

برنامج الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية  
دراسة تقويمية لنتائج الإصلاحات النقدية

محمد أحمد الأفندي\*

Abstract

**The Economic Reform in Yemen Republic  
An Evaluation of the Monetary Outcomes**

Since the beginning of the present decade the Yemeni Economy has suffered several macro-economic imbalances, such as large budget deficit, high rates of inflation, unemployment and a prolonged balance of payment deficit. As a result, in 1995 the government adopted a stabilization and structural adjustment program recommended by the International Monetary Fund and the World Bank.

The purpose of this study is to assess the preliminary monetary outcomes of the stabilization policies which were implemented over the two-year period 1995-1996. Due to the fact that the period under investigation is too short, the analysis will proceed by contrasting the main monetary indicators before and after adopting the program.

The study concludes that some success has been achieved particularly in reducing the fiscal deficit and suppressing monetary expansion and the rate of inflation. However, these positive consequences were achieved at a very high cost in terms of unemployment, and adverse effects on the level of living of the poorest section of the population.

\* أستاذ اقتصاد مساعد - جامعة صنعاء - اليمن.

## مقدمة:

يعانى اقتصاد الجمهورية اليمنية من اختلالات اقتصادية كبيرة أبرزها:

- اختلال الموازنة العامة للدولة حيث بلغ متوسط عجز الموازنة إلى الناتج المحلى الإجمالى ٢٠٪ للفترة ١٩٩٢-١٩٩٤م.

- فائض عرض نقدى حيث بلغ معدل نمو العرض النقدى بالمعنى الواسع حوالى ٣٧٪ لعام ١٩٩٤م حيث يعزى الاختلال النقدى بصورة رئيسية إلى سياسة التمويل بالعجز التى اتبعت خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م، واختلال ميزان المدفوعات حيث بلغ متوسط العجز فى الحساب الجارى للفترة (١٩٩٥-١٩٩٢) حوالى ٢٨٪ من الناتج المحلى الإجمالى.

- تراكم المديونية حيث وصل إجمالى مديونية اليمن إلى ٨.٧ مليار دولار بنهاية عام ١٩٩٥م أو ما يساوى ١٦٢٪ من الناتج المحلى الإجمالى لعام ١٩٩٦م<sup>(١)</sup>، وبإضافة متأخرات الفائدة يصل إجمالى المديونية إلى (١٠) مليار دولار أو ما يساوى ١٨٤٪ من الناتج المحلى الإجمالى.

إن حوالى ٥.٩ مليار دولار تمثل متأخرات المديونية اليمنية للدائنين (متأخرات الأقساط والفوائد) حتى نهاية ديسمبر ١٩٩٦م وتلك المتأخرات تمثل ٥٩.٢٪ من إجمالى المديونية الخارجية على اليمن، كما أن حوالى ٨٦.٤٪ من المتأخرات تعود للاتحاد الروسى<sup>(٢)</sup>.

لقد أدت الاختلالات السابقة إلى تفاقم معدل التضخم وتدهور قيمة العملة الوطنية وانخفاض معدل نمو الناتج المحلى وزيادة حجم البطالة. حيث بلغ معدل التضخم حوالى ١٠.٤٪ بنهاية ثلاثة الأرباع الأولى من عام ١٩٩٤م ووصل سعر صرف الدولار إلى ١٦٠ ريالاً فى منتصف ١٩٩٥م بدلاً من ١٢ ريالاً فى ١٩٩٠م.

إزاء تلك الاختلالات شرعت الحكومة اليمنية فى تطبيق برنامج إصلاح اقتصادى

فى إطار ما يسمى ببرنامج التثبيت الاقتصادى (Stabilization Policy) حيث تم تصميم هذا البرنامج بالتعاون مع صندوق النقد الدولى والبنك الدولى على مرحلتين: المرحلة الأولى بدأت فى مارس ١٩٩٥م، أما المرحلة الثانية فقد بدأت فى يناير ١٩٩٦م، فى إطار برنامج التثبيت الاقتصادى والتصحيح الهيكلى فى الجمهورية اليمنية<sup>(٣)</sup>.

### هدف البحث:

يهدف البحث إلى تقييم النتائج الأولية لبرنامج التثبيت الاقتصادى فى جوانب الإصلاحات النقدية خلال الفترة (١٩٩٥-١٩٩٦). إن ما نقصده بجوانب الإصلاحات النقدية جانبين رئيسيين هما:

- الإجراءات المتعلقة بتحسين وتطوير فاعلية الإطار العام للسياسات النقدية (كسعر الفائدة، والخصم ونسب الاحتياطى والسقوف الائتمانية) باتجاه الاعتماد على الأساليب غير المباشرة للسياسة النقدية بدلاً من الأساليب المباشرة.

- الإجراءات المتعلقة بالإصلاحات المالية المؤسسية للقطاع النقدى والتى تستهدف زيادة الكفاءة والمنافسة للنظام المصرفى وتخفيض تكلفة الوساطة المالية<sup>(٤)</sup>.

يجدر بنا أن نبين أن هذا البحث سيركز على تقييم نتائج إجراءات الجانب الأول المتعلق بمجمل السياسات والأدوات التى استهدفت تطوير فاعلية السياسة النقدية فى تحقيق الاستقرار النقدى وباعتبار ذلك الجانب من الجوانب الرئيسية التى يقوم عليها برنامج التثبيت الاقتصادى للأجل القصير.

إضافة إلى ذلك فإن تحقيق الاستقرار النقدى يعتبر من المتطلبات الضرورية للشروع فى جوانب التصحيح الهيكلى متوسط المدى فى إطار برنامج الإصلاح الاقتصادى.

### منهجية البحث:

نظراً لأن تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي لم يتم إلا منذ سنتين (١٩٩٥)، ١٩٩٦م) وهي فترة قصيرة، فإن منهجية البحث ستعتمد أسلوب (قبل.. وبعد)، أى أننا سنقوم بتحليل سلوك المؤشرات النقدية الرئيسية قبل تطبيق البرنامج وبعد تطبيق البرنامج. ومن خلال مقارنة سلوك تلك المؤشرات قبل وبعد سنتين نعرف ما إذا كان هناك تحسن فى جوانب الاختلالات النقدية وعلى ضوء الأهداف الرئيسية للبرنامج.

### خطة البحث:

ستكون خطة البحث بعد المقدمة على النحو التالى:

أولاً : تحليل جوانب الاختلال النقدى قبل تطبيق البرنامج (١٩٩٠-١٩٩٤).

ثانياً: استعراض ومناقشة عناصر وأهداف برنامج الإصلاح فى الجانب النقدى.

ثالثاً: تقييم نتائج الإصلاحات النقدية فى الفترة (١٩٩٥-١٩٩٦).

رابعاً: الخاتمة.

### (١) الاختلال النقدى

عانى الاقتصاد اليمنى من عدد من الاختلالات النقدية والتي كان لها أثر سلبي على الاستقرار الإقتصادي خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م وأهمها مايلى:

(١-١) اختلال العلاقة بين نمو العرض النقدى ونمو الناتج المحلى الحقيقى:

شهدت الفترة ١٩٩١-١٩٩٤م اختلالاً كبيراً بين نمو العرض النقدى بالمعنى

الواسع (M2) وبين نمو الناتج المحلى كما يبين ذلك الجدول رقم (١).

جدول رقم (١) معدلات نمو بعض المؤشرات النقدية (%)

المتوسط	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	التفسير
٢٨.٦	٣٤	٣٢	٢٤	١٠.٢	* معدل نمو العرض النقدي بالمعنى الواسع.
٣٤.١	٦٢.١	٣٤	٣١.٦	٨.٦	* معدل نمو الائتمان المحلي.
	٦٨	٧.٥	٤.٦	٧٢.٩	* مرونة الإفراط النقدي
	١٢٤	٨	٦	٦١.٤	* مرونة إفراط الائتمان المحلي.
	٢٢٠.٧	١٣٥.٩	١٠٢.٧	٨٣.١	* عرض النقود (إجمالي السيولة المحلية بمليارات الريالات)
	٢٢٠.٥	١٣٦	١٠١.٥	٧٧.١	* حجم الائتمان المحلي (بالمليارات).
	١٩٣.٣	١٢٩.٢	٩٧.٥	٧٥.٦	- الاقتراض الحكومي.
	١٤.٩	١٢.٧	١٠	٨.٧	- اقتراض القطاع الخاص.
٩٤.٣	٨٨.٧	٩٥	٩٦.١	٩٨.١	* نسبة سلفيات الحكومة إلى إجمالي الائتمان المحلي.
٩.٥	٦.٨	٩.٨	٩.٩	١١.٣	* نسبة سلفيات القطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان المحلي.
٢٦.٧	٢٢.٧	٢١.٣	٢٥.١	١٨.٧	* معدل نمو الناتج المحلي الاسمي.
٢.٣	٠.٥-	٤.٢٥	٥.٢٥	٠.١٤	* معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي.

المصدر: - كتاب الخطة الخمسية الأولى.

- تقديرات البنك الدولي (الملاحق) الإحصائية جدول ١٩ من وثيقة أبعاد التصحيح الهيكلي.

- تقدير الباحث

يظهر الجدول أن العرض النقدي بالمعنى الواسع قد ارتفع من ١٠.٢٪ عام ١٩٩١ إلى ٣٤٪ عام ١٩٩٤ ويمتوسط معدل نمو سنوي بلغ ٢٨.٦٪ من ناحية أخرى فإن الناتج المحلي الحقيقي قد ارتفع من ١.٤٪ عام ١٩٩١ إلى ٥.٢٥٪ عام ١٩٩٢، ثم انخفض بنسبة ٤.٢٥٪ عام ١٩٩٣ وأصبح نموه سالباً في عام ١٩٩٤ بمعدل نمو متوسط للفترة ٢.٣٪ إن عدم التناسب بين معدل نمو العرض النقدي

ومعدل نمو الناتج الحقيقى يدل على أن سياسة النقود الرخيصة قد طبقت خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٤م حيث زاد حجم العرض النقدى دون اعتبار لتناسب تلك الزيادة مع نمو الناتج المحلى الحقيقى. أى أن سياسة عرض النقود خلال هذه الفترة أخذت اتجاهاً توسعياً ليس لتلبية متطلبات النمو والاستقرار الاقتصادى وإنما لتلبية احتياجات تمويل عجز الموازنة. ويبدو هذا واضحاً من قياس نسبة الإفراط النقدى (عبارة عن التغير النسبى فى العرض النقدى منسوباً إلى التغير النسبى فى الناتج المحلى الإجمالى). لقد بلغت مرونة الإفراط النقدى أعلى مستوى لها فى عام ١٩٩١م وعام ١٩٩٤م حيث كانت نحو ٧٢.٩٪، ٨٢٪ على التوالى، وهذا يعنى أن كل زيادة فى الناتج الحقيقى المحلى بنسبة ١٪ قد قابلتها زيادة فى السيولة النقدية بنسبة (٧٣٪، ٨٢٪) فى العامين ١٩٩١م، ١٩٩٤م مما يدل على أن حجم الإفراط النقدى كان كبيراً.

إن الإفراط النقدى ما هو إلا انعكاس للإفراط فى حجم الائتمان المحلى وعلى وجه الخصوص حجم الائتمان المقدم للحكومة لتمويل العجز.

وبإلقاء نظرة تحليلية للتغيرات فى حجم الائتمان المحلى خلال تلك الفترة نجد أن حجم الائتمان المحلى قد شكل أكبر عنصر مؤثر على الزيادة فى السيولة المحلية (العرض النقدى) وبالتالي على تعميق فجوة الاختلال بين معدل نمو العرض النقدى ومعدل نمو الناتج المحلى الحقيقى. وبالرغم من ارتفاع معدل نمو الائتمان المحلى خلال الفترة وبمتوسط بلغ ٣٤٪ إلا أن تخصيص الائتمان المحلى قد اتمم بالتحيز لصالح الحكومة من جهة وزيادة الارتباط بين العمليات المالية للحكومة والعمليات النقدية بشكل أدى إلى تعميق تبعية السياسة النقدية للسياسات المالية وفقدان السياسة النقدية لاستقلالها فى تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادى كما سنين لاحقاً.

#### (١-١-١) التخصيص المتحيز للائتمان المحلى:

لقد استأثرت الحكومة بالنصيب الأكبر من الائتمان المحلى وكان ذلك على حساب

فرص قطاعات الملكية الأخرى (وخاصة القطاع الخاص) في الحصول على القروض والسلفيات.

إن الجدول السابق رقم (١) يبين أن حجم اقتراض الحكومة من الجهاز المصرفي (بصورة رئيسية من البنك المركزي) قد ارتفع من ٧٥.٦٪ مليار ريال عام ١٩٩١م (أو ما يساوي ٩٨.١٪ من حجم الائتمان المحلي) إلى ١٩٣.٣ مليار ريال عام ١٩٩٤م (أو ما يعادل ٨٨.٧٪ من حجم الائتمان المحلي). وبالمقابل فإن اقتراض القطاع الخاص قد ارتفع من ٨.٧ مليار ريال أو ما يعادل ١١.٣٪ من حجم الائتمان الإجمالي فقط عام ١٩٩١م إلى ١٤.٩٪ مليار ريال أو ما يعادل ٦.٨٪ من إجمالي الائتمان المحلي عام ١٩٩٤م.

وبعبارة أخرى فإنه يمكن القول إن نسبة سلفيات واقتراض الحكومة إلى إجمالي الائتمان المحلي خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٤م قد بلغ ٩٤.٣٪ مقارنةً بنسبة متوسطة بلغت ٩.٥٪ فقط لاقتراض القطاع الخاص لنفس الفترة.

إن المؤشرات السابقة تدل على ضعف التخصيص الأمثل للائتمان الذي لا يشجع على وجود بيئة محفزة لاستثمارات القطاع الخاص.

#### (١-٢) تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية:

إن استئثار الحكومة بالنصيب الأكبر من الائتمان المحلي قد استخدم لتغطية عجز الموازنة العامة للدولة وأصبحت بذلك العمليات النقدية مجرد تابع للعمليات المالية.

وبالنظر إلى جدول رقم (٢) والذي يبين العلاقة بين تطور عجز الموازنة العامة للدولة وحجم التمويل الائتماني الذي حصلت عليه الحكومة يمكننا توضيح اتجاه الارتباط بين المتغيرات المالية (عجز الموازنة) والمتغيرات النقدية وانعكاس ذلك على نمو العرض النقدي وتفاقم معدل التضخم وتدهور سعر صرف الريال اليمني.

جدول رقم (٢) بعض المؤشرات المالية والنقدية

المتوسط	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	النسب المئوية
	٤٤.٣	٣٠.٩	٢٢.٩	٦.١	* عجز الموازنة العامة للدولة (بالمليارات).
	٤٥.٦	٣١.٧	٢١.٩	٦.٧	* التمويل المصرفي المطى لعجز الموازنة (بالمليارات).
٧٠.٨	٤٣.٧	٤٥.١	٢٢٧.٥	٣٣.١-	* معدل تغير التمويل المصرفي للعجز.
	٤٣.٤	٣٥	٢٧٥		* معدل نمو العجز الكلي للموازنة (فعلى) %.
	٢٠.٩	١٨.٧	١٦.٢	٦	* نسبة التمويل المصرفي للعجز إلى الناتج المحلي الإجمالي %.
٦٥.٥	١.٤	٦٢.٤	٥٠.٧	٤٥	* معدل التضخم (نسبة التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك).
٥٥	٤٧.٦	٥٨.٩	٤٤.٨		* معدل نمو سعر الصرف الموازي (نهاية الفترة) %.

المصدر: - بيانات من البنك المركزي لعام ١٩٩٥م

- تقديرات الباحث

يظهر الجدول السابق (٢) أن معدل التمويل المصرفي لعجز الموازنة العامة كان مرتفعاً في عام ١٩٩٢م حيث بلغ نسبة ٢٢٧.٥% ثم تنبذ حول ٤٥% للسنتين ١٩٩٣، ١٩٩٤م.

إن التمويل المصرفي لعجز الموازنة وبمتوسط نمو (للفترة ١٩٩١-١٩٩٤م) يساوي ٧٠.٨% قد تسبب في زيادة السيولة المحلية وبمعدل نمو وسطي بلغ نحو ٢٩% لنفس الفترة.

من ناحية أخرى فإن معدل التضخم قد ارتفع وبمعدل نمو وسطي بلغ نحو ٦٦% بينما تدهور سعر صرف الريال اليمني وبمعدل نمو وسطي بلغ زهاء ٥٥% لنفس الفترة.



نخلص من هذا إلى أن الإفراط في الائتمان واستحواذ الحكومة على الجزء الأكبر منه قد سبب اختلالاً في العلاقة بين نمو العرض النقدي ونمو الناتج المحلي الإجمالي وأدى بالتالي إلى تقادم معدل التضخم وتدهور قيمة العملة الوطنية.

### (٢-١) قياس العلاقة بين السياسة المالية والنقدية:

لقياس العلاقة بين السياسة المالية (عجز الموازنة) والسياسة النقدية (سياسة الائتمان المحلي)، قمنا بتقدير العلاقة بين عجز الموازنة كمتغير مستقل والتغير في حجم الائتمان المحلي كمتغير تابع بطريقة المربعات الصغرى للفترة ١٩٨٦-١٩٩٥م حيث تمت صياغة العلاقة التي تربط بين السياسة المالية والسياسة النقدية بصورة مبسطة على النحو التالي:

$$\Delta DC = B_0 + B_1 (G-T) + u$$

حيث :

$\Delta DC$  = حجم تغير الائتمان المحلي

$(G-T)$  = عجز الموازنة

$G$  = إجمالي الإنفاق

$T$  = إجمالي الإيرادات

وحيث  $B_1$  معلمة ومطلوب تقديرها وحيث يتوقع  $B_1$  أكبر من الصفر،  $u$  = عنصر

الخطأ العشوائي.

أسفرت نتائج القياس عن العلاقة التالية:

$$\Delta DC = -1.29 + 1.32(G-T)$$

(٤.١)

$R^2 = 0.68$

$D.W = 1.06$

$F = 17$

الأرقام داخل الأقواس تمثل قيم (T)

يشير معامل التحديد ( $R^2$ ) إلى أن ٦٨٪ من التغير في حجم الائتمان المحلي

يعزى إلى تأثير التغير فى عجز الموازنة. فكل زيادة فى عجز الموازنة بمقدار مليار ريال يؤدي إلى تغير فى حجم الائتمان المحلى بمقدار ١.٢٣ مليار ريال.

إن نتائج القياس تظهر أن هناك علاقة تبعية قوية بين التغير فى حجم الائتمان المحلى والسياسة المالية. وبالتالي فإن الجهد الرئيسى لتحقيق الاستقرار النقدى والتحكم فى عرض السيولة المحلية يكمن فى السيطرة على عجز الموازنة بصورة أساسية.

### (٣-١) ضعف كفاءة النظام المصرفى:

اتسم النظام المصرفى فى اليمن (البنوك التجارية بصورة رئيسية) بضعف وساطته المالية وارتفاع تكلفة الوساطة المالية وضعف المنافسة كما يبين تحليل سلوك المؤشرات النقدية التالية لفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م.

#### (١-٣-١) ارتفاع نسبة العملة المتداولة خارج البنوك:

تتسم نسبة العملة المتداولة خارج البنوك بالارتفاع، سواء قيست هذه النسبة إلى إجمالى السيولة المحلية أو إلى إجمالى الودائع المختلفة.

لقد ارتفعت نسبة العملة المتداولة خارج البنوك إلى إجمالى السيولة المحلية (العرض النقدى) من ٥٦.٩٪ فى عام ١٩٩١م إلى ٦٢٪ عام ١٩٩٤م أو بنسبة متوسطة بلغت ٥٧.٨٪ من إجمالى السيولة المحلية للفترة ١٩٩١-١٩٩٤م، وتعتبر هذه النسبة مرتفعة مقارنة بالمعدلات العالمية. أما نسبة العملة المتداولة إلى إجمالى الودائع المختلفة (جدول ٣) فقد ارتفعت من ١٤١.٣٪ لعام ١٩٩١م إلى ١٩٠.٤٪ عام ١٩٩٣م ثم انخفضت إلى ١٢٧.٣٪ عام ١٩٩٤م.

الجدير بالذكر أن ارتفاع نسبة العملة المتداولة يدل على ضعف كفاءة النظام المصرفى بصورة عامة فى استيعاب واجتذاب السيولة لدى أفراد المجتمع.

#### (٢-٣-١) هيكل القروض والسلفيات فى البنوك التجارية:

تشير المؤشرات النقدية والائتمانية فى جدول (٣) إلى وجود اختلال كبير فى أداء

البنوك التجارية حيث عجزت عن اجتذاب سيولة الأفراد من جهة وتحويلها إلى استثمار منتج من جهة أخرى، فالأرقام تشير إلى تراجع نسبة الإقراض للجمهور وزيادة توظيف السيولة الفائضة في البنك المركزي.

جدول رقم (٣) بعض المؤشرات النقدية للبنوك التجارية

المتوسط	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	البيان
	٢٧٥٧٩	١٦١٨٣	١٤٠٣٩	١٢٧٦٨	* السلفيات والقروض (بملايين الريالات).
	٨٧١٩٩	٤١٥٢٣	٣٥٩٣٣	٣٢٠٣٤	* الودائع المختلفة (بملايين الريالات).
	%١١٠	%١٥٠.٦	%١٢.٢	-	* معدل نمو الودائع.
%٣٧.٤	%٣٠.٩	%٣٩	%٣٨.٩	%٣٩.٩	* نسبة القروض والسلفيات إلى الودائع.
	٩٧٦٦	٣٥٣١	٣٩٩٩	٤٠٦١	* قروض للمؤسسات العامة والحكومة.
	١٧٦١٩	١٢٦٥٣	١٠٠٤٠	٨٧٠٨	* قروض للجمهور.
	٣٠٩٥٩	٢٤٩٨٩	٢٣٧٢١	١٩٠٨١	* الاحتياطيات لدى البنك المركزي.
%٥٥.٤	%٣٥.٦	%٦٠.٢	%٦٦	%٥٩.٦	* نسبة الاحتياطيات إلى الودائع.
%٢٦.٤	%٢٠	%٣٠.٥	%٢٧.٩	%٢٧.٢	* نسبة قروض الجمهور إلى الودائع.
	%١٢٧.٣	%١٩٠.٤	%١٥٤.٦	%١٤١.٣	* نسبة العملة خارج البنوك إلى إجمالي الودائع المختلفة.

المصدر: التقرير السنوي لعام ١٩٩٥م للبنك المركزي اليمني.

يظهر الجدول السابق أن نسبة القروض والسلفيات إلى إجمالي الودائع (معامل القروض إلى الودائع) قد ظلت ثابتة نسبياً عند ٣٩٪ للفترة ١٩٩١-١٩٩٣م ثم انخفضت إلى ٣٠.٩٪ عام ١٩٩٤م.

وبمعنى آخر فإن معامل القروض إلى الودائع ظل خلال تلك الفترة أقل من الواحد مشيراً في ذلك إلى ضعف كفاءة البنوك التجارية في توظيف الأموال في مجالات الاستثمار.

بالمقابل نجد أن البنوك التجارية قد اتجهت إلى توظيف قوائنها النقدية في البنك المركزي على حساب تقليل إقراضها للجمهور.

وهذا ما تدل عليه نسبة احتياطيات البنوك التجارية في البنك المركزي إلى إجمالي الودائع، حيث ارتفعت هذه النسبة من نحو ٦٠٪ لعام ١٩٩١م إلى ٦٦٪ لعام ١٩٩٢م وتراجعت إلى ٦٠.٢٪، ٣٥.٦٪ لعام ١٩٩٣م، ١٩٩٤م على التوالي، بينما اتسم الإقراض إلى الجمهور بالثبات النسبي ثم الانخفاض حيث بلغت نسبة الإقراض للجمهور إلى إجمالي الودائع ٢٧.٢٪ (ظلت ثابتة تقريباً للفترة ١٩٩١/١٩٩٢م) وانخفضت إلى ٢٠٪ لعام ١٩٩٤م. يقف وراء هذا الاختلال الهيكلي في أداء النظام المصرفي التجاري (ضعف كفاءة جذب السيولة وتوظيفها في الاستثمار) عدد من العوامل أهمها:

١- عدم واقعية بعض الآليات التحفيزية (للادخار والاستثمار) من جهة وتصادمها مع الخلفية الدينية للجمهور من جهة أخرى. إن الفائدة المحددة سلفاً من البنك المركزي من ناحية واقعية أصبحت سالبة بسبب ارتفاع معدل التضخم وتدهور قيمة العملة الوطنية. من ناحية أخرى فإن ربوية سعر الفائدة، لاتشجع الجمهور على التعامل مع النظام المصرفي في ظل هذه الآلية فاتجه الجمهور إلى إحلال نقدي وعيني للنقود الوطنية (حيازة العملات الأجنبية والعقارات) في حين أجمت البنوك التجارية عن إقراض الجمهور لأن المحاكم الشرعية لا تقضى لصالح العقود المتضمنة الفائدة، وإن كان الأخير ليس هو العامل الوحيد في إحجام البنوك التجارية عن الإقراض للجمهور.

٢- ضعف المنافسة في السوق المصرفي بسبب قلة عدد البنوك وغياب آليات أكثر واقعية وقدرة على توظيف الأموال (مثل آليات المشاركة في الربح والخسارة).

٣- اضطراب أهداف وأدوات السياسة النقدية وتحيز السياسات الائتمانية قد أدى إلى ارتفاع كلفة الوساطة المالية وزيادة نسبة المخاطرة، كمثل على ذلك ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني وارتفاع نسبة السيولة (٢٥٪، ٣٠٪) قد أثر على حجم الودائع(\*)

كما أن تحيز الائتمان لصالح الحكومة أدى إلى مزاحمة البنك المركزي للقطاع الخاص فاختارت البنوك التجارية الطريقة الأسهل في توظيف فوائدها النقدية.

٤- عدم الاستقرار السياسى الذى مرت به البلد خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م (أزمات سياسية وحرب ١٩٩٤م) قد أسهم بدوره فى زيادة عدم اليقين وزيادة تشاؤم القطاعات الاقتصادية، فانعكس ذلك على الادخار والاستثمار.

#### (١-٤) ضعف فاعلية أدوات السياسة النقدية:

يتكون النظام المصرفى فى اليمن من البنك المركزى وتسعة بنوك تجارية وثلاثة بنوك متخصصة، والأخيرة هى البنك الصناعى وبنك التسليف التعاونى الزراعى وبنك الإسكان.

يختص البنك المركزى بإدارة السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية التى حددها قانون البنك المركزى لعام ١٩٩١م فى مادته الخامسة وهى:

- تحقيق استقرار العملة الوطنية.
- تحقيق التوازن الاقتصادى الداخلى والخارجى.
- إدارة السياسة الائتمانية وتنظيم الأعمال المصرفية.

أى أن دور البنك المركزى يقوم على أساس الاستقرار النقدى والسعرى ومن خلال أدوات السياسة النقدية التقليدية (عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم، نسبة الاحتياطى والسيولة والسقوف الائتمانية).

تستهدف سياسة سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة كما هو معروف التأثير على حجم الائتمان الكلى وبالتالي التأثير على القاعدة النقدية ومن ثم التأثير على نمو العرض النقدى.

أما نسبة الاحتياطى والسيولة فتستهدف التأثير على حجم الودائع المصرفية وعلى حجم الائتمان وتوجيه تدفقه إلى الاتجاهات الاقتصادية المرغوبة.

غير أن استخدام البنك المركزى اليمنى لتلك الأدوات مازال محدوداً جداً (سعر الخصم) أو غير مستخدم (عمليات السوق المفتوحة أو استخدام مضطرب (نسبة الاحتياطى) وهذا ما سنوضحه لاحقاً.

(١-٤-١) سياسة سعر الخصم:

إن استخدام سعر الخصم من قبل البنك المركزى محدود حيث إن البنوك التجارية خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م لم تكن بحاجة إلى الاقتراض من البنك المركزى نظراً لتراكم السيولة فى البنوك التجارية. من المفيد أن نبين أن البنوك التجارية لم تقترض خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٢م بينما اقتترضت فقط ٤.٦ مليون، ٤٠ مليون خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٤م على التوالى. من ناحية أخرى لجأت البنوك التجارية إلى إيداع فوائض السيولة لديها فى البنك المركزى نظير الحصول على فائدة بلغت ٩.٥٪ (للدائع الآجلة لسنة).

لقد استهدف البنك المركزى من تقديم فوائد للبنوك التجارية امتصاص السيولة الفائضة لدى البنوك التجارية، غير أن تلك السياسة قد أدت إلى عزوف البنوك التجارية عن تقديم الأموال إلى القطاع الخاص وتوظيف الأموال فى مجالات الاستثمار الحقيقية.

(١-٤-٢) عمليات السوق المفتوحة:

لايمارس البنك المركزى هذه الأداة نظراً لتخلف البنيان المصرفى من جهة وعزوف الأفراد عن التعامل بالسندات ذات الفائدة الثابتة لأن ذلك يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية. إضافة إلى ذلك فإن حاجة الحكومة لتمويل العجز للفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م قد تم من خلال الاقتراض المباشر من البنك المركزى (التمويل بالعجز).

(١-٤-٣) نسبة الاحتياطى القانونى:

اتسمت سياسة البنك المركزى فيما يتعلق بنسبة الاحتياطى القانونى بالتمييز فى النسب حسب نوعية الودائع خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م فقد حدد البنك نسبة ٢٥٪ احتياطى قانونى على الودائع بالعملة المحلية، وهناك نسبة تعادل فائدة الليبور على الودائع بالعملة الأجنبية.

من جهة أخرى هناك فوائد يدفعها البنك المركزى على الاحتياطيات القانونية بالعملة الأجنبية. بينما لا تدفع أية فوائد على الاحتياطيات القانونية بالعملة المحلية. إن

نسبة الاحتياطي القانوني كانت الأداة النقدية التي استخدمها البنك المركزي بصورة دائمة للتأثير على الائتمان غير أن سياسات التمييز التي اتبعت قد أثرت سلباً على الودائع بالريال لصالح الودائع بالعملة الأجنبية وبالتالي فقد أدت إلى اهتزاز الثقة بالعملة الوطنية.

#### (١-٤-١) ازدواجية نظام سعر الصرف:

ارتبط الريال اليمني بعلاقة ثابتة مع الدولار، حيث كان نظام سعر الصرف الثابت هو المطبق في الفترة ١٩٧٢-١٩٨٢م ومنذ ١٩٨٣-١٩٨٩م أصبح النظام المتبع هو نظام سعر الصرف الثابت الخاضع للتغيير تدريجياً، ففي ظل زيادة حدة الاختلال في ميزان المدفوعات وانخفاض الاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي، قامت السلطات النقدية بتخفيض قيمة الريال اليمني (رفع سعر الصرف) بمعدل تراكمي بلغ ٩٣٪ للفترة ١٩٨٣-١٩٨٧م<sup>(٦)</sup>.

وفي عام ١٩٨٨م تم توحيد سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف التجاري (لم يكن هناك اختلاف كبير بين السعيرين) عند سعر ٩.٧٦ ريال للدولار.

غير أن أسوأ اضطراب لنظام سعر الصرف قد حدث خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م حيث تزامن ذلك مع ازدواجية نظام سعر الصرف (النظام الثنائي) والتقلبات الشديدة لسعر الصرف في السوق الموازية.

أي أنه أصبح هناك نظامان لسعر الصرف في الجمهورية اليمنية هما:

( أ ) سعر الصرف الرسمي الذي يتحدد بإرادة السلطات النقدية.

( ب ) سعر الصرف الموازي الذي يتحدد بقوى السوق وغيرها من العوامل السياسية.

اتخذ سعر الصرف الرسمي خمسة معدلات تلقية<sup>(٧)</sup> خلال الفترة

١٩٩٠-١٩٩٤م وهي:

١- ١٢ ريالاً للدولار الواحد حيث تم العمل به في ١٩ فبراير ١٩٩٠م واستمر حتى منتصف ١٩٩٥م، استخدم هذا السعر في المعاملات الخارجية للحكومة مثل صادرات النفط الخام واستيراد المواد الغذائية الرئيسية كالذيق والقمح، كما استخدمته البنوك التجارية في معاملاتها المحررة بالنقد الأجنبي.

٢- ٥.٥ ريال للدولار الواحد كسعر خاص بالدبلوماسيين اليمنيين في الخارج.

٣- ٢٥ ريالاً للدولار الواحد تم العمل به في أبريل ١٩٩٣م واستخدم في احتساب مشتريات البنك المركزي من النقد الأجنبي من شركات النفط الأجنبية كما استخدم في احتساب المعونات الثنائية ومتعددة الأطراف.

٤- ١٨ ريالاً للدولار الواحد حيث تم العمل بهذا السعر في التقييم الجمركي في يناير ١٩٩٢م عدا السلع الغذائية المدعومة (تقيم على أساس ١٢ ريالاً للدولار).

٥- ٨٥ ريالاً للدولار الواحد وهو السعر الذي أقرته لجنة الصرافة في منتصف نوفمبر ١٩٩٤م. كان هذا السعر بمثابة سعر تدخل من البنك المركزي استهدف تحقيق استقرار سعر الصرف في السوق الموازية ووقف جماح ارتفاعه.

ووفقاً لهذا التداخل فقد كان على البنوك التجارية أن تمتنع عن فتح حسابات الاعتماد إلا بعد حصولها على ضمان بالعملة الأجنبية من صراف مرخص له بمزاولة أعمال الصرافة وبالسعر التدخل المحدد.

غير أن اكتفاء البنك المركزي بحماية السعر التدخل بالأساليب الإدارية فقط دون التأثير المباشر في السوق الموازية من خلال بيع وشراء النقد الأجنبي قد جعل ذلك السعر غير واقعي. حيث كان سعر الصرف الموازي قد تجاوز المائة ريال في السوق، وبالتالي فإن ذلك السعر التدخل قد انهار مع مطلع عام ١٩٩٥م.

### سعر الصرف الموازي:

برز هذا السعر عندما طبق نظام التمويل الذاتي للواردات في أغسطس ١٩٩٠م ثم اكتسب شرعيته القانونية بإصدار لائحة الصرافة في ديسمبر ١٩٩٢م، وأصبح



هناك سوق موازى حيث يغطى هذا السعر كل المعاملات الاقتصادية غير الحكومية. وبالرغم من أن سعر الصرف الموازى يتحدد بناء على قوى العرض والطلب إلا أنه شهد تقلبات كثيرة خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥م، حيث تداخلت الأسباب الاقتصادية مع الأسباب السياسية فى تفسير تقلبات سعر الصرف الموازى. لقد بدأ هذا السعر بحوالى ١٢.١٣ ريالاً للدولار فى يناير ١٩٩٠م ثم ارتفع إلى ١٧.٥ ريال، ٢٩.٤٥ ريال، ٤٢.٦٥ ريال، ١٢٠ ريالاً للدولار الواحد وذلك بنهاية الأعوام ١٩٩١-١٩٩٤م. ثم وصل إلى أعلى قمة له فى صيف ١٩٩٥م بحوالى ١٦٠ ريالاً للدولار الواحد، بمعنى آخر فإن القوى الشرائية للريال اليمنى قد تدهورت بصورة شديدة وأصبح الريال اليمنى بنهاية ١٩٩٤م لا يساوى سوى ١٠٪ من قيمته فى بداية عام ١٩٩٠م<sup>(٨)</sup>.

إن ازدواجية نظام سعر الصرف (واتخاذها اتجاهًا تعديدياً فى إطار سعر الصرف الرسمى) من جهة وارتفاع فجوة الفرق بين سعر الصرف الرسمى والسعر الموازى نتيجة تقلبات الأخير من جهة أخرى قد ساهم فى إضعاف كفاءة استخدام موارد البلاد من النقد الأجنبى وفتح بؤر للفساد والمضاربة بالعملة الأجنبية وبالتالي ارتفاع معدل التضخم وزيادة عدم الاستقرار الاقتصادى.

## (٢) عناصر وأهداف برنامج الإصلاح الاقتصادى :

شرعت الحكومة اليمنية وبالتعاون والتشاور مع صندوق النقد الدولى والبنك الدولى فى تطبيق برنامج للتثبيت الاقتصادى على مرحلتين:

المرحلة الأولى: بدأت مع تطبيق الحكومة اليمنية لبرنامج مارس ١٩٩٥م والذى تمت صياغته ليكون نواة برنامج شامل للإصلاحات الاقتصادية والمالية والإدارية قبل الدخول فى مشروطة الصندوق.

أما المرحلة الثانية: فقد بدأت فى يناير ١٩٩٦م والتي تمت بدعم من صندوق النقد الدولى فى إطار اتفاقية الاستعداد الائتمانى لمدة خمسة عشر شهراً. لقد تضمن برنامج الإصلاح الاقتصادى جملة من الأهداف العامة والمباشرة.

(١-٢) الاهداف العامة لبرنامج الاصلاح الاقتصادى:

(١-١-٢) الاهداف العامة للمرحلة الاولى (مارس ١٩٩٥م):

- إظهار نية الحكومة اليمنية ورغبتها فى تطبيق برنامج اصلاح اقتصادى بالتعاون مع صندوق النقد الدولى والبنك الدولى للحصول على دعم تلك المؤسسات بالدخول لاحقاً فى برنامج الاستعداد الائتمانى وبرنامج الاصلاح الهيكلى المعزز وكسب ثقة الدول المانحة والمقرضة لليمن.

- على مستوى الاصلاحات النقدية هدفت جرعة مارس ١٩٩٥م إلى ما يسمى بوقف نزيف الاصدار النقدى لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة ووقف زيادة الاختلالات والفجوات الكبيرة فى الموازين الاقتصادية الكلية.

(٢-١-٢) الاهداف العامة للمرحلة الثانية للاصلاح الاقتصادى (يناير ١٩٩٦م):

بعد مشاورات ومفاوضات بين الحكومة اليمنية وصندوق النقد الدولى وافقت الحكومة اليمنية على خطاب النوايا مع صندوق النقد الدولى فى ١٩٩٦م.

بهذا التوقيع تكون اليمن قد دخلت مرحلة الاصلاح الاقتصادى المدعوم من الصندوق بصورة رسمية، حيث تم الاتفاق على تطبيق برنامج تثبيت اقتصادى يستهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادى خلال خمسة عشر شهراً ابتداءً من يناير ١٩٩٦م كشرط للحصول على ترتيبات الاستعداد الإنمائى والحصول على الدعم المالى من الدول المانحة، وبما يمكن اليمن من تخفيف عبء المديونية. إضافة إلى ذلك فإن تطبيق برنامج التثبيت الاقتصادى يمثل مدخلاً ضرورياً لتطبيق برنامج متوسط المدى للاصلاح الهيكلى وبحيث يحقق الاهداف الرئيسية التالية:

١- إعادة هيكلة الاقتصاد بصورة عامة بما يمكن آلية السوق من ممارسة تأثيرها على الأسعار وتخصيص الموارد.

٢- زيادة دور القطاع الخاص وإيجاد البيئة الاستثمارية القادرة على تحفيز دور القطاع الخاص فى الاستثمار.

٣- تقليص دور الدولة فى النشاط الاقتصادى من خلال تخفيض النفقات العامة وتحجيم دور القطاع العام بتطبيق برنامج للخصخصة وتخفيض الدعم للمؤسسات العامة وتصفية المؤسسات العامة الخاسرة.

٤- تحقيق اندماج الاقتصاد الوطنى بالاقتصاد العالمى من خلال تحرير التجارة وإلغاء القيود الكمية والإدارية واستخدام الأدوات الاقتصادية بديلاً عن تلك القيود الإدارية بما يمكن من زيادة المنافسة وتحقيق انسياب رؤوس الأموال بحرية وزيادة معدل النمو الاقتصادى.

لقد هدف البرنامج إلى تحقيق عدد من الأهداف المباشرة فى القطاع المالى والنقدى.

فما يتعلق بجوانب الإصلاح فى القطاع النقدى توخى البرنامج تحقيق مايلي<sup>(٩)</sup>:

١- تغيير أولويات السياسة النقدية وتحقيق استقلاليتها وزيادة فاعليتها باتجاه تحقيق متطلبات الاستقرار الاقتصادى من خلال السيطرة على نمو عرض النقود بتقييد حجم الائتمان المحلى للحكومة وتمويل عجز الموازنة من مصادر لا تضخمية (كأذون الخزانة)، والاعتماد على الوسائل غير المباشرة للسياسة النقدية (تحرير أسعار الفائدة، توحيد سعر الصرف، وتعويمه واستخدام نسب الاحتياطي والسيولة بصورة مرنة) فى التأثير على المتغيرات الاقتصادية<sup>(١٠)</sup>.

٢- إزالة الدعم للنظام المصرفى وخاصة البنوك المتخصصة بتغيير سياسات التمويل الحالية.

٣- التصحيح الهيكلى للنظام المصرفى من خلال استقلالية البنك المركزى وزيادة نطاقه الإشرافى على النظام المصرفى من خلال:

- تأهيل البنوك الحالية برفع كفاءاتها وتخفيض مشكلة الوساطة المالية وحل مشكلة الديون الرديئة.

- إدخال بنوك جديدة (مثل البنوك الإسلامية).

- إنشاء السوق المالية. - خصخصة بعض البنوك.

ولتحقيق الأهداف المباشرة للإصلاحات في القطاع النقدي فقد تضمن برنامج الإصلاحات الاقتصادية لعام ١٩٩٥، ١٩٩٦م تحقيق عدد من المؤشرات النقدية المبينة في المصروفة التالية<sup>(١)</sup>:

الأهداف الوسيطة التأشيرية للإصلاحات النقدية

معدل النمو الفعلي لعام ١٩٩٤م	معدل النمو المستهدف من ١٩٩٦م	معدل النمو المستهدف من ١٩٩٥م	الإجراءات والسياسات	الأهداف الوسيطة
٪٣٧	٪١٥	٪٢١	(١) تطبيق عدد من الإجراءات النقدية. (ب) زيادة أسعار الفوائد (الحد الأدنى) للودائع الآجلة إلى ٢٠-٢٣٪ بدلاً عن ١٠-١٥٪ بما يؤدي إلى تحرير أسعار الفوائد.	(٢) تخفيض نمو العرض النقدي بالمعنى الواسع (m2)
٪١٥-١٠	٪٢٣-٢٠	٪٢٣-٢٠ كحد أدنى	* السماح للبنوك التجارية بالتعامل بالتقدي الأجنبي وتقييد منحها للقروض.	
	٪٢٥	٪٢٥	* توحيد نسبة الاحتياطي على كل الودائع وبالريال وبالعملة الأجنبية.	
			* توحيد سعر الصرف الرسمي إلى ١٠٠ ريال للدولار عام ١٩٩٦م بدلاً عن ٥٠ ريال لعام ١٩٩٥م.	(٢) تخفيض التمويل المصرفي كنسبة من الناتج المحلي.
	٪٦	٪٢	* إصدار أئون الخزانة.	

نخلص من هذا العرض إلى أن برنامج الإصلاح المالي في مجال السياسات النقدية قد استهدف تخفيض معدل التضخم وزيادة معدل النمو للناتج المحلي غير النقدي ومحاصرة العجز في ميزان المدفوعات.

بعبارة أخرى فإن أولوية السياسات النقدية هو لتحقيق متطلبات الاستقرار النقدي بتطبيق سياسات ائتمانية تقييدية. لذلك فقد اعتمد البرنامج أهدافاً وسيطة تأشيرية (مثل تخفيض معدل نمو الائتمان المحلي للحكومة) للتحكم في معدل نمو العرض النقدي عند المستويات الملائمة لتحقيق المتغيرات الهدفية<sup>(١٢)</sup>.

### (٣) تقويم نتائج الإصلاحات النقدية

يمكننا مناقشة النتائج النقدية للبرنامج بالاستعانة بالجدول رقم (٤) الذي يوضح سلوك المؤشرات النقدية الرئيسية خلال عام ١٩٩٥، ١٩٩٦م ومقارنتها بسلوكها في عام ١٩٩٤م.

سنقوم أولاً بتفسير النتائج المحققة على ضوء أهداف برنامج الإصلاح النقدي ثم نقدم ملاحظتنا على هذه النتائج، حيث سيركز في هذه الملاحظات على أثر إجراءات السياسة النقدية على السيولة المحلية:

جدول رقم (٤) المؤشرات النقدية الرئيسية

١٩٩٦م	١٩٩٥م	١٩٩٤م	البيان
٢٨٨.٢	٢٦٥.٧	٢٢٠.٧	عرض النقد (السيولة المحلية)
%٨	%٢٠.٤	%٣٧.٤	نسبة مئوية
١٥٥.٢	١٦٤.١	%١٣٩.٧	النقد
%٣.٤-	%١١	%٢٢	كنسبة مئوية
١١٨.١	١٢٩.١	١١١	العملة خارج البنوك
%٨.٥	%١٦.٣		كنسبة مئوية
٦٧.٧	٤٦	%٣٥.٣	شبه النقد
%٤٧.٢	%٣٠.٢	%٢٤	كنسبة مئوية

تابع جدول (٤)

السنة	١٩٩٥م	١٩٩٤م	البيانات
٦٥.٣	٥٥.٦	٪٤٥.٦	ودائع بالعملة الأجنبية
٪١٧.٤	٪٢٢		كنسبة مئوية
٪١٩٦.٧	٢٢٦.٨	٢٢٠.٥	الاتئمان المحلي
٪١٣.٣-	٪٢.٩	٪٣٧.٤	كنسبة مئوية
٢١٠.٥	٢٢٢.٣	١٩٣.٣	سلفيات الحكومة (صافى)
٪٥.٨-	٪١٥	٪٣٧.٤	كنسبة مئوية
٢.٢	١٠.٨	٩.٤	سلفيات المؤسسات العامة
١٩.٤-	٢٣.٩	١٧.٦	سلفيات القطاع الخاص
٪١٨.٨-	٪٣٥.٥	٪٣٩.٢	كنسبة مئوية
٢١.٨	٣٤.٩	٢٧.٢	إجمالى الائتمان المحلي غير الحكومي
٪٥٣	٪٦١.٤	٪٦٣.٤	نسبة النقد خارج البنوك إلى إجمالى العرض النقدي بالريال اليمنى
٢٢٢.٩	٢١٠.١	١٧٥.١	العرض النقدي بالريال اليمنى

المصدر: - التقرير السنوى للبنك المركزى اليمنى لعام ١٩٩٥م

- تقرير البنك المركزى لعام ١٩٩٧م، (المراجعة الثانية) لبعثة الصندوق ١٩٩٧.

يظهر الجدول السابق رقم (٤) أن العرض النقدي (السيولة المحلية) بالمعنى

الواسع قد ارتفع من ٢٢٠.٧ مليار ريال عام ١٩٩٤م إلى ٢٦٥.٧ مليار ريال، ٢٨٨.٢ مليار فى العامين ١٩٩٥، ١٩٩٦م على التوالى أى أن معدل نمو العرض النقدي قد بلغ نسبة ٢٠.٤٪ عام ١٩٩٥م ونسبة ٨.٥٪ للفترة يناير - أكتوبر ١٩٩٦م.

وبمقارنة تلك المعدلات بمعدل نمو العرض لعام ١٩٩٤م (الذى بلغ ٣٧.٤٪) نلاحظ تحسناً واضحاً فى معدل نمو العرض النقدي. كذلك فإن المعدلات المحققة تتسق مع الأهداف النقدية للبرنامج والتي حددت ٢١٪ لعام ١٩٩٥م وبنسبة إنجاز ١٠٠٪ لعام ١٩٩٥م، بالنسبة للفترة من ١-١١/١٩٩٦م فإن معدل نمو العرض النقدي المحقق فاق توقع البرنامج وبنسبة إنجاز تفوق ١٠٠٪. غير أن النسبة النهائية لمعدل النمو المحقق ينبغي أن يأخذ بعين الاعتبار سلوك العرض النقدي فى الربع الأخير من عام ١٩٩٦م.

طبقاً لتلك النتائج فإن معدل نمو العرض النقدي قد انخفض بحوالى ٢٩٪ خلال

السنتين ١٩٩٥، ١٩٩٦م مقارنة بما كان عليه الوضع عام ١٩٩٤م أو بمتوسط معدل سنوى حوالى ١٤.٥٪ خلال عام ١٩٩٥، ١٩٩٦م.

إن انخفاض معدل نمو العرض النقدى يعود بصورة رئيسية إلى انخفاض معدل نمو الائتمان المحلى حيث بلغ معدل نمو الائتمان المحلى فى عام ١٩٩٥م ١٦.٦٪ بدلاً عن ٣٧.٤٪ فى عام ١٩٩٤م ثم أصبح سالباً بحوالى ٢٨.٨٪ لعام ١٩٩٦م.

إن انخفاض ذلك المعدل يعود بصورة رئيسية إلى انخفاض معدل نمو سلفيات الحكومة (صافى) والذي بلغ حوالى ١٥٪ عام ١٩٩٥م بدلاً من ٢٧.٤٪ عام ١٩٩٤م ثم انخفض وأصبح سالباً بحوالى ٥.٨٪ نتيجة انخفاض ائتمان الحكومة من ٢٢٤.٤ مليار عام ١٩٩٥م إلى ٢١٠.٥ مليار للفترة ١-١٠/١٩٩٦م.

وبعبارة أخرى فإن معدل نمو التمويل المصرفى للحكومة قد انخفض بمقدار يساوى ما نسبته ٢٢.٤٪ فى عام ١٩٩٥م مقارنة بالوضع لعام ١٩٩٤م. إن انخفاض التمويل المصرفى للحكومة إنما يعكس أثر الإجراءات المالية والنقدية وانخفاض عجز الموازنة وبالتالي انخفاض حجم تمويله من الجهاز المصرفى. انعكست تلك الإجراءات على انخفاض معدل التضخم إلى ٤٥٪ لعام ١٩٩٥م، ١٠٪ لعام ١٩٩٦م مقارنة بمعدل ١٠.٤٪ للثلاثة الأرباع الأولى من ١٩٩٤م غير أن تحليل مرونة الإفراط النقدى يبين أنها مازالت مرتفعة لعام ١٩٩٥م.

ويبدو هذا واضحاً من مقارنة معدل نمو العرض النقدى بمعدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى فنمو العرض النقدى بلغ ٢١٪ عام ١٩٩٥م بينما بلغ معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى ٩.٤٪. أى أن مرونة الإفراط النقدى بلغت ٢.٢ بينما انخفضت فى عام ١٩٩٦م إلى حوالى ١.١ فيما يدل على تحسن أكبر فى ١٩٩٦م، أى أنه فى عام ١٩٩٦م أصبح معدل نمو العرض النقدى (المحقق حتى أكتوبر ١٩٩٦م ٨.٥٪) قريباً من معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى المتوقع (٧٪).

لذلك فإن معدل التضخم لعام ١٩٩٥م بالرغم من انخفاضه إلى ٤٥٪ حسب التقديرات الرسمية بدلاً عن ١٠.٤٪ لثلاثة الأرباع الأولى من عام ١٩٩٤م إلا أن ذلك المستوى من التضخم مازال مرتفعاً بسبب استمرار ارتفاع الإفراط النقدى لعام ١٩٩٥م.

إضافة إلى ذلك فإن معدل دوران النقود قد ارتفع بنسبة ١٠.٣٪ لعام ١٩٩٥م بدلاً عن معدل سالب (-٥.٥٪) لعام ١٩٩٤م وشكل مصدراً إضافياً لبقاء معدل التضخم عند مستوى مرتفع فى عام ١٩٩٥م.

الأثر على السيولة: إن تحليل المؤشرات المحققة خلال السنتين ١٩٩٥، ١٩٩٦م يشير إلى وجود تحسن ملموس فيما يتعلق بنسبة نمو السيولة المحلية (العرض النقدى) نتيجة السيطرة على عجز الموازنة. فبالنسبة لتطور الائتمان المحلى للحكومة، نجد أن النتائج المحققة قد أظهرت أن معدل نمو التمويل المصرفى للحكومة قد انخفض فى عام ١٩٩٥م إلى ١٥٪ بدلاً عن ٣٧.٤٪ لعام ١٩٩٤م كما أصبح المعدل سالباً فى عام ١٩٩٦م، أى أن صافى الإقراض للحكومة زاد ولكن بمعدل متناقص خلال السنتين ١٩٩٥، ١٩٩٦م. ولكن يلاحظ على هذا التحسن مايلى:

(أ) أن انخفاض معدل نمو الائتمان المقدم للحكومة يعود بصورة أساسية إلى زيادة الإيرادات العامة من جهة وإلى توفر مصادر تمويل خارجية لعجز الموازنة خلال فترة تنفيذ البرنامج الأمر الذى أدى إلى وقف الإصدار النقدى فى عام ١٩٩٦م لتمويل العجز، لقد خفضت الحكومة اقتراضها من النظام المصرفى إلى ١٪ من الناتج المحلى فى ١٩٩٦م مقارنة بـ ٣٧٪ لعام ١٩٩٤م (١٣).

(ب) أن نصيب الحكومة من الائتمان المحلى مازال كبيراً بالرغم من الانخفاض الطفيف فى نسبة الائتمان المحلى للحكومة إلى إجمالى الائتمان (٨٦.٤٪ لعام ١٩٩٥م بدلاً عن ٨٨.٧٪ لعام ١٩٩٤م). إلا أن النسبة ارتفعت مرة أخرى إلى ٩١٪ خلال الفترة يناير-أكتوبر ١٩٩٦م.

لذلك فإن انخفاض معدل نمو الائتمان الحكومى قد أوقف الزيادة الجديدة فى معدل نمو السيولة المحلية. ومنذ ١٩٩٦م أصبحت الزيادة فى إجمالى العرض النقدى تعزى إلى الزيادة فى صافى الأصول الأجنبية<sup>(١٤)</sup>.

(ج) من جهة أخرى لقد استهدفت الإجراءات النقدية (رفع أسعار الفوائد وتعويم سعر الصرف وتوحيده ورفع نسبة الاحتياطى الإلزامى إلى ٢٥٪) جذب



أكبر قدر من الودائع الادخارية والأجلة للجمهور وبالتالي سحب السيولة من الأفراد، فإلى أى مدى نجحت الإجراءات فى تقييد السيولة، يمكننا تحديد آثار تلك الإجراءات من خلال مناقشة المؤشرات التالية:

١- نسبة مكونات شبه النقود إلى إجمالى الودائع لإظهار الأهمية النسبية للودائع المختلفة.

٢- معدلات النمو السنوية لعناصر شبه النقود.

٣- نسبة تفضيل السيولة النقدية من خلال تحليل نسب الودائع إلى إجمالى النقد وإلى النقد خارج البنوك.

جدول رقم (٥) تطور الودائع المختلفة (بمليارات الريالات)

١٩٩٦م	١٩٩٥م	١٩٩٤م	التسليان
١١٣.٥	٩٦.٩	٨٧.٢	إجمالى رصيد الودائع للقطاع الخاص بملايين الريالات اليمنية.
%١٦.١	%١١.١	%١٥	كثسبة مئوية
٢٥.٧	٢٣	٢٥.٤	الودائع الجارية
٢٢.٩	١٢.٤	٨.٨	الودائع الأجلة
١٢.٤	٩.٣	٧.٧	الودائع الادخارية
٥٠.٦	٥٠.٢	٤٤.٢	الودائع بالعملات الأجنبية
	%٩.٦	%٧.٩	(أ) كثسبة من العملة خارج البنوك (معامل العملة المتداولة):
	%٧.٢	%٦.٩	الودائع الأجلة
			الودائع الادخارية
	%٤.٧	%٤	(ب) كثسبة الودائع إلى إجمالى النقد (كثسبة تفضيل السيولة):
	%٣.٥	%٣.٥	الودائع الأجلة
	%٢٣.٩	%٢٥.٢	الودائع الادخارية
			الودائع بالعملات الأجنبية
%٢٠.٤	%١٢.٨	%١٠.١	(ج) كثسبة إلى إجمالى الودائع (الأهمية النسبية للودائع):
%١١	%٩.٦	%٨.٨	الودائع الأجلة
%٤٥	%٥١.٨	%٥٠.٧	الودائع الادخارية
			الودائع بالعملات الأجنبية

المصدر: - التقرير السنوى للبنك المركزى لعام ١٩٩٥م، ص ٥١.

- تقرير المراجعة الثانية لبعثة الصندوق.

إن الجدول السابق يظهر أن معدل نمو رصيد الودائع للقطاع الخاص والمؤسسات العامة قد انخفض من ١٥٪ لعام ١٩٩٤م إلى ١١.١٪ لعام ١٩٩٥م، ثم ارتفع بنسبة ١٦.١٪ حتى أكتوبر ١٩٩٦م (وبنسبة زيادة طفيفة حوالى ٥٪ مقابل نقص ٣.٩٪ لعام ١٩٩٥م) أى أن نمو رصيد الودائع اتسم بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال السنتين ١٩٩٥، ١٩٩٦م وهذا يعكس التذبذب فى نمو أنواع الودائع.

إن معامل تفضيل السيولة النقدية (نسبة الودائع إلى إجمالى النقد وإلى العملة خارج البنوك) قد تراوح بين الثبات والانخفاض الطفيف. وبمعنى آخر فإن تفضيل القطاع الخاص للسيولة النقدية مازال كبيراً. فنسبة كل من الودائع الادخارية والودائع الآجلة إلى إجمالى النقد تقريباً (٣.٥، ٣.٥)٪، (٤٪، ٤.٧٪) على التوالى خلال السنتين ١٩٩٤، ١٩٩٥م.

أما الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالى النقد فلم ينخفض عام ١٩٩٥م إلا بنسبة ضئيلة (١.٣٪). من ناحية أخرى فإن نسبة الودائع الادخارية والآجلة إلى النقد خارج البنوك (معامل العملة المتداولة) يشير إلى زيادة طفيفة من ٧.٩٪ إلى ٩.٦٪ للودائع الآجلة لعام ١٩٩٥م بينما ظلت الأهمية النسبية للودائع الادخارية والآجلة متدنية رغم الارتفاع الطفيف فى النسبة، لقد ارتفعت نسبة الودائع الإذخارية إلى ٩.٦٪ لعام ١٩٩٥م بدلاً عن ٨.٨٪ لعام ١٩٩٤م ثم ارتفعت إلى ١١٪ لعام ١٩٩٦م، وأما نسبة الودائع الآجلة إلى إجمالى الودائع فقد ارتفعت من ١٠.١٪ عام ١٩٩٤م إلى ١٢.٨٪ لعام ١٩٩٥م فقط، ثم إلى ٢٠.٤٪ لعام ١٩٩٦م.

بالنسبة للودائع بالعملات الأجنبية فإن معدل نموها السنوى يدل على أنها زادت ولكن بمعدل متناقض بلغ ٢٢٪ لعام ١٩٩٥م و ١٧.٤٪ للفترة ١-١٩٩٦م. ويفسر التغير فى الودائع بالعملات الأجنبية بمعدل متناقض إلى أثر سياسة توحيد نسبة الاحتياطي الإلزامى على الودائع الذى ألغى التمييز بين الودائع بالعملات المختلفة.

غير أن نسبة الودائع بالعملة الأجنبية إلى إجمالى الودائع (أهميتها النسبية)

ما زال مرتفعاً حيث بلغت النسبة ٥٢٪ لعام ١٩٩٥م بدلاً عن ٥٠.٧٪ لعام ١٩٩٤م ثم انخفضت قليلاً إلى ٤٥٪ لعام ١٩٩٦م.

نخلص من التحليل السابق إلى أن مؤشرات الأهمية النسبية ومعامل تفضيل السيولة ومعامل العملة المتداولة للودائع الادخارية والأجلة والودائع بالعملات الأجنبية تظهر تحسناً متواضعاً وأثراً ضعيفاً لإجراءات السياسة النقدية حيث لم تؤد أسعار الفوائد المرتفعة على الودائع إلى تغير كبير في الودائع الادخارية والأجلة كما لم تؤد إلى انخفاض كبير في الإيداع بالعملة الأجنبية لدى البنوك التجارية وبالتالي فإن أثر إجراءات السياسة النقدية على جذب سيولة الأفراد كان محدوداً.

إضافة إلى ذلك فإن ظاهرة إحلال النقود ما زالت قائمة وهذا ما يدل عليه حجم تلك الودائع بالعملة الأجنبية والذي زاد مما قيمته ٤٥.٦ مليار ريال عام ١٩٩٤م إلى ٦٧.٧ مليار في عام ١٩٩٦م.

إن العلاقة بين سعر الفائدة والودائع الادخارية في اليمن ضعيفة جداً حيث يتأثر حجم الادخار بعناصر أخرى لها تأثير أكبر كمستوى الدخل ودرجة الاستقرار الاقتصادي (وخاصة استقرار سعر الصرف ومعدل التضخم).

إن الحالة اليمنية في هذا المضمار ليست استثناءً من الاتجاه السائد في الدول النامية. فالدراسات التطبيقية تؤكد أن العلاقة بين أسعار الفوائد والادخار علاقة ضعيفة في الدول النامية ذات الدخل المنخفض وأن ارتفاع أسعار الفوائد الحقيقية قد فشل في إحداث زيادة ملموسة في حجم الادخار الخاص<sup>(١٥)</sup>.

وينقل البنك الدولي في تقريره السنوي لعام ١٩٩٦م خلاصة تجارب الدول فيما يتعلق بالعناصر المؤثرة في النهوض بالادخار المحلي والاستثمار الناجح ويرجعها إلى عنصرين حاسمين<sup>(١٦)</sup>:

\* الاستقرار الاقتصادي الكلي الذي يضمن التخفيف من حدة عدم التيقن الاقتصادي.

\* الاصلاح المالى الذى يؤدى إلى تحقيق ادخار حكومى مرتفع فيزيد الادخار الإجمالى ويحد من مزاحمة استثمارات القطاع الخاص.

إن التحسن المتواضع فى كل من عناصر شبه النقد (الودائع الآجلة والادخارية لم يمر بدون ثمن فحجم الأرصدة المتاحة للإقراض للقطاع الخاص اتسم بالانخفاض). حيث أدى ارتفاع أسعار الفوائد على الإقراض والإيداع إلى انخفاض القروض إلى القطاع الخاص فى الفترة يناير - أكتوبر ١٩٩٦م إلى ١٩.٤ مليار ريال بدلاً عن ٢٣.٩ مليار لعام ١٩٩٥م وبنسبة انخفاض بلغت (-١٨.٨٪).

من ناحية أخرى فإن نسبة زيادة القروض للقطاع الخاص فى عام ١٩٩٥م كانت أقل من نسبة الزيادة لعام ١٩٩٤م حيث بلغت ٣٥.٥٪ مقابل ٣٩.٢٪ عام ١٩٩٤م.

وهذه النتيجة تشير إلى أن ارتفاع الفوائد إلى ٣٧٪ قد أدى إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض للقطاع الخاص وبالتالي انخفاض الرغبة للإقراض وكبح الاستثمار الخاص وبرزت ظاهرة مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص فى الأرصدة المتاحة للإقراض بطريق غير مباشر.

إن احتياطات البنوك التجارية لدى البنك المركزى قد زادت فى عام ١٩٩٥م بنسبة ٣٦.٢٪ أى بحوالى ١١.٢ مليار ريال والأخير يمثل حوالى ضعف القروض الممنوحة للقطاع الخاص لعام ١٩٩٥م (حوالى ٦ مليار)<sup>(١٧)</sup>.

كذلك فإن البنوك التجارية قد اتجهت إلى المشاركة فى شراء أذون الخزانة كاستثمار قصير الأجل (بدلاً عن إتاحة الأرصدة للقطاع الخاص). وناقش فيما يلى أثر أذون الخزانة على السيولة. لقد استهدفت سياسة إصدار أذون الخزانة توفير مصدر غير تضخمى لتمويل عجز الموازنة وسحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة<sup>(١٨)</sup> لذلك فإن البنك المركزى لم يصدر نقوداً جديدة لتغطية عجز الموازنة منذ أكتوبر ١٩٩٥ - أكتوبر ١٩٩٦م، غير أن النتائج تظهر أن تحقيق أهداف إصدار أذون الخزانة مازال محل شك وإنها لم تؤد إلى سحب سيولة

الأفراد. حيث لم يشارك الأفراد في شراء أذون الخزانة لأربعة الإصدارات الأولى من إجمالي تسعة إصدارات بينما بلغ متوسط مشاركتهم لسبعة المزايدات الأخيرة زهاء ٢٣٪ أى نحو ٣.٦ مليار<sup>(١٩)</sup>.

إن ٣.٦ مليار تمثل نحو ٢.٨٪ فقط من إجمالي النقد خارج البنوك عام ١٩٩٥م أو ٣٪ لعام ١٩٩٦م وهى نسبة متدنية ليست مؤثرة على السيولة التى بيد الأفراد (٥٧.٢٪ فى المتوسط من إجمالي السيولة المحلية للسنتين ١٩٩٥، ١٩٩٦م).

من جهة أخرى شاركت البنوك التجارية فى أذون الخزانة بصورة رئيسية حيث بلغت نسبة مشاركتها نحو ٦٩.٦٪ من إجمالي القيمة الفعلية للإصدار الخامس، بينما بلغ متوسط المشاركة نحو ٥٥٪ من إجمالي القيمة الفعلية لسبعة إصدارات (نحو ٨.٧ مليار ريال). ولقد تمت مشاركة البنوك فى أذون الخزانة من خلال تحويل ودائعها لأجال لدى البنك المركزى.

نخلص من هذا بأن أثر تنفيذ أذون الخزانة خلال ١٩٩٦م على السيولة كان ضعيفاً نظراً لضعف مشاركة الأفراد فيها من جهة والمشاركة الواسعة للبنوك التجارية من ناحية أخرى. فتمويل مشاركة البنوك فى شراء أذون الخزانة قد تم من أرصدة قائمة موجودة فى البنوك التجارية أو من أرصدها الموجودة لدى البنك المركزى لأجال أقل من سنة. وبالتالي فإن دخول البنوك التجارية كمستثمر رئيسى فى أذون الخزانة لم يؤثر مباشرة على حجم السيولة الموجودة خارج البنوك.

إنه من المفيد أن نذكر أن الآثار السلبية لتطبيق آلية أذون الخزانة ستبرز مستقبلاً عند الاعتماد عليها بصورة رئيسية ونشير هنا إلى أبرز آثارها السلبية مستقبلاً.

#### ١- ارتفاع عبئها المالى فى الموازنة:

إن إعطاء سعر فائدة حقيقى موجب يتضمن زيادة سعر الفائدة الاسمى وهذا يؤدي إلى ارتفاع كلفة الاستثمار بالنسبة للقطاع الخاص وبالتالي الإحجام عن الاستثمار وارتفاع كلفة الإنتاج فى حالة الإقتراض بتكلفة مرتفعة.

بالنسبة للحكومة فإن اقتراضها بفائدة مرتفعة سيؤدي إلى ارتفاع عبء خدمة الدين وبالتالي زيادة عجز الموازنة العامة مستقبلاً كونها آلية سهلة لتمويل الإنفاق مما يضعف الحماس لترشيد الإنفاق ورفع كفاءة تحصيل الإيرادات العامة.

#### ٢- الاستخدام غير الأمثل للموارد

إن آلية أذون الخزانة تشجع البنوك والأفراد على الاستثمار غير الحقيقي، فالاستثمار في أذون الخزانة يحد من توظيف المدخرات في مجالات الاستثمار الحقيقية وهذا قد يؤدي إلى انخفاض معدل النمو.

#### ٣- آثار سلبية على توزيع الدخل:

ذلك أن تمويل القوائد على أذون الخزانة مستقبلاً سيكون إما بزيادة ضرائب جديدة أو إصدار نقدي أو تحويل موارد وبالتالي سيؤدي إلى إعادة توزيع الدخل من دافعي الضرائب أو من الأفراد (الذين سيعانون مستقبلاً من التضخم) إلى حاملي أذون الخزانة (البنوك ورجال الأعمال والمؤسسات العامة).

#### (٤) الخاتمة:

تركز الاهتمام الرئيسي لهذه الدراسة في تقويم نتائج الإصلاحات الاقتصادية في الجوانب النقدية المتعلقة بتحسين وتطوير فاعلية آليات السياسة النقدية في تحقيق المتطلبات الاستقرارية لبرنامج التثبيت الاقتصادي.

تناولنا في القسم الثاني من البحث أبرز مظاهر الاختلال النقدي الذي يعاني منه اقتصاد الجمهورية اليمنية، مثل اختلال العلاقة بين نمو العرض النقدي ونمو الناتج المحلي الحقيقي، من جهة بينت الدراسة أن اتجاه سياسة عرض النقود خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤م كان توسعياً ليس من أجل متطلبات النمو والاستقرار الاقتصادي وإنما لتلبية احتياجات تمويل عجز الموازنة بصورة رئيسية، وبشكل أصبحت السياسة النقدية (السياسة الائتمانية) مجرد تابع للسياسات المالية.

إن تفعفة السفاسة الائتمانية للسفاسة المالفة والتضخفة بالتالف بالهءف الاستقرارى والتئموى قء جعل تلك السفاسة تتسم بالتحففز هفث كانت الهكومة تحظف بنصفب الأسد من هجم الائتمان المهل على حساب القطار الخاص، أى أن السفاسة الائتمانية أضحت سفاسة طارءة ومزاحمة للقطار الخاص فانعكس ذلك على تءنى الاستثمارات الخاصة.

لقد ساهمت البنوك التجارية أيضاً فى طرء القطار الخاص، فائثرت أن توءع السفولة الفائضة لءى البنك المركزى على أن تقرضها للقطار الخاص.

وخلص هءا القسم من البءث إلى أن تصاعء معءل التضخم وتءهور قفمة العملة الوطنفة إنما هو نئفجة لسفاسة الإفراط النقءى الءى إلى نمو العرض النقءى بمعءلات تفوق كئفراً معءل نمو الناءج المهل الإجمالى فى تلك الفئرة. من ناحية أخرى أسهم ضعف بنفان النظام المصرفى فى تعزفز النئائج السلففة للسفاسات الائتمانية التوسعفة والمئحفزة. فضعف الوساطة المالفة للبنفان المصرفى لاعئماءه على آلفاء تحففزفة عفر واقفة ولا تنسجم مع الخلففة الءفنفة لأفرء المءتمع فى الغالب قء أضعف ءوافز الاءءار والإقراض فئاثر بءاك مءمل النشاط الاستثمارى فى البء.

إضافة إلى ذلك فإن ضعف المنافسة سواء من الناحفة الكفمة (كءم المصارف العاملة) أو من ناحية الآلفاء (مئل عفاب آلفاء المءاركة فى الربء والخسارة) قء أءى إلى ارئفاع تكلفة الوساطة المالفة ونسبة المءاطرة لذلك فلم فكن مستغرفباً أن نسبة السفولة لءى الأفراد ظلت مرئفعة فى تلك الفئرة وأسهمت بءورها فى تفاقم معءل التضخم وتءهور قفمة العملة الوطنفة.

فى القسم الثالث من البءث، تم استعراض ومناقشة أهءاف وعناصر برنامء الإصلاح الاقتصاوى هفث تم تناول أهءاف وعناصر إصلاح ءوابف النقءفة فى البرنامء.

إن الأهءاف العامة لبرنامء المرحلة الأولى من البرنامء (١٩٩٥م) تمئل فى وقف

نزيف الإصدار النقدي وتدهور الموازين الاقتصادية الكلية. بينما انحصرت أهداف المرحلة الثانية (١٩٩٦م) في تحسين الإطار العام للسياسات النقدية وتحقيق استقلاليتها والاعتماد على الأساليب غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية وبما يكفل تحقيق متطلبات الاستقرار النقدي.

ولتخفيض معدل التضخم كهدف استقرار رئيسي للسياسة النقدية فقد حدد البرنامج أهداف تأشيرية وبسيطة مثل تحديد معدلات مستهدفة للنمو النقدي بالمعنى الواسع من خلال تحديد سقف ائتمانية للسلطات النقدية.

لقد اختار البرنامج التحكم في نمو الائتمان المحلى كهدف تأشيري يسهل مراقبته وتقويم فاعلية السياسة النقدية باتجاه تحقيق الأهداف الاستقرارية والتحديد بالتالى لاحتمالات انحراف السياسة النقدية عن تحقيق الأهداف المرغوبة للبرنامج.

كذلك اشتمل البرنامج على عدد من الأدوات لتحقيق ذلك مثل تحريك أسعار الفوائد الدائنة والمدينة إلى أعلى وتعويم سعر الصرف وإصدار أذون الخزانة.

أما فى القسم الرابع من البحث فقد تم تحليل وتقويم النتائج الأولية لبرنامج الإصلاح الاقتصادى المتعلق بجوانب الإصلاحات النقدية حيث تبين مايلى:

\* حقق البرنامج نجاحاً فيما يتعلق بالأهداف التأشيرية حيث انخفض معدل نمو العرض النقدي إلى المستويات المستهدفة فى البرنامج (١١٪ لعام ١٩٩٦م) بل أقل مما توقعه فى البرنامج لعام ١٩٩٦م (١٤٪).

\* انخفض معدل التضخم الأساسى (باستبعاد أثر التعديلات السعرية) إلى ١٠٪ لعام ١٩٩٦م بدلاً من ١٠.٤٪ فى أواخر ١٩٩٤م كذلك استقر سعر الصرف للدولار عند مدى ١٢٥-١٢٨ بدون تدخل من البنك المركزى.

\* ارتفع رصيد البنك المركزى من الاحتياطيات الرسمية إلى ٦١٨ مليون دولار بنهاية ١٩٩٥م ثم إلى ٩٣٧ مليون دولار بنهاية ١٩٩٦م (أو ما يساوى واردات أربعة أشهر ونصف) والأخير يفوق ما توقعه البرنامج (٦٣٨ مليون دولار أمريكى) (٢٠). والجدير بالذكر أن حجم الاحتياطى فى نهاية عام ١٩٩٤م كان ٢٥١.٥ مليون دولار فقط.



وفي نهاية الخاتمة يقدم البحث النتائج والاستخلاصات التالية:

\* أن تقويم درجة نجاح البرنامج في الجوانب النقدية يتوقف على ضمان استمرار استقرار المتغيرات النقدية فتحقيق استقرار المتغيرات النقدية يعد شرطاً ضرورياً لنجاح الإصلاح الاقتصادي لكنه ليس كافياً ما لم يكن هذا الاستقرار قابلاً للاستمرار. لذلك، فإن من المفيد أن نبين أن تأمين الاستقرار مازال قضية مقلقة خاصة عندما تكون العناصر المفسرة لاستقرار تلك المتغيرات ذات طبيعة مؤقتة أو من خارج البرنامج.

فالملاحظ أن انخفاض نمو العرض النقدي كان بسبب انخفاض عجز الموازنة نتيجة زيادة الإيرادات العامة بسبب التعديلات السعرية كذلك بسبب ارتفاع الأسعار العالمية للنقط. إن ارتفاع الأسعار العالمية للنقط يعد عنصراً لم يتوقعه البرنامج وبالتالي فهو عنصر مؤقت من خارج البرنامج.

رغم أن البرنامج نجح في تخفيض معدل التضخم وإبطاء سرعة صعود أسعار السلع إلا أن إبطاء صعود الأسعار تم عند مستوياتها المرتفعة التي مازالت فوق طاقة الشريحة متوسطة الدخل، ناهيك عن الفقراء ونوى الدخل المحدود.

من ناحية أخرى فبالرغم من انخفاض معدل نمو العرض النقدي بالمعنى الواسع إلى مستوى أقل مما توقعه البرنامج إلا أن ذلك المعدل مازال يفوق معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

\* هناك أهداف للإصلاحات النقدية لم تتحقق كما كان متوقعاً في البرنامج. فحجم ودائع الأجل والودائع الادخارية لم يرتفع بصورة ملموسة وبالتالي أخفقت آلية الفائدة وأنون الخزنة في تحفيز الادخار الخاص، لم تنجح تلك الآلية في جذب سيولة الأفراد ولكنها نجحت في توظيف سيولة البنوك التجارية لدى البنك المركزي.

\* نجح البرنامج في تقييد السيولة المتاحة للحكومة من مصادر تضخمية، وأتاحها لها

من مصادر لا تضخمية (أذون الخزانة) ولكن بثمان مرتفع مضيئاً بذلك أعباء جديدة على الموازنة العامة مستقبلاً. وبالمقابل أخفق البرنامج فى تحويل تلك السيولة إلى القطاع الخاص للاستثمار بسبب ارتفاع تكلفة الاستثمار (أسعار الفائدة المرتفعة) فحدث الركود.

- \* لا يكفى أن يكون هناك تحسن فى رصيد البنك المركزى من الاحتياطيات أو أن تقاس كفاءة ذلك الرصيد بحجم الواردات لأشهر معينة، وإنما ينبغى توسيع مقياس الكفاءة ليشتمل على مدى كفاءة تلك الاحتياطيات لمواجهة القضايا التالية:
- تحقيق استقرار سعر الصرف كهدف رئيسى فى فترة التثبيت المالى والنقدى.
- تطور العجز الجارى.
- تسوية مديونية الموردين المحليين للمواد الغذائية المدعومة.

\* أخيراً فإن ما تحقق من نجاح فى جوانب الإصلاح النقدى يعتبر أولياً ونسبياً حتى يتم حسم إشكالية استمرار الاستقرار، تكامل جوانب الاصلاحات الأخرى، وتخفيض التكلفة. فالعبرة هنا ليست فى أن أى نجاح له ثمن ولكن بالنجاح المرتبط بأقل ثمن. وبمعنى آخر كفاءة البرنامج تكمن فى تعظيم المنافع وتقليل الخسائر.. وهذا ليس إلا إحدى مبادئ الرشد الاقتصادى المشهورة.

## الهوامش والمراجع

- ١ - مذكرة حول السياسات الاقتصادية والمالية، بعثة صندوق النقد الدولي، ١٩ نوفمبر ١٩٩٥م.
- ٢ - البنك المركزي اليمني، المديونية الخارجية على اليمن، يونيو ١٩٩٦م/ص ٩، جدول (ب)، كذلك أنظر: البنك المركزي اليمني، المراجعة الثانية، فبراير ١٩٩٧م، ص ١١.
- ٣ - مذكرة حول السياسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره.
- ٤ - لتفاصيل أكثر عن جوانب الإصلاحات المالية والنقدية أنظر مانويل غيتان (نور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي الكلي والتصحيح الهيكلي) في سعيد النجار (محرر) (السياسات المالية وأسواق المال العربية)، صندوق النقد العربي، أبو ظبي (١٩٩٤م) ص ٤٨-١٢.
- ٥ - البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام ١٩٩٥م.
- ٦ - أنظر د. محمد الأفندي (سياسات تخفيض الريال اليمني وإمكانية توحيد سعر الصرف)، بحث قدم إلى المؤتمر العلمي الأول لنقابة أعضاء هيئة التدريس بجامعة صنعاء وعدن، في (بحوث المؤتمر العلمي الأول)، المجلد الأول ١٩٩٣م، ص ٥٦.
- ٧ - البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام ١٩٩٥م، مرجع سبق ذكره.
- ٨ - البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام ١٩٩٥م، مرجع سبق ذكره.
- ٩ - أنظر: البنك الدولي، الجمهورية اليمنية، أبعاد التثبيت الاقتصادي والإصلاح الهيكلي (وثيقة مترجمة) د. عبدالباري الشرجي، (مترجم)، مجلة الثوابت، العدد السابع، يوليو/سبتمبر ١٩٩٦م، ص ٤٩-٧١. كذلك أنظر: مذكرة حول السياسات، مرجع سبق ذكره.
- ١٠ - أنظر: مذكرة حول السياسات، مرجع سبق ذكره.
- ١١ - البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام ١٩٩٥م، مرجع سبق ذكره.
- ١٢ - لتفاصيل أكثر عن الأهداف التأشيرية والأهداف الغائبة أنوات السياسة النقدية أنظر: د. علي الصادق، والجارحي، سرحان، (السياسة النقدية في الدول العربية: النظرية والتطبيقات)، في الصادق والجارحي (محررين)، (السياسات النقدية في الدول العربية)، صندوق النقد العربي (مايو ١٩٩٦م) العدد الثاني، أبو ظبي.

كذلك أنظر:

Freedman, C. (The Use of Indicators and of the Monetary Condition Index in Canada), In Frameworks For Monetary Stability: Policy Issues and Country Experience) Thomas J.T.B Alino and Cottarelli (eds). IMF (1994), pp. 458-476.

كذلك أنظر:

Warren. Caots in "Search of a Monetary Anchor" In Jacob A. Frenkel and Goldstien (eds), Functioning of the International Monetary System, vol. 2, IMF, Washington (1996), pp. 851.

- ١٣- البنك المركزى اليمنى، المراجعة الثانية لبعثة الصندوق، فبراير ١٩٩٧م.
- ١٤- البنك المركزى اليمنى، المراجعة الثانية، مرجع سبق ذكره.
- ١٥- أنظر مثلاً: جونثان د. أوسترى وكارمن م. دينهارت، «الادخار وسعر الفائدة الحقيقى فى البلدان النامية» مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر ١٩٩٥م، صندوق النقد الدولى، الطبعة العربية، ص١٦.
- ١٦- البنك الدولى تقرير عن التنمية فى العالم (من الخطة إلى السوق) ١٩٩٦م. الفصل السابع: نحو حكومة أفضل وأقل ترهلاً، ص ١٤٣.
- ١٧- البنك المركزى اليمنى، التقرير السنوى، مرجع سبق ذكره.
- ١٨- البنك المركزى اليمنى، التقرير السنوى، مرجع سبق ذكره.
- ١٩- بيانات من البنك المركزى اليمنى عن مزادات أنون الخزانة. لتفاصيل أكثر عن الآثار السلبية لإصدار أنون الخزانة أنظر: رمزى زكى (أنون الخزانة ومخاطر انفجار الدين الداخلى) فى (قضايا مزعجة: مقالات مبسطة فى مشكلاتنا الاقتصادية المعاصرة) مكتبة مديولى، الطبعة الأولى، ١٩٩٣م، القاهرة، ص ٩٦-١١٨.
- ٢٠- البنك المركزى اليمنى، تقرير المراجعة الثانية، مرجع سبق ذكره.