



قضية السيولة في مصر الأسباب والحلول

أ. د. فائقة الرفاعي

ورقة عمل رقم (٤١)

يوليو ٢٠٠٠

مقدمة

ترددت في الأوساط المصرفية وبين رجال الأعمال منذ فترة ليست بالقصيرة قضية نقص السيولة في السوق وانعكاساتها على بطء النشاط الاقتصادي. وتحولت هذه القضية في الآونة الأخيرة إلى قضية ساخنة وإلى الشكوى من الركود. وثار جدل واسع النطاق حول هذه القضية وإختلفت الآراء والتصريحات الرسمية حولها. إلا أنه قرب نهاية شهر إبريل ٢٠٠٠، تم الإعلان عن قرار الحكومة بضخ ٢٥ مليار جنيه مصرى على مدى ثمانية أشهر إعتباراً من أول مايو ٢٠٠٠ عن طريق سداد المديونيات المستحقة على الحكومة لمشروعات تم تنفيذها داخل أو خارج الخطة، وبحيث يتم السداد بمعدلات لا تقل عن ٢.٥ مليار جنيه شهرياً باستخدام موارد حقيقية. وخلال شهر مايو ٢٠٠٠، أعلن السيد وزير المالية عن أنه قد تم حصر المتأخرات الحكومية المستحقة، وقد بلغت ١٢.٦ مليار جنيه مصرى تشمل ٤.٠ مليار جنيه مديونيات هيئة السلع التموينية، ٨.٦ مليار جنيه مديونيات مقابل مشروعات تم تنفيذها.

وحيث أن موضوع السيولة سواء على المستوى القومى أو على مستوى الوحدات المصرفية ووحدات قطاع الأعمال يمثل الدماء التى ينبض بها قلب الاقتصاد وتسرى فى شرايينه وبالتالي لها انعكاساتها على النشاط الاقتصادى والنمو، لذا وجب دراسة هذا الموضوع بصورة علمية شاملة.

وتتناول هذه الدراسة البحث فى طبيعة مشكلة السيولة والأسباب الحقيقية لها، وتقييم برنامج الحكومة الذى أعلن مؤخراً لمواجهة أزمة السيولة والركود، وتنتهى بمجموعة من التوصيات.

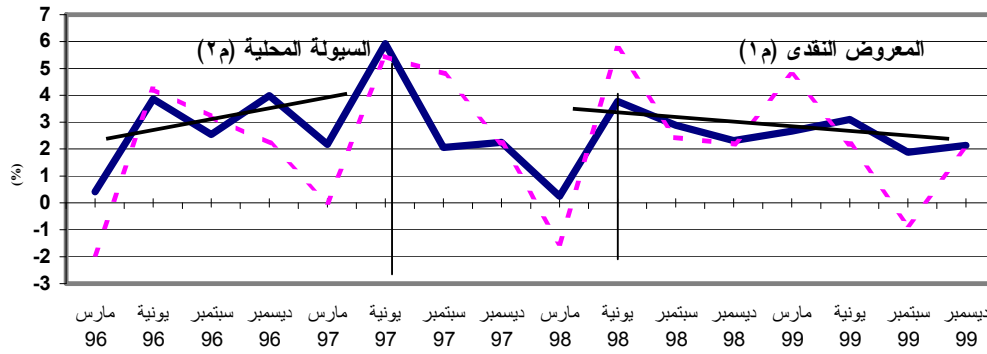
١ - طبيعة المشكلة

فى البحث عن طبيعة المشكلة، سوف نبدأ بالاجابة على السؤال: هل هناك مشكلة سيولة فى الاقتصاد؟ وهنا سوف نتناول مؤشرات السيولة الكلية فى الاقتصاد القومى. فإذا نظرنا إلى تلك المؤشرات على أساس ربع سنوى خلال الفترة مارس ١٩٩٦ - ديسمبر ١٩٩٩، سواء من حيث السيولة المحلية (م^١) أو المعروض النقدى (م^٢)، نجد أنه بالرغم من أن السيولة المحلية ارتفعت كرقم مطلق ونمت بمعدل موجب خلال الفترة بأكملها، وأخذت اتجاهاً متصاعداً منذ مارس ١٩٩٦، إلا أن الاقتصاد المصرى شهد هبوطاً حاداً فى معدلات النمو فى السيولة خلال الفترة سبتمبر ٩٧ - مارس ١٩٩٨. ورغم تعويض هذا الهبوط جزئياً فى الفترة مارس - يونية ١٩٩٨، إلا أن معدلات النمو فى السيولة أخذت اتجاهاً نزولياً بعد ذلك (شكل ١). مع ملاحظة أن معدل النمو فى السيولة المحلية فى ١٩٩٨/٩٧ كان أقل من مجموع معدلى النمو فى الناتج الحقيقى والتضخم. كما يلاحظ أيضاً أن هذا الهبوط فى السيولة لم يواكبه تغيراً فى سعر الخصم رغم انعكاسه على سعر العائد على المعاملات فيما بين البنوك من وقت لآخر بدرجة خفيفة ومتقلبة. وساعد على هذا ما قام به البنك المركزى من ضخ سيولة قصيرة الأجل بكميات كبيرة من خلال عمليات إعادة الشراء كما سيوضح فيما بعد.

^١ بمعناها الواسع شاملة المعروض النقدى وأشبه النقود. وهذه الأخيرة تتضمن الودائع الادخارية ولأجل بالعملة المحلية والعملات الأجنبية إلى جانب الودائع الجارية بالعملات الأجنبية.

^٢ يشمل النقد المتداول خارج الجهاز المصرفى (لدى الجمهور) والودائع الجارية وتحت الطلب بالعملة المحلية لدى البنوك.

رسم (١). معدلات النمو في المؤشرات النقدية الكلية



المصدر: جدول (١) بالملحق الإحصائي.

ويلاحظ أن التذبذب الملموس في معدلات النمو في السيولة لم يقتصر على البيانات الربع سنوية، لكنه ظهر أيضاً في معدلات النمو السنوية. فقد نمت السيولة المحلية بمعدل ١٥.٤٪ خلال العام المالي ١٩٩٧/٩٦، ثم انخفض المعدل إلى النصف تقريباً حيث بلغ ٨.٦٪ في عام ١٩٩٨/٩٧، لكنه ارتفع مرة أخرى إلى ١١.٤٪ في عام ١٩٩٩/٩٨. وحتى يمكن الحكم على واقعية هذا التذبذب، من الضروري ربط معدلات النمو في السيولة بمعدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وفي الأرقام القياسية للأسعار (التضخم).^٣

ويوضح الجدول (١) المعدلات السنوية للنمو في السيولة المحلية، وهي الهدف الوسيط للسياسة النقدية، وفي كل من الناتج الحقيقي والتضخم. ويظهر من الجدول أن معدل النمو في الناتج الحقيقي أخذ اتجاهًا تصاعدياً مستمراً، بينما أخذ معدل التضخم اتجاهًا نزولياً، بحيث أخذ مجموع المعدلين اتجاهًا نزولياً بطيئاً، وهو ما لم تتسق معه اتجاهات النمو في السيولة المحلية حيث انخفضت في ١٩٩٨/٩٧ إلى نصف ما كانت عليه في ١٩٩٧/٩٦ وبلغت أقل من مجموع معدلي النمو في الناتج الحقيقي والتضخم. وقد ارتفعت في ١٩٩٩/٩٨ ولكن بقدر محدود.

جدول (١). التطور في السيولة والناتج والتضخم والسرعة الداخلية للنقود

السيولة المحلية	الناتج بسعر السوق الجارى*	السرعة الداخلية للنقود**	معدل النمو في السيولة المحلية	معدل النمو في الناتج	معدل التضخم*	مجموع (٦+٥)
١	٢	٣=١/٢	٤	٥	٦	٧
١٦٨٥٣٢	٢٢٨٣٠٠	١.٣٥٥	١٠.٥	٥.٠	٧.٣	١٢.٣
١٩٣٩٠.٣	٢٥٦٢٥٠	١.٣٢٢	١٥.٤	٥.٣	٦.٢	١١.٥
٢١٠٤٨٧	٢٨٠٢٢٠	١.٣٣١	٨.٦	٥.٧	٤.٣	١٠.٠
٢٣٤٥٦٩	٣٠٢٣٠٠	١.٢٨٩	١١.٤	٦.٠	٣.٧	٩.٧

المصدر: بيانات السيولة والناتج والتضخم من: البنك المركزي المصري، "المجلة الاقتصادية"، العدد الرابع للسنوات المعنية.
* تم حسابه من بيانات الناتج والأسعار الثابتة والأرقام القياسية لأسعار المستهلكين (التضخم). وهذا الأخير على أساس متوسط سنوي.

^٣ لم يتوفر بعد بيانات ربع سنوية عن الناتج المحلي الإجمالي. ويمكن حسابها من جانب الإنفاق على الناتج على أساس ربع سنوي بالطرق الكمية بتحديد مؤشرات ظل لها سلاسل زمنية ربع سنوية لكل من الاستهلاك العام والخاص والاستثمار، وأخذ بيانات الصادرات والواردات غير العاملة على أساس ربع سنوي أيضاً من إحصاءات ميزان المدفوعات. ولكن هذا الحساب يحتاج لوقت أطول مما يسمح به إعداد هذه الورقة.

** في دراسة عن "تجربة الاستقرار في مصر" قدرت سرعة دوران النقود للفترة ١٩٩٢/٩١ - ١٩٩٦/٩٥ حيث تراوحت ما بين ١.٣٢ - ١٤١.٠ وبلغت ١.٤ في ١٩٩٦/٩٥. (أنظر سوبرامانيان، "سلسلة أوراق العمل"، المركز المصري للدراسات الاقتصادية (أكتوبر ١٩٩٧).

إذاً إعتبرنا عام ١٩٩٧/٩٦ عاما عاديا - على أساس أنه شهد تحقيق معدل النمو المستهدفين في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتضخم ولم يشهد اضطرابات داخلية أو خارجية غير عادية ومن ثم حقق الميزان الجارى شبه توازن مع تدفق مناسب للإستثمارات المباشرة وإستثمارات المحفظة بما حقق فائضا كليا في ميزان المدفوعات، يمكن أن يساعد ذلك في تقدير السيولة المحلية المناسبة للعامين التاليين. وبناء على ذلك قدرت السيولة المحلية بنحو ٢٢٠٠٠ مليار جنيه في ١٩٩٨/٩٧، ونحو ٢٤٩٠٠ مليار جنيه في ١٩٩٩/٩٨. ومعنى ذلك أن النقص في السيولة يقترب من ١٠٠٠ مليار جنيه في عام ١٩٩٨/٩٧ ومن ١٤٠٠ مليار جنيه في عام ١٩٩٩/٩٨. ومن المهم الأخذ في الاعتبار أن سرعة دوران النقود انخفضت بشكل ملحوظ في عام ١٩٩٩/٩٨. ويمكن إرجاع هذا التغيير إلى الركود في سوق العقارات، وأسواق السلع بوجه عام وكذلك نتيجة لتنظيم التعامل في البورصة بوقف التعامل في الأسهم التي يرتفع أو ينخفض سعرها خلال أي يوم بأكثر من ٥٪، وتأخر سداد الحكومة لمستحقات المقاولين والموردين.

وإذا كان النمو في المتغيرات النقدية الكلية، خاصة السيولة المحلية التي يأخذ بها البنك المركزي المصري كهدف وسيط في تنفيذ السياسة النقدية قد أظهر اتجاها نزوليا منذ منتصف ١٩٩٧، وأن تقديرات السيولة أظهرت عجزاً فيها خلال السنتين الأخيرتين، فما هو موقف السيولة لدى البنوك؟

٢- موقف السيولة لدى البنوك مجتمعة

تقاس السيولة بالعملة المحلية لدى البنوك مجتمعة بفائض أرصدها لدى البنك المركزي بالعملة المحلية عن متطلبات نسبة الاحتياطي القانوني إلى جانب ما لديها من نقد بخزائنها. ويلاحظ في هذا الصدد أن نسبة ما تحتفظ به البنوك من نقدية بخزائنها إلى الودائع الجارية لديها قد انخفض من ١٤.٤٪ في المتوسط خلال الفترة مارس ٩٥ - يونية ١٩٩٧ إلى ١٢.٨٪ فقط في المتوسط خلال الفترة يونية ٩٧ - ديسمبر ١٩٩٩. أنظر الجدول (٢) بالملاحق الإحصائي. وإذا أخذنا في الاعتبار أن ما تحتفظ به البنوك من نقدية بخزائنها يمثل ما تحتاجه لتسيير معاملاتها اليومية قصيرة الأجل، يصبح الفائض في أرصدها لدى البنك المركزي هو الأساس الذي تركز عليه لتوسيعها في منح الإئتمان.

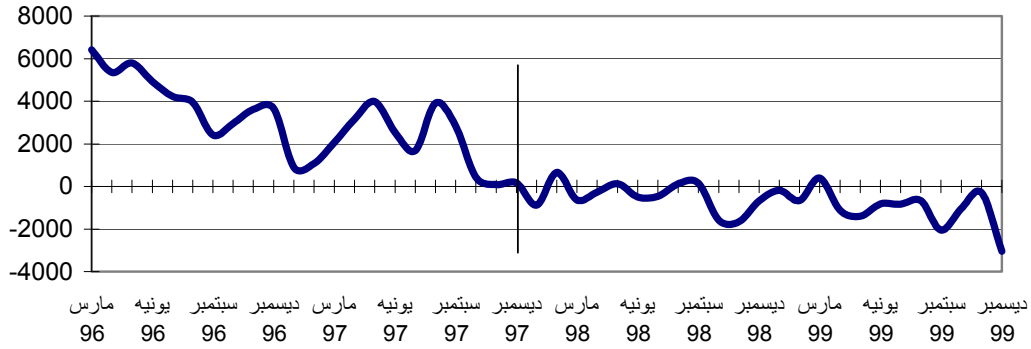
ونظراً لعدم نشر البنك المركزي للبيانات الخاصة بالأرصدة المقابلة لنسبة الاحتياطي القانوني، فقد تم حسابها على أساس نسبة ١٥٪ من متوسط الودائع لدى البنوك بالعملة المحلية، بما فيها الودائع الحكومية، عن شهر البيان والشهر السابق له^٤، ومقارنة ذلك بأرصدة البنوك الفعلية لدى البنك المركزي بالعملة المحلية. ويظهر الرسم (٢) تطور فائض السيولة على هذا الأساس والذي استمر في التذبذب طوال الفترة من مارس ٩٦ حتى ديسمبر ١٩٩٩، وظل موجباً وحقق فائض سيولة بإتجاه تنازلي حتى ديسمبر ١٩٩٧ ثم إنقلب إلى عجز في السيولة بعد ذلك حيث تشير التقديرات إلى أن الرصيد الفعلي إنخفض عن المستوى المطلوب لتغطية الاحتياطي القانوني وبلغ نحو ٣٠٠ مليار جنيه مصري في ديسمبر ١٩٩٩، وهو ما يمثل ٩.٨٪ من الزيادة في أرصدة الإقراض والخصم خلال ذات الشهر، ويصل نحو ٥٠ مليون جنيه عجز في السيولة في المتوسط للبنك الواحد.

^٤ أخذ معدل النمو في السيولة المحلية و مجموع معدل النمو في الناتج الحقيقي والتضخم في ١٩٩٧/٩٦ كمؤشر لقياس معدل النمو في السيولة في السنوات اللاحقة.

^٥ يعكس ذلك في جزء كبير منه التحكم في المضاربات في كل من سوق العقارات وبورصة الأوراق المالية كما سلفت الإشارة.

^٦ تنص القواعد على حساب نسبة ١٥٪ على أساس المتوسط اليومي لإجمالي الودائع بالعملة المحلية لدى البنك خلال الأسبوعين السابقين لفترة تطبيق النسبة، وعلى أساس أيام العمل الفعلية خلال الأسبوع.

رسم (٢). تطور فائض السيولة لدى البنوك (بالمليون جنيه)



المصدر : جدول (٣) بالملحق الإحصائي.

ويوضح الجدول (٢) أن نسبة عجز السيولة لدى البنوك الى متوسط أرصدة الودائع خلال الشهرين السابقين بلغت ١.٦٪ في ديسمبر ١٩٩٩. وفي ضوء محدودية الأدوات المتاحة لدى البنك المركزي، كان ضرورياً استخدام نسبة الاحتياطي بفضها بنسبة العجز أو ما يفوقه لتمكين البنوك من منح الإئتمان. من جهة أخرى، كان الفائض لدى البنوك يمثل ٦ أضعاف التغير في المطلوبات من القطاع الخاص في مارس ١٩٩٦ وإنخفض الى ضعفين ونصف في سبتمبر ١٩٩٧، ثم توالى الإنخفاض ليصبح عجزاً بما يعادل ٩٩٪ من التغير في الإئتمان للقطاع الخاص في ديسمبر ١٩٩٩.

جدول (٢). نسبة فائض السيولة لدى البنوك إلى الودائع وإلى التغير في الإئتمان للقطاع الخاص

	النسبة إلى رصيد الودائع				النسبة إلى التغير في المطلوبات من القطاع الخاص			
	٩٦	٩٧	٩٨	٩٩	٩٦	٩٧	٩٨	٩٩
مارس	٦.٤	١.٥	٠.٤-	٠.٢	٥٨٤	١١٧	٤٨-	١٤-
يونيه	٤.٧	١.٧	٠.٣-	٠.٥-	٣٣٩	١٩٩	٢٠-	٢٤-
سبتمبر	٢.٢	١.٨	٠.١	١.١-	١٦١	٢٥٠	٧	٧٩-
ديسمبر	٣.٢	٠.١	٠.٤-	١.٦-	٢٠٩	٨٨	١٩-	٩٩-

(١) النسبة إلى متوسط الودائع للشهرين السابقين.

(٢) النسبة إلى التغير في المطلوبات من القطاع الخاص (أعمال وعائلي) في الشهر السابق.

المصدر: جدول (٣) بالملحق الإحصائي.

وهكذا كانت البنوك في مجموعها قد عانت من نقص ملحوظ في السيولة بالعملية المحلية، وذلك منذ ديسمبر

١٩٩٧. وهنا يثار التساؤل: هل كان هناك تفاوتاً فيما بين البنوك كل على حدة، وما مدى هذا التفاوت؟

٣- أوضاع السيولة لدى عدد من البنوك

لمعرفة التفاوت في أوضاع السيولة لدى البنوك كل على حدة، تم أخذ ثلاث نسب للسيولة شائعة الإستعمال، وهي^٧:

١- نسبة الخصوم غير المستقرة مطروحاً منها الأصول السائلة منسوبة إلى الأصول غير السائلة:

^٧حسبت النسب من القوائم المالية المدققة من المراجعين الخارجيين والمنشورة بالصحف اليومية وفق قرار مجلس إدارة البنك المركزي

المصرى الصادر في منتصف ١٩٩٧.

وتم حساب الخصوم غير المستقرة على أساس إجمالي الخصوم مطروحاً منها الخصوم المستقرة والتي تتمثل في رأس المال والإحتياطيات، والأرباح المحتجزة، والإقتراض طويل الأجل ونسبة من الودائع الإيداعية ولأجل نقدرها بنحو ٩٠٪. أما الأصول السائلة، فتتمثل في النقدية بالخرينة، وفائض أرصدة البنك لدى البنك المركزي بالعملة المحلية (الأرصدة الفعلية مطروحاً منها الإحتياطى القانونى)، والإستثمارات المالية بغرض المتاجرة، والأذون على الخزانة العامة، وكذا صافى الأرصدة لدى البنوك الأخرى بالداخل (مستبعداً منها نسبة ١٠٪ أرصدة لدى البنك المركزى المصرى فى نطاق الإحتياطى بالنقد الأجنبى والتي تدخل ضمن هذا البند فى البيانات المنشورة)، وصافى الأرصدة لدى البنوك بالخارج.^٨

٢- نسبة الأصول السائلة إلى الخصوم غير المستقرة.

٣- نسبة الأصول السائلة إلى إجمالى الخصوم.

وقد تم قياس هذه النسب لعدد ٢٤ بنك لعام ١٩٩٧، و ٢٦ بنك لعام ١٩٩٨، وكذا ١٦ بنكاً لعام ١٩٩٩ وفقاً لما أمكننا الحصول عليه من قوائم منشورة، ومع ملاحظة أن الثلاث سنوات تتضمن الـ ١٦ بنك التى تضمنها عام ١٩٩٩ وذلك سلامة المقارنة . وتشير النتائج [الرسم (١) والجدول (٣) بالملحق الإحصائى] إلى أنه رغم التفاوت الواضح فيما بين البنوك، إلا أن أغلبها يعانى من انخفاض فى نسبة السيولة خلال الفترة. ولاشك أن موقف السيولة لدى البنوك كل على حدة يتغير من يوم لآخر، لكن المقارنة فيما بين المواقف بنهاية السنة المالية فى حالتنا هذه يعطى صورة صادقة للوضع، خاصة وأن هذه القوائم مدققة من المراجعين الخارجيين، كما أنه من المفترض أن تعكس وضعا أفضل من الواقع حيث تقوم بعض البنوك بعقد بعض المعاملات (Window Dressing) لتحسين الوضع.^٩

كذلك تم قياس نسبة إجمالى الاقراض والخصم إلى إجمالى الودائع، والتي عادة ما تتراوح بين ٦٥٪ - ٧٥٪ فى الدول الأخرى، ووجد أنها أعلى بكثير فى حالة مصر. فتصل نسبة الاقراض والخصم الممنوح لكافة القطاعات إلى الودائع (بما فيها الحكومية) إلى مستويات مرتفعة للغاية للبنوك المشار إليها آنفاً. فيشير الرسم (٣) الى أن:

١- نحو ٣٠٪ من البنوك تصل النسبة لها إلى الحدود المعتادة (٦٥٪ - ٧٥٪).

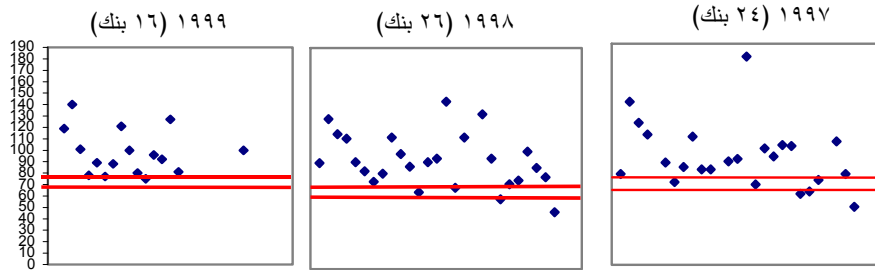
٢- ونحو ٣٠٪ منها تتراوح النسبة لها بين ٧٥٪ و ١٠٠٪.

٣- وتصل النسبة لنحو ٤٠٪ من البنوك إلى ما يفوق ١٠٠٪ ويبلغ فى بعضها ١٥٠٪ و ١٨٠٪.

^٨ كان يمكن أن نضيف نسبة من أرصدة الاقراض والخصم تعبر عن تلك الأرصدة واجبة الاستحقاق خلال فترة زمنية قصيرة. إلا أنه يصعب تطبيق هذا الأسلوب فى ضوء تأخر المستحقات على الحكومة لقطاع المقاولات والموردين ومن ثم عدم تمكنهم سداد مديونياتهم للبنوك حال إستحقاقها إلى جانب استمرار العمل بنسبة تغطية ١٠٠٪ للإعتمادات المستندية للمستوردين وما يستتبعه ذلك من نقص فى السيولة لديهم تقلل من امكانات التزامهم بالسداد، (أنظر G. Hempel, D. Simonson, A. Coleman, "Bank Management", 1994).

^٩ لم تتمكن من حساب نسب السيولة لبعض البنوك المنشور ميزانياتها بسبب عدم الفصل فى هذه الميزانيات فيما بين الودائع لدى البنوك وتلك لدى البنك المركزى. ومن الضرورى توحيد العرض. كذلك تم حساب نسبة الإحتياطى القانونى (١٥٪) بالعملة المحلية ونسبة الـ ١٠٪ بالعملة الأجنبية لدى كل بنك على أساس نسبة الودائع بالعملة المحلية إلى إجمالى الودائع لدى البنوك فى الميزانية المجمعة نظراً لعدم نشر ودائع العملاء حسب العملة فى ميزانيات البنوك المنشورة. وهذا البيان مهم للغاية ليس فقط لتحليل السيولة لدى البنوك كل على حدة وإنما لدراسات أخرى عديدة فى دول الاقتصادات الناشئة التى لم تصل عملاتها بعد للقابلية للتحويل الكامل (Full Convertibility).

رسم (٣). نسبة الإقراض والخصم إلى إجمالي الودائع لدى عدد من البنوك (%)



المصدر: جدول (٤) بالملحق الإحصائي. يتضمن عامي ٩٧،٩٨ نفس البنوك الستة عشرة المغطاه في عام ١٩٩٩.

ويعكس هذا الوضع حقيقة أن الموارد المتاحة لمنح مزيد من القروض أو لشراء أدون على الخزانه وأوراق مالية أو لمواجهة نسبة الاحتياطي الإلزامي هي أساساً من خلال حسابات رأس المال (حقوق الملكية بما فيها الاحتياطيات)، ومن المخصصات (التي ارتفعت بشكل كبير تطبيقاً للمعايير الاحترازية الآمنة)، بالإضافة إلى الإقراض قصير الأجل من السوق النقدية (من البنوك المحلية) أو من الأسواق بالخارج. ويتضح من ذلك أن البنوك في مصر تعتمد على هذه الموارد أساساً كمصدر تمويل لمنح الائتمان. وتواجه البنوك في هذه الفترة إحتياجاً واضحاً للسيولة تتضح مظهره في الآتي:

- ١- انخفاض فائض السيولة للبنوك مع البنك المركزي وتحولها إلى سالب.
- ٢- النمو في الطلب على الائتمان بصورة تفوق التوسع في الودائع.
- ٣- انخفاض إستثمارات البنوك في الأوراق المالية الحكومية: (بلغت ٧٣.٠ مليار جنيه في سبتمبر ١٩٩٧، انخفضت إلى ٦٦.٥ مليار جنيه في ديسمبر ١٩٩٨ ثم إلى ٦٤.٨ مليار جنيه في ديسمبر ١٩٩٩).^{١٠}
- ٤- انخفاض التوسع في المركز المالي الإجمالي للبنوك: (زاد بمقدار ٤٠.٩ مليار جنيه بمعدل ١٥.٧ % في عام ١٩٩٧/٩٦، وبمقدار ٢٧.٥ مليار جنيه بمعدل ٩.١ % في ١٩٩٨/٩٧، ثم بمقدار ٢٢.١ مليار جنيه بمعدل ٦.٧ % فقط في ١٩٩٩/٩٨).^{١١}
- ٥- زيادة إقتراض البنوك من الخارج: (بلغ ما يعادل ١٠.٩ مليار جنيه في يونية ٩٧ ارتفع إلى ١٧.٠ مليار جنيه في يونية ١٩٩٨. وبرغم انخفاضه إلى ١٥.٤ مليار جنيه في ديسمبر ١٩٩٩، إلا أنه لم يرجع إلى مستواه قبل الأزمة في يونية ١٩٩٧).
- ٦- النقص الملحوظ في الأصول الأجنبية للبنوك حيث انكسرت من ٣٧.٨ مليار جنيه في يونية ١٩٩٧ إلى ٣٢.٢ مليار جنيه في يونية ١٩٩٨، ثم ٢٥.٩ مليار جنيه في فبراير ٢٠٠٠.^{١٢}

وإذا كانت البنوك مجتمعة وعدد منها منفرداً تعاني من نقص في السيولة، فكيف إنعكس ذلك على المنتجين؟ هل عانت هذه الفئة من نقص في السيولة، ولماذا؟ هذا ما سنجاب عليه في (٤) أدناه.

^{١٠} البنك المركزي المصري، "النشرة الإحصائية الشهرية" أعداد متفرقة.

^{١١} البنك المركزي المصري، "المجلة الاقتصادية"، العدد الرابع من عامي ١٩٩٨/٩٧، ١٩٩٩/٩٨.

^{١٢} البنك المركزي المصري، "النشرة الإحصائية الشهرية"، أعداد متفرقة.

٤ - نقص السيولة والمنتجين:

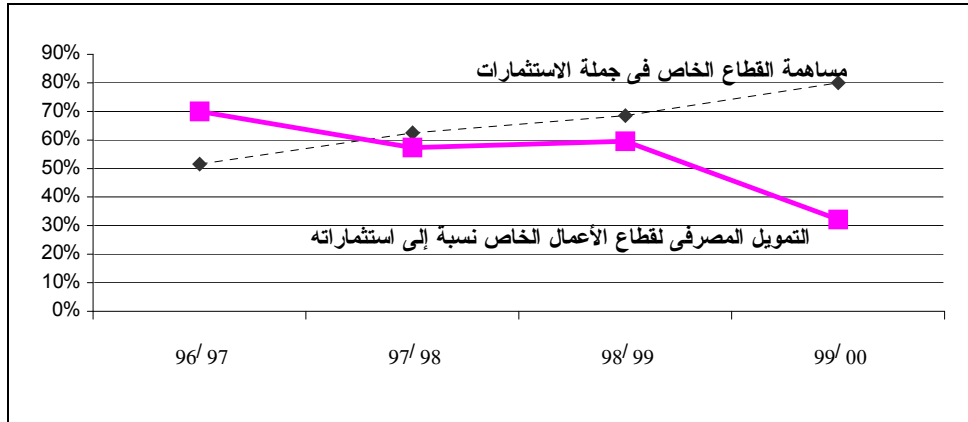
يشير كل من الجدول (٣) والرسم (٤) إلى أن قطاع الأعمال واجه أيضاً نقصاً في السيولة. فمن جملة الإستثمارات المنفذة، ارتفع نصيب القطاع الخاص بصورة مستمرة من ٥١.٥% في ١٩٩٧/٩٦ إلى ٦٢.٩% في ١٩٩٨/٩٧ ثم إلى ٦٨.٦% في ١٩٩٩/٩٨. وفي المقابل، بلغ تمويل قطاع الأعمال الخاص من البنوك إلى إستثماراته من ٧٠% عام ١٩٩٧/٩٦، وإلى ٥٩.٥% عام ١٩٩٩/٩٨. ويلاحظ أنه في العام الحالي ٢٠٠٠/٩٩، وصل إجمالي الإستثمارات المخططة ٨٠٠٠ مليار جنيه، ينفذ القطاع الخاص ما نسبته ٧٠% منها أي نحو ٥٦٠٠ مليار جنيه للسنة (نحو ٢٨ مليار جنيه للنصف سنة). فإذا قورن ذلك بالقروض المقدمة لهذا القطاع خلال النصف الأول من العام (يوليو/ديسمبر ١٩٩٩) لوجد أن نسبة التمويل للقطاع الخاص قد انخفضت لنحو ٣٢% من استثمارات أي لنصف ما كانت عليه في المتوسط خلال الأعوام الثلاثة السابقة.

جدول (٣). الإستثمارات المنفذة والإقراض لقطاع الأعمال الخاص (بالمليار جنيه)

الزيادة في الإقراض لقطاع الأعمال الخاص ونسبتها إلى الإستثمارات المنفذة							
٩٩	٩٨/٩٧	٩٧/٩٦	٩٩/٩٨	٩٨/٩٧	٩٧/٩٦	٩٩	٩٨/٩٧
٩١٠.٤	٢٦٦١٩	٢٢٣٥٥	١٨٠٧٧	٤٤.٧٣	٦٨.٥٩	٢٥.٨٣	٣٨.٩٩
%٣٢.١	%٥٩.٥	%٥٧.٣	%٧٠	٦٨.٥٩	٦٢.٨٨	٥١.٤٨	٦٨.٥٩

المصدر: البنك المركزي المصري، "المجلة الاقتصادية" العدد الرابع من ١٩٩٨/٩٧ ، ١٩٩٩/٩٨

رسم (٤). مساهمة القطاع الخاص في الإستثمارات المنفذة ونسبة حصوله على الإئتمان المصرفي إلى استثمارات



المصدر: الجدول (٣) أعلاه.

والنتيجة التي نخلص إليها من العرض السابق أنه منذ منتصف عام ١٩٩٧ حدثت اضطرابات في معدلات النمو في السيولة، وكان هناك اتجاه نزولياً منذ يونية ١٩٩٨ على المستوى القومي، كما عانت البنوك مجتمعة وعددا منها منفرداً من انخفاض ملموس في السيولة بالعملة المحلية، وتقلصت إمكانات توسعها في الإقراض، وكذا انخفض التمويل الموجه لقطاع الأعمال الخاص نسبة إلى استثمارات وبشكل ملحوظ خلال النصف الأول من ٢٠٠٠/٩٩. ومن ثم لم تكن المشكلة في نقص السيولة فقط وإنما في توزيعها فيما بين الحكومة والقطاع الخاص. ونظراً

للإعكاسات السلبية لهذه الأوضاع على النشاط الإقتصادي والعمالة، وحتى يمكن الوصول إلى الحلول اللازمة، يقتضى الأمر البحث عن الأسباب الحقيقية لهذه الأزمة، فما هي؟
٥- الأسباب الحقيقية وراء قضية نقص السيولة؟

لقد أثّرت قضية نقص السيولة مؤخراً في الاجتماعات الرسمية وفي منتديات فكرية عديدة، وتمت الإشارة إلى عدد كبير من الأسباب. وقبل الدخول في مناقشة هذه الأسباب، سوف نعرض الأسباب الحقيقية من وجهة نظرنا والتي أدت إلى وجود أزمة في السيولة.

لقد واجه الاقتصاد المصرى خلال النصف الأول من العام المالى ١٩٩٨/٩٧ ثلاثة مؤثرات متعاقبة في غضون فترة زمنية قصيرة نسبياً كان لها بعض الإنعكاسات السلبية على السيولة بالعملة الأجنبية مما أدى إلى إتخاذ قرارات وإتباع سياسات حيالها ساهمت في ظهور أزمة في السيولة بالعملة المحلية أيضاً. وتمثلت هذه المؤثرات في:

- ١- الأزمة الآسيوية التي بدأت في اغسطس ١٩٩٧ وتداعياتها.
- ٢- أحداث الأفرصر في نوفمبر ١٩٩٧، وتأثيراتها السلبية على السياحة والاستثمار الأجنبي في مصر.
- ٣- تدهور أسعار البترول ومنتجاته الذى بدأ منذ نهاية عام ١٩٩٧.

وكان من نتيجة ذلك ان إنخفض المعروض من النقد الأجنبي نسبة إلى الطلب عليه وبدأ ميزان المدفوعات يحقق عجزاً كبيراً. وقد واجه البنك المركزى النقص في المعروض من النقد الأجنبي متأخراً عدة شهور خوفاً من استخدام الإحتياطيات الدولية على إعتبار أنها تمثل رمزاً هاماً من رموز نجاح برنامج الإصلاح الإقتصادي، ثم قام بإستخدامها بصورة أقل مما كان مطلوباً في البداية، إلا أنه قام فيما بعد بضخ كميات أكبر من النقد الأجنبي في السوق للمحافظة على ثبات سعر الصرف، لكنها لم تكن أيضاً بالقدر الكاف وبالسرعة الواجبة. الأمر الذى أدى إلى تغذية التوقعات باتجاه سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الى الانخفاض بصورة مستمرة. ويلاحظ أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي للمحافظة على ثبات سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكى كان من أقوى الأدوات المستخدمة في تنفيذ السياسة النقدية خلال تلك الفترة. وكان من نتيجة هذا التدخل في سوق الصرف أن تقلصت السيولة بالعملة المحلية في المقابل. وهو ما أدى الى نقص كبير تحول إلى أزمة في السيولة بأشكالها المختلفة.

وقد لعب استخدام الإحتياطى من النقد الأجنبي لدى البنك المركزى والأصول الأجنبية لدى البنوك الدور الأساسى في تنفيذ السياسة النقدية. وقد إنعكس ذلك على مستوى الأصول الأجنبية لدى البنك المركزى حيث انخفضت من ٦٨.٦ مليار جنيه في يونيه ١٩٩٧ إلى ٥٢.٢ مليار جنيه في ديسمبر ١٩٩٩ مع بقاء إلتزاماته الأجنبية على ما هي عليه تقريباً. وإلى جانب ذلك، قامت البنوك باستخدام جزء كبير من أصولها الأجنبية لتلبية الطلب على النقد الأجنبي حيث انخفضت من ٣٧.٨ مليار جنيه في يونيه ١٩٩٧ إلى ٢٦.٢ مليار جنيه في ديسمبر ١٩٩٩، مع إرتفاع إلتزاماتها الأجنبية بما يبلغ ٤.٥ مليار جنيه خلال ذات الفترة [الجدول (٤)]. ومعنى ذلك أن ما تم ضخه من عملات أجنبية خلال الفترة يونيه ١٩٩٧ حتى ديسمبر ١٩٩٩ بلغ ٣١.٤ مليار جنيه (ما يعادل ٩.٢ مليار دولار أمريكى) وهو ما يقرب من ١٠٪ من الناتج المحلى الإجمالى لعام ١٩٩٩/٩٨.

جدول (٤). الأصول والخصوم الأجنبية للبنك المركزي والبنوك (بالمليار جنيه)

١٩٩٩				١٩٩٨				١٩٩٧				
ديسمبر	سبتمبر	يونيه	مارس	ديسمبر	سبتمبر	يونيه	مارس	ديسمبر	سبتمبر	يونيه	مارس	
٥٢.٢	٥٦.٩	٦٠.٤	٦٣.٢	٦٦.٠	٦٧.٤	٦٧.٨	٦٧.٨	٦٨.٢	٦٩.٦	٦٨.٦	٦٥.٧	البنك المركزي
٣٨.٢	٣٨.٨	٣٧.٦	٣٨.١	٤٠.٢	٣٩.٠	٣٧.٩	٣٧.٨	٣٨.٦	٣٨.٨	٣٩.٣	٣٩.٨	* الأصول الأجنبية
												* الخصوم الأجنبية
												البنوك
٢٦.٢	٢٤.٥	٢٥.١	٢٦.٢	٢٧.٢	٢٩.٤	٣٢.٢	٣٨.٥	٣١.٦	٣٤.٦	٣٧.٨	٣٧.١	* الأصول الأجنبية
١٥.٤	١٨.١	١٨.٢	١٧.١	١٧.٧	١٦.٩	١٧.٠	١٤.٥	١٢.٩	١١.٣	١٠.٩	٨.٥	* الخصوم الأجنبية

المصدر: البنك المركزي المصري، " النشرة الإحصائية الشهرية"، أعداد متفرقة.

وقد واجه البنك المركزي النقص في العملة المحلية بتوفير سيولة للبنوك من خلال عمليات إعادة الشراء لأذون الخزانة، والتي بلغت قيمتها الإسمية ٦٠ مليار جنيه خلال العام المالي ١٩٩٩/٩٨ مقابل ٢٠٠٠ مليار جنيه خلال العام المالي ١٩٩٨/٩٧. إلا أنه يلاحظ أن مدة العطاءات لهذه العمليات خلال الفترة كانت قصيرة للغاية حيث لم تزد عن ٩ أيام، وكان بعضها لمدة يومين أو ثلاثة. وهي بذلك رغم كبر حجمها لم تواكب طبيعة النقص في السيولة من منظور منح الإئتمان الأطول أجلاً لقطاعات الأعمال. من جهة أخرى، ظلت كل من نسبة الاحتياطي القانوني والبالغة ١٥٪ على الودائع بالعملة المحلية ونسبة ال ١٠٪ المطلوبة على الودائع بالعملة الأجنبية على ما هي عليه. أما سعر إعادة الخصم، فيلاحظ أنه ظل ثابتاً منذ يوليو ٩٧ وحتى سبتمبر ١٩٩٨. خفض بعدها بمعدل ٠.٢٥ نقطة مئوية وظل عند هذا المستوى دون تغيير حتى بداية عام ٢٠٠٠. ومن ثم لم يستخدم سعر إعادة الخصم بصورة فعالة خلال تلك الفترة رغم ارتفاع سعر العائد بين البنوك إلى مستويات عالية وصلت إلى أعلى من ١٧٪ مقابل نحو ٩٪ في الفترات السابقة. ويظهر الجدول (٥) تطور سعر إعادة الخصم والفرق في العائد الحقيقي بين الجنيه المصري والدولار الأمريكي. ويلاحظ ارتفاع العائد الحقيقي على الجنيه المصري عن مثيله على الدولار الأمريكي بفارق بقي مرتفعاً طوال الفترة وهو الأمر الذي حد من عملية الدولار فيما قبل الأزمة، لكنه لم يكن دافعاً قوياً فيما بعد ذلك.

جدول (٥). تطور الفرق بين العائد الحقيقي على الجنيه المصري والدولار الأمريكي وسعر الخصم (٪)

١٩٩٩				١٩٩٨				١٩٩٧				
ديسمبر	سبتمبر	يونيه	مارس	ديسمبر	سبتمبر	يونيه	مارس	ديسمبر	سبتمبر	يونيه	مارس	
٢.٧٣	٤.١٦	٣.٦٩	٣.٣٦	٢.٩٥	٣.٢٥	١.١٥	١.٩٥	٢.٤٠	٢.٦٥	٢.٤٠	٢.٧٥	الفرق بين العائد الحقيقي على الجنيه والدولار
١٢.٠	١٢.٠	١٢.٠	١٢.٠	١٢.٠	١٢.٢٥	١٢.٢٥	١٢.٢٥	١٢.٢٥	١٢.٢٥	١٢.٢٥	١٢.٧٥	سعر الخصم

المصدر: الجدول (٥) بالملحق الإحصائي.

ويتضح مما سبق أن السياسة النقدية إتسمت بالتقييد والإنكماش خلال هذه الفترة بصورة أكبر من السابق، وكان السبب في ذلك في إعتقادنا الرغبة في استمرار تثبيت سعر الصرف رغم التأثير السالب لهذه السياسة على

السيولة بالعملة المحلية. كذلك إستهدفت السياسة النقدية خفض معدل التضخم الذى بلغ ٢.٩٪ فى ١٩٩٩/٩٨ وهو ما يقل عن المتوسط المرجح لمعدلات التضخم للدول أطراف التبادل التجارى مع مصر .

وقد أدت التدفقات الرأسمالية إلى الخارج فى إطار السياسة النقدية المتبعة هذه إلى تدهور فى الوضع الكلى فى ميزان المدفوعات. إذا كان من المتوقع أن يغطى صافى التدفقات الرأسمالية والمالية، المتمثلة فى صافى الاستثمارات المباشرة واستثمارات المحفظة وصافى الاقتراض من الخارج، العجز فى الميزان الجارى بحيث يتحقق التوازن فى ميزان المدفوعات الكلى أو يحقق فائضاً أو عجزاً ضئيلاً. إلا أن الوضع لم يكن كذلك. فيوضح الجدول (٦) أن مجموع صافى الإستثمارات والإقتراض من الخارج حقق رغم تقلبه تدفقاً مستمراً إلى الداخل فيما عدا خلال الفترة يناير- مارس ١٩٩٨، إلا أن هذا التدفق لم يستطع تغطية العجز فى الميزان الجارى، بل تلازم مع ذلك تدفقات أخرى إلى الخارج بشكل متزايد بحيث حقق ميزان المدفوعات عجزاً كلياً متنامياً. فيلاحظ أنه خلال الفترة أكتوبر/ ديسمبر ١٩٩٩، بلغت التدفقات الرأسمالية نحو ١٠٧٨ مليون دولار وهو ما يفوق العجز فى الميزان الجارى البالغ نحو ١١١ مليون دولار فقط. إلا أنه نتيجة للتسربات الرأسمالية إلى الخارج وصل العجز الكلى فى ميزان المدفوعات ما قدره ١٤١٥.١ مليون دولار خلال تلك الفترة. وبالنظر إلى عام ١٩٩٧/٩٦، أى قبل الأزمة، نجد أن الميزان الجارى حقق فائضاً متواضعاً بينما كانت التدفقات الرأسمالية إلى الداخل كبيرة بما حقق فائضاً كلياً فى ميزان المدفوعات بلغ ١.٩ مليار دولار فى تلك السنة (جدول (٦) بالملحق الاحصائى). وهو ما كان يمكن أن يستمر لو تمت إدارة السياسة النقدية بأهداف وأدوات أخرى.

جدول (٦). الميزان الجارى والمعاملات الرأسمالية والموقف الكلى فى ميزان المدفوعات (بالمليون دولار)

الميزان الجارى	صافى الإستثمارات (المباشرة والمحفظة)	صافى الإقتراض من الخارج	مجموع التدفقات الراسمالية	الموقف الكلى فى ميزان المدفوعات
١	٢	٣	٣+٢	
١٩٩٧ / ١٩٩٨				
يوليو / سبتمبر	٣٤٦.٤	٩.٧	٣٥٦.١	٣٥٥.٩
أكتوبر / ديسمبر	٨٥.٣-	٢١٧.٥	١٣٢.٢	٤٢٢.٠-
يناير / مارس	٧٤.٣-	٤٠.٠	٣٤.٣-	٩٧.٧-
أبريل / يونية	٤٧٦.١	٥٩١.٢	١٠٦٧.٣	٧٨.٨
١٩٩٩ / ١٩٩٨				
يوليو / سبتمبر	٥٦.٩	١٢٥.٣	١٨١.٩	١٨.٥
أكتوبر / ديسمبر	٢٨.٢-	١٧١.٢	١٤٣.٠	٥٣٥.٠-
يناير / مارس	٢٠٨.٣	١٤٧.٨-	٦٠.٥	٨٢٤.٠-
أبريل / يونية	٢٠١.١	٣.٧	٢٠٤.٨	٧٧٦.٢-
٢٠٠٠ / ١٩٩٩				
يوليو / سبتمبر	٢٣٨.٤	٧٠.٠-	١٦٨.٤	١٠١٥.١-
أكتوبر / ديسمبر	٩٧٥.١	١٠٢.٧	١٠٧٧.٨	١٤١٥.١-

* مطروحاً منها صافى الإستثمارات المصرية بالخارج وهى ضئيلة للغاية. (-) عجز (تدفق للخارج). المصدر: الجدول (٦) بالملحق الاحصائى.

ويمكن القول أن التسربات الرأسمالية الى الخارج خلال السنتين الأخيرتين تعكس ما اعترى السوق من توقعات سلبية نتيجة التدخل غير الكافي في سوق الصرف الأجنبي من جانب البنك المركزي واستمرار العمل بنسبة تغطية ١٠٠٪ لخطابات الإعتماد عند فتحها. ومن الأرجح أن يكون ذلك قد دفع إلى:

١- تحويل الأرباح للإستثمارات الأجنبية (غير المعاد إستثمارها بالداخل) إلى الخارج عن غير طريق الجهاز المصرفي. فتشير بيانات العائد المحول للخارج على الإستثمارات الأجنبية (الدخل من الاستثمار المدفوع للخارج مطروحاً منه مدفوعات الفوائد على القروض الخارجية منسوباً إلى الرصيد التراكمي لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر وإستثمارات المحفظة في مصر) إلى أنه لا يتعدى ٠.٨٪ في المتوسط خلال الفترة محل الدراسة مقابل ١.٧٪ في المتوسط خلال الفترة ١٩٩١/٩٠ - ١٩٩٧/٩٦ (جدول (٦) بالملحق الاحصائي).

٢- إبقاء جزء من حصيلة الصادرات والإيرادات السياحية خارج البلاد توقعاً لإنخفاض سعر الصرف، وتجنباً لمشاكل الحصول على النقد الأجنبي من الداخل حين الحاجة اليه. فتعكس البيانات الدورية للبنوك في إطار تجميع بيانات ميزان المدفوعات أن الإيرادات السياحية تقل بكثير عن التقديرات وفق بيانات وزارة السياحة عن عدد السائحين وتقديرات متوسط إنفاق السائح.

والنتيجة التي نخلص إليها من هذا العرض أن سياسة التدخل في سوق الصرف قد حققت قدراً من الثبات في سعر صرف الجنية مقابل الدولار الأمريكي، إلا أنها أدت في نفس الوقت إلى تغذية التوقعات السلبية نتيجة لعدم تلبية الطلب بالقدر الكافي في أغلب الأوقات. كذلك فإن قرار تغطية خطابات الإعتماد بالكامل (١٠٠٪) عند فتحها للإستيراد قد ساعد على تحجيم زيادة الواردات السلعية لكنه لم يقض على نقص السيولة بالعملة الأجنبية بسبب التسربات إلى الخارج التي ساهمت التوقعات في تغذيتها. كما أنه أدى إلى نقص ملموس في السيولة بالعملة المحلية وما لذلك من إنعكاسات سلبية على النشاط الاقتصادي والتوظيف.

وماذا عن السياسة المالية خلال تلك الفترة؟

من أحد الأسباب التي أدت إلى نقص السيولة قيام الحكومة بتنفيذ إستثمارات ضخمة في المشروعات العملاقة، أغلب الظن لسداد الفجوة في الإستثمارات الخاصة سواء المحلية أو الإستثمار الأجنبي من الخارج. ويلاحظ أنه رغم زيادة الإنفاق الحكومي، فقد تراكمت المتأخرات على الحكومة لشركات المقاولات والشركات الموردة.

ويوضح الجدول (٧) أن العجز الكلي في الموازنة العامة للدولة إرتفع إلى ٢.٨ مليار جنية في عام ١٩٩٨/٩٧ ثم إلى ٣.٩٩ مليار جنية في ١٩٩٩/٩٨. وتم تغطية العجز بالإقتراض المحلي، حيث اتسمت الفترة بصافي سداد للخارج. ويمثل العجز الكلي في ١٩٩٩/٩٨ (١.٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي) رقم مبدئي، حيث أعلن مؤخراً أن نسبة العجز في الموازنة بلغ ٤.٢٪ في ١٩٩٩/٩٨ أي ما يقرب من ١٢.٧ مليار جنية. في حين أن مصادر تمويل هذه الزيادة في العجز البالغة ٨.٧ مليار جنية لم تعلن بعد.

جدول (٧). التطور في عجز الموازنة ومصادر تمويله (بالمليار جنية)

مصادر التمويل			إجمالي العجز		
التمويل المحلي			صافي التمويل الخارجي		
غير مصرفي	مصرفي	الإجمالي			
٠.٥٠	٣.٤٠	٣.٩٠	١.٥٨-	٢.٣٢-	١٩٩٧/٩٦
٦.٥١	٢.٣٦-	٤.١٥-	١.٣٣-	٢.٨٢-	١٩٩٨/٩٧
٣.٥٦-	٩.٣٨	٥.٩٣	١.٩٤-	٣.٩٩-	*١٩٩٩/٩٨

* مبدئي

ويلاحظ أنه في عام ١٩٩٨/٩٧، قامت الحكومة بضخ أموال للجهاز المصرفي من خلال سداد بعض من مديونياتها واستهلاك جزء من الأذون على الخزائنة، بالإضافة إلى المقابل لسندات الطاقة البديلة وقدره ٥.٤ مليار جنيه، والتي ألغيت من ودائع الحكومة لدى الجهاز المصرفي. وقد انقلب الوضع إلى عكسه في العام التالي ١٩٩٩/٩٨. فوفقاً للبيانات الأولية، تم تغطية العجز بالإقتراض من الجهاز المصرفي بما قدره ٩.٣٨ مليار جنيه خلال هذه السنة.^{١٣} وهكذا نجد أن الحكومة زاحمت بنقل كبير القطاع الخاص خلال عام ١٩٩٩/٩٨ بوجه خاص في الحصول على الإئتمان من الجهاز المصرفي.^{١٤}

وإذا كان الأمر كذلك من واقع البيانات المتاحة عن الموازنة العامة للدولة، فماذا تظهر بيانات الدين العام المحلي؟

تشير البيانات إلى زيادة الدين الحكومي خلال ١٩٩٩/٩٨ بما قدره ١٠.٤ مليار جنيه. كما يلاحظ أنه خلال الربع الأول من ٢٠٠٠/٩٩، إرتفع الدين الحكومي بنحو ٧.٨ مليار جنيه. كذلك زادت مديونية الهيئات الاقتصادية بنحو ١١.٥٦ مليار جنيه في ١٩٩٩/٩٨، بعدما كانت قد انخفضت إلى ١٩٠ مليون جنيه فقط عام ١٩٩٨/٩٧. ووصلت الزيادة في مديونياتها ٤.٢٥ مليار جنيه في الربع الأول من ٢٠٠٠/٩٩. ومعنى ذلك أنه خلال الربع الأول من ٢٠٠٠/٩٩ وحده بلغت الزيادة في الدين الحكومي ومديونية الهيئات الاقتصادية معاً ١٢.٠ مليار جنيه. والخلاصة هنا أن الحكومة والهيئات الاقتصادية زادت من مديونياتها خلال السنة وربع الأخيرة فقط بمقدار ٣٤.١٨ مليار جنيه (جدول (٨)).

جدول (٨). الزيادة في الدين (بالمليار جنيه) وكنسبة إلى الناتج (%)

الزيادة في الدين الحكومي (صافى)	النسبة إلى الناتج %	الزيادة في مديونية الهيئات الاقتصادية (صافى)	النسبة إلى الناتج %
١١.٤٠	٤.٥٠	٤.٨٢	١.٩
١١.٢٤	٤.٠٤	٠.١٩
١٠.٤١	٣.٤١	١١.٧٥	٣.٨
٧.٧٨	*٩.٢٨	٤.٢٥	*٥.٦

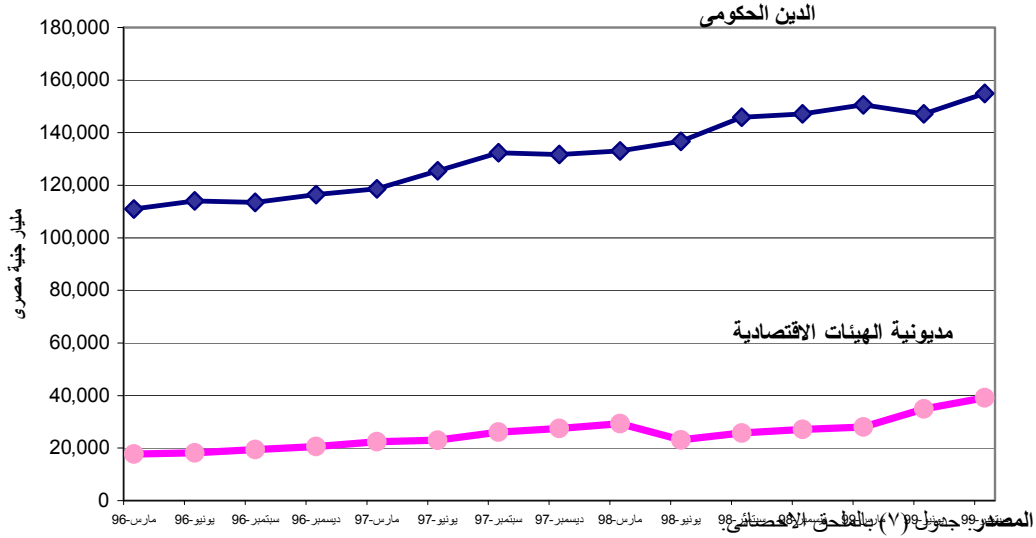
* على أساس سنوى.

المصدر: جدول (٧) بالملحق الإحصائى، و جدول (١) بالمتن.

¹³ حصلت الحكومة على ٩.٤٥ مليار جنيه وسددت للبنوك لحساب هيئة السلع التموينية ما قدره ٠.٠٧ مليار جنيه.

¹⁴ تشير بيانات الربع الأول من السنة المالية ٢٠٠٠/٩٩ إلى ذات الاتجاه.

رسم (٥). التطور في الدين الحكومي ومديونية الهيئات الاقتصادية (بيانات شهرية)



ولعل العرض السابق يوضح لنا أن الحكومة والهيئات الاقتصادية معاً زاحماً قطاع الأعمال بصورة كبيرة للحصول على الإئتمان. ويبدو أن قطاع الأعمال لم يكن مستعداً بعد للتوجه إلى سوق المال للإقتراض منه بإصدار سندات، أو للتوجه للإقتراض من الخارج إلا بقدر محدود.

وقد تمت الإشارة في مقدمة هذه الدراسة أن الحكومة أعلنت مؤخراً عن أنه قد تم حصر المتأخرات عليها للغير وبلغت نحو ١٢.٦ مليار جنيه، منها ٤.٠ مليار جنيه تمثل مديونية هيئة السلع التموينية، والباقي وقدره ٨.٦ مليار جنيه تمثل مستحقات مقابل تنفيذ مشروعات. وأنه سوف يتم سداد هذه المتأخرات بضخ أموال خلال الأشهر القادمة وحتى نوفمبر ٢٠٠٠ وذلك من إتمادات بالموازنة العامة تبلغ ٤.٠ مليار جنيه ومن حصيلة بيع بعض شركات القطاع العام (الإتصالات أساساً) بمقدار ٤.٠ مليار جنيه أخرى وكذا تحصيل مبلغ ٤.٦ مليار جنيه متأخرات ضريبية. ويشير ذلك إلى أن صافي ما سوف يتم ضخه من أموال في السوق يقتصر في الواقع على ما يتم بيعه لمستثمر أجنبي في إطار عمليات التحول للقطاع الخاص.

وهكذا يتضح أن الأسباب الحقيقية لأزمة السيولة في مصر منذ عام ١٩٩٧ وحتى الآن ترجع أساساً إلى السياسة النقدية التي تضع سعر الصرف كهدف ومحور إرتكاز لسياسات الإستقرار الاقتصادي من جهة، وإلى الزيادة الكبيرة في الإنفاق الحكومي مع عدم سداد الحكومة مستحقات للقطاع الخاص من جهة أخرى.

وقبل أن نعرض توصيات هذه الدراسة، قد يكون مناسباً التعقيب على ما أثير في الآونة الأخيرة من أسباب لأزمة السيولة. ويمكن تلخيص هذه الأسباب فيما يلي:

- ١- استقطاب شركتي المحمول لنحو ٣.٥ مليار جنيه إيرادات خلال عام ١٩٩٩/٩٨، وزيادة فواتير التليفونات العادية لإستخدامها بالاتصال بالمحمول.
- ٢- الدروس الخصوصية التي يقدر المنفق عليها بنحو ١٠ مليار جنيه سنوياً.
- ٣- جمود سوق العقارات وزيادة المعروض من العقارات الفاخرة عن الطلب عليها.
- ٤- عدم تسديد المستأجرين لإيجار العقارات.

- ٥- دخول العديد من المدخرين سوق الأوراق المالية وسحب سيولة من البنوك.
- ٦- زيادة المخزون من المستوردات التي قامت البنوك بتحويلها (تقدر بنحو ٨.٠ مليار جنيه)، وهو ما تسبب في اختناق مؤقت في وضع السيولة سوف يزول عندما يتحرك المخزون.
- ٧- زيادة الاستيراد من السلع التي لها مثل محلي، وبالتالي تراكم المخزون من السلع المنتجة محلياً.
- ٨- زيادة استيراد البترول الخام من الشريك الأجنبي بعد ما كان يصدر وتلازم إرتفاع سعره مع هذه الزيادة.
- ٩- الانخفاض في حصة الدخل السياحي.
- ١٠- انخفاض تحويلات العاملين بالخارج.
- ١١- تنفيذ إستثمارات في مشروعات ضخمة ذات عائد على المدى الطويل و تأخر الحكومة عن سداد مديونياتها لشركات المقاولات والموردين، وتأخر المقاولين والموردين بدورهم عن سداد مديونياتهم للبنوك، وقد ساعد على ذلك التهرب الضريبي حيث أضعف إيرادات الدولة ومن ثم قدرتها على سداد مديونياتها.
- ١٢- سحب الودائع الحكومية من البنوك وإداعها لدى البنك المركزي المصرى.

ويمكن استبعاد كل من السبب الأول والثاني (المحمول والدروس الخصوصية) حيث لا يؤثران على السيولة إلا إذا تم إفتراض خروج هذه الأموال من السوق المحلية سواء باكتنازها أو تحويلها للخارج. وهذا الاجراء وارد، ولكن من المعتقد أن حجم تأثيره على نقص السيولة ليس كبيراً (الجزء الذى لم يحول للخارج يمثل سيولة تنتقل من القطاع العائلى إلى قطاع الأعمال الخاص، وقد تزيد من السيولة فى الاقتصاد فى حالة الإنفاق على السلع والخدمات مباشرة أو من سيولة البنوك فى حالة إدارها فى شكل ودائع).

وفيما يتعلق بالسببين (٣، ٤) ، ففى رأينا أن سوق العقارات لم يتجمد ولكن قلت المضاربة فيه، وهو أمر مرغوب. ومن المعتقد أن تمويل العقارات جاء أساساً من بنك الإسكان والتعمير والبنكان العقاريان (المصرى والعربى) الذين تم إندماجها مؤخراً. أما التمويل العقارى من البنوك التجارية فلم يكن بالحجم الكبير الذى يؤثر على السيولة لديها بالقدر الذى لمسناه. أما بالنسبة لعدم تسديد المستأجرين لإيجارات العقارات، فأغلب الظن أن المقصود بها إيجارات العقارات التجارية التى يقوم حولها خلاف بالنسبة لتفسير قواعد تطبيق القانون فيما يتعلق بالزيادة السنوية (١٠٪) على الإيجار. فقد اصبحت هذه الإيجارات مرتفعة التكلفة نسبة لإيرادات شاغليها خاصة مع الركود فى النشاط الاقتصادى. ولاشك أن ذلك يساهم فى خفض سرعة دوران النقود أكثر منه فى نقص السيولة.

أما بالنسبة للسبب (٥) والخاص بدخول العديد من المدخرين سوق الأوراق المالية وسحب سيولة من البنوك، فرغم أنه يبدو للوهلة الأولى إعادة تدوير للأموال من المدخرين إلى قطاع الأعمال الذين سيودعون الأموال بدورهم فى البنوك، إلا أنه مع دخول المدخرين سوق المال، سوف ينتقل بلا شك جزء من الأصول المالية لدى البنوك الى هذه السوق. وسوف تنخفض الأهمية النسبية للأصول المالية لدى البنوك فى إجمالى حيازة الأصول المالية لدى الاقتصاد القومى، وبالنظر إلى تطور توزيع الأصول المالية فى مصر فيما بين الجهاز المصرفى وسوق التأمين وسوق الأوراق المالية وصناديق توفير البريد، يلاحظ هذا التحول. وهو ما يعنى أن التوسع فى النشاط الاقتصادى من جانب قطاع الأعمال يكون فى جزء منه فى شكل استقطاب مدخرات القطاع العائلى مباشرة من خلال سوق المال، ويقبل بذلك معدل نمو الودائع لدى البنوك. إلا أنه يلاحظ أن معدل نمو الطلب على الإئتمان من البنوك من جانب قطاع الأعمال سوف ينخفض أيضاً بما يجعل التأثير على سيولة البنوك ضئيلة ومتدرجة ولا يؤثر على سيولة الاقتصاد ككل.

وبالنسبة لزيادة المخزون من المستوردات وزيادة الاستيراد من السلع التى لها مثل محلى خلال السنوات الثلاث الأخيرة، وكذلك زيادة استيراد البترول الخام من الشريك الأجنبي بدلاً من التصدير فى السابق (الأسباب ٦، ٧، ٨) فمن المفيد هنا تتبع أداء الواردات ومكوناتها لبحث هذه الأسباب. وتشير بيانات الواردات فى هذا الصدد إلى استقرارها

تقريباً في عام ١٩٩٧. ورغم إرتفعها في ١٩٩٨، إلا أنها انخفضت في عام ١٩٩٩. وتصبح الصورة أوضح إذا نظرنا إلى حجم الاستيراد نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. فيوضح الجدول (٩) الإنخفاض في هذه النسبة مقارنة بعام ١٩٩٦ (قبل الأزمة). وبالتالي يتوافق النمو في الاستيراد مع معدلات النمو في الناتج بل ويتحسن أدائها.

جدول (٩). الواردات (بالمليار دولار) ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي

١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	
١٥.٣	١٥.٥	١٣.٢	١٣.٠	إجمالي الواردات عدا المناطق الحرة، منها
٧.١	٧.٤	٥.٧	٥.٥	سلع نصف مصنعة
٢.٨	٢.٩	٣.٣	٣.٠	سلع استثمارية
٢.٧	٢.٧	٢.٣	٢.٢	سلع استهلاكية
٢.٧	٢.٥	١.٩	٢.٣	مواد خام ووقود
%١٧.٢	%١٨.٨	%١٧.٥	%١٩.٤	الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: وزارة الاقتصاد " النشرة الاقتصادية الشهرية"، أبريل ٢٠٠٠ (بيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء).

أما بخصوص زيادة استيراد البترول الخام من الشريك الأجنبي، فهذا أمر فرعى في ضوء أن الواردات ككل انخفضت كنسبة من الناتج. وبالنسبة لزيادة الاستيراد من السلع التي لها مثل محلي، فرغم أنه أمر فرعى كذلك، إلا أن له أهميته نظراً لتأثيره على الإنتاج والعمالة. فيلاحظ من الجدول (٩) أن مستوى الواردات من السلع نصف المصنعة إرتفع بصورة ملموسة خلال السنتين الأخيرتين، بما يشير إلى أن الإستثمارات التي تمت موجهة أساساً إلى الصناعات التجميعية ومراحل الإنتاج النهائية، وهو ما يعكسه انخفاض الواردات من السلع الاستثمارية أيضاً خلال عامي ١٩٩٨ و١٩٩٩. أما السلع الاستهلاكية، فتتوافق الزيادة فيها مع معدلي النمو السكاني والدخل إلى جانب أنها تتأثر بصورة ملحوظة بإنتعاش الحركة السياحية. والمشكلة التي أدت إلى تراكم المخزون من السلع المنتجة محلياً في إعتقادنا ترتبط بالزيادة الكبيرة في الإنتاج - ثمرة الاستثمارات الضخمة للقطاع الخاص خلال التسعينات - والتي لم يواكبها زيادة في الصادرات بسبب إنخفاض الجودة وضعف التسويق الخارجي، وكذا ضعف القوة الشرائية في الداخل بسبب تدني مستويات الأجور في الجزء الأكبر من قوة العمل وعدم مواكبتها الزيادة التراكمية في الأسعار. وهذه أمور طال وجودها منذ سنوات.

وإذا إنتقلنا إلى السببين (٩، ١٠) والمرتبطين بالحصيلة من كل من الدخل السياحي وتحويلات العاملين، نجد أن البيانات تشير إلى أن انخفاض مجموع هذين البندين في ١٩٩٨/٩٧ لم يتعد ٢٤٣ مليون دولار فقط رغم إنخفاض الإيرادات السياحية وحدها بما قدره ٧٠٥ مليون دولار، كما أن الحصيلة منهما إرتفعت بمبلغ ٣٤٨ مليون دولار في ١٩٩٩/٩٨، وبحوالي ٤٢٠ مليون دولار في النصف الأخير من عام ١٩٩٩، وهو الأمر الذي يعني أن تأثيرهما كان محدوداً. ولو أن بيانات السياحة تشير إلى تسرب جزء من الدخل السياحي إلى الخارج وهو ما يؤدي إلى نقص في السيولة بأكثر من التقديرات المذكورة.

جدول (١٠). الدخل السياحي وتحويلات العاملين (بالمليون دولار)

٢٠٠٠/٩٩	١٩٩٩/٩٨	١٩٩٨/٩٧	١٩٩٧/٩٦	١٩٩٦/٩٥	
٢٢١٩	٣٢٣٥	٢٩٤١	٣٦٤٦	٣٠٠٩	الدخل السياحي
١٧٥١	٣٧٧٢	٣٧١٨	٣٢٥٦	٢٧٩٧	التحويلات الخاصة (صافي)
٣٩٧٠	٧٠٠٧	٦٦٥٩	٦٩٠٢	٥٨٠٦	المجموع

المصدر: جدول (٦) بالملحق الإحصائي.

أما بالنسبة لتنفيذ استثمارات ضخمة وعدم سداد الحكومة مديونياتها لشركات المقاولات والموردين والتهرب الضريبي (السبب ١١)، فقد تمت مناقشة المتأخرات عند الحديث عن الأسباب الحقيقية لأزمة السيولة أعلاه. أما فيما يتعلق بالتهرب الضريبي، فيوضح الجدول (١١) مؤشرات هامة في هذا الخصوص. فيلاحظ تواكب الإيرادات الضريبية مع النمو في الناتج حيث ظلت عند مستواها تقريباً. وبالتالي لا يبدو أن التهرب الضريبي كان سبباً في نقص الإيرادات الحكومية.

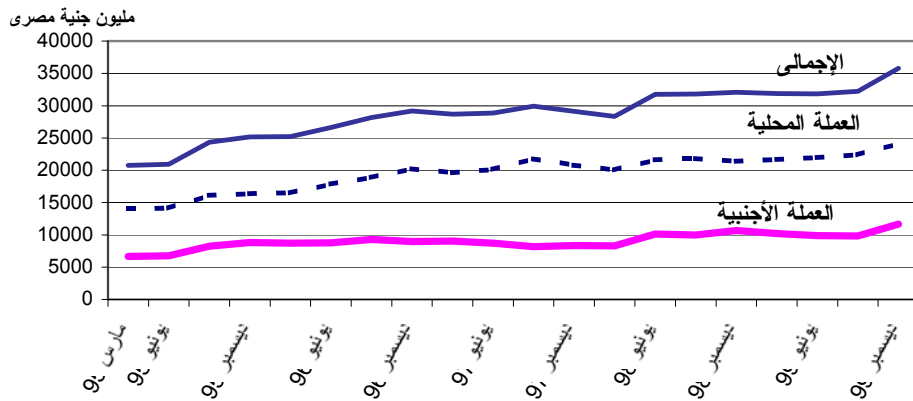
جدول (١١). مؤشرات الموازنة العامة للدولة - نسب مئوية للناتج المحلي الإجمالي

٩٩/٩٨	٩٨/٩٧	٩٧/٩٦	
٢٣.٦	٢٤.٤	٢٥.٢	إجمالي الإيرادات، منها
١٥.٦	١٥.٨	١٥.٨	الضريبية
٧.٩	٨.٦	٩.٤	غير الضريبية، منها
(٢.٩)	(٢.٨)	(٢.٩)	المحليات والهيئات
٢٤.٩	٢٥.٤	٢٦.١	إجمالي النفقات

المصدر: وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية: "النشرة الاقتصادية الشهرية"، إبريل ٢٠٠٠.

وفيما يتعلق بنقل الودائع الحكومية من البنوك إلى البنك المركزي (السبب ١٢ والأخير)، فقد ظلت ودائع الحكومة والهيئات الاقتصادية لدى البنوك سواء بالعملة المحلية أو بالعملات الأجنبية في تزايد مستمر. (رسم (٦)). وحتى يمكن التعقيب على هذا النقل للودائع الحكومية، من المهم أن تظهر البيانات المنشورة أرقام الودائع الحكومية منفصلة عن ودائع الهيئات الاقتصادية، وهو أمر مطلوب. وعلى أية حال، من غير المتوقع قيام الحكومة بإيداع مدخرات كبيرة لدى البنوك في الوقت الذي يتزايد فيه الدين الحكومي.

رسم (٦): تطور الودائع للحكومة والهيئات الاقتصادية بالعملة المحلية والعملات الأجنبية لدى البنوك (بيانات ربع سنوية)



المصدر: الجدول (٨) بالملحق الإحصائي.

٦- جهود الحكومة لحل الأزمة:

لقد أعلنت الحكومة برنامجاً للسياسات والإجراءات التي تعتزم القيام بها بهدف تحقيق دفعة في النشاط الاقتصادي وضخ مزيد من التدفقات من العملات المحلية والعملات الأجنبية في شرايين الاقتصاد بما يحقق إنتعاشاً في الاستثمار وسيولة

فى السوق دون الإخلال بالتوازن الكامل فى موازنة ٢٠٠٠/٢٠٠١ بين الموارد والإنفاق. ويمكن تلخيص البرنامج الحكومى فيما يلى:^{١٥}

أولاً: السياسات والإجراءات لمواجهة أزمة السيولة بالعملة المحلية:

- ١- إلتزام الحكومة بسداد المديونيات المستحقة عليها تجاه المشروعات التى تم تنفيذها داخل وخارج الخطة، بحد أقصى ٨ شهور تبدأ من أول مايو وبمعدلات سداد لا تقل عن ٢.٥ مليار جنيه شهرياً، لسداد إجمالى مديونية تقدر بنحو ٢٥ مليار جنيه، وبحيث يتم ذلك من خلال موارد حقيقية.
- ٢- قيام الحكومة بتحصيل مستحقاتها المتأخرة لدى الغير (من ضرائب، وجمارك، وديون) والتى تقدر بنحو ٥ مليار جنيه.^{١٦}
- ٣- تنفيذ المشروعات المفتوحة والصغيرة الواردة بخطة الدولة فى المحافظات مع إعطاء أولوية صرف الاعتمادات لها، وزيادة تمويل المشروعات الصغيرة عن طريق الصندوق الاجتماعى.
- ٤- إعادة النظر فى قواعد الهدم والبناء من خلال تحديث التشريعات من أجل تنشيط سوق العقارات.
- ٥- إعطاء الأولوية فى المناقصات للشركات الوطنية لتشجيع الإنتاج المحلى وإعطائه الفرصة لتشغيل الامكانيات المتاحة فى مصر.
- ٦- العمل على تحريك المخزون السلعى الراكد والسوق العقارى الراكد.
- ٧- إتخاذ سياسات لتنشيط الإئتمان الآمن.

ثانياً: السياسات والإجراءات التى تعتمزم الحكومة إتخاذها لمواجهة النقص فى المعروض من النقد الأجنبى:

- ١- العمل على زيادة التدفقات من النقد الأجنبى من عائدات البترول.
- ٢- العمل على تنمية التدفقات النقدية من الموارد السياحية.
- ٣- الاستخدام الأمثل للتدفقات من النقد الأجنبى من القروض الميسرة، مع الإلتزام بعدم زيادة الدين الخارجى، أى الإقتراض فى حدود ما يسدد سنوياً من أصل وعوائد.
- ٤- الإسراع بالخصخصة وفق برنامج زمنى تلتزم به الحكومة لجذب الإستثمارات الأجنبية.
- ٥- إزالة العقبات أمام زيادة الصادرات.

ومما لاشك فيه أن هذه الإجراءات والسياسات سوف تساهم فى حل الأزمة لكنها ليست كافية وحدها. ومن المهم الأخذ فى الحسبان عدد من الإعتبارات بشأنها. ففىما يتعلق بالإجراءات لحل أزمة السيولة بالعملة المحلية، من الواضح أن فاعلية هذه الإجراءات يتوقف على طريقة تنفيذها. كما أن إسهامها سيكون بقدر متواضع كما سلفت الإشارة ومعالجتها محدودة للأسباب الحقيقية للأزمة. ومن الملاحظ أن برنامج الحكومة يقتصر على المشروعات الصغيرة والمفتوحة ولم يتطرق إلى المشروعات الكبرى، وهى المشروعات التى تحتاج إلى رؤية وسياسات مكملة حتى لا يتوقف دولاى العمل بها فينعكس ذلك سلباً على الاستثمار الأجنبى المباشر بصفة خاصة ومناخ الاستثمار بوجه عام.

^{١٥} نتائج الاجتماع الرئاسى مع مجلس الوزراء يوم ٢٥/٤/٢٠٠٠، وما أعلن من جانب السيد وزير المالية مؤخراً.

^{١٦} قد يفسر ذلك الفرق بين سداد ٢٠٠٠ مليار جنيه بواقع ٢.٥ مليار جنيه شهرياً لمدة ٨ شهور وجملة المديونية البالغة ٢٥.٠ مليار جنيه). ولو أنه تم مؤخراً الإعلان عن أن الحكومة سددت ١.٥ مليار جنيه من ديونها المستحقة للغير خلال شهر مايو الفائت، وأنها سوف تسدد ٦.٥ مليار جنيه حتى شهر ديسمبر المقبل، ليصل إجمالى المبالغ المسددة نحو ثمانية مليارات جنيه حتى شهر ديسمبر المقبل. وأن المرحلة الثالثة من سداد المديونيات ستكون خاصة بفرق أسعار الفطن لصالح البنوك. وعلماً بأن جملة المديونيات مقدرة حتى الآن بنحو ١٢.٦ مليار جنيه.

أما فيما يتعلق بالمجموعة الثانية من الإجراءات والمتعلقة بمواجهة النقص في المعروض من النقد الأجنبي، فهي ضرورية ولكنها ليست كافية لحل الأزمة في ضوء الأسباب الحقيقية التي تمت مناقشتها في هذه الدراسة. فتنمية عائدات البترول والموارد السياحية هي أهداف لها إستمراريتها ولكن يظل من الضروري وضع طبيعتها غير المستقرة في الحسبان والتي تخرج عن نطاق السيطرة الكاملة عليها. فالأسعار الدولية للبترول ومنتجاته، (الذي يشكل نحو ٥٠٪ من صادرات مصر) تعتبر من المعطيات التي تخرج عن إرادة الدولة إلى حد كبير. وقد يكون للغاز الطبيعي وتصدير الكهرباء إمكانات أوسع في توليد النقد الأجنبي المستمر مستقبلاً. من جهة أخرى، سوف يساعد الإقتراض الميسر من الخارج في تنمية الإيرادات من النقد الأجنبي إذا تم توجيهه لتمويل استثمارات تسهم في توفير نقد أجنبي حيث أنه بدون ذلك يصبح عبئاً إضافياً على سوق الصرف، خاصة وقد أصبحت مصر غير مؤهلة للإقتراض الميسر من المؤسسات الدولية في ضوء إرتفاع متوسط دخل الفرد بها. لذلك من المهم ألا يزيد الإقتراض السنوى عن ما يتم سداه من أصل فقط دون الفوائد حتى يمكن خدمة الدين دون مصاعب. أما الاسراع في الخصخصة لجذب الاستثمارات الأجنبية، فهو خطوة إيجابية للغاية، لكن من الضروري الأخذ في الاعتبار أن فترة إسترداد هذه الاستثمارات قصيرة في الدول الصاعدة وعائدها مرتفع ويمثل عبئاً على سوق الصرف، خاصة إذا إعتمدت على إستيراد خامات الإنتاج مرتفعة التكلفة من الشركات الأم، ولم ترتبط بأهداف للتصدير وتوليد النقد الأجنبي. وأخيراً، من المهم للغاية أن يتضمن إزالة العقبات أمام زيادة الصادرات إعادة النظر في سياسة سعر الصرف الحالية كأحد أهم عقبات التصدير.

٧- التوصيات:

أوضحت الدراسة أن الإختلال في ميزان المدفوعات بسبب إدارة سوق الصرف الأجنبي وما أدت إليه من توقعات سلبية وتدفقات رأسمالية إلى الخارج من جهة، ومزاحمة الحكومة والهيئات الاقتصادية للقطاع الخاص في الحصول على الإئتمان من البنوك من جهة أخرى هما من أهم أسباب الأزمة. ويمكن وراء هذه الأسباب الحقيقية كل من السياسة النقدية والإنفاق الحكومى خارج الموازنة العامة للدولة.

من هذا المنطلق، فإنه بجانب تنفيذ السياسات والإجراءات المعلنة من جانب الحكومة، يحتاج الأمر إلى إعادة النظر في السياستين النقدية والمالية.

بالنسبة للسياسة النقدية:

من الضروري إعادة النظر في أهداف السياسة النقدية المتمثلة بشكل ضمنى في معدل التضخم وسعر الصرف، حيث أن الاستمرار في الاعتماد على سعر الصرف الاسمى كمحور إرتكاز لدعم سياسات الاستقرار الاقتصادى لم يعد بالضرورة السياسة المثلى في ضوء تغير الظروف وأخذاً في الإعتبار التطورات الإيجابية التي حدثت خلال التسعينات من حيث الوصول بمعدلات التضخم إلى مستويات مقبولة. وما يقودنا إلى هذه التوصية أن ميزان المدفوعات يحقق بشكل مستمر عجزاً كلياً متنامياً بسبب التدفقات الرأسمالية إلى الخارج التي أصبحت في السنوات الأخيرة غير قادرة على تحقيق التوازن الخارجى (تغطية العجز في الميزان الجارى). فمن الأهمية إتباع سياسة نقدية مرنة تسمح بمعدل تضخم لا يزيد عن ٥.٠٪ وهامش مناسب يتحرك سعر الصرف في حدوده، حيث سيمكن ذلك من الأخذ في الإعتبار الخروج من الركود وتحقيق أهداف النمو الحقيقى والتوظيف مع قدر مناسب من الاستثمارات فى المشروعات الكبرى وفق أولويات محددة تستهدف أساساً تحسين الوضع فى ميزان المدفوعات فى الأجل المنظور، واستخدام الاحتياطات الدولية فى أضييق الحدود. ونرى أن الوقت الحالى يعتبر مناسباً للعمل بمثل هذه السياسة المرنة من بين السياسات

والاجراءات الأخرى المعلنة من الحكومة لمواجهة أزمة السيولة والأوضاع المضطربة الحالية فى الأسواق، إذ سوف يدعم ذلك من موقف الحكومة ومن الثقة فى جدية السياسات المعلنة لمعالجة الأسباب الحقيقية للأزمة. ومن الضرورى الوضوح والشفافية فى هذا الإطار.

وكذلك تشير الدراسة إلى أهمية إعادة النظر فى الغطاء النقدى (١٠٠٪) لخطابات الاعتماد وتركه لتقييم البنوك مع تأكيد الإشراف عليها لإتباع الأعراف المصرفية فى هذا الشأن. فليس من الحكمة تطبيق نسبة مخاطرة ١٠٠٪ على كل صفة وكل عميل من المستوردين التجار، حيث يتنافى ذلك مع مفهوم المخاطرة فى الإئتمان المصرفى ويدعو إلى نظرة مؤداها أن البنوك ضعيفة فى إتخاذ القرار الإئتمانى السديد. كما ينظر إليه كفيد على الاستيراد.

ولا شك فى أن وجود أكثر من أداة لمواجهة السيولة يضى المرونة اللازمة على إدارة السياسة النقدية. لذلك من المهم إعادة النظر فى نسبة الاحتياطى القانونى. ونظراً للتباين الكبير فى هيكل الودائع وفقاً للأجل فيما بين البنوك، لذا من المهم تطبيق نسب احتياطى طبقاً لأجل الودائع للمعاملة العادلة فيما بين البنوك، وهو ما يساعد على تحسين أداء البنوك وخفض العمولات على الخدمات المالية التى تؤديها ودعم المنافسة فيما بينها. وقد يكون من المناسب لتحقيق ذلك أيضاً تعديل قانون البنوك والإئتمان بما يسمح بعائد على أرصدة الاحتياطى القانونى بالعملة المحلية وإعتبار الودائع بالعملات الأجنبية خاضعة أيضاً لنسبة إحتياطى قانونى أسوة بالودائع بالعملة المحلية.

كذلك يقتضى الأمر إعادة النظر فى سياسة سعر الخصم واستخدامه مسقبلاً كأحد الأدوات المهمة فى السياسة النقدية، تكمل وتدعم سياسة سعر الصرف وللمواءمة مع أسعار الخصم بالخارج لتجنب ظاهرة الدولار. ومن المفيد وضع نظام لتقييم تأثير تغير سعر الخصم على هيكل أسعار العوائد الدائنة والمدينة وعلى سعر العائد فى السوق النقدية (فيما بين البنوك).

ومن المهم كذلك تمكين البنك المركزى من القيام بعمليات السوق المفتوحة لمواجهة نقص السيولة، ومن ثم عدم الاقتصاد على عمليات إعادة الشراء قصيرة الأجل حتى لو إمتد أجلها لفترة أطول مما هو جارى العمل به حالياً. لذلك من الضرورى أن تصبح السندات الحكومية التى فى حوزته قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية.

ولإدارة سوق الصرف بكفاءة عالية، من المهم أن يبدأ البنك المركزى بإعداد قاعدة عريضة من البيانات أهمها جمع وتحليل التدفقات قصيرة الأجل بين قطاعات الاقتصاد القومى (نصف سنوية فى البداية ثم ربع سنوية فيما بعد)، وهى التى توضح تدفق الأموال بين المدخرين (من خلال المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية) ومستخدمى هذه الأموال، (من خلال توظيفات المؤسسات المالية لهذه المدخرات وما فى حوزتها من أموال).

أما بالنسبة للسياسة المالية فبجانب ما تم إعلانه من إجراءات، نوصى بما يلى:

- ١- وضع استراتيجية واضحة ومعلنة تحدد الأولويات فيما يتعلق بتنفيذ المشروعات الكبرى، وإدخال كل ما يتطلبه ذلك من ربط فى الموازنة العامة حتى نتجنب تنفيذ مشروعات خارج الموازنة مستقبلاً ونتلافى تأثير ذلك سلباً على الدين العام وسوق الصرف والسيولة.
- ٢- دراسة شاملة للسياسة الضريبية بما فى ذلك إعادة النظر فى الضرائب على أرباح قطاعات الأعمال، والاستثناءات الممنوحة للمشروعات فى إطار قانون حوافز الاستثمار بما يضمن فاعلية الاستثناءات ويعزز الإيرادات الحكومية.
- ٣- وضع خطة متكاملة لرفع الإنتاجية فى القطاع الحكومى بما يسمح بإصلاح نظام العاملين فى هذا القطاع.

وكلمة أخيرة بنهاية هذه الدراسة نتلخص فى أهمية الشفافية فى الإعلان عن الأهداف فى المجالات المختلفة، وضرورة الاعتماد على التخطيط التأشيرى بأساليب علمية متطورة وعلى إعداد مصفوفة متنسقة للسياسات والإجراءات

(Policy/Action Matrix) تخدم أهداف واضحة وتغطي فترة زمنية محددة، بحيث يتم الاعلان عنها والالتزام بها من جانب وزراء المجموعة الاقتصادية وكافة الأجهزة التنفيذية التابعة، وذلك لتعبئة الجهود من أجل تحقيق الأهداف المنشودة في الوقت الملائم وتجنب الأزمات.