٩٩١ |
| ١٢٨٢.٩ | ٢٩١ | ١٥٧٣.٩ | اكتوبر / ديسمبر ١٩٩١ |
| ١.٧٢.١ | ٣٥٦ | ١٤٢٨.١ | يناير / مارس ١٩٩٢ |
| ٢.٣٨.٧ | ٤١٩ | ٢٤٥٧.٧ | ابريل / يونيه ١٩٩٢ |
| ١٨٥٣.٦ | ٥٧٤ | ٢٤٢٧.٦ | يوليو / سبتمبر ١٩٩٢ |
| ١٣٣٧.١ | ٧٣٣ | ٢.٧٠.١ | اكتوبر / ديسمبر ١٩٩٢ |
| ٨٣٨٧.٦ | ٢٦٢٤ | ١١.١١.٦ | الاجمالى |

المصدر: البنك المركزى المصرى: المجلة الاقتصادية، المجلد الثالث والثلاثون، العدد الثانى ١٩٩٣/٩٢، ص ٩٢

| | |
|---|--------------------|
| رصيد الاحتياطيات فى عام ١٩٩١ | = ٢,٠ مليار دولار |
| صافى مشتريات البنك المركزى فى عام ٩٢/٩١ | = ٨,٤ مليار دولار |
| صافى مشتريات البنك المركزى فى عام ٩٣/٩٢ | = ٥,٢ مليار دولار |
| المجموع | = ١٥,٦ مليار دولار |

والسؤال الذى يبرز الان هو: ما هى التكلفة الحقيقية لهذا الرقم المرتفع من الاحتياطيات الدولية؟ ويادىء ذى بدء، تجدر الاشارة الى ان هناك علاقة وثيقة بين غنى الدولة (حجم ثروتها ودخلها القومى) وطلبها على الاحتياطيات الدولية. ولهذا يحدث، حينما يتزايد حجم الدخل القومى وزيادة سريعة وغير عادية وتقفز حصيلة الصادرات، أن تلجأ الدولة الى زيادة احتياطياتها الدولية. والزيادة التى تطرأ فى طلبها على هذه الاحتياطيات يمكن اعتبارها من قبيل ترف الرفاه أو الطلب على الكماليات *Luxury Goods*. وهذا ماحدث على سبيل المثال بالنسبة لمستوى احتياطيات الدول العربية النفطية فى أعقاب الزيادات الهائلة التى حدثت فى عوائدها النفطية خلال الفترة ١٩٧٣-١٩٨٢. ولكن المفارقة المدهشة فى الحالة المصرية هى أنه لايمكن تبرير الزيادة الضخمة التى حدثت فى الاحتياطيات بالقول بأن ذلك يعود الى ارتفاع مستوى الدخل القومى أو لحدوث تحسن غير عادى فى قطاع الصادرات. ذلك ان السياسات الانكماشية التى طبقتها الحكومة المصرية فى السنوات الثلاث الاخيرة أدت الى خفض محسوس فى معدل نمو الناتج المحلى الحقيقى (بلغ معدل النمو السنوى للناتج المحلى الاجمالى لمصر بأسعار ١٩٩٢/٩١ حوالى ١,٧٪ حسب بيانات البنك المركزى) (٥٨) كما أنخفض معدل الاستثمار القومى، ولم يشهد قطاع الصادرات أى تحسن يعتد به، وتدهور مستوى الدخل الحقيقية للناس، وزادت معدلات البطالة (٥٩) .. الى آخره. فى ظل هذا المناخ الركودى تكون اذن هذا الرقم. ولهذا يمكن اعتبار الزيادة التى حدثت فى هذه الاحتياطيات كنوع من الادخار الاجبارى الذى تحمله الاقتصاد المصرى بجميع قطاعاته وغالبية شعب مصر. من هنا فان نفقة الفرصة البديلة له كانت مرتفعة للغاية. وهى نفقة يمكن قياسها (استنادا على تحليل هيلر أو أجاروال) فى شكل الزيادة التى كان من الممكن ان يرتفع بها مستوى الاستهلاك المحلى والناتج المحلى الاجمالى ومعدلات النمو الاقتصادى (٦٠).

حقا .. ان هذه الاحتياطيات (وتحديداً الحيازات الرسمية من العملات الاجنبية) لاتبقى

محبوسة فى خزائن البنك المركزى، بل انه يستثمرها فى الخارج فى أصول اجنبية قصيرة الاجل ضمانا لسبيلتها وتجنبها للمخاطرة بها، اما فى شكل ودائع لمدة يوم واحد، أو أسبوع، أو شهر، أو فى اذونات الخزانة الامريكية لمدة ثلاثة شهور (اشار تقرير البنك المركزى السنوى ١٩٩٣/٩٢ الى ان استثمارات البنك فى الاوراق المالية الاجنبية ارتفعت بمقدار ٢ مليار جنيه بمعدل ٣٦٩٪ لتصل الى ٧٥ مليار جنيه بنسبة ٧٤٪ من اجمالى الاصول فى نهاية يونيو ١٩٩٣. ويعزى هذا الارتفاع الى زيادة استثمارات البنك المركزى فى اذون الخزانة الامريكية اساسا) (٦١). على ان استثمار هذه الاحتياطيات فى هذه المجالات قصيرة الاجل يؤدي بالضرورة أن يكون عائدها المالى أقل من ذلك العائد الذى يمكن ان تغله لو انها استثمرت فى آجال اطول. وعليه، يمكن تحديد نفقة الفرصة البديلة ماليا لهذه الاحتياطيات على اساس حاصل ضرب الفرق بين معدل الفائدة طويل الاجل ومعدل الفائدة قصير الاجل فى قيمة الاحتياطيات من العملات الاجنبية بافتراض انها، كلها مستمرة فى آجال قصيرة. على ان ذلك وان كان يشكل نفقة مالية محسوسة فى حالة مصر بسبب ضخامة رقم الاحتياطى إلا أن ذلك لا يعد بتاتا دعوة لاستثمار هذه الاحتياطيات فى أصول خارجية أطول أجلا، كما نادى بعض الاقتصاديين، فهذا متعارضه تماما فى ضوء البدائل التى تقدمها لتعظيم افادة مصر من هذه الاحتياطيات.

٣ (كيف نعظم افادة مصر من هذه الاحتياطيات؟

رأينا فيما تقدم ان احتياطيات مصر الدولية أصبحت الآن تغطى ما يعادل ١٨ر٦ شهرا للواردات، وهى نسبة شاذة لامثيل لها فى أية دولة فى العالم ، وان نفقة الفرصة البديلة لها (اقتصاديا وماليا واجتماعيا) مرتفعة للغاية، خاصة فى ضوء الظروف التى تمر مصر بها الآن. ونظرا لان هذه الاحتياطيات تمثل موارد نادرة، فلا بد وأن تكون قضية الافادة القصوى منها ضمن أولويات أجندة السياسة الاقتصادية الرشيدة. ونظرا لضخامة رقم هذه الاحتياطيات، فان كاتب هذه السطور يعتقد أنه من الممكن لمصر الآن ان تستخدمها كعنصر قوة لاستهان به فى مفاوضاتنا مع الهيئات الدولية التى مازالت تضغط علينا لكى ننفذ المزيد والمزيد من السياسات الانكماشية التى أدت الى تفاقم الازواج الاقتصادية والاجتماعية بمصر، خاصة وأن ضغطها الآن يتركز بشدة صوب ضرورة اسراع مصر ببيع مشروعات القطاع العام ، حتى تلك المشروعات الناجحة والتى تدر عوائد مستمرة

للدولة، وذلك كشرط أساسي من شروط اسقاط بعض ديوننا الخارجية. وهو ضغط لو استجبنا له فسوف يجبر في أذياله خسائر ضخمة لن يوازها إطلاقاً قيمة الشريحة الثالثة من الديون التي ستسقط عنا (حوالي ٣ر٥ مليار دولار) . وفضلاً عن ذلك يرى كاتب هذه السطور ، انه يمكن لمصر الآن ان تستخدم ذلك الشرط الفائض من تلك الاحتياطيات في تحريك الوضع الاقتصادي الراكد.

والحق، أن مصر في تاريخها المعاصر استطاعت ان تواجه الضغوط الخارجية وتتجنب السياسات التي حارلت المؤسسات الدولية والقوى العالمية ان تفرضها عليها باستخدام ورقة الاحتياطيات الدولية . اعنى بذلك تحديدا قصة الارصدة الاسترلينية التي كانت قد تراكت لمصر في اعقاب الحرب العالمية الثانية لدى بريطانيا (حوالي ٤٢٠ مليون جنيه استرليني) . فهذه الارصدة كانت تشكل مصدراً للسيولة الدولية ، استطاعت السلطة النقدية ان تستخدمه ابان عصر ثورة ٢٣ يوليو خلال حقبة الخمسينات والستينات لفك الاختناقات التي تعرض لها ميزان المدفوعات المصري ، وبالذات ابان فترة تنفيذ الخطة الخمسية الأولى (١٩٦٠/٥٩ - ١٩٦٥/٦٤) ، ورفض الضغوط والسياسات غير المرغوبة التي كانت المنظمات الدولية والقوى الخارجية ترغب في فرضها علينا .

وعلى أية حال ، هناك كثير من الاقتصاديين غيرى ، يرون أن مستوى الاحتياطيات الحالي قد جاوز الحدود الآمنة والمعقولة. بيد أن هؤلاء يعتقدون أن مصر يمكن لها أن تستفيد أكثر من هذه الاحتياطيات لو أنها استثمرت شطراً منها في أصول خارجية أطول أمداً وأعلى عائداً. ونحن نختلف مع هذا الرأي أيما اختلاف. ذلك أن استثمار الاحتياطيات بالخارج في أصول طويلة الاجل يعنى ان مصر تتحول الان لأن تكون دولة ذات فائض في رأس المال وأنها تصدره للاستثمار الخارجى. وهذا وضع سيكون شاذاً في ظل الظروف التي يمر حالياً الاقتصاد المصرى. ففى ظل أحوال الركود والبطالة نحن نحتاج الى زيادة الاستثمار داخل مصر وليس خارجها. وتلك بديهية يلميها المنطق وقواعد الرشد الاقتصادى. وإذا استجابت الحكومة لهذه الفكرة، سيكون شأنها في ذلك شأن المستثمر الفرد الذى يفضل، بحساباته الفردية، ان يستثمر أمواله بالخارج لان مناخ وعائد الاستثمار أفضل. وليس من المقبول، بدهة، ان يكون سلوك حكومتنا كسلوك المستثمر الفرد. أضف الى ذلك أن استثمار شطر من الاحتياطيات الدولية في اصول خارجية طويلة الاجل سينزع عن هذا الشرط صفة كونه احتياطياً دولياً (نظراً لغياب شرط السيولة والامان والابعاد عن المخاطر)، وبالتالي لن ينصرف الحديث الى

استثمار الاحتياطات، وانما الى استثمارات مصر الخارجية. والمفارقة المدهشة فى هذا الخصوص، هى أننا اذا كنا نتكلم حاليا عن ظاهرة هروب رأس المال الخاص للخارج Capital Flight باعتبارها ظاهرة سيئة لانها تحد من قوة الاستثمار بمصر، فسوف نتحدث عندئذ- حال تطبيق هذه الفكرة - عن هروب رأس المال العام للاستثمار خارج مصر، وهو أمر سيكون شاذا وغير مقبول.

وقد يرى البعض، أن تكوين هذه الاحتياطات المرتفعة هو امر مطلوب لكى تغرى مصر المستثمرين الاجانب لاستثمار أموالهم داخل مصر على اساس أنه كلما كان حجم هذه الاحتياطات مرتفعا كلما اطمئن المستثمرون الى امكان تحويل أرباحهم للخارج، خاصة لهؤلاء الذين يستثمرون فى مجالات لاتنتج للتصدير (اي أن أرباحهم ستكون بالجنيه المصرى). ورغم أن قضية جذب الاستثمار الاجنبى للمجىء لمصر (لخلق طاقات انتاجية جديدة وليس شراء لطاقات القطاع العام) تعد من الامور الهامة، الا أنه لم يثبت اطلاقا ان ثمة علاقة طردية بين قدرة الدولة على جذب الاستثمارات الاجنبية ومستوى احتياطاتها، فقرة الجذب تتوقف على عوامل اخرى تحدد فى النهاية مناخ الاستثمار ومعدل الربح المتوقع (٦٢)، بدليل، اننا لو القينا نظرة سريعة على حركة الاستثمارات الاجنبية المباشرة التى اتجهت للدول النامية خلال الفترة ٨٩-١٩٩٢ فلن نجد أن أكثر البلاد جذبا للاستثمارات هى أكثر البلاد ارتفاعا فى مستوى احتياطاتها، او أن أضعف البلاد جذبا هى اضعف البلاد فى احتياطاتها الدولية. ويكفى للقارىء اطلالة سريعة على الجدول رقم (٧) ليتأكد من صحة ذلك.

وقد يقول قائل، ان حرص الحكومة الزائد للمحافظة على سعر صرف الجنيه المصرى هو الذى دفع السلطة النقدية لتكوين هذا القدر المغالى فيه من الاحتياطات، وان ثمره ذلك كانت هى ذلك الثبات النسبى الواضح الذى اتسم به سعر الجنيه مقابل الدولار فى سوق الصرف الاجنبى خلال الفترة الاخيرة (انظر الشكل رقم ٢). كما أنه نظرا للعلاقة الثابتة التى حددها البنك المركزى بين الجنيه والدولار، فان البنك دخل مشتريا للفائض المعروض فى سوق الصرف حتى ينع سعر الجنيه من الارتفاع (أو سعر الدولار من التدهور مقوما بالجنيه المصرى). وهذا فى الواقع يتعارض مع ما قيل عن تعويم سعر الصرف. ذلك انه اذا كان سعر الصرف (استنادا الى الاسباب التى قدمناها سابقا) قد عجز بفائض لاهأس به فى السنوات الثلاث الاخيرة، فلماذا لم تتحرك السلطة النقدية سعر صرف الجنيه ليتحرك نحو الارتفاع (وسعر صرف الدولار يتحرك نحو الانخفاض)؟ وألم يكن ذلك مطلوبا

جدول رقم (٧)
العلاقة بين الاستثمارات الاجنبية المباشرة للدول النامية ٨٩ - ١٩٩٢
والاحتياطيات الدولية لهذه الدول

مليون دولار

| الدولة | ١٩٨٩ | ١٩٩٠ | ١٩٩١ | ١٩٩٢ | الاجمالى | الاحتياطيات الدولية شهر تغطية الواردات |
|----------------|-------|-------|-------|-------|----------|--|
| المكسيك | ٣,٠٣١ | ٢,٦٣٢ | ٤,٧٦٢ | ٥,٣٦٦ | ١٥,٧٩٧ | ٣,٧ |
| ماليزيا | ١,٦٦٨ | ٢,٣٣٣ | ٤,٠٧٣ | ٤,١١٨ | ١٢,١٩١ | ٣,٢ |
| الارجنتين | ١,٠٢٨ | ١,٨٣٦ | ٢,٤٣٩ | ٤,١٧٩ | ٩,٨٤٢ | ٥,٥ |
| البرتغال | ١,٧٣٧ | ٢,٦١١ | ٢,٤٤٩ | ١,٨٧٣ | ٨,٦٦٩ | ١٠,٥ |
| تايلاند | ١,٧٧٦ | ٢,٤٤ | ٢,٠١٤ | ٢,١١٦ | ٨,٣٤٩ | ٤,٨ |
| اندونيسيا | ٦٨٢ | ١,٠٩٣ | ١,٤٨٢ | ١,٧٧٤ | ٥,٠٣١ | ٣,٣ |
| البرازيل | ١,٢٦٧ | ٩٠١ | ٩٧٢ | ١,٤٥٤ | ٤,٥٩٤ | ٢,٧ |
| نيجيريا | ١,٨٨٢ | ٥٨٨ | ٧١٢ | ٨٩٧ | ٤,٠٨٠ | ٤,٤ |
| فنزويلا | ٢١٣ | ٤٥١ | ١,٩١٦ | ٦٢٩ | ٣,٢٠٩ | ١٠,٨ |
| كوريا الجنوبية | ٧٥٨ | ٧١٥ | ١,١١٦ | ٥٥٠ | ٣,١٣٩ | ١,٨ |
| تركيا | ٦٦٣ | ٦٨٤ | ٨١٠ | ٨٤٤ | ٣,٠٠١ | ٢,٩ |
| المجر | صفر | صفر | ١,٤٦٢ | ١,٤٧٩ | ٢,٩٤١ | ٣,٧ |
| مصر | ١,٢٥٠ | ٧٣٤ | ٢٥٣ | ٤٥٩ | ٢,٦٩٦ | * ١٥,٠ |
| كولومبيا | ٥٧٦ | ٥٠٠ | ٤٥٧ | ٧٩٠ | ٢,٣٢٣ | ٨,٦ |
| دول اخرى | ٤,٧٨٠ | ٥,٣٣٢ | ٧,٥٩٤ | ٩,٥٨٤ | ٢٧,٢٩٠ | |

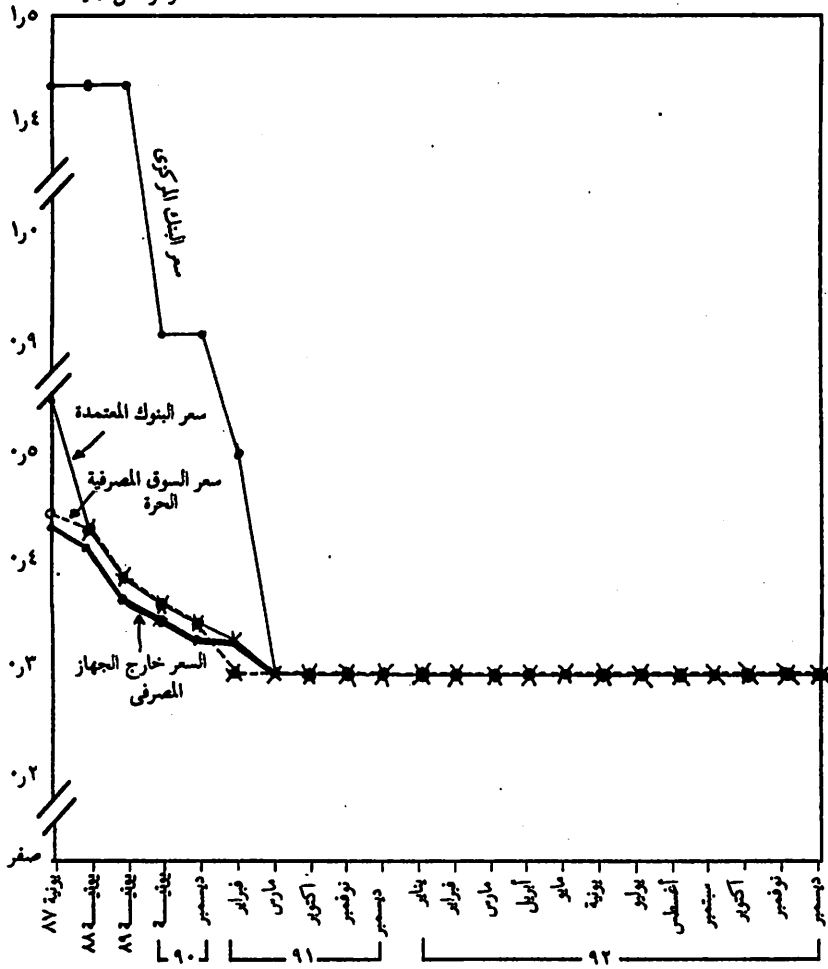
(* حسب معرفتنا)

Source : World Bank, World Debt Tables, External Finance For Developing Countries, Extracts, 1993/94, Washington D.C, 1993, p. 14 .

لخفض معدل نمو الاسعار وزيادة الاستثمار والانتاج وفرص التوظيف، أم أن المحافظة على ثبات سعر صرف الدولار أصبحت هدفا في حد ذاته يعلو أية أهداف أخرى؟

حقا، أن أحدا لا ينازع في الوظيفة الهامة التي تلعبها الاحتياطيات الدولية في الدفاع عن سعر الصرف للعملة الوطنية. ولكن، حتى لو اعتبرنا أن هذا هو الهدف الرئيسي لتكوين هذه الاحتياطيات، فإن المحافظة على هذا السعر لا تتطلب تركيز ١٦ مليار دولار كاحتياطيات دولية. والواقع أن تحقيق استقرار (ولانقول ثبات) سعر صرف الجنيه المصرى تدعونا للمناداة بعمل صندوق

شكل رقم (٣) تطور سعر صرف الجنيه على أساس علاقته مع الدولار الأمريكي (دولار لكل جنيه)



المصدر: نفس المصدر السابق، ص ٩١.

لموازنة أسعار الصرف Equalization Fund وتقدير ما يتطلبه من موارد (احتياطيات) لهذا الغرض. وهى موارد بالقطع لن تتجاوز متوسط عجز الحساب الجارى فى ميزان المدفوعات فى السنوات الخمس الاخيرة.

والآن..

كيف تعظم مصر افادتها من تلك الاحتياطيات فى ضوء مائتمناه من تخفيف (اوإلغاء) الضغوط الخارجية عليها ومراعاة للظروف المحلية التى تمر بها؟ - هذا هو السؤال الهام.

وعند الاجابة يتعين علينا أولا أن نحدد المستوى الملائم والمعقول للاحتياطيات الدولية حتى يمكن ان نقدر، بعد ذلك، حجم الاحتياطيات الفائضة التى تبحث عن أفضل استخدام لها؟. نقطة البداية فى تفكيرنا اذن هى ان نضمن لمصر أولا ذلك القدر الآمن والكافى من الاحتياطيات التى تمكثنا من مواجهة العجز الطارىء فى ميزان المدفوعات وتحقيق الاستقرار لسعر الصرف للجنيه المصرى .

عند تحديد المستوى الآمن والكافى للاحتياطيات الدولية أماننا وسيلتان. الاولى هى عدد شهر الواردات التى تغطيها الاحتياطيات. والثانية هى متوسط عجز الميزان التجارى(او عجز الحساب الجارى):

(١) اذا اعتمدنا على المقياس الاول، فقد كان من الشائع ان رقما يدور حول ثلاثة شهور تغطية للواردات هو امر كاف ومعقول لتحديد مدى أمان وكفاية الاحتياطيات. ولكن لمزيد من التحوط، وامعانا فى الامان لدعم قدرة مصر على مواجهة اخطار الصدمات الخارجية، سنرفع الرقم الى ستة شهور. وعليه اذا كانت وارداتنا تدور حول ١١ مليار دولار سنويا، فمعنى ذلك أننا محتاجون لرقم لن يزيد عن ستة مليار دولار بأى حال من الاحوال. وستكون مصر فى هذه الحالة ضمن الدول ذات السيولة الدولية المحترمة وتتفوق على نسبة السيولة الدولية المحققة فى أغنى دول العالم.

(٢) أما اذا اعتمدنا على نسبة الاحتياطيات الى عجز ميزاننا التجارى (وسوف نستبعد الان النسبة الى عجز الحساب الجارى لان به فائضا) فسوف نجد أيضا ان متوسط هذا العجز فى السنوات

الخمس الماضية لايزيد، بأى حال من الاحوال، عن ٥,٥ مليار دولار. وامعانا منا فى التحروط، فسوف نرفع الرقم الى ستة مليارات.

اذا .. ما محتاج اليه مصر كاحتياطيات دولية ملائمة وكافية هو ستة مليار دولار، مما يعنى ان هناك احتياطيات فائضة لاتقل عن عشرة مليار دولار. ولايصح، ولايعقل، أن تملك مصر الان هذا الرقم المحترم وتستثمره فى اصول خارجية سائلة أو اقرب الى السيولة وتكتفى بأن تحصل من وراء ذلك على رذاذ مالى كعوائد محصلة من الفوائد قصيرة الاجل من أسواق النقد الدولية. فهذا تعطيل وتعقيم للموارد يقترّب من معنى الاكتناز فى وقت تتعطش فيه مصر لزيادة الاستثمار والانتاج وفرص التوظيف.

والسؤال الان هو: ماذا نفعل بال عشرة مليارات الفائضة؟

وأهمية هذا السؤال، وخطورته فى نفس الوقت، هى أنه مالم تمتلك مصر الان رؤية مصرية واعية لاستخدام الاحتياطيات الفائضة فى تخفيف الضغوط الخارجية عليها وفى زيادة مستوى الاستثمار والانتاج والنمو والعمالة، فان هناك احتمالات قوية لسرعة استنزاف هذا الرصيد فى مجالات أقل أهمية والحاحا، وبخاصة فى ضوء التحرير المتسارع لتجارة الواردات وخفض معدلات التعريفات الجمركية وفتح السوق المصرى على الغارب فى وقت تعاني منه صادراتنا من جمود شديد. وفى ضوء الظروف الصعبة التى تمر بها مصر الان، يبدو لى، أن ثمة مجالين هاميين يمكن لمصر أن توظف فيهما هذه الاحتياطيات الفائضة وتجنّب نفعا كبيرا من وراء ذلك.

المجال الاول : شراء الحكومة جزءا من ديون مصر المعروضة للبيع

سبق ان طرحت هذا الاقتراح عدة مرات من قبل (٦٣)، وقلت أن أمام مصر الان فرصة ذهبية يجب أن نغتنمها لأن جزءا من ديونها الخارجية يعرض الآن فى السوق الثانوى للديون بسعر خصم يتراوح ما بين ٤٧-٥٠٪ من قيمتها الاسمية، وهو مايعنى أن كل دولار مديونية يمكن أن يسوى بخمسين سنتا. أى أننا سنربح من هذه العملية عائدا لايقبل عن ٥٠٪، وهو، بالقطع، عائد مذهل ومغفر، ناهيك عن ان كل خفض للديون هو أمر ايجابى لمصر. واذا كانت الحكومة المصرية تسعى الان لزيادة مواردها وتخفيف عبء المديونية الخارجية ومايجب، فى ركاها من مصاعب وضغوط اقتصادية

خارجية فلماذا اذن لاتشتري هذه الديون، علما بان سلوكها فى هذا المجال لن يكون شاذا او غريبا، خاصة وان هناك دولا نامية مدينة سارعت حكوماتها بشراء ديونها الخارجية (انظر على سبيل المثال الديون التى اشترتها النيجر وموزمبيق وجويانا وبوليفيا فى الجدول رقم ٨). صحيح، ان الذى كان يباع من ديون مصر الخارجية حتى عهد قريب كان قاصرا على الديون ذات المصادر الخاصة Private Sources، مثل الديون المستحقة على مصر للبنوك الاجنبية، وهى ديون تمثل نسبة صغيرة من اجمالى كتلة المديونية الخارجية. أما الان، فانه بالاضافة الى هذا النوع من الديون فان الديون المستحقة للحكومات الدائنة لمصر أخذت سبيلها الآن للبيع ايضا، مما يعنى ان نطاق بيع ديون مصر اتسع كثيرا عن ذى قبل وبالتالي فان امكانات تسوية شطر كبير من ديوننا بنصف قيمتها تتسع من فترة لآخرى، وفى الوقت نفسه تملك حكومتنا امكانات الشراء، خاصة وأنه حتى بعد اسقاط مانسته ٥٠٪ من ديوننا الرسمية (حسب وعود الدائنين لنا) سيظل هناك قدر كبير من ديوننا لا يقل عن

جدول رقم (٨)

بعض نماذج عمليات شراء الديون الخارجية التى اشترتها بعض الدول النامية المدينة
فى عامى ١٩٩١ و ١٩٩٢

مليون دولار

| ملاحظات | النيجر مارس ١٩٩١ | موزمبيق ديسمبر ١٩٩١ | جويانا نوفمبر ١٩٩٢ | بوليفيا يوليو ١٩٩٢ |
|---|---------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| قيمة الديون المشتراة | ١٠٨ | ١٢٠ | ٩٣ | ٢٨ |
| سعر الخصم (%) | ٨٢ | ٩٠ | ٨٦ | ٨٤ |
| التمويل المطلوب مصادر التمويل تسهيلات خفض الدين عن طريق ال IDA : | ٢٣ | ٢٣ | ١١ | ٢٠ غ |
| معونات ثنائية مصادر خاصة | ١٠ | ١٠ | ١١ | ١٠ |
| | ١٣ | ١٣ | - | ١٨ |
| | - | - | - | ٢٠ غ |

٢٠ غ = غير معروفة

Source : World Bank, World Debt Tables 1992/93 External Finance for Developing Countries, Vol., Analysis and Summary, Washington D.C. 1992, p. 93.

٢٠ مليار دولار. والغريب في الامر، أنه في الوقت الذي تمتنع فيه حكومتنا عن الشراء، الا أنها تسمح للآخرين (الافراد المصريين والاجانب والبنوك الاجنبية دولية النشاط) (٦٥) بعمليات الشراء، تاركة لهم فرصة اغتنام هذه الصفقات بدلا من أن تفتنمها هي .. وهو موقف غريب ويتنافى مع سعيها الدؤوب لزيادة مواردها.

والميزة الأساسية لاقتراحنا بأن تشتري الحكومة المصرية جزءا من ديوننا المعروضة للبيع باستخدام الفائض من الاحتياطيات الدولية لاتتمثل فحسب فيما سوف يحققه من أرباح رأسمالية Capital Gains لا تقل عن ٥٠٪ وإنما - وهذا هو الأهم - هو أننا بذلك سوف نمنع آلية خبيثة طالما حذرنا منها، وهي آلية مبادلة الديون بملكية أصول القطاع العام Debt for Equity Swaps التي تمثل عمليات بيع الديون حلقة الوصل الاساسية فيها (٦٦).

المجال الثاني : المساهمة في تمويل برنامج للتعاش الاقتصادي

بعيدا عن النظرة المصرفية البحثية نحن ننظر الى الاحتياطيات الدولية الضخمة التي تكونت في السنوات الثلاث الماضية بتكلفة اقتصادية مرتفعة وتتضحيات اجتماعية باهظة، على انها الآن جزء من ثروة مصر القومية. وهي ثروة تتجسد في العملات الاجنبية الحرة. ومن هنا غلو قيمتها، وبالتالي ضرورات استخدامها بأعلى درجة من الكفاية والانتاجية، وحتى لاستنزف في آماة قصيرة بعد موجة التحرير المتسارع لتجارة الواردات والتي ستجعل مصر أكثر انكشافا على العالم الخارجى وأكثر عجزا في تعاملها الخارجى في ضوء ضعف القدرة على التصدير وحرية التحويل للخارج.

ويخطئ من يظن أن تكوين هذا الجبل المرتفع من الاحتياطيات الدولية قد أملتة اعتبارات الحصافة الاقتصادية لكي نواجه به الاختلال الهيكلى فى ميزان المدفوعات والصدمات الخارجية التي يتعرض لها والدفاع عن سعر الصرف للجنيه المصرى فى الاجل الطويل. فليس من وظائف الاحتياطيات الدولية معالجة الاختلال الهيكلى ، لان تلك قضية تتعلق بالامد المتوسط والطويل ويتصحح تركيبة الطلب الكلى وبنيان العرض الكلى ويتزايد الاعتماد على الذات ، فى حين أن وظائف الاحتياطيات الدولية ترتبط اساسا بالاجل القصير، كما أن استقرار سعر صرف الجنيه المصرى

فى المدى الطويل مسألة ترتبط أيا ارتباط بتزايد القدرة على الانتاج وزيادة الصادرات ومكافحة التضخم.

ومهما يكن من أمر، فقد خلصنا فيما تقدم، الى أن هناك احتياطات فائضة لاتقل عن عشرة مليار دولار، واقترحنا ان يستخدم جزء من هذا الفائض فى شراء ديون مصر الخارجية المعروضة الآن للبيع (قد يكون ذلك فى حدود تتراوح ما بين ٤ الى ٥ مليارات دولار). اما الجزء الباقى من هذا الفائض، فنقترح استخدامه فى زيادة حجم الاستثمارات المحلية (٦٧). وتبدو أهمية هذا الاقتراح فى انه يحل لنا مشكلة المكون الاجنبى للاستثمار. وهى المشكلة التى كانت فى السنوات الماضية تحول دون تنفيذ كثير من المشروعات الهامة بسبب قيد ندرة النقد الاجنبى. ومن المعلوم ان نسبة هذا المكون الى اجمالى الاستثمار فى مصر مرتفعة، وتصل الى ٣٠٪. حقا ان الحطة الخمسية الحالية (١٩٩٣/٩٢ - ١٩٩٧/٩٦) قد خصصت سنويا حوالى ٣٠ مليار جنيه كاستثمار محلى (منها حوالى ٢٧ مليار دولار كمكون اجنبى للاستثمار). ولاشك ان استخدام ذلك الجزء الذى اقترحناه من فائض الاحتياطات الدولية سوف يرفع من قدرة الاقتصاد المصرى الذاتية على تنفيذ استثمارات أكبر لو تم بذل جهد كاف للارتقاء بمعدل الادخار المحلى (الذى لايتجاوز حاليا ٩٪ من الناتج المحلى الاجمالى). وتلك فى اعتقادنا فرصة ممكنة يجب أن نغتنمها لرفع معدل النمو الاقتصادى وخفض معدلات البطالة، خاصة وأنه فى ضوء السياسات الانكماشية التى طبقتها الحكومة فى السنين الاخيرة تدهور معدل الاستثمار المحلى مما أثر على زيادة حالة الكساد والبطالة بمصر (٦٨).

وتبدو أهمية، وحتمية، اللجوء الى استخدام الفائض من الاحتياطات الدولية لدعم قدرة مصر على الاستثمار الذاتى، اذا أخذنا بعين الاعتبار، الاحتمالات الكبيرة المتوقعة لانخفاض حجم العملات الاجنبية التى ستتاح لتمويل المكون الاجنبى للاستثمار فى الفترة القادمة بسبب تدهور أسعار وحصيلة النفط، وانخفاض محوولات العاملين بالخارج وموارد السياحة والمشكلات التى تواجه صادراتنا الصناعية وتدهور الصادرات الزراعية، فضلا عن توقع تدهور حجم المنح والمساعدات الخارجية وضآلة التدفق السنوى للاستثمارات الاجنبية. ولهذا سيكون الملاذ الحتمى- لو شئنا أن نواصل تنفيذ الحطة والاهداف الاستثمارية المدرجة بها- هو استخدام الفائض من الاحتياطات الدولية. أما اذا أصرت السياسة الاقتصادية على المحافظة على هذا الارتفاع المغالى فيه لتلك الاحتياطات، فان هناك بديلين لاثالث لهما: وهو اما أن نضطر الى مزيد من القروض الخارجية ومن

ثم الارتفاع بالمديونية الخارجية (وهى أمر أصبح غير مرغوب) وإما أن نضطر الى خفض معدل الاستثمار، ومن ثم معدل النمو المستهدف (٢,٤٪ سنويا من الناتج المحلى الاجمالى) وهو أمر لاشك مرفوض من الناحية الاقتصادية والاجتماعية، وبخاصة فى ضوء تفاقم أحوال الكساد والبطالة وانخفاض مستوى المعيشة التى تعانى منها مصر الان.

■ ملحق احصائى ■

جدول رقم (١)

التطور الشهرى للموارد والاستخدامات والفائض
فى نطاق السوق الحرة

(مليون دولار)

| الفائض | الاستخدامات | الموارد | |
|--------|-------------|---------|-------------|
| | | | <u>١٩٩١</u> |
| ٥٢٠ | ٣٥٦ | ٨٧٦ | مارس |
| ٧٦ | ٣٩٤ | ٤٧٠ | ابريل |
| ٢٥٢ | ٥١٠ | ٧٦٢ | مايو |
| ١٤٤ | ٣٨١ | ٥٢٥ | يونيه |
| ٣٨٨ | ٣٦٧ | ٧٥٥ | يوليه |
| ٥٥٠ | ٣٥١ | ٩٠١ | أغسطس |
| ٣٢٤ | ٥٠٦ | ٨٣٠ | سبتمبر |
| ٤٩٣ | ٤٩٤ | ٩٨٧ | اكتوبر |
| ٤٠٥ | ٥٠١ | ٩٠٦ | نوفمبر |
| ٥٧٠ | ٥١٨ | ١٠٨٨ | ديسمبر |
| | | | <u>١٩٩٢</u> |
| ٦٩٣ | ٥٦١ | ١٢٥٤ | يناير |
| ٥٦٩ | ٤٢١ | ٩٩٠ | فبراير |
| ٨٩٣ | ٤٠٢ | ١٢٩٥ | مارس |
| ٦٦٢ | ٤٢٣ | ١٠٨٥ | ابريل |
| ٧٢١ | ٤٤٢ | ١١٦٣ | مايو |
| ١٠٢٨ | ٣٦٦ | ١٣٩٤ | يونيه |
| ٨٠٨ | ٦٧٤ | ١٤٨٢ | يوليه |
| ١٥٠٦ | ٣٩٨ | ١٩٠٤ | أغسطس |
| ٧٤٢ | ٧٤٤ | ١٤٨٦ | سبتمبر |
| ٦٨٠ | ٧٣٣ | ١٤١٣ | أكتوبر |
| ٦١٩ | ٧٣٢ | ١٣٥١ | نوفمبر |
| ٤٩١ | ٧١١ | ١٢٠٢ | ديسمبر |
| ١٣١٣٤ | ١٠٩٨٥ | ٢٤١١٩ | الاجمالى |

المصدر: البنك المصرى - المجلة الاقتصادية، المجلد الثانى والثلاثين، العدد الثانى ١٩٩٢/٩١، ص ٩٥.

جدول رقم (٢)
موارد واستخدامات شركات الصرافة

(مليون دولار)

| الفائض | الاستخدامات | الموارد | |
|--------|-------------|---------|-------------|
| | | | <u>١٩٩١</u> |
| ٠,٤ | ٥,٢ | ٥,٦ | أغسطس |
| ٠,٩ | ١٣,٧ | ١٤,٦ | سبتمبر |
| ٠,٣ | ٣٣,٤ | ٣٣,٧ | أكتوبر |
| ٢,٣- | ٨٦,٠ | ٨٣,٧ | نوفمبر |
| ٠,٩- | ١٥٠,٨ | ١٤٩,٩ | ديسمبر |
| | | | <u>١٩٩٢</u> |
| ١,٨- | ١٧٢,٥ | ١٧٠,٧ | يناير |
| ٢,١ | ١٦٥,٣ | ١٦٧,٤ | فبراير |
| ٣,٣ | ١٦٩,٣ | ١٧٢,٦ | مارس |
| ١,٨ | ١٧٦,٠ | ١٧٧,٨ | أبريل |
| ١,٦ | ٢١٤,٨ | ٢١٦,٤ | مايو |
| ٠,٤ | ٢٠٦,٩ | ٢٠٧,٣ | يونيه |
| ٣,٠ | ٣٦٧,٦ | ٣٧٠,٦ | يوليه |
| ١,٦ | ٤٨٣,٧ | ٤٨٥,٣ | أغسطس |
| ٠,٧ | ٣٩٣,٨ | ٣٩٤,٥ | سبتمبر |
| ٣,٧ | ٢٦٩,٦ | ٢٧٣,٣ | أكتوبر |
| ٠,٨ | ٢٥٢,٤ | ٢٥٣,٢ | نوفمبر |
| ٠,٣ | ٢٤٤,٤ | ٢٤٤,٧ | ديسمبر |
| ٢٥,٩ | ٣٤٠٠,٤ | ٣٤٣١,٣ | الإجمالي |

نفس المصدر السابق ، ص ٩٦ .

جدول رقم (٣)
المدفوعات عن الواردات
١٩٨٢/٨١ - ١٩٩١/٩٠

(مليون دولار)

| الاجمالي | البنوك المعتمدة | | البنك المركزي | | السنوات |
|----------|-----------------|--------|---------------|--------|---------|
| | % | قيمة | % | قيمة | |
| ٨٦١٨,٢ | ٤٩,١ | ٤٢٢٨,٧ | ٥٠,٩ | ٤٣٨٩,٥ | ١٩٨٢/٨١ |
| ٩٠٥٩,٣ | ٤٩,٩ | ٤٥١٦,٤ | ٥٠,١ | ٤٥٤٢,٩ | ١٩٨٣/٨٢ |
| ١٠٣٨٧,٦ | ٥٠,١ | ٥٢٠٨,٩ | ٤٩,٩ | ٥١٧٨,٧ | ١٩٨٤/٨٣ |
| ١٠٥١٥,٦ | ٦٢,٣ | ٦٥٥٥,٤ | ٣٧,٧ | ٣٩٦٠,٢ | ١٩٨٥/٨٤ |
| ٩٢٥٦,٤ | ٦٣,١ | ٥٨٤٢,٢ | ٣٦,٩ | ٣٤١٤,٢ | ١٩٨٦/٨٥ |
| ٧٩٥٢,٣ | ٦٧,٩ | ٥٣٩٦,٨ | ٣٢,١ | ٢٥٥٥,٥ | ١٩٨٧/٨٦ |
| ٩٨٩١,٧ | ٧٢,٣ | ٧١٥٠,٩ | ٢٧,٧ | ٢٧٤٠,٨ | ١٩٨٨/٨٧ |
| ١٠٣٦٠,٦ | ٧٤,٠ | ٧٦٦٧,٩ | ٢٦,٠ | ٢٦٩٢,٧ | ١٩٨٩/٨٨ |
| ١١٤٤١,١ | ٧٨,٥ | ٨٩٨٥,٧ | ٢١,٥ | ٢٤٥٥,٤ | ١٩٩٠/٨٩ |
| ١١٤٢٤,٥ | ٧٤,٨ | ٨٥٤٥,٢ | * ٢٥,٢ | ٢٨٧٩,٣ | ١٩٩١/٩٠ |

* بعد دمج السوق الاولية والثانوية للصراف الاجنبي ، وتوحيد سعر الصرف في اكتوبر ١٩٩١ أصبح دور البنك المركزي في تمويل الواردات محدودا للغاية .

المصدر : البنك المركزي المصري - المجلة الاقتصادية - المجلد الثاني والثلاثون ، العدد الرابع ١٩٩٢/٩١ ، ص ١٢٣ .

جدول رقم (٤)
ملخص عام لميزان المدفوعات

(مليون دولار)

| التغير (-) | ١٩٩٣/٩٢ | ١٩٩٢/٩١ | |
|------------|----------|----------|--|
| ١٠٣٦,٧ | ٤٧٧٣,٩ | ٣٧٣٧,٢ | <u>الميزان الجارى</u> |
| (١٠٦٣,٤) | (٣٨٤٣,٤) | (٢٧٨٠,٠) | <u>الميزان الجارى (عدا التحويلات)</u> |
| (٨٩٣,٩) | (٧٣١٤,٥) | (٦٤٢٠,٦) | <u>الميزان التجارى</u> |
| (٢١٦,٢) | ٣٤١٧,٣ | ٣٦٣٣,٥ | الصادرات منها : |
| ١٥١,٨ | ١٨٠٢,٩ | ١٦٥١,١ | البتروال |
| ١,٤ | ٣٦,٨ | ٣٥,٤ | القطن |
| ٦٧٧,٧ | ١٠٧٣١,٨ | ١٠٠٥٤,١ | الواردات منها : |
| (٢٤,٧) | ٢١٨١,٥ | ٢٢٠٦,٢ | سلع غذائية |
| (١٦٩,٥) | ٣٤٧١,١ | ٣٦٤٠,٦ | <u>ميزان الخدمات</u> |
| ٥٤٤,٢ | ٩١٧٢,٥ | ٨٦٢٨,٣ | المتحصلات منها : |
| (٩,١) | ١٩٤١,١ | ١٩٥٠,٢ | رسوم المرور فى قناة السويس |
| ٤٣,٨ | ١٧٧١,٠ | ١٧٢٧,٢ | السياحة |
| ٧١٣,٧ | ٥٧٠١,٤ | ٤٩٨٧,٧ | المدفوعات منها : |
| ١٣٤,٩ | ١٤٥٥,٠ | ١٣٢٠,١ | فوائد على القروض والالتزامات |
| ٢١٠٠,١ | ٨٦١٧,٣ | ٦٥١٧,٢ | <u>التحويلات من جانب واحد</u> |
| ٣١٧,٧ | ١٣٥٧,٠ | ١٠٣٩,٣ | الرسمية (بخلاف المنح الاستثنائية) |
| ١٧٨٢,٤ | ٧٢٦٠,٣ | ٥٤٧٧,٩ | الخاصة |
| ٤٥٤,١ | ٤٥١,٤ | ٢,٧- | <u>المعاملات الراسمالية</u> |
| (٣٦٢,١) | ١٠٩٠,٣ | ١٤٥٢,٤ | <u>صافى المعاملات الراسمالية</u> |
| ٧١١,١ | ١٠٠٩,٥- | ١٧٢٠,٦- | المستخدم |
| ٩٤,٤ | ٤٥٣,١ | ٣٥٨,٧ | الاستثمار المباشر |
| ١٠,٧ | ٨٢,٥- | ٩٣,٢- | اخرى (صافى) |
| (٢٧٧٩,٨) | ١٧٥٢,٧- | ١٠٢٧,١ | <u>السهم والخطا</u> |
| ١٢٨٩,٠ | ٣٤٧٢,٦ | ٤٧٦١,٦ | <u>الفائض (قبل التمويل الاستثنائى)</u> |
| ٢٤٠,٧ | ٥٤٩,١ | ٣٠٨,٤ | <u>التمويل الاستثنائى</u> |
| (١٠٤٨,٣) | ٤٠٢١,٧ | ٥٠٧٠,٠ | <u>اجمالى الفائض الكلى</u> |

* ارقام مبدئية .

المصدر : البنك المركزى - التقرير السنوى ١٩٩٣/٩٢ ، ص ٩٢ .

جدول رقم (٥)
الاقراض والتخصم بالمنوح بالعملات الاجنبية وفقا للنشاط الاقتصادي

(القيمة بالمليون جنيه)

| اجمالي البنوك | | المتخصصة | الاستثمار والاعمال بنهاية يونيه ١٩٩٣ | التجارية | الارصدة المنوحة بالعملات الاجنبية |
|---------------|------------|----------|---|----------|--------------------------------------|
| يونيه ١٩٩٣ | يونيه ١٩٩٢ | | | | |
| ١٧٤٧٧ | ١٤٢٨٠ | ٦٥٦ | ٥٠٨٥ | ١١٧٣٦ | الاجمالي |
| ٢٦٤ | ٢١٢ | ٢٤ | ٨٤ | ١٥٦ | الزراعة |
| ٦٥٤٤ | ٤١١٥ | ٥٢٤ | ١٣٣٤ | ٤٦٨٦ | الصناعة |
| ٣٦٩٤ | ٣٦٩٥ | - | ١٦٧٦ | ٢٠١٨ | التجارة |
| ٤٤٧١ | ٣٠٢٣ | ١٠٥ | ٨٦٠ | ٣٥٠٦ | الخدمات |
| ٢٥٠٤ | ٣٢٣٥ | ٣ | ١١٣١ | ١٣٧٠ | قطاعات غير موزعة |

نفس المصدر السابق ، ص ٦٦ .

جدول رقم (٦)
الاقراض والتخصم بالمنوح بالعملات الاجنبية وفقا للقطاعات المستفيدة

(القيمة بالمليون جنيه)

| اجمالي البنوك | | المتخصصة | الاستثمار والاعمال بنهاية يونيه ١٩٩٣ | التجارية | الارصدة المنوحة بالعملات الاجنبية |
|---------------|------------|----------|---|----------|--------------------------------------|
| يونيه ١٩٩٣ | يونيه ١٩٩٢ | | | | |
| ١٧٤٧٧ | ١٤٢٨٠ | ٦٥٦ | ٥٠٨٥ | ١١٧٣٦ | الاجمالي |
| ٨٨٩ | ٦٠٣ | ٣ | ٧٣ | ٨١٣ | القطاع الحكومى |
| ١٥٦٨ | ١٤٦٥ | ١ | ٤٧ | ١٥٢٠ | شركات القطاع العام |
| ١٢٥١٩ | ٨٩٨١ | ٦٥٢ | ٣٨٣٤ | ٨٠٣٣ | قطاع الاعمال الخاص |
| ١٠٦٧ | ٦٨٨ | - | ٣٧٥ | ٦٩٢ | القطاع العائلى |
| ١٤٣٤ | ٢٥٤٣ | - | ٧٥٦ | ٦٧٨ | العالم الخارجى |

المصدر نفسه ، ص ٦٤ .

جدول رقم (٧) الودائع وفقا للأجال

(القيمة بالمليون جنيه)

| اجمالي البنوك | | المتخصصة | الاستثمار والاعمال بنهاية ١٩٩٣ | التجارية | الودائع لدى البنوك |
|---------------|------------|----------|-----------------------------------|----------|-----------------------|
| يونيه ١٩٩٣ | يونيه ١٩٩٢ | | | | |
| ١٢٩٣٧٤ | ١١.١٧١ | ٢٤٩٨ | ٩٢٥٨ | ١١٧٦١٨ | اجمالي الودائع |
| ٨٨.٧٠ | ٦٣١٢٧ | ٢٤٩٥ | ٣١٢٨ | ٨٢٤٤٧ | بالعملة المحلية |
| ١.٦.٥ | ٨٩٦٣ | ١.١٣ | ٤٢٣ | ٩١٦٩ | جارية |
| ٧٣٣٧. | ٥١٨٨٥ | ١٤٦٦ | ٢٤٢٣ | ٦٩٤٨١ | ادخارية |
| ٤.٩٥ | ٢٢٧٩ | ١٦ | ٢٨٢ | ٣٧٩٧ | مجمدة أو محتجزة |
| ٤١٣.٤ | ٤٧.٤٤ | ٣ | ٦١٣. | ٣٥١٧١ | بالعملات الاجنبية |
| ٧١.٠٠ | ٦٨١٣ | - | ٧٧. | ٦٣٣. | جارية |
| ٢٩٦٢٦ | ٣٥٤٨. | ٢ | ٤٦٦٦ | ٢٤٩٥٨ | ادخارية |
| ٤٥٧٨ | ٤٧٥١ | ١ | ٦٩٤ | ٢٨٨٣ | مجمدة أو محتجزة |

المصدر السابق . ص ٥٩ .

جدول رقم (٨) أسعار الخصم بالبنوك المركزية

(%)

| الدول | نهاية يونيه ١٩٩٢ | نهاية يونيه ١٩٩٣ |
|------------------|------------------|------------------|
| الولايات المتحدة | ٣.٥٠ | ٣.٠٠ |
| كندا | ٦.٠٠ | ٥.٠٠ |
| اليابان | ٣.٧٥ | ٢.٥٠ |
| المانيا | ٨.٠٠ | ٧.٢٥ |
| فرنسا | ٩.٥٠ | ٩.٥٠ |
| ايطاليا | ١٢.٠٠ | ١٠.٠٠ |

المصدر : IMF- IFS September

جدول رقم (٩) أسعار الفائدة على الودائع والقروض

(%)

| الدول | أسعار الفائدة على الودائع | | أسعار الفائدة على القروض | |
|------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | متوسط يوليو/يونيه ٩٢/٩١ | متوسط يوليو/يونيه ٩٣/٩٢ | متوسط يوليو/يونيه ٩٢/٩١ | متوسط يوليو/يونيه ٩٣/٩٢ |
| الولايات المتحدة | ٤.٦٦ | ٣.٢٢ | ٧.٢٥ | ٦.٠٠ |
| كندا | ٧.٣٧ | ٦.١٢ | ٨.٣٢ | ٦.٧٩ |
| اليابان | ٣.٢٥ | ٢.٥٠ | ٦.٩٣ | ٥.٧١ |
| المانيا | ٧.٩٢ | ٧.٦٨ | ١٣.٠٨ | ١٣.٦٩ |
| المملكة المتحدة | ٥.٣٣ | ٤.٩٩ | ١٠.٤٦ | ١٧.٢٩ |
| فرنسا | ... | ... | ... | ... |
| ايطاليا | ٦.٦٢ | ٧.١٤ | ١٣.٨٣ | ١٦.٢٣ |

المصدر : IMF- IFS August ١٩٩٣ .

هوامش ومراجع الدراسة

(١) انظر فى ذلك دراستنا: الاحتياطيات الدولية وأزمة الديون الخارجية. من مطبوعات الحلقة الدراسية حول: ادارة المديونية بالمعهد العربى للتخطيط بالكويت خلال الفترة ٥-٩ ماير ١٩٩٠ .

(٢) للفرقة بين السبولة المملوكة والسبولة المقترضة، انظر دراستنا سالفة الذكر، ص ١٧ ومابعدها.

(٣) قارن فى ذلك:

L. Catan- Porteny : The Management of International Reserves, in " Collected Papers on External Debt Management and Financing Techniques ", Presented at the Seminar on Debt Management and Financing Techniques Under the auspices of UNDP regional Project RAS / 85/015, Pattaya, Thailand, August, 1985, UN- Centre on Transnational Corporations, UN- Development Programme, ASEAN Committee on Finance and Banking, 1987, p. 154.

(٤) عبر مارسيلو سيلوفيسكى، أحد خبراء البنك الدولى عن طبيعة السياسات الانكماشية التى تنطوى عليها هذه البرامج حينما أشار الى ان البلاد النامية التى فقدت جدارتها الائتمانية : "لاحتجاج اليوم الى تحسين وضع حسابها الجارى فحسب .. بل محتاج كذلك الى خلق فائض تجارى.. والامر الذى يميز هذه المجموعة من البلدان هو أن استعادة الجدارة الائتمانية تتطلب تكيفا حادا لوضع أصولها الخارجية. ولا يمكن أن يتحقق ذلك عن طريق التثبيت الحاد، أو فى وقت قصير، بل يتطلب وقتا أطول كثيرا... ومحتاج البلدان المثقلة بالديون ولكى تستعيد جدارتها الائتمانية.. فائضا كبيرا من المدخرات المحلية زيادة عن الاستثمار، وفائضا مماثلا للصادرات عن الواردات. وإذا أريد تحقيق التحسن بسرعة ، فان الفوائض لا يمكن أن تولد الا بتضييق الاستثمارات والواردات بشدة، ومن ثم ينكمش الناتج والنمو المقبل. وقد كان هذا هو مسار الاحداث فى الازنة الاخيرة" انظر مقالته: التكيف فى الثمانينات، استعراض للقضايا. مقالة فى : مجلة التمويل والتنمية، المجلد (٢٤) العدد رقم (٢) - يونيو ١٩٨٧، ص ١٣.

(٥) راجع: بيار م. لاند ميلس- الاقراض الخاص بالتكيف الهيكلى (تجربة أولى) مقالة فى : مجلة التمويل والتنمية، المجلد (١٩) رقم (٤) ديسمبر ١٩٨١، ص ١٧.

(٦) نظرا لكثرة عدد الدول النامية التى تطبق الان هذه البرامج، فقد لوحظ أن حجم احتياطياتها الدولية قد بدأ يتزايد على نحو واضح فى السنوات الاخيرة. ويشير التقرير السنوى لصندوق

النقد الدولي عن عام ١٩٩٣ الى ان مجموع الاحتياطيات الدولية- على صعيد العالم كله- قد تزايد في عام ١٩٩١ بنسبة ١٪. ووصلت هذه الاحتياطيات الى ٩٠٤ مليار وحدة حقوق سحب خاصة في مارس ١٩٩٢، وبلغ نصيب البلاد النامية منها ٢٩٦,٤ مليار (بدون الذهب). وترجع الزيادة التي حدثت في مجموع الاحتياطيات على صعيد العالم كله الى زيادة ما كوتته البلاد النامية من هذه الاحتياطيات زيادة هائلة، حيث بلغ معدل الزيادة السنوي لها ٢١٪ في عام ١٩٩١، في حين انخفض معدل تكوين هذه الاحتياطيات بنسبة ٣٪ في الدول الرأسمالية الصناعية. وبشكل عام ، حرصت كل الدول النامية على زيادة احتياطياتها الدولية في عام ١٩٩١. لكن تجدر الاشارة هنا، الى ان الدول النامية التي تواجه مشكلات في خدمة ديونها الخارجية زاد فيها معدل تكوين هذه الاحتياطيات بنسبة ٢٦٪ في عام ١٩٩١ (وكان هذا المعدل ٣٤٪ في عام ١٩٩٠). أما مجموعة الدول النامية المستوردة لرأس المال والتي لاتواجه مشكلات في خدمة ديونها الخارجية فقد بلغ فيها معدل زيادة احتياطياتها ٧٪ في عام ١٩٩١- انظر:

IMF. *Annual Report 1993*. Washington, D. C., 1993, p. 89.

(٧) انظر في ذلك:

Jacob A. Frankel : The Demand for International Reserves by Developed and Less Developed Countries, in : *Economica*, NO. 41/1974, pp. 14-24.

(٨) انظر دراسات يعقوب فرانكل التي نشرها بعد الدراسة السابقة (في الهامش ٧):

" International Reserves: Pegged Exchange Rates and managed Float", in : K. Brunnner and A.H. Meltzer (eds.): *Economic Policies in Open Economies*, Amsterdam, North- Holland, 1978, pp. 111-140; " The Demand for International Reserves under pegged and Flexible exchange Rates and Aspects of the economies of managed Float", in: D. Bigman and T. Taya (eds.) : *The Functions of Floating exchange Rates*, Cambridge, Mass. Ballinger, 1980, and see also: J. A. Frankel and Bayan Jovanovic: "On Transactions and Precautionary Demand for Money, in: *Quarterly Journal of Economics*, NO. 95/1980, pp. 25-43.

(٩) انظر:

H. Robert Heller and Moshin Khan: " The Demand for International Reserves under Fixed and Floating Exchange Rates, in: *IMF- Staff papers*, No. 25/1978, pp. 623-249.

(١٠) راجع:

H.G. Grubel: " The Demand for International Reserves: a Critical Review of the Literature" , in : *Journal of Economic Literature*, No. 9/1971, pp. 1148-1166.

(١١) انظر:

John Williamson: " International Liquidity, a Survery, " in: *Economic Journal*, No. 83/1973, pp. 685-746.

(١٢) انظر:

M. June Flanders, " The Demand For International Reserves," in: *Studies in International Finance*, No. 27/1971.

(١٣) راجع:

F. Sleb Hipple: The Disturbance Approach to the Demand for International Reserves, *Princeton Studies International Finance*, No. 35/1974, Princeton University.

(١٤) كان الاقتصادى كافكا فى عام ١٩٦٨ قد سبق هذه الدراسات فى التوصل الى هذه النتيجة، اذ لاحظ خلال الفترة ١٩٥١-١٩٦٦، أن نسبة الاحتياطيات الدولية الى واردات الدول النامية لم تختلف كثيرا عن حالة الدول الصناعية. انظر:

A. Kafka: " Adjustment Under Bretton Woods Code with Special Reference to Less Developed Countries ", in : J.N. Bhagwati and R.S. Eckaus (eds.) : *Development and Planning*, Allen & Unwin, London 1972.

(١٥) انظر:

M.G. Kelly " The Demand for International Reserves" in:, *American Economic Review*, Sep. 1970.

(١٦) انظر فى ذلك:

P.B. Clark; "Optimum International Reserves and the Speed of Adjustment", in : *Journal of Political Economy*, VOL. Lxxviii , 1970, and see also: P.B. Clark", The Demand for International Reserves: A Cross- Country Analysis", in : *Canadian Journal of Economics*, Nov. 1970.

(١٧) انظر المصدر المذكور فى الهامش رقم (١٢) اعلاه.

(١٨) انظر من بين هذه الدراسات :

M.A. Iyoha: " Demand for International Reserves in Less Developed Countries: A Distributed lag specification", in: *Review of Economics and Statistics*, August 1976.

(١٩) انظر فى ذلك :

IMF; *International Reserves: Needs and Availability*, Washington, D.C., 1970.

(٢٠) راجع فى ذلك:

M.G. Kelly: " The Demand for International Reserves..", *op. Cit*; and also :
A.Kafka, " Adjustment Under Bretton Woods" .. , *op. cit*.

(٢١) قارن فى هذه المسألة :

J. Niehans: " The Need for International Reserves of a single Country", in:
IMF; *International Reserves: Needs and Availability*, *op. cit*.

وللمزيد حول هذا المؤشر، انظر: رمزى زكى- الاحتياطات الدولية وأزمة الديون الخارجية،
مصدر سبق ذكره.

(٢٢) انظر فى هذه النقطة :

Geaham R. Bird: *Some General Considerations Relevant to Evaluating the Performance of the International Monetary System*. Kingston polytechnic school of Economics and politics, Occasional Paper No 1, 1973.

(٢٣) انظر :

H.R. Heller: " Optimal International Reserves" , in: *Economic Journal*, Vol .
Lxxvi, No.302, June 1976, pp. 296-311.

(٢٤) وقد صاغ هيللر تكاليف التكيف فى المعادلة التالية :

$$Tca = \frac{\Delta B}{m}$$

حيث :

$$\begin{aligned} Tca &= \text{اجمالي تكاليف التكيف} \\ B &= \text{حجم الاختلال الحادث في ميزان المدفوعات (المعجز)} \\ m &= \text{الميل للاستيراد.} \end{aligned}$$

انظر: المصدر آنف الذكر، ص ٢٩٩.

(٢٥) نفس المصدر، ص ٣٠٠.

(٢٦) نفس المصدر، ص ٣٠١.

(٢٧) نفس المصدر، ص ٣٠٣.

(٢٨) نفس المصدر، ص ٣٠٥ - ٣٠٩.

(٢٩) راجع في ذلك:

J.P.. Agarwal: "Optimal Monetary Reserves for Developing Countries", in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Heft No. CVIII/ 1971.

(٣٠) النص مأخوذ من :

Graham R.Bird: *The International Monetary System and the Less Developed Countries*", The Macmillan press, LTD, London 1978, pp. 103/104.

(٣١) نفس المصدر السابق، ص ١٠٤.

(٣٢) ليس يخفى أن معامل رأس المال الحدى هو عبارة عن عدد وحدات رأس المال التى تلزم لزيادة الناتج بمقدار وحدة واحدة . وهو يأخذ الصيغة التالية :

$$C = \frac{\Delta K}{\Delta O}$$

حيث $K =$ رأس المال و O تساوى الناتج. ولهذا فان مقلوب هذا المعامل يمكن اعتباره مرادفاً للانتاجية الحدية لرأس المال، أى الزيادة التى تطرأ على الناتج نتيجة لزيادة تكوين رأس المال الثابت بمقدار وحدة.

(٣٣) اعتمدنا في هذا الجزء على جراهام بيرد، المرجع المشار اليه آنفاً، ص ١٠٥.

(٣٤) انظر دراسته فى الهامش رقم (١٢) أعلاه.

(٣٥) انظر:

John H. Makin: " Exchange Rate Flexibility and the Demand for International Reserves, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, No. 10/1974, pp. 229-243.

(٣٦) انظر:

Emil- Matia Classen: " The Optimizing Approach to the Demand for International Reserves: A survey", in: Emil- Maria Classen and Pascal Salin (eds.) : *Recent Issues in International Monetary Economics*, Amsterdam-North- Holland 1976, pp. 73-116

(٣٧) انظر:

J.A. Frankel: " International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float", in: K. Brunner and A.H. Meltzer (eds.): *Economic policies in open Economies*, Amsterdam, North Holland 1987, pp. 111-140, and see also: J.A. Frankel : " The Demand for International Reserves under Pegged and Flexible Exchange Rates and Aspects of the Economies of Managed Float", in: D. Bigman and T. Taya (eds): *The Functions of Floating Exchange Rates*, Cambridge, Mass: Ballinger, 1980.

(٣٨) انظر:

A.D. Crockett: " Control over International Reserves", in: *IMF Staff papers*, No. 25/1978, pp. 1-24.

(٣٩) انظر:

S. Edwards: " The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustment: The Case of LDGS, 1964-1972" , in *Economica*, No. 50/1983, pp. 269-280.

(٤٠) انظر المصدر آنف الذكر مباشرة، ص ٢٦٩.

(٤١) راجع دراسة كلارك: الاحتياطات المثلى وسرعة التكيف المشار اليها فى الهامش رقم (١٦) أعلاه.

(٤٢) انظر دراسة سابستيان ادواردز، المشار اليها آنفا.

- (٤٣) هناك المعنى الواسع للاحتياطيات الدولية الذي يجب، بالإضافة الى مكونات المعنى الضيق، مصادر أخرى للسيولة الدولية، مثل قدرة الدولة على الاقتراض الخارجى الميسر وأية أصول اخرى سهلة المثال يمكن تسهيلها واستخدامها عند الضرورة. لمزيد من التفاصيل انظر دراستنا: الاحتياطيات الدولية وأزمة الدينون الخارجية ، مصدر سبق ذكره.
- (٤٤) انظر فى ذلك: البنك المركزى المصرى- المجلة الاقتصادية، المجلد الثالث والثلاثون ، العدد الثانى ١٩٩٣/٩٢، ص ٩٣.
- (٤٥) انظر: البنك المركزى المصرى - التقرير السنوى ١٩٩٣/٩٢، الصفحة الرابعة عن أهم المؤشرات الكلية عن الاقتصاد المصرى ١٩٩٣/٩٢ فى الصفحات الأولى من التقرير (غير مرقمة).
- (٤٦) لمزيد من الامثلة راجع : البنك الدولى - تقرير عن التنمية فى العالم ١٩٩٣، الطبعة العربية، ص ٣٠٩/٣٠٨ .
- (٤٧) بلغت صادرات مصر السلعية فى عام ١٩٩٣/٩٢ مايعادل ٣ر٤ مليار دولار فى حين بلغت الواردات ١٠ر٧ مليار دولار، مما يعنى أن عجز الميزان التجارى بلغ - ٧ر٣ مليار دولار. فاذا نسبنا الاحتياطيات الى هذا العجز فان النسبة تساوى ٢١٩٪. وهى أيضا نسبة شاذة.
- (٤٨) سجل رصيد المعاملات الجارية والتحويلات فائضا بمقدار ٤ر٨ مليار دولار حسب بيانات التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى عام ١٩٩٣/٩٢. ولايوجد اى معنى اقتصادى او تحليلى حينما ننسب الاحتياطيات لهذا الفائض .
- (٤٩) الارقام مأخوذة من : البنك الاهلى المصرى - النشرة الاقتصادية، المجلد الرابع والأربعون ، العدد الرابع ١٩٩١، ص ٢١٩.
- (٥٠) وهذا الرقم ينقسم الى مدفوعات الفوائد (وقد بلغت ١ر٥ مليار دولار) ومدفوعات سداد الاقساط (وقد بلغت مليار دولار) فى عام ١٩٩٣/٩٢ . وقد اشار تقرير البنك المركزى لعام ١٩٩٣/٩٢ الى " ان مدفوعات الفوائد قد زادت بمقدار ١٣٤ر٩ مليون دولار بنسبة ١٠ر٢٪ لتصل الى ١ر٥ مليار دولار، كنتيجة اساسية لزيادة الفوائد المدفوعة فى نطاق اعادة الجدولة التى بلغت نحو ضعف المدفوع فى السنة المالية السابقة. هذا اضافة الى ارتفاع الفوائد على القروض والتسهيلات طويلة الاجل، نتيجة اعتبار بعض التسهيلات التجارية المضمونة قروضا طويلة فى اطار عملية اعادة الجدولة " ص ١٠٤ من التقرير المذكور. وجاء فى التقرير ايضا: تحول صافى السداد الى الخارج وقدره ٢٦٨ر٢ مليون دولار فى السنة المالية السابقة الى صافى اقتراض قدره ٨٠ر٨ مليون دولار خلال السنة المالية ١٩٩٢. ويرجع ذلك الى انخفاض المسدد بمقدار ٧١١ر١ مليون دولار ليقصر على مليار دولار.. - ص ١٠٦ من نفس التقرير.

- (٥١) انظر هذا الرقم فى البنك الدولى - جداول المديونية العالمية، الديون الخارجية للدول النامية ١٩٩٠/٨٩، واشنطن دى.سى ١٩٩٠، ص ١١٧، الجزء الثانى (جداول الدول) باللغة الانجليزية .
- (٥٢) انظر تقرير البنك المركزى سالف الذكر، ص ٨٨.
- (٥٣) فمثلا لم تزد واردات مصر عام ١٩٩٣/٩٢ عن قيمة الواردات فى عام ١٩٩٢/٩١ الا بمقدار ٦٨٧ مليون دولار - انظر تقرير البنك المركزى المصرى سالف الاشارة ، ص ٩٩.
- (٥٤) راجع فى ذلك : البنك المركزى المصرى - المجلة الاقتصادية ، المجلد الثانى والثلاثون، العدد الرابع ١٩٩٢/٩١، ص ١٢٢.
- (٥٥) راجع فى ذلك : البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية، المجلد الثالث والثلاثون ١٩٩٣/٩٢ ، ص ٩٢.
- (٥٦) نفس المصدر السابق، ص ٩٢.
- (٥٧) راجع تقرير البنك المركزى المصرى ١٩٩٣/٩٢، مصدر سبق ذكره، ص ٨٨.
- (٥٨) نفس المصدر السابق ، ص ١.
- (٥٩) انظر فى ذلك دراستنا: مشكلة البطالة فى مصر، حجم المشكلة، اسبابها، وشروط الخروج منها. منشورة فى كتابنا: قضايا مزعجة، مقالات مبسطة فى مشكلاتنا الاقتصادية المعاصرة. مكتبة مدهولى، القاهرة ، ١٩٩٣، ص ١٢١ - ١٥٠.
- (٦٠) كنا نتمنى ان نجربى هذا القياس ، بيد ان البيانات لم تسعفنا لتحقيق ذلك. وربما يكون هذا أحد الموضوعات الجادة التى تستحق البحث فى المستقبل.
- (٦١) راجع التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى ١٩٩٣/٩٢، مصدر سبق ذكره ، ص ٥٤.
- (٦٢) فى دراسة حديثة نشرها سابستيان ادواردز لتحديد العوامل المؤثرة على قرارات المستثمرين الاجانب لاستثمار اموالهم فى البلاد النامية ، حدد مجموعة كبيرة من العوامل، مثل: متوسط دخل الفرد، حجم قطاع التجارة الخارجية ، مستوى الاستثمار المحلى، ومستوى الاستهلاك الحكومى، ومعدل سعر الصرف الحقيقى، وحجم الناتج المحلى الحقيقى .. الى آخره. ولم يرد فى هذه العوامل ذكر لاثر الاحتياطات الدولية - انظر:
- Sebastian Edwards: Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt- Equity Swaps in Developing Countries", NBER Working paper No. 3497, Cambridge, October 1990.

(٦٣) انظر على سبيل المثال، مقالتنا: بعد ان ارتفعت احتياطات مصر الدولية الى ١٢ مليار دولار، لماذا لا تشتري مصر ديونها الخارجية؟ فى جريدة الاهرام ، العدد الصادر فى ١٩٩٣/٣/٢٥، ص ٨، وانظر ايضا مؤلفنا - محنة الديون وسياسات التحرير، دار العالم الثالث بالقاهرة - ١٩٩١، ص ٣٤٠ .

(٦٤) هناك عدة حالات تم فيها بيع ديون حكومية مستحقة على مصر، نذكر منها، على سبيل المثال، ما قامت به الحكومة الفرنسية مؤخرًا من بيع ٨٠٠ مليون فرنك فرنسى. وقد رست المزايدة التى اقامتها الخزانة الفرنسية على بنك الاتحاد الفرنسى العربى حيث اشترى ٦٠٠ مليون فرنك فرنسى بسعر ٤٧ر٥ سنت للدولار، وعلى سبيل بنك بامريكا حيث اشترى ٢٠٠ مليون فرنك فرنسى بسعر ٤٧ر١ سنت للدولار - انظر مجلة روزاليوسف، العدد رقم ٣٤٣٣ الصادر فى ١٩٩٤/٣/٢١، ص ٢٢ .

(٦٥) فى تصريحات منسوبة لوكيل أول وزارة الاقتصاد لقطاع النقد الاجنبى ورئيس اللجنة المشرفة على برنامج تسوية الديون، انه فى خلال ثلاث سنوات بدأ فيها تنفيذ هذا البرنامج، تم بيع ٢ مليار دولار من ديوننا الخارجية، اشترى معظمها (٩٠٪) رجال أعمال ومستثمرون مصريون. وتراوحت نسبة الخصم على هذه الديون من ٤٠ - ٥٠٪ من قيمتها الاسمية . انظر: روزاليوسف، العدد رقم ٣٤٢٥ الصادر فى ٣١ يناير ١٩٩٤، ص ٢٢ .

(٦٦) لمزيد من التفاصيل حول هذه الآلية ومخاطرها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية انظر: رمزي زكى - الليبرالية المتوحشة، ملاحظات حول التوجهات الجديدة للرأسمالية المعاصرة، دار المستقبل العربى بالقاهرة ١٩٩٣ - ص ٢٢٠ - ٢٣٢ .

(٦٧) ونسارع هنا بالتنبيه بأن هذا الاستخدام الاستثمارى ومجالاته ليست من مهام البنك المركزى، فتلك مهمة الحكومة التى تملك ، فى التحليل النهائى، هذا الفائض (لان البنك المركزى هو بنك الحكومة ويمثل عنها).

(٦٨) يشير التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى ١٩٩٣/٩٢ الى أن نسبة الاستثمار الاجمالى الى الناتج المحلى فى السنة المالية ١٩٩٣/٩٢ قد انخفضت لتصل الى ١٨ر٦٪ مقابل ١٩ر٨٪ فى السنة المالية ١٩٩٢/٩١ راجع ص ١٣ من هذا التقرير.