

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر  
دراسة قياسية للفترة من 1990-2011

تخصص: تحليل اقتصادي

تحت إشراف:

أ.د / زيدان محمد

إعداد الطالبة:

مواكبي سهيلة

لجنة المناقشة

أ.د / بلعزوز بن علي.....أستاذ التعليم العالي.....جامعة الشلف.....رئيساً

أ.د / زيدان محمد.....أستاذ التعليم العالي.....جامعة الشلف.....مشرفاً ومقرراً

أ.د / البشير عبد الكريم.....أستاذ التعليم العالي.....جامعة الشلف.....ممتحناً

د / بوفليح نبيل.....أستاذ محاضر "أ".....جامعة الشلف.....ممتحناً

د / بربري محمد أمين.....أستاذ محاضر "ب".....جامعة الشلف.....ممتحناً

السنة الدراسية: 2014/2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الحمد لله رب العالمين  
والصلاة والسلام على  
سيدنا محمد وآله الطيبين  
الطاهرين

## كلمة شكر

الحمد لله الذي وهبنا نعمة العلم ووفقنا في إنجاز وإتمام هذه المذكرة.

في هذا الصدد لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر لكل من ساعدني من قريب أو بعيد على إتمام هذا العمل، وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور محمد زيدان الذي تفضل بالإشراف على هذه المذكرة والذي رافقني بتوجيهاته القيمة خلال كل مرحلة من مراحل إنجاز هذا العمل.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه المذكرة. كما أتقدم بشكر خاص إلى زوجي وقرّة عيني "جمال" على الدعم المعنوي الذي قدمه لي. كما أشكر زملائي بالمكتبة الرئيسية للمطالعة العمومية لولاية الشلف الذين وفروا لي الظروف الملائمة لإنجاز هذا العمل وأخص بالذكر مدير المكتبة السيد قمومية محمد ورئيس مصلحة الإدارة والوسائل السيد طاجين محمد،

كما أشكر الأستاذ قمومية سفيان على المساعدة التي قدمها لي

داعمين المولى عز وجل أن يوفق الجميع إلى ما يحبه ويرضاه.

إلى كل هؤلاء وإلى من لم يسعني الحظ في ذكر أسمائهم أتقدم بالشكر الجزيل.

## إهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله...

إلى زوجي الغالي...

إلى إخوتي الأعزاء...

إلى روح زميلتنا الطاهرة بخدة صباح داعمين المولى

عز وجل أن يجعل مثواها الجنة

إلى كل من عائلة مواكبي وعائلة سحنون...

إلى كل الأحباء والأصدقاء...

# فهرس المحتويات

# فهرس المحتويات

كلمة شكر

الإهداء

I ..... فهرس المحتويات

VII ..... قائمة الأشكال والجداول

أ- ه ..... مقدمة

49-01 ..... الفصل الأول: عموميات حول احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية.....

02 ..... تمهيد

03 ..... المبحث الأول: ماهية احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية.....

03 ..... المطلب الأول: مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي.....

03 ..... أولاً: تعريف احتياطات الصرف الأجنبي.....

04 ..... ثانياً: خصائص احتياطات الصرف الأجنبي.....

08 ..... ثالثاً: دوافع حيازة احتياطات الصرف الأجنبي.....

10 ..... المطلب الثاني: مفهوم السيولة الدولية وأنواعها.....

10 ..... أولاً: تعريف السيولة والسيولة الدولية.....

13 ..... ثانياً: أنواع السيولة الدولية.....

15 ..... المطلب الثالث: صيغ و قنوات تراكم احتياطي الصرف الأجنبي.....

15 ..... أولاً: صيغ احتياطي الصرف الأجنبي.....

16 ..... ثانياً: قنوات تراكم احتياطي الصرف الأجنبي.....

21 ..... المبحث الثاني: الذهب النقدي واحتياطي الصرف الأجنبي.....

21 ..... المطلب الأول: تاريخ الذهب في النظام النقدي الدولي.....

21 ..... أولاً: الدور النقدي للذهب.....

26 ..... ثانياً: الأزمات التي شهدتها الذهب النقدي.....

28 ..... المطلب الثاني: الذهب النقدي كجزء من احتياطات الصرف الأجنبي.....

29 ..... أولاً: تعريف احتياطي الذهب النقدي.....

30 ..... ثانياً: دوافع حيازة البنوك المركزية للذهب.....

31 ..... المطلب الثالث: الجدول الاقتصادي حول اعتبار الذهب كأصل احتياطي دولي.....

33	المبحث الثالث: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي خارج الذهب النقدي.....
33	المطلب الأول: احتياطي العملات الأجنبية.....
34	أولاً: مفهوم عملات الاحتياطي.....
37	ثانياً: هيكل احتياطي الصرف الأجنبي من العملات الأجنبية.....
42	المطلب الثاني: شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.....
42	أولاً: مفهومها.....
42	ثانياً: الجدل الاقتصادي حول اعتبار شريحة الاحتياطي كأصل احتياطي.....
43	ثالثاً: نسبة مساهمة شريحة الاحتياطي في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي.....
44	المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة.....
44	أولاً: مفهوم حقوق السحب الخاصة.....
46	ثانياً: طبيعة حقوق السحب الخاصة.....
47	ثالثاً: نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي.....
49	خلاصة الفصل الأول.....
91-50	الفصل الثاني: نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها.....
51	تمهيد.....
52	المبحث الأول: نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.....
52	المطلب الأول: النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.....
52	أولاً: مفهوم تخفيض العملة.....
53	ثانياً: شروط تخفيض قيمة العملة.....
54	المطلب الثاني: نظرية التأمين الذاتي (الطلب التحوطي).....
55	أولاً: احتياطات الصرف كتأمين ضد صدمات الصادرات.....
57	ثانياً: التحوط ضد عدم استقرار الواردات.....
59	ثالثاً: التأمين ضد تقلبات حساب رأس المال.....
60	المطلب الثالث: تكلفة الفرصة البديلة وأهم الدراسات التجريبية للطلب على الاحتياطات.....
60	أولاً: تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات.....
62	ثانياً: أهم الدراسات التجريبية للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.....
65	المبحث الثاني: احتياطي الصرف الأجنبي وأسعار الصرف.....
65	المطلب الأول: ماهية سعر الصرف.....
65	أولاً: تعريف سعر الصرف.....
66	ثانياً: وظائف سعر الصرف.....

67	..... ثالثا: أنواع سعر الصرف
69	..... المطلب الثاني: أنظمة الصرف الأجنبي
69	..... أولا: أنواع أنظمة الصرف
72	..... ثانيا: معايير إختيار أنظمة الصرف
74	..... المطلب الثالث: علاقة احتياطي الصرف الأجنبي بسعر الصرف
78	..... المبحث الثالث: أهم مؤشرات قياس كفاية احتياطي الصرف الأجنبي
78	..... المطلب الأول: المؤشرات التجارية
78	..... أولا: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات
81	..... ثانيا: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عجز ميزان المدفوعات
81	..... المطلب الثاني: المؤشرات المالية
82	..... أولا: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل
84	..... ثانيا: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود
86	..... المطلب الثالث: مؤشرات أخرى
86	..... أولا: محاولة هيلر
87	..... ثانيا: محاولة إجاروال
88	..... ثالثا: تحليل جروبال
91	..... خلاصة الفصل الثاني
92- 140	..... الفصل الثالث: قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
93	..... تمهيد
94	..... المبحث الأول: واقع احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
94	..... المطلب الأول: دور برامج الإصلاح الاقتصادي في تراكم احتياطيات الصرف في الجزائر
95	..... أولا: برامج الاستعداد الائتماني الأول (1989-1991)
96	..... ثانيا: برامج التعديل الهيكلي (1994-1998)
98	..... المطلب الثاني: مصادر تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر
98	..... أولا: فوائض الميزان التجاري كمصدر لتراكم الاحتياطيات في الجزائر
102	..... ثانيا: أسعار النفط واحتياطيات الصرف الأجنبي
103	..... المطلب الثالث: مؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
103	..... أولا: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات
104	..... ثانيا: مؤشر الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل
106	..... ثالثا: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود

107	المبحث الثاني: استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.....
107	المطلب الأول: الدفع المسبق للمديونية الخارجية.....
108	أولاً: الاتفاقات المبرمة في إطار الدفع المسبق.....
110	ثانياً: الوضع الحالي للديون الخارجية.....
111	المطلب الثاني: صندوق ضبط الإيرادات وإقرار برنامج الإنعاش الاقتصادي.....
111	أولاً: ماهية صندوق ضبط الإيرادات.....
114	ثانياً: تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي.....
119	المطلب الثالث: احتياطات الصرف وإدارة سعر الصرف في الجزائر.....
119	أولاً: سياسة سعر الصرف في الجزائر.....
121	ثانياً: سوق الصرف بين البنوك.....
122	ثالثاً: علاقة سعر صرف الدينار بتراكم احتياطات الصرف في الجزائر.....
123	المبحث الثالث: قياس أثر محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.....
123	المطلب الأول: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية.....
124	أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.....
125	ثانياً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.....
131	المطلب الثاني: تقدير النموذج.....
132	أولاً: العلاقة الانحدارية للنموذج.....
132	ثانياً: اختبار المعنوية الجزئية لمعاملات النموذج.....
133	ثالثاً: اختبار المعنوية الكلية لمعاملات النموذج.....
133	رابعاً: تشخيص النموذج المقدر.....
137	المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير.....
137	أولاً: التحليل الإحصائي.....
138	ثانياً: التفسير الاقتصادي.....
140	خلاصة الفصل الثالث.....
141	خاتمة.....
147	قائمة المراجع.....

الملاحق

# قائمة الأشكال والجداول

## قائمة الأشكال و الجداول

## أولاً: قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	أنواع السيولة الدولية	14
2-1	التدفقات الوافدة إلى جنوب الصحراء الإفريقية من 1975-2004	17
3-1	قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي	20
4-1	تطور أسعار الذهب بالدولار للأوقية	32
1-2	تغيرات الاحتياطات في الاقتصاديات النامية والناشئة كوسيلة للتأمين الذاتي	55
2-2	صادرات المحروقات كنسبة من إجمالي الصادرات	57
3-2	العلاقة بين احتياطات الصرف الأجنبي وسعر الصرف الأجنبي	74
4-2	تحديد الطلب على احتياطي الصرف في ضوء علاقته مع الإنتاجية	89
5-2	تحديد الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية	90
1-3	تطور الصادرات والواردات في الجزائر (2007-2012)	99
2-3	تطور وضعية الحساب الجاري و احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر	101
3-3	تطور احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر وسعر العالمي للنفط من (1970-2010)	102
4-3	الأشكال البيانية لإحصائية كل من $CUSUM$ و $CUSUMSQ$	135
5-3	القيم الفعلية والمقدرة لاحتياطي الصرف الأجنبي	136

ثانيا: قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	موجز لميزانية البنك المركزي	06
2-1	عناصر السيولة الدولية و استخداماتها لكيان اقتصادي مفترض	12
3-1	احتياطي الذهب الرسمي ونسبته من إجمالي الاحتياطيات في نهاية سنة 2012.	30
4-1	تطور حجم العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي	35
5-1	وظائف العملات الأجنبية	36
6-1	نصيب العملات الأجنبية من إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي لبعض الدول الصناعية.	38
7-1	نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي	43
8-1	الوزن النسبي لحقوق السحب الخاصة على مدى السنوات من 1981-2015	45
9-1	نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي	47
1-2	ملخص لأهم الدراسات التحريمية للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي	63
2-2	نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات في الاقتصاديات الناشئة	80
3-2	نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى دين قصيرة الأجل للاقتصاديات الناشئة	83
4-2	نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود لاقتصاديات الناشئة	85
1-3	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال فترة من 1994-1998	98
2-3	تطور رصيد الميزان التجاري الجزائري من 2008 إلى 2012	98
3-3	هيكل صادرات وواردات الجزائر	100
4-3	عدد أشهر الواردات التي تغطيها احتياطيات الصرف في الجزائر	104
5-3	تطور الاحتياطيات إلى الدين قصير الأجل في الجزائر.	105
6-3	تطور الاحتياطيات إلى عرض النقود في الجزائر.	106
7-3	التسديد المسبق للديون الجزائرية	109
8-3	هيكل وحجم المديونية الخارجية للجزائر	110
9-3	تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات (2000-2009)	113
10-3	التوزيع القطاعي لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي	115
11-3	تطور سعر صرف الدينار و احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر	122

126	نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.	12-3
128	نتائج اختبار ديكي - فولر المطور "ADF" للسلاسل الزمنية غير المستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى	13-3
130	نتائج اختبار ديكي - فولر المطور "ADF" للسلسلة الزمنية غير المستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الثانية	14-3
131	نتائج تقدير النموذج	15-3

مقدمة

## تمهيد:

يلعب احتياطي الصرف الأجنبي دوراً هاماً في بناء اقتصاد متوازن، حجر زاويته الأداء الجيد والمستقر للمؤسسات الاقتصادية الكلية منطلقها الاحتياجات الفعلية للسوق المحلية، وتحديد العلاقة مع العالم الخارجي كمتغير ضروري يستلزم المرونة لمواجهة ما قد تتعرض إليه العلاقات الاقتصادية الدولية من أزمات وصدمات.

لقد شهدت معظم الدول النامية في السنوات الأخيرة مستويات كبيرة من احتياطي الصرف الأجنبي، هذه الزيادة التي دفعت السلطات النقدية والأكاديميين إلى البحث عن كيفية تحديد المستوى الأمثل لتلك الاحتياطات والعوامل التي تحدد هذا المستوى.

وحيث أنه كلما كان هناك نفع أو جدوى من تشكيل احتياطات الصرف الأجنبي فسيكون هناك طلب عليها، حيث تعتمد دراسة محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي على نموذج المخزون الاحتياطي الذي يفترض أن البنوك المركزية تحاول الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتياطي الصرف الأجنبي عن طريق الموازنة بين تكاليف تكيف الاقتصاد الكلي التي تكبدها في غياب الاحتياطات مع تكلفة الفرصة البديلة لعقد هذه الاحتياطات.

توجد العديد من العوامل التي تحدد طلب البنوك المركزية على احتياطي الصرف الأجنبي وتختلف هذه العوامل من دولة إلى دولة أخرى، غير أن أغلب الدراسات تقوم بتجميعها في عاملين أساسيين: العامل التجاري الذي يعني أن الدول تلجأ إلى تكوين الاحتياطات كنتيجة لإستراتيجية تنمية الصادرات التي تعتبر جزءاً من إستراتيجية التنمية والمعتمدة على تخفيض قيمة العملة من أجل المحافظة على تنافسية الصادرات وتحقيق التنمية المنشودة.

أما العامل الثاني فهو العامل التحوطي (التأمين الذاتي)، حيث أنه كنتيجة لآثار العولمة المالية وتعرض البلدان إلى الاضطرابات المالية الناتجة عن التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال وأزمات المديونية، بالإضافة إلى الاستقرار المالي الذي تسعى السلطات الوطنية لتحقيقه كان ينظر إلى الاحتياطات باعتبارها وسيلة لبناء دفاع ضد زيادة التعرض لصدمات حساب رأس المال، بالإضافة إلى صدمات الحساب الجاري الناتجة عن التقلبات الدورية والفجائية في حصيلة الصادرات.

ولقد شهد الاقتصاد الجزائري في السنوات الأخيرة تشكيل احتياطي صرف معتبر، حيث وصل حجمه مقوماً بالدولار الأمريكي إلى مستويات غير مسبوقة في التاريخ الاقتصادي الجزائري، وقد سمح للجزائر بتحقيق هذه المستويات الإصلاحات الهيكلية العميقة والشاملة فضلاً عن الظروف الاقتصادية الدولية المواتية المتعلقة بارتفاع أسعار النفط في الأسواق الدولية.

**1/ الإشكالية الرئيسية:** من هذا المنطلق فإن الإشكالية الرئيسية التي نود معالجتها تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي:

**ما هي العوامل المحددة للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر؟**

**2/ الأسئلة الفرعية:** إن معالجة موضوع البحث والإجابة على الإشكالية الرئيسية يقتضي طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بكل من السيولة الدولية واحتياطي الصرف الأجنبي وما هي مكوناته؟
- ما هي النظريات المحددة للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي؟
- ما هو جدوى وفعالية مستوى احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر؟

**3/ الفرضيات:** للإجابة على هذه التساؤلات وضعت مجموعة من الفرضيات:

- يختلف مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي عن السيولة الدولية، حيث يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي جزءاً من السيولة الدولية.
- توجد نظريتان تفسران محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي هما النظرية التجارية والنظرية الوقائية، وتعتبر العوامل التي تندرج ضمن النظرية الوقائية أكبر محدد لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.
- يعتبر مستوى احتياطي الصرف الأجنبي المبالغ فيه نجاحاً لسياسة الإصلاح الاقتصادي في الجزائر، وقد تكوّن في ظل انخفاض معدلات البطالة وارتفاع مستوى معيشة المواطنين.

**4/ أهمية البحث :**

وفي هذا السياق وانطلاقاً من تنامي الشعور بأهمية احتياطي الصرف الأجنبي في معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات ومشكلة المديونية، ومختلف المخاطر التي تتعرض لها مثل تدهور سعر صرف العملة، وفقدان الثقة فيها، فقد حثت هذه الخصائص الباحثين المختصين على الاهتمام بموضوع احتياطي الصرف الأجنبي، وبالأخص دراسة العوامل والمتغيرات الاقتصادية المختلفة التي تؤثر في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.

**5/ أهداف البحث :** نسعى من خلال إعداد البحث إلى إبراز ما يلي:

- تأصيل الجوانب النظرية والفكرية لاحتياطيات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية.
- التطرق إلى النظريات المحددة للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.
- التعرف على مختلف المعايير والمؤشرات المعتمدة لتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات.
- اكتشاف والتعرف على المحددات الرئيسية للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر من خلال بناء نموذج قياسي المتمثل في نموذج انحدار خطي متعدد، وتحليل هذه المحددات واختبار مدى تطابقها مع نتائج الدراسات السابقة.

**6/ مبررات إختيار الموضوع:**

- يأتي إختيار الموضوع ضمن مجال تخصص التحليل الاقتصادي، خاصة أن البحث يكتنف دراسة قياسية تساعد على التحليل أكثر دقة وموضوعية.
- يندرج الموضوع في إطار المواضيع المهمة والمتجددة التي تدور حولها نقاشات مستفيضة باستمرار.

**7/ حدود الدراسة :** تتحدد دراستنا لهذا الموضوع من جانبين، زمني ومكاني.

الجانب المكاني يتمثل في التركيز على حالة الجزائر، باعتبارها تشهد تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي. في حين أن الجانب الزمني سنتعرف من خلاله على النموذج الذي يحدد أهم العوامل المؤثرة في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990-2011 وهي الفترة التي شهدت فيها الجزائر تحسن حجم احتياطي الصرف الأجنبي كنتيجة لتطبيق الإصلاحات الاقتصادية مع صندوق النقد الدولي خاصة برنامج التعديل الهيكلي الموسع الذي شهد فيه مستوى الاحتياطي تحسناً ملحوظاً.

**8 / منهج الدراسة :** للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة فرضياتها والوصول إلى الأهداف المرجوة استعملنا المنهج الاستنباطي بأدواته الوصف والتحليل من خلال التعرف على الإطار النظري لاحتياطي الصرف الأجنبي وأهم العوامل المحددة لعقد هذا المستوى، كما تم استخدام المنهج الاستقرائي من خلال الأدوات القياسية لقياس أهم العوامل التي تحدد طلب هذا الحجم من احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر وأثر كل متغير على حجم الاحتياطي.

**9/ الدراسات السابقة :** لقد تم اختيار الموضوع ومعالجته اعتمادا على الدراسات التالية:

➤ دراسة محمد بن علي العقلا ( بحث منشور في مجلة آفاق جديدة السنة العاشرة العدد 03 جويلية 1998) تحت عنوان " **محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية**" قام من خلاله بقياس أثر كل من الصادرات، الواردات والنتائج المحلي الإجمالي على الاحتياطات الدولية، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أهم نتيجة هي أن احتياطات الدول العربية تتحقق أساسا كمدخرات من حصيلة الصادرات، كما لعبت الواردات دورا هاما من خلال احتياطات الأمان وهي الاحتياطات التي تتراكم بغرض التحسب لانخفاض الصادرات بسبب أي ظرف طارئ، كما يؤدي الناتج المحلي دورا هاما فأحيانا يكون هذا الدور موجبا وأحيانا أخرى يكون سالبا.

➤ دراسة لـ "Prabheesh. K , D. Malathy and Madhumati. R" ( ورقة عمل نشرت في مجلة إدارة جنوب شرق آسيا العدد 02، 2007) تحت عنوان:

**"Demand for Foreign Exchange Reserves for India: A Cointegration Approach"**  
حيث حللت هذه الورقة الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي في الهند خلال الفترة من 1983 إلى 2005، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الهند تملك الاحتياطات كإجراء وقائي ضد تقلبات الحساب الجاري وحساب رأس المال، كما تظهر نتائج الدراسة أن تكديس الاحتياطات في الهند هو أقل حساسية لتكلفة الفرصة البديلة لها. وعلاوة على ذلك، فإن قدرا من المرونة في سعر الصرف لا يؤثر في حيازات احتياطي الصرف الأجنبي في الهند بشكل كبير.

➤ دراسة بلقاسم زايري (بحث منشور في مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، 2009) تحت عنوان "**كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري**" حيث تناولت هذه الدراسة كفاية الاحتياطات في الاقتصاد الجزائري وقد توصل من خلالها الباحث إلى أن الاحتياطات الدولية في الجزائر تفوق كثيرا المعدل الذي يعتبر كافيا لغرض الاستقرار الاقتصادي.

➤ دراسة بوكريدي عبد القادر (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2009) تحت عنوان " أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي - دراسة حالة الجزائر- " توصل الباحث من خلال دراسته إلى أهم نتيجة وهي أن امتلاك المستوى الكافي من احتياطي الصرف الأجنبي مهم في التأمين ضد الصدمات الخارجية كارتفاع أسعار الواردات وانخفاض أسعار الصادرات، بالإضافة إلى إدارة تقلبات أسعار الصرف، أي أن هدفها معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات، لكن الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لا يخلو من تكلفة، والمتمثلة في تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاحتياطات التي تتمثل في تسديد الدين الخارجي والتوظيف في أصول ذات عائد أعلى والاستثمار المحلي بالإضافة إلى تكلفة التعقيم.

➤ دراسة محمدي الطيب أحمد (مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2008) تحت عنوان "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (الواقع والمتطلبات)" توصل الباحث من خلال دراسته لأهم نتيجة وهي أن الجزائر حققت نتيجة إيجابية وهي تفادي اللجوء إلى القروض الخارجية من خلال تراكمات الاحتياطات في خمس سنوات المقبلة اعتمادا على معدل تغطية الواردات.

نلاحظ أن كل من الدراسة الأولى والثانية تناولت محددات احتياطي الصرف الأجنبي، فالأولى تناولت محددات احتياطي الصرف الأجنبي لمجموعة من الدول العربية باستخدام نموذج "panel"، أما الثانية درست دولة واحدة وهي الهند التي تشهد تراكم كبير للاحتياطات، أما باقي الدراسات فركزت على إدارة هذا المستوى من الاحتياطات وأثره على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي. ولهذا فإن دراستنا تضيف إلى الدراسات السابقة أنها تحاول البحث عن محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، أي التركيز على دولة واحدة والتي تشهد تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي، وذلك من خلال بناء نموذج قياسي ( انحدار خطي متعدد).

**10/ تقسيمات البحث:** قصد الإلمام بكل جوانب الموضوع، تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول:

**الفصل الأول:** عموميات حول احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية.

**الفصل الثاني:** نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها.

**الفصل الثالث:** قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

## الفصل الأول:

عموميات حول احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية

### تمهيد:

تحتفظ الدول في سبيل تسوية مدفوعاتها الدولية، ومواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة كحدوث خلل في ميزان المدفوعات بمقدار معين من النقد الأجنبي كاحتياطات، وهو ما يسمى باحتياطي الصرف الأجنبي أو الاحتياطات الدولية. هذه النقود والأصول التي تستخدم كاحتياطات لا بد وأن تلقى قبولا دوليا عاما في تسوية الالتزامات والحقوق الدولية، وقد كان الذهب يلعب دورا هاما في تسوية المعاملات الدولية في ظل نظام قاعدة الذهب، وكانت الدول تستخدمه كاحتياطي دولي لكن بعد انهيار نظام قاعدة الذهب وظهور مشكلات السيولة الدولية والتي استدعت الضرورة البحث عن وسائل دفع جديدة فظهرت أصول احتياطية أخرى إلى جانب الذهب والمتمثلة في العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة والشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.

وبالتالي فالسحب من هذه الاحتياطات تساعد على مواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة وتجنب السياسات الاقتصادية غير المرغوبة اجتماعيا.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل الإلمام بالجوانب النظرية لاحتياطي الصرف الأجنبي والسيولة الدولية وذلك من خلال ثلاث مباحث:

**المبحث الأول: ماهية احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية**

**المبحث الثاني: الذهب النقدي و احتياطات الصرف الأجنبي**

**المبحث الثالث: مكونات احتياطات الصرف الأجنبي خارج الذهب النقدي.**

## المبحث الأول: ماهية احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية

يطلق على احتياطات الصرف الأجنبي عدة تسميات كالاحتياطات الدولية، الاحتياطات الأجنبية، الاحتياطات الخارجية، وهذه المصطلحات كلها ذات دلالة واحدة وقد تعددت المفاهيم التي أعطيت لاحتياطي الصرف الأجنبي، وذلك نتيجة الاختلاف القائم حول الأصول التي يمكن اعتبارها أصول احتياطية والأصول الأخرى في النظام النقدي الدولي.

### المطلب الأول: مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي

#### أولاً: تعريف احتياطات الصرف الأجنبي وخصائصها

لقد تعددت التعاريف التي أعطيت لاحتياطي الصرف الأجنبي نورد أهمها فيما يلي:

- 1- يعرف صندوق النقد الدولي احتياطات الصرف الأجنبي على أنها: "الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات التمويلية أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة".<sup>1</sup>
- 2- يقصد باحتياطي الصرف الأجنبي: "تلك الأصول التي ترغب الحكومات في الاحتفاظ بها لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الدولية، وبناءً على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية فإن حكومات الدول المختلفة تسعى دائماً إلى تكوين هذه الأصول والاحتفاظ بها لكي تستخدمها كاحتياطات في الفترات التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في ميزان مدفوعاتها حتى لا تضطر لإجراء تغييرات أساسية غير مرغوبة في سياستها وأهدافها الاقتصادية والاجتماعية".<sup>2</sup>
- 3- تشمل الاحتياطات الأجنبية الذهب و/أو أصول البنك المركزي الأخرى والتي تأتي ضمن سيطرتها تماماً وسهولة التداول في ما بين الأسواق المالية الوطنية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، واشنطن، 2009، ص: 111.

<sup>2</sup> رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع اشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1994، ص: 73.

<sup>3</sup> Tsvetan manchev, "international foreign exchange reserve", bulgarian national bank, 2009, p :19.

4- تعرف احتياطيات الصرف الأجنبي بمثابة صمام آمان يحتفظ به البلد ويلجأ إليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من آثار الصدمات الخارجية والتي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني من جراء علاقته الاقتصادية مع الخارج.<sup>1</sup>

5- احتياطيات الصرف الأجنبي هي الموجودات من الذهب والعملات الأجنبية التي تحتفظ بها البنوك المركزية للدول، بالإضافة إلى حقوق السحب الخاصة التي تمثل كذلك جزء من احتياطيات الصرف الأجنبي.<sup>2</sup>

من جملة التعاريف السابقة نجد أن احتياطيات الصرف الأجنبي تعددت في مفاهيمها لكنها كلها تصب في مفهوم واحد وشامل وهو أن احتياطيات الصرف الأجنبي هي عبارة عن الأصول الأجنبية التي تكون خاضعة لسيطرة السلطات النقدية للدولة وتكون في أعلى درجات السيولة لمواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة، وغالبا ما يشمل هذا المصطلح على الحيازات الرسمية من الذهب، العملات الأجنبية القابلة للتحويل، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة. ومن ثم فإنه لا بد من توفر شرطين في الأصول لاعتبارها أصول احتياطية وهي: أن تكون خاضعة لسيطرة السلطات النقدية (البنك المركزي)، ومتاحة بسهولة أي تتمتع بسيولة عالية، حيث يمكن شراؤها أو بيعها أو تصفيتها بسرعة وبأقل تكلفة.

#### ثانيا: خصائص احتياطيات الصرف الأجنبي

من خلال التعريف السابق يمكن القول أنه لا يمكن اعتبار أي أصل احتياطيا إلا إذا توفرت فيه خاصيتين أساسيتين هما:

- أن يكون خاضعا للسيطرة الفعلية للسلطة النقدية.
- متاح في أي وقت أي أنها سائلة وقابلة للتداول.

<sup>1</sup>Jone williamson, "Exchange reserves as shock absorbers", serie in Economic development, Oxford university press, 1988, p:18.

<sup>2</sup>Alain beitone et autres, "Dictionnaires des Sciences Economique", Armand colin, Paris, 1991, p : 273.

## 1- خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطة النقدية:

معيار الرسمية الذي تتسم به الأصول الاحتياطية هو وجودها في دائرة المجال الوظيفي للسلطة النقدية الوكيل المالي الأصلي للحكومة.

يعرف دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي السلطة النقدية كما يلي:

تتألف السلطات النقدية من البنك المركزي (الذي يتضمن وحدات مؤسسية أخرى متضمنة في القطاع الفرعي للبنك المركزي مثل مجلس العملة) وبعض العمليات التي تعزى في العادة إلى البنك المركزي ولكن تتولى تنفيذها مؤسسات حكومية أخرى أو بنوك تجارية في بعض الأحيان، ومن بين هذه العمليات إصدار العملة والاحتفاظ بالاحتياطات الدولية وإدارتها بما في ذلك الاحتياطات الناتجة عن المعاملات مع صندوق النقد الدولي وتشغيل صناديق تثبيت أسعار الصرف.<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف السلطة النقدية على أنها مؤسسة عامة وهو اتجاه عام يسود أغلبية اقتصاديات العالم، وهذا يعني ضرورة ملكية شعب أي الدولة لهذا البنك وهي ضرورة تمليها أهمية وخطورة الوظائف التي يقوم بها هذا البنك، سواء كان ذلك من حيث إصداره النقود القانونية أم من حيث تأثيره في خلق الودائع، وما يترتب على ذلك من نتائج متعلقة بالسياسة النقدية خاصة والسياسة الاقتصادية عامة.<sup>2</sup> من خلال التعريفين السابقين يمكن استخلاص أهم وظائف السلطات النقدية:

- الجهة المسؤولة عن إصدار العملة، حيث يقوم بتزويد الاقتصاد بوسيلة معترف بها، فضلا على أنه يحاول المحافظة على ثبات قيمة الوحدات النقدية بغرض تفادي حدوث أي ضغوط تضخمية.

- الجهة التي تحتفظ بأرصدة واحتياطات الدولة من العملة الصعبة والذهب بغرض المحافظة على سيولة الاقتصاد القومي أمام العالم الخارجي.<sup>3</sup>

وقد أصبح البنك المركزي في العديد من البلدان بنكا مركزيا للتحويل، حيث عندما يكون هناك فائض في ميزان المدفوعات يحصل على الفائض من العملات الأجنبية، وفي حالة العجز في ميزان المدفوعات يقوم بسد هذا العجز، ومنذ التخلي عن قاعدة الذهب أخذت البنوك المركزية تلعب دورا مهما في تنظيم احتياطات البلد من العملات الأجنبية ومراقبة عمليات التحويل الخارجي.

<sup>1</sup>صندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص: 112

<sup>2</sup>مصطفى رشدي شيحة، "النقود والمصارف والائتمان"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999، ص: 74.

<sup>3</sup>أحمد فريد مصطفى - سهير محمد السيد حسن، "النقود والتوازن الاقتصادي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 299.

بالنظر إلى ميزانية البنك المركزي والتي تبين لنا مصادر أموال البنك وأوجه استخدام هذه المصادر، فهي لا تختلف عن ميزانية أي مصرف آخر والتي تتكون من المطلوبات (الخصوم) والموجودات (الأصول) لكن الاختلاف الأساسي يكون فقط في مكونات كل من الأصول والخصوم، و الجدول التالي يوضح موجز لميزانية البنك المركزي.

**الجدول (1-1): موجز لميزانية البنك المركزي**

الأصول (assets)	الخصوم (liabilities)
1- الموجودات الأجنبية	1- الاحتياطات النقدية (عملة متداولة- ودائع
2- حقوق على الحكومة	المصارف التجارية- ودائع المؤسسات الأخرى).
3- حقوق على المؤسسات التجارية	2- الودائع الحكومية.
4- حقوق على المؤسسات الأخرى	3- المطلوبات الأجنبية.
5- موجودات أخرى	4- حسابات رأس المال.
	5- المطلوبات الأخرى.

المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران، عمان، 2006، ص: 178.

كما سبق وأشرنا أن الأصول الاحتياطية هي الأصول الخاضعة لسيطرة السلطات النقدية، وقد تكون بعض الأصول ليست مملوكة للسلطات النقدية ولكنها تخضع لسيطرتها، وبالتالي فالملكية ليست الظرف الوحيد الذي تمنح بموجبه السيطرة، فنجد في بعض الحالات وحدات مؤسسية (عدا السلطات النقدية) في الاقتصاد لها حق الملكية في أصول خارجية بالعملة الأجنبية ومع ذلك لا يمكنها إجراء معاملات في هذه الأصول إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية، ومن ثم تعتبر هذه الأصول أصولاً احتياطية لأنها تحت السيطرة الفعلية والمباشرة للسلطات النقدية.

إن صندوق موازنة الصرف عبارة عن احتياطي مكون من عملات وموضوع تحت يدي سلطة مركزية بغرض التدخل في سوق الصرف لمنع التقلبات غير المناسبة، فمهمته هي أن يتدخل ليحتفظ بسعر صرف العملة عند مستوى معين، ولا يرتفع ولا ينخفض عنه فعليه أن يتدخل ليعاكس تقلبات الصرف عن هذا المستوى وعليه أن يتدخل ليعاكس حركات رؤوس الأموال الضالة الساعية وراء الأمان، وتحقيقاً لهذا الغرض يجب أن يزود صندوق موازنة الصرف بذلك الاحتياطي من العملات

الأجنبية والمحلية الذي يتمكن بواسطته من التدخل في سوق الصرف، وقد يستعين الصندوق بالذهب في عملياته.<sup>1</sup>

وقد كانت بريطانيا أول دولة أنشأت صندوق موازنة الصرف وذلك لسنة 1935 كانت مهمته تعنى بأسعار الصرف والتدخل لمنع رفع سعر الجنيه الإسترليني ويحافظ على توازن سعر الصرف. ويمكن تقديم فيما يلي بعض الظروف التي يتعين استيفاؤها لاحتساب الأصول ضمن الأصول الاحتياطية:<sup>2</sup>

- ألا يكون بوسع كيان مقيم إجراء معاملات في تلك المطالبات مع غير المقيمين إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية أو بموافقتها الصريحة.

- أن يحق للسلطات بمقتضى طلب منها استخدام هذه المطالبات المستحقة على غير المقيمين لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة.

- أن يكون هناك قانون مسبق أو غير ذلك من الترتيبات التعاقدية الملزمة بما يؤكد أن صفة الوكالة الممنوحة للكيان المقيم فعلية وصادقة النوايا.

وبالتالي نستبعد من نطاق احتياطات الصرف الأجنبية ما بحوزة الأفراد من أصول أجنبية لأنها لا تخضع لسيطرة السلطة النقدية، وكذلك أرصدة العملات الأجنبية التي تتعامل فيها البنوك التجارية داخل الدولة، وكذلك القروض الممنوحة من الهيئات الدولية.

### 2- إتاحة الاستخدام ( الإتاحة بسهولة):

لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية متاحة بسهولة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن، ونقول أن الأصل الاحتياطي سائل إذا أمكن شراؤه أو بيعه أو تصفيته بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة.

ولقد ذكر البروفيسور روى هارود تعريف الاحتياطي السائل: "على أنه ذلك الأصل الذي يمكن استخدامه بسرعة في تسوية المدفوعات، ويمكن اللجوء إليه حينما تنشأ الحاجة لذلك".<sup>3</sup>

يشير المفهوم الأول أن الأصول غير القابلة للتداول كالودائع تحت الطلب والأصول القابلة للتداول كأوراق المالية، التي لها بائعون ومشترون لديهم الرغبة في تداولها، كذلك نجد بعض الودائع والقروض يمكن أن تكون سائلة وتدخل ضمن الأصول الاحتياطية رغم أنها ليست بالضرورة قابلة للتداول.

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، "الاقتصاد الدولي المعاصر"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006، ص: 266.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

<sup>3</sup> رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

ينبغي أن تكون الأصول الاحتياطية عموماً ذات جودة عالية حتى تكون متاحة بسهولة للسلطات لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة في الظروف المعاكسة. بما أن الغرض من الأصول الاحتياطية هو استخدامها لسد احتياجات ميزان المدفوعات فإنه لا بد أن تكون مقومة ويتم تسويتها بالعملة الأجنبية، ومن ثم لا يمكن اعتبار الأصول المقومة بعملة محلية أصولاً احتياطية على الرغم من تسويتها بعملة أجنبية، لأن قيمة هذه الأصول سوف تنخفض في حالة وقوع أزمة عملة محلية.

### ثالثاً: دوافع حيافة احتياطات الصرف الأجنبي

إن السلطات النقدية للدول تحتفظ بحجم معين وملائم من احتياطي الصرف الأجنبي، الذي يعد من القضايا المهمة للاقتصاد الوطني، ومن أهم أولويات سياستها وظروفها الاقتصادية، وتشير النظرية الاقتصادية إلى أن مستوى احتياطي الصرف الأجنبي يكون مرتبطاً بنظام سعر الصرف المتبع من طرف الدولة، حيث أن الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت تكون في حاجة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي من أجل الحفاظ على سعر صرف عملتها، ونتيجة لذلك تكون مستوى احتياطياتها الأجنبية أعلى من الدول التي تتبع نظام سعر الصرف المرن والتي يتغير سعر صرف عملتها وفقاً للطلب والعرض على العملة في سوق الصرف.

وهذا ما كان سائداً في القرن العشرين، أي خلال نظام سعر الصرف الثابت الذي كانت فيه الاحتياطات ضرورية من أجل حماية أو الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية كلما انخرقت عن المجال المسموح به. ولكن بعد سنة 1973 تبنت معظم الدول الصناعية نظام سعر الصرف المرن، حيث جعلت قيمة العملة تتحرك حسب الطلب والعرض على العملة، فهنا ساد مبدأ لا ضرورة لحيافة الاحتياطات من أجل هدف التدخل إذا كان سعر صرف العملة مرن بشكل تام.

لكن في الواقع الدول الصناعية واصلت حيافة الاحتياطات وزيادة تراكمها، وذلك من أجل التدخل في سوق الصرف الأجنبي لتجنب اضطراب حالة سعر الصرف أو في بعض الحالات من أجل إدارة سعر الصرف بشكل فعال.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>J.onno de beaufort wijnholds and Lars sonder gaard, "Reserve Accumulation Objective or by – Product?", Occasional paper series, n°73 Septembre 2007, European central bank, Germany, p:16.

كما سبق نجد أن سبب حيازة احتياطي الصرف الأجنبي في ظل نظام سعر الصرف العائم لا يفسر بشكل واضح من طرف النظرية الاقتصادية، وبالتالي يمكن القول أن هناك أسباب أخرى تدفع الدول لحيازة احتياطي الصرف الأجنبي.

قدم صندوق النقد الدولي في سنة 2001 بشكل مفصل الأسباب التي تدفع الدول لحيازة الاحتياطات الدولية والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- تدعيم والمحافظة على الثقة في السياسات النقدية وإدارة سعر الصرف من خلال القدرة على التدخل لتدعيم العملة الوطنية.
- المحافظة على سيولة العملات الأجنبية التي يمكن استعمالها في أي وقت لامتناع الصدمات في حالة صعوبة الحصول على القروض أو تكون مكلفة للغاية.
- توفير مستوى من الثقة في الأسواق والتي تمكن البلد من تلبية التزاماته الخارجية خاصة في أوقات الأزمات والصدمات الخارجية.
- يبين دعم العملة المحلية من خلال الأصول الخارجية.
- مساعدة الحكومة في تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي والتزامات الديون الخارجية.
- الحفاظ على احتياطي لمواجهة الكوارث أو الطوارئ الوطنية.
- توليد دخل مالي للبلد.
- تخصيص المدخرات الوطنية من أجل الأجيال القادمة على سبيل المثال من بيع الموارد الطبيعية غير المتجددة.

كذلك مع درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي ومع حرية حركة دخول وخروج رؤوس الأموال من وإلى الدول، قامت الدول بزيادة حجم احتياطياتها الأجنبية للتعامل أكثر فعالية مع التوقف المفاجئ في تدفقات رأس المال. وبالنظر إلى الأزمات المالية التي حدثت في أواخر 1990 وبداية 2000 نجد أن أغلب الدول اتجهت إلى زيادة حجم احتياطياتها من أجل التأمين الذاتي ضد التطور غير الملائم في وضعها الخارجي.

<sup>1</sup> Felix Hufner : "foreign exchange intervention as a monetary policy instrument", Zew Economic studies 23, Germany,p:83.

فالبلد ذو الوضع الاقتصادي السليم ليس محتملاً أن يتخلف عن الوفاء بآتماناته المصرفية والتجارية ويهدد الاستقرار المالي للبلدان الأخرى، في حين أن البلد ذو الاحتياطات المنخفضة لا يمتلك سوى أموال قليلة يستند إليها عند حدوث أزمة، وهو أقرب أن يواجه مشكلات سداد أكثر من البلدان التي تمتلك سندا أفضل.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مفهوم السيولة الدولية وأنواعها

يعتبر مصطلح السيولة الدولية من أهم المصطلحات المتداولة على المستوى الدولي، نظراً لأهمية هذا العنصر في تسوية علاقات الدائنية والمديونية التي تنشأ بين الدول، وأصبح بذلك من المشكلات التي تواجه النظام النقدي الدولي، وتنشأ مشكلة السيولة من عدم كفاية المخزون من احتياطات الصرف الأجنبي عن سد الحاجات المتزايدة للتجارة وموازن المدفوعات. تعتبر السيولة الدولية مصطلح أوسع من مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي، هذه الأخيرة التي تعتبر جزءاً من السيولة الدولية، حيث أن السيولة الدولية تشمل على السيولة المشروطة وغير المشروطة (احتياطات الصرف الأجنبي).

### أولاً: تعريف السيولة والسيولة الدولية

لقد تعددت التعاريف التي تناولت مصطلح السيولة ومنها: طبقاً لقاموس أكسفورد الإنجليزي تعرف السيولة: "على أنها قوة سرعة التحول إلى نقود حاضرة، فكلما عظمت سرعة تحول أي أصل من الأصول إلى نقود حاضرة، كلما زادت درجة سيولة هذا الأصل".<sup>2</sup> كما تعرف السيولة على أنها خاصية المبادلة الآنية بدون تكلفة ولا مخاطرة مقابل شيء، فالنقود هي الأصول الأكثر سيولة كذلك أوراق البنوك المركزية تتمتع بصفة السيولة التامة في حدود فضائها النقدي وهذا من وجهة نظر محلية، لكن في الولايات المتحدة الأمريكية الأورو ليس سيولة يجب تسييله وذلك بتحويله إلى دولار أمريكي، إجراء العملية يستلزم تكاليف وتحمل المخاطر المتمثلة في خطر الصرف.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جوسلين لاندليل-ميلز، "التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 1989، ص: 17.

<sup>2</sup> رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

<sup>3</sup> Jean – Louis Besson, "Monnaie et Finance", Opu 1993, p:18.

وبالتالي فالنقود هي أعلى درجات السيولة أي سيولة تامة وكاملة، لكن السيولة لا تنحصر في النقود فقط بل هناك أصول ليست نقود، ولكنها ذات سيولة كبيرة وذلك لقدرتها على التحول بسهولة إلى نقود.

كما أن مصطلح السيولة يشتمل على معنيين:

- **سيولة الأصل:** إن درجة سيولة الأصل تتوقف على سرعة تحويله إلى نقد وعلى تكلفة هذا التحويل، ويعرّف روى هارود:"الاحتياطي السائل هو ذلك الأصل الذي يمكن استخدامه بسرعة في تسوية المدفوعات، ويمكن اللجوء إليه حينما تنشأ الحاجة لذلك".<sup>1</sup> فالأصول الاحتياطية السائلة تشمل كافة الأصول التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالالتزامات الخارجية وتتميز بإمكانية اللجوء إليها أو سرعة تحويلها إلى نقدية بأقل تكلفة.
- **سيولة الموقف:** أي باعتبار السيولة موقفاً أو الحالة، حيث يعرفها ماخلوب على أنها القدرة على الدفع في الحال، ومعنى هذا أن موقف السيولة يكون قويا إذا عظمت القدرة على مواجهة المدفوعات الطارئة أو الفورية، ويمكن قياسها على أساس نسبة الموارد النقدية والمالية المتاحة إلى المبالغ المطلوبة خلال فترة زمنية معينة لا تزيد عن سنة. ولتحديد موقف السيولة لأي كيان اقتصادي، يتطلب الأمر تحديد بدقة الموارد المالية المتاحة لهذا الكيان واستخداماتها المختلفة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة.

<sup>1</sup> رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 80

الجدول (1-2) عناصر السيولة الدولية واستخداماتها المختلفة لكيان اقتصادي مفترض.

احتمالات استخدامها	عناصر السيولة
6- ديون والتزامات قصيرة الأجل.	1- الأرصدة النقدية الحاضرة فعلا
7- التزامات مستحقة الأداء بمجرد الطلب.	2- موارد مالية قابلة التحقيق والاستخدام
8- مبالغ لازمة لشراء مواد ضرورية.	3- موارد مالية يمكن الحصول عليها بمجرد الطلب
9- مبالغ لازمة لتسوية مدفوعات لا يمكن تأجيلها.	4- موارد نقدية يمكن الحصول عليها في حالة بيعها دون خسارة.
10- شراء سلع وخدمات بالكميات المعتادة.	5- موارد مالية يمكن اقتراضها بسرعة دون شرط.
11- زيادة شراء سلع وخدمات طبقا لمعدلات نمو معينة.	
مجموع الاستخدامات(من 6 إلى 11)	مجموع الموارد(من 1 إلى 5)
<b>رصيد السيولة = الفرق بين مجموع الموارد ومجموع الاستخدامات.</b>	

المصدر: بسام الحجار، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، 2003، ص: 83.

لتحديد موقف السيولة نقوم بحساب رصيد السيولة الذي هو عبارة عن جانب الموارد ناقص جانب الاستخدامات. فإذا كان جانب الموارد يزيد عن جانب الاستخدامات فإن رصيد السيولة يكون موجبا، وفي حالة العكس يكون رصيد السيولة سالبا.

أما مفهوم السيولة الدولية فينصرف إلى مقدرة الدولة على تسوية الالتزامات الدولية أو على تمويل العجز في ميزان المدفوعات، ويعتبر هذا التعريف تعريفاً وظيفياً للسيولة الدولية.<sup>1</sup> كما تعرف على أنها وسائل الدفع الخاصة المتوفرة لدى البنوك المركزية من أجل تسوية أرصدة المبادلات الدولية، وتتكون من وسائل نقدية تسمى سيولة أولية (الذهب، عملات أجنبية، حقوق السحب على مستوى صندوق النقد الدولي) ومن وسائل قرض تسمى سيولة ثانوية أو مشروطة (السحب المشروط الذي يفوق حصة الذهب لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مزاع مفلح، "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، 2007، ص: 34.

<sup>2</sup> Maurice Denis, "Lexique de L'Economie et de la Gestion", Edition Labor, 1976, p=133.

من خلال التعريف نجد أن مفهوم السيولة الدولية أوسع وأشمل من مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي، حيث تشمل السيولة الدولية زيادة على احتياطات الصرف الأجنبي أصول العملات الأجنبية لدى الحكومة، هذه الأصول تحدد معا موارد العملة الأجنبية الرسمية التي يمكن تجنيدها بسرعة من أجل إشباع الطلب على الصرف الأجنبي. كما أننا نجد أن احتياطات الصرف الأجنبي تتعلق بمستحقات السلطات النقدية على غير المقيمين فقط، بينما السيولة الدولية تتعلق بمستحقات والالتزامات الخاصة بالبنك المركزي والحكومة من العملات الأجنبية تجاه المقيمين وغير المقيمين.

### ثانيا: أنواع السيولة الدولية

يميز صندوق النقد الدولي بين عناصر السيولة الدولية التي تمتلكها الدولة ( غير المشروطة) وبين العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي (مشروطة) كما هي موضحة في الشكل(1-1).

– **السيولة المملوكة (غير المشروطة):** تعرف السيولة المملوكة بأنها الأصول والاحتياطات التي تقع في حوزة الدولة، وترجع ملكيتها للسلطة النقدية ويستطيع البلد التصرف فيها بحرية دون شروط حينما تنشأ الحاجة لذلك، حتى لو أدى ذلك إلى هبوطها إلى مستويات دنيا.

تشمل السيولة المملوكة على الذهب النقدي على مستوى البنوك المركزية، العملات الأجنبية التي تحتفظ بها البنوك كاحتياطات، بالإضافة إلى حق السحب غير المشروط من صندوق النقد الدولي ( الشريحة الاحتياطية) زائد ما بحوزة الدولة من حقوق السحب الخاصة.

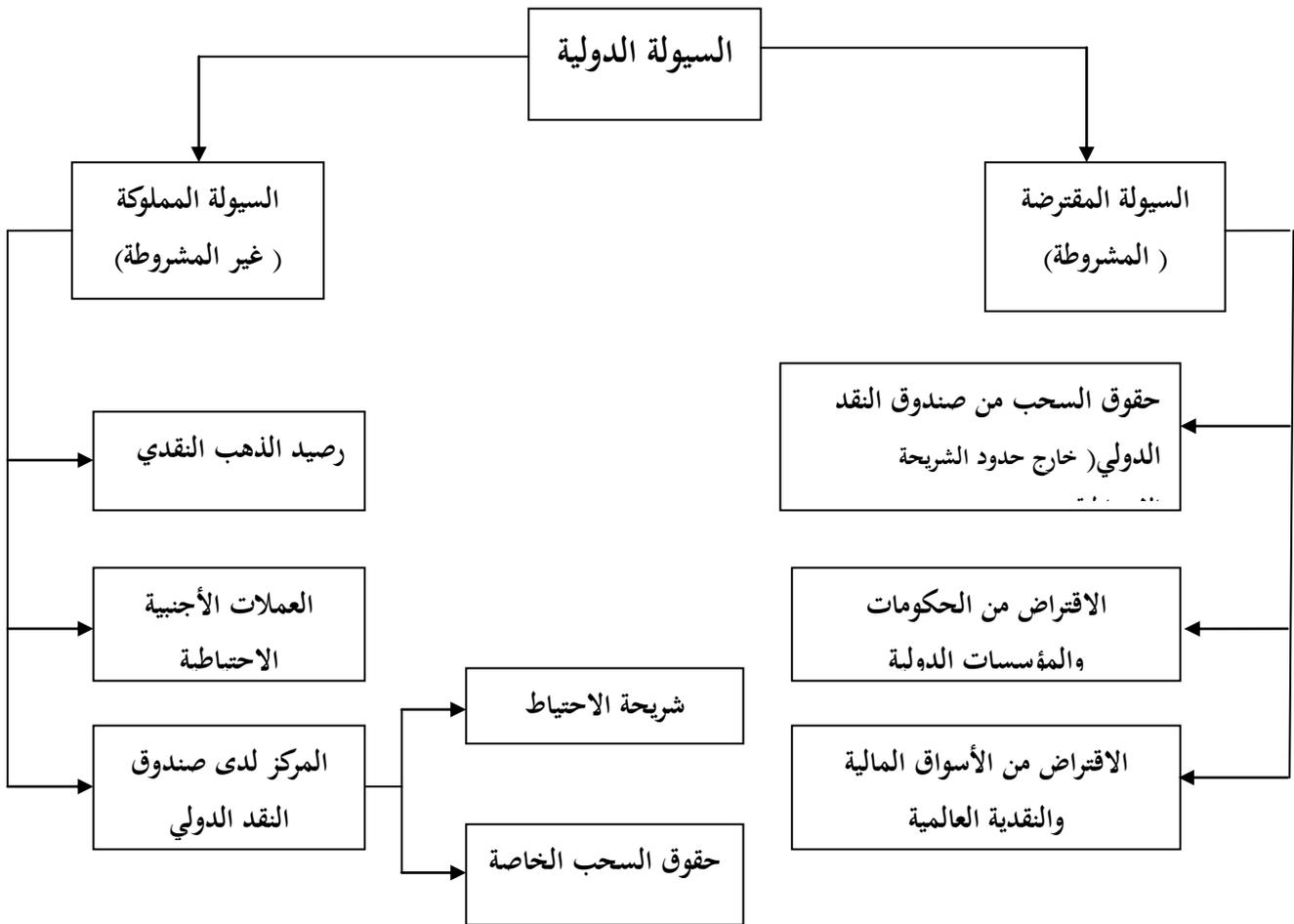
– **السيولة المقترضة (المشروطة):** تعبر عن كافة عناصر السيولة التي تحصل عليها الدولة عن طريق الاستدانة ( الاقتراض الخارجي)، لغرض تسوية العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، وتكون هذه العناصر مطلوبة بعد فترة زمنية معينة وفي تاريخ محدد يتم الاتفاق عليه مبدئيا. كما يتحمل الاقتصاد الوطني أعباء ومصاريف ثمنا للحصول عليها، تتمثل في سعر فائدة الحصول عليها.

تشمل السيولة المقترضة إمكانيات السحب لدى صندوق النقد الدولي فوق حدود الشريحة الاحتياطية، بالإضافة إلى القروض التي يمكن الحصول عليها من الحكومات أو من الأسواق النقدية في الدول الأخرى، كما تضم أيضا السحب على التسهيلات المتاحة بين البنوك المركزية (اتفاقيات السواب swap).

تتعلق الشروط التي تكون في إطار السيولة المقترضة بحالة ميزان المدفوعات، كما هو الحال بالنسبة لحقوق السحب المشروطة من صندوق النقد الدولي، و قد تكون متعلقة بموقف المديونية الخارجية للدولة وبمدى الثقة في مستقبلها وقدرتها على سداد ديونها، كما هو الحال بالنسبة للاقتراض من أسواق النقد الخارجية، كما أن هذه الشروط قد تكون متعلقة ومنصبة على أوضاع السياسة الاقتصادية للدولة مثل سياسة الأجور والأسعار والموازنة العامة للدولة وسياسة سعر الصرف والتجارة الخارجية، كما هو الحال بالنسبة لاتفاقيات الدعم والمساندة من صندوق النقد الدولي.<sup>1</sup>

إن الفرق بين السيولة المملوكة والسيولة المقترضة يتمثل في أن السيولة المقترضة لا تملكها السلطات النقدية ملكية مطلقة إضافة إلى أنها تتحمل تكلفة للحصول عليها بالإضافة إلى المشروطة، أما السيولة المملوكة فهي مملوكة للسلطات النقدية ملكية مطلقة ولا تتحمل عليها فائدة (تكلفة).

الشكل (1-1): أنواع السيولة الدولية



المصدر: رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 96

<sup>1</sup> رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

### المطلب الثالث: صيغ وقنوات تراكم احتياطي الصرف الأجنبي

أولاً: صيغ احتياطي الصرف الأجنبي: هناك عدة صيغ لاحتياطي الصرف الأجنبي أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

**1- إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي الاسمية:** وهي تمثل إجمالي ما تملكه الدولة من أصول العملات الأجنبية، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة بالإضافة إلى حيازات الذهب.

تقلب قيمة هذه الاحتياطات طوال العام ويمكن إرجاع هذا التقلب إلى عدد من الأسباب منها:

- حصة حقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي.
- التقلب في أسواق العملات الأجنبية.
- التقلب في قيمة الدولار الأمريكي.

**2- احتياطات الصرف الاسمية الصافية:** وهي عبارة عن إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي الاسمية مطروحا منها الديون قصيرة الأجل بالعملات الأجنبية.

وتعرف الديون قصيرة الأجل على أنها الديون الخارجية التي يكون أجل استحقاقها سنة واحدة أو أقل ويوجد حالياً معيارين لتحديد الديون قصيرة الأجل:<sup>2</sup>

- معيار بنك التسويات الدولية (BIS): الذي يستعمل فكرة " استحقاق الدين المتبقي " فيتم احتساب جميع الديون الخارجية التي يستحق سدادها خلال سنة واحدة كديون قصيرة الأجل بغض النظر عن تاريخ الاستحقاق الأصلي.

- معيار البنك الدولي: يعتبر الديون قصيرة الأجل تشمل فقط الديون الخارجية ( بما في ذلك القروض التجارية الرسمية الموسعة للبلدان النامية كما جاء في تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) مع آجال الاستحقاق الأصلي لمدة سنة واحدة أو أقل.

**3- احتياطات الصرف الأجنبية الحقيقية:** عبارة عن إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية ناقص التضخم في قيمة هذه الاحتياطات، أي إزالة التشوهات السعرية عن طريق المكش عن مؤشر احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية. يعبر هذا المؤشر عن القدرة الحقيقية الدولية لهذا المخزون من الاحتياطات.

<sup>1</sup> Ali A.bolbol and ayten m.fatheldin, "analysis of foreign reserves in the Arab countries(1980-2002)", Arab Monetary Fund Economic Papers, Number 10, Abu Dhabi, January, 2005, p:39.

<sup>2</sup> يوري دادوش و آخرون، "دور الديون قصيرة الأجل في السنوات الأخيرة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 37، العدد 04، ديسمبر 2000

4- احتياطات الصرف الأجنبية الصافية الحقيقية: نحصل على هذا المؤشر بإزالة التشوهات السعرية عن احتياطات الصرف الاسمية الصافية، ويعبر هذا المؤشر عن الملاءة الدولية للبلد.

ثانيا: قنوات تراكم احتياطي الصرف الأجنبي

تسارعت وتيرة تراكم احتياطات الصرف الأجنبي على المستوى الدولي خلال السنوات الأخيرة، حيث وصل إلى 13% من الناتج المحلي الإجمالي أي زاد بثلاثة أضعاف خلال عشرة سنوات الأخيرة، فكيف يتم حدوث هذا التراكم في الاحتياطات؟

يتم الحصول على احتياطي الصرف الأجنبي عن طريق قناتين للتراكم: (أنظر الشكل رقم 1-3)

- يتراكم احتياطي الصرف الأجنبي من فوائض الحساب الجاري أي كسب الاحتياطي ويسمى الاحتياطي المكتسب.
- وإما استطاعة البلد على اقتراض الاحتياطي ويسمى الاحتياطي المقترض.

1- الاحتياطات المكتسبة : يعبر هذا الاحتياطي عما يتوافر من فائض متواصل في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العالم الخارجي إلى الدرجة التي تتراكم عندها هذه الفوائض المتتالية على شكل احتياطات أجنبية.

يتشكل الرصيد الفائض من أرصدة الميزان التجاري والتحويلات الجارية.

يشمل الميزان التجاري كافة البنود المادية المتعلقة بحركة السلع والخدمات من صادرات وواردات بلد ما مع بقية العالم في فترة زمنية محددة. ويشكل الفرق بين الصادرات والواردات فائض في الميزان التجاري. إن تصاعد الفوائض المسجلة في الميزان التجاري يعكسه ارتفاع أداء الصادرات، فحصول الصادرات هي المصدر الأساسي الذي تستطيع الدولة أن تراكم منه الاحتياطات، فلولا الصادرات الضخمة لدول جنوب شرق آسيا لما تمكنت تلك الدول من أن تراكم احتياطات ضخمة، ويمكن اعتبار الاحتياطات التي تتراكم من الصادرات هي احتياطات ادخار.<sup>1</sup>

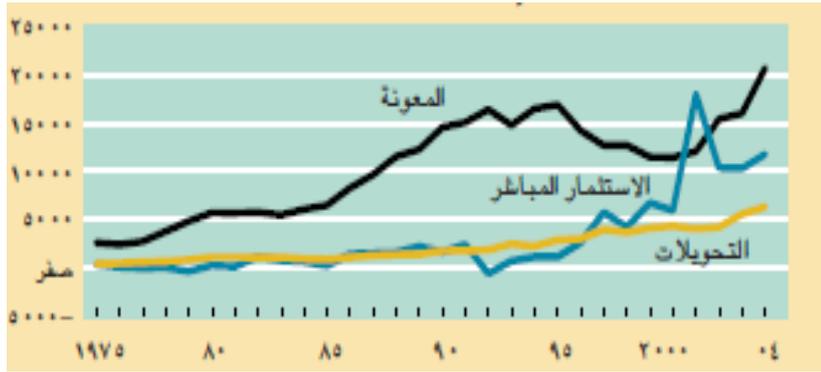
كذلك تعتبر التحويلات الجارية من أهم مصادر تدفقات النقد الأجنبي وتشمل أهم عناصرها على:

- تحويلات العاملين من الخارج.
- المساعدات الإنمائية الرسمية.

<sup>1</sup> محمد بن علي العقلا، "محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية"، مجلة أفق السنة العاشرة، العدد الثالث، جويلية 1998، ص: 190.

- **تحويلات العاملين من الخارج:** تكتسي أهمية بالغة في الاقتصاد الكلي للدول المستقبلية لها من خلال توفير دخل متواصل من النقد الأجنبي ودعم موازين المدفوعات، وتحسين الجدارة الائتمانية لتعزيز القدرة على الاقتراض الخارجي بشروط أفضل. وتعتبر زيادة احتياطات الصرف الأجنبي أحد القنوات التي يتم توجيه الفوائض المالية إليها من التحويلات الرسمية والمنظمة. وتعرف تحويلات العاملين على أنها تحويلات جارية خاصة، تضم السلع والأصول المالية من مهاجرين و/ أو عاملين مقيمين خارج الدولة لفترة سنة أو أكثر إلى أشخاص ( عادة أفراد أسرهم) في دولهم الأصل، أما العاملين في الخارج لفترة تقل عن سنة ( أي غير مقيمين في دول المهجر) فإن تحويلهم يمثل دخلا تم الحصول عليه من العمل لصالح جهة غير المقيمين ( في دولهم الأصل)، وبذلك فإنها تدخل ضمن تعويضات العاملين تحت بند الدخل في ميزان المدفوعات.<sup>1</sup> وقد وصلت التحويلات المسجلة رسميا للبلدان النامية إلى 330 مليار دولار في عام 2008، ويصل إجمالي التحويلات على الأقل ثلاثة أمثال المساعدات الإنمائية، وهي أكبر مصدر للتمويل الخارجي في بلدان نامية عديدة.<sup>2</sup> لكن العكس في جنوب الصحراء الإفريقية التي نجد أن تدفقات كل من المساعدات الإنمائية والاستثمار الأجنبي المباشر تفوق تدفقات التحويلات، لكن التحويلات أقل تقلبا مقارنة بالتدفقات الأخرى وهذا ما يوضحه الشكل (1-2).

الشكل(1-2): التدفقات الوافدة إلى جنوب الصحراء الإفريقية من 1975-2004 بالمليون دولار.



المصدر: سانجيف جويتا وآخرون، "جعل التحويلات تعمل لصالح إفريقيا"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2007، ص:41.

<sup>1</sup> دليل احصاءات ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، 2005.

<sup>2</sup> ديليب راثا و آخرون، "التحويلات و دورها في التنمية"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2009، ص:30

• تدفق المساعدات الإنمائية الرسمية:

يمكن أن يتعزز موقف الدولة من احتياطي الصرف الأجنبي للبلد من خلال المعونات والمساعدات التي تحصل عليها من الحكومات الأخرى، والتي تعتمد عليها الدول التي تنتمي إلى فئة الدخل المنخفض. فلجأت الكثير من سلطات المالية العامة في البلدان التي تتلقى المساعدات بشكل أكبر إلى عدم إنفاق المعونة في السنة التي تتلقاها فيها، بينما يراكم البنك المركزي احتياطات بالنقد الأجنبي (إثيوبيا، غانا) وفي بلدان أخرى زادت سلطة المالية العامة من الإنفاق بما يتماشى مع الارتفاع الهائل في المعونات الأجنبية، بينما سعت السلطة النقدية إلى إبطال ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وذلك عن طريق تعقيم التوسع النقدي المرتبط بزيادة الإنفاق العام (موزامبيق، غانا، تنزانيا). فكل هذا يعبر عن جزء من المعونة في شكل احتياطات دولية وهو ما يمكن تخفيف من مشكلات المرض الهولندي وغيرها من الآثار الجانبية للمعونات الأجنبية.<sup>1</sup>

وبالتالي فإن ادخار جزء من تدفقات المعونة المستقبلية في شكل احتياطات دولية يمكن أن يكون له ما يبرره من منظور المالية العامة والإدارة الاقتصادية الكلية.

• من منظور المالية العامة:<sup>2</sup>

كانت الزيادة الكبيرة في المعونة تنفق كلها عند وصولها، وأن حدوث هبوط كبير لاحقاً في متحصلات المعونة يمكن أن يحدث الحاجة إما لتقييد الإنفاق على نحو يترتب عليه آثار سلبية أو اللجوء إلى رفع التمويل المحلي للنفقات ما يمكن أن يؤدي إلى فقدان السيطرة النقدية وإلى التضخم. على العكس فإن ادخار جزء من الزيادة الهائلة في المعونة من شأنه أن يساعد على تفادي الاعتماد المفرط على التمويل المحلي.

<sup>1</sup> بوكريدي عبد القادر، "أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي - دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009، ص: 42

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، "دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية المالية العالمية"، أفاق الاقتصاد العالمي "العولمة وعدم المساواة"، أكتوبر

2007ص:98.

● من منظور الإدارة الاقتصادية الكلية: إن ادخار جزء من الزيادات في تدفقات المعونة يعكس الحاجة إلى تمهيد الاستهلاك الكلي وتحقيق التوازن بين الطلب والعرض، ومن الأهمية بناء احتياطات وقائية من أجل توفير التأمين الذاتي من الصدمات السلبية المستقبلية في البلدان التي لديها تغطية منخفضة لوارداتها بالاحتياطات، وتكون بذلك معرضة للصدمات خارجية المنشأ والمتكررة، وقد يكون ادخار جزء من المعونة استراتيجية تمهد مسارات الإنفاق عندما تكون الطاقة الاستيعابية ضعيفة.

إن الفائض في الحساب الجاري يحقق من طرف القطاع الخاص (الذي يقوم بعملية التصدير)، هذا الأخير يطرح هذا الفائض (إيرادات العملة الأجنبية) في سوق الصرف الأجنبي فتتسلمها البنوك المركزية مقابل العملة المحلية.

وبالتالي فإن الاحتياطات المكتسبة تنتج من الفائض في الحساب الجاري الذي يحققه القطاع الخاص نتيجة القيام بعمليات التصدير، أو تحويلات العاملين التي تطرح في سوق الصرف الأجنبي وتتسلمها البنوك المركزية مقابل العملة المحلية.

**2- الاحتياطات المقترضة:** هي الاحتياطات التي تتشكل من فوائض الحساب الرأسمالي وتنقسم إلى:

● رؤوس الأموال طويلة الأجل: وهي التي تتجاوز سنة واحدة كالقروض طويلة الأجل، الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

● رؤوس الأموال قصيرة الأجل: وهي التي لا تتجاوز سنة واحدة كالودائع الحكومية، قروض قصيرة الأجل.

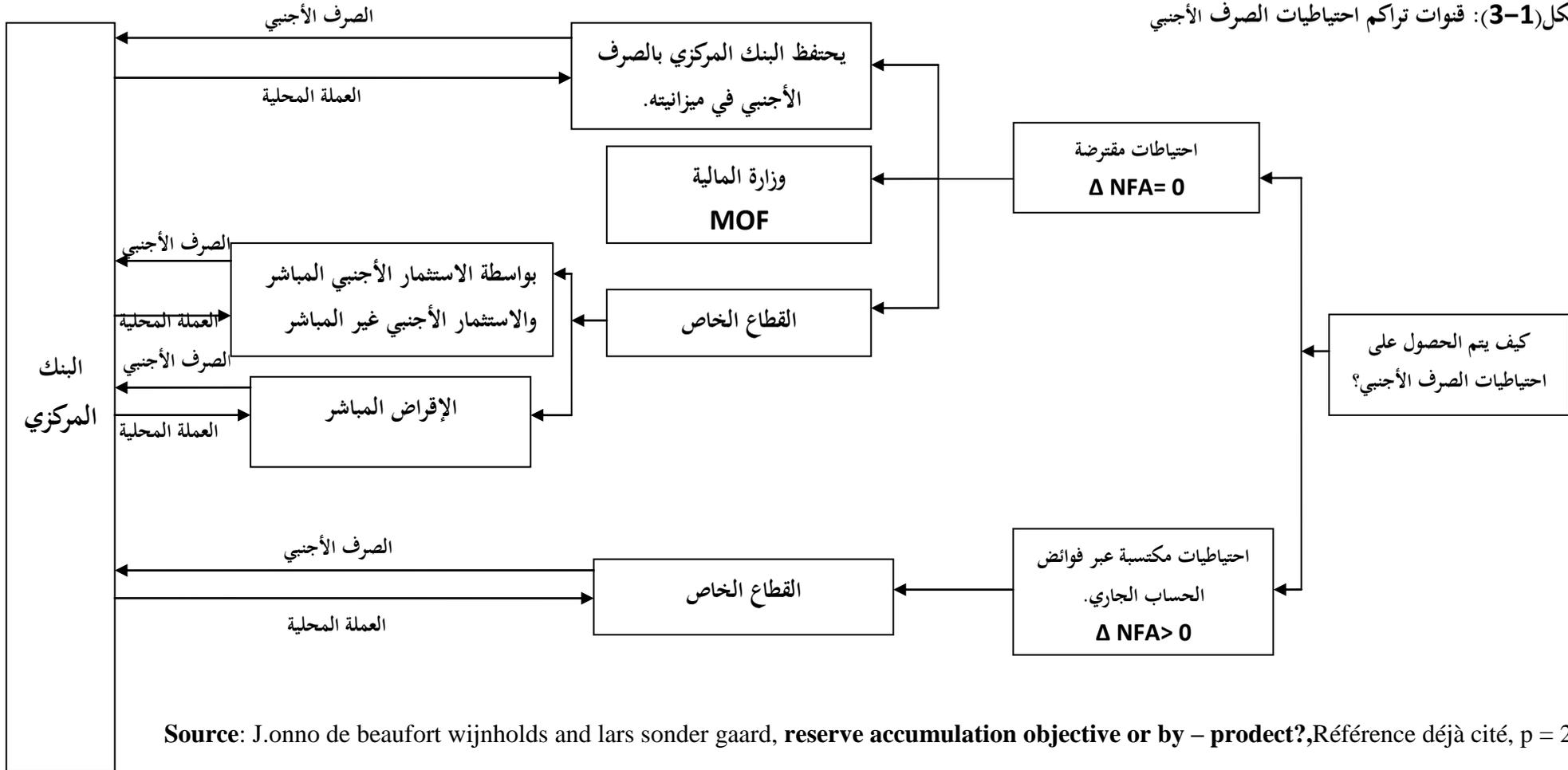
و في هذه الحالة تتراكم الاحتياطات بثلاث قنوات:

- اقتراض البنوك المركزية لنفسها: عندما تكون إيرادات الأصول الأجنبية معدومة تقوم البنوك المركزية بالاقتراض لنفسها لزيادة النقد الأجنبي، وهذا الإجراء لا يؤثر على القاعدة النقدية لأن البنك يحتفظ بالنقد الأجنبي في ميزانيته.

- الاقتراض لحساب وزارة المالية: يقوم البنك المركزي بالاقتراض لحساب وزارة المالية (الحكومة) باعتباره الوكيل المالي لها، حيث تقوم الحكومة ببيع النقد الأجنبي للبنك المركزي مقابل العملة المحلية.

- عن طريق القطاع الخاص: حيث يقوم القطاع الخاص ببيع النقد الأجنبي في سوق الصرف مقابل العملة المحلية، ويحصل القطاع الخاص على النقد الأجنبي عن طريق الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة، أو عن طريق القروض المباشرة.

الشكل (1-3): قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي



## المبحث الثاني: الذهب النقدي واحتياطي الصرف الأجنبي

لعب الذهب دورا مهما في تطور البشرية ويحتل في الظروف الراهنة مكانة هامة في الاقتصاديات المحلية وفي العلاقات الاقتصادية الدولية، ويعود تاريخ معرفتنا بالذهب إلى ما يقارب الستة آلاف سنة، وقد مضى أكثر من 2500 سنة منذ ظهور أولى النقود المصنوعة بالذهب. لقد أدت الاكتشافات الجغرافية خاصة في أمريكا عام 1492 إلى اتساع الأسواق ونطاق التجارة الخارجية وإلى ازدياد الثروة نتيجة تدفق المعادن النفيسة إلى أوروبا من العالم الجديد، وهذا ما كان يطلق عليه عصر المركنتالية، وقد كانت تلخص الفكرة التي يقوم عليها هذا المذهب أن قوة الدولة تكمن فيما لديها من معادن نفيسة خاصة الذهب، ومن ثم يكون المظهر الحقيقي لغنى الدولة هو مراكمة هذا المعدن لديها. وقد شكل الذهب عاملا مهما في النمو الاقتصادي، ومما لاشك فيه أن تدفق الذهب إلى أوروبا وبكميات كبيرة كان أساسا لإدخال قاعدة الذهب والتي اكتسب في ظلها الذهب الدور النقدي.

## المطلب الأول: تاريخ الذهب في النظام النقدي الدولي

يعرف نظام النقد الدولي على أنه مجموعة العلاقات النقدية الدولية المنبثقة عن التجارب العملية والاتفاقات الدولية التي يتواجد في ظلها وسيلة أو وسائل دفع تقبل في تسوية الحسابات الدولية.<sup>1</sup> كما يعرف على أنه مجموعة من القواعد والآليات والتنظيمات التي تتكفل بتصريف أمور العلاقات النقدية بين الدول على نحو يدعم فعالية متعددة الأطراف.<sup>2</sup> وقد شهد النظام النقدي الدولي عدة تطورات فكان انهيار نظام نقدي معين هو قيام لنظام نقدي آخر، حيث أن الوصول إلى نظام نقدي كفاء كان يمثل مشكلة أساسية تواجه الاقتصاديين نتيجة صعوبة الاتفاق حول المعايير التي تقاس بها كفاءة النظام النقدي الدولي.

## أولا: الدور النقدي للذهب:

بدأ الدور النقدي للذهب بتكوين أول نظام نقدي عالمي هو نظام قاعدة الذهب في الفترة (1870-1914)، وفي ظل هذا النظام تكون قيمة الوحدة النقدية مساوية إلى قيمة الذهب الذي تحتويه.

<sup>1</sup> توفيق عبد الرحيم يوسف، "الإدارة المالية و التعامل بالعملات الأجنبية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، 2004، ص: 37

<sup>2</sup> سامي عفيفي حاتم، "التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1999، ص: 161.

لعب الذهب في ظل هذه القاعدة دور مقياس للقيمة ووسيط للتبادل، وقد توفر في هذا النظام مجموعة من الشروط التي ينبغي توافرها لكي يتحقق تشغيل هذا النظام على المستويين المحلي والدولي نذكر منها:<sup>1</sup>

- تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بوزن وعتار معين من الذهب، وهذا الشرط هو الذي أعطى للذهب سعره الرسمي.
- توافر حرية كاملة في سك وصهر الذهب دون تكلفة، وهذا الشرط ضروري لتحقيق التعادل بين السعر السوقي والسعر القانوني للذهب.
- ضمان قابلية العملة الوطنية للصرف بالذهب وبالعكس بلا قيد ولا شرط.
- يشترط عدم وجود قيود على تصدير واستيراد الذهب من الخارج وهذا الشرط ضروري لتحقيق التعادل بين سعر الذهب في الداخل وسعره في الخارج.

ساد هذا النظام في المملكة المتحدة البريطانية وعددا كبيرا من الدول قبل نشوب الحرب العالمية في 1914، إذ تبنت هذا النظام منذ بداية القرن الثامن عشر واستمرت على إتباعه، باستثناء الفترة من 1797-1821 بسبب الحرب النابولية حتى عام 1914 حيث تخلت عنه بسبب الحرب العالمية الأولى، إلا أن نظام الذهب لم يكن متبعا بشكل عام في أوروبا حتى الربع الأخير من القرن التاسع عشر.<sup>2</sup>

وقد قدم الذهب حتى الحرب العالمية الأولى حلا بسيطا وكافيا لمشكلة الاستقرار النقدي والسيولة الدولية، لكن في مرحلة قادمة فشلت قاعدة الذهب كأساس لنظام النقد الدولي وتراجع معها الذهب، ولم يعد يتهيأ له سوى القيام بدور مساعد في تسوية المدفوعات الدولية والاحتياطات الدولية. يمكن إرجاع هذا الفشل أساسا للأسباب التالية:<sup>3</sup>

- ضعف المعدل السنوي لإنتاج وزيادة حجم الذهب حوالي 1.5% فقط، بل إن جزء كبير من تلك النسبة تستخدم في الأغراض الصناعية أو في الاكتناز، وبذلك لم تعد أرصدة العالم من الذهب تمثل سوى مجرد نسبة محددة من جملة المدفوعات التي تتم سنويا.

<sup>1</sup> بسام الحجار، "نظام النقد العالمي و أسعار الصرف"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009، ص:15.

<sup>2</sup> ضياء مجيد، "اقتصاديات النقود والبنوك"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008، ص: 53.

<sup>3</sup> مجدي محمود شهاب-سوزي عدلي ناشد، "أسس العلاقات الاقتصادية الدولية"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006، ص:156.

- عدم تلاءم توزيع الأرصدة الذهبية بين دول العالم، فضلا عن مخاطر نقل الذهب بين الدول.
  - عدم احترام قواعد اللعبة فالدول ذات الفائض في ميزان المدفوعات لم يحدث بها سوى توسع نقدي تبعا لدخول الذهب إليها، ولم ترتفع بالتالي الأسعار الداخلية بها ولم تزداد وارداتها ولم تتناقص صادراتها، وبناءا عليه لم يستعيد ميزان المدفوعات توازنه بموجب تحركات الأرصدة الذهبية دوليا، والعكس لم يحدث في حالة الدول ذات العجز.
  - عدم صلاحية الذهب كوسيلة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، حيث تفضل الحكومات الاحتفاظ بالعملات القوية كرسيد معاملات يكثر التعامل فيه في سوق الصرف الأجنبي بينما تحتفظ بالجزء الذهبي من الاحتياطات الرسمية كمستودع للقيمة.
- وبالتالي تخلي دول العالم عن نظام المسكوكات الذهبية نتيجة الحرب العالمية الأولى سنة 1914، والتي أدت إلى حاجة الدول المتحاربة إلى المزيد من النقود لتغطية نفقاتها الحربية، لكنها عجزت عن توفير كمية كبيرة من القطع النقدية الذهبية.
- وقد حاولت بعض الدول العودة إلى نظام الذهب من أجل علاج الاختلال في ميزان مدفوعاتها، الذي تفاقم بسبب التوسع النقدي فتم عقد مؤتمر جنوة 1922 في إيطاليا، وأقترح إقامة نظام دولي جديد يتميز بالخصائص التالية:<sup>1</sup>
- البلدان التي تمتلك احتياطات كافية من الذهب تعتمد على نظام القاعدة الذهبية، لكن قابلية تحويل النقود إلى الذهب لا تكون إلا جزئية و فقط مقابل سبائك ذهبية، هذا النظام المعروف بنظام السبائك الذهبية أفضى إلى نتيجة طبيعية قضت إلى اختفاء الذهب من التداول الداخلي. على الرغم من ذلك بقي الذهب يلعب دورا مهما في هذه البلدان، إذ باستطاعته أن يكون وسيلة تسديد في المدفوعات الدولية، وأن يشكل الضمانة الداخلية لقيمة النقد.
  - أما البلدان التي تعتبر احتياطاتها بالذهب غير كافية فباستطاعتها أن تكون احتياطات صرف، ليس فقط بالذهب بل أيضا بالعملات الصعبة الأساسية التي تكون بدورها قابلة للتحويل إلى ذهب هذا النظام الذي عرف بقاعدة الصرف بالذهب.
- تم العمل بقاعدة الصرف بالذهب خلال الفترة من 1926-1931، فعادت بريطانيا إلى السبائك الذهبية في عام 1925، وفي فرنسا عام 1926، في حين أخذت بعض الدول الأوروبية بنظام الصرف

<sup>1</sup> وسام ملاك، "الظواهر النقدية على المستوى الدولي"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2001، ص ص: 385-386.

بالذهب. لكن مع اندلاع أزمة الكساد العالمي سنة 1929 خرجت بريطانيا عن نظام الذهب سنة 1931 وتبع بعد ذلك العديد من الدول الأوروبية.

أدت الفوضى النقدية والاقتصادية التي عاشها العالم خلال فترة ما بين الحربين إلى البحث عن نظام نقدي دولي لتصحيح الأوضاع الشاذة التي آلت إليها العلاقات الاقتصادية الدولية، فانعقد مؤتمر بريتن وودز سنة 1944 لتنظيم العلاقات النقدية الدولية.

أهم ما طرح في هذا المؤتمر من اقتراحات تمثلت في اقتراحين: الأول للاقتصادي الإنجليزي جون مينارد كينز والثاني للأستاذ هاري وايت الأمريكي.

**1- مشروع كينز:** يقترح كينز إضفاء الطابع النقدي على المبادلات الدولية، وذلك في إطار أسعار الصرف الثابتة وكان أهم ما اقترح في هذا المخطط :

إنشاء عملة دولية جديدة يتم ذلك بسعر ثابت بالنسبة للذهب، اصطلاح على تسمية ذلك بالبانكور وبذلك يلغى كل الاحتياطي من العملات الرئيسية لأن البانكور يحل محلها، إلا أنه يبقى على الذهب للأغراض النقدية الدولية، وعليه فإنه يرى أنه عند دخول هذا المخطط حيز التطبيق ستم تسوية المدفوعات الدولية بوسيطين لا أكثر هما البانكور والذهب، ويمكن للدول الحصول على البانكور عن طريق بيع الذهب أو عن طريق استخدام حقها في الاقتراض من اتحاد المقاصة الدولية أما في المرحلة العكسية فإن ذلك غير ممكن.<sup>1</sup>

وبالتالي يركز كينز في مشروعه على الدور الذي سيلعبه الذهب في النظام الجديد، باعتبار أن العالم بعد الحرب في حاجة إلى كميات كبيرة من النقود والاحتياطات الدولية والتي لا تتناسب مع كمية الذهب في العالم.

كما يرى أن كمية النقد الدولي لا تتحدد على أساس إنتاج الذهب وتكاليفه ولا على الاحتياطي الموجود منه، وإنما على حاجة التجارة الدولية، وليس يخفى أن كينز كان يضع في ذهنه موقف الذهب في بريطانيا الذي كان قد تدهور كثيرا خلال الحرب، وبالتالي كان يدافع عن فكرة "إسقاط الذهب عن عرشه في نظام النقد الدولي" والتخلص منه كعامل يتحكم في مستوى النقد العالمي.<sup>2</sup>

وهو بذلك يحاول استرجاع مكانة الاقتصاد البريطاني المنهار متجاهلا بذلك النفوذ الأمريكي ولهذا فقد تم رفض المؤتمر لهذا المشروع.

<sup>1</sup> الهادي خالد، "المرآة الكاشفة لصندوق النقد الدولي"، دار هومة، الجزائر، 1996، ص 38-39

<sup>2</sup> رمزي زكي، "التاريخ النقدي للتخلف"، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، 1987، ص: 136.

## 2- مشروع هويت: و قد تضمن النقاط الرئيسية التالية:<sup>1</sup>

- إنشاء نظام نقدي دولي جديد يتمثل في صندوق النقد الدولي والذي يهدف إلى استقرار أسعار الصرف، حيث اقترح هويت إصدار وحدة نقدية دولية أطلق عليها "اليونيتاس" قابلة للتحويل إلى عملات الدول الأخرى، وترتبط قيمتها بوزن معين من الذهب، وذلك من أجل استخدامها كوحدة للحساب ولموازنة الصرف بين الدول.

- تفتح حسابات دائنة ومدينة للدول الأعضاء في الصندوق ويسجل الرصيد في هذه الحسابات باليونيتاس.

- يتكون احتياطي الصندوق من الذهب وعملات الدول الأخرى وأذونات الحكومات.

ويقتصر الذهب في عمليات التسوية على دفع الفائض في الحساب الجاري للدول الأعضاء، وفي حالة حدوث اختلال جوهري في ميزان المدفوعات تكون مهمة الصندوق هي السعي لتثبيت قيمة العملات من خلال الإئتمانات المتبادلة بين الأعضاء.

وبذلك فقد كان هويت يعبر عن مصلحة الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت تمتلك أكبر كمية من الذهب وكان يرمي إلى تنظيم قاعدة الذهب لا القضاء عليها. وقد سمي نظام بريتن وودز بنظام الصرف بالذهب، الذي استمر خلال الفترة من 1946 إلى غاية 1971 وهو العام الذي انهارت فيه اتفاقية بريتن وودز. وقد كان السبب المباشر في انهياره يتمثل في اعتقاد أن الولايات المتحدة الأمريكية سوف تضطر قريباً إلى تخفيض قيمة الدولار نتيجة العجز الكبير في ميزان المدفوعات، وهذا أدى إلى هروب رؤوس الأموال من الولايات المتحدة الأمريكية.

وعندما حاولت ثلاثة بنوك مركزية أوروبية صغيرة تحويل جزء من احتياطاتها الدولارية إلى ذهب من بنك الاحتياطات الفدرالية الأمريكي أوقفت الولايات المتحدة الأمريكية تحويل الدولار إلى ذهب وفرضت رسم استيراد 10%، ولو لم تفعل الولايات المتحدة الأمريكية هذا لاستنفدت كل احتياطاتها من الذهب.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، "الاقتصاد الدولي: نظريات وسياسات"، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007، ص: 492 بتصرف.

<sup>2</sup> دومينيكا سالفاتور، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي، سلسلة ملخصات شوم، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص: 214.

ثانيا: الأزمات التي شهدها الذهب النقدي :

بدأت بوادر الأزمات في الظهور منذ الخمسينات وبالتحديد في مطلع 1958، حيث خسرت الولايات المتحدة الأمريكية خمسة مليارات دولار من أرصدها الذهبية خلال الفترة من 1958-1960، إذ كان حجم هذه الأرصدة سنة 1958، 22.8 مليار من الدولارات فانخفض في سنة 1960 إلى 18.8 مليارات<sup>1</sup>، بسبب هروب رؤوس الأموال من الولايات المتحدة الأمريكية وتراكمها في أيدي أجنبية، الأمر الذي أدى إلى زعزعة الثقة بالدولار، مما أدى إلى زيادة الطلب على الذهب وزيادة اكتنازه، كما قامت البنوك المركزية التي رأت أن نسبة الدولار في احتياطاتها أصبحت ترتفع أكثر فأكثر، بتحويل جزء من احتياطاتها بالدولار إلى ذهب بواسطة المصرف المركزي الأمريكي، ولكن في المقابل كانت احتياطات الولايات المتحدة من الذهب، وهكذا بلغت أزمة الذهب أشدها سنة 1960 عندما أخذت بعض البنوك المركزية تضاعف طلبها على الذهب من الولايات المتحدة الأمريكية ومن سوق لندن أيضا، وأمام هذا الوضع تم اتخاذ مجموعة من القرارات منها:<sup>2</sup>

**1- إنشاء تجمع السوق المشتركة للذهب في عام 1960:** حدثت العديد من المضاربات في أسواق الذهب الحرة وأدت إلى ارتفاع سعر الذهب حتى حدود 40 دولار للأونصة، فحشيت الولايات المتحدة الأمريكية من ابتعاد سعر السوق الحر عن سعر التكافؤ الرسمي 35 دولار للأونصة، فحثت على إنشاء تجمع السوق المشتركة للذهب بواسطة مؤسسات الإصدار في البلدان الصناعية الكبرى\* من أجل المحافظة على سعر الذهب عن طريق بيعه وشراؤه.

إلا أن التجمع لم يستطع تلبية الطلب المتزايد على الدولار في سنة 1968 خاصة في سوق لندن الأمر الذي أدى إلى تفككه.

**2- إنشاء السوق المزدوجة للذهب في 1968:** قررت الدول الأعضاء في التجمع سنة 1968 على عدم التدخل من أجل الحفاظ على سعر الذهب في سوق لندن نتيجة تكبدها خسائر فادحة عندما قامت ببيع الذهب بالسعر الرسمي المقدر بـ 35 دولار للأونصة، و بذلك توقف التجمع عن القيام بمهامه ونتج عنه إنشاء السوق المزدوج للذهب والتي تفرق بين:

<sup>1</sup> عثمان أبو حرب، الاقتصاد الدولي، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص: 179.

<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 423-424 بتصرف.

\*الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، ألمانيا، إيطاليا، فرنسا، بلجيكا، هولندا.

- سوق الذهب الصناعي حيث يرتبط السعر بالعرض والطلب.
- سوق الذهب النقدي حيث يحافظ على سعر 35 دولار للأونصة ومن ثم على سعر 38 دولاراً للأونصة بعد التخفيض الأول للدولار في عام 1971 وعلى 42.2 دولاراً بعد التخفيض الثاني للدولار في 1973.

هذا السوق حدا بالسلطات الأمريكية إلى الضغط على البلدان التي تقع ضمن دائرة نفوذها من أجل عدم تقدمها بطلب للخزينة تحول بموجبه الدولار إلى ذهب، وبذلك أصبح الدولار فعلياً نقداً غير قابل للتحويل بعد الإعلان عن ذلك في سنة 1971.

**3- نهاية الدور النقدي للذهب:** إن إعلان الرئيس الأمريكي نيكسون عن إيقاف تحويل الدولار إلى ذهب في سنة 1971، أدى إلى إلغاء السوق المزدوجة رسمياً في سنة 1973، وبذلك ألغيت رسمياً قاعدة الصرف بالذهب وابتعد سعر الذهب عن السعر الرسمي مقترباً من سعر السوق وذلك نتيجة عدة تطورات منها:

- اتفاق وزراء مالية الجماعة الأوروبية على تسوية حساباتهم بالذهب بسعر السوق.
- اتفاق أعضاء نادي باريس على استخدام المؤسسات الرسمية للذهب المقوم بسعر السوق كضمان للقروض التي تعقد فيما بينها.
- موافقة صندوق النقد الدولي في سنة 1974 على تعديل أساس تقويم حقوق السحب الخاصة على أساس مقدار معين من 16 عملة بدلاً من 0.88 غ ذهب.
- رفع الحظر على مواطني الولايات المتحدة الأمريكية بالاحتفاظ ببيانات خاصة من الذهب مثل بقية مواطني الدول.

أرست هذه التطورات التعديل الثاني لاتفاقية بريتن وودز من خلال مؤتمر جاميكا سنة 1976 والذي تقرر من خلاله:

إلغاء السعر الرسمي للذهب ونزع الصفة النقدية عنه ومعاملته كأبي سلعة يتحدد سعرها بناءً على العرض والطلب، وحضر أي وظيفة له في ترتيبات سعر الصرف ولكن يلاحظ هنا بأن اتفاقية جاميكا قد تغاضت عن ذكر أي كلمة عن دور الذهب كاحتياطي دولي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رمزي زكي، "التاريخ النقدي للتخلف"، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

## المطلب الثاني: الذهب النقدي كجزء من احتياطات الصرف الأجنبي

رغم نزاع الصفة النقدية للذهب، تواصل معظم البنوك المركزية حيازة كمية كبيرة من الذهب كجزء من أصولها الاحتياطية الرسمية. حيث كانت الدول الصناعية الغربية المتقدمة تحتفظ بما يقرب من 90% من احتياطات الذهب في العالم، حققت لها أرباحا صافية نتيجة إعادة تقييمها خلال حقبة السبعينات قدرت بأكثر من 400 بليون دولار، في الوقت الذي حققت الدول النامية خسارة ضخمة نتيجة استمرارها في الاحتفاظ بالدولار الأمريكي كعنصر رئيسي لاحتياطياتها النقدية، استنادا إلى وعود الولايات المتحدة الأمريكية للمحافظة على استقرار سعر الذهب على أساس 35 دولار للأوقية.<sup>1</sup> إذا نظرنا إلى الذهب كجزء من الاحتياطات الدولية، فإنه يجب أن نشير إلى مناطق إنتاجه في العالم، والذي تركز في خمسة دول رئيسية هي: جنوب إفريقيا التي تعتبر المصدر الرئيسي للذهب وكل من الولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا وكندا والصين، ويبلغ إنتاج هذه الدول الأربعة مجتمعة 1139 طن خلال سنة 2007.

تشير التقديرات إلى أن الاحتياطات لدى الهيئات الرسمية والدولية من الذهب تعادل تقريبا ما في باطن التربة من هذا المعدن، وهي كمية كافية لكي تساعد على تطوير الإنتاج والتجارة الدوليين، ومن المؤكد أنه ليس باستطاعة البشرية الاستغناء عن هذا المعدن حتى يومنا هذا.<sup>2</sup> إن كمية الذهب المنتجة لا يمكن ربطها بكمية الذهب المستخدم في الاحتياطات الدولية، لأن الذهب يستخدم لأغراض مختلفة منها: الغرض النقدي وغرض الاكتناز والأغراض الصناعية. يعتبر توزيع الذهب بين الأغراض المختلفة وخاصة الأغراض النقدية والاكتناز مؤشرا هاما للأوضاع السياسية والاقتصادية العالمية، فالتوترات السياسية والاقتصادية العالمية وخاصة في الدول التي تلعب عملتها دورا كبيرا في الاقتصاد العالمي تدعو إلى مزيد من الاكتناز الخاص للذهب والمضاربة على أسعار الذهب، وبالتالي تؤثر في الاحتياطات من الذهب كجزء من الاحتياطات النقدية الدولية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> يونس احمد البطريق، "السياسات الدولية في المالية العامة"، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص: 84.

<sup>2</sup> بسام الحجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006، ص: 53.

<sup>3</sup> صبحي تادرس قريصة-مدحت محمد العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية، بيروت، 1983، ص: 400.

**أولاً: تعريف احتياطي الذهب النقدي:**

يعرف دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993 الذهب النقدي: "أنه الذهب المملوك من قبل السلطات النقدية ويخضع لسيطرتها ويعتبر أصلاً من أصولها ومعلوماً من احتياطاتها الأجنبية، ويعامل جميع الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية عدا البنك المركزي باعتباره سلعة أو مخزون أو سلعة ثمينة.<sup>1</sup>

أي أن احتياطي الذهب جزء من الاحتياطات الرسمية يحتفظ به البنك المركزي كمستودع للقيمة أو لتأمين العملة. حسب التعريف السابق فإن الخاصية الوحيدة للذهب لأن يكون أصلاً من أصول احتياطات الصرف هو ملكيته من قبل السلطات النقدية، و بالتالي يتميز الذهب النقدي عن الذهب الذي يكون بحوزة الأفراد أو الشركات أو الحكومات المنتجة له، والذي يتم التعامل به لغرض البيع والشراء، هذا الأخير الذي يسمى بالذهب غير النقدي والذي يعامل على أنه سلعة عادية.

ووفقاً لمجلس الذهب العالمي رفعت البنوك المركزية العالمية في عام 2012 مشترياتها من الذهب إلى أعلى مستوى منذ 48 عاماً، حيث بلغت قيمة المشتريات العالمية للذهب 236.5 مليار دولار وبحجم بلغ 4405.5 أطنان من الذهب<sup>2</sup>. ويقوم مجلس الذهب العالمي كل سنة بنشر تقرير حول احتياطات الذهب النقدي الرسمية كما هي مبينة في الجدول التالي.

<sup>1</sup> دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.

<sup>2</sup> مجلس الذهب العالمي، تقرير السنوي، 2013.

الجدول (1-3): احتياطي الذهب الرسمي ونسبته من إجمالي الاحتياطات في نهاية سنة 2012.  
( عشرة دول ذات المراتب الأولى )

الرقم	الدول	احتياطي الذهب بالطن	نسبته من إجمالي الاحتياطات
01	الولايات المتحدة الأمريكية	8133.5	76%
02	ألمانيا	3391.3	73%
03	صندوق النقد الدولي	2814.0	-
04	إيطاليا	2451.8	72%
05	فرنسا	2435.4	71%
06	صين	1054.1	2%
07	سويسرا	1040.1	11%
08	روسيا	957.8	9%
09	اليابان	765.2	3%
10	هولندا	612.5	60%

Source: world gold council, « gold demand trends full year 2012 »,fevrier 2013,p :14-15

نلاحظ من خلال الجدول أن الولايات المتحدة الأمريكية تحوز على أكبر احتياطي من الذهب النقدي بمقدار 8133.5 طن تليها ألمانيا بـ 3391.3 طن ثم باقي الدول، كما نلاحظ أنه رغم نزاع الصفة النقدية عن الذهب إلا أن الدول مازالت تحتفظ بالذهب كأصل احتياطي، وهو ما يفسر ارتفاع نسبته من إجمالي الاحتياطات لبعض الدول وهذا راجع للثقة في الذهب كأصل احتياطي.

ثانيا: دوافع حيازة البنوك المركزية للذهب:

خصوصية الذهب السلعية والمالية والتي يخضع فيها لقواعد العرض والطلب وتكاليف الإنتاج، كذلك عدم تأثره بالسياسة الاقتصادية المباشرة لأي دولة كان سببا في تقوية موضع الدولة من حيازاتها الرسمية للذهب.<sup>1</sup> بذلك يعتبر الذهب ملاذا آمنا، ويرجع احتفاظ البنوك المركزية بالذهب إلى عدة أسباب منها:<sup>2</sup>

التنويع - الأمن الاقتصادي - الأمن المادي - الثقة - التأمين - مصدر للدخل.

<sup>1</sup>Grigori A marchenko, "gold as a reserve asset", the LBMA precious metals conference 2003, lisbon, p ;13.

<sup>2</sup> مجلس الذهب العالمي، التقرير السنوي 2008.

- **التنويع** : يجاز احتياطي الذهب لغرض التنويع لأن الاحتياطات المشككة من العملات والأوراق المالية للدول الأجنبية أكثر عرضة للمخاطر، لأن أسعارها تخضع لقرارات السياسة النقدية للمصارف المركزية، وكذا تأثر أسعار العملات بأسعار الصرف فيما بينها، في حين أن الذهب يخضع لقانون العرض والطلب، وبذلك توفر إستراتيجية التنويع عائدا أقل تقلبا من الاستناد إلى أصل واحد.
- **الأمن الاقتصادي**: إن الذهب في منأى عن التشوهات السعرية ويحتفظ بقوته الشرائية على المدى الطويل.
- **الأمن المادي**: يشكل الذهب أمنا ماديا مقارنة بباقي الأصول الاحتياطية التي تم التعاقد عليها في شكل أوراق مالية والتي تكون معرضة للتجميد.
- **الثقة**: إن استخدام الذهب من طرف البنك المركزي كأحد أصول مقابلات الكتلة النقدية يدعم الثقة في العملة وهو مؤشر للثقة الائتمانية للبلد.
- **التأمين**: إن امتلاك الذهب فكرة حكيمة وذكية للمساعدة في الحماية من احتمالات التعرض للصدمات الاقتصادية الخارجية.
- **مصدر للدخل**: هناك من يرى بأن الذهب من الأصول التي لا تدر دخلا، لكنه وبما أن للذهب سوق وبورصة تتم عملية الإقراض به مما يساهم في توليد الأرباح مع تحمل أقل المخاطر. وبذلك يعتبر الذهب عملة بلا جنسية ولغة الكل يفهمها.

### المطلب الثالث: الجدل الاقتصادي حول اعتبار الذهب كأصل احتياطي دولي

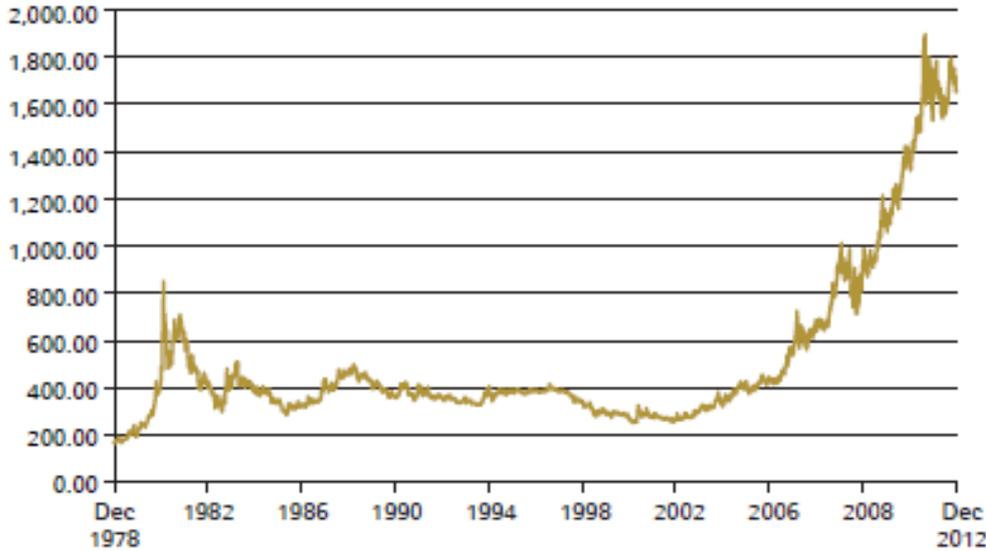
رغم نزع الصفة النقدية عن الذهب في النظام النقدي الدولي، إلا أن البنوك المركزية تواصل حيازة الذهب كأحد عناصر احتياطياتها الدولية، ومع ذلك فالبعض يرفضون اعتبار الذهب ضمن الاحتياطات الدولية لأسباب منها:<sup>1</sup>

- أنه لا يمكن استخدامه مباشرة في دعم سعر صرف العملة.
- الاحتفاظ به لا يدر أي عائد بل العكس قد يتطلب الحفاظ عليه تكلفة ربما تكون مرتفعة.
- صعوبة تقييمه بسعر ثابت بسبب تقلب أسعاره العالمية، والتي تخضع للطلب والعرض عليه في السوق. نلاحظ من خلال المنحنى البياني(1-4) الذي يبين تطور أسعار الذهب خلال

<sup>1</sup> رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 261.

الفترة من 1978-2012، أن سعر الذهب في تذبذب، حيث أنه خلال عشرة سنوات الأولى سعر الذهب كان يتحرك تدريجيا لكن بداية من 2007 بدأ سعر الذهب يرتفع بشكل سريع، نتيجة ارتفاع الطلب على الذهب بسبب الأزمة المالية لسنة 2008.

#### الشكل(1-4): تطور أسعار الذهب بالدولار للأوقية



Source : www.gold.org.SSgA, as of 31/12/2012

رغم ذلك فالبعض يدافع عن فكرة إبقاء واستمرار الذهب كأصل احتياطي باعتباره ملاذا آمنا وأنه يتمتع بمزايا لا يتمتع بها أصل آخر منها:

- ارتفاع سعر الذهب نتيجة التضخم مما يعني أنه على الرغم من أن الاحتفاظ به لا يدر أي عائد، إلا أنه يحتفظ بقيمته لمواجهة آثار التضخم أي يعتبر كأداة للتحوط من التضخم.
- إن قيمة الذهب تتحدد من خلال العرض والطلب في أسواق الذهب العالمية، في حين العملات والأوراق المالية الحكومية تعتمد على وعود الحكومة والتغيرات في السياسات النقدية للبنوك المركزية.<sup>1</sup>
- إن تقلبات أسعار الذهب التي رُفض من أجلها أن يكون أصلا احتياطيا لا تقتصر فقط على الذهب بل تشتمل جميع العملات الاحتياطية الأخرى.
- عمق سوق الذهب وسيولتها وخلوه من المخاطر الائتمانية تجعل هذا المعدن من أكثر الأصول جاذبية للبنوك المركزية مقارنة بالبدايل الأخرى.

<sup>1</sup> Jitt leyland, "the evolution in central bank attitudes toward gold", world gold council, april 2010, p:10

حيث نلاحظ منذ اندلاع الأزمة المالية في سنة 2008، والتي كان أحد العوامل الرئيسية الأساسية التي أدت إليها هو الاعتماد على الدولار بشكل كبير، هذه الحاجة إلى تقليل الاعتماد على الدولار أضاف نوعاً من الضغط لتنويع احتياطاتها في أصول أخرى.

### المبحث الثالث: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي خارج الذهب النقدي

لقد تطورت العناصر المكونة لاحتياطات الصرف الأجنبي بتطور النظم النقدية والعلاقات الاقتصادية الدولية، ففي ظل نظام قاعدة الذهب كان الذهب يشكل المصدر الرئيسي لاحتياطي الصرف الأجنبي، ولكن مع انهيار نظام قاعدة الذهب وظهور مشكلة السيولة الدولية توسعت تشكيلة احتياطي الصرف الأجنبي وذلك نتيجة العوامل التالية:<sup>1</sup>

- رغبة الدول التي تملك احتياطات ذهبية كافية في تكوين احتياطات ملائمة من العملات الأجنبية لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات.
  - الاقتصاد في استخدام الذهب في تسوية المدفوعات الدولية.
  - توفير مرونة أكبر في إصدار النقود.
  - استخدام العملات الأجنبية للحفاظ على القيمة الخارجية للعملة الوطنية.
- وحسب تصنيف دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي (2009) فإن احتياطي الصرف الأجنبي يتكون بالإضافة إلى الذهب النقدي: العملات الاحتياطية الدولية، حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

### المطلب الأول: احتياطي العملات الأجنبية

نظراً لحاجة الدول للتعامل مع الدول الأخرى سواء من حيث حاجتها لتصدير واستيراد السلع والخدمات من دول أخرى أو لاستثمار الأموال بعملات دول أخرى، فإنها تحتاج إلى عملات أجنبية لتسوية التزاماتها الدولية، وإذ قلنا أنها تحتاج لعملات أجنبية فهذا لا يعني أن جميع العملات الأجنبية تقبل في تسوية الالتزامات والحقوق الدولية، بل لابد من توفر شروط معينة في العملة كي تقبل في تسوية المدفوعات الدولية، ويصطلح على العملة في هذه الحالة بالعملات الإرتكازية أو العملات القابلة للتحويل أو العملة الصعبة، وهذه هي العملات التي تدخل في عداد احتياطات الصرف الأجنبي.

<sup>1</sup> هيل عجمي جميل الجنابي - رمزي ياسين يسع أرسلان، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، الطبعة الأولى، دار واقل، 2009، ص: 190.

أولاً: مفهوم عملات الاحتياطي:

**1-تعريف عملة الاحتياطي (العملة الإرتكازية) :** تعتبر على أنها عملة وطنية تتمتع بالقبول العام في تسوية المدفوعات خارج حدود دولتها، وتعتبر أداة للتبادل ومقياس للقيمة ومخزن لها. كما يمكن القول أن العملات الإرتكازية هي العملات القابلة للتحويل، أي تلك العملة التي لا تفرض دولتها قيوداً على مدفوعاتها الخارجية أو على موجودات الدول الأخرى من عملتها، أي أن لهذه العملة الحرية بالدخول والخروج من وإلى الدولة أو دول أخرى دون أية قيود أو دون أخذ الموافقة من السلطات النقدية بإخراج العملة.<sup>1</sup>

**2- شروطها:** حتى تستوفي العملة دور احتياطي الدولي وحتى تؤدي دور النقد العالمي فإن "اسكامل" يضع أربعة شروط لهذه العملة:<sup>2</sup>

- أن هذه العملة يجب أن تكون عملة دولة ذات مكانة كبيرة في مجال التجارة الخارجية. كما أن لهذه العملة سوق عالمية يتوافر فيها عرض هذه العملة والطلب عليها.
- يجب أن تتمتع قيمة هذه العملة بقدر كبير من الثبات، أو على الأقل بقدر أكبر من الاستقرار الذي تتميز به عملات الدول الأخرى.
- أن تتركز هذه العملة على نظام نقدي ومصرفي ذو درجة كبيرة من التقدم والخبرة في مؤسساته وكفاءة عالية في طرق إدارته.
- يجب أن لا تخضع هذه العملة للندرة الدورية.

فإذا توفرت هذه الشروط في عملة أي دولة فإن تلك العملة تكتسب صفة القبول العام على المستوى الدولي وتلعب دور النقد العالمي، وسوف تسعى دول العالم إلى اقتنائها والاحتفاظ بها كاحتياطات دولية.

يبحث الاقتصادي الهندي " chatterjee " في أهمية استمرار صفة القابلية للتحويل بالنسبة للعملة، فإذا كانت عملة دولة قابلة للتحويل فإنه يلزم الاهتمام أيضاً في استمرار تلك الصفة، ففي الوقت الحالي لا توجد عملة واحدة قابلة للتعامل في كل المعاملات الدولية في العالم، ولكن على العكس من ذلك نجد عملات متعددة تصلح لهذا الغرض.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> موسى سعيد مطر و آخرون، "المالية الدولية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 29

<sup>2</sup> رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 74-75.

<sup>3</sup> صبحي تادرس قريصة-مدحت محمد العقاد، مرجع سبق ذكره، ص: 405.

## الفصل الأول:.....عموميات حول احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية

على الرغم من المزايا التي تحصل عليها الدولة صاحبة العملة القابلة للتحويل، إلا أنها تعاني من آثار سلبية تعود على اقتصادها الوطني نتيجة عملية المضاربة على قيمة هذه العملة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض سعر صرفها، فإذا ما حدث انخفاض في سعر صرف العملة نتيجة عملية المضاربة فإن ذلك يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال الأجنبية من ذلك البلد، هذا الأمر يكون له أثر سلبي حاد على ميزان مدفوعاتها.

كما أن زيادة أرصدة الدول من عملة إرتكازية معينة بحجم لا يتناسب مع قدرة الدولة صاحبة تلك العملة قد يؤدي إلى إضعاف الثقة في تلك العملة.

رغم أن هناك أخطار تتحملها الدول من جراء الاحتفاظ بالعملات الارتكازية كجزء من احتياطاتها خاصة خطر تخفيض سعر صرف تلك العملات، إلا أن العملات الأجنبية تحتل نصيب مهم من إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي، حيث تواصل الدول في زيادة حجم احتياطاتها من العملات الأجنبية كما هو موضح في الجدول (4-1).

حيث نلاحظ من خلال الجدول (4-1) أن الدول تفضل الاحتفاظ بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل ضمن احتياطاتها، وهذا التفضيل يعود إلى أن الدول توازن بين أخطار تخفيض سعر صرف تلك العملات وبين خسارة الفائدة التي تدرها العملات الأجنبية القابلة للتحويل.

### الجدول(4-1): تطور حجم العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي

(2009-جانفي 2013)

الوحدة: مليون وحدة حقوق سحب خاصة

2013 جانفي	2012	2011	2010	2009	
7,116,519	7,115,740	6,644,976	6,015,903	5,207,936	دول العالم
2,406,485	2,401,451	2,213,707	2,007,886	1,772,433	الاقتصاديات المتقدمة
4,710,034	4,714,289	4,431,269	4,008,018	3,435,503	الاقتصاديات الناشئة
2,695,323	2,704,055	2,612,781	2,348,093	1,952,376	دول جنوب شرق آسيا
583,753	585,981	550,346	535,425	485,443	أوروبا

Source :International Financial statistiques(IFS),data extracted from IMF data warehouse on 04/02/2013.

لتوضيح مزايا الاحتفاظ بنصيب أكبر من العملات القابلة للتحويل ضمن احتياطات الصرف الأجنبي، يسوق الاقتصادي الأمريكي هانسن المثال التالي:<sup>1</sup> إن الدول تفضل الاحتفاظ بالعملات القابلة للتحويل بالمقارنة بالذهب وذلك للحصول على الفائدة التي تنتج من ديون الدول المختلفة إزاء هذا الاحتياطي، فالمزايا من الاحتفاظ بالعملات القابلة للتحويل إنما تفوق الخسائر التي يمكن أن تحدث من جراء تخفيض سعر صرف تلك العملات، فلو فرضنا سعر الفائدة منخفضاً ومقداره 3% فإن هذا يستلزم أن تقوم دول العملات القابلة للتحويل بتخفيض عملتها بنسبة 35% كل عشر سنوات لإلغاء أثر هذه الفائدة وهذا مستحيل.

### 3- وظائف عملة الاحتياطي

إن العملة الدولية تؤدي نفس الوظائف التي تؤديها النقود على المستوى المحلي والمتمثلة في ثلاثة وظائف أساسية: وسيط للتبادل، وحدة للتحاسب، مستودع للقيمة. قام الاقتصادي كروجمان بوضع مصفوفة تبين دور العملات الدولية كما هي موضحة في الجدول (1-5).

الجدول (1-5): وظائف العملات الأجنبية

الدور	الإستعمال الخاص	الإستعمال الرسمي
وسيط للتبادل	تسوية المبادلات التجارية والمالية	التدخل في أسواق الصرف
مستودع للقيمة	التوظيفات والتمويل	تراكم الاحتياطات
وحدة للتحاسب	تثبيت السعر - الفوترة	عملة ربط (نقد مرجعي)

Source : Krugman, "Currency Caises", Combrige UK, 1997, p :128.

حسب كروجمان فإن العملات الدولية يستخدمها كل من القطاع الخاص والقطاع العام، حيث يستخدمها القطاع الخاص كوسيط للتبادل في عملية التبادل المباشر للعملات أو من أجل تسوية المعاملات التجارية وصفقات رأس المال الدولية، وتستخدمها القوى الرسمية للتدخل في أسواق الصرف وتمويل ميزان المدفوعات. كما تستخدم كمستودع للقيمة فتستعملها القوى الخاصة عند اختيار أصولها المالية، وبالمثل يمكن للقوى الرسمية حيازتها كعملة دولية من أجل تشكيل أصولها الاحتياطية الدولية.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص: 408.

تستخدم كذلك كوحدة حسابية في تسديد فواتير تجارة السلع وفي تحديد قيمة الصفقات المالية للقطاع الخاص، ويستعملها القطاع العام لتحديد تعادل سعر الصرف. مع ذلك نجد أن وظيفة العملة الدولية كوسيط للتبادل ووحدة للحساب تكون مهيمنة على وظيفتها كمخزن للقيمة.

### ثانياً: هيكل احتياطي الصرف الأجنبي من العملات الأجنبية

هناك العديد من العملات التي لها صفة العملات القابلة للتحويل، لذا يجب على الدول أن تحدد المزيج الأمثل من هذه العملات، بالاحتفاظ بالعملات التي تكون أكثر تداولاً وقبولاً وتتيح في نفس الوقت فرصة واسعة للاستثمار في الصكوك المالية في أسواق النقد العالمية، مع ذلك نجد أن هيكل عملات احتياطي الصرف الأجنبي يتسم بسيطرة عملة أو عملتين على باقي العملات الأخرى وهذا ما يوضحه الجدول (1-6).

من الجدول نلاحظ أن أغلب الدول الصناعية احتياطياتها مكونة من الدولار، الأورو، الين الياباني ما عدا سويسرا التي تختار حيازة عملات أخرى في حافظة احتياطياتها مثل: الجنيه البريطاني والدولار الكندي. من ناحية أخرى نلاحظ أن نسبة الدولار في احتياطيات البنوك المركزية انخفضت باستثناء البنك المركزي لكندا. مع ذلك يبقى الدولار العملة المهيمنة على احتياطي العملات الأجنبية في العالم حيث بلغت نسبته في سنة 2008 حوالي 72.8%، في حين أن اليورو بلغت نسبته 17.6% من احتياطي الصرف الأجنبي العالمي.

فلماذا يعتبر الدولار بهذه القوة هذا ما سنحاول التعرف عليه في الفقرة التالية.

الجدول(1-6): نصيب العملات الأجنبية من احتياطي الصرف الأجنبي لبعض الدول الصناعية.

الدول	الدولار		الأورو		الين الياباني		عملات أخرى	
	2011	2000	2011	2000	2011	2000	2011	2000
كندا	60.4	49.4	47.3	39.3	3.3	0.3	00	00
المملكة المتحدة	28.3	36.2	41.9	59.1	21.9	12.6	00	00
منطقة الأورو	76.9	96	-	-	4	23.1	00	00
سويسرا	26	40	44	52	4	9	13	12
الو.م أ	-	-	47	53	53	47	00	00

Source :Linda Golberg et autre," **Do industrialized countries hold the right foreign exchange reserve ?**",Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, volume 19, Number 1, 2013, p:06.

## 1- عوامل قوة الدولار الأمريكي

للدولار العديد من المزايا مقارنة بالعملات الأخرى أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

- أغلب السلع والخدمات تسعر وتسدد بالدولار.
- تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية بلد ضخمة، أكثر سيولة ولديها سوق مالي أكثر تطور في العالم.
- بعض الاقتصاديات التجارية تعتمد على الولايات المتحدة الأمريكية كغاية مقابل صادراتها، هذه الدول تدير سعر صرفها مقابل الدولار من أجل الحفاظ على التكاليف المحلية المنخفضة، ذلك بتراكم كبير لاحتياطي الصرف بالدولار.
- نسبة كبيرة من الديون الخارجية لكثير من الدول بالدولار.
- وبالتالي فالدولار بوضعه المالي المتميز يمثل العملة الإرتكازية والمؤثر الرئيسي في نظام النقد الدولي والمؤسسات النقدية الدولية وكذلك السيولة الدولية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Frankdel Vecchio, Cfa" **Questioning the US Dollar's status as a Reserve Currency**", JP Morgan Asset Management, Octobre 2009, p:04.

<sup>2</sup>أحمد فريد مصطفى - سهير السيد محمد حسن، "السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص:

اكتسب الدولار هذه الصفة منذ سنة 1958 عندما تحول الوضع من ندرة في الدولار إلى وفرة في الدولار، بسبب خروج رؤوس الأموال الأمريكية إلى الخارج بحثا عن الأرباح، وقد أُعْتُرف به كوحدة قياس وكنقد لتسوية المدفوعات الدولية وأصبح بذلك عملة احتياطية وكان ذلك في إطار قاعدة الدولار. يستند المركز المهيمن للدولار على وظائف النقود كوسيط للتبادل ووحدة للحساب، وعلى دور النقود في نقل المعلومات حول الأسعار النسبية، وباستخدام النقود يمكن للأفراد حفظ كمية المعلومات التي يتعين الحصول عليها ومعالجتها، وعدد المعاملات التي يحتاجون لعقدها والنقود تؤدي دور ناقلة للمعلومات ووظيفة مشابهة لتلك التي تؤديها لغة دولية، لأن استعمال اللغة من جانب شخص واحد فقط ليس لها قيمة اجتماعية، وكلما ازداد عدد الأشخاص الذين يتكلمون نفس اللغة كان ذلك أقدر على تسهيل الاتصالات ونفس الشيء يصدق على النقود خاصة الدولار الأمريكي.<sup>1</sup>

رغم العجز المستمر والمتزايد في ميزان المدفوعات الأمريكي والذي كان يتوقع من خلاله انخفاض قوة الدولار في مواجهة العملات الأخرى، إلا أن الدولار استمر في الصعود وفي مواجهة العملات الأخرى كالمارك الألماني والين الياباني... إلخ، وفي الوقت الحاضر قلما نجد دولة لا تعترف بالدولار أو لا تستخدمه. كما أن دور الدولار كنقد دولي تعزز من خلال تطور التوظيفات والقروض التي تعقد بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو ما يصطلح عليه بالأورو-دولار الذي جعل من الدولار أداة التوظيف الدولي.

تعرف ودائع الأورو-دولار على أنها الودائع بالدولار في بنوك أوروبا بضمها فروع لبنوك أمريكية في أوروبا أيضا بتعميم أكبر.<sup>2</sup>

أما سوق اليورو- الدولار فهو سوق إقراض واقتراض يتكون من وسطاء من البنوك الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وهو سوق عمليات ضخمة تتجاوز المليون دولار، وتحدد معدلات الفائدة فيه استنادا إلى طلب وعرض اليورو دولار وبمعزل عن معدلات الفائدة المحلية.

وهناك فرق بين ودائع الأورو دولار ومصطلح الدولار الذي يشير إلى قيام مواطني دولة ما باستخدام الدولار بجانب أو بدلا من العملة المحلية، إذ تبنت عدد من البلدان النامية والاقتصاديات الانتقالية

<sup>1</sup> George s tavlas, "the international uses of currencies : the us dollar and the euro", Finance and Development, June 1998, Volume 35, Number 2, p :43.

<sup>2</sup> بلعوز بن علي-محمد طيب احمد، "دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب"، دار الخلدونية، الجزائر، ص: 123.

في السنوات الأخيرة العملة الأجنبية لأداء وظائف النقود في الاقتصاد المحلي، وأصبح ينظر إلى الدولة على أنها نظام جديد يعمل على حل مشاكل عدم الاستقرار النقدي في البلدان النامية. وبالتالي كل هذه العوامل ساهمت في دعم دور الدولار كنقد دولي وكنقد احتياطي.

## 2- تحدي اليورو للدولار

إن استحداث عملة اليورو يمثل بداية لنظام نقدي دولي جديد يركز على عملتين هما: اليورو والدولار، وبالتالي سيواجه الدولار منافسة شديدة من الأورو. إن فرضية منافسة اليورو للدولار تركز على ثلاثة عوامل أساسية هي:<sup>1</sup>

- حجم اقتصاد الاتحاد الأوروبي.
- السياسة النقدية التي ينتظر أن تتبع والتي تعتمد عليها قيمة اليورو.
- الانضباط المالي والنقدي وهو جوهر معاهدة ماستريخت.

إن ظهور اليورو كعملة أوروبية قوية وأحد العملات الاحتياطية الأساسية في العالم، وتميزه بالعديد من الخصائص الضرورية للقبول الدولي كالقاعدة الاقتصادية الكبيرة، استقرار سياسي، معدل للتضخم منخفض بالإضافة إلى البنك المركزي الأوروبي الذي يعتبر السلطة النقدية التي تتولى مهمة الحفاظ على قيمة العملة، يشكل صراع شديد بين المصالح الأوروبية والأمريكية، حيث أن الحجم النسبي الكبير لاقتصاد الاتحاد الأوروبي ومساهمته في التجارة الدولية يسمحان لليورو بأن يكون عملة احتياطية منافسة للدولار، ولكن تبقى الطاقة المالية للولايات المتحدة الأمريكية أكبر من الطاقة المالية للاتحاد الأوروبي مع أن الفجوة بينهما مرشحة للتقلص بعد أن يستكمل التكامل بين أسواق المال الأوروبية، وهناك من يرى أن جزء مهم من الجاذبية الدولية للدولار تعود إلى حجم وعمق وسيولة أسواق المال الأمريكية التي تعتبر أكبر من أسواق المال الأوروبية.

لكن جاءت الأزمة المالية الناتجة عن أزمة الرهن العقاري في سنة 2008، لتسجل مواقع ضعف جديدة للدولار الأمريكي أمام اليورو أهمها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد علة، "أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر 2002-2003، ص: 125.

<sup>2</sup> بسام الحجار، "نظام النقد العالمي وأسعار الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص: 56-57.

- التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي، حيث لجأت السلطات النقدية إلى تخفيض الفائدة بسبب الأزمة مقابل بنوك مركزية كالأوروبي والياباني.
- إقبال العديد من البنوك المركزية في العالم على تنويع احتياطياتها من العملات القابلة للتحويل على حساب الدولار، من أجل تفادي المخاطر المحتملة الناتجة عن الانخفاضات في سعر صرف الدولار.
- تزايد حدة أزمة السيولة في الولايات المتحدة الأمريكية مع تفاقم عجز الموازنة الأمريكية الأمر الذي دفعها إلى الاستدانة من الخارج وقد بلغ الدين الخارجي للولايات المتحدة الأمريكية في عام 2001 أكثر من 2.3 تريليون دولار، و هذا ضِعْف ما كان عليه تقريبا في عام 1999.
- تدفق الاستثمارات الوطنية الأمريكية إلى أسواق السندات في أوروبا، بعد أن أصبحت أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر الأمريكي، نتيجة الفوارق في معدلات الفوائد بين السوقين، وهذا ما يولد ضغوطا على الدولار.
- تخلي الولايات المتحدة الأمريكية عن سياسة الدولار القوي، لتخفيف العجز في الميزان التجاري.

هذه الأسباب نفسها التي تفسر قوة اليورو أمام الدولار، والتي دفعته إلى الارتفاع مقابل الدولار الأمريكي ليبلغ مستويات مرتفعة وصلت حتى حدود 1.60 من الدولار الأمريكي. لكن رغم أن اليورو يتميز ببعض مواطن القوة، إلا أنه تعوقه العديد من العيوب منها: أن السياسة النقدية وسياسة المالية العامة في منطقة اليورو يشوبها في الأساس تحيز قوي مناوئ للنمو، مما يفاقم تأثير العوامل الأخرى التي تميل إلى إضعاف الناتج الممكن للاقتصاد الأوروبي (مثال ذلك: شيخوخة السكان، جمود أسواق العمل، صرامة القواعد التنظيمية الحكومية...)، ويصعب أن تتوقع من اقتصاد أوروبي متباطئ النشاط أن يجعل من اليورو عملة جذابة للتجارة أو الاستثمار، فالجميع يعرفون أن اليورو بنيان مصطنع جاء نتاجا معقدا لمعاهدة دولية لا يمكن أن تصلح إلا بقدر صلاحية الاتفاقية المتعددة الأطراف التي تكمن خلفها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بنجامين كوهين، "مستقبل عملات الاحتياطي"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2009، ص: 27.

من هنا يصعب تحديد حجم التحدي الذي يمثله اليورو للدولار الأمريكي، ومما لاشك فيه أن تدعيم اليورو بسياسة نقدية موثوقة ومعقولة سيجعلها تلعب في آخر الأمر دورا عالميا أكبر.

### المطلب الثاني: شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

#### أولا: مفهومها

تمثل الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي أحد عناصر احتياطي الصرف الأجنبي، ويقصد بها ما يعادل ربع (25%) حصة الدولة في صندوق النقد الدولي، يقوم العضو بسدادها بحقوق السحب الخاصة أو بأي عملة أجنبية قابلة للتحويل، وللبلد العضو الحق الكامل في استخدام هذه الشريحة ومن دون أية شروط طالما أن السحب يتم في حدود هذه الشريحة، وبالتالي فهي تدخل ضمن عناصر السيولة غير المشروطة، وتعتبر هذه الشريحة بالنسبة للصندوق والدول الأعضاء بمثابة أصل احتياطي قد ترغب الدولة في الحفاظ عليه إلى أن يجين الوقت الذي تحتاج فيه لتعبئة أصل احتياطي دون تأخير. تتوقف حدود السحب على حجم حصة الدولة العضو بالصندوق، كما أن استخدام موارد الصندوق في هذه الحالة يجب أن تستخدم فقط في تسوية عدم التوازن المؤقت في ميزان المدفوعات إذ لا يجوز استخدام موارد الصندوق للسحب منها لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل أو لتمويل حركة رؤوس الأموال، أو لمواجهة الاختلال الأساسي في ميزان المدفوعات أو في دفع ديون البلد.

#### ثانيا: الجدل الاقتصادي حول اعتبار شريحة الاحتياطي كأصل احتياطي

- 1- المعارضون:** هناك من الاقتصاديين من يعارض اعتبار الشريحة الاحتياطية ضمن عناصر احتياطي الصرف الأجنبي، باعتبارها قرضا نظرا للقيود المفروضة على استخدامها ومنها:<sup>1</sup>
  - لا يجوز استخدامها لمواجهة اختلال أساسي في ميزان المدفوعات وقصور دورها في معالجتها الاختلال المؤقت.
  - يتم السحب بناء على نسبة محددة من حجم حصة العضو (25%) وبما لا يتجاوز ما بحوزة الصندوق من متراكم عملة العضو وعن 200% من قيمة حصته.

<sup>1</sup>محمد طيب محمد، "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر(الواقع و المتطلبات)", مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007-2008، ص: 58.

- تسحب الدولة الشريحة الاحتياطية عن طريق شرائها من صندوق النقد الدولي وبعملائها الوطنية ويدفع عنها فائدة أو عمولة تتراوح بين 0.5% و 1.5% بالإضافة إلى نسبة أخرى تتوقف على مقدار المبلغ وأجل رده وتتراوح بين 3% و 5% سنويا.

**2- المؤبدون:** رغم هذه المعارضة إلا أن هناك من يؤيد اعتبار الشريحة الاحتياطية ضمن عناصر احتياطي الصرف الأجنبي وحثهم في ذلك :

- أن ما يعتبره المعارضون قيود على استخدام الشريحة الاحتياطية هي عبارة عن ضوابط تحكم عملية إنشاء السيولة وتنظيم السحب منها وليست قيودا.

- إن أي عنصر من عناصر احتياطي الصرف الأجنبي ينطوي على تكلفة والشريحة الاحتياطية نسبة الفائدة عليها تتراوح بين 0.5% و 1.5% تعد تكلفة ضئيلة للاحتفاظ بأصل احتياطي لمواجهة الظروف الطارئة، وبالتالي فهذه الضوابط لا تنزع عنها صفة الأصل الاحتياطي.

ثالثا: نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي

يوضح الجدول (7-1) نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي خلال الأربع سنوات الأخيرة.

الجدول(7-1):نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي.

النسبة السنوات	2009	2010	2011	2012
إجمالي بلدان العالم	0.7%	0.77%	1.4%	1.38%
الدول الصناعية	1.4%	1.5%	3.03%	2.95%
الدول النامية	0.31%	0.34%	0.53%	0.53%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية الدولية (IFS) لصندوق النقد الدولي لسنة 2013.

من خلال الجدول السابق نلاحظ ضآلة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أن نسبتها لم تتجاوز 1.4% من إجمالي الاحتياطات لدول العالم، وهذا راجع لارتفاع نسبة العملات الأجنبية إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي، وكذلك قد يرجع انخفاض نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في أنها تتوقف على حصة البلد العضو، هذه الحصة لا يتم زيادتها إلا كل خمس سنوات وبموافقة أغلبية الدول الأعضاء.

ونظرا إلى أن حجم الشريحة يتوقف على حجم حصة العضو في الصندوق، فإننا نلاحظ أن نسبة الشريحة الاحتياطية للبلدان الصناعية أكبر من نسبتها في الدول النامية.

### المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة

إن الهدف الأساسي لصندوق النقد الدولي هو تأمين نظام اقتصادي دولي يقوم على ثبات أسعار الصرف وحرية تحويل العملات، وتوفير السيولة المالية الكافية لكن مع زيادة الدول الأعضاء واتساع حجم ونطاق التجارة العالمية، ظهرت هناك ضرورة لزيادة الموارد المالية للتمويل لمواجهة الاحتياجات المتزايدة للدول الأعضاء، الأمر الذي أدى إلى إجراء تعديلين على اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي: التعديل الأول الذي كان في سنة 1969 والذي انشأ من خلاله ما يسمى بحقوق السحب الخاصة. أما التعديل الثاني في سنة 1976 من خلال مؤتمر جاميكا والذي كان من بين قراراته أن تكون وحدات حقوق السحب الخاصة هي الأصول الاحتياطية الأساسية في نظام النقد الدولي.

### أولاً: مفهوم حقوق السحب الخاصة:

حقوق السحب الخاصة هي أصل احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي في عام 1969 ليصبح مكملاً للأصول الرسمية الخاصة بالبلدان الأعضاء.

كما تعرف وحدة حقوق السحب الخاصة بأنها عبارة عن وحدة حسابية يستخدمها صندوق النقد الدولي لأغراض المحاسبة الداخلية، وتستخدمه بعض الدول كذلك كعملة مرجعية لعملتها الوطنية وتستخدم كأصل احتياطي عالمي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مصرف سورية المركزي، "دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة"، 2007، ص: 10

## الفصل الأول:.....عموميات حول احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية

فحقوق السحب الخاصة ليست بالمعنى التقليدي المادي بل نوع من الحساب تارة يكون دائما وتارة يكون مدينا، ولكل دولة مساهمة في صندوق النقد الدولي حق تلقي مبلغ معين، أو بالأحرى سحب مبلغ معين أو إيداعه في حسابها لدى الصندوق واستيفاء عمولة على ما تسحب منه.<sup>1</sup>

كانت كل وحدة حقوق سحب خاصة تعادل 0.88 غ ذهب أي تعادل دولار أمريكي واحد، لكن نتيجة للأزمات التي شهدتها الدولار أصبحت وحدة حقوق السحب الخاصة تحسب بالنسبة لسلة من العملات المقيّمة بالدولار، منذ عام 1982 تكونت هذه السلة من خمسة عملات رئيسية وهي: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، المارك الألماني، الفرنك الفرنسي والين الياباني، وحاليا تتألف من: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، اليورو والين الياباني.

يحدد صندوق النقد الدولي كل خمس سنوات ما هي العملات الخمس التي ستدخل في سلة العملات، وما هو الوزن المطبق لكل عملة ( كما هو مبين في الجدول 1-8)، وذلك بناء على حجم التجارة الدولية وحجم الاحتياطات المحتفظ بها من قبل الدول الأعضاء بهذه العملات بالإضافة إلى حصة هذه العملات من الصفقات المالية والمصرفية الدولية.

### الجدول (1-8): الوزن النسبي لحقوق السحب الخاصة على مدى السنوات من 1981-2015.

سنوات العملة	1981 1985	1986 1989	1990 1995	1996 2000	2001 2005	2006 2010	*2011 2015
الدولار الأمريكي	%42	%42	%40	%39	%44	%44	%41.9
المارك الألماني	%19	%19	%20	-	-	-	-
الين الياباني	%13	%15	%17	%18	%14	%11	%9.4
الفرنك الفرنسي	%13	%12	%11	-	-	-	-
جنيه إسترليني	%13	%12	%11	%11	%11	%11	%11.3
اليورو	-	-	-	%32	%31	%34	%37.4

المصدر: مصرف سورية المركزي، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

\* موقع صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم: 10/434، 2010 على الموقع: [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>1</sup> جعفر جزار، "البنوك في العالم. أنواعها وكيف تتعامل معها"، دار النفائس، لبنان، 1993، ص: 58.

ثانيا: طبيعة حقوق السحب الخاصة:

عندما نتحدث عن طبيعة حقوق السحب الخاصة فإننا لا نناقش قضية واضحة ومعروفة، وإنما نحاول في الواقع أن نلقي الضوء على حقوق السحب الخاصة لمقارنة مع أجزاء أخرى مستقرة في النظرية الاقتصادية، وبوجه خاص نظرية الأصول المالية.<sup>1</sup>

وباعتبار أن كل من النقود والديون تعتبر من ضمن الأصول المالية، فهل يمكن اعتبار حقوق السحب الخاصة نوع من النقود؟ أم مجرد ديون فقط؟.

باعتبار النقود تقوم بثلاث وظائف أساسية وهي: وسيلة للتبادل، مقياس للقيمة ومخزن لها، فإذا ما قارنا الوظائف التي تؤديها حقوق السحب الخاصة ووظائف النقود، فإننا نجد أن وحدة حقوق السحب الخاصة تقوم بالفعل بدور مقياس القيم في المعاملات الدولية، أما فيما يتعلق بمخزن للقيمة فقد كان الهدف من إنشاء نظام حقوق السحب الخاصة هو خلق سيولة جديدة إضافية للاحتياطي ويهدف التعديل الثاني لاتفاقية صندوق النقد الدولي إلى جعل حقوق السحب الخاصة الأصل الاحتياطي الأساسي في نظام النقد الدولي، وأصبح بذلك ينظر إليها في المعاملات الدولية كأصل احتياطي، وبالتالي فهي تقوم بوظيفة مخزن للقيم.

أما فيما يتعلق بوظيفة وسيط للتبادل فحقوق السحب الخاصة تقوم بهذه الوظيفة بطريقة غير مباشرة، فميكانيزم استخدام حقوق السحب الخاصة يتطلب تحويلها إلى عملة أجنبية قابلة للتحويل، هذه الأخيرة التي تستخدم في تسوية المدفوعات الدولية. حتى وإن لم تقم حقوق السحب الخاصة بهذه الوظيفة بطريقة مباشرة، وحتى وإن كانت هناك قيود تحول دون القول بأنها قد اكتملت لها خصائص النقود إلا أن حقوق السحب الخاصة أقرب إلى النقود منها إلى الديون العادية.

كذلك في طبيعة حقوق السحب الخاصة كأصول مالية قد يتم تداولها نظير مقابل، فتكون نوعا من القروض، أو تعطي منحة فتكون نوعا من الأصول المملوكة.

أثارت هذه المسألة عدیدا من المناقشات قبل إنشاء حقوق السحب الخاصة، كما ظلت غير واضحة بعد ظهور هذا النظام، ونعتقد أن هذا النظام يتضمن خليطا من فكرة القروض و المنحة، فهناك مجموعة من النصوص التي تفرض على المشترك أن يعمل على إعادة وضعه بالنسبة لما تم من تخصيص حقوق السحب له، ومن ثم سداد ما يستخدمه منها في تسوية مدفوعاته ومن هذه الزاوية نجد تشابها مع فكرة

<sup>1</sup> عادل أحمد حشيش-مجدي محمود شهاب، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 271.

القرض. لكن هناك من ناحية أخرى أسلوب التخصيص لجميع الدول المشتركة بزيادة أصولها السائلة في الوقت نفسه، ومع انخفاض سعر الفائدة على ما جاوز حصتها فإن فكرة المنحة تكون ظاهرة.<sup>1</sup> وفي طبيعة حقوق السحب الخاصة فإنه لا يحق استعماله إلا في حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات فهو في حقيقته قرض، أو بتعبير أدق هو عبارة عن فتح اعتماد للبلد الساحب لدى صندوق النقد الدولي، وهو في طبيعته لا يختلف عن طبيعة الاعتمادات التي تفتحها المصارف التجارية لزيائنها عن الشركات التجارية.

### ثالثا: نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي

إن نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي تختلف من الدول الصناعية إلى الدول النامية، حيث نلاحظ من خلال الجدول(1-9) ضالة نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي، حيث أن نسبتها في انخفاض متواصل منذ سنة 2009 أين كانت نسبتها 3.72% إلى غاية 2012 حيث كانت نسبتها 2.74% وهذا بالنسبة لإجمالي دول العالم.

أما إذا ما قارنا نسبتها بين البلدان الصناعية والنامية، فإن نسبتها في الدول النامية منخفضة مقارنة بالدول الصناعية وهذا راجع إلى حصتها المتواضعة في الصندوق.

### الجدول(1-9): نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي

سنوات	2009	2010	2011	2012
إجمالي بلدان العالم	3.72%	3.24%	2.93%	2.74%
البلدان الصناعية	6.63%	5.89%	5.18%	4.77%
البلدان النامية	2.02%	1.71%	1.49%	1.37%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية الإحصائية لصندوق النقد الدولي لسنة 2013.

<sup>1</sup> نفس المرجع سابق، ص: 275.

من خلال الجدول نلاحظ ضآلة نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي، حيث أن نسبتها في انخفاض متواصل منذ سنة 2009 أين كانت نسبتها 3.72% إلى غاية 2012 حيث كانت نسبتها 2.74% وهذا بالنسبة لإجمالي دول العالم.

أما إذا ما قارنا نسبتها بين البلدان الصناعية والنامية، فإن نسبتها في الدول النامية منخفضة مقارنة بالدول الصناعية وهذا راجع إلى حصتها المتواضعة في الصندوق.

وقد وجهت لحقوق السحب الخاصة عدة انتقادات كأصل احتياطي أهمها:<sup>1</sup>

- توزيع الحصص على الدول الأعضاء بنفس النسب المئوية لمساهمتهم في رأس مال الصندوق (الحصص)، وهذا يعني استثثار الدول الصناعية الغنية بنصيب الأسد من الإصدارات الجديدة لحقوق السحب الخاصة.
- إن القرارات التي تتخذ لإصدار حقوق سحب خاصة جديدة تستوجب الحصول على النسبة 85% من الأصوات في المجلس التنفيذي، ولا تحصل هذه النسبة إلا بموافقة الدول الصناعية مجتمعة، وبما أن أمريكا لديها أكثر من 20% من القوة التصويتية في المجلس التنفيذي فبمقدورها الاعتراض على إصدار حقوق سحب خاصة جديدة إذا كان الأمر ليس من مصلحتها.
- إن زيادة حقوق السحب الخاصة يؤدي إلى حدوث زيادات في معدلات التضخم العالمية وذلك لزيادة الطلب على صادرات الدول الصناعية.

<sup>1</sup> محمد طيب محمد، مرجع سبق ذكره ص: 69-70.

## خلاصة الفصل الأول:

تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي من أهم مؤشرات الاقتصاد الوطني، فهي تلعب دوراً هاماً في حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات والصدمات غير المتوقعة خاصة في حالة حدوث عجز طارئ ومؤقت في ميزان المدفوعات، فهي بمثابة صمام أمان تلجأ إليه الدول لتعزيز دورها الدفاعي وأمنها الاقتصادي. تعبر احتياطات الصرف الأجنبي عن الأصول المالية الأجنبية الخاضعة لسيطرة السلطات النقدية والمتاحة في أي وقت لغرض تمويل اختلالات ميزان المدفوعات أو لأغراض أخرى، وبذلك فاحتياطات الصرف الأجنبي تمثل جزءاً من السيولة الدولية، هذه الأخيرة التي تعتبر أوسع وأشمل من الاحتياطات فهي تشمل كل من السيولة المملوكة (غير المشروطة) التي يستطيع البلد أن يلجأ إليها دون أي قيد أو شرط (احتياطات الصرف الأجنبي)، والسيولة المقترضة (المشروطة) التي يتطلب الحصول عليها الالتزام بشروط وقيود تضعها الجهات المقرضة.

لقد شهدت السنوات الأخيرة تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي، هذا التراكم الذي يكون مصدره فوائض الحساب الجاري وفوائض الحساب الرأسمالي لميزان المدفوعات.

تتكون احتياطات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي وبالتالي فالذهب المخصص للأغراض التجارية والصناعية لا يعتبر من ضمن الأصول الاحتياطية، بالإضافة إلى العملات الأجنبية الاحتياطية التي تقبل في تسوية المدفوعات الدولية وتتمثل هذه العملات في : الدولار، اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، الفرنك السويسري، كما تشمل كذلك على حقوق السحب الخاصة والشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي والتي تعتبر نسبة مساهمتها في الاحتياطات الدولية ضئيلة خاصة بالنسبة للدول النامية لأنها تتعلق بحصة كل عضو في الصندوق.

## الفصل الثاني:

نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي و مؤشرات كفايتها

### تمهيد:

شهدت السنوات الأخيرة زيادة هائلة في احتياطيات الصرف الأجنبي لدى البنوك المركزية في العالم، حيث ارتفع حجم هذه الاحتياطيات من 1.2 ترليون دولار عام 1995 إلى ما يعادل 10 ترليون دولار في جوان 2011، تتركز معظم هذه الاحتياطيات في دول آسيا والبلدان المصدرة للنفط في إفريقيا، هذه الزيادة في تراكم الاحتياطيات أثارت مسألة أكثر أهمية تتمثل في تحديد العوامل التي تؤثر على قرار البنك المركزي لعقد هذه الاحتياطيات من أجل الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتياطيات وتحقيق إدارة فعالة لهذه الاحتياطيات، لما لها من آثار واضحة على استقرار أسعار الصرف وعلى الأسواق المالية، وبالتالي على مجمل النشاط الاقتصادي وهناك وجهات نظر مختلفة حول حياة الاحتياطيات، فبعض الاقتصاديين يرون أن احتياطيات الصرف الأجنبي غير نافعة بحجة أن النقد الأجنبي المخزن كاحتياط غير مستخدم ينطوي على تكلفة تتمثل في العائد الذي تحصل عليه الدولة لو أنها استثمرت ذلك النقد في مشاريع استثمارية منتجة، ومن ناحية أخرى يرى بعض الاقتصاديين أن احتياطيات الصرف الأجنبي ضرورية للتخفيف من الاختلالات في ميزان المدفوعات وأن التكلفة التي تترتب عليها أقل مقارنة مع الآثار الاقتصادية الناتجة عن تقلبات سعر الصرف.

وبالتالي للوصول إلى المستوى الأمثل لاحتياطيات الصرف الأجنبي لابد من تحليل محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي هذه المسألة التي نوقشت من طرف بعض الاقتصاديين : هيلر (1966)، كينين(1970)، جربال(1971)، فرانكل وجفانوفيك (1981)، ادوارد (1983)، هونغ وشان(1999)، لان و بورك(2001)...إلخ.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل التعرف على النظريات المحددة للطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي والتي انقسمت إلى نظريتين: النظرية التجارية والنظرية الوقائية، وكذلك التعرض لأهم مؤشرات قياس كفاية الاحتياطيات وذلك من خلال ثلاث مباحث:

**المبحث الأول:** نظريات الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي

**المبحث الثاني:** احتياطي الصرف الأجنبي وأسعار الصرف

**المبحث الثالث:** مؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي.

### المبحث الأول: نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

مسألة محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي نوقشت بكثرة في الأدب الاقتصادي، لكن حتى الآن لا يوجد توافق في الآراء بشأن هذا الموضوع، إلا أن أغلب الدراسات تجمع محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في فئتين رئيسيتين: العوامل التجارية وراء حيازة الاحتياطيات والعوامل الاحترازية (الوقائية) وراء حيازة الاحتياطيات.

### المطلب الأول: النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

ترى هذه النظرية أن العامل وراء حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي هو الدفاع عن تنافسية الصادرات<sup>1</sup>. وقد قُدم هذا التفسير من طرف كل من Dooley, Folkerts-Laudau and Gerber في سنة 2003، حيث يفسر هذا الرأي حيازة احتياطي الصرف الأجنبي كمنتج ثانوي لتشجيع الصادرات، التي تعتبر ضرورية لخلق فرص عمل واستغلال اليد العاملة المتوفرة خاصة في القطاع الفلاحي، وفي إطار هذه الإستراتيجية فإن تراكم احتياطي الصرف الأجنبي يسمح بتسهيل نمو الصادرات.<sup>2</sup> وذلك بالمحافظة على قيمة العملة بأقل من قيمتها الحقيقية أي اللجوء إلى تخفيض قيمة العملة المحلية من أجل تشجيع الصادرات التي تعتبر المصدر الرئيسي للعملة الأجنبية.

### أولاً: مفهوم تخفيض العملة

أصبح تخفيض قيمة العملة من أهم سمات الدول النامية والدول السائرة في طريق النمو، ويقصد بتخفيض قيمة العملة هو أن تقرر الدولة تخفيض قيمة عملتها مقابل العملات الأجنبية، بحيث تصبح تساوي أقل من ذي قبل من هذه العملات، ومعنى هذا أن التخفيض هو إجراء يخفض القوة الشرائية لهذه العملة في الخارج.<sup>3</sup> وغالباً ما تلجأ الدول لهذا النوع من السياسة لتحسين وضعية الحساب الجاري لميزان المدفوعات وبالتحديد تشجيع الصادرات.

إن تخفيض قيمة العملة المحلية يجعلها رخيصة أمام العملات الأخرى الأمر الذي يجعل السلع المحلية رخيصة بالمقارنة مع السلع الأجنبية الأخرى، مما يؤدي إلى تشجيع الأجانب على شراء السلع الوطنية

<sup>1</sup>Delatte-Anne laure and folquan Julien, "The Determinants of International Reserves in Emerging Countries : a non linear approach", MPRA paper n°16311, 2009, p :02.

<sup>2</sup>Joshua Aizenman and Jaewoo lee, "International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", Open Economic Review, 2006, p :02.

<sup>3</sup>عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب: "أساسيات الاقتصاد الدولي"، منشورات الحلبي الحقوقية، 2002، ص:192.

التي أصبحت رخيصة الثمن بسبب انخفاض قيمة العملة فترتفع صادرات البلد وتنخفض استيراداته من السلع الأجنبية.<sup>1</sup>

غير أن تخفيض قيمة العملة المحلية لا يمكنه زيادة الصادرات إلا بتحقيق مجموعة من الشروط.

### ثانيا: شروط تخفيض قيمة العملة:

إن نجاح سياسة تخفيض قيمة العملة لتشجيع الصادرات يتوقف على مجموعة من الشروط منها:

- تحقق شرط مارشال - ليرنر الذي يعني أن مرونة كل من الصادرات والواردات أكبر من الواحد

$$e_x + e_m > 1 \quad \text{صحيح أي أن:}$$

حيث:  $e_x$ : مرونة الصادرات بالنسبة لسعر الصرف.

$e_m$ : مرونة الواردات بالنسبة لسعر الصرف.

هذا الشرط هو الذي يحدد الكيفية التي يتحسن بها الميزان التجاري على إثر انتهاج سياسة معينة لسعر الصرف حسب حالات العجز أو الفائض.<sup>2</sup>

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كافي من المرونة، بحيث أن تخفيض قيمة العملة

يؤدي إلى زيادة الطلب العالمي على منتجات الدولة.

- تمتع الجهاز الإنتاجي للدولة بقدر كافي من المرونة بحيث أنه يستجيب للطلب العالمي الناتج عن زيادة الصادرات.

- استقرار الأسعار المحلية وعدم ارتفاعها بعد التخفيض كي لا تؤدي إلى ارتفاع أسعار تكلفة المنتجات المحلية.

- عدم قيام الدول المنافسة بنفس إجراء تخفيض العملة.

- استجابة السلع المصدرة للمواصفات، الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير.<sup>3</sup>

وقد استُحدثت كثير من الدول ( خاصة دول جنوب شرق آسيا ) سياسة تقوم بوضع إستراتيجية لتنمية الصادرات لتكون دافعا للنمو الاقتصادي، حيث يتم ذلك عن طريق تشجيع وإقامة صناعات تصديرية تتمتع فيها هذه الدول بالمزايا النسبية الدولية واختراق السوق الدولية، فتزداد الصادرات و يزداد الفائض في ميزان المدفوعات ويستخدم هذا الفائض داخليا من أجل التنمية الاقتصادية.

<sup>1</sup> صبحي حسون الساعدي، أياد حماد، "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال

في بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 04، العدد 07، 2011، ص: 91

<sup>2</sup> محمد راتول، "الاقتصاد الدولي"، مطبوعة جامعية، الجزائر، 2006، ص: 101.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 134.

إن سياسة تشجيع الصادرات لتحقيق التنمية هي سياسة ناجحة حققت معدلات مرتفعة للنمو في بلاد جنوب شرق آسيا تتفوق بكثير على ما تم تحقيقه في أمريكا اللاتينية أو في الشرق الأوسط بالرغم من تمتع بعض هذه البلدان الأخيرة بمواد ريعية (كالبترول) كما ترتب عليها أيضا معدلات نمو مرتفعة.<sup>1</sup> وبالتالي فإنه وفقا لهذه النظرية فإن حيازة الاحتياطيات تكون من أجل الدفاع عن القدرة التنافسية للصادرات التي تعتبر كجزء من إستراتيجية التنمية، ومن ثم فالطلب على الاحتياطيات يرتفع مع زيادة نمو الصادرات. أي أن حيازة الاحتياطيات تعتبر كنتيجة مباشرة لإستراتيجية نمو الصادرات.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: نظرية التأمين الذاتي ( الطلب التحوطي)

تعود نظرية التأمين الذاتي إلى هيلر سنة 1966<sup>3</sup>، حسب هذه النظرية فإنه ينظر إلى احتياطي الصرف الأجنبي باعتباره التكيف الوقائي الذي يعكس الرغبة في التأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية، هذه الأخيرة التي تؤدي إلى أزمات مالية واقتصادية وهناك أحداث كبيرة تؤدي إلى الصدمات الخارجية كتغير عوائد الصادرات خاصة في البلد الذي يعتمد على سلعة واحدة أو عدد محدود من السلع. وقد استمرت الاقتصاديات النامية والمارة بمرحلة التحول في عملية تراكم الاحتياطيات الدولية والذي يعكس القلق المتزايد حيال حالة عدم اليقين السائدة على المستوى الدولي والحاجة إلى نوع من التأمين ضد الصدمات الخارجية<sup>4</sup>. وهذا ما يوضحه الشكل رقم: 2-1 الذي يبين تغيرات احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاديات النامية والناشئة كوسيلة للتأمين الذاتي.

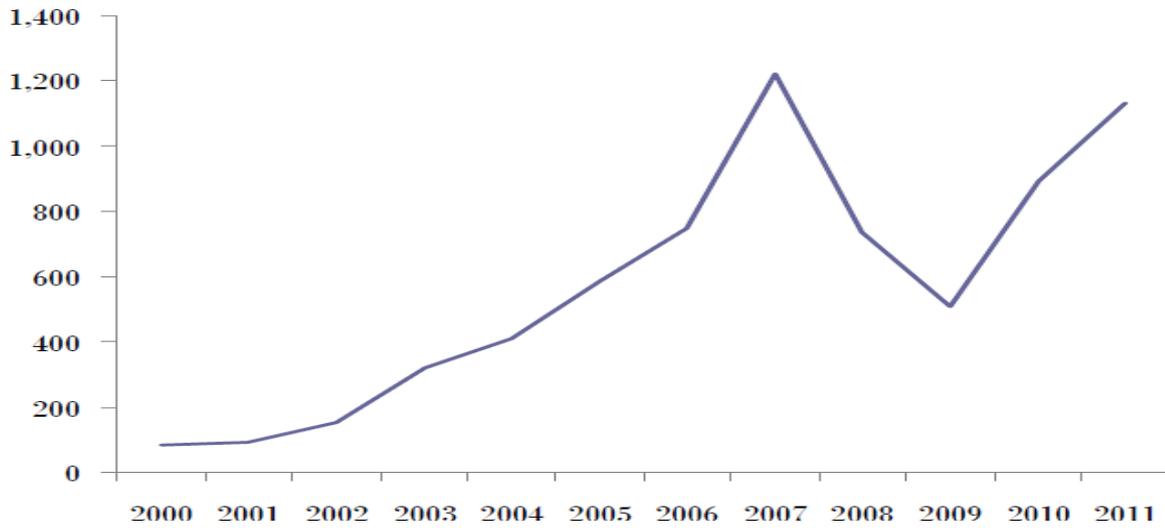
<sup>1</sup> عادل أحمد حشيش، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، 2000، الاسكندرية، ص: 232.

<sup>2</sup>Petar Wjanovic, "Understanting the Recent Surge in the Accumulation of International Reserves", OECD, Economics Département, Working Paper n°866, 2011, p : 05

<sup>3</sup>Jaewoo Lee, "Insurance Value of International Reserves ; an option picing approach", IMF working paper, wp 04/175, 2004, p ;03

<sup>4</sup> الملخص التنفيذي " التوقعات بشأن نمو الاقتصاد الدولي و التنمية المستدامة"، 2013، ص: 06

الشكل (2-1): تغيرات الاحتياطيات في الاقتصاديات النامية والناشئة كوسيلة للتأمين الذاتي.



المصدر: صندوق النقد الدولي، حالة وأفاق اقتصاد العالم 2013.

لهذا تلجأ الدول إلى تكوين احتياطيات الصرف الأجنبي كتأمين ضد صدمات الحساب الجاري (الصادرات والواردات) والحساب المالي وذلك من أجل تجنب العجز في ميزان المدفوعات.

#### أولاً: احتياطيات الصرف كتأمين ضد صدمات الصادرات

تعتبر الصادرات أهم متغير في ميزان المدفوعات وأكثر متغير تعرضاً للتقلبات الدورية والفجائية التي تؤثر على وضع ميزان المدفوعات، حيث أنه كلما كانت الصادرات أكثر عرضة للتقلبات فإن احتمالات العجز في ميزان المدفوعات تكون كبيرة، وهذا الأمر يتطلب تكوين حجم كافي من احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذا العجز.

تعتبر الدول النامية أكثر الدول عرضة لصدمات الصادرات والتي تعود بالدرجة الأولى إلى التركيز السلبي للصادرات وانخفاض حصيلة الصادرات، حيث أن خطورة التقلب في حصيلة الصادرات للدول النامية لا تقتصر فقط على ما تزاوله من تأثير على حجم الاحتياطيات المناسبة المطلوبة، وإنما يمتد الأمر ليشمل تأثير هذا التقلب على المتغيرات الاقتصادية الهامة مثل: مستوى الدخل القومي ومستوى التوظيف والاستهلاك والادخار والاستثمار وعلى حصيلة الضرائب، ناهيك عن تأثير ذلك على طاقة الدولة على الاستيراد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رمزي زكي، ، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص: 131.

### ➤ درجة التركيز السلعي للصادرات وانخفاض حصيلتها

كلما اعتمدت الدولة في صادراتها على سلعة واحدة أو سلعتين فإن حصيلة صادراتها تكون أكثر عرضة للتقلبات الدورية مقارنة بدولة أخرى تعتمد على التنوع في صادراتها.

بالنظر إلى هيكل النشاط الاقتصادي في معظم الدول النامية، نجد أنه يسيطر عليه إنتاج المواد الأولية (الزراعية والتعدينية) وتشكل نسبة كبيرة من الدخل الوطني، وهذا التخصص يرجع بالدرجة الأولى إلى عدم تمتع الدول النامية باقتصاد متكامل، حيث تخصص في إنتاج المواد الأولية وتصدرها كما هي إلى الدول المتقدمة وبهذا فإن هيكل الصادرات لهذه الدول لا يتصف بالتنوع.

حيث شكلت نسبة تصدير المواد الأولية (الزراعية والمواد الاستخراجية) نحو 60% من إجمالي الصادرات، ففي السعودية والكويت والعراق والجزائر يمثل البترول ما بين 90% و 98% والبن في كولومبيا 77% والسكر في كوبا 77% والقطن في مصر 25% والموز في باناما 27% من مجموع الصادرات.<sup>1</sup> وبهذا نجد صادرات الدول النامية تتركز في عدد محدود من المنتجات الرئيسية (المحروقات) كما هو موضح في الشكل رقم (2-2) الأمر الذي يجعل هذه الدول رهينة تقلبات أسعار هذه السلعة ففي حالة ارتفاع أسعار النفط تشهد هذه الدول حالة رواج اقتصادي وتجاري كبير، وتستطيع تكوين حجم كبير من احتياطيات الصرف الأجنبي، أما في حالة انخفاض أسعار النفط فإنها تواجه مشكلة انخفاض إيراداتها من النقد الأجنبي فتضطر إلى السحب من احتياطياتها لمواجهة الآثار الناجمة عن انخفاض أسعاره.

لهذا السبب عانت الدول النامية من صعوبات شديدة في مدفوعاتها الخارجية، حيث تزايد العجز فيها وضعفت قدرتها الذاتية على الاستيراد هذا في الوقت الذي لم تكن لديها احتياطيات صرف كافية فاضطرت للاستدانة وطلب المعونات الخارجية، وقد تعرضت في ذلك لضغوط خارجية مختلفة ومشكلات داخلية صعبة مثل: ارتفاع الأسعار وتعطيل برامج التنمية وانتشار البطالة وضغوط الدائنين وصندوق النقد الدولي إلى آخره.<sup>2</sup>

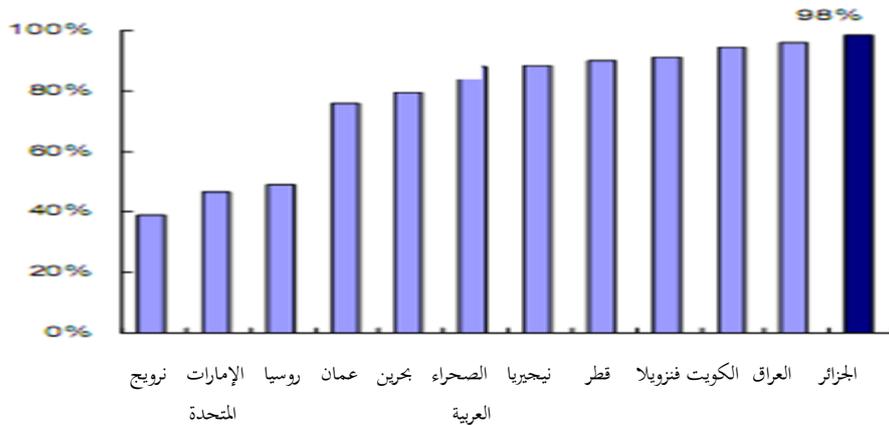
<sup>1</sup> سامية سرحان، "أثر السياسات البيئية على القدرات التنافسية لصادرات الدول النامية-دراسة للآثار المتوقعة على تنافسية الصادرات الجزائرية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي والتنمية المستدامة، جامعة سطيف، 2010-2011، ص: 50.

<sup>2</sup> رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

## الفصل الثاني:.....نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها

إن عدم استقرار حصيلة صادرات الدول النامية يجعلها عرضة لأخطار عدم التوازن الخارجي، وبالتالي فإن حاجتها لتكوين الاحتياطيات تكون كبيرة مقارنة بالدول المتقدمة، وهناك فرق بين الحاجة والطلب فالحاجة هي مجرد الشعور بالرغبة في امتلاك الشيء، أما الطلب فهو الحاجة المدعومة بالقوة الشرائية ففي حالة عدم توفر القدرة المالية رغم أن هناك حاجة قوية فهذا ليس له معنى من الناحية الواقعية، وهي حالة عدد كبير من الدول النامية التي تكون حاجتها لتكوين احتياطي الصرف الأجنبي كبيرة ولكنها لا تمتلك القدرة المالية على ذلك، لذا تلجأ في حالة عجز ميزان المدفوعات إلى الضغط على الواردات أو الاقتراض الخارجي.

الشكل (2-2): صادرات المحروقات كنسبة من إجمالي الصادرات



Source : FMI,Rapport du FMI n° 09/108 , 2009, p :07.

### ثانيا: التحوط ضد عدم استقرار الواردات

تعتبر الواردات من أهم العوامل التي تحكم الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي خاصة في الدول النامية، حيث تعتبر الاحتياطيات المصدر الرئيسي لتأمين وارداتها بسبب الصعوبات التي تواجه هذه الدول في الحصول على السيولة من مصادر أخرى، وبما أن الطلب على الواردات يكون من داخل الوطن فإن مستواها يتأثر بمستوى الدخل، وبذلك تتغير الواردات تبعا لتغير الدخل ويعبر عن هذه العلاقة كالتالي:

$$M = f(y)$$

حيث:

M: الواردات

Y: الدخل

يعتبر الميل المتوسط للواردات من أهم المصطلحات المستعملة في تحليل الواردات، والذي يمثل نسبة الواردات إلى الدخل  $\frac{M}{Y}$  حيث أن ارتفاع الميل المتوسط للواردات في البلاد النامية تعتبر علامة مميزة من علامات التبعية الاقتصادية للخارج، ويلعب دور مهم في تحديد طلب الدول النامية على احتياطيات الصرف الأجنبي.

فإذا ارتفع الميل المتوسط للاستيراد مع زيادة في أسعار الواردات بنسبة معينة، فإن ذلك يسبب عجز في ميزان المدفوعات إذا لم يكن هناك زيادة في الصادرات، وهذا ما يتطلب توفر حجم كافي من احتياطيات الصرف الأجنبي حتى لا يلجأ البلد إلى اتخاذ إجراءات بديلة غير ملائمة للظروف الاقتصادية والاجتماعية المحلية.

غير أن البلد الذي يستطيع ممارسة الضغط على وارداته يمكنه معالجة العجز في ميزان المدفوعات، وبالتالي يكون طلبه على احتياطيات الصرف الأجنبي أقل من البلد غير القادر على ممارسة الضغط على وارداته، إلا أن مسألة الضغط على الواردات تتوقف على طبيعة التكوين الهيكلي للواردات، حيث تصنف إلى:<sup>1</sup>

**1- الواردات الضرورية:** وهي تشمل السلع الغذائية والاستهلاكية الهامة (كالتقمح، والأدوية...) التي لا ينتجها الاقتصاد الوطني أو ينتجها بكميات تقل عن حجم الطلب الاستهلاكي الداخلي، ويضاف إليها الخدمات التي تحصل عليها الدولة من السوق العالمي ولا يتوقع أن تستغني عنها في المستقبل مثل خدمات النقل، التأمين... إلخ.

**2- الواردات الإنمائية:** وهي تضم طائفة من السلع والخدمات التي تحتاج إليها الدولة لتنفيذ خطط الإنتاج والاستثمار مثل قطع الغيار والوقود والمواد الخام التي تلزم لدوران دولاب الإنتاج المحلي، فضلا عن الماكينات والآلات والتجهيزات التي تلزم لتنفيذ برامج الاستثمار.

**3- الواردات القابلة للضغط:** تتألف من السلع والخدمات التي يحصل عليها الاقتصاد الوطني من الخارج ويمكن أن تصنف على أنها كمالية أو شبه كمالية.

وبالتالي فالتركيبية الهيكلية للواردات تؤثر في طلب الدول النامية على احتياطي الصرف الأجنبي، فإذا كانت نسبة الواردات الضرورية من إجمالي الواردات كبيرة وحدثت زيادة في أسعار الواردات فإن ذلك قد يؤدي حدوث عجز في ميزان المدفوعات، لذا يتطلب هذا الأمر توفر قدر كافي من احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذا العجز. والعكس في حالة الدول التي تكون فيها نسبة الواردات

<sup>1</sup> رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 155

الضرورية إلى إجمالي الواردات ضعيفة وتكون على استعداد للضغط على وارداتها، فإنها في هذه الحالة بحاجة إلى حجم صغير من احتياطيات الصرف الأجنبي.

### ثالثا: التأمين ضد تقلبات حساب رأس المال

يضم حساب رأس المال لميزان المدفوعات كل من العناصر التالية:<sup>1</sup>

تغيرات أصول البلد في الخارج، وتغيرات الأصول الأجنبية في البلد (ماعد احتياطيات الصرف الأجنبي)، الاستثمارات المباشرة، المشتريات والمبيعات من الأوراق المالية، التغيرات في أصول وخصوم البلد المصرفية وغير المصرفية اتجاه الأجانب.

إن تحرير حساب رأس المال يجعله أكثر عرضة للصدمات الخارجية التي تؤدي إلى الأزمات المالية. حيث يشير تحرير حساب رأس المال بمعناه الواسع إلى تخفيف القيود على رأس المال عبر الحدود.<sup>2</sup> وله أثر واضح على تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي خاصة في اقتصاديات الناشئة من ناحية أن زيادة تدفقات رؤوس الأموال تؤدي إلى زيادة تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي، ومن ناحية أخرى فإن الطبيعة قصيرة الأجل لهذه التدفقات وتقلبها تجعل أسواق أسعار الصرف غير مستقرة، الأمر الذي يجعل هذه الدول أكثر عرضة للأزمات المالية، وبالتالي تقوم الدولة بزيادة حجم احتياطياتها لمواجهة هذه الأزمات.

إن التدفقات الرأسمالية الكبيرة تعتبر متغير اقتصادي كلي يلعب دورا في المراحل المبكرة لحدوث الأزمة، وهذا ما حدث في دول جنوب شرق آسيا حيث في سنة 1996 كان مجموع ما وصل من تدفقات رأس المال الخاص إلى خمس من الاقتصاديات الآسيوية ( جنوب كوريا، أندونيسيا ماليزيا، تايلاندا، الفلبين) يبلغ 93 بليون دولار، في 1997 وصل مجموع التدفقات إلى الخارج 12.1 بليون دولار، لقد بلغ التغير في الاتجاه العكسي ما قيمته 105 بليون دولار في ظرف سنة واحدة، أو ما يعادل 10% من إجمالي الناتج المحلي لهذه الاقتصاديات، في سنة 1998 كانت ثلاث من هذه البلدان ( اندونيسيا، تايلاندا، كوريا) غارقة في أزمة اقتصادية خانقة لم يتوقع أحد حجمها أو أبعادها، لقد كان تراكم الالتزامات المالية قصيرة الأجل في هذه البلاد الثلاث (نسبة إلى الاحتياطي النقدي والصادرات) أكثر من غيرها بكثير.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عمحية، عبد الرحمان يسري "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 311.

<sup>3</sup> محمد الفينش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات و إدارتها"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2000، ص: 58

لقد مارست دول جنوب شرق آسيا في التسعينات من القرن الماضي سياسة إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بهدف التأمين الذاتي لمواجهة الصدمات الخارجية والتي نجحت عنها تكديس سريع للاحتياطيات، كرد فعل على الضعف المرتبط بحالات تراجع التدفقات الرأسمالية على نحو مفاجئ، وقد ارتفعت نسبة احتياطيات الصرف الأجنبي لدى البلدان النامية في المتوسط مالا يقل عن 30% من الناتج المحلي الإجمالي بما فيها البلدان أقل نمواً، التي رفعت من احتياطياتها لخفض إمكانية تعرضها للديون ومواجهة هجمات المضاربة.

**المطلب الثالث: تكلفة الفرصة البديلة وأهم الدراسات التجريبية للطلب على الاحتياطيات**

**أولاً: تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات**

إن تكوين حجم مهم من احتياطي الصرف الأجنبي على الرغم من أنه يحقق العديد من المنافع للاقتصاد الدولة، إلا أنه لا يخلو من تكلفة تتحملها الدولة نتيجة حيازة هذه الاحتياطيات، تسمى هذه التكلفة بتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات.

يمكن تعريف تكلفة الفرصة البديلة بأنها الفرص الضائعة التي تضحي بها الدولة نتيجة لاحتفاظها بهذه الاحتياطيات، هذه الفرص إنما تتمثل في الزيادة الممكنة للواردات الاستهلاكية والوسيطية والإنتاجية مع ما يمثله ذلك من مميزات لزيادة مستوى الاستهلاك والإنتاج والاستثمار، ناهيك على أن الدولة إذا كانت تحتفظ بالذهب ضمن مكونات احتياطياتها فإن الاحتفاظ بالذهب لا يدر أي عائد.<sup>1</sup>

لقد اختلف الاقتصاديون في تعريف تكلفة الفرصة البديلة وكيفية قياسها:

**1- عرف الاقتصاديان "Ben bassant" و"Gottlich" تكلفة الفرصة البديلة على أنها الفرق بين العائد على احتياطيات الصرف الأجنبي وبين الإنتاجية الحدية المضحي بها من الاستثمار البديل في رأس المال الثابت.<sup>2</sup>**

حاولا من خلال هذه الدراسة الوصول إلى مقياس صحيح لتكلفة الفرصة البديلة باستخدام معدل العائد الحقيقي على رأس المال الذي يحسب على أنه معدل الأرباح على رصيد رأس المال في قطاع الأعمال، ولكن في فترات الركود يهبط إلى مستوى منخفض، ومن ثم لا يمثل هذا المعدل أفضل بديل لمعدل العائد على حيازة الاحتياطيات، لذا اتجهت الدراسة إلى استخدام معدل العائد الحدي

<sup>1</sup> رمزي ركي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

<sup>2</sup> BEN Bassant and Gotlich "On the Effet of Opportunity Cost on International Reserves Holding", Review of Economics and Statistics, USA, 1991, p :329.

على المشروعات الحكومية كمعدل عائد ملائم بديل لحيازة الاحتياطيات وتم في الأخير استعمال معدل العائد على مشروعات البنية الأساسية.

2- أما الاقتصادي ميلتون أيوها "Iyoha" قام بإدخال سعر الفائدة على حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي، ووضع فرضاً أن العلاقة بين سعر الفائدة والاحتياطيات علاقة طردية أي كلما ارتفع سعر الفائدة على حيازة احتياطي الصرف الأجنبي كلما ارتفع المستوى الأمثل للاحتياطيات، واعتبر أن سعر الفائدة هو مقلوب تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات، كما اعتبر أيوها أن سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي في كل بلد مقياس لسعر الفائدة على احتياطي الصرف الأجنبي.<sup>1</sup>

وبما أن أيوها اعتبر سعر الفائدة كمقلوب لتكلفة الفرصة البديلة فإن انخفاض سعر الفائدة يرفع تكلفة الفرصة البديلة، ومن ثم يخفض الطلب على الاحتياطيات ويفسر أيوها مرونة هذا المعامل بأن زيادة تكلفة الفرصة البديلة بنسبة 10% يحد من حيازة الاحتياطيات بنسبة 9%.

3- في حين أن "step hipple" يرى أن تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات يجب أن تكون معدلاً خارجياً مقابل للمعدل الداخلي للعائد (ليكن كفاءة الحدية للاستثمار)، لهذا استخدم Hipple سعر الفائدة قصيرة الأجل في مدينة نيويورك ولندن ليمثل تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات.<sup>2</sup>

4- أما الاقتصادي yoichi shinka انتقد سعر الفائدة الذي استخدمه أيوها واقترح أن سعر الفائدة الواجب استخدامه يجب أن يكون متغير مثل سعر الفائدة على الدولار، سعر الفائدة الخاص بكل بلد، وهذا الفارق يقيس مقلوب تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات، وحيث أن سعر الفائدة على الدولار ثابت لمجموعة العينة المقطعية فإن النتيجة الطبيعية هي الحصول على معامل سالب لسعر الفائدة الخاص بكل بلد.<sup>3</sup>

5- أما دراسة landell mills<sup>4</sup> فقد أدخلت تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات في ظل صعوبات الدين الخارجي ومن ثم صعوبة خدمة الدين، فعندما تقيم تكلفة حيازة الاحتياطيات بسعر الفائدة التي يجب على الدولة أن تدفعها في السوق الاقتراض الدولي فإن حيازة الاحتياطيات ستكون مكلفة، وكذلك الدول المعرضة لصعوبات خدمة الدين ستقتصد في حيازة الاحتياطيات عندما ترتفع

<sup>1</sup> Iyoha, "Demand for International Reserves in less Developed Countries", Review of Economics and Statistics, USA, 1976, p :351.

<sup>2</sup> محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

<sup>2</sup> Yoichi Chinka, "Demand for International Reserves, in LDC", Review of Economics and Statistics, n° 4, vol.XI, 1979.

<sup>3</sup> Kelly M, "The Demand for International Reserves", American Economic Review, 1970.

أسعار الفائدة البديلة، وقد عرف mills تكلفة الفرصة البديلة بأنها الدخل المضحي به من وراء حيازة الاحتياطيات مع طرح العائد على استثمار تلك الوحدة.

من هنا نجد أن تكلفة الفرصة البديلة تلعب دورا مهما في تحديد حجم الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي من طرف البنوك المركزية، فالطلب على احتياطي الصرف الأجنبي يتم تحليله غالبا عن طريق مدخل التكاليف والمنافع لحيازة الاحتياطيات، أي أن الطلب على الاحتياطيات ينقص مع زيادة قيمة الفرصة الضائعة التي تضحي بها الدولة نتيجة لتكوين هذه الاحتياطيات والعكس الصحيح.

ثانيا: أهم الدراسات التجريبية للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

منذ الستينيات تناولت العديد من البحوث التجريبية محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي على مجموعة مختلفة من الدول، وقد كانت النتائج مختلفة باختلاف اقتصاديات الدول. لذا سنحاول عرض ملخص لأهم الدراسات التجريبية التي تناولت الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي من خلال الجدول (1-2).

الجدول (1-2): ملخص لأهم الدراسات التجريبية للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

اسم الباحث	حجم العينة وفترة الدراسة	متغيرات الدراسة	الأسلوب القياسي	نتائج الدراسة
Sebastian Edwards <sup>1</sup>	البلدان أقل نمو N=41 T=1964 - 1972	اعتمدت الدراسة على النموذج التالي: $\log R = a_0 + a_1 \log IM + a_2 \log m + a_3 \log \sigma + u$ IM: الواردات m: الميل الحدي للاستيراد σ: تقلب المدفوعات	اعتمد الباحث على نموذج الانحدار المتعدد وطريقة المربعات الصغرى في التقدير.	توصلت الدراسة إلى أن الدول التي تستخدم تعديلات سعر الصرف لمعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات تملك احتياطيات أقل من الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت.
Karim Khan and Eatnaz Ahmed <sup>2</sup>	(باكستان) N=1 T=1982 - 2003	اعتمدت الدراسة على النموذج التالي: $\Delta Z_t = \sum_{i=1}^I \Gamma_i \Delta Z_{t-i} + \Pi Z_{t-1} + (\Psi D_t) + U_t$ $z_t = (r, sd, mmmr, apm, m, rm)$ r: الاحتياطيات الدولية. sd: التغير في ميزان المدفوعات. mmmr: معدل سوق النقود. apm: الواردات. m: تحويلات العاملين في الخارج. D <sub>t</sub> : شعاع المتغيرات الخارجية.	اعتمد الباحث على نموذج تصحيح الخطأ (ECM)	توصلت الدراسة إلى أن التغير في ميزان المدفوعات والواردات يؤثر إيجابيا في الاحتياطيات، أما تكلفة الفرصة البديلة وتحويلات العاملين لها علاقة عكسية مع الاحتياطيات.
Joshua Aizeman and Jaewoo lee <sup>3</sup>	الاقتصاديات الناشئة N=53 T=1980 - 2000	R-tot- $Y_{it} = B_0 + B_1 \text{population}_{it} + B_2 \text{openness} + B_3 \text{ER volatility} + B_4 \text{EX growth} + B_5 \text{spl deviation}_{it} + B_6 \text{K account} + B_7 \text{TOT}_{it} + B_8 \text{crisis dummies} + \varepsilon_{it}$	تم الاعتماد على نموذج معطيات بانل "panel"	توصلت الدراسة إلى أن متغيرات الانفتاح التجاري والمالي ذات معنوية إحصائية واقتصادية في شرح الطلب على الاحتياطيات أما المتغيرات المرتبطة بالعمل التجاري ذات معنوية إحصائية لكن غير معنوية اقتصاديا.

<sup>1</sup>Sebastian edwards, **A note on the demand for international reserves by less developed countries**, UCLA departement of Economics, los angeles, working paper 222, 1981.

<sup>2</sup> Karim khan and eatnaz Ahmed, **the demand for international reserves : a case study of pakistan**, the pakistan développement review, pakistan, n°44, 2005.

<sup>3</sup> Joshua aizeman and jaewoo lee, **international reserves precautionary versus mercantilist views , theory and evidence** ,Référéncé déjà cité.

		<p>R: الاحتياطيات خارج الذهب.  Population: السكان.  Openness: نسبة الاستيراد  ER volatility: تقلب سعر الصرف.  EX growth: نمو الصادرات.  pl deviation: انحراف الأسعار.  K account: درجة تحرير حساب رأس المال.  TOT: درجة التبادل التجاري.</p>		
<p>خلصت الدراسة إلى أن طلب الهند على الاحتياطيات في المدى الطويل هو دالة لتقلبات الحساب الجاري وحساب رأس المال ومرونة سعر الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة، كما خلصت الدراسة إلى أن الهند تمتلك الاحتياطيات كإجراء وقائي ضد تقلبات الحساب الجاري وحساب رأس المال، كما أظهرت النتائج أن الطلب على الاحتياطيات في الهند أقل حساسية لتكلفة الفرصة البديلة كما أن مرونة سعر الصرف لا تؤثر على حيازة الاحتياطيات بشكل كبير.</p>	<p>نموذج التكامل المشترك</p>	$\ln res_t = a + (b \ln pop_t + c \ln pci_t) + (d \ln im_t + e \ln trade_t + f \ln cad_t) + (g \ln cac_t + h \ln sted_t + i \ln m_t) - j(\ln er_t) - k(ird_t) + u_t$ <p>Res: الاحتياطيات الحقيقية.  pop: السكان  Pci: الناتج المحلي الإجمالي للفرد.  Im: نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.  trade: نسبة التبادل التجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي.  cad: نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي.  cac: نسبة حساب رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي.  sted: نسبة دين قصير الأجل إلى الناتج المحلي الإجمالي.  m: نسبة عرض النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي.  er: الانحراف المعياري لسعر الصرف.  ird: فروق سعر الفائدة.</p>	<p>N=1  (الهند)  T=1983  -  2005</p>	<p>KP  prapheesh  D.malathy  madhumati<sup>1</sup></p>
<p>خلصت الدراسة إلى هناك تأثير للمتغيرات التفسيرية على الطلب على الاحتياطيات:  (+ Ex growth  (-) PLdev  (+ Kacc  (-) Debt  (+ POP  (+ Open  (+ TOT</p>	<p>تم الاعتماد على نموذج معطيات بانل "panel"</p>	$Res_{it} = B_0 + B_1 Ex growth_{it} + B_2 PLdev_{it} + B_3 kacc_{it} + B_4 debt_{it} + B_5 POP_{it} + B_6 open_{it} + B_7 TOT_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>B<sub>1</sub> Ex growth</p>	<p>الاقتصاديات الناشئة.  N=20.  T=1981  -2004.</p>	<p>Anne laure  Delatte et  Julien  Fouquan<sup>2</sup></p>

<sup>1</sup> Prabheesh.kp, malathy.D and madhumathi R, "demand for foreign exchange reserves in india : A co-integration approach", MPRA paper n°13969, 2009.

<sup>2</sup> Dellate, anne laure and fouquan julien, "the déterminants of international reserves in the emerging countries", Référence déjà cité.

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذات التوزيع المتأخر (ARDL)	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذات التوزيع المتأخر (ARDL)	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذات التوزيع المتأخر (ARDL)	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذات التوزيع المتأخر (ARDL)	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذات التوزيع المتأخر (ARDL)
توصلت الدراسة على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 98% من الحركة في المتغير التابع كما يلي:	توصلت الدراسة على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 98% من الحركة في المتغير التابع كما يلي:	توصلت الدراسة على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 98% من الحركة في المتغير التابع كما يلي:	توصلت الدراسة على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 98% من الحركة في المتغير التابع كما يلي:	توصلت الدراسة على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 98% من الحركة في المتغير التابع كما يلي:
(+) $R_{t-1}$				
(+) $LY_{t-1}$				
(-) $LMPR_{t-1}$				
(-) $LIM_{t-1}$				
(+) $LXR$				

### المبحث الثاني: احتياطي الصرف الأجنبي وأسعار الصرف

يعتبر سعر الصرف من العوامل المحددة للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، ففي ظل نظام بريتن وودز حيث كانت أسعار الصرف الثابتة كانت الدولة بحاجة إلى تكوين حجم كافي من الاحتياطيات للتدخل في سوق الصرف الأجنبي من أجل بيع وشراء العملة الأجنبية للحفاظ على قيمتها عند مستوى معين، وكلما كانت احتياطيات الصرف الأجنبي فوق المستوى العادي فإن احتمالات المحافظة على ثبات سعر الصرف تكون كبيرة، ومن المتوقع أن طلب هذه الدول على الاحتياطيات كبير مقارنة بالدول التي تتبع نظام سعر الصرف المرن، غير أنه اتضح أن الدول التي اتبعت نظام سعر الصرف المرن بقي طلبها على احتياطيات الصرف كبير، نظراً لمتطلبات التنمية الاقتصادية المتزايدة واحتمالات العجز القائمة على مستوى ميزان مدفوعاتها.

#### المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

##### أولاً: تعريف سعر الصرف

هناك عدة تعاريف لسعر الصرف إلا أنها تصب في مفهوم واحد، نورد أهم التعاريف في ما يلي:

- يقصد بسعر الصرف نسبة أو مبادلة عملة ما بعملة أخرى، تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها، كذلك يعرف على أنه النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> David irefin and baba N yaaba, "determinants of foreign reserves in ngeria : An autoregressive distributed lag Approach", CBN journal of applied statistics, n°02.

<sup>2</sup> عرفان تقي الحسني، "الاقتصاد الدولي"، مجدلاوي، الأردن، 2009، ص: 147-148.

- كما يعرف على أنه قيمة الوحدة من عملة ما مقومة بوحدات من عملة بلد آخر، وتعتمد الكيفية التي يتحدد بها سعر الصرف على نظام المدفوعات المتبع.<sup>1</sup>

وبالتالي فسعر الصرف عبارة عن أداة تربط الاقتصاد الوطني بالاقتصاديات الأخرى، أي انه يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد الوطني وأسعارها في السوق العالمية.

وتحديد سعر الصرف يمكن تفسيره من خلال الإشارة إلى العرض والطلب فمع إغفال الحسابات الرأسمالية فإن عرض العملة الوطنية أمر تحدده الواردات، فيما تحدد الصادرات الطلب على هذه العملة.<sup>2</sup>

أي أن الطلب على النقد الأجنبي هو طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات، فمثلا الطلب على السلع الأمريكية هو طلب على الدولار الأمريكي، وفي نفس الوقت هو عرض للدينار الجزائري، كما أن الطلب الياباني على السلع الجزائرية هو طلب على الدينار الجزائري وعرض للين الياباني.

### ثانيا: وظائف سعر الصرف

يقوم سعر الصرف بوظائف عدة نوجزها فيما يلي:<sup>3</sup>

- **وظيفة قياسية:** حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار السوق العالمية، وهكذا يمثل سعر الصرف لهؤلاء حلقة وصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية.

- **وظيفة تطويرية:** أي يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ويمكن أن يؤدي من جهة أخرى إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو استبدالها بالاستيراد حيث تكون أسعار هذه السلع المستوردة أقل من الأسعار المحلية، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

حيث أن ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية يؤدي إلى ارتفاع قيمة السلع المنتجة محليا والموجهة للتصدير وانخفاض أسعار الواردات، والعكس في حالة انخفاض قيمة العملة الوطنية حيث تزداد تنافسية السلع المنتجة محليا وترتفع أسعار السلع المستوردة.

<sup>1</sup> محمد سيد عابد، "التجارة الدولية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع القيمة، الاسكندرية، 2001، ص: 305.

<sup>2</sup> محمد نجاة الله صديقي، "الاقتصاد الدولي"، مركز النشر العلمي، السعودية، 2009، ص: 32.

<sup>3</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص: 149-150.

- وظيفة توزيعية: يمارس سعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل العالمي والثروات الوطنية بين دول العالم.

ثالثا: أنواع سعر الصرف: عادة ما يتم التمييز بين عدة أنواع لسعر الصرف منها ما يلي:

**1- سعر الصرف الاسمي:** يعرف سعر الصرف الاسمي على أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويمكن أن يعكس هذا التعريف بحساب العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية، ويدل سعر الصرف الاسمي على سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ويتغير سعر الصرف الاسمي يوميا إما تدهورا أو تحسنا.<sup>1</sup>

وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى:

- **سعر الصرف الرسمي:** الذي تحدده السلطات النقدية وفق ما يتناسب مع ظروفها وسياستها الاقتصادية.

- **سعر الصرف الموازي:** هو السعر الذي يتحدد من خلال التلاقي الحر بين الطلب والعرض على العملات الأجنبية القابلة للتحويل، ويتحدد في السوق الموازية التي لا تخضع لأي قوانين. ومن ثم فأسعار الصرف الاسمية تعطي سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية، وبالتالي فهي ليست بالمؤشر الذي يعبر بشكل حقيقي عن قيمة العملة لتجاهله التضخم الحاصل بين البلد المحلي والبلد الأجنبي.

**2- سعر الصرف الحقيقي:** يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة وهو يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم.<sup>2</sup>

ويتم حساب سعر الصرف الحقيقي وفق المعادلة التالية:

$$e_r = e \cdot \frac{P}{P^*}$$

<sup>1</sup> بلقاسم العباس، "سياسات أسعار الصرف"، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 23، نوفمبر 2003، ص: 04.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

حيث:

$p$  : سعر المنتج المحلي بالعملة الوطنية.

$p^*$  : سعر المنتج الأجنبي بالعملة الأجنبية.

$e$  : سعر الصرف الاسمي.

يلاحظ أن الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي يعني انخفاض السعر النسبي وبالتالي ارتفاع تنافسية السعر للبلد المعني.<sup>1</sup>

**3- سعر الصرف الفعلي:** هو عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعليا أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة.<sup>2</sup>

وهو المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما.

لقياس قوة أو ضعف العملة المحلية نسبيا عندما يكون لهذه الدولة العديد من الشركاء التجاريين، علينا أن نُكوّن مؤشرا يشمل وزنا لكل عملة تبعا لأهميتها في التجارة الخارجية للدولة المحلية، ولتجنب مشكلة التجميع التي تتعلق بجمع العملات المختلفة يتم ربط سعر الصرف كل عملة إلى سنة أساس معطاة ويعطى مؤشر الأساس قيمة قدرها 1.<sup>3</sup>

$$eI_i = \frac{e_i}{e_{ibase}}$$

حيث:

$eI_i$ : مؤشر سعر صرف العملة (i).

$e_i$  : سعر الصرف الحقيقي للعملة (i).

$e_i base$ : سعر صرف العملة (i) في سنة الأساس.

وبما أن أسعار الصرف ليست متساوية في الأهمية يجب إعطاء وزن للمؤشر القياسي لكل عملة بشكل مناسب والوزن الشائع هو:

<sup>1</sup> Guillochon Bernard, Kwechi A ; "Economie Internationale, Commerce et Macroéconomie", Dunod, Paris, Edition 5, 2006, p ;230.

<sup>2</sup> محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص:76.

<sup>3</sup> هزاع مفلح، مرجع سبق ذكره، ص: 275-276.

$$W_i = (M_i + X_i) / (M_{total} + X_{total})$$

حيث:  $\sum w_i = 1$

ويكون سعر الصرف الفعلي:  $EER = \sum eI_i w_i$

**4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** هو سعر الصرف الفعلي الاسمي معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية.<sup>1</sup> حتى يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج. يمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$e_{ef.r} = \sum_p \frac{X_0^p(e^{pr})_t / X_0^p(e^{pr})_0}{(P_0^p / P_0^r) / (P_t^p / P_t^r)} \times 100$$

$$e_{ef.r} = \sum_p Z_p \left\{ \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} \times \frac{(P_t^p / P_t^r)}{(P_0^p / P_0^r)} \right\} \times 100$$

$$e_{ef.r} = \sum_p Z_p IREER_{PR} \times 100$$

حيث:

$p^p_0, p^p_t$ : مؤشر أسعار الدولة p في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$p^r_0, p^r_t$ : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$IREER_{PR}$ : مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي ويعكس سعر صرف عملة الشريك التجاري بالعملة المحلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.

### المطلب الثاني: أنظمة الصرف الأجنبي

يعرف نظام الصرف بأنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي، وبالتالي التأثير على سلوك سعر الصرف.<sup>3</sup>

#### أولاً: أنواع أنظمة الصرف

عرف نظام الصرف عدة تطورات بداية من نظام قاعدة الذهب إلى النظام العائم الذي نشهده اليوم، ففي ظل نظام بريتن وودز ساد نظام تثبيت العملات مقابل بعضها البعض، لكن بعد انهيار نظام بريتن وودز عام 1971 جرى تبني نظام لأسعار الصرف أكثر مرونة، حيث أقر صندوق النقد

<sup>1</sup> لخلو موسى بوخاري، "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2010، ص: 120.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

<sup>3</sup> لخلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره: ص: 134.

الدولي التعديل على أساس اتفاقية 1978، ومنذ ذلك الوقت أصبحت نظم الصرف تصنف إلى نوعين رئيسيين يشتمل كل منهما على عدد من الصيغ وهما نظم أسعار الصرف الثابتة ونظم أسعار الصرف المرنة.

### 1- أنظمة سعر الصرف الثابتة:

هي عبارة عن أسعار صرف مثبتة إما إلى عملة واحدة، حيث تثبت الدولة عملتها إلى عملة دولية رئيسية (تتميز بمواصفات معينة كالقوة و الاستقرار) دون إجراء تعديلات إلا في حالات نادرة وتعلن مسبقاً مقدار التعديل مقابل عملة الإرتكاز.

أو تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة من العملات تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أو تثبتها مقابل وحدة معيارية مثل وحدة حقوق السحب الخاصة التي يتم تقييمها على أساس متوسط مرجح للدولار والين واليورو والجنيه الاسترليني، ويتم الإعلان عن سعر الدولار المعادل لحقوق السحب الخاصة يومياً من قبل صندوق النقد الدولي، وبالتالي تقوم الدول المعنية بالتعديل في سعر عملتها بالدولار لتحقيق سعر صرف ثابت. لقد أتاح نظام سعر الصرف الثابت للمنتجين القدرة على تقدير الأرباح المستقبلية على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، ومن ثم تحديد الكميات التي يرغبون في إنتاجها، كما أنه يعمل على زيادة الثقة في العملة نتيجة إستقرار سعرها، هذه المزايا والثبات في سعر الصرف سمح للدول ذات العجز أو الفائض برسم هيكل لمعاملاتها الخارجية بما يتناسب مع حالة ميزان المدفوعات.

إلا أنه من مساوئ هذا النظام أنه يعكس الأوضاع الاقتصادية السيئة لدولة عملة التثبيت إلى العملة المحلية، كما أنه يفرض على السلطات النقدية الاحتفاظ باحتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية للحفاظ على حدود تثبيت العملة، مما يشكل عبئاً كبيراً على تلك السلطات لإدارة وتجميع تلك الاحتياطيات، كما أن ربط الدولة لعملتها يعني أن المستثمرين يبحثون عن الدولة ذات سعر الفائدة الأعلى للاستثمار، مما يعني تقييد الدولة لحرية حركة رؤوس الأموال وتعطيل فعالية السوق في استخدام أنظمة الصرف الثابتة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>مشهور هذلول بربور، "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن"، أطروحة دكتوراه فلسفة، تخصص مصارف، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص: 37.

## 2- أنظمة الصرف المرنة:

تتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها:<sup>1</sup>  
المؤشرات الاقتصادية للبلد مثل : سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوءها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها.

يندرج تحت هذا النوع من الأنظمة نظامان رئيسيان هما أنظمة الصرف الحرة وأنظمة الصرف المدارة.  
**2-1- أنظمة الصرف الحرة:** وفقا لهذا النظام فإن الدولة تسمح لقوى السوق أن تحدد سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى على ضوء العرض والطلب لتلك العملات مقابل بعضها البعض، إذ يمثل جانبا ميزان المدفوعات للدولة جانبي العرض والطلب على سعر صرف العملة مقابل العملات الأخرى.<sup>2</sup>

ومن المزايا الرئيسية التي تدفع الدول إلى تبني هذا النظام هو أن التغيرات في سعر الصرف تؤدي إلى التسوية التلقائية لميزان المدفوعات، كما أنه يعزل الدول عن التضخم والبطالة في الدول الأخرى، بالإضافة إلى أنه يعفي السلطات النقدية من التدخل في أسواق الصرف للمحافظة على سعر صرف عملتها ضمن حدود معينة وبالتالي إعفائها من المبالغ المخصصة لهذه العملية.  
إلا أن استخدام الدول لأنظمة الصرف الحرة تعمق من حجم المشاكل الاقتصادية داخل الدول التي تعاني منها، حيث يتعرض الاستقرار الاقتصادي الداخلي لهزات عنيفة بسبب التقلبات في أسعار الصرف.<sup>3</sup> بالإضافة إلى تأثير الذبذبات في أسعار الصرف على المتغيرات الاقتصادية الكلية بالدولة وعلى رغبة المستثمرين بدخول أسواق تلك الدول، وبالتالي اتساع حركة المضاربة في الصرف.  
لكن في الواقع لا يوجد تعويم حر لأسعار الصرف لأن الحكومات تتدخل لتؤثر على عملية تعديل أسعار الصرف، وأن آثار أسعار الصرف مؤلمة أحيانا وقد تؤدي إلى ضغوط سياسية على الحكومات مما يؤدي إلى إتباع سياسات التدخل في الشؤون الاقتصادية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره: ص: 116.

<sup>2</sup>طراد اسماعيل ابراهيم، "إدارة العملات الأجنبية"، الطبعة 2، عمان، 2005، ص: 47.

<sup>3</sup>محمد راتول، مرجع سبق ذكره، ص: 141.

<sup>4</sup>جون إنلمان سبيرو، "سياسات العلاقات الاقتصادية الدولية"، مركز الكتاب الأردني، 1987، ص: 51.

**2-2- أنظمة الصرف المعمومة المدارة:** في هذا النوع من الأنظمة تتدخل السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها على أساس وضعية ميزان المدفوعات وعلى أساس مستوى احتياطي الصرف الأجنبي لديها.

وبالتالي فأنظمة الصرف المدارة تجمع بين خصائص أنظمة الصرف الحرة، في أن أسعار صرف تتحرك صعودا وهبوطا حسب العرض والطلب عليها ولا توجد حدود رسمية في الطلب عليها، وبين خصائص أسعار الصرف الثابتة في أن السلطات النقدية تتدخل لمنع سير العملة باتجاه معين بشكل كبير. ومن الانتقادات الموجهة لهذا النظام هو رغبة الحكومة بالتحكم في سعر الصرف لتحقيق أهداف معينة ولو على حساب الدول الأخرى.

### ثانيا: معايير اختيار أنظمة الصرف

إن من بين الأسئلة المطروحة على مستوى الاقتصاد الدولي تتعلق بالاختيار الأمثل لنظام سعر الصرف. وبما أن البلدان لم تعد مضطرة لربط أسعار صرفها بنظام يشرف عليه صندوق النقد الدولي، فإنها تحتاج لأساس متين لاختيار النظام الأفضل ملائمة لاحتياجاتها سواء كان ثابتا أو معوما أو وسطا بين الإثنين.<sup>1</sup>

ويتفق كل من Friedman و Mundell-fleming و S.Fisher وصندوق النقد الدولي أن سعر الصرف العائم يوفر لاقتصاد البلد الحماية من الصدمات الحقيقية مثل: التغير في الطلب على الصادرات أو في معدلات التبادل التجاري، في حين يكون سعر الصرف الثابت مرغوبا في حالة التصدي للصدمات الاسمية مثل: حدوث تحول في الطلب على النقد، وبالتالي فإن الخيار السليم يتوقف على قدرة السلطات (النقدية والمالية) على تحديد مصدر وطبيعة الصدمات (اسمية وحقيقية) إن كانت مؤقتة أو دائمة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أنيش غوش و جوناثان أوستري، "اختيار نظام لسعر الصرف"، مجلة التمويل و التنمية، 2009، ص:38.

<sup>2</sup> بريري محمد أمين، "ميررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009، ص: 27.

- ونقدم فيما يلي بعض المعايير التي يمكن الاعتماد عليها في اختيار نظام سعر صرف ملائم:<sup>1</sup>
- **حجم الاقتصاد:** بمقدار ما يكبر حجم الاقتصاد تزداد قدرته على تقلبات أسعار الصرف.
  - **الانفتاح:** بمقدار ما يكون الاقتصاد أكثر انفتاحا تتزايد عواقب تقلبات سعر الصرف ويقل الإقبال على سعر الصرف المرن.
  - **تنوع هيكل الإنتاج(الصادرات):** بمقدار ما يزداد تنوع الاقتصاد يصبح سعر الصرف المرن أكثر جدوى لدوره في زيادة القدرة التنافسية.
  - **التركيز الجغرافي للتجارة:** بمقدار ما تزداد حصة التجارة الخارجية لبلد ما مع بلد واحد يقوي الحافز لربط العملة المحلية بعملة هذا البلد.
  - **اختلاف معدل التضخم المحلي عن معدل التضخم العالمي:** بمقدار ما يزداد اختلاف معدل التضخم في بلد ما عن معدل التضخم لدى الشركاء التجاريين الأساسيين تزداد الحاجة لإجراء تعديلات أكثر على سعر الصرف، إلا أن بلوغ معدل التضخم في بلد ما معدلا شديدا الارتفاع يفرض اعتماد سعر صرف ثابت، الأمر الذي يضيف انضباطا على السياسة المعتمدة ويوفر مصداقية إضافية لبرامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي.
  - **درجة التطور الاقتصادي والمالي:** كلما زادت درجة التطور الاقتصادي والمالي كانت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظام سعر الصرف المرن.
  - **حرية حركة العمالة:** تنخفض تكلفة اعتماد سعر الصرف الثابت حيث تكون الأجور والأسعار المحلية غير مرنة، فإذا ازدادت حرية حركة العمالة فإن ذلك يؤدي إلى استيعاب العمالة الزائدة في الوظائف الأخرى.
  - **حرية حركة رأس المال:** كلما ازدادت حرية حركة رأس المال صعب الاحتفاظ بنظام سعر الصرف الثابت.
  - **الصدمات النقدية المحلية:** كلما اتسع نطاق الصدمات الاسمية المحلية ارتفع الإقبال على سعر الصرف الثابت لتثبيت التوقعات التضخمية.
  - **الصدمات النقدية الأجنبية:** كلما اتسع نطاق الصدمات الاسمية الأجنبية ازداد الإقبال على نظام سعر الصرف المرن بحيث يتأمن عزل الأسعار المحلية عن الصدمات الاسمية الخارجية.

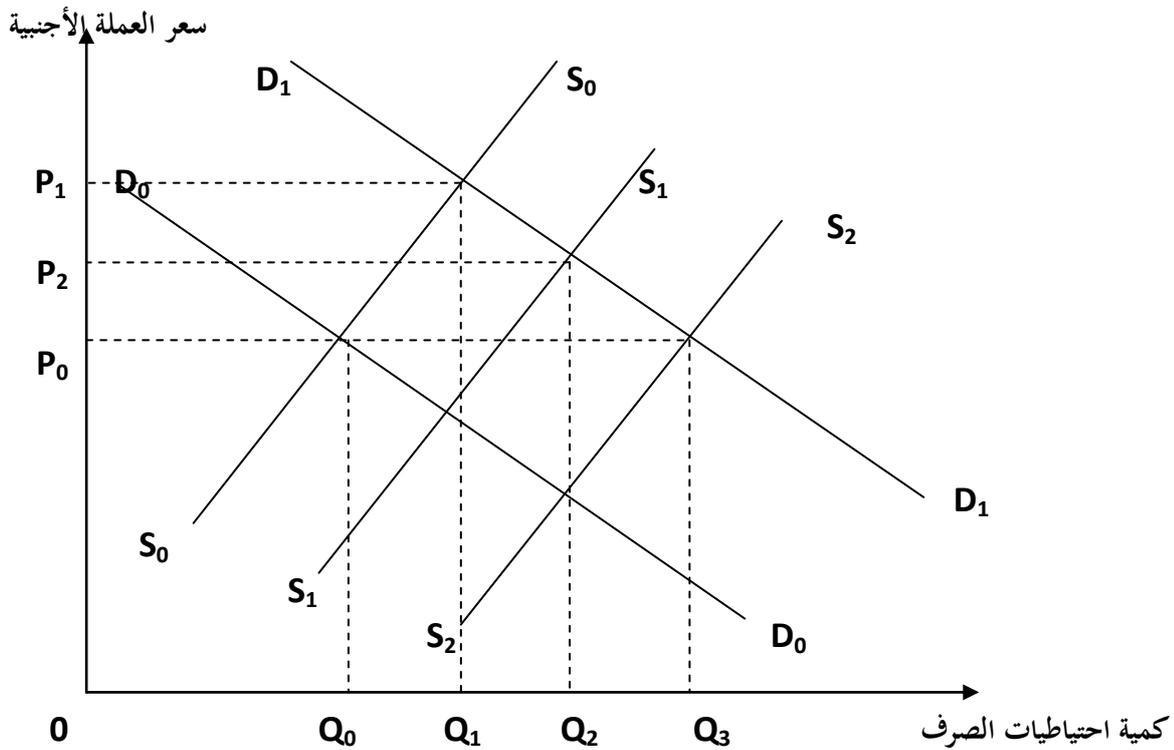
<sup>1</sup>ترقيو محمد، "فعالية أنظمة الصرف في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للدول النامية، دراسة قياسية(تونس-الجزائر-المغرب)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الشلف، 2011-2012، ص:51.

- الصدمات الحقيقية: بمقدار ما يكون الاقتصاد أكثر تعرضا للصدمات الحقيقية سواء الأجنبية أو المحلية يكون سعر الصرف المرن أكثر نفعا لعزل الناتج والأسعار المحلية عن الصدمات الخارجية.

### المطلب الثالث: علاقة احتياطي الصرف الأجنبي بسعر الصرف

إن الدول شديدة الاهتمام بتكوين قدر ملائم من احتياطيات الصرف الأجنبي من أجل الدفاع عن مستوى سعر صرف العملة المحلية والمحافظة على استقرارها، وحتى يمكن لنا توضيح العلاقة بين مستوى احتياطي الصرف الأجنبي والقدرة على المحافظة على سعر الصرف نستعين بالشكل (3-2).

### الشكل (3-2): العلاقة بين احتياطيات الصرف الأجنبي وسعر الصرف الأجنبي



المصدر: رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص: 118.

يعبر الشكل (2-3) عن سوق الصرف الأجنبي للدولة (X) ونفترض أن العالم الخارجي يتكون من دولة واحدة هي (Y)، كما أننا نستبعد من هذه السوق حركات رؤوس الأموال الخاصة في الأجل القصير والطويل وأعمال المضاربة على الصرف الأجنبي.

يمثل المحور الأفقي كمية احتياطيات الصرف الأجنبية التي تملكها الدولة.

يمثل المحور العمودي سعر الصرف الأجنبي أي عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية (مثلاً: 1 أورو = 100 دج).

المنحنى  $(D_0D_0)$ : يمثل منحنى الطلب على النقد الأجنبي وهو طلب المقيمين في الدولة (X) على السلع والخدمات التي ينتجها العالم الخارجي (الدولة Y)، حيث أنه كلما كان سعر عملة الدولة (Y) مرتفعاً بالنسبة للمقيمين في الدولة (X) فإن ذلك يدل على أن أسعار السلع والخدمات التي تنتجها الدولة (Y) تكون مرتفعة بالنسبة للمقيمين في الدولة (X) ولهذا سوف يقل طلبهم على عملة هذه الدولة، ولهذا فإن منحنى الطلب  $D_0D_0$  يتخذ الشكل الانحداري السالب من الأعلى إلى الأسفل.

المنحنى  $(S_0S_0)$  يعبر عن منحنى عرض الصرف الأجنبي في الدولة (X) وهو مشتق من طلب الدولة (Y) على السلع والخدمات التي تنتجها الدولة (X)، حيث أنه كلما كان سعر العملة الأجنبية بالنسبة للدولة (X) مرتفعاً، فإن ذلك يعني أن العملة المحلية للدولة (X) منخفضة وبالتالي فإن أسعار السلع والخدمات المنتجة بها تكون منخفضة بالنسبة للمقيمين في الدولة (Y)، وهذا يؤدي إلى زيادة طلب المقيمين في الدولة (Y) على السلع والخدمات المنتجة في الدولة (X) أي يقومون بزيادة عرض العملة الأجنبية للحصول على العملة المحلية ولهذا يكون منحنى العرض  $(S_0S_0)$  ذو ميل موجب من الأسفل إلى الأعلى.

إن التوازن في سوق الصرف الأجنبي يتحقق عندما يتلاقى منحنى الطلب  $(D_0D_0)$  مع منحنى العرض  $(S_0S_0)$  فيحدد السعر التوازني للصرف عند المستوى  $(P_0)$  وتكون الكمية التوازنية عند هذا السعر هي  $(OQ_0)$  وهو السعر الذي ترغب السلطات النقدية في المحافظة عليه.

نفترض أنه حدث اضطراب في سوق الصرف الأجنبي نتيجة زيادة مفاجئة في الطلب على النقد الأجنبي أدت إلى انتقال منحنى الطلب من  $(D_0D_0)$  إلى  $(D_1D_1)$  بينما يبقى منحنى العرض  $(S_0S_0)$  ثابتاً.

## الفصل الثاني:.....نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها

إن حدوث التوازن في هذا السوق سوف يؤدي إلى تغيير سعر الصرف التوازني فيرتفع إلى المستوى  $(OP_1)$  وتصبح الكمية التوازنية هي  $(OQ_1)$ ، وبما أن الدولة ترغب في المحافظة على سعر الصرف عند المستوى الأول  $(OP_0)$  فعليها أن تتدخل في سوق الصرف الأجنبي وتقوم بعرض العملة الأجنبية لكي تواجه الزيادة التي حدثت في الطلب، وهذا يتطلب أن يكون لديها كمية كافية وملائمة من الاحتياطيات من هذه العملة.

ومن الشكل السابق يتضح أنها يجب أن تعرض في السوق كمية تعادل  $(OQ_3)$  حتى تصل إلى هدف المحافظة على سعر الصرف عند  $(OP_0)$ .

غير أن انتقال منحنى الطلب على الصرف الأجنبي إلى الوضع  $(D_1D_1)$  مع ثبات منحنى العرض سوف ينجر عنه مجموعة من التغيرات الداخلية في الأسعار النسبية للسلع والخدمات وعوائد عوامل الإنتاج في الدولة  $(X)$  هذه التغيرات ستؤدي إلى تصحيح تلقائي للاختلال الذي حدث في سوق الصرف الأجنبي.

يمكننا أن نوضح العودة إلى التوازن تلقائياً من خلال ما يلي:

نفترض أن الزيادة الفجائية في الطلب على الصرف الأجنبي في الدولة  $(X)$  كانت ناتجة عن إقبال المقيمين في الدولة  $(X)$  على السلع المستوردة، ونظراً للارتفاع الذي حدث في سعر الصرف الأجنبي فإن أسعار السلع المستوردة سوف ترتفع مقارنة بالأسعار المحلية، وبالتالي سوف يقل طلب المقيمين في الدولة  $(X)$  على السلع المستوردة ويتحول طلبهم إلى السلع المحلية مسبباً ذلك انكماش في الطلب على الصرف الأجنبي ويستعيد سوق الصرف توازنه من جديد.

غير أن الوصول بسعر الصرف إلى وضعه التوازني عن طريق التغيرات السعرية السابقة يتوقف على مرونة الطلب المحلي على السلع المستوردة من ناحية وعلى مرونة عرض الإنتاج المحلي البديل للاستجابة للزيادة التي تحدث في الطلب المحلي.

وإذا بقي سعر الصرف عند مستواه الجديد  $(OP_1)$  يمكن أن تصبح السلع المحلية للدولة من الصناعات التصديرية، لأن بقاء سعر الصرف عند المستوى  $(OP_1)$  يعني أن قيمة العملة المحلية للدولة  $(X)$  أرخص مقارنة بالعملة الأجنبية، أي أن أسعار السلع المحلية المنتجة في الدولة  $(X)$  منخفضة مقارنة بالأسعار السائدة في الدولة  $(Y)$ ، وإذا افترضنا أن الطلب الخارجي على السلع المحلية للدولة  $(X)$  مرن، فإن منحنى عرض الصرف الأجنبي ينتقل إلى الأسفل نحو اليمين إلى الوضع  $(S_1S_1)$ ، وبالتالي ترى أن سوق الصرف يتجه نحو التوازن حيث ينخفض السعر التوازني إلى  $(OP_2)$  والكمية التوازنية  $(OQ_2)$  مع افتراض أن منحنى الطلب على الصرف الأجنبي سوف يبقى عند الوضع  $(D_1D_1)$ .

رغم ذلك نجد أن السعر التوازني الجديد ليس هو السعر الذي ترغب الدولة في تحقيقه والذي يجب أن يسود، ولكي تصل الدولة إلى السعر التوازني ( $OP_0$ ) فإنها مضطرة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي لكي تعرض الصرف الأجنبي على النحو الذي يجعل السعر السائد عند المستوى ( $OP_0$ ) ومن الشكل السابق نجد أن هذه الكمية يجب أن لا تقل عن ( $Q_2Q_3$ ) وهذه الكمية تمثل الاحتياطيات اللازمة التي يجب أن تكون في حوزة السلطات النقدية وأن تتمكن من بيعها بسرعة لكي تحافظ على السعر القديم. لكن إذا انتقل منحني عرض الصرف الأجنبي إلى الوضع ( $S_2S_2$ ) وظل منحني الطلب كما هو أي ( $D_1D_1$ ) فإن سوق الصرف الأجنبي يستعيد توازنه القديم دون أن تتدخل الدولة لتبيع احتياطياتها في السوق، وذلك في الواقع أمر يمكن تصوره بشرط توفر فرضين أساسيين هما:<sup>1</sup>

- تمتع الطلب الخارجي على منتجات الصناعة المحلية بدرجة كافية من المرونة.  
- سرعة نمو الإنتاج المحلي للصناعات التصديرية للاستجابة للزيادة التي حدثت في الطلب الخارجي، وذلك باستخدام الطاقات العاطلة أو عن طريق سرعة تحول عوامل الإنتاج المحلية للاشتغال في هذه الصناعات.

خلاصة ما تقدم أنه إذا رغبت الدولة في المحافظة على وضعية سعر الصرف الأجنبي وسوق الصرف غير خاضعة لسيطرتها بشكل مباشر، فإن ذلك يستلزم منها الاحتفاظ بكميات كافية وملائمة من احتياطيات الصرف الأجنبي لكي تتدخل في سوق الصرف الأجنبي بائعة لهذه الاحتياطيات في الفترات التي يتزايد فيها الطلب على النقد الأجنبي، ومشتريه لها في الفترات التي يقل فيها الطلب. فقيام السلطات النقدية لبلد ما بهذه الوظيفة للمحافظة على سعر الصرف إنما يعني قيام البلد بتكوين صندوق يعرف "بصندوق موازنة الصرف" وظيفته تشبه الدور الذي يؤديه البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة.

<sup>1</sup> رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 121

### المبحث الثالث: أهم مؤشرات قياس كفاية احتياطي الصرف الأجنبي

إن تحديد الحجم الأمثل من احتياطي الصرف الأجنبي كان من القضايا التي اهتم بها الاقتصاديين نظرا لتكلفة التي تنجر عن الاحتفاظ بالاحتياطيات، وتضحيتها بالاستخدامات البديلة للموارد التي تمثلها هذه الاحتياطيات، ومن ثم لا بد أن تكون هناك مقارنة أو تعادل بين حجم المنافع المتوقعة وبين التكلفة من أجل تقدير الحجم الأمثل من الاحتياطيات.

وبالتالي ما هو المستوى الأمثل لاحتياطي الصرف الأجنبي الذي يجب على السلطات النقدية تكوينه حتى تكون في وضع آمن وسليم يحصنها اتجاه الصدمات الطارئة التي يمكن أن يتعرض لها ميزان المدفوعات ويجعل في نفس الوقت تكلفة هذه الاحتياطيات عند حدودها المقبولة اقتصاديا؟ نجد في الأدب الاقتصادي العديد من المؤشرات التي تقيس المستوى الأمثل للاحتياطيات يمكن تقسيمها إلى مجموعتين: المؤشرات التجارية والمؤشرات المالية بالإضافة إلى العديد من المحاولات التي قام بها الاقتصاديين للوصول إلى الحجم الأمثل لاحتياطي الصرف الأجنبي.

### المطلب الأول: المؤشرات التجارية

توضح هذه المؤشرات حالة العلاقات التجارية للاقتصاد المحلي مع باقي دول الأخرى وتضم نسبتين: نسبة الاحتياطيات إلى الواردات ونسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان المدفوعات.

### أولاً: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات (R/M) :

اقترح هذا المؤشر تريفن (triffin) عام 1947، ويعتبر هذا المؤشر من أهم المقاييس التقليدية للحكم على مدى كفاية احتياطي الصرف الأجنبي، وذلك باعتبار أن عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات مصدره الحساب الجاري وبالتالي يكون أكثر منطقية للحكم على كفاية الاحتياطيات.<sup>1</sup> وذلك باعتبار الواردات أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات ونظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والإنتاج الجاري والنمو الاقتصادي.

حيث يرون أنصار هذه الصيغة أن هناك تناسب بين احتياطيات الصرف الأجنبي وقيمة الواردات، معناه أن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي يزداد مع تزايد الواردات، حيث يرى البعض منهم أنه في حالة الطوارئ يضمن تدفق وارداتها الضرورية ويجنبها السياسات الاقتصادية والاجتماعية غير المرغوبة التي تضطر لتطبيقها في حالة عدم كفاية الاحتياطيات.

<sup>1</sup> Ritesh kumar mishra and chandan sharma, "the demand for international reserve and monetary equilibrium", New Evidence from India, National Institute of Financial Management, India, p : 08.

لكن بعض أنصار هذه الصيغة كانوا يرون ذلك يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية فيما تذهب إليه من تزايد الطلب على النقود لأغراض المعاملات مع التزايد الذي يحدث في مستوى الدخل القومي، ولكن هذا التبرير في الحقيقة وجهت إليه عدة انتقادات ذلك أن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي لا يتم بغرض الوفاء بمحاجات التعامل ولكنه يهدف إلى تكوين رصيد احتياطي لمواجهة احتمالات العجز في ميزان المدفوعات.<sup>1</sup>

إن أنصار هذا المؤشر يعتقدون أن هذه النسبة تكون حوالي 30% من قيمة الواردات سنويا أو تغطية حجم الاحتياطيات مدة ثلاثة أشهر من الواردات تعد مستوى ملائم للاحتياطيات.<sup>2</sup> ويمكن أن ترتفع هذه النسبة إلى 4 أو 5 أشهر لتتناسب مع ظروف الدول النامية. وبما أن الواردات تمثل إنفاقا لحصيلة الصادرات، ومن ثم تؤثر على الاحتياطيات سلبيا وهذا التأثير على الاحتياطيات سلبيا يسمى "احتياطيات المبادلات". تقوم الدولة أحيانا بزيادة احتياطياتها إذا زاد حجم وارداتها، ومن ثم تؤثر الواردات على الاحتياطيات ايجابيا، ويسمى هذا التأثير الايجابي للواردات على الاحتياطيات "احتياطيات الأمان"، ولذلك غالبا ما نجد أن الدول تعلن عن غطاء تغطية الواردات لفترة زمنية اعتمادا على ما تملكه من احتياطيات الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معا، فإن الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات تكون محصلة الأثر الأكبر. وهنا نسجل حالتين<sup>3</sup>:

### \*الحالة الأولى:

إذا كان اثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات أكبر من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون سالبة.

\*الحالة الثانية: إذا كان اثر المبادلات على الاحتياطيات قل من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون موجبة. يوضح الجدول التالي تطور نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات لمجموعة من الاقتصاديات الناشئة خلال الفترة من 2005 إلى 2010.

غير أن مؤشر الاحتياطيات إلى الواردات تواجهه بعض الصعوبات لأن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات تتغير على نطاق واسع عبر البلدان، وعبر الزمن حتى بالنسبة للبلد الواحد كما أن المدفوعات الدولية تشتمل على عناصر أخرى غير السلع والخدمات لا تدخل في التجارة

<sup>1</sup> رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 101

<sup>2</sup> زايري بلقاسم، "كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد السابع، 2009، ص: 49.

<sup>3</sup> محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص: 192

## الفصل الثاني:.....نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها

الدولية، كما أن التغيرات في تركيب التجارة ذات اتجاه يخضع لتقلبات موسمية ودورية مما قد يعني أنه بالنسبة لنفس مستوى الواردات قد لا يتطلب نفس المستوى من الاحتياطيات في جميع الحالات ورغم ذلك فإن مستوى الواردات جذب معظم الاهتمام وتستخدمه بعض الدراسات كمؤشر لطلب الاحتياطيات لغرض المعاملات.<sup>1</sup>

### الجدول(2-2): نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات في الاقتصاديات الناشئة

(الوحدة: عدد أشهر الواردات للسلع والخدمات)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	
الدول المصدرة للبتروول و الغاز						
38.7	36.0	27.8	28.1	26.5	14.7	الجزائر
3.2	3.7	3.1	2.6	2.0	3.2	البحرين
12.5	12.8	11.7	10.1	8.9	4.6	إيران
9.4	6.1	5.6	4.8	4.1	6.0	كويت
38.2	41.1	37.5	34.8	29.8	21.2	ليبيا
6.0	6.4	4.3	3.1	3.8	4.2	عمان
6.2	2.6	2.8	2.4	2.5	3.2	قطر
25.4	31.4	20.5	18.4	16.1	4.0	السعودية
1.0	1.8	1.3	1.8	2.2	1.0	سودان
.....	1.9	4.3	2.2	2.2	3.1	الامارات المتحدة
7.8	12.5	8.4	9.6	9.4	10.3	يمن
الدول المستوردة للبتروول و الغاز						
5.5	5.0	3.6	4.0	3.2	2.6	المغرب
6.0	7.3	6.3	7.1	7.4	7.1	تونس
دول أخرى مصدرة للبتروول و الغاز						
3.7	7.5	3.1	3.9	2.4	1.1	أنغولا
.....	13.8	12.1	11.8	10.8	5.0	نيجيريا
5.3	7.6	5.1	6.6	7.6	7.3	فنزويلا

source : FMI, Algérie : Questions choisies,Rapport du FMI No. 12/22 2012, p :47.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص: 181.

نلاحظ من خلال الجدول أن الجزائر لها أعلى نسبة احتياطي إلى الواردات حيث بلغت في سنة 2010 حوالي 38.7 شهر تليها دولة ليبيا 38.2 شهر ويعود السبب لذلك في ارتفاع أسعار النفط الأمر الذي يؤدي إلى زيادة تدفق النقد الأجنبي إلى الداخل، بينما نلاحظ انخفاض هذه النسبة في العديد من الدول لاسيما الدول المستوردة للنفط خلال السنوات الأولى، ويعود هذا إلى ارتفاع حجم واردات هذه الدول وانخفاض إيراداتها من العملة الأجنبية، في حين تحسنت هذه النسبة خلال السنوات الأخيرة (2009 و 2010).

### ثانيا: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عجز ميزان المدفوعات ( $R/D_n$ )

إن الاعتماد على مؤشر نسبة الاحتياطيات إلى الواردات لا يعتبر كافيا للحكم على كفاية الاحتياطيات، وذلك بحجة أن الاحتياطيات ليس الهدف منها المعاملات وإنما مواجهة الاختلالات التي تطرأ على ميزان المدفوعات والتي قد تكون ناجمة عن تدهور الصادرات، أو هروب رؤوس الأموال إلى الخارج أو غيرها من الأسباب، والاحتياطيات في هذه الحالة تعتبر رصيذا لمواجهة العجز (buffer stock)، ولتجنب ما عسى أن تضطر إليه الدولة من سياسات غير مرغوبة، ولا ينبع من تأمين المعاملات وإنما من باب الاحتياط، حيث اقترح brown في عام 1964 مؤشر نسبة الاحتياطيات إلى العجز في ميزان المدفوعات، الذي يعني أن التغير في احتياطي الصرف الأجنبي يجب أن يتغير بنفس معدلات التغير المتوقع في عجز ميزان المدفوعات، فإذا كانت هذه النسبة تساوي 1 صحيح، فهذا هو الوضع الأمثل الذي يعني أن احتياطيات الصرف الأجنبي كافية تماما لمواجهة أحوال العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، وهذا يجنبها سياسات مواءمة غير مرغوبة.

فمثلا إذا أخذنا متوسط عجز الحساب الجاري بميزان المدفوعات في فترة سابقة معقولة (خمسة أو عشرة سنوات)، فلو كان متوسط هذا العجز يساوي (س) من الدولارات، فانه يتعين أن يكون حجم الاحتياطيات مساويا لهذا المقدار.

### المطلب الثاني: المؤشرات المالية

من المؤشرات الأخرى التي تم استخدامها كدلالة على كفاية الاحتياطيات خاصة في الفترة الأخيرة في الدول ذات الأسواق الناشئة هي ما أطلق عليها أنظمة التحذير المبكر لوقوع أزمة مالية ونسبة الاحتياطيات، وتضم هذه المؤشرات نسبتين: نسبة الاحتياطيات إلى إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل ونسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع.

أولاً: نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل (R/sted) :

يقيس هذا المؤشر قدرة الدولة على سداد ديونها بسرعة، ويجب أن لا تنخفض هذه النسبة عن 100%.<sup>1</sup> أي أن حجم احتياطي الصرف الأجنبي يكون على الأقل مساوياً لحجم الديون الخارجية قصيرة الأجل.

حيث يتم هنا مقارنة الاحتياطيات بحجم الديون الخارجية خصوصاً على المدى القصير، من أجل قياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية التي تحدث على مستوى الأسواق المالية الدولية، لأنه عادة سياسات التمويل بالنقد الأجنبي قصيرة الأجل لا تعتمد على الاحتياطيات، وإنما باللجوء إلى الاقتراض من الأسواق المالية الدولية.

في حالة إذا كان حجم الديون أكبر من حجم الاحتياطيات معناه أن الدولة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها وهي تعاني من نقص السيولة الدولية مما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة مالية.

يوضح الجدول التالي تطور نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين الخارجي قصير الأجل لمجموعة من الاقتصاديات الناشئة.

<sup>1</sup> Cédric achille Mbeng mezui and uche duru , **Holding excess foreign reserves versus infrastructure finance :what should africa do ?**, African développement bank group, n°178, 2013,p :05

## الفصل الثاني:.....نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها

الجدول(2-3): نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى دين قصيرة الأجل للاقتصاديات الناشئة.

2009	2008	2007	2006	2005	
573.2	550.9	175.1	1113.1	68.9	الجزائر
27.4	11.2	8.4	6.6	4.2	إيران
1.5	1.3	1.3	1.0	1.5	كويت
72.1	67.2	57.8	43.2	15.9	ليبيا
2.1	2.0	2.6	2.6	2.6	عمان
0.9	0.4	0.6	0.8	2.0	قطر
11.0	13.7	10.7	19.0	3.3	السعودية
0.8	0.7	1.2	0.7	1.5	الامارات المتحدة
429.4	391.8	385.1	332.3	164.2	المغرب
2.5	2.0	2.0	2.0	164.2	تونس
.....	.....	.....	.....	171.1	نيجيريا
2.6	1.9	1.6	2.5	1.8	فنزويلا

Source ;FMI, Algérie : Questions choisies,Rapport du FMI No. 12/22 2012, p :48

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن الجزائر تحتل المرتبة الأولى من حيث أعلى نسبة لاحتياطي الصرف الأجنبي إلى الديون قصيرة الأجل خاصة في سنة 2006 بحوالي 1113.1% وتعود هذه النسبة لانخفاض حجم الديون نتيجة الدفع المسبق للديون وإعادة الجدولة التي قامت بها الجزائر في سنة 2006 هذا من جهة وكذلك تحسن إيراداتها من العملة الأجنبية من جهة أخرى. تلي الجزائر في المرتبة الثانية المغرب بنسبة 429.4% في سنة 2009 ويعود هذا إلى انخفاض حجم ديون قصيرة الأجل للمغرب مقارنة بالدول الأخرى التي كانت نسبتها منخفضة جدا نتيجة ارتفاع حجم ديونها قصيرة الأجل حيث أن هذه الدول الأخيرة غير قادرة على تغطية ديونها قصيرة الأجل باحتياطياتها الدولية.

ثانيا:نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود ( $R/M_2$ ) :

يعتبر هذا المؤشر كمقياس لكفاية الاحتياطيات في حالة وجود إمكانية لهروب رؤوس الأموال عن طريق المقيمين المحليين.<sup>1</sup> وهو يقيس احتمال وقوع أزمة مالية.

ويمكن من خلال هذه النسبة معرفة درجة هروب رؤوس الأموال التي من شأنها هي الأخرى أن تضغط على الاحتياطيات أو قياس درجة الثقة في العملة، ومدى كفاءة النظام المصرفي. لهذا كانت دالة الطلب على النقود مستقرة نسبيا كما هو الحال في بعض الدول والثقة في عملة الدولة متوفرة، وبالتالي فإن الحاجة إلى هذه النسبة غير مهمة، والعكس تماما بخصوص الدول التي تفتقد إلى عنصر الاستقرار والثقة فهذه النسبة تعتبر مهمة لها.

فإذا كان رصيد النقود بمعناه الواسع كبير مقارنة بالاحتياطيات فإن هذا يوحي بوجود كم هائل وكبير لرؤوس الأموال مع مراعاة جوانب أخرى مثل الالتزامات الخارجية، هذه النسبة مهمة خصوصا بالنسبة للدول التي يتميز فيها النظام المصرفي بالضعف.

لقد طور **scitovsky**<sup>2</sup> علاقة بين الاحتياطيات والعرض النقدي، فحيازات الصرف الأجنبي لأي بلد هي عادة أقل من عرضه النقدي، والحد الأدنى من الاحتياطيات الدولية يجب أن يناظر مقدرة البلد على الإنفاق الزائد خارجيا بالسحب من أرصده النقدي والصيغة التي طورها **scitovsky** تأخذ الصورة التالية: ( م/م+س)

حيث أن م: الميل الحدي للاستيراد، س: الميل الحدي للإنفاق محليا.

تقترح هذه الصيغة أن الاحتياطيات تتغير بنفس نسبة تغير العرض النقدي وبطريقة تتحدد بالميل للاستيراد والميل للإنفاق محليا، ولكن إذا كانت السلطات في البلاد المختلفة سوف تستجيب للعجز الخارجي بطريقة مختلفة فإن نسبة الاحتياطيات إلى العرض النقدي قد لا ترتبط بالنسبة (م).

تكون هذه النسبة في حدود 10%-20% في الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت، في حين تكون النسبة في حدود 5%-10% في الدول التي تتبع نظام سعر الصرف المرن.<sup>3</sup>

يوضح الجدول التالي نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي في مجموعة من الاقتصاديات الناشئة.

<sup>1</sup> Agarwal, "Optimal Monetary Reserves for Developing Countries", Welwirts chaft liches archive, n°11,1971, p :29.

<sup>2</sup> Courchene, T.and Youssef, "The Demand for International Reserves", Journal of Plotical Economy, vol 25, n°04, 1967, p : 404.

<sup>3</sup> Cédric Achille Mbeng mezui and uche duru, Référence déjà cité, P:05

## الفصل الثاني:.....نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايتها

جدول (2-4): نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود للاقتصاديات الناشئة

2010	2009	2008	2007	2006	2005	
الدول المصدرة للبتروول و الغاز						
147.6	132.9	142.0	126.5	116.9	71.4	الجزائر
.....	19.1	21.2	27.2	25.1	24.8	البحرين
.....	34.8	36.8	43.2	40.2	28.0	إيران
23.9	23.1	21.0	24.9	22.9	25.2	كويت
256.4	300.0	314.9	385.9	423.2	178.8	ليبيا
57.0	57.3	59.1	59.8	43.2	43.3	عمان
42.7	33.4	19.1	22.3	17.8	17.2	قطر
154.2	152.4	178.4	144.9	128.1	34.6	السعودية
.....	9.1	12.8	14.1	20.2	18.6	سودان
20.0	17.8	16.2	50.1	25.4	31.3	الامارات المتحدة
56.8	68.6	86.3	93.0	104.8	106.0	يمن
الدول المستوردة للبتروول و الغاز						
21.6	25.0	24.5	31.1	32.9	30.1	المغرب
31.6	39.6	31.9	33.7	34.0	19.4	تونس
دول أخرى مصدرة للبتروول و الغاز						
57.5	50.8	67.4	83.5	100.4	43.9	أنغولا
45.3	62.3	68.5	111.2	135.1	88.6	نيجيريا
.....	19.4	34.1	31.1	47.1	66.6	فنزويلا

Source ;FMI, Algérie : Questions choisies,Rapport du FMI No. 12/22 2012, p:49

نلاحظ من خلال الجدول السابق ارتفاع نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي في أغلب الدول المذكورة، حيث نجد أن ليبيا تحتل المركز الأول بأعلى نسبة وصلت في سنة 2010 حوالي 256.4% تليها السعودية في المرتبة الثانية نسبة 154.2% في سنة 2010 وتأتي الجزائر في المرتبة الثالثة بنسبة 147.6% في سنة 2010.

### المطلب الثالث: مؤشرات أخرى

#### أولاً: محاولة هيلر

حاول هيلر الوصول إلى مقياس لتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات بمراعاة العوامل التي تؤثر على الطلب على الاحتياطيات.

انطلق هيلر من نقطة أساسية هي أن الاحتياطيات تجنب الاقتصاد الوطني إجراءات التكيف وتكاليفها التي يتعين اتخاذها لتصحيح الاختلال الطارئ والمؤقت في ميزان المدفوعات لو لم يكن لديه تلك الاحتياطيات لاستخدامها لمواجهة هذا الاختلال، حيث اعتبر أن الاحتياطيات التي تملكها السلطات النقدية هي جزء من الموارد الرأسمالية للاقتصاد القومي، ومن هنا لابد من استخدامها على نحو رشيد وبما يرفع من مستوى إنتاجيتها، وهو الأمر الذي لابد أن يقود إلى مقارنة كلفة هذه الاحتياطيات بالنتفع المتوقع منها.<sup>1</sup>

تتمثل معادلة المستوى الأمثل للاحتياطيات كما صاغها هيلر كما يلي:<sup>2</sup>

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

حيث:

$R_{opt}$  : المستوى الأمثل لاحتياطي الصرف الأجنبي.

$h$  : التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطيات.

$m$  : الميل الحدي للاستيراد.

$r$  : التكلفة الحدية للاحتياطيات وهي عبارة عن الفرق بين العائد الاجتماعي لرأس المال والعائد الذي يدره استثمار هذه الاحتياطيات.

0.5 : احتمال حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

هذه الصيغة تعني أن الزيادة التي تحدث في  $m$  أو  $r$  ستؤدي إلى خفض المستوى الأمثل للاحتياطيات، بينما الزيادة في  $h$  تؤدي إلى زيادة هذا المستوى.

<sup>1</sup> رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 285.

<sup>2</sup>HR Heller, "Optimal International Reserves", The Economic Journal, 1976, vol lxxvi, n°302, p :311.

إذا كانت:

$1 = R_{opt}$  : فإن الدولة تكون قد حققت المستوى الأمثل.

$1 \geq R_{opt}$  : معناه هناك عجز.

$1 \leq R_{opt}$  : معناه هناك إفراط في الاحتياطيات.

وقد استخدم هيلر هذه الصيغة لستين دولة وتوصل إلى النتائج التالية:

- أنه بالنسبة للعالم أجمع هناك كفاية في السيولة الدولية.
- أن الدول النامية كمجموعة يوجد بها احتياطيات شبه مثلى.
- السيولة الدولية تتوزع داخل مجموعة الدول النامية بشكل غير متكافئ.

### ثانيا: محاولة اجاروال:

حاول اجاروال تحديد مقياس لتقدير الحجم الأمثل للاحتياطيات من خلال دراسة نشرها في سنة 1971 في مجلة سجلات الاقتصاد العالمي، حيث قام ببناء نموذج يعكس الفروق الهيكلية والمؤسسية القائمة بين مجموعة الدول الصناعية المتقدمة ومجموعة الدول النامية المعنية بالدراسة.

ولتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات يرى اجاروال شأنه في ذلك شأن هيلر، أن هناك ثلاثة عوامل جوهرية لا بد من أخذها بعين الاعتبار وهي:<sup>1</sup>

- نفقة الفرصة البديلة.
- الكلفة التي سيتحملها الاقتصاد القومي في حالة اضطراره تنفيذ سياسات المواءمة عندما يحدث عجز طارئ في ميزان المدفوعات ولا توجد احتياطيات لمواجهة هذا العجز.
- احتمالات استخدام هذه الاحتياطيات.

صاغ اجاروال علاقة المستوى الأمثل للاحتياطيات عن طريق مساواة نفقة الفرصة البديلة للاحتياطيات مع المنفعة المتحققة منها كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> رمزي ركي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 289.

<sup>2</sup>Saade Chami et autre: **Jordan's International Reserve position justifiable strong**, IMF,wp/07/103,2007,p :05

$$R_{opt} = \frac{m}{q^1} = R_{opt} \frac{(\pi)R_{opt} / D}{q^2}$$

أو:

$$R_{opt} = \frac{D}{\log \pi} (\log m + \log q^2 - \log q^1)$$

حيث:

$R_{opt}$ : المستوى الأمثل للاحتياطيات.

D : العجز في ميزان المدفوعات.

$q^1$  : نسبة المكون الاستيرادي في الاستيراد المحلي.

$q^2$  : نسبة السلع الاستثمارية المستوردة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

m : مقلوب معامل رأس المال الحدي.

P: درجة احتمال استخدام الاحتياطيات لتمويل العجز في ميزان المدفوعات خلال الفترة محل الاعتبار.

$\pi$  : احتمالات حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

من الصيغة السابقة توصل اجاروال أنه في حالة نمو وتنوع هيكله الإنتاجي فإن الإنتاجية الحدية لرأس المال سوف ترتفع والمكون الحدي الاستيرادي للاستثمارات تنخفض ( بفعل التوسع في إنتاج وسائل الإنتاج) ولهذا تتزايد التكلفة الحدية للفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات، ومن ثم تقل الحاجة للاحتفاظ بها بكميات كبيرة عبر الزمن.

### ثالثا:تحليل جروبال

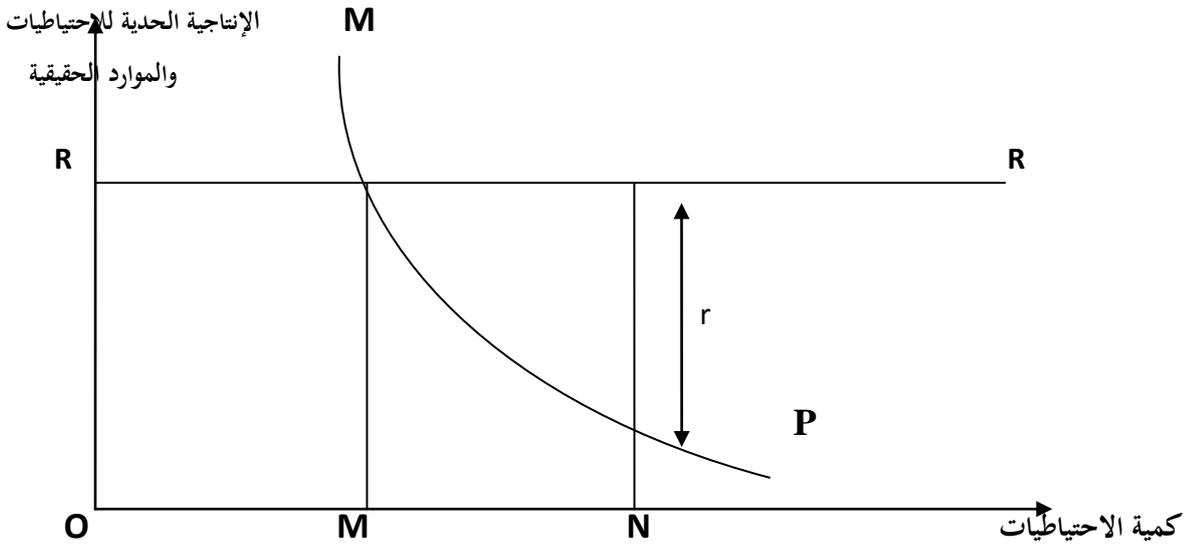
إن التحليل الذي قدمه هربرت جروبل يستند على مبادئ التحليل الحدي الذي يعتمد على قانون تناقص الغلة وعلى مساواة التكلفة الحدية مع العائد الحدي لتحديد الوضع الأمثل.<sup>1</sup> وسوف نستعين بالشكل (2-3) الذي يبين حالة بلد معين يحاول الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتياطي الصرف الأجنبي من خلال المساواة بين تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات والعائد المحقق منها، حيث يمثل المحور العمودي الإنتاجية الحدية والمحور الأفقي كمية الاحتياطيات.

<sup>1</sup> رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 249

المنحنى MP : يعبر الإنتاجية الحدية لعناصر الاحتياطيات والموارد الحقيقية حسب الظروف التي يواجهها البلد. ويأخذ هذا المنحنى شكل منحنى الطلب العادي، ينحدر من أعلى اليسار نحو اليمين إلى الأسفل معبرا عن قانون تناقص الغلة.

OR : الإنتاجية الحدية للدولة، ويعني ذلك أن الدولة لو احتفظت بكمية من الاحتياطيات لكي تستخدمها في مواجهة ما عسى أن يطرأ على ميزان المدفوعات من عجز، فإنها في الواقع ستضحي بهذه الإنتاجية. وإذا افترضنا أن احتياطيات هذه الدولة تأخذ شكل ذهب، وأن سعر الذهب سيظل ثابت على المدى الطويل، وهو ما يعني أن هذا النمط المحدود من الاحتياطيات لن يكون له أية مجال استثماري وبالتالي سيكون عائده يساوي الصفر (لأنه لن يحقق أية فائدة أو مكسب)، وبالتالي سيكون طلب هذه الدولة على الاحتياطيات الدولية على المدى الطويل مساويا للكمية OM وهو المستوى الذي تتعادل فيه الإنتاجية الحدية للاحتياطيات مع الإنتاجية الحدية للموارد ( أو الاستخدامات البديلة).<sup>1</sup>

الشكل (2-4) : تحديد الطلب على احتياطي الصرف في ضوء علاقته مع الإنتاجية



المصدر: رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 250

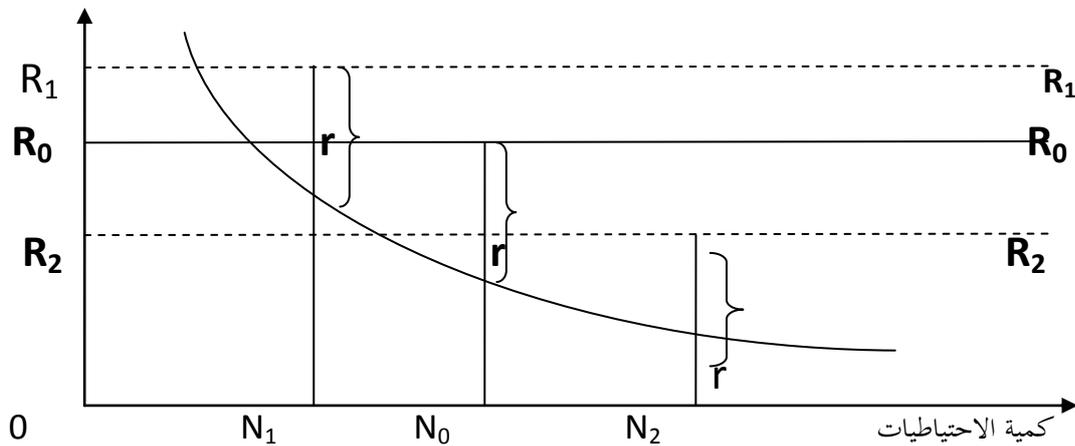
<sup>1</sup> بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات في الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص: 54

أما في حالة إذا كانت الاحتياطيات في شكل عملات أجنبية وليست الذهب، حيث يمكن استثمارها في الخارج في شكل أصول قصيرة الأجل تحصل من خلالها الدولة على سعر فائدة مقداره  $r$  كنسبة مئوية سنوية، في هذه الحالة يرتفع طلب الدولة على الاحتياطيات إلى المستوى  $ON$  والذي تكون عنده الإنتاجية الحدية للاحتياطيات مضافا إليها سعر الفائدة المتحقق من استثمار تلك الاحتياطيات مساوية للعائد المتحقق من الموارد الحقيقية الأخرى (الاستخدامات البديلة).

أما في حالة إذا حدث عجز في ميزان المدفوعات نتيجة انخفاض في حصيللة الصادرات وندرة النقد الأجنبي وشح في الموارد، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الإنتاجية الحدية للموارد إلى المستوى  $OR_1$  الذي يزيد عن المستوى السابق، في هذه الحالة فإن المستوى المرغوب من الاحتياطيات يكون عند المستوى  $ON_1$  ولتمويل العجز في ميزان المدفوعات يمكن للبلد أن يستخدم الكمية  $N_1N_2$  ويحافظ على مستوى وارداته، ويتجنب بالتالي الآثار الانكماشية التي كان من الممكن أن تحدث في حالة اضطراره إلى خفض الواردات أو خفض القيمة الخارجية للعملة لو لم يكن لديه تلك الاحتياطيات.<sup>1</sup>

والعكس في حالة إذا زادت حصيللة الصادرات وموارد النقد الأجنبي فإن الإنتاجية الحدية للموارد سوف تنخفض إلى المستوى  $OR_2$ ، وهذا الأمر يتطلب أن يكون مستوى احتياطيات الصرف الأجنبي  $ON_2$ .

الشكل (2-5): تحديد الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية.



المصدر: رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 250.

<sup>1</sup> رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص: 251.

### خلاصة الفصل الثاني:

مادام هناك نفع وجدوى من الاحتياطيات فهناك طلب عليها، ويتوقف حجم هذا الطلب أساساً على العلاقة النسبية بين المنافع وتكلفة هذه الاحتياطيات، وقد تعرضنا من خلال هذا الفصل إلى أهم النظريات التي تفسر الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي والتي تنقسم أساساً إلى:

النظرية التجارية والتي ترى أن أهم عامل يحدد الطلب على الاحتياطيات وهي نمو الصادرات، وفقاً لهذه النظرية فإن الدول تطلب الاحتياطيات من أجل تشجيع الصادرات و ذلك عن طريق المحافظة على قيمة العملة بأقل من قيمتها الحقيقية، وذلك أن الصادرات المصدر الأساسي للعملة الأجنبية وتعتبر جزء من إستراتيجية التنمية، وهناك العديد من الدراسات التي توصلت إلى هذه النتيجة خاصة تلك التي تناولت دول شرق آسيا .

النظرية الوقائية والتي ترى أن حيازة الاحتياطيات يتم بغرض مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية التي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد في المستقبل والناجحة عن الانفتاح التجاري والمالي.

كما تشير النظرية الاقتصادية أن حجم الطلب على الاحتياطيات يتأثر بنظام الصرف المتبع من طرف الدولة، ففي حالة إتباع نظام سعر الصرف الثابت فإن ذلك يتطلب حجم أكبر من احتياطي الصرف الأجنبي من أجل التدخل في سوق الصرف الأجنبي للمحافظة على قيمة العملة، أما في حالة إتباع نظام سعر الصرف المرن فإن الدولة تكون حجم أقل من الاحتياطيات لأن سعر الصرف يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي. إلا أن الواقع أثبت عكس هذه النظرية فرغم أن العديد من الدول انتقلت إلى نظام سعر الصرف المرن إلا أنها مازالت تواصل في زيادة حجم احتياطياتها.

كما تعرضنا من خلال هذا الفصل كذلك إلى أهم المؤشرات التي تقيس كفاية الاحتياطيات.

## الفصل الثالث:

قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

تمهيد:

عرفت احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر تطورا كبيرا منذ سنة 1994 أي منذ تاريخ تطبيق برنامج التعديل الهيكلي مع صندوق النقد الدولي، وإعادة جدولة الديون الخارجية الأمر الذي أدى إلى تعزيز الملائة الائتمانية والمركز المالي للجزائر اتجاه الخارج.

وتشهد حاليا الجزائر تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي وصل مستواه في سنة 2011 تقريبا 191 مليار دولار أي ما يعادل 96% من الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر مستوى عالي جدا تكون في ظل التطورات الإيجابية في الحساب الجاري لميزان المدفوعات الناتجة عن ارتفاع أسعار المحروقات ولم تتكون في ظل انتعاش اقتصادي حقيقي ناتج عن ارتفاع معدلات الاستثمار والنمو والتصدير.

لاشك أن هذا الارتفاع الكبير في مستوى الاحتياطيات يطرح العديد من القضايا منها دوافع وجدوى هذا المستوى الكبير من الاحتياطيات، فهناك من يرى ضرورة الإبقاء على هذا المستوى من الاحتياطيات لدعم الاقتصاد الجزائري وتوفير الثقة الدولية في مقابلة الالتزامات الخارجية، في حين أن البعض الآخر يرى أن هذا المستوى ليس المستوى الأمثل، وأن هناك فائض في الاحتياطيات يمثل تكلفة على الاقتصاد ولا يحقق أي عائد، وبالتالي لكي نصل إلى الحكم ما إذا كان هذا المستوى من الاحتياطيات مستوى أمثل أم لا لا بد من معرفة مختلف محددات الطلب على هذا المستوى من الاحتياطيات، وذلك من خلال قياس أثر مختلف المتغيرات التي تحدد الطلب على الاحتياطيات وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا الفصل الذي قسمناه إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: واقع احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

المبحث الثاني: استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

المبحث الثالث: قياس أثر محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

### المبحث الأول: واقع احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

عرفت الوضعية المالية الخارجية للجزائر تحسنا مستمرا نتيجة تحسن وضعية ميزان المدفوعات، كما بلغت احتياطيات الصرف الأجنبي سنة 2011 ما يعادل 191 مليار دولار بعد أن كانت في سنة 1994 حوالي 4.8 مليار دولار، هذا التراكم في احتياطي الصرف الأجنبي مرتبط أساسا بارتفاع أسعار النفط باعتبار الاقتصاد الجزائري هش يعتمد في صادراته على قطاع المحروقات بنسبة 98% لهذا يرى الكثير من الاقتصاديين ضرورة الإبقاء على هذا المستوى من الاحتياطيات لدعم الاقتصاد الجزائري.

### المطلب الأول: دور برامج الإصلاح الاقتصادي في تراكم احتياطيات الصرف في الجزائر

إن تطبيق برنامج التعديل الهيكلي وإعادة جدولة الديون الخارجية، وتحسن أسعار النفط في الأسواق الدولية كلها عوامل ساعدت على تحسن وضعية احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنك المركزي الجزائري، فبعد أن كان حجم احتياطي الصرف الأجنبي للجزائر في سنة 1994 حوالي 4.8 مليار دولار أصبح في سنة 2011 حوالي 191 مليار دولار.

عرف الاقتصاد الجزائري خلال سنوات الثمانينات العديد من المشاكل الاقتصادية التي وقفت أمام تقدمه في مجال التنمية الاقتصادية، وتعود هذه المشاكل إلى أزمة المحروقات لسنة 1986، وارتفاع حجم الواردات من السلع والخدمات، الأمر الذي أدى عجز ميزان المدفوعات وتفاقم حجم المديونية وارتفاع معدلات خدمة الدين، وزيادة حدة التضخم وارتفاع حجم البطالة، كل هذه الصعوبات دفعت السلطات الجزائرية إلى تبني إستراتيجية شاملة للإصلاح الاقتصادي بالاتفاق مع مؤسسات النقد الدولية، بعدما فشلت الإصلاحات الذاتية في معالجة هذه المشاكل.

وقد تميزت علاقة الجزائر بصندوق النقد الدولي بفترتين أساسيتين:<sup>1</sup>

الأولى جرت في سرية تامة في مرحلة عرفت الجزائر خلالها أحداث بالغة الأهمية سواء على المستوى الاقتصادي، كانعكاس أزمة النفط 1986 على إجراءات الإصلاح التي مست المؤسسات الاقتصادية والمالية، أو اجتماعية كأحداث 1988/10/05 أو سياسية كتعديل الدستور في سنة 1988.

أما الإصلاحات الثانية فقد جرت في ظروف أسوء من الظروف السابقة لذا كانت اتفاقيات السلطات الجزائرية مع هذه المؤسسات تندرج ضمن إطار برنامج التعديل الهيكلي المعمق.

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 189.

أولاً: برنامج الاستعداد الائتماني الأول (1989-1991):

من أجل حصول الجزائر على القروض والمساعدات لحل مشاكلها الاقتصادية وقعت الجزائر على اتفاقيتين الأولى كانت في ماي 1989 حيث تعهدت فيه الحكومة الجزائرية لأول مرة على تنفيذ برامج التكييف والاستقرار. وعلى ضوء ذلك تدعم طرح صندوق النقد الدولي في إعادة تكييف الاقتصاد الجزائري، فكانت أولى الخطوات تحرير التجارة الخارجية والمدفوعات بإلغاء التخصيص المركزي للنقد الأجنبي، وإنهاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية كما بدأت خطوات الاعتماد على آليات العرض والطلب في تحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف.<sup>1</sup>

أما الاتفاق الثاني كان في جوان 1991، وقد كانت أهم الإجراءات التي اتفقت عليها الجزائر مع صندوق النقد الدولي هي:<sup>2</sup>

- إصلاح المنظومة المالية بما فيها إصلاح النظام الضريبي والجمركي والاستقلالية المالية للبنك المركزي.

- تخفيض قيمة سعر الصرف وإعادة الاعتبار للدينار الجزائري.

- تحرير التجارة الخارجية وكذا الداخلية والعمل على رفع صادرات النفط.

- تشجيع أنواع الادخار والتخفيض من الاستهلاك.

- تحرير أسعار السلع والخدمات والحد من تدخل الدولة وضبط عملية دعم السلع واسعة الاستهلاك بتقليل الإعانات.

- إصدار بعض التشريعات التي تحدد شروط التدخل في نطاق التجارة الداخلية والخارجية من استيراد وتصدير وفتح حسابات بالعملة الصعبة وتنظيم تجارة الجملة.

لكن رغم ما تضمنته هذه الاتفاقيات من إجراءات صارمة إلا أن السلطات الجزائرية تراخت عن تلك الاتفاقيات، حيث فشلتا في تحقيق أهدافهما.

<sup>1</sup> بطاهر علي، "سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، العدد الأول، ص: 182.

<sup>2</sup> مدني بن شهرة، "الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 132.

ثانيا: برنامج التعديل الهيكلي من 1994-1998:

بعد فشل الاتفاقيتين السابقتين في تحقيق أهدافهما وتحت ضغط الأزمة الاقتصادية والمالية والأمنية وجدت السلطات الجزائرية نفسها مرغمة إلى اللجوء مرة ثالثة إلى المؤسسات النقدية الدولية وإبرام اتفاقية في إطار برنامج التعديل الهيكلي ممتدة على مرحلتين: مرحلة التثبيت الهيكلي من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995، ومرحلة برنامج التعديل الهيكلي من 22 ماي 1995 إلى 21 ماي 1998. كان يهدف برنامج التثبيت والتعديل الهيكلي إلى إصلاحات عميقة تشمل جميع القطاعات وجميع المتغيرات الاقتصادية، السياسة النقدية، نظام الصرف، سعر الفائدة، ميزان المدفوعات المنظومة المصرفية والقطاع المالي، المالية العامة، الضرائب، الرسوم الجمركية، التجارة الخارجية، الأسعار وإصلاح المؤسسات العمومية، تنمية القطاع الخاص، قطاع الفلاحة، البناء.<sup>1</sup>

1- أهداف برنامج التثبيت : يسعى برنامج التثبيت الذي امتد لمدة سنة إلى تحقيق الأهداف التالية:<sup>2</sup>

- تعديل سعر الصرف ليصل إلى 36 دج للدولار، أي تخفيض 40.17%.
- ضرورة الاحتفاظ بمستوى أدنى من موارد الدفع الخارجي عن طريق إعادة الجدولة والقروض الخاصة المحصل عليها من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ومؤسسات أخرى والاقتراض من الأسواق المالية والبنوك.
- القيام بإجراءات تحرير التجارة الخارجية لتقوية التكامل الاقتصادي.
- تخفيض عجز الميزانية عن طريق البحث عن التوازن بين الموارد والاستخدامات .
- تطهير البنوك والمؤسسات العمومية لحفظ العمالة وتشجيع الإنتاج ومتابعة إجراءات إعادة الهيكلة.
- خفض وتيرة الإصدار النقدي وهذا باختيار إعادة التمويل ورفع سعر الفائدة لتصل كحد أقصى إلى 23.5% في جوان 1994، وتصل سعر الفائدة على الادخار من 10% إلى 14% سنويا ومن 12% إلى 20% بالنسبة للإيداعات لمدة في حساب أو سندات صندوق الممتدة من ثلاثة أشهر إلى 10 سنوات.

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، "محاضرات في النظريات و السياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

<sup>2</sup> راتول محمد، "تحولات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004، ص: 333.

2- أهداف برنامج التعديل الهيكلي: يعتبر هذا البرنامج أوسع وأشمل من برنامج التثبيت يمتد لمدة

ثلاثة سنوات وقد كانت أهم أهدافه ما يلي:<sup>1</sup>

- التحكم في المعروض النقدي للحد من التضخم.
- تحرير معدلات الفائدة المدينة للبنوك، مع رفع معدلات الفائدة الدائنة على الادخار وبالتالي تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة.
- توفير الشروط اللازمة لتحرير التجارة الخارجية، تمهيدا للانضمام للمنظمة العالمية للتجارة ومن ثم الاندماج في العولمة الاقتصادية.
- رفع احتياطيات الصرف بغرض دعم القيمة الخارجية للعملة.
- التحضير لإنشاء سوق للأوراق المالية بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، وشركة تسيير سوق القيم.
- مراقبة الحسابات البنكية التجارية العمومية بالتعاون مع البنك العالمي خلال الفترة 1994/1996 والسماح للمشاركة الأجنبية الاستثمار في البنوك الجزائرية.

لقد أسفر تطبيق برنامجي التثبيت والتعديل الهيكلي عن معالجة بعض مظاهر الاختلال في العديد من الميادين، حيث أنه في مجال احتياطيات الصرف الأجنبي تطور حجم احتياطيات الصرف الأجنبي بشكل ملحوظ خلال فترة البرنامج، فانتقلت من 1.5 مليار دولار سنة 1993 قبل انطلاق البرنامج إلى 2.67 مليار دولار سنة 1994 ثم إلى 2 مليار دولار في سنة 1995، وبفضل إعادة الجدولة أخذت الاحتياطيات من النقد الأجنبي تتحسن بشكل مطرد، حيث وصلت إلى 4.23 مليار دولار في سنة 1996 ثم إلى 8.04 مليار دولار سنة 1997، ثم تقريبا 7 مليار دولار في سنة 1998، وبالتالي يمكن القول أن الإصلاحات التي قامت بها الجزائر باتفاق مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي كان لها الفضل في تحسين حجم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر. يوضح الجدول التالي تطور أهم المؤشرات الاقتصادية خلال فترة التعديل الهيكلي.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي- كنوش عاشور، "واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004، ص ص: 498-499.

الجدول(3-1): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة من 1994-1998.

السنوات	1994	1995	1996	1997	1998
نمو اقتصادي %	-0.7	3.9	4.3	1.1	5.1
صادرات	8.9	10.2	13.2	13.8	10.1
واردات	9.2	10.4	9.1	8.1	8.6
ديون خارجية	29.5	31.6	33.7	31.2	30.6
احتياطي الصرف	1.1	2.3	4.5	8.3	6.8
سعر البرميل من البترو	16.3	17.6	21.7	19.5	12.9
معدل التضخم	29.0	29.8	18.7	5.7	5.0

المصدر: بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، 219.

المطلب الثاني: مصادر تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر

يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر المرآة التي تعكس وضعية الحساب الجاري لميزان المدفوعات، ومن ثم تعتبر فوائض الميزان التجاري أهم مصدر لتراكم الاحتياطيات بالبنك المركزي الجزائري.

أولاً: فوائض الميزان التجاري كمصدر لتراكم الاحتياطيات في الجزائر

حقق الاقتصاد الجزائري في السنوات الأخيرة فائض تجاري بلغ في سنة 2012 حوالي 20.17 مليار دولار مقابل 25.96 مليار دولار سنة 2011 أي انخفاض بنسبة 22.30%، ويعود هذا الانخفاض في الميزان التجاري إلى انخفاض حجم الصادرات في سنة 2012 بنسبة 1.57% مقارنة بسنة 2011 وارتفاع حجم الواردات بنسبة 9.88% (الجدول رقم 3-2).

الجدول(3-2): تطور رصيد الميزان التجاري الجزائري من 2008 إلى 2012.

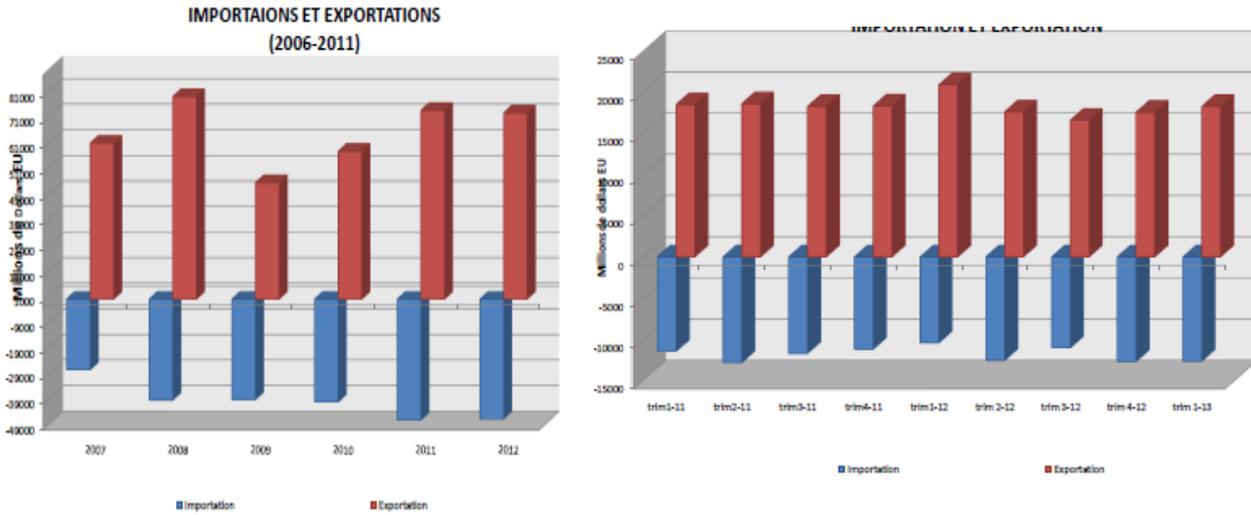
الوحدة: مليار دولار

	2008	2009	2010	2011	2012
الصادرات	78.59	45.18	57.09	72.89	71.74
الواردات	38.07	37.40	38.89	46.93	51.57
رصيد الميزان التجاري	40.52	7.78	18.20	25.96	20.17

Source : banque d'Algérie, bulletin statistique trimestriel juin 2013, p :15.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن رصيد الميزان التجاري عرف فائض بلغ أقصاه في سنة 2008 حيث قدر بـ 40.50 مليار دولار لينخفض إلى 07.78 مليار في سنة 2009 ويعود هذا الانخفاض أساسا إلى انخفاض عوائد الصادرات النفطية الناتجة عن انخفاض أسعار النفط في سنة 2009 بفعل الأزمة المالية العالمية، لكن عرف الميزان التجاري بعد سنة 2009 ارتفاعا متواصلا إلى غاية سنة 2011 لينخفض في سنة 2012 حيث قدر بـ 20.17 مليار دولار، وهذا يعود إلى انخفاض الصادرات وارتفاع الواردات حيث كانت نسبة ارتفاع الواردات أكبر من نسبة انخفاض الصادرات الأمر الذي انعكس على وضعية الميزان التجاري، ويوضح الشكل التالي تطور الصادرات والواردات في الجزائر خلال الفترة من 2007 إلى 2012.

الشكل رقم(3-1): تطور الصادرات والواردات في الجزائر (2007-2012)



source : Bank of Algeria "bulletin statistique trimestriel" juin 2013,p :28

نلاحظ من خلال الشكل السابق نمو مستمر لكل من الصادرات والواردات غير أن الفارق بينهم كبير، وهو ما أدى إلى تسجيل فائض في الميزان التجاري رغم تراجعها في سنة 2009 وهي سنة التي شهدت فيها انخفاض الصادرات، لتعود الصادرات في النمو بعد سنة 2009. إن التقلب في حصيلة الصادرات الجزائرية الإجمالية هو أساسا تقلب في صادرات المحروقات باعتبار الاقتصاد الجزائري يعتمد على التركيز السلعي للصادرات (تقريبا 98%) حيث يوضح الجدول التالي الهيكل السلعي للصادرات والواردات خلال السنوات الأخيرة.

الجدول(3-3): هيكل صادرات وواردات الجزائر

2011	2010	2009	2008		
94.86	97.20	97.66	97.56	المحروقات	الصادرات
5.14	2.80	2.34	2.44	خارج المحروقات	
2.46	2.35	1.40	1.51	المحروقات	الواردات
20.73	14.99	14.92	19.75	المواد الغذائية	
3.75	3.50	3.06	3.49	المواد الأولية	
22.05	24.33	25.84	23.19	المواد نصف المصنعة	
0.48	0.82	0.60	0.22	التجهيزات الفلاحية	
33.72	38.73	38.53	39.09	التجهيزات الصناعية	
16.79	14.89	15.64	12.76	سلع استهلاكية	

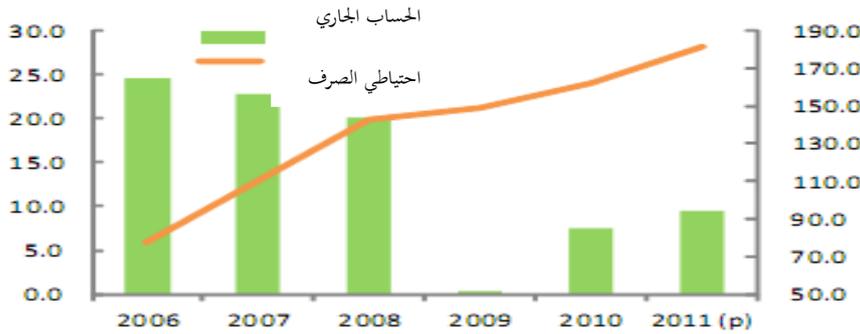
Source : banque d'Algérie, bulletin statistique trimestriel juin 2012,p:28

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن هيكل الصادرات تسيطر عليه المحروقات بأكثر من 95% ، حيث شهدت السنوات الأخيرة انخفاضاً والذي يعود أساساً إلى الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أسعار النفط، أما فيما يخص هيكل الواردات عرف تنوعاً وتشكل التجهيزات الصناعية والمواد نصف المصنعة أكبر نسبة من الواردات الإجمالية تليها المواد الغذائية والسلع الاستهلاكية. كما تقلصت صادرات المحروقات بنسبة 14.31% في السداسي الأول من سنة 2013 مقارنة بنفس السداسي من سنة 2012، متراجعة من 37.50 مليار دولار إلى 32.14 مليار دولار في حين واصلت واردات السلع ميلها التصاعدي بمعدل نمو قدره 20% من السداسي الأول لسنة 2013 مقارنة بنفس السداسي من سنة السابقة، على الرغم من قابلية الاستمرار المعززة لميزان المدفوعات الخارجي بعد الصدمة الخارجية لسنة 2009، أثر هذا الميل التصاعدي للواردات المترافق مع الضعف الهيكلي للصادرات خارج المحروقات سلبي على الميزان التجاري في السداسي الأول من سنة 2013.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>بنك الجزائر، "التطورات الاقتصادية والنقدية لسنة 2012 وعناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2013"، ديسمبر 2013، ص:06

بما أن الصادرات هي المصدر الأساسي للعملة الأجنبية وهي أهم متغير في الميزان التجاري، فإن تطور حجم احتياطي الصرف مرتبط أساسا بتطور وضعية الميزان التجاري هذا الأخير الذي يعتبر أهم متغير في الحساب الجاري لميزان المدفوعات ويوضح الشكل التالي تطور وضعية الحساب الجاري واحتياطي الصرف في الجزائر من 2006 إلى 2011.

الشكل (2-3): تطور وضعية الحساب الجاري واحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر



**Source:** FMI, Rapport du FMI n° 12/20 , 2012, p :22

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن احتياطي الصرف الأجنبي في تطور مستمر منذ سنة 2006 حيث كان تقريبا 72 مليار دولار إلى غاية سنة 2011 أين وصل مستواه تقريبا 182 مليار دولار. ففي السنوات الأولى كان مرتبط برصيد الحساب الجاري لكن رغم انخفاض رصيد الحساب الجاري في سنة 2009 إلا أن الجزائر واصلت حيافة الاحتياطيات و هذا التراكم لاحتياطي الصرف الأجنبي جعل الجزائر في معزل عن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

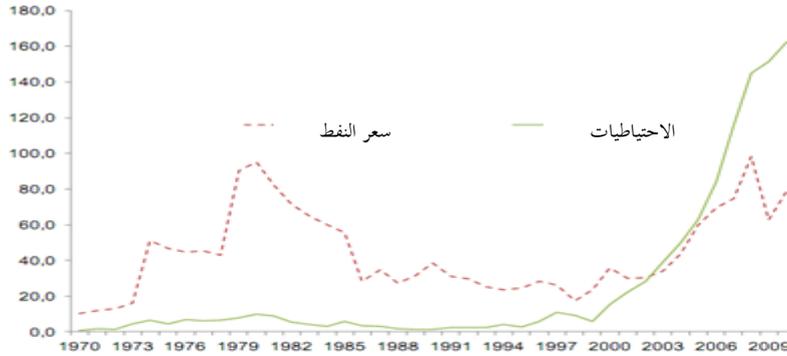
سجل الحساب الجاري لميزان المدفوعات الخارجية عجزا قدره 1.2 مليار دولار في السداسي الأول من سنة 2013 مقابل فائض قدره 10 مليار دولار في السداسي الأول من سنة 2012، تحت أثر انخفاض التحويلات الصافية، في وضع يتميز بتقلص قوي في الفائض التجاري.

### ثانيا: أسعار النفط واحتياطيات الصرف الأجنبي

بما أن صادرات الجزائر تعتمد أساسا على المحروقات فإن الارتفاع المتواصل لأسعار النفط خلال السنوات الأخيرة ساعد على زيادة الاحتياطيات الرسمية للجزائر (الشكل رقم: 3-3).

تجدر الإشارة أن كل الزيادة التي تحققت في احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر في هذه الفترة القصيرة قد تحققت في الحيازات الرسمية من العملات الأجنبية (تحديدا الدولار الأمريكي) أما باقي مكونات الاحتياطيات وهي الرصيد الذهبي وحقوق السحب الخاصة وصافي مركز الاحتياطيات لدى صندوق النقد الدولي فلم تطرأ عليها زيادة يعتد بها.<sup>1</sup>

الشكل (3-3): تطور احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر وسعر العالمي للنفط (من 1970-2010)



source: FMI,IMF Country Report No. 12/22 , 2012, p :28

نلاحظ من خلال الشكل أن احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر عرف تحسنا ملحوظا ومستمر منذ سنة 1994 وتزامن هذا الارتفاع مع ارتفاع في أسعار النفط.

إن هذه الهيمنة لقطاع النفط في الاقتصاد الجزائري تجعله يستجيب لمنطق نظرية المرض الهولندي، حيث توصل Gregory أن الاكتشافات من الموارد الطبيعية والمنجمية في أي دولة تؤدي إلى نمو في عرض الصادرات، وبالتالي إلى فائض في ميزان المدفوعات، وينجم عن هذا الفائض إما ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي للعملة المحلية نتيجة زيادة أسعار سلع خارج التبادل التجاري بالنسبة لأسعار سلع التبادل التجاري أو ارتفاع في معدل التضخم المحلي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> زايري بلقاسم، إدارة الاحتياطيات الدولية و تمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد41، 2008، ص:21

<sup>2</sup> شكوري سيدي محمد، "وفرة الموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي-دراسة حالة الاقتصاد الجزائري-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2011-2012، ص: 13.

إن نمو القطاع النفطي في الجزائر أدى إلى تدهور القطاعات الأخرى، فعلى الرغم من دور قطاع النفط في تراكم الاحتياطيات فإننا نسجل تراجع القطاعات الأخرى خاصة الفلاحة، حيث أدى الاعتماد على قطاع النفط إلى تزايد وتيرة الاستيراد بتزايد العائدات من المحروقات.

### المطلب الثالث: مؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

للحكم على مدى كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر نستعمل مؤشرات لقياس الحجم الأمثل نذكر أهمها فيما يلي:

#### أولاً: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات

يعتبر الكثير أن أفضل مؤشر للحكم على مدى كفاية الاحتياطيات في الاقتصاد الجزائري هو المؤشر الذي يقيس عدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، باعتبار الاقتصاد الجزائري يتميز بدرجة عالية من التنوع للواردات، حيث يعتبر أن عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات والتي تعتبر كافية في الاقتصاد الجزائري هي ستة أشهر.

فالأزمات المتلاحقة لموازين المدفوعات للدول أدى إلى الاهتمام بدراسة محددات اتجاه الواردات على أساس أن الطلب على الواردات مرتبط بالضغط على الموارد المحلية واستخدام الاحتياطيات الدولية المتاحة، فالدول النامية ومنها الجزائر تستجيب الواردات بشكل خاص للمتاح من احتياطيات الصرف الأجنبي لدى البنوك المركزية، وبدرجة أكبر من استجابتها لمستوى الدخل، حيث أن المصدر الرئيسي لتمويل الواردات في تلك الدول هو ما يوجد من احتياطيات صرف أجنبي.<sup>1</sup> يوضح الجدول التالي عدد أشهر الواردات التي تغطيها احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر، حيث نلاحظ من خلاله أن معدل تغطية الاحتياطيات للواردات عرفت تحسناً ملحوظاً، فبعدما كانت الجزائر غير قادرة على تغطية الحد الأدنى لواردها (03 أشهر) أصبحت في السنوات الأخيرة قادرة على تغطية أكثر من ستة أشهر للواردات، حيث وصلت نسبة الاحتياطيات إلى الواردات في سنة 2011 إلى 48.66 شهر أي ما يعادل تقريبا 4 سنوات، وتعتبر مدة مبالغ فيها كثيرا مقارنة بمعايير كفاية الاحتياطيات، وترجع هذه النسبة العالية إلى تحسن كبير في الحساب الجاري الناتج عن الارتفاع المتواصل لأسعار النفط.

<sup>1</sup> بلقيوس عبد القادر، "احتياطيات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية تخصص اقتصاد دولي جامعة مستغانم، 2007-2008، ص: 170.

الجدول (3-4): عدد أشهر الواردات التي تغطيها احتياطيات الصرف في الجزائر

السنة	الاحتياطيات خارج الذهب	الواردات	عدد شهور النغطية الاحتياطيات للواردات
1990	0.724	15.472	16 يوم
1991	1.485	10.788	1.65
1992	1.457	11.458	1.52
1993	1.474	11.557	1.53
1994	2.673	11.083	2.89
1995	2.005	12.110	1.98
1996	4.235	11.240	4.52
1997	8.046	10.279	9.39
1998	6.845	10.850	7.57
1999	4.525	11.520	4.71
2000	12.023	11.699	12.33
2001	18.081	11.920	18.20
2002	23.237	14.491	19.24
2003	33.125	16.233	24.47
2004	43.246	21.807	23.79
2005	56.303	24.837	27.20
2006	77.913	25.210	37.086
2007	110.317	31.632	41.85
2008	143.242	39.171	43.88
2009	149.040	34.282	52.16
2010	162.614	34.820	56.04
2011	182.821	44.90	48.86

Source : world bank, WDI, 2012.

ثانيا: مؤشر الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل

يستعمل هذا المؤشر لقياس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الدولية قصيرة الأجل، ويعتبر من أهم المؤشرات لتقييم كفاية الاحتياطيات في الدول النامية باعتبار هذه الأخيرة تعاني من مديونية كبيرة، ويوضح الجدول التالي مؤشر تغطية الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل في الجزائر.

الجدول(3-5): تطور الاحتياطيات إلى الدين قصير الأجل في الجزائر.

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
الاحتياطيات/د ق أ	68.9	1113.1	175.1	550.9	573.2

Source : FMI, rapport de FMI N°12/22, 2012, p :48.

إن النسبة العادية بالنسبة لمؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين قصير الأجل هي 1، أي أن الاحتياطيات تكون قادرة على سداد الديون الخارجية لمدة سنة واحدة على الأقل، بينما نلاحظ في حالة الجزائر أن هذه النسبة مرتفعة جدا، وبالتالي فالاحتياطيات في الجزائر ليست كافية لتسديد الديون قصيرة الأجل فقط بل كافية لتسديد الديون المتوسطة وطويلة الأجل وهو ما يعزز المركز المالي للجزائر.

وقد قامت الجزائر بالفعل باستعمال احتياطياتها لتسديد ديونها الخارجية، حيث قامت في سنة 2004 بتسديد مسبق لديونها الخارجية، كما وقعت في 2006 اتفاقا متعدد الأطراف مع نادي باريس لتسديد ديونها الثنائية والمقدرة بحوالي 7.9مليار دولار، كما دخلت في مفاوضات مع دائنين آخرين ومؤسسات دولية من أجل تسديد مسبق لديونها ونجحت في تخفيض حجم مديونيتها. تقدر الوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر(احتياطيات الصرف الرسمية مطروحا منها الدين الخارجي) نسبة إلى إجمالي الناتج الداخلي بـ 91.55% في سنة 2012، أي نسبة تفوق بكثير المستوى المسجل لدى أغلبية البلدان الناشئة في آسيا، في ظرف يتميز بمستوى جد منخفض تاريخيا لكل من الدين الخارجي ونسبة خدمة هذا الدين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بنك الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:06

### ثالثا: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود

يقيس هذا المؤشر كمية رؤوس الأموال التي يمكن للأفراد تحويلها إلى خارج، وبالتالي يستخدم كإنذار مبكر لوقوع الأزمات المالية.

يمكن توضيح العلاقة بين الاحتياطيات وعرض النقود من خلال مدخل الاستيعاب لاختلال ميزان المدفوعات، والذي يشير إلى أن العجز في ميزان المدفوعات ينطوي على أحد البديلين:<sup>1</sup>

- نفاذ الأرصدة النقدية للمقيمين كنتيجة لتحويل النقود إلى سلطة الصرف الأجنبي.
- إعادة بناء الأرصدة النقدية للمقيمين عن طريق بيع أوراق مالية في السوق المفتوحة إلى السلطات النقدية.

إن أخذنا النقطة الزمنية الذهبية (كما تسمى في نظرية رأس المال) فإن العجز في ميزان المدفوعات ينطوي على الأرصدة النقدية الحالية تفوق المستوى المرغوب، فالعجز هو نتيجة مباشرة لمحاولة التخلص من تلك الأرصدة.

فإذا كان مستوى الأرصدة النقدية فوق المستوى المرغوب فإنه سيكون هناك طلب أكبر على الاحتياطيات، أما إذا سمحت السلطات النقدية باستنزاف الاكتناز مع عدم خلق الائتمان فإن الطلب على الاحتياطيات يكون قليل.

لهذا هناك من يعتمد على مؤشر الاحتياطيات إلى العرض النقدي كمؤشر على كفاية الاحتياطيات ويوضح الجدول التالي نسبة الاحتياطيات إلى العرض النقدي في الجزائر.

#### الجدول (3-6): تطور الاحتياطيات إلى عرض النقود في الجزائر

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الاحتياطيات/عرض النقود	71.4	116.9	126.5	142.0	132.9	147.6

**Source :** FMI, rapport de FMI N°12/22, 2012, p :49

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن نسبة احتياطيات إلى عرض النقود في زيادة مستمرة منذ 2006 (71.4%) إلى غاية سنة 2010 (147.6%)، مع انخفاض طفيف في هذه النسبة سنة 2009 بفعل الصدمة الخارجية لسنة 2009، وتعتبر هذه النسبة مرتفعة مقارنة بالنسبة العادية 10% تدل هذه النسبة على أن بنك الجزائر له قدرة كبيرة على الوفاء بالتزاماته والدفع عن سعر صرف عملته

<sup>1</sup> محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص: 182

وإدارتها في حدود ضيقة. ففي حالة الأزمات المالية تنعدم الثقة في النظام المالي المحلي وبالتالي يقبل الأفراد على تحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية وتصدير رأس المال إلى الخارج وبالتالي تكون هذه النسبة منخفضة.

### المبحث الثاني: استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

إن مستوى احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر تجاوز الحدود الآمنة والمعقولة وهذا ما تأكده النسب المحسوبة سابقا، لذا يرى الكثير أن الجزائر يمكنها الاستفادة من هذا الحجم الكبير للاحتياطيات وذلك باستثمارها في أصول خارجية مرتفعة العائد، في حين يرى آخرون ضرورة الإبقاء على هذا المستوى لتوفير الثقة للمستثمرين، وبالتالي العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية، في حين يرى البعض الآخر أن هذا الحجم الكبير للاحتياطيات من أجل المحافظة على سعر صرف الدينار الجزائري. وبما أن لبنك الجزائر الحق في إدارة وتسيير احتياطي الصرف الأجنبي من أجل تحقيق مصلحة الاقتصاد الوطني فقد كانت أهم استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر هي :

الدفع المسبق للمديونية وإنشاء صندوق ضبط الإيرادات وإقرار برامج الإنعاش الاقتصادي.

### المطلب الأول: الدفع المسبق للمديونية الخارجية

كما سبق وشرنا أن الدول التي تمتلك حجم كافي من الاحتياطيات قادرة على الوفاء بالتزاماتها من الديون الخارجية عكس الدول التي لا تمتلك حجم كافي من الاحتياطيات.

قام الدائون الخارجيون للدول النامية خلال العقد الأخير من تخفيف آثار المديونية وضغوطات خدمة الدين الخارجي الذي يشكل عائقا أمام تمويل التنمية لتلك البلدان، وتشمل هذه المعالجة تقديم تمويل جديد وأشكال شتى من إعادة هيكلة الدين الخارجي بما في ذلك تخفيض قيمة الدين وخدمة الدين، وهذا ما لجأت إليه الجزائر في البداية ثم التفاوض مع المؤسسات المالية الدولية من أجل إجراءات التسديد المسبق للديون الخارجية.

فعملية الدفع المسبق للديون الخارجية بدأت في سنة 2004 حيث تمكنت الجزائر من سداد 12 قرص للبنك الإفريقي للتنمية، ما وفر للبلاد 187 مليون دولار بالإضافة إلى سداد 22 قرص للبنك العالمي وهو ما وفر 121 مليون دولار.

أولاً: الاتفاقات المبرمة في إطار الدفع المسبق

**1- توقيع اتفاق مع نادي باريس :**

طلبت الجزائر رسمياً خلال شهر مارس 2006 من البلدان الأعضاء في نادي باريس التسديد المسبق لديونها التي أعيدت جدولتها إلى حدود 8 مليار دولار من مجموع الديون الخارجية المقدرة بـ15.5 مليار دولار في نهاية سنة 2005، كما رغبت الجزائر في أن يكون اجتماع باريس أيضاً للتوقيع على اتفاق متعدد الأطراف مع هذه المؤسسة المالية.

لقد كان جزء كبير من الديون المعنية بالدفع المسبق ديون متوسطة الأجل تتراوح نسبة الفائدة عليها من 8% إلى 11%.

و بالفعل وقعت الجزائر مع نادي باريس يوم 2006/05/11 اتفاق متعدد الأطراف للتسديد المسبق لديونها الجزائرية التي أعيد جدولتها، وأوضح البيان الصادر عن الهيئة أن الديون المستحقة للبلدان الأعضاء في نادي باريس والمرشحة للتسديد المسبق تقدر بـ 7.9% مليار دولار كان من المفروض أن تسدد بموجب اتفاقات إعادة الجدولة لسنتي 1994-1995 من 2001/11/30 إلى 2011/11/30<sup>1</sup>. ويوضح الجدول التالي الاتفاقات التي قامت بها الجزائر لتسديد ديونها نهائياً مع نادي باريس.

<sup>1</sup> غلمي زهيرة، "انعكاسات الدفع المسبق للديون الخارجية على تنافسية الاقتصاد الجزائري"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، الشلف، 2007-2008، ص:136.

الجدول رقم (3-7): التسديد المسبق للديون الجزائرية ( مليون دولار )

الدول الدائنة	تاريخ التوقيع	مبالغ التسديد
فرنسا	11 ماي 2006	1600
البرتغال	20 ماي 2006	20
هولندا	22 ماي 2006	45
بلجيكا	27 ماي 2006	225
الدانمارك	6 جوان 2006	54.3
أمريكا	15 جوان 2006	625
النمسا	21 جوان 2006	369
اسبانيا	22 جوان 2006	690
كندا	24 جوان 2006	255
السويد	26 جوان 2006	92
النرويج	27 جوان 2006	15.6
فنلندا	27 جوان 2006	11.8
بريطانيا	29 جوان 2006	202
سويسرا	15 جويلية 2006	66
اليابان	07 أوت 2006	445
ايطاليا	10 أوت 2006	1.7
ألمانيا	27 أوت 2006	387
المجموع		5104.4

المصدر: زايري بلقاسم، "إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص: 23

وهكذا استطاعت الجزائر أن تتخلص من عبء المديونية وآثار الضغوطات الخارجية واقتربت أن تتحول من دولة مدينة إلى دولة دائنة.

## 2- إلغاء ديون الجزائر من قبل روسيا:

تمثل ديون روسيا حوالي 29% من إجمالي الديون الخارجية للجزائر، حيث بلغت حسب التقارير الروسية حوالي 7.4 مليار دولار، حيث تمكنت الجزائر من التخلص منها عن طريق توقيع اتفاقية بين الجزائر وروسيا، تقوم بموجبها روسيا بإلغاء كافة ديون الجزائر مقابل التزام الجزائر بشراء سلع وخدمات من روسيا بقيمة مماثلة أو أكثر منها.

### 3- الاتفاق مع نادي لندن للدفع المسبق للديون الخارجية:

نتيجة الوضع المالي المريح الذي كانت تعيشه الجزائر في سنة 2006، حيث وصل احتياطي الصرف الأجنبي إلى أكثر من 70 مليار دولار، قامت بالاتفاق مع نادي لندن بتسديد ديونها التجارية الخارجية، وبالتالي اتفقت الجزائر على تسديد ما قدره 9 مليار دولار من ديونها المستحقة على نادي باريس ولندن.

#### ثانيا: الوضع الحالي للديون الخارجية

مما لا يدعو للشك أن انخفاض حجم المديونية أدى إلى تحسن مؤشرات المديونية ويوضح الجدول (3-7) هيكل وحجم المديونية الخارجية خلال السنوات الأخيرة.

#### الجدول رقم (3-8): هيكل وحجم المديونية الخارجية للجزائر

الوحدة: مليار دولار

السنوات	2010	2011	2012
ديون متوسطة وطويلة الأجل	3.279	2.831	2.108
ديون قصيرة الأجل	2.281	1.574	1.568
إجمالي الديون	5.560	4.405	3.676

Source :Bank of Algeria "bulletin statistique trimestriel" juin 2013,p :16

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن حجم المديونية الخارجية الجزائرية عرفت تراجعا كبيرا فبعد أن كانت في سنة 2004 تقريبا 22 مليار دولار أصبحت في نهاية 2012 حوالي 4 مليار دولار، وبالتالي نتيجة الدفع المسبق للمديونية تخلصت الجزائر من أعبائها، كما تجنبت دفع فوائد هذه الديون للسنوات المتبقية.

### المطلب الثاني: صندوق ضبط الإيرادات و إقرار برنامج الإنعاش الاقتصادي

عرفت الجزائر سنة 2000 فوائض مالية معتبرة نتيجة ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية، حيث حقق رصيد الموازنة العامة للدولة فائض قدر بـ 400 مليار دينار بسبب ارتفاع إيرادات الجباية البترولية إلى 1213.2 مليار دينار خلال نفس السنة.<sup>1</sup>

ونظرا لتقلبات أسعار البترول وعدم اليقين المرتبط بها قررت السلطات الجزائرية إنشاء صندوق سمي بـ "صندوق ضبط الإيرادات" يعمل على امتصاص فائض إيرادات الجباية البترولية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنويا.

### أولا: ماهية صندوق ضبط الإيرادات

**1- تعريف صندوق ضبط الإيرادات<sup>2</sup>:** أنشئ هذا الصندوق بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، وهو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص رقم 103-302 ويقيم في هذا الحساب :

#### ➤ باب الإيرادات:

- الفوائض الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية.
- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

#### ➤ باب النفقات:

- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي.
  - تخفيض الدين العمومي.
- وأهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة كما أنها لا تخضع لرقابة البرلمان.

<sup>1</sup> بوفليح نبيل، "فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية جامعة الشلف، 2010، ص: 85

<sup>2</sup> الجريدة الرسمية، العدد 37 مؤرخة في: 28 جوان 2000 المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2000.

## 2- وظائف الصندوق: حددت وظائف الصندوق كما يلي:

- امتصاص الزيادات الحاصلة في الجباية البترولية والتي تفوق توقعات وتقديرات قانون المالية.
  - تسوية وسد العجز في الميزانية العامة للدولة، والذي قد ينشئ في المستقبل نتيجة انخفاض إيرادات الجباية البترولية عن تقديرات وتوقعات قانون المالية.
  - تسديد الدين العام.
- فيما يخص تمويل العجز فإن قانون المالية لسنة 2004 ينص على أن المبالغ التي يمكن أن تسحب من الصندوق ينبغي أن لا تتجاوز الفرق بين عائدات المحروقات (المتوقعة) التي على أساسها يتم إعداد الميزانية والعائدات المحققة (نتيجة انخفاض سعر البترول) غير أنه في الواقع غالبا ما تستخدم موارد الصندوق في تمويل النفقات الإضافية المتوقعة في إطار الميزانية التكميلية.<sup>1</sup>
- يسجل صندوق ضبط الإيرادات تطورات هامة في وضعيته منذ إنشائه وهذا ما يوضحه الجدول التالي.

<sup>1</sup> شكوري سيدي محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

الجدول (3-9): تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات في الفترة من 2000-2009.

الوحدة: مليار دج

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
4280.072	3215.531	2931.045	1842.686	712.688	320.890	27.534	171.534	232.137	0	(1)الموارد :
400.675	2288.159	1738.848	1798.000	1368.836	623.499	448.914	26.504	23.864	453.237	- رصيد السنة السابقة
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-فائض قيمة الجباية البترولية
										- تسبيقات بنك الجزائر
4680.747	5503.690	4669.893	3640.686	2090.524	944.391	476.092	198.038	356.001	453.237	(1)مجموع الموارد
0	465.437	314.455	618.111	247.838	222.703	156.00	170.060	184.467	221.100	(2)الاستخدامات
364.282	758.180	531.952	91.530	0	0	0	0	0	0	- سداد الدين العمومي
0	0	607.956	0	0	0	0	0	0	0	- تمويل عجز الخزينة العمومية.
										- سداد تسبيقات بنك الجزائر
364.282	1223.617	1454.363	709.641	247.838	222.703	156.000	170.060	184.467	221.100	(2) مجموع الاستخدامات
4316.465	4280.073	3215.530	2931.045	1842.686	721.688	320.892	27.978	171.534	232.137	رصيد الصندوق في نهاية السنة

المصدر: بوفليح نبيل، "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر-" ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر-3، 2010-2011، ص: 204.

من خلال قراءتنا للجدول السابق نجد أن صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر عرف تطور خلال مرحلتين:

**المرحلة الأولى من 2000 إلى 2002:** خلال هذه المرحلة عرف رصيد الصندوق تراجعاً فبعد أن سجل في سنة 2000 حوالي 232.137 مليار دج انخفض هذا الرصيد ليصل في سنة 2002 حوالي 27.978 مليار دج ويعود هذا إلى انخفاض فائض الجباية البترولية من 453.237 مليار دج سنة 2000 إلى 26.504 مليار دج سنة 2002. كما نلاحظ كذلك خلال هذه الفترة أن موارد الصندوق استخدمت فقط لسداد الدين العمومي ولم تستخدم في تمويل عجز الخزينة العمومية.

**المرحلة الثانية من 2003 إلى 2009:** خلال هذه المرحلة شهد الصندوق تحسناً ملحوظاً بداية من سنة 2003، حيث ارتفع من 320.892 مليار دج سنة 2003 إلى 4316.465 مليار دج في سنة 2009، كما شهدت السنوات من 2006 إلى 2009 استخدام موارد الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية، وذلك نتيجة تعديل أهداف الصندوق بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2006 الذي ينص على تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج.<sup>1</sup> وتخفيض حجم المديونية العمومية.

مما سبق نستنتج أنه نتيجة للوضعية المالية المريحة للجزائر الناتجة عن تراكم حجم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي زادت فوائض الجباية البترولية المحولة لصندوق ضبط الإيرادات والتي أدت إلى تحسن رصيده خلال السنوات الأخيرة.

#### ثانياً: تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي

بعد إظهار الجزائر سجلاً مقبولاً في تطبيق برامج تحقيق الاستقرار والتكليف الهيكلي بدعم من صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية الدولية وتحقيقها بعض التقدم في مجال تطبيق الإصلاحات الاقتصادية، عادت الجزائر إلى مسار التنمية والإنفاق العمومي وذلك بتبني برنامج متوسط المدى 2001-2004، وذلك بتخصيص غلاف مالي بـ 6 مليار دولار ( 525 مليار دج) سمي ببرنامج الإنعاش الاقتصادي.<sup>2</sup> الذي كان متبوعاً ببرنامجين للنمو: البرنامج التكميلي لدعم النمو طبق خلال الفترة من 2005-2009 والبرنامج الحماسي خلال الفترة من 2010-2014.

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية، العدد 47 مؤرخة في 19/07/2006 المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2006، ص: 08

<sup>2</sup> المبارك محمد، "اقتصاد النقود"، الطبعة الأولى، منشورات دار الأديب، 2006، ص: 144

كانت تهدف هذه البرامج أساسا إلى رفع معدل النمو الاقتصادي عن طريق تنشيط الطلب الكلي وتخفيض معدلات البطالة عن طريق خلق مناصب شغل خاصة في القطاع الفلاحي.

### 1- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004):

إن إستراتيجية الإنعاش الاقتصادي تستمد كل منطقتها من النظرية الكينزية والقائمة على إدماج الدولة كعكون اقتصادي فعال في الدورة الاقتصادية من خلال سياسة الإنفاق العمومي من جهة، والتركيز على تعزيز الطلب الكلي من جهة أخرى.<sup>1</sup>

إن تنفيذ هذا البرنامج يعتمد على نفس إجراءات التنفيذ المعمول بها في تنفيذ ميزانية الدولة ( قسم التجهيز)، وعليه فإن مشاريع هذا البرنامج سجلت ضمن مخطط الاستثمارات للميزانية العامة للدولة للاستفادة من تراخيص البرامج المتعددة السنوات حتى يتم تغطية التكلفة النهائية للمشروع ومنح الاعتمادات المالية السنوية حسب تقدم الأشغال للتكفل بالنفقات السنوية للمشروع، وعليه فقد جندت الدولة 525 مليار دينار وهو المبلغ الإجمالي للبرنامج.

لقد كانت محاور هذا البرنامج موجهة نحو الأنشطة المخصصة لدعم المؤسسات والأنشطة الزراعية المنتجة وغيرها، تعزيز المرافق العمومية في ميدان الري، النقل والمنشآت القاعدية وتحسين ظروف المعيشة والتنمية المحلية وتنمية الموارد البشرية. وبالتالي يمكن تقسيم برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي إلى أربع برامج رئيسية كل برنامج يخص قطاع رئيسي معين وكل قطاع رئيسي يتكون من قطاعات فرعية وهذا ما يوضحه الجدول التالي.

جدول رقم(3-10): التوزيع القطاعي لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي.

النسبة	المجموع	2004	2003	2002	2001	السنوات
40.1%	210.5	2.0	37.6	70.2	100.7	أشغال كبرى وهياكل قاعدية
38.8	204.2	6.5	53.1	72.8	71.8	تنمية محلية وبشرية
12.4	65.4	12.0	22.5	20.3	10.6	دعم قطاعات الفلاحة و الصيد البحري
8.6	45.0	-	-	15.0	30.0	دعم الاصلاحات
100%	525.0	20.5	113.9	185.9	205.4	المجموع

المصدر: بوفليخ نبيل، "دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010" الأكاديمية العربية الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 09، 2013، ص: 46.

<sup>1</sup>Gregory N.mankiw, "Macroéconomie", Bruxelles, boek université, 2006, p :311

نلاحظ من خلال الجدول أن أكبر مبلغ وجه إلى الأشغال الكبرى والهياكل القاعدية، حيث استفاد بنسبة 40.1% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، وهذا يدل على أن الجزائر تسعى للنهوض بهذا القطاع لما له من دور في توفير مناصب شغل وبالتالي التقليل من نسبة البطالة، كما أن لهذا القطاع دور في رفع معدلات الاستثمار المحلية والأجنبية عن طريق توفير الظروف الملائمة لذلك.

كما خصص لقطاع التنمية البشرية والمحلية مبلغ 204.2 مليار دج أي بنسبة 38.8% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، والذي تسعى الحكومة من خلاله إلى تحسين ظروف المعيشة للمواطنين وكذا تأهيل المناطق النائية والمعزولة، تحسين الإمكانيات والقدرات العلمية المتوفرة والتي ستقوم بتلبية التدفقات الناتجة عن كل دخول جامعي.

أما قطاع الفلاحة والصيد البحري فقد خصص له مبلغ 65.4 مليار دج أي 12.4% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، باعتبار هذا القطاع من أهم القطاعات المنتجة في الجزائر، وقد خصص له هذا المبلغ كدعم للبرنامج الوطني للتنمية الفلاحية الذي استفاد منه في سنة 2000، ومن بين المشاريع المسجلة في هذا القطاع : دعم النشاطات المنتجة، تطوير الصيد البحري، تعزيز أعمال البناء، التصليح والصيانة، توفير أجهزة الحفظ والتبريد....

أما فيما يخص قطاع دعم الإصلاحات فقد خصص له مبلغ 45 مليار دج أي بنسبة 8.6% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، وهو موجه أساسا لتوفير الظروف المناسبة من خلال دعم المؤسسات الوطنية الإنتاجية للسماح لها بالعمل وفقا لمعايير الفعالية، وبالتالي إعادة هيكلة وتحسين المناخ الاقتصادي الذي تعمل ضمنه المؤسسات.

لقد نتج عن تطبيق هذا البرنامج نتائج عديدة نذكر منها مايلي:<sup>1</sup>

- استثمار إجمالي بحوالي 46 مليار دولار أي 3700 مليار دج منها 30 مليار دولار من الإنفاق العمومي.

- نمو مستمر يساوي في المتوسط 3.8% طوال السنوات الخمس بنسبة 6.8% في سنة 2003.

- تراجع في نسبة البطالة من 29% إلى 24%.

- إنجاز الآلاف من المنشآت القاعدية وكذلك بناء وتسليم الآلاف من المساكن الجاهزة.

<sup>1</sup> زرمان كريم، "التنمية المستدامة في الجزائر من خلال برنامج الإنعاش الاقتصادي 2001-2009"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد السابع، جوان 2010، ص:205.

## 2- البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009):

جاء هذا البرنامج في إطار مواصلة وتيرة البرامج والمشاريع التي سبق إقرارها وتنفيذها في إطار مخطط دعم الإنعاش الاقتصادي للفترة 2001-2005.

وضع هذا البرنامج لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:<sup>1</sup>

- **تحديث وتوسيع الخدمات العامة:** والتي تعتبر ضرورة ملحة قصد تحسين الإطار المعيشي من جهة، ومن جهة كتكملة لنشاط القطاع الخاص في سبيل ازدهار الاقتصاد الوطني.

- **تحسين مستوى معيشة الأفراد:** وذلك من خلال تحسين الجوانب المؤثرة على نمط معيشة الأفراد سواء كان الجانب الصحي، الأمني أو التعليمي.

- **تطوير الموارد البشرية والبنى التحتية:** إن تطوير الموارد البشرية يجنب مشكلة الندرة التي تتميز بها الموارد التقليدية عن طريق ترقية المستوى التعليمي والمعرفي للأفراد والاستعانة بالتكنولوجيا في ذلك، كما أن البنى التحتية لها دور هام في تطوير النشاط الإنتاجي وبالخصوص في دعم إنتاجية القطاع الخاص من خلال تسهيل عملية المواصلات وانتقال السلع والخدمات وعوامل الإنتاج.

- **رفع معدلات النمو الاقتصادي:** يعتبر رفع معدلات النمو الاقتصادي الهدف النهائي للبرنامج التكميلي لدعم النمو، وهو الهدف الذي تصب فيه كل الأهداف سابقة الذكر.

إن المبلغ المخصص للبرنامج التكميلي يقدر بـ 4202.7 مليار دج، يشمل هذا البرنامج الضخم خمسة محاور رئيسية كبرى كما يلي:

- تحسين ظروف معيشة السكان 45.5%.

- تطوير المنشآت الأساسية 40.5%.

- دعم التنمية الاقتصادية 8%.

- تطوير الخدمة العمومية 4.8%.

- تطوير تكنولوجيات الاتصال 1.1%.

<sup>1</sup>صالحى ناجية - مخناش فتيحة، "أثر برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي على النمو الاقتصادي"، أبحاث المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة من 2001-2014، جامعة سطيف 1، مارس 2013، ص: 06.

### 3- البرنامج الخماسي 2010-2014:

خصص لهذا البرنامج مبلغ 21214 مليار دج أي ما يعادل 286 مليار دولار، وهو يشمل شقين:

- استكمال المشاريع الكبرى الجاري إنجازها على الخصوص في قطاعات السكة الحديدية والطرق والمياه، بمبلغ 130 مليار دولار.

- إطلاق مشاريع جديدة بمبلغ 156 مليار دولار.

وقد استفادت من هذا البرنامج القطاعات التالية:

- قطاع التنمية المحلية والبشرية: بنسبة 45.42%.

- قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية: 38.52%.

- قطاعات الصناعة، الفلاحة، الصيد البحري والتشغيل: 16.05%.

وقد تم تمويل هذه البرامج بجزء كبير من احتياطيات الصرف الأجنبي.

غير أنه إذا أردنا القيام باستعمال هذه الاحتياطيات في برامج الإنعاش والنفقات العمومية، فيجب أن نأخذ بعين الاعتبار الآثار الاقتصادية الكلية وأن نضمن قدرة الامتصاص المتوفرة، حيث أن الانتقال الاقتصادي لا يكون إلا عن طريق الإصلاحات الهيكلية، ولكن المشكلة الأساسية للاقتصاد الجزائري هي عدم قدرته على المنافسة ووجود عراقيل أمام الاستثمارات الأجنبية وغياب المنافسة والسلوكيات الاحتكارية، ونوعية السيئة للخدمات العمومية، وغياب المرونة في العديد من القطاعات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زايري بلقاسم، "إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص: 25

### المطلب الثالث: احتياطات الصرف وإدارة سعر الصرف في الجزائر

إن تحسن الوضعية المالية الخارجية للجزائر نتيجة تراكم حجم كبير من احتياطات الصرف الأجنبي تزامن مع تبني الجزائر سياسة الصرف الحالية" التعويم المدار".

#### أولاً: سياسة سعر الصرف في الجزائر

عرفت أنظمة تسعير الدينار والصرف في الجزائر تطوراً منذ الاستقلال إلى غاية يومنا نقوم بإجازها باختصار فيما يلي:

#### 1- نظام ثبات سعر الصرف ( 1964-1994):

تم في هذه المرحلة إتباع نظام سعر الصرف الثابت بحيث كان التثبيت في الفترة الأولى من سنة 1964 إلى سنة 1973 بالنسبة لعملة واحدة، أما في المرحلة الثانية الممتدة من سنة 1973 إلى سنة 1994 فتم تثبيت العملة إلى سلة من العملات شملت أقوى العملات في العالم.

**1-1 التثبيت بالنسبة للفرنك الفرنسي (1964- 1973) :** تم إنشاء الدينار الجزائري في أبريل 1964 وقد كانت قيمته مثبتة إلى وزن معين من الذهب قدر بـ 180 ملغ ذهب أي بنفس تكافؤ الفرنك الفرنسي ( 1 دج = 1 فرنك فرنسي) بينما تقاس باقي العملات بتعادها مع الفرنك الفرنسي من خلال نظام بريتن وودز، إلا أنه كان لهذه السياسة نتائج سلبية منها انخفاض قيمة الفرنك بالنسبة للدولار، الشيء الذي أدى إلى تدهور الدينار بالنسبة لباقي العملات الرئيسية الأمر الذي دفع بالسلطات الجزائرية إلى ربط عملتها بسلة من العملات.

**1-2 التثبيت بالنسبة لسلة من العملات (1973-1994):** خلال هذه الفترة تم تحديد قيمة الدينار الجزائري مقارنة مع سلة من العملات الأجنبية مكونة من 14 عملة، وذلك حسب التغييرات النسبية للعملات المكونة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، ثم يتم حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات التي تتكون منها سلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار، وبعد ذلك يتم حساب سعر الصرف لكلتا العمليتين وحسب وزن كل عملة في السلة، ثم يتم حساب سعر صرف الدينار بالنسبة للعملات الأخرى المسعرة من طرف البنك المركزي.

شهدت هذه الفترة مجموعة من الإصلاحات مست سعر صرف الدينار الجزائري و تمثلت في:

- الانزلاق التدريجي: قامت هذه المرحلة بتطبيق انزلاق تدريجي ومراقب طبق منذ نهاية 1987 إلى غاية سبتمبر 1992، وهو مقياس تم اتخاذه من طرف السلطات والغرض منه التخفيض المستمر وغير المعلن لقيمة العملة الوطنية، حيث انتقل سعر صرف الدينار من 4.85 دينار للدولار الواحد في الثلاثي الثاني من عام 1987 إلى 12.19 دينار للدولار الواحد لعام 1990 بتخفيض نسبته 160% مقارنة بعام 1987 ليصل إلى 17.7 دج نهاية مارس 1991.<sup>1</sup>
- التخفيض الأول الرسمي: بتاريخ 1991/09/30 ووفقا لما تم الاتفاق عليه مع صندوق النقد الدولي تم اتخاذ قرار التخفيض بنسبة 22% للدينار ثم استمر بعده التخفيض الضعيف خلال الفترة من 1991-1994.<sup>2</sup>
- التخفيض الثاني الرسمي: بعد التخفيض الأول قامت السلطات الجزائرية بإجراء تخفيض ثاني للدينار الجزائري بـ 40.17% بدأ في سنة 1994، حيث أصبح سعر صرف الدينار 36 دج للدولار، كما تم الاتفاق مع صندوق النقد الدولي على تقنية جديدة لتحديد سعر صرف الدينار مفادها أن يسمح مجلس النقد والقرض بانزلاق الدينار إلى 40 دج/ للدولار وتم الاعتماد على هذه الطريقة في بداية الثلث الأخير من سنة 1994 إلى أواخر 1995 وتمثل هذه العملية مرحلة انتقالية وتجريبية لمرحلة تطبيق الصرف العائم، وتمرنا للبنوك التجارية وبنك الجزائر ومهلة لإعداد القوانين والإجراءات لمواجهة متطلبات سوق الصرف.<sup>3</sup>

## 2- نظام التعويم المدار ( من 1994 إلى يومنا هذا):

في عام 1994 قامت السلطات بتخفيض الدينار في مرحلتين في المجموع 70%، وذلك بين شهر أبريل وسبتمبر 1994. خلال هذه السنة حدد نظام سعر الصرف بنظام التعويم المدار بين البنك المركزي والبنوك التجارية، وبين سنتي 1995-1998 ارتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار بأكثر من 20%، وتبعه انخفاض بحوالي 13% بين سنتي 1998-2001 وتواصل هذا الانخفاض خلال 16 شهر الموالية وهذا منذ أوائل 2002.<sup>4</sup> كما قام بنك الجزائر خلال هذه الفترة بتخصيص الطلب

<sup>1</sup> ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 144.

<sup>2</sup> بربري محمد أمين، "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة الشلف، 2009، ص: 36.

<sup>3</sup> آيت يحي سميح، "التعويم المدار للدينار بين التصريحات والواقع"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 09، 2011، ص: 66.

<sup>4</sup> شعيب بونوة- خياط رحيمة، "سياسة سعر الصرف بالجزائر- نمذجة قياسية للدينار الجزائري"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، جامعة الشلف، العدد 05، 2011، ص: 124.

على العملات الأجنبية لتحقيق المدفوعات أو التحويلات الموجهة أساسا للمعاملات الجارية وليس لتحويلات رؤوس الأموال غير المرخصة.

وتستهدف السلطات النقدية من خلال سياسة التعويم المدار إلى دعم قرارات المستثمرين الوطنيين والأجانب الذين يعينهم قرار استقرار العملة.

#### ثانيا: سوق الصرف بين البنوك

تم تأسيس هذا السوق من طرف بنك الجزائر في 23 ديسمبر 1995 وقد انطلق نشاط السوق بشكل فعلي في 02 جانفي 1996 بعدما تم إصدار التعليمات رقم 79/95 في 27 ديسمبر 1995 التي تحدد الوظائف وتنظيم سوق الصرف ما بين البنوك، حيث يتحدد سعر الصرف في إطار هذا النمط يوميا بشكل حر حسب العرض والطلب على الصرف الأجنبي بين أهم المتدخلين : بنك الجزائر، البنوك التجارية والمؤسسات المالية.

وتتمثل موارد هذا السوق أساسا في:<sup>1</sup>

- **موارد بنك الجزائر:** يبقى بنك الجزائر المتدخل الرئيسي في سوق الصرف ما بين البنوك، على أساس أن جزء كبير من إيرادات صادرات المحروقات يغذي احتياطيات الصرف الرسمية لدى بنك الجزائر.

- **موارد البنوك التجارية والمؤسسات المالية:** تتمثل الموارد من العملات الصعبة التي يمكن إبقاؤها تحت تصرف الوسطاء المعتمدين ( البنوك ) في:

- ودائع زبائنهم في حسابات بالعملات الصعبة.
- نواتج الصادرات من غير المحروقات والموارد المنجمية باستثناء الجزء العائد للمصدر.
- المبالغ الناجمة عن كل اعتماد مالي أو حربي بالعملات الأجنبية يعقدها الوسطاء لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم.
- المبالغ الناجمة عن عمليات الشراء في سوق الصرف.
- أية موارد أخرى يحددها بنك الجزائر عند الحاجة.

<sup>1</sup> بوكريديد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 113.

## الفصل الثالث:.....قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

ثالثا: علاقة سعر صرف الدينار بتراكم احتياطيات الصرف في الجزائر  
يوضح الجدول التالي تطور كل من سعر صرف الدينار الجزائري وتراكم احتياطيات الصرف الأجنبي  
خلال الفترة من 1990 إلى غاية سنة 2011.

الجدول(3-11): تطور سعر صرف الدينار واحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

الوحدة: مليون دولار.

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
سعر الصرف الدينار/ الدولار	8.957	18.47	21.83	23.34	35.05	47.66	54.74	57.70	58.73	66.57	75.259
احتياطي الصرف الأجنبي	724,75	1485,8	1457,0	1474,7	2673,8	2005,16	4235,0	8046,7	6845,5	4525,6	12023,9
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
سعر الصرف الدينار/ الدولار	77.215	79.6819	77.39	72.06	73.27	72.64	69.29	64.58	72.64	74.38	72.93
احتياطي الصرف الأجنبي	18081,41	23237,	33125,1	43246,	56303,0	77913,73	110317,6	143242,9	149040,	162614,4	182821,8

Source : world bank, WDI, 2012.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن انخفاض قيمة الدينار الجزائري تزامن مع زيادة احتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة من 1990 إلى 1994 أين كانت الجزائر تتبع نظام ثبات سعر الصرف، لكن خلال الفترة من 1994 إلى غاية سنة 1995 فرغم انخفاض قيمة الدينار الجزائري من 35.05 دينار لكل دولار سنة 1994 إلى 47.66 دينار لكل دولار سنة 1995 فإن احتياطيات الصرف انخفضت من 2673.8 سنة 1994 مليون دولار إلى 2005.16 مليون دولار سنة 1995 أما السنوات من 1996 إلى 2002 فإن انخفاض الدينار الجزائري أدى إلى زيادة احتياطي الصرف الأجنبي ما عدا في سنتي 1998 و1999 أين انخفض حجم احتياطي الصرف في الجزائر. غير أنه في سنة 2003 رغم ارتفاع قيمة الدينار إلا أن احتياطي الصرف الأجنبي ارتفع أما باقي السنوات أين شهدت انخفاض قيمة الدينار إلى غاية 2011 عرفت زيادة في حجم احتياطي الصرف الأجنبي.

المبحث الثالث: قياس أثر محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر من خلال الاعتبارات النظرية والتجريبية المذكورة سابقا، سوف يأخذ نموذجنا للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي الشكل التالي:

$$RES = f(X, OPEN, M2, DEBT, ERR)$$

حيث أن:

RES: احتياطي الصرف الأجنبي خارج الذهب.

X: الصادرات.

OPEN: الصادرات زائد الواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (درجة الانفتاح التجاري).

M2: المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

DEBT: الدين قصير الأجل كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

ERR: سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري مقابل الدولار.

مع العلم أن :

الصادرات تتعكس العامل التجاري (النظرية التجارية)، أما كل من الانفتاح التجاري والمعروض النقدي

والدين الخارجي قصير الأجل وسعر الصرف الحقيقي تعكس العامل الوقائي ( النظرية الوقائية).

المتغيرات السابقة تم استعمالها بالانحرافات المعيارية أي أن كل متغير وحدته انحراف معياري.

**المطلب الأول: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية**

يعد الاستقرار شرطا أساسيا في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية وفي حالة غياب صفة الاستقرار فإن

الانحدار الذي نحصل عليه يكون زائفا، بالرغم من النسبة المرتفعة لمعامل التحديد وتحقق معنوية

المعلومات المقدرة، لذا سنحاول من خلال هذا المطلب دراسة استقرارية كل سلسلة زمنية ونحاول البدء

بدراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.

أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة

تم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة\*، المتوسط الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة للوسيط كما يلي: <sup>1</sup>

**1- سلسلة احتياطي الصرف الأجنبي (RES):** تتكون السلسلة من 22 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2011، بمتوسط 47520.14 وقيمة عظمى 182821.8 سنة 201 وقيمة صغرى 724.7600 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 15052.66 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 61131.07 .

**2- سلسلة الصادرات (X):** تتكون السلسلة من 22 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2011 بمتوسط 29599.71 وقيمة عظمى 79122.99 سنة 2008 وقيمة صغرى 9585.150 سنة 1994 بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 20007.01 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 21594.23 .

**4- سلسلة نسبة الصادرات والواردات على الناتج المحلي الإجمالي (OPEN):** تتكون السلسلة من 22 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2011، بمتوسط 0.568302 وقيمة عظمى 0.719163 سنة 2005 وقيمة صغرى 0.449228 سنة 1993، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 0.539076 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 0.084195 .

**5- سلسلة المعروض النقدي (M2):** تتكون السلسلة من 22 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2011، بمتوسط 51.4260 وقيمة عظمى 66.96077 سنة 2009 وقيمة صغرى 33.00584 سنة 1996، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 52.60530 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 9.912403 .

**6- سلسلة الدين قصير الأجل (DEBT):** تتكون السلسلة من 22 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2011، بمتوسط 0.008045 وقيمة عظمى 0.027103 سنة 1991 وقيمة صغرى 0.001885 سنة 2002، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 0.005635 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 0.006046 .

\* تتم الدراسة الوصفية للمتغيرات المدروسة بوحدها الأصلية وليست الانحرافات المعيارية.

<sup>1</sup> أنظر الملحق رقم 03.

**7- سلسلة سعر الصرف (ERR):** تتكون السلسلة من 22 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2011، بمتوسط 55.76273 وقيمة عظمى 81.41000 سنة 2010 وقيمة صغرى 2.540000 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 68.09000 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 27.31709 .

ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

تعتمد أغلب الدراسات القياسية على اختبار ديكي فولر لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية، ومن خلال الرسومات البيانية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة<sup>1</sup> يلاحظ مبدئيا وجود اتجاه عام للسلاسل المدروسة، وتؤكد من ذلك بالاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور.

يعتمد اختبار (ADF) في دراسة استقرارية سلسلة زمنية ولتكن  $Y_t$  على تقدير النماذج الثلاثة التالية:<sup>2</sup>

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + \mu_t \dots \dots (1)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + c + \mu_t \dots \dots (2)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + c + bt + \mu_t \dots (3)$$

إن اختبار ADF يحمل نفس خصائص اختبار  $DF$  هذا الأخير الذي يفترض أن الأخطاء غير مرتبطة فيما بينها بحيث يستخدم الفروق ذات الفجوة الزمنية  $\Delta \log Y_{t-j+1}$ ، حيث أن:  $\Delta \log Y_{t-1} = \log Y_{t-1} - \log Y_{t-2}$ ،  $\Delta \log Y_{t-2} = \log Y_{t-2} - \log Y_{t-3}$ ،...، ويتم إدراج عدد من الفروق ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

**1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة عند المستوى :** يمكن تلخيص نتائج

اختبار ديكي فولر المطور للسلاسل الزمنية الأصلية لمتغيرات الدراسة في الجدول التالي كما يلي:

<sup>1</sup> أنظر الملحق رقم 04.

<sup>2</sup>Régis Bourbonnais, "Econométrie", 5 édition, Edition Dunod, Paris, France, 2004, p234.

الفصل الثالث:.....قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

جدول(3-12): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة<sup>1</sup>.

القرار	احتمال المعامل	القيمة الحرحة*	إحصائية المعامل	المعامل	التأخر	النموذج	السلسلة
نرفض فرضية العدم أي أن معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر وبالتالي فإن السلسلة من نوع TS.	0.02	-	-	b	0	3	RES
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	0.99	-3.64	-0.03	$\phi$			
معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم إذن السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.09	-	-	c	1	2	X
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي	0.99	-3.02	1.03	$\phi$			
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي	0.64	-1.95	-0.07	$\phi$	1	1	X
نرفض فرضية العدم أي أن معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر وبالتالي فإن السلسلة من نوع TS	0.01	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي.	0.27	-3.64	-2.62	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.36	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.83	-3.01	-0.66	$\phi$			
وجود جذر وحدوي	0.38	-1.95	-0.74	$\phi$	0	1	OPEN
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.71	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.80	-3.64	-1.48	$\phi$			

<sup>1</sup> أنظر الملاحق رقم: 05، 06، 07، 08، 09، 10.

## الفصل الثالث:.....قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.81	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.41	-3.01	-1.70	$\phi$			
وجود جذر وحدوي	0.07	-1.95	-1.74	$\phi$	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.09	-	-	b	1	3	M2
وجود جذر وحدوي	0.48	-3.65	-2.15	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.93	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.50	-3.01	-1.51	$\phi$			
وجود جذر وحدوي	0.11	-1.95	-1.54	$\phi$	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من TS	0.40	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.51	-3.64	-2.09	$\phi$			DEBT
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.76	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.31	-3.01	-1.93	$\phi$			
عدم وجود جذر وحدوي	0.04	-1.95	-1.98	$\phi$	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.82	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.93	-3.64	-0.92	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.0051	-	-	C	0	2	ERR
وجود جذر وحدوي	0.17	-3.01	-2.32	$\phi$			
وجود جذر وحدوي	0.07	-1.95	1.77	$\phi$	1	1	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews7*.

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة الزمنية: DEBT مستقرة عند المستوى بخلوها من الاتجاه العام والجذر الوحدوي أما السلاسل الزمنية RES، X، OPEN، M2، ERR غير مستقرة عند المستوى بسبب وجود الجذر الوحدوي مما يوجب علينا إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى: يلخص الجدول (3-13) نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.<sup>1</sup>

الجدول (3-13): نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

القرار	احتمال المعامل	القيمة الحرية*	إحصائية المعامل	المعامل	التأخر	النموذج	السلسلة
السلسلة من نوع TS	0.01	-	-	b	1	3	D(RES)
وجود جذر وحدوي	0.09	-3.67	-3.31	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.15	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.45	-3.02	-1.62	$\phi$			
وجود جذر وحدوي	0.32	-1.95	-0.88	$\phi$	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.48	-	-	b	0	3	D(X)
عدم وجود جذر وحدوي	0.0036	-3.65	-5.02	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.26	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0007	-3.02	-5.05	$\phi$			
عدم وجود جذر وحدوي	0.000	-1.95	-4.89	$\phi$	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.59	-	-	b	0	3	D(OPEN)
عدم وجود جذر وحدوي	0.02	-3.65	-4.07	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.98	-	-	c	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.005	-3.02	-4.13	$\phi$			
عدم وجود جذر وحدوي	0.0002	-1.95	-4.24	$\phi$	0	1	

<sup>1</sup> أنظر الملاحق : 11، 12، 13، 14، 15.

الفصل الثالث:.....قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.62	-	-	b	0	3	<b>D(LM2)</b>
عدم وجود جذر وحدوي	0.01	-3.65	-4.28	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.65	-	-	c	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0025	-3.02	-4.44	$\phi$			
عدم وجود جذر وحدوي	0.0001	-1.95	-4.54	$\phi$	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.15	-	-	b	0	3	<b>D(ERR)</b>
وجود جذر وحدوي	0.18	-3.65	-2.89	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.22	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.14	-3.02	-2.44	$\phi$			
عدم وجود جذر وحدوي	0.03	-1.95	-2.07	$\phi$	0	1	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج "eviews7".

من خلال نتائج الجدول يتضح أن كل من السلاسل: D(X)، D(OPEN)، D(M2)، D(ERR) مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى بخلوها من الاتجاه العام والجذر الوحدوي بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، أما السلسلة الزمنية D(RES) غير مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى بسبب وجود الجذر الوحدوي مما يوجب علينا إجراء الفروق من الدرجة الثانية.

الجدول (14-3): نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلسلة الزمنية غير المستقرة بعد

إجراء الفروق من الدرجة الثانية

القرار	احتمال المعامل	القيمة الحرية*	إحصائية المعامل	المعامل	التأخر	النموذج	السلسلة
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.84	-	-	b	1	3	D(D(RES))
عدم وجود جذر وحدوي	0.01	-3.69	-4.40	$\phi$			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.47	-	-	c	1	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.002	-3.04	-4.56	$\phi$			
عدم وجود جذر وحدوي	0.0001	-1.96	-4.58	$\phi$	1	1	

\* مستوى المعنوية 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج "eviews7".

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة الزمنية D(D(RES)) مستقرة عند الفروق من الدرجة الثانية.

من خلال النتائج السابقة نجد أن كل من السلسلة الزمنية : DEBT متكاملة من الدرجة الصفر عند مستوى معنوية 5% أي:  $I(0) \dots 5\% \rightarrow DEBT$  والسلاسل الزمنية ، OPEN، X،  
ERR، M2 متكاملة من الدرجة الأولى:

$OPEN \rightarrow I(1) \dots 5\%$  ،  $X \rightarrow I(1) \dots 5\%$

$ERR \rightarrow I(1) \dots 5\%$  ،  $M_2 \rightarrow I(1) \dots 5\%$

أما السلسلة الزمنية RES فهي متكاملة من الدرجة الثانية:  $RES \rightarrow I(2) \dots 5\%$

المطلب الثاني: تقدير النموذج

لتقدير هذا النموذج هناك مجموعة من المراحل والاختبارات التي يجب المرور بها، انطلاقا من تحديد العلاقة الانحدارية، اختبار المعنوية الجزئية والكلية للنموذج، اختبار ودراسة البواقي... إلخ، وكل ذلك تم تلخيصه في الجدول (3-15) كما أن عملية التقدير تمت على مرحلتين تم في الأول تقدير علاقة الانحدار الخطية التالية:

$$D(D(RES))_t = B_0 + B_1 D(X)_t + B_2 D(OPEN)_t + B_3 DEBT_t + B_4 D(M2)_t + B_5 D(ERR)_t$$

وفي الثانية تم تقدير علاقة الانحدار الديناميكية (بالتأخير الزمني) التالية:

$$D(D(RES))_t = B_0 + \sum_{i=0}^k b_i D(X)_{t-i} + \sum_{i=0}^k j_i D(OPEN)_{t-i} + \sum_{i=0}^k \delta_i DEBT_{t-i} + \sum_{i=0}^k \gamma_i D(M2)_{t-i} + \sum_{i=0}^k \varphi_i D(ERR)_{t-i}$$

وكانت نتائج التقدير ملخصة في الجدول (3-15) كما يلي:

المتغير التابع: DD((RES))		
المتغير المستقل	النموذج 01	النموذج 02
D(X)	0.24 (4.01)	0.11 (2.37)
D(X) <sub>t-1</sub>	-	0.07 (1.50)
D(open)	0.03 (0.85)	0.13 (4.54)
D(open) <sub>t-1</sub>	-	-0.11 (-3.67)
DEBT	0.025 (0.94)	-
DEBT <sub>t-1</sub>	-	-0.077 (-2.45)
DEBT <sub>t-2</sub>	-	0.072 (3.57)
D(M2)	0.06 (1.48)	0.11 (3.82)
D(M2) <sub>t-1</sub>	-	-0.08 (-2.79)
D(ERR)	0.07 (0.63)	-2.26 (-2.51)
D(ERR) <sub>t-1</sub>	-	0.40 (3.44)
D(ERR) <sub>t-2</sub>	-	-0.29 (-4.34)
Constant	-0.022 (-0.81)	0.0016 (0.07)

ملاحظة: مستوى المعنوية المعتمد "5%". () "t-statistic".

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews7 (الملاحق رقم 17 ورقم 18)

أولاً: العلاقة الانحدارية للنموذج

لقد تم الاعتماد في تقدير النموذج 02 على طريقة "tang2000" والتي تتلخص منهجيتها في إلغاء المتغير المستقل الذي تكون القيمة المطلقة لإحصائية ستودنت الخاصة به أقل من الواحد صحيح وذلك بشكل متتالي، وهو ما يؤدي إلى تحسن النموذج من حيث قيمة معامل التحديد  $R^2$  وقيمة فيشر "F-stat"، وأعطى حساب معادلة النموذج بطريقة المربعات الصغرى النتائج التالية:

$$D(D(RES))=0.11*D(X) + 0.13*D(OPEN)+ 0.11*D(M2)- 0.26*D(ERR) - 0.11*D(OPEN(-1))-0.077*DEBT(-1)-0.082*D(M2(-1)) + 0.40*D(ERR(-1)) + 0.072*DEBT(-2) - 0.29*D(ERR(-2)) + 0.0016$$

لاستخراج المعادلة السابقة تم في البداية تقدير أثر جميع المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (احتياطي الصرف الأجنبي) وفق علاقة الانحدار الساكنة فوجدنا أثر متغير واحد وهو الصادرات على احتياطي الصرف الأجنبي أما باقي المتغيرات لم نجد لها أي أثر، حيث أن احتمال إحصائية كل متغير أكبر من 0.05، أما في الخطوة الثانية تم تقدير علاقة الانحدار الديناميكية وتم الحصول على النموذج الأمثل (النموذج 02) الذي استخرجنا منه معادلة الانحدار السابقة.

ثانياً: اختبار المعنوية الجزئية لمعاملات النموذج

من خلال اختبار ستودنت يتضح لنا أن  $t^{prop}$  للمعاملات :

$$D(M2(-1)) , DEBT(-1) , D(OPEN(-1)), D(ERR) , D(M2), D(OPEN) , D(X) \\ D(ERR(-2)), DEBT(-2), D(ERR(-1))$$

$$0.049, 0.0027, 0.0065, 0.04, 0.007, 0.044, 0.026, 0.01, 0.009, 0.003$$

وهي أقل من الاحتمال 0.05 وبالتالي فإن معاملات النموذج لها معنوية إحصائية وتأخذ القيم: 0.11, 0.13, 0.11, -0.26, -0.11, -0.07, -0.11, -0.08, 0.40, 0.07, -0.29 على التوالي.

ثالثا: اختبار المعنوية الكلية لمعاملات النموذج

من خلال اختبار فيشر نستطيع القول أن كل المتغيرات النموذج السابقة الذكر لها معنوية إحصائية ولها تأثير على المتغير التابع، و ذلك أن احتمال " $f^c$ " 0.0002 وهو أقل من 0.05 وبالتالي وجود معنوية إحصائية كلية لمعاملات النموذج.

رابعا: تشخيص النموذج المقدر

### 1- اختبار قوة التأثير

من خلال معامل التحديد الذي يساوي 0.9247 يدل على جودة توفيق النموذج ومقدرته على تفسير التغيرات التي تحدث في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أن التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر لنا ما يربو عن 92.47% من التقلبات في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي وهو تأثير جيد.

### 2- دراسة واختبار البواقي : يتضمن دراسة واختبار البواقي مايلي :

➤ إن قيمة درين واتسون  $DW=2.83$  بوقوعها داخل مجال الشك تشير إلى أن الارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى غير محدد.

➤ بالنسبة لاختبار دوال الارتباط الذاتي من الدرجة "k"، ففحص دوال الارتباط الذاتي يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث  $k > 0$  تختلف معنويا عن الصفر أي عدم وجود ارتباط ذاتي ما بين الأخطاء، واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن احتمال إحصائية  $LB=7.52$  ( آخر قيمة في العمود Q-Stat ) يساوي 0.82 وهو أكبر من الاحتمال 0.05 ويدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، بالإضافة إلى أن البواقي عبارة عن تشويش أبيض.<sup>1</sup>

➤ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: إن احتمال إحصائية Jaque-Bera 0.51 وهو أكبر من احتمال 0.05 ( $Prob = 0.51 > 0.05$ ) وبالتالي فإن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الملحق رقم: 19

<sup>2</sup> الملحق رقم: 19

➤ اختبار Breusch – Godfrey

يسمح هذا الاختبار باكتشاف الارتباط الذاتي في البواقي من الدرجة  $(p)$  أكبر من 1، وهو الاختبار المشهور عندما يكون في النموذج متغيرات متأخرة زمنياً، يعتمد هذا الاختبار على تقدير بـ MCO النموذج التالي:<sup>1</sup>

$$\varepsilon_t = \alpha_1 x_{1t} + \alpha_2 x_{2t} + \dots + \alpha_k x_{kt} + \alpha_0 + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + v_t \dots (15.4)$$

أين فرضية العدم التي نريد اختبارها هي  $H_0 : \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$

إذا رفضنا فرضية العدم، إذن يوجد مشكل الارتباط بين الأخطاء من الدرجة  $p$ .

من اجل تأكيد  $H_0$  نعلم على إحصائية  $BG-LM$  والتي تشير إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي حيث أن الاحتمال المقابل لقيمة  $F$  أكبر من القيمة الحرجة :  $(prob = 0.35 > 0.05)$  ومنه لا نرفض فرضية العدم، وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي.<sup>2</sup>

➤ أما بالنسبة لتجانس تباين الأخطاء، فحسب اختبار ARCH يتضح أن احتمال إحصائية هذا

الأخير أكبر من احتمال القيمة الحرجة 0.05 وهو يساوي 0.61  $(Prob = 0.61 > 0.05)$

وبالتالي نقبل فرضية تجانس تباين الأخطاء واختبار *Harvey* و *Glejser* هما الآخران يثبتان

فرضية تجانس الأخطاء إذ أن احتمال إحصائيهما أكبر من الاحتمال 0.05 وهو يساوي 0.18

و0.32 على التوالي.<sup>3</sup>

3- اختبار مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر من حيث الشكل الدالي لهذا النموذج:

يمكن معرفة مدى ملائمة النموذج تصميم النموذج من حيث الشكل الدالي بالاعتماد على اختبار

"Ramsey RESET" حيث أن احتمال إحصائية هذا الأخير أكبر من الاحتمال 0.05 وهو يساوي

0.63  $(F-Prob = 0.63 > 0.05)$  وبالتالي نقبل فرضية صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج.<sup>4</sup>

4- اختبار الارتباط بين المتغيرات المفسرة "اختبار Klein": يعتمد هذا الاختبار على مقارنة

معامل التحديد للنموذج  $\bar{R}^2$  مع معاملات الارتباط البسيطة  $r^2$  فإذا كان  $\bar{R}^2 > r^2$  فإننا نرفض

<sup>1</sup>Régis Bourbonnais, économétrie, Référence déjà cité, p 124.

<sup>2</sup> الملحق رقم : 20

<sup>3</sup> الملحق رقم : 20

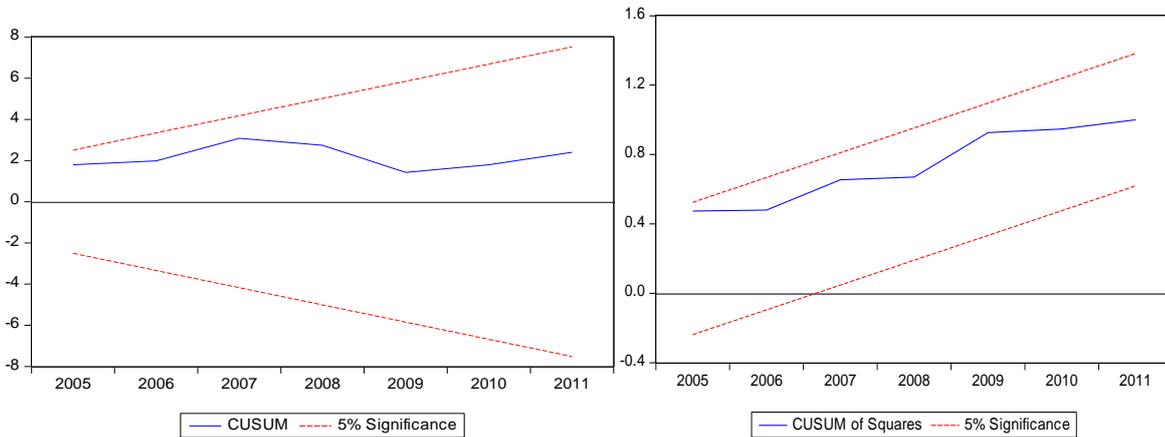
<sup>4</sup> الملحق رقم: 21

فرضية الارتباط بين المتغيرات المفسرة، وحسب مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المفسرة<sup>1</sup> نلاحظ أن كل معاملات الارتباط البسيطة بين مختلف المتغيرات المفسرة أصغر من معامل التحديد للنموذج، وعليه حسب هذا اختبار لا توجد مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة.

5- اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج: إن الخطوة التالية بعد تقدير صيغة النموذج يتمثل في اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج خلال فترة الدراسة. ولتحقيق ذلك سوف يتم استخدام اختبارين هما: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة Cumulative Sum of Recursive Squares of Residuals (CUSUMSQ). هذان الاختباران يسمحان باكتشاف عدم الثبات الهيكلي لمعادلات الانحدار عبر الزمن.

ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة إذا وقع الشكل البياني لإحصاء كل من CUSUM و CUSUMSQ داخل الحدود الحرجة عند مستوي معنوية % 5 ومن ثم تكون هذه المعاملات غير مستقرة إذا انتقل الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين خارج الحدود الحرجة عند هذا المستوى<sup>2</sup>.

الشكل (3-4): الأشكال البيانية لإحصائية كل من CUSUM و CUSUMSQ



المصدر: من اعداد الطالب، بالاعتماد على برنامج Eviews 7.0.

<sup>1</sup> الملحق رقم: 22

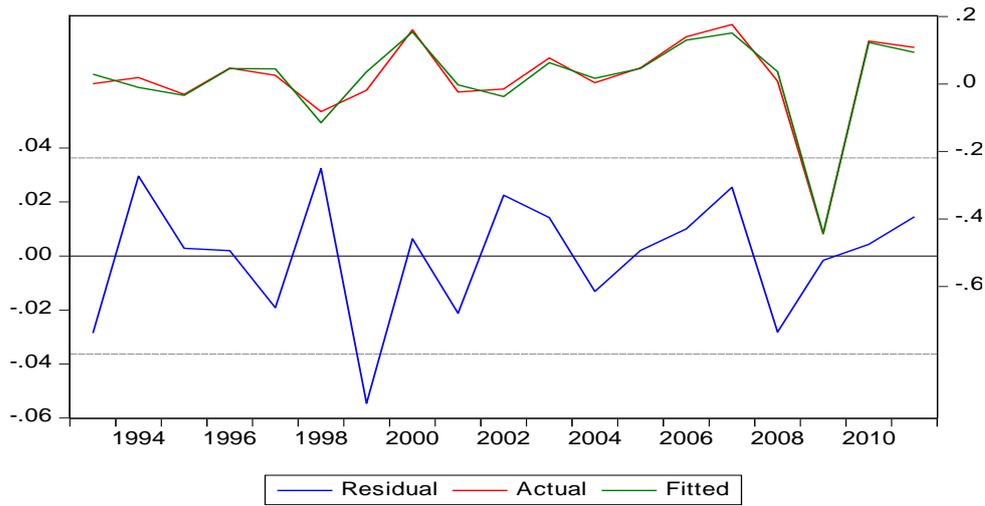
<sup>2</sup>Régis Bourbonnais, Référence déjà cité , p82-83.

## الفصل الثالث:.....قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

ويتضح من الشكل السابق أعلاه أن المعاملات المقدرة للنموذج مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

6- اختبار الأداء التنبؤي للنموذج المقدر: نظراً لأن جودة النتائج المقدرة تعتمد على جودة الأداء التنبؤي للنموذج، فإنه يجب التأكد من أن هذا النموذج يتمتع بقدره جيدة على التنبؤ خلال الفترة الزمنية للتقدير، هذا الأداء الجيد يمكن تتبعه بمجرد النظر إلى الشكل رقم (3-4) الذي يوضح سلوك القيم الفعلية والمقدرة لاحتياطي الصرف الأجنبي حيث نجدتها عموماً متطابقة، ومن ثم يمكن الاعتماد على نتائج هذا النموذج.

الشكل رقم(3-5):القيم الفعلية والمقدرة للاحتياطي الصرف الأجنبي.



المصدر: مخرجات برنامج "7views"

### المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير

#### أولاً: التحليل الإحصائي

من خلال نتائج التقدير السابقة حصلنا على الصيغة القياسية المثلى للنموذج وهي:

$$D(D(RES))=0.11*D(X) + 0.13*D(OPEN)+ 0.11*D(M2)- 0.26*D(ERR) - 0.11*D(OPEN(-1))-0.077*DEBT(-1)-0.082*D(M2(-1)) + 0.40*D(ERR(-1)) + 0.072*DEBT(-2) - 0.29*D(ERR(-2)) + 0.0016$$

يتضح من خلال صيغة النموذج الأخيرة ما يلي:

- وجود أثر موجب وقوي معنويًا للصادرات على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى للصادرات بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية لاحتياطي الصرف الأجنبي يرتفع بـ: 0.11 وحدة انحراف معياري.
- وجود أثر موجب وقوي لمجموع الصادرات والواردات (الانفتاح التجاري) على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أنه إذا زادت الفروق الأولى للانفتاح التجاري بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية للاحتياطيات يرتفع بـ 0.13 وحدة انحراف معياري.
- وجود أثر موجب وقوي للمعروض النقدي على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى للمعروض النقدي بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية لاحتياطي الصرف الأجنبي يرتفع بـ 0.11 وحدة انحراف معياري.
- وجود أثر سالب لسعر الصرف الحقيقي على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى لسعر الصرف الحقيقي بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية للاحتياطيات ينخفض بـ 0.26 وحدة انحراف معياري.
- وجود أثر سالب للانفتاح التجاري المتأخر بسنة على الطلب على الاحتياطيات، وهذا يعني أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى للانفتاح التجاري المتأخر بسنة بوحدة انحراف معياري واحدة تنخفض الفروق الثانية للاحتياطيات بـ 0.11 وحدة انحراف معياري.
- وجود أثر سالب للدين قصير الأجل المتأخر بسنة على الطلب على الاحتياطيات، وهذا يعني أنه إذا ارتفع حجم دين قصير الأجنبي المتأخر بسنة بوحدة انحراف معياري واحدة تنخفض الفروق الثانية للاحتياطيات بـ 0.077 وحدة انحراف معياري.

## الفصل الثالث:.....قياس محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

➤ وجود أثر سالب ومعنوي للمعروض النقدي المتأخر بسنة على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، أي أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى للمعروض النقدي بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية لاحتياطي الصرف الأجنبي تنخفض بـ 0.082 وحدة انحراف معياري.

➤ وجود أثر موجب ومعنوي لسعر الصرف الحقيقي المتأخر بسنة على الطلب على الاحتياطيات، حيث أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى لسعر الصرف الحقيقي المتأخر بسنة واحدة بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية للاحتياطيات ترتفع بـ 0.40 وحدة انحراف معياري.

➤ وجود أثر موجب ومعنوي للدين قصير الأجل المتأخر بستين على الطلب على الاحتياطيات، وهذا يعني أنه إذا ارتفع الدين قصير الأجل المتأخر بستين بوحدة انحراف معياري واحدة ترتفع الفروق الأولى للاحتياطيات بـ 0.072 وحدة انحراف معياري.

➤ وجود أثر سالب ومعنوي لسعر الصرف الحقيقي المتأخر بستين على الطلب على الاحتياطيات، حيث أنه إذا ارتفعت الفروق الأولى لسعر الصرف الحقيقي المتأخر بستين بوحدة انحراف معياري واحدة فإن الفروق الثانية للاحتياطيات تنخفض بـ 0.29 وحدة انحراف معياري.

وبالنسبة للقوة التفسيرية للمتغيرات المذكورة أعلاه للمتغير التابع تم تقديرها من خلال معامل التحديد الذي بلغ قيمة 92.47% وهي نسبة جيدة أما النسبة الباقية فهي تعود لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، كما تعود للمشاكل والأخطاء الإحصائية عند تقدير النموذج.

### ثانيا: التفسير الاقتصادي

إن النتائج المتوصل إليها سابقا من خلال قياس أثر المتغيرات المستقلة المحددة للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة من 1990 إلى 2011، تعتبر مقبولة من الناحية القياسية وذلك بناء على ما أسفرت عليه نتائج التقدير والاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر عن صحة هذا الأخير، إلا أن بعض من تلك النتائج نجد عليها تحفظات من الناحية الاقتصادية، حيث يمكن تفسير تلك النتائج حسب النظرية الاقتصادية والبناء النظري للموضوع المقدم في الفصلين النظريين السابقين كما يلي:

- بالنسبة للأثر الإيجابي للصادرات على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر فهو مقبول من الناحية الاقتصادية، وهذا يتوافق مع النظرية التجارية غير أن ارتفاع صادرات الجزائر لم يكن نتيجة تخفيض قيمة الدينار الجزائري، لأن الجزائر تعتمد على المحروقات بنسبة 95% في صادراتها، وهذه الأخيرة تتحكم فيها عوامل خارجية تتعلق باقتصاديات الدول الأخرى وبظروف الطلب العالمي وخاصة أسعار المحروقات في الاقتصاد العالمي.
- أما بالنسبة للأثر الموجب للانفتاح التجاري (الصادرات زائد الواردات) على الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر فهي تعتبر مقبولة من الناحية الاقتصادية لأنه وفقا للنظرية الاقتصادية فإنه مع زيادة الانفتاح التجاري تصبح الدولة أكثر عرضة للمخاطر والأزمات الاقتصادية الناتجة عن اللاستقرار في ميزان المدفوعات، وبالتالي فهي تلجأ إلى زيادة الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي لمقابلة ما عسى أن يطرأ عليها من أزمات وهو ما يتجسد في العامل الاحترازي (التحوطي)، أما الانفتاح التجاري المتأخر بسنة فله أثر سالب للطلب على الاحتياطيات وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية.
- أما فيما يخص الأثر الإيجابي للمعروض النقدي على الاحتياطيات فهو مقبول من الناحية الاقتصادية، حيث أن نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي يقيس درجة الانفتاح المالي، وبالتالي كلما زادت درجة الانفتاح المالي تصبح الدولة أكثر عرضة لأزمات الحساب المالي (ميزان المدفوعات) وهذا يتوافق كذلك مع العامل الاحترازي أين أن الجزائر تحوز حجم كبير من احتياطي الصرف الأجنبي بهدف التحوط والاحتراز.
- أما فيما يخص الأثر السالب لسعر الصرف الأجنبي الحقيقي على احتياطي الصرف الأجنبي فهو مقبول من الناحية الاقتصادية، حيث أنه كلما انخفضت مرونة سعر الصرف يزداد طلب الدولة على الاحتياطيات، وباعتبار الجزائر من الدول التي تتبع نظام التعويم المدار وبالتالي فهي تحوز الاحتياطيات كتأمين ذاتي ضد تقلبات قيمة الدينار الجزائري وما عسى أن تتعرض له من أزمات مالية ناتجة عن مخاطر تقلبات قيمة العملة والمضاربة أي الجزائر تقوم بجيازة الاحتياطيات من أجل الحافز الوقائي. كما أن سعر الصرف في الجزائر مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية ودليل ذلك التخفيضات التي أجريت للدينار في بداية التسعينات والذي من خلاله ارتفع طلب الجزائر على احتياطي الصرف الأجنبي.

خلاصة الفصل الثالث:

شهدت الجزائر خلال السنوات الأخيرة تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي وهذا ما أدى بنا إلى البحث للوصول إلى الحجم الأمثل لهذه الاحتياطيات وذلك من خلال دراسة محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي من خلال قياس أثر مختلف المحددات على الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي من خلال بناء نموذج انحدار خطي متعدد.

توصلنا من خلال هذا الفصل إلى أن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر يتوقف في المقام الأول على الدافع التجاري أي حيازة الاحتياطيات يعود لنمو الصادرات الناتج عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية وكذلك المحافظة على هذا النمو من خلال تخفيض قيمة العملة الوطنية لكن رغم ذلك مازال سعر الصرف في الجزائر مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية.

كما أن حيازة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر يتم للدافع الوقائي والمتمثل في مواجهة الصدمات الخارجية التي تصيب ميزان المدفوعات والناتجة عن زيادة درجة الانفتاح التجاري والمالي والتي يمكن أن تؤدي إلى أزمات مالية واقتصادية، بالإضافة إلى الأزمات الناتجة عن تقلب سعر العملة والمضاربة عليها، وبالتالي فاحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر تعتبر كتأمين ذاتي ضد تقلبات قيمة الدينار الجزائري.

خاتمة

تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي من أهم مؤشرات قياس ملاءة الاقتصاد الوطني، فهي تلعب دوراً هاماً في حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات والصدمات غير المتوقعة خاصة في حالة حدوث عجز طارئ ومؤقت في ميزان المدفوعات، فهي بمثابة صمام أمان تلجأ إليه الدول لتعزيز دورها الدفاعي وأمنها.

وقد شهدت السنوات الأخيرة تزايد حجم احتياطي الصرف الأجنبي لدى البنوك المركزية في مختلف دول العالم سواء المتقدمة أو النامية، وذلك أنه كلما كان هناك نفع أو جدوى من تكوين الاحتياطات سيكون هناك طلب عليها، وقد ظهرت نظريتين تفسران الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي هما: النظرية التجارية والنظرية الوقائية. لكن على الرغم من المنافع الناتجة عن تكوين هذه الاحتياطات إلا أن الاحتفاظ بها ينطوي على تكلفة تسمى تكلفة الفرصة البديلة، لذا يجب أن تكون هناك مقارنة بين حجم المنافع المتوقعة وبين التكلفة.

لقد شكّل الذهب لفترة طويلة الأصل الوحيد للاحتياطات الصرف الأجنبي، لكن نتيجة للأزمات التي شهدتها الذهب تزعزعت مكانته الدولية وظهرت سلة من العملات الأجنبية احتلت مكانة هامة في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أصبح الدولار أهم عملة دولية تشكل الاحتياطات الأجنبية، لكن مع تفاقم مشكلة السيولة الدولية توجب على الهيئات النقدية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي في استحداث أصل احتياطي جديد يتعلق الأمر بحقوق السحب الخاصة من أجل تدعيم الاحتياطات الأجنبية لدى البنوك المركزية عبر العالم. إن حيازة احتياطي الصرف الأجنبي عند المستوى الملائم والأمن أصبح ضرورة ملحة بالنسبة لكل دول العالم، ولذلك ظهرت العديد من المؤشرات التي تقيس الحجم الكافي لاحتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة الصدمات الخارجية.

#### ❖ نتائج الدراسة: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن استخلاص النتائج التالية:

- إن احتياطات الصرف الأجنبي هي عبارة عن أصول مالية أجنبية مملوكة للسلطات النقدية وتتمتع بالسيولة، لاستعمالها في أغراض ميزان المدفوعات وأسعار الصرف.
- تتمثل الأصول المالية التي يمكن حيازتها من طرف البنوك المركزية في الذهب النقدي العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة والشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.
- تكمن مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في فوائض الحساب الجاري، وفوائض الحساب الرأسمالي.

- إن الاقتصاد الذي يتمتع بمستوى آمن وملائم من احتياطي الصرف الأجنبي يكون قادرا على مواجهة مصاعب خدمة ديونه الخارجية دون ضغوط خارجية بشكل أفضل من الاقتصاد الذي لا يملك هذا المستوى.
- إن تحسن حجم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر ناتج عن تطبيق برامج التثبيت والتعديل الهيكلي التي أعطت لقضية إعادة تكوين الاحتياطيات الأجنبية في البلاد النامية أهمية قصوى والناتجة عن الطبيعة الانكماشية للسياسات الاقتصادية المندرجة تحت هذه البرامج، ورغم ذلك لا يمكن أن يكون نجاحا تاما لسياسات الإصلاح الاقتصادي في الجزائر لأن تراكم ذلك الحجم من الاحتياطيات تحقق في ظل ركود اقتصادي وتدني مستويات المعيشة وارتفاع نسبة البطالة وانخفاض معدلات الاستثمار.
- يعتبر العامل التجاري أكبر محدد لحيازة احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر وهذا ما أسفرت عليه الدراسة القياسية، وباعتبار الجزائر من الدول النفطية فإن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر يمكن اعتباره من قبيل الطلب على الكماليات، حيث أن مستوى الاحتياطيات مرتبط أساسا بأسعار النفط في الأسواق العالمية، كما أنه من الجدير بالذكر تراكم الاحتياطيات نتيجة الصادرات يترتب عليه استقرار سعر صرف عملة البلد.
- يتم حيازة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر للتأمين ضد الأزمات المالية والاقتصادية (العامل التحوطي)، كما تحوز السلطات الجزائرية كذلك الاحتياطيات من أجل التدخل في سوق الصرف الأجنبي والمحافظة على استقرار قيمة العملة ومنع تقلباتها، لكن رغم ذلك فإن المحافظة على سعر صرف الدينار لا يتطلب تركيز هذا الحجم الكبير من الاحتياطيات.
- مما سبق فإنه لا يوجد مجال للشك أن مستوى احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر قد بلغ رقما فيه إفراط شديد للغاية، فإذا استخدمنا مؤشر الاحتياطيات إلى عدد شهور الواردات فإن ثلاثة شهور لتغطية الواردات كافية لتحديد المستوى الآمن، ولكن لمزيد من التحوط والأمان لدعم قدرة الجزائر على مواجهة أخطار الصدمات الخارجية سنرفع الرقم إلى الضعف أي ستة شهور، وبالتالي إذا كانت وارداتنا تدور حول 60 مليار دولار سنويا فمعنى ذلك أننا محتاجون لرقم لن يزيد عن 30 مليار دولار، وستكون الجزائر ضمن الدول ذات السيولة الدولية المحترمة.

- ولكن بالنظر إلى حجم الاحتياطيات في الجزائر فلا حاجة لنا إلى استخدام أية نماذج أو إجراء أية حسابات للتدليل على أن هذه النسبة قد تجاوزت بكثير المستوى الأمثل حتى ولو اعتمدنا على مؤشرات غير مألوفة.
- يتحمل الاقتصاد الجزائري تكلفة فرصة بديلة تتمثل في الفرق بين عائدات توظيف الاحتياطيات في سندات الخزينة الأمريكية والبدايل الخارجية الأعلى، أما بديل تسديد الدين الخارجي فقد وفق بنك الجزائر في تخفيض هذه التكاليف.

#### ❖ نتائج اختبار الفرضيات:

قادتنا هذه الدراسة إلى استخلاص النتائج التالية بخصوص الفرضيات المطروحة في المقدمة:

- بالنسبة للفرضية الأولى والتي مفادها أن احتياطيات الصرف الأجنبي هي عبارة عن جزء من السيولة الدولية، فقد أثبتت هذه الدراسة صحة هذه الفرضية ، حيث أن مفهوم السيولة الدولية أوسع وأشمل من مفهوم احتياطيات الصرف الأجنبي، ذلك أن السيولة الدولية تشمل كل من السيولة غير المشروطة (احتياطيات الصرف الأجنبي) والتي تشمل كل من الذهب النقدي، العملات الأجنبية التي تحتفظ بها البنوك كاحتياطيات، بالإضافة إلى حق السحب غير المشروط من صندوق النقد الدولي (الشريحة الاحتياطية) زائد ما بحوزة الدولة من حقوق السحب الخاصة، أما السيولة المشروطة فهي عناصر السيولة التي تحصل عليها الدولة عن طريق الاستدانة وتحمل مصاريف للحصول عليها تتمثل في سعر فائدة الحصول عليها.
- أما فيما يخص الفرضية الثانية والتي مفادها أن العوامل التي تندرج ضمن النظرية الوقائية أكبر محدد لاحتياطي الصرف الأجنبي فقد أثبتت الدراسة القياسية نفي هذه الفرضية لأن العامل التجاري أكبر محدد لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر وهذا ما يشتهه معامل الارتباط الجزئي بين الاحتياطيات والصادرات الذي يقدر بـ 0.88، في حين أن معاملات الارتباط لاحتياطي الصرف الأجنبي مع كل من الانفتاح التجاري والمعروض النقدي قدرت بـ: 0.63، -0.34 على التوالي.
- أما بالنسبة للفرضية الثالثة والتي مفادها أن مستوى احتياطي الصرف الأجنبي المبالغ فيه يعتبر نجاحا لسياسة الإصلاح الاقتصادي في الجزائر، وقد تكوّن في ظل انخفاض معدلات البطالة وارتفاع مستوى معيشة المواطنين، فقد أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية جزئيا فقط، لأنه

فعلا أن مستوى احتياطي الصرف الأجنبي عرفا تحسنا مع تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي في الجزائر غير أن حجم الاحتياطيات في السنوات الأخيرة تزامن مع ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية. إضافة لذلك فإن هذا المستوى تكون في ظل ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض مستوى المعيشة للمواطنين وبالتالي أثبتت الدراسة نفي الجزء الثاني من الفرضية.

### التوصيات و الاقتراحات:

بناء على النتائج السابقة المنبثقة من الدراسة النظرية والتطبيقية لمحددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:

➤ إن التغيرات في عناصر ميزان المدفوعات هي المصدر الرئيسي لتراكم احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر وخاصة الحساب الجاري المعتمد أساسا على الصادرات النفطية، لذا ينبغي على السلطات النقدية العمل على الحد من تقلبات ميزان المدفوعات من خلال اتخاذ التدابير اللازمة وخصوصا تشجيع الصادرات خارج المحروقات من خلال ضمان والقدرة على المنافسة، وخلق اقتصاد منتج وتنويع موارد الدخل، بالإضافة إلى جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغيرها من التدابير اللازمة للحد من تقلبات ميزان المدفوعات وجعل القطاع الخارجي أقل مخاطرة، ومن ثم ستكون هناك حاجة أقل لحيازة احتياطيات الصرف الأجنبي.

➤ كما أن تراكم احتياطي الصرف الأجنبي يتم للحد من تقلبات أسعار الصرف، لذا ينبغي على صانعي السياسات تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف، وبالتالي إذا تحقق الاستقرار في أسعار الصرف فلا حاجة لتراكم حجم كبير من الاحتياطيات.

➤ الإفصاح الدوري والإبلاغ عن حجم ومستويات احتياطيات الصرف الأجنبي لدى السلطات النقدية، وتبني الشفافية في إدارة هذا المستوى من الاحتياطيات.

➤ استثمار جزء من الاحتياطيات في مشاريع البنية التحتية، وفي تمويل القطاع الخاص المحلي لما لهذا القطاع من أهمية في الاقتصاد الوطني خاصة فيما يخص استيعاب اليد العاملة وخلق مناصب شغل.

- ❖ آفاق البحث: في إطار الحديث عن محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي، تثار العديد من القضايا التي تحتاج إلى المزيد من البحث والتوسع، ولهذا نقترح دراسة العناوين التالية لكي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل:
- احتياطات الصرف الأجنبي والنمو طويل الأجل.
  - دور احتياطي الصرف الأجنبي في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
  - احتياطات الصرف الأجنبي والتأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية.
  - تكلفة الفرصة البديلة والطلب على احتياطات الصرف الأجنبية.

المر اجع

## \*\*\*المراجع باللغة العربية\*\*\*

1. الكتب:

1. أحمد فريد مصطفى-سهير السيد محمد حسن، "السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
2. أحمد فريد مصطفى- سهير محمد السيد حسن، "النقود والتوازن الاقتصادي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
3. بسام الحجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006.
4. بسام الحجار، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003.
5. بسام الحجار، "نظام النقد العالمي وأسعار الصرف"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009، ص15.
6. بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2006.
7. بلعزوز بن علي-محمدي طيب احمد، "دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب"، دار الخلدونية، الجزائر.
8. توفيق عبد الرحيم يوسف، "الإدارة المالية والتعامل بالعملات الأجنبية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، 2004.
9. جعفر جزار، "البنوك في العالم. أنواعها وكيف تتعامل معه"، دار النفائس، لبنان، 1993.
10. جون إدمان سيبرو، "سياسات العلاقات الاقتصادية الدولية"، مركز الكتاب الأردني، 1987.
11. دومينيك سالفاتور، "نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، سلسلة ملخصات شوم، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
12. رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع اشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1994.
13. رمزي زكي، "التاريخ النقدي للتخلف"، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، 1987.
14. سامي عفيفي حاتم، "التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1999.

15. صبحي تادرس قريصة-مدحت محمد العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية، بيروت، 1983.
16. ضياء مجيد، "اقتصاديات النقود والبنوك"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
17. طراد اسماعيل ابراهيم، "إدارة العملات الأجنبية"، الطبعة الثانية، عمان، 2005.
18. عادل أحمد حشيش، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، 2000، الإسكندرية.
19. عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب: "أساسيات الاقتصاد الدولي"، منشورات الحلبي الحقوقية، 2002.
20. عادل أحمد حشيش-مجدي محمود شهاب، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
21. عثمان أبو حرب، "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
22. عرفان تقي الحسني، "الاقتصاد الدولي"، مجدلاوي، الأردن، 2009.
23. علي عبد الفتاح أبو شرار، "الاقتصاد الدولي: نظريات وسياسات"، الطبعة الأولى، دار المسيرة عمان، 2007.
24. لحو موسى بوخاري، "سياسة الصرف الأجنبي و علاقتها بالسياسة النقدية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2010.
25. المبارك محمد، "اقتصاد النقود"، الطبعة الأولى، منشورات دار الأديب، 2006.
26. مجدي محمود شهاب، "الاقتصاد الدولي المعاصر"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006.
27. مجدي محمود شهاب-سوزي عدلي ناشد، "أسس العلاقات الاقتصادية الدولية"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
28. محمد راتول، "الاقتصاد الدولي"، مطبوعة جامعية، الجزائر، 2006.
29. محمد سيد عابد، "التجارة الدولية"، مكتبة و مطبعة الإشعاع القيمة، الإسكندرية، 2001.
30. محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمان يسري "التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و مشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
31. محمد نجاة الله صديقي، "الاقتصاد الدولي"، مركز النشر العلمي، السعودية، 2009.
32. محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
33. مدني بن شهرة، "الاصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
34. مصطفى رشدي شيحة، "النقود والمصارف والائتمان"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999.

35. موسى سعيد مطر و آخرون، "المالية الدولية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان 2003.
36. ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران، عمان، 2006.
37. الهادي خالدي، "المرآة الكاشفة لصندوق النقد الدولي"، دار هومة، الجزائر، 1996.
38. هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، 2007.
39. هيل عجمي جميل الجنابي - رمزي ياسين يسع أرسلان، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، الطبعة الأولى، دار وائل، 2009.
40. وسام ملاك، "الظواهر النقدية على المستوى الدولي"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان 2001.
41. يونس احمد البطريق، "السياسات الدولية في المالية العامة"، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- II. الأطروحات و المذكرات**
42. بلقيوس عبد القادر، احتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية تخصص اقتصاد دولي، جامعة مستغانم، 2007-2008.
43. بوفليح نبيل، "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر-" ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر-3، 2010-2011.
44. بوكريد عبد القادر، "أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي-دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009.
45. ترقو محمد، فعالية أنظمة الصرف في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للدول النامية، دراسة قياسية(تونس-الجزائر-المغرب)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الشلف، 2011-2012.
46. سرحان سامية ، أثر السياسات البيئية على القدرات التنافسية لصادرات الدول النامية-دراسة للآثار المتوقعة على تنافسية الصادرات الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي والتنمية المستدامة، سطيف، 2010-2011.

47. شكوري سيدي محمد، "وفرة الموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي-دراسة حالة الاقتصاد الجزائري-  
"أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2011-2012.
48. علة محمد، "أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع  
التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2002-2003.
49. غالمي زهيرة، "انعكاسات الدفع المسبق للديون الخارجية على تنافسية الاقتصاد الجزائري"، رسالة  
ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، الشلف، 2007-2008.
50. محمدي طيب محمد، "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر(الواقع و المتطلبات)"، مذكرة  
ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007-2008.
51. مشهور هذلول بربور، "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر  
الأسعار في الأردن"، أطروحة دكتوراه فلسفة، تخصص مصارف، الأكاديمية العربية للعلوم المالية  
والمصرفية، 2008.

### III. المقالات، المجالات والدوريات

52. أتيش غوش وجوناثان أوستري، "اختيار نظام لسعر الصرف"، مجلة التمويل والتنمية، 2009.
53. آيت يحي سميح، "التعويم المدار للدينار بين التصريحات والواقع"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد  
09، 2011.
54. بربري محمد أمين، "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية"، مجلة اقتصاديات شمال  
إفريقيا، العدد السابع، جامعة الشلف، 2009.
55. بطاهر علي، "سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا،  
جامعة الشلف، العدد الأول، 2004.
56. بلعزوز بن علي-كتوش عاشور، "واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح"، ملتقى  
المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر  
2004.
57. بلقاسم العباس، "سياسات أسعار الصرف"، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد  
23، نوفمبر 2003.
58. بنجامين كوهين، "مستقبل عملات الاحتياطي"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2009، ص: 27.

59. بوفليح نبيل، "فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، 2010.
60. بوفليح نبيل، "دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010" الأكاديمية العربية الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 09، 2013.
61. جوسلين لانديل-ميلز، التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 1989.
62. ديليب راثا وآخرون، التحويلات ودورها في التنمية، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2009.
63. راتول محمد، "تحويلات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع و التحديات-، جامعة الشلف، 2004.
64. زايري بلقاسم، "إدارة الاحتياطات الدولية وتمويل التنمية في الجزائر"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، 2009، ص: 21.
65. زايري بلقاسم، "كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، 2009.
66. زمران كريم، "التنمية المستدامة في الجزائر من خلال برنامج الإنعاش الاقتصادي 2001-2009"، أبحاث اقتصادية وإدارية، بسكرة، العدد السابع، جوان 2010.
67. سانجيف جوبتا و آخرون، "جعل التحويلات تعمل لصالح إفريقيا"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2007.
68. شعيب بونوة- خياط رحيمة، "سياسة سعر الصرف بالجزائر- نمذجة قياسية للدينار الجزائري"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 05، 2011.
69. صالح ناجية - مخناش فتيحة، "أثر برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي على النمو الاقتصادي"، أبحاث المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة من 2001-2014، جامعة سطيف1، مارس 2013.
70. صبحي حسون الساعدي، أياد حماد، "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 04، العدد 07، 2011.
71. محمد الفنيش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، 2000.

72. محمد بن علي العقلا، "محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية"، مجلة أفاق السنة العاشرة، العدد الثالث، جويلية 1998، ص: 190.
73. يوري دادوش و آخرون، "دور الديون قصيرة الأجل في السنوات الأخيرة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 37، العدد 04، ديسمبر 2000، ص: 55.
- IV. التقارير والنشرات:
74. بنك الجزائر، "التطورات الاقتصادية والنقدية لسنة 2012 وعناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2013"، ديسمبر 2013.
75. دليل احصاءات ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة.
76. دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.
77. صندوق النقد الدولي، الملخص التنفيذي "التوقعات بشأن نمو الاقتصاد الدولي والتنمية المستدامة"، 2013.
78. صندوق النقد الدولي، حالة و أفاق اقتصاد العالم 2013.
79. صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، 2009.
80. صندوق النقد الدولي، "دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية المالية العالمية"، أفاق الاقتصاد العالمي العولمة وعدم المساواة، أكتوبر 2007.
81. مجلس الذهب العالمي التقرير السنوي ، 2013.
82. مجلس الذهب العالمي، التقرير السنوي 2008.
83. مصرف سورية المركزي، "دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة"، 2007.
- V. الجرائد الرسمية
84. الجريدة الرسمية، العدد 37 مؤرخة في: 28 جوان 2000 المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2000.
85. الجريدة الرسمية، العدد 47 مؤرخة في 2006/07/19 المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

## \*المراجع باللغة الأجنبية\*

**I- Ouvrages :**

86. Alain beitone et autres, "dictionnaires des sciences économique", Armand colin, paris, 1991.
87. Felix Hufner : **foreign exchange intervention as a monetary policy instrument**, zew economic studies 23, Germany.
88. Gregory N.mankiw, "**Macroéconomie**", Bruxelles, boek université, 2006.
89. Grigori A marchenko, **gold as a reserve asset**, the LBMA precious metals conference 2003, Lisbon.
90. Guillochon bernard, kwechi A ; "**économie internationale,commerce et macroéconomie**", dunod, paris, édition 5, 2006.
91. Jean – louis besson, **monnaie et finance**, opu 1993.
92. Jone williamson,"**exchange reserves as shock absorbers**", serie in économique development, oxford university press, 1988.
93. krugman, **currency caises**, combrige uk,1997.
94. Maurice denis, **lexique de l'économie et de la gestion**, edition labor, 1976.
95. Régis Bourbonnais," **économétrie**" , 5 édition , édition Dunod , paris, Francs, 2004.
96. Tsvetan manchev, "**international foreign exchange reserve**", bulgarian national bank, 2009.

**II. Les Articles et les Périodiques:**

97. Agarwal, **optimal monetary reserves for developing countries**, welwirts chaft liches archive, n°11,1971.
98. Ali A.bolbol and ayten m.fatheldin,**analysis of foreign reserves in the Arab countries(1980-2002)**, Arab monetary fund economic papers, number 10, Abu Dhabi, January, 2005.
99. BEN bassant and gotlich "**on the effet of opportunity cost on international reserves holding**", review of économics and statistics, USA, 1991.
100. Cédric achille Mbeng mezui and uche duru , **Holding excess foreign réserves versus infrastructure finance :what should africa do ?**, African développement bank group, n°178, 2013.
101. Courchene, T.and Youssef, "**the demand for international reserves**", Journal of plotical économie, vol 25, n°04, 1967.
102. Delatte-anne laure and folquan julien, "**the determinants of international reserves in emerging countries : a non linear approch**", MPRA paper n°16311, 2009, p :02.

103. Frankdel vecchio, cfa " **questioning the us dollar's status as a reserve currency**", JP morgan asset management, octobre2009.
104. George s tavlas, "**the international uses of currencies : the us dollar and the euro**", finance and development, june 1998, volume 35, number2
105. HR Heller , "**optimal international reserves**", the économic journal, 1976, vol lxxvi, n°302, p :311.
106. Iyoha, "**demand for international reserves in less developed countries**", review of économics and statistics, USA, 1976.
107. J.onno de beaufort wijnholds and lars sonder gaard,, **reserve accumulation objective or by – prodect?**, occasional paper series, n°73 septembre 2007,European central bank, Germany.
108. Jaewoo lee, "**insurance value of international reserves ; an option picing approach**", IMF working paper, wp 04/175, 2004.
109. Jitt leyland, **the evolution in central bank attitudes tomard gold**, world gold council, april 2010.
110. Joshua Aizenman and Jaewoo lee, "**international reserves : precautionary versus mercantilist views, theory and evidence**", open économic review, 2006, p :02.
111. kelly M, "**the demand for international reserves**", american economic review, 1970
112. linda golberg et autre, "**Do industrialized countries hold the right foreign exchange reserve ?**", federal reserve bank of new York, current issues in economics and finance, volume 19, number 1, 2013.
113. Petar wjanovic, "**understanting the recent surge in the accumulation of international reserves**", OECD, économics département, working paper n°866, 2011,
114. Ritesh kumar mishra and chandan sharma, "**the demand for international reserve and monetary équilibreum**", new évidencefrom india, national Institute of Financial management, india.
115. Saade chami et autre : "**Jordan's international reserve position justifiable strong**", IMF,wp/07/103,2007.
116. yoichi chinka, "**demand for international reserves, in LDC**", review of économics and statistics, n° 4, vol.XI, 1979.

**III. Les Rapport:**

117. Banque d'Algérie, "bulletin statistique trimestriel" juin 2012.
118. Bank of Algeria "bulletin statistique trimestriel" juin 2013.
119. FMI, Rapport du FMI n° 09/108 , 2009.
120. FMI, Rapport du FMI n° 12/20 , 2012.
121. FMI, Algérie : Questions choisies, Rapport du FMI No. 12/22 2012.

**III- Cites d'Internet :**

122. [www.imf.org](http://www.imf.org)
123. data International Financial statistiques(IFS).
124. world gold council
125. [www.gold.org.SSgA](http://www.gold.org.SSgA)
126. Bank d'Alger
127. Data. [World bank.org/country/Algeria](http://Worldbank.org/country/Algeria). WDI.

الملاحق

## الملحق رقم 01: بيانات احتياطي الصرف الأجنبي ومحدداتها في الجزائر من 1990-2011

السنوات	res	x	open	m2	debt	err
1990	724.7599604	14545.6574727183	0.483807136915174	61.7711404135766	0.01275009663586	2.54
1991	1485.88673717	13311.3195998056	0.527175867044409	49.1113098510859	0.0271028551295436	6.32
1992	1457.045	12154.240105408	0.491890842360164	51.9419948128432	0.0165395513538126	9.55
1993	1474.74280604	10880.2746879799	0.449228133739304	50.101458107986	0.0140526284873307	11.96
1994	2673.8752859979	9585.15037051727	0.485844377859263	45.3186722517963	0.0149630345816121	22.52
1995	2005.167340597	10940.0003938039	0.551910052055455	37.1694457957713	0.00625525960155181	38.76
1996	4235.0061786522	13969.9997519964	0.53705147875736	33.0058364838187	0.00698399126109965	51.43
1997	8046.74263124775	14890.0000120304	0.522439115069264	36.0814341399716	0.00336586128224734	55.91
1998	6845.53922882737	10880.0075863905	0.450944505585135	42.3768223534576	0.00386010726190176	58.81
1999	4525.6677773291	13040.0008400853	0.504927869115492	42.2076760301207	0.00401748633247514	66.96
2000	12023.9041771535	22560.0001896179	0.625295917254168	37.8298537003796	0.00405445813031218	73.74
2001	18081.4130530159	20002.0006396881	0.578496341316806	53.9015428519745	0.0036002253416486	76.4
2002	23237.5035097813	20012.0094014541	0.604761210877917	59.9940418955862	0.00188500038027174	80.71
2003	33125.1718396663	26028.319364705	0.621407489700827	60.2041002962083	0.00213948812640222	77.95
2004	43246.3809502804	34066.6901395667	0.657240081148386	56.8980986274457	0.00506759216242245	73.49
2005	56303.0865745816	48760.8487414977	0.719162555007334	50.5986027278377	0.00504216862780597	73.27
2006	77913.7365788472	56953.4849235265	0.70124530075188	53.2685976874979	0.00461572191065236	72
2007	110317.600180256	63297.3505107385	0.69902551513799	59.6799725828432	0.00552040035097689	69.22
2008	143242.995183702	79122.9890218788	0.691822874218962	58.8262008831709	0.00762468898125509	65.16
2009	149040.597868634	40454.3737372347	0.541100575503606	66.9607684158697	0.0108055353418378	77.77
2010	162614.483994393	49938.918450661	0.523923085648863	62.6996860474521	0.0109917436665282	81.41
2011	182821.832071129	65800.0482403244	0.533951283109855	61.4264257859479	0.00575014045979559	80.9

Source : Data.world bank. WDI.2013

## الملحق رقم 02: بيانات احتياطي الصرف الأجنبي ومحدداتها في الجزائر من 1990-2011 بالانحرافات المعيارية\*

السنوات	res	x	open	m2	debt	err
1990	-0.7654925725919	-0.697133101170	-1.0035615307	1.043648085492	0.77821644655	-1.948330880046
1991	-0.7530418372004	-0.754293642338	-0.48846288919	-0.2335226028354	3.152142760427	-1.809955965294
1992	-0.7535136388092	-0.807876451005	-0.9075498264	0.05204740090200	1.404986992029	-1.691714966711
1993	-0.7532241328993	-0.866872090925	-1.4142629165	-0.1336327721960	0.9936534051158	-1.603491806777
1994	-0.7336083715531	-0.926847571294	-0.9793648333	-0.6161379584954	1.144233308238	-1.216920616361
1995	-0.7445472925535	-0.86410627312	-0.19469027786	-1.438262165514	-0.2960205753304	-0.6224209826156
1996	-0.7080709338368	-0.723791042699	-0.37116837392	-1.858302524239	-0.17548937130	-0.1586087683570
1997	-0.6457174292671	-0.681187057281	-0.54472219170	-1.548024819009	-0.7739230429627	0.00539113060724
1998	-0.6653670673713	-0.866884460043	-1.3938772422	-0.9129226935731	-0.6921754446077	0.1115517794904
1999	-0.7033162060253	-0.766858052355	-0.75270658453	-0.9299868023807	-0.6661451649892	0.4098998099724
2000	-0.580657852428	-0.325999575367	0.67692757591	-1.371637765294	-0.6600300809936	0.6580960856372
2001	-0.4815673428746	-0.444457123977	0.12108012728	0.2497338790578	-0.7351595531510	0.7554710256473
2002	-0.3972225006076	-0.443993631564	0.43303296962	0.8643677921071	-1.018855378717	0.913247714159
2003	-0.2354771176152	-0.165386338632	0.63074398361	0.885559263097	-0.9767634590800	0.8122120621193
2004	-0.0699114059302	0.2068598944980	1.0563344753	0.5520375460365	-0.4924591196787	0.6489443055610
2005	0.1436740200127	0.8873267878270	1.7917994537	-0.0834789780199	-0.4966641369821	0.6408907390940
2006	0.4971873808007	1.2667168462837	1.5789928232	0.1858800219783	-0.5671978315163	0.594399696307
2007	1.027259300062	1.5604928034358	1.5526280080	0.8326833143127	-0.4175652744001	0.4926319018607
2008	1.565862583195	2.2933570227731	1.4670808743	0.7465516568657	-0.0695188585419	0.3440069934242
2009	1.660701470931	0.5026650052923	-0.3230764831	1.567197017299	0.4565887101947	0.8056227804645
2010	1.882747087436	0.9418816253536	-0.5270967913	1.137323214910	0.4873873083903	0.938872698373
2011	2.213304823081	1.676389398479	-0.4079899862	1.008871994605	-0.379566579590	0.9202030670177

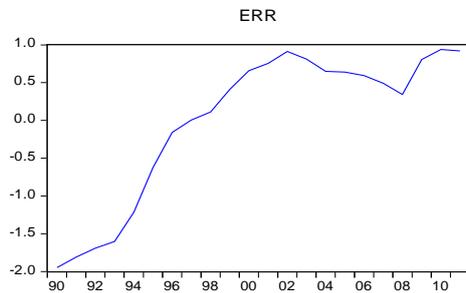
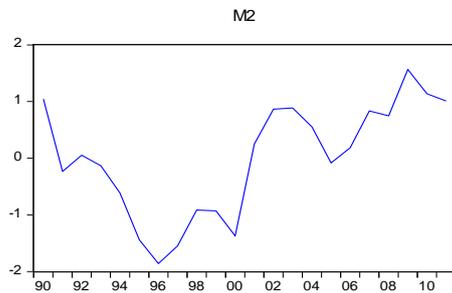
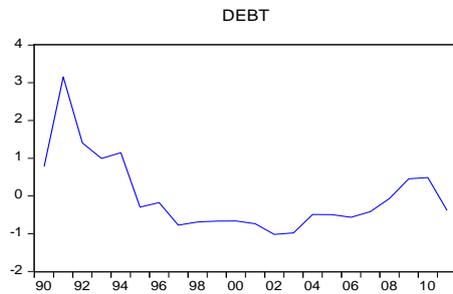
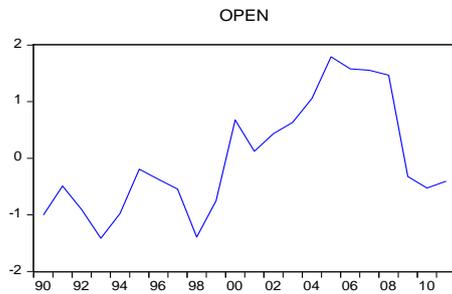
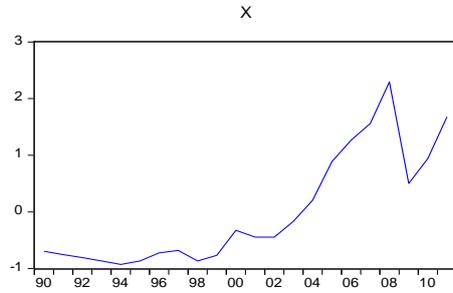
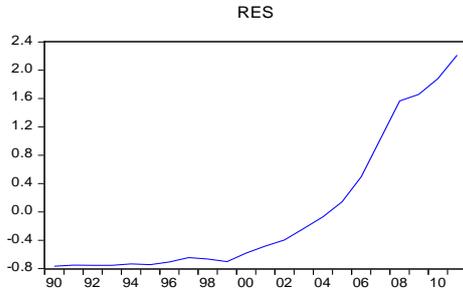
\* تحصلنا على هذه السلاسل بطرح القيمة الأصلية من المتوسط وقسمتها على الانحراف المعياري.

## الملحق رقم 03

	RES	X	OPEN	M2	DEBT	ERR
Mean	47520.14	29599.71	0.568302	51.42608	0.008045	55.76273
Median	15052.66	20007.01	0.539076	52.60530	0.005635	68.09000
Maximum	182821.8	79122.99	0.719163	66.96077	0.027103	81.41000
Minimum	724.7600	9585.150	0.449228	33.00584	0.001885	2.540000
Std. Dev.	61131.07	21594.23	0.084195	9.912403	0.006046	27.31709
Skewness	1.118917	0.919980	0.446784	-0.365033	1.603762	-0.936601
Kurtosis	2.710007	2.488014	1.975822	1.948925	5.452961	2.315643
Jarque-Bera	4.667667	3.343616	1.693454	1.501274	14.94646	3.645792
Probability	0.096923	0.187907	0.428816	0.472066	0.000568	0.161557
Sum	1045443.	651193.7	12.50265	1131.374	0.176988	1226.780
Sum Sq. Dev.	7.85E+10	9.79E+09	0.148865	2063.370	0.000768	15670.69
Observations	22	22	22	22	22	22

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

الملحق رقم 04



المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 05: اختبار استقرارية السلسلة "RES"

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: RES has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.033637		0.9952	
Test critical values:				
1% level	-3.808546			
5% level	-3.020686			
10% level	-2.650413			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RES) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 22:37 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	0.047819	0.046262	1.033637	0.3158
D(RES(-1))	0.539496	0.246555	2.188136	0.0429
C	0.080343	0.044741	1.795747	0.0903

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: RES has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.034104		0.9925	
Test critical values:				
1% level	-4.467895			
5% level	-3.644963			
10% level	-3.261452			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RES) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 22:35 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	-0.002012	0.058983	-0.034104	0.9732
C	-0.088625	0.101872	-0.869961	0.3958
@TREND(1990)	0.020933	0.008467	2.472186	0.0236

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: RES has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)	
t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.071898
5% level	-1.959071
10% level	-1.607456

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 06: اختبار استقرارية السلسلة "X"

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: X has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.663403	0.8353		
Test critical values:	1% level	-3.788030		
	5% level	-3.012363		
	10% level	-2.646119		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(X) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 22:48 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-0.082351	0.124134	-0.663403	0.5150
C	0.106451	0.115530	0.921412	0.3684

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: X has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.620078	0.2757		
Test critical values:	1% level	-4.467895		
	5% level	-3.644963		
	10% level	-3.261452		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(X) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 22:46 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-0.508306	0.194004	-2.620078	0.0174
C	-0.792054	0.354262	-2.235784	0.0383
@TREND(1990)	0.078591	0.029708	2.645441	0.0164

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: X has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.748011	0.3802
Test critical values:	1% level	-2.679735
	5% level	-1.958088
	10% level	-1.607830

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 07: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN"

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: OPEN has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.704621	0.4146		
Test critical values:				
1% level	-3.788030			
5% level	-3.012363			
10% level	-2.646119			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(OPEN) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 22:56 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.242126	0.142041	-1.704621	0.1046
C	0.033066	0.141477	0.233717	0.8177

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: OPEN has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.483483	0.8027		
Test critical values:				
1% level	-4.467895			
5% level	-3.644963			
10% level	-3.261452			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(OPEN) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 22:54 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.291130	0.196248	-1.483483	0.1552
C	-0.097951	0.381041	-0.257062	0.8000
@TREND(1990)	0.011997	0.032274	0.371724	0.7144

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: OPEN has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.742056	0.0773
Test critical values:		
1% level	-2.679735	
5% level	-1.958088	
10% level	-1.607830	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 08: اختبار استقرار السلسلة "M2"

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: M2 has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-1.512906				
0.5076				
Test critical values:				
1% level		-3.788030		
5% level		-3.012363		
10% level		-2.646119		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(M2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:16 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.213139	0.140880	-1.512906	0.1468
C	-0.011896	0.137424	-0.086561	0.9319

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: M2 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-2.156782				
0.4859				
Test critical values:				
1% level		-4.498307		
5% level		-3.658446		
10% level		-3.268973		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(M2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:14 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.384130	0.178103	-2.156782	0.0466
D(M2(-1))	0.112847	0.209146	0.539562	0.5969
C	-0.582831	0.373726	-1.559516	0.1384
@TREND(1990)	0.052609	0.029580	1.778516	0.0943

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: M2 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		
-1.549410		
0.1115		
Test critical values:		
1% level		-2.679735
5% level		-1.958088
10% level		-1.607830

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 09: اختبار استقرارية السلسلة "DEBT"

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: DEBT has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-1.937252 0.3101				
Test critical values:				
1% level		-3.788030		
5% level		-3.012363		
10% level		-2.646119		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DEBT) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:04 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEBT(-1)	-0.317851	0.164073	-1.937252	0.0677
C	-0.049392	0.163513	-0.302070	0.7659

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: DEBT has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-2.094309 0.5192				
Test critical values:				
1% level		-4.467895		
5% level		-3.644963		
10% level		-3.261452		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DEBT) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:02 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEBT(-1)	-0.398293	0.190179	-2.094309	0.0507
C	0.246244	0.383140	0.642699	0.5285
@TREND(1990)	-0.026744	0.031295	-0.854587	0.4040

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: DEBT has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		
-1.988752 0.0469		
Test critical values:		
1% level	-2.679735	
5% level	-1.958088	
10% level	-1.607830	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 10: اختبار استقرارية السلسلة "ERR"

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: ERR has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.320250	0.1751	
Test critical values:	1% level	-3.788030		
	5% level	-3.012363		
	10% level	-2.646119		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(ERR) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:24 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ERR(-1)	-0.099006	0.042671	-2.320250	0.0316
C	0.132258	0.041801	3.163972	0.0051

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: ERR has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.924728	0.9337	
Test critical values:	1% level	-4.467895		
	5% level	-3.644963		
	10% level	-3.261452		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(ERR) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:20 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ERR(-1)	-0.081843	0.088504	-0.924728	0.3673
C	0.168121	0.166338	1.010718	0.3255
@TREND(1990)	-0.003192	0.014304	-0.223145	0.8259

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: ERR has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.779122	0.0719
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 11: اختبار استقرارية السلسلة "RES" بعد الفروق من الدرجة الأولى

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: D(RES) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.628190	0.4505	
Test critical values:	1% level	-3.808546		
	5% level	-3.020686		
	10% level	-2.650413		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RES.2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:29 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-0.273860	0.168199	-1.628190	0.1209
C	0.052168	0.035546	1.467626	0.1595

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: D(RES) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.319201	0.0932	
Test critical values:	1% level	-4.532598		
	5% level	-3.673616		
	10% level	-3.277364		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RES.2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:27 Sample (adjusted): 1993 2011 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-0.905863	0.272916	-3.319201	0.0047
D(RES(-1).2)	0.380618	0.242216	1.571398	0.1369
C	-0.113637	0.071571	-1.587742	0.1332
@TREND(1990)	0.021044	0.007702	2.732268	0.0154

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: D(RES) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.882821	0.3212
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 12: اختبار استقرارية السلسلة "X" بعد الفروق من الدرجة الأولى

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: D(X) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-5.052553 0.0007				
Test critical values:				
1% level		-3.808546		
5% level		-3.020686		
10% level		-2.650413		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(X,2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:36 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X(-1))	-1.209314	0.239347	-5.052553	0.0001
C	0.138688	0.121309	1.143260	0.2679

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: D(X) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-5.020416 0.0036				
Test critical values:				
1% level		-4.498307		
5% level		-3.658446		
10% level		-3.268973		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(X,2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:34 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X(-1))	-1.221984	0.243403	-5.020416	0.0001
C	-0.031952	0.270878	-0.117958	0.9075
@TREND(1990)	0.014929	0.02113	0.707091	0.4891

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: D(X) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		
-4.893224 0.0000		
Test critical values:		
1% level		-2.685718
5% level		-1.959071
10% level		-1.607456

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 13: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN" بعد الفروق من الدرجة الأولى

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: D(OPEN) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.132575	0.0050
Test critical values:	1% level		-3.808546	
	5% level		-3.020686	
	10% level		-2.650413	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(OPEN,2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:41 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEN(-1))	-0.960485	0.232418	-4.132575	0.0006
C	0.003082	0.157692	0.019546	0.9846

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: D(OPEN) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.072836	0.0229
Test critical values:	1% level		-4.498307	
	5% level		-3.658446	
	10% level		-3.268973	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(OPEN,2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:40 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEN(-1))	-0.988025	0.242589	-4.072836	0.0008
C	0.180459	0.366480	0.492411	0.6287
@TREND(1990)	-0.015367	0.028526	-0.538693	0.5971

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: D(OPEN) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.247686	0.0002
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملاحق رقم 14: اختبار استقرارية السلسلة "M2" بعد الفروق من الدرجة الأولى

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.448930	0.0025
Test critical values:				
	1% level		-3.808546	
	5% level		-3.020686	
	10% level		-2.650413	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/21/14 Time: 23:47				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.934694	0.210094	-4.448930	0.0003
C	0.061814	0.136206	0.453827	0.6554

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.287095	0.0151
Test critical values:				
	1% level		-4.498307	
	5% level		-3.658446	
	10% level		-3.268973	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/21/14 Time: 23:46				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.971017	0.226498	-4.287095	0.0005
C	-0.084868	0.323907	-0.262013	0.7965
@TREND(1990)	0.012770	0.025465	0.501468	0.6225

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root			
Exogenous: None			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.541682	0.0001
Test critical values:			
	1% level	-2.685718	
	5% level	-1.959071	
	10% level	-1.607456	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملاحق رقم 15: اختبار استقرارية السلسلة "ERR" بعد الفروق من الدرجة الأولى

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: D(ERR) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.441762	0.1437		
Test critical values:	1% level	-3.808546		
	5% level	-3.020686		
	10% level	-2.650413		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(ERR,2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:52 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ERR(-1))	-0.511815	0.209609	-2.441762	0.0252
C	0.066034	0.053119	1.243120	0.2298

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: D(ERR) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.898050	0.1835		
Test critical values:	1% level	-4.498307		
	5% level	-3.658446		
	10% level	-3.268973		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(ERR,2) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:51 Sample (adjusted): 1992 2011 Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ERR(-1))	-0.643305	0.221979	-2.898050	0.0100
C	0.220564	0.117051	1.884339	0.0767
@TREND(1990)	-0.011787	0.008018	-1.470034	0.1598

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: D(ERR) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.079678	0.0388
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 16: اختبار استقرارية السلسلة "RES" بعد الفروق من الدرجة الثانية

## تقدير النموذج 02

Null Hypothesis: D(RES.2) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.565256	0.0024		
Test critical values:			1% level	-3.857386
			5% level	-3.040391
			10% level	-2.660551
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RES.3) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:57 Sample (adjusted): 1994 2011 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1).2)	-1.617376	0.354279	-4.565256	0.0004
D(RES(-1).3)	0.475701	0.239126	1.989337	0.0652
C	0.022277	0.030485	0.730744	0.4762

## تقدير النموذج 03

Null Hypothesis: D(RES.2) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.407229	0.0136		
Test critical values:			1% level	-4.571559
			5% level	-3.690814
			10% level	-3.286909
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RES.3) Method: Least Squares Date: 03/21/14 Time: 23:55 Sample (adjusted): 1994 2011 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1).2)	-1.626230	0.368992	-4.407229	0.0006
D(RES(-1).3)	0.481768	0.249113	1.933937	0.0736
C	0.037259	0.082719	0.450426	0.6593
@TREND(1990)	-0.001194	0.006093	-0.195887	0.8475

## تقدير النموذج 01

Null Hypothesis: D(RES.2) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.582750	0.0001
Test critical values:		1% level
		5% level
		10% level

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 17: نتائج تقدير النموذج 01

Dependent Variable: D(D(RES))				
Method: Least Squares				
Date: 03/21/14 Time: 21:49				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X)	0.240910	0.059932	4.019745	0.0013
D(OPEN)	0.034887	0.041012	0.850670	0.4093
DEBT	0.025568	0.026926	0.949546	0.3584
D(M2)	0.062248	0.041938	1.484269	0.1599
D(ERR)	0.070803	0.110793	0.639057	0.5331
C	-0.022021	0.026866	-0.819639	0.4262
R-squared	0.810113	Mean dependent var		0.015905
Adjusted R-squared	0.742296	S.D. dependent var		0.129163
S.E. of regression	0.065569	Akaike info criterion		-2.368096
Sum squared resid	0.060191	Schwarz criterion		-2.069376
Log likelihood	29.68096	Hannan-Quinn criter.		-2.309782
F-statistic	11.94558	Durbin-Watson stat		2.497566
Prob(F-statistic)	0.000121			

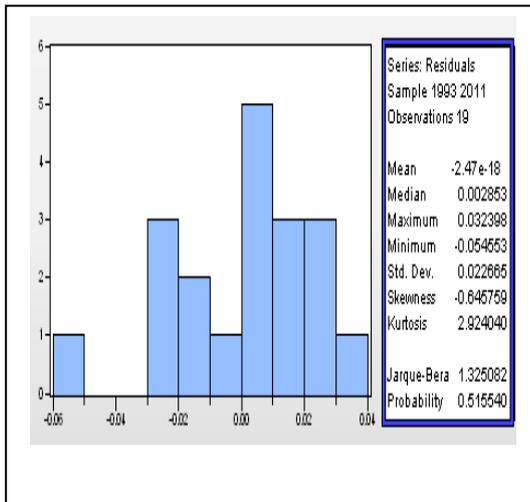
المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 18: نتائج تقدير النموذج 02

Dependent Variable: D(D(RES))				
Method: Least Squares				
Date: 03/21/14 Time: 21:42				
Sample (adjusted): 1993 2011				
Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X)	0.110153	0.046372	2.375389	0.0492
D(OPEN)	0.131283	0.028915	4.540267	0.0027
D(M2)	0.110342	0.028841	3.825903	0.0065
D(ERR)	-0.261764	0.104251	-2.510908	0.0403
D(X(-1))	0.078039	0.051848	1.505146	0.1760
D(OPEN(-1))	-0.110636	0.030066	-3.679809	0.0079
DEBT(-1)	-0.077623	0.031665	-2.451417	0.0440
D(M2(-1))	-0.082775	0.029604	-2.796077	0.0267
D(ERR(-1))	0.407110	0.118076	3.447873	0.0107
DEBT(-2)	0.072208	0.020187	3.576951	0.0090
D(ERR(-2))	-0.296381	0.068252	-4.342458	0.0034
C	0.001698	0.021514	0.078907	0.9393
R-squared	0.970748	Mean dependent var		0.017423
Adjusted R-squared	0.924780	S.D. dependent var		0.132519
S.E. of regression	0.036345	Akaike info criterion		-3.526885
Sum squared resid	0.009247	Schwarz criterion		-2.930397
Log likelihood	45.50541	Hannan-Quinn criter.		-3.425936
F-statistic	21.11803	Durbin-Watson stat		2.834710
Prob(F-statistic)	0.000256			

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 19: اختبار Ljung-Box وJaque-Bera

Date: 03/27/14 Time: 18:41  
Sample: 1993 2011  
Included observations: 19

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.125	0.125	0.3475	0.556
		2	-0.142	-0.161	0.8234	0.663
		3	-0.177	-0.142	1.6008	0.659
		4	-0.128	-0.116	2.0385	0.729
		5	0.123	0.114	2.4704	0.781
		6	-0.012	-0.105	2.4745	0.871
		7	-0.127	-0.128	3.0135	0.884
		8	0.055	0.098	3.1234	0.926
		9	0.163	0.142	4.1806	0.899
		10	-0.073	-0.182	4.4154	0.927
		11	-0.177	-0.137	5.9827	0.875
		12	-0.164	-0.059	7.5224	0.821

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 20: إختبار Glejser, Harvey, ARCH ,BG-LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.277925	Prob. F(2,5)	0.3562
Obs*R-squared	6.426959	Prob. Chi-Square(2)	0.0402

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.263204	Prob. F(1,16)	0.6149
Obs*R-squared	0.291312	Prob. Chi-Square(1)	0.5894

Heteroskedasticity Test: Harvey			
F-statistic	2.010227	Prob. F(1,7)	0.1818
Obs*R-squared	14.43151	Prob. Chi-Square(1)	0.2100
Scaled explained SS	12.92599	Prob. Chi-Square(1)	0.2982

Heteroskedasticity Test: Glejser			
F-statistic	1.421187	Prob. F(1,7)	0.3297
Obs*R-squared	13.12364	Prob. Chi-Square(1)	0.2853
Scaled explained SS	4.918337	Prob. Chi-Square(1)	0.9351

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 21: إختبار R. RESET

Ramsey RESET Test			
Equation: EQ04			
Specification: D(D(RES)) D(X) D(OPEN) D(M2) D(ERR) D(X(-1)) D(OPEN(-1)) DEBT(-1) D(M2(-1)) D(ERR(-1)) DEBT(-2) D(ERR(-2)) C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	0.496353	6	0.6373
F-statistic	0.246366	(1, 6)	0.6373
Likelihood ratio	0.764568	1	0.3819

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"

## الملحق رقم 22: الارتباط البسيط بين المتغيرات

Covariance Analysis: Ordinary												
Date: 03/23/14 Time: 22:04												
Sample (adjusted): 1993 2011												
Included observations: 19 after adjustments												
Balanced sample (listwise missing value deletion)												
Correlation	D(D(RES))	D(X)	D(OPEN)	D(M2)	D(ERR)	D(X(-1))	D(OPEN(-1))	DEBT(-1)	D(M2(-1))	D(ERR(-1))	DEBT(-2)	D(ERR(-2))
D(D(RES))	1.000000											
D(X)	0.881116	1.000000										
D(OPEN)	0.634916	0.677748	1.000000									
D(M2)	-0.340886	-0.462977	-0.618375	1.000000								
D(ERR)	-0.439243	-0.542514	-0.022837	-0.181969	1.000000							
D(X(-1))	-0.268225	-0.207873	-0.166675	0.353417	-0.150316	1.000000						
D(OPEN(-1))	0.009350	0.016597	0.065753	0.212269	-0.015993	0.695692	1.000000					
DEBT(-1)	-0.064970	-0.105436	-0.058803	-0.411962	0.444632	-0.272523	-0.313054	1.000000				
D(M2(-1))	-0.016462	0.027808	0.044719	0.127525	-0.254123	-0.464862	-0.621547	-0.217969	1.000000			
D(ERR(-1))	0.268172	0.096955	0.123051	-0.172170	0.481191	-0.520202	-0.013267	0.240242	-0.199093	1.000000		
DEBT(-2)	-0.015556	-0.112262	-0.137616	-0.322309	0.383995	-0.167346	-0.150796	0.848106	-0.212642	0.318766	1.000000	
D(ERR(-2))	0.010924	0.012243	-0.036297	0.207506	0.120957	0.104410	0.123291	-0.051168	-0.173505	0.486140	0.163639	1.000000

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews7"