

جامعة حسيبة بن بو علي - الشلف -
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم
تخصص : علوم إقتصادية

أثر تراكم إحتياطات الصرف الأجنبي على الرفاهية
الإقتصادية في الجزائر
(دراسة تحليلية وقياسية)
2017-2005

إشراف :
الأستاذ الدكتور زايري بلقاسم

إعداد الطالب :
• بلقيوس عبدالقادر

أعضاء لجنة المناقشة

المؤسسة الأصلية	الصفة	الرتبة	إسم و لقب الأستاذ
جامعة حسيبة بن بو علي- الشلف	رئيسا	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بلعزوز بن علي
محمد بن أحمد المدعو الراند سي موسى - جامعة وهران 2	مشرفا و مقرا	أستاذ التعليم العالي	أ.د. زايري بلقاسم
جامعة حسيبة بن بو علي- الشلف	ممتحنا	أستاذ محاضر (أ)	د. بربري محمد أمين
جامعة حسيبة بن بو علي- الشلف	ممتحنا	أستاذ محاضر (أ)	د. ترقو محمد
محمد بن أحمد المدعو الراند سي موسى - جامعة وهران 2	ممتحنا	أستاذ محاضر (أ)	د. بلحسن هوارى
المركز الجامعي لتيسمسيلت	ممتحنا	أستاذ محاضر (أ)	د. بوكريد عبد القادر

السنة الجامعية: 2018 / 2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

- إلى روح أمي و أبي رحمهما الله
- إلى كل أفراد أسرتي الصغيرة وخاصة إبني عبد الملك و إبنتي الصغيرة نهال.
- إلى إخوتي و أخواتي و كل عائلة بلقيوس.
- إلى عائلة خالد خوجة.
- إلى روح صديقي الراحل: الأستاذ دبي بونوة أحمد رحمه الله.
- إلى رواد العلم، من طلبة ودارسين وباحثين.
- إلى الذين ساروا بأنفسهم في طريق العلم منهلًا وتعلّمًا و تعلّمًا مبتغاهم الأسمى نشر المعرفة، حب الخير للبشرية وطمعًا في رضاء رب البشرية.

شكر وتقدير

أولا وقبل كل شيء أشكر الله عز وجل الذي أعانني وقدرني على إنجاز هذا العمل المتواضع الذي نرجو أن يكون عملا نافعا لنا ولجميع الطلبة الدارسين والباحثين في هذا المجال.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور " زايري بلقاسم " الذي أشرف على هذا العمل منذ البداية والذي لم يبخل علينا بمعلوماته القيمة، ونصائحه وتوجيهاته الفعالة وحسن متابعته التي مهدت لي الطريق لإتمام هذا العمل.

كما أقدم الشكر لأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الرسالة، و إلى كل من قدم لي عونا أو مساعدة أثناء مراحل إعداد هذه الدراسة و اخص بالذكر جامعة الشلف ممثلة بالقائمين عليها. وأخيرا فإنني أعتبر هذا الشكر شكرا خالصا لكل من أعانني و أبدى لي نصحا و لم يتسع المقام لذكره، لهم جميعا صادق الدعوات وعظيم الامتنان والتقدير.

الفهرس

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وتقدير
	الإهداء
	الملخص
	الفهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ - ي	المقدمة
84-02	الفصل الأول: إستغراض نظري لإحتياطات الصرف الأجنبي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية إحتياطات الصرف الأجنبي و السيولة بالعملات الأجنبيةة
03	المطلب الأول: المفاهيم المرتبطة بإحتياطات الصرف الأجنبي و السيولة الدولية
17	المطلب الثاني: مصادر تشكل إحتياطات الصرف الأجنبي
26	المطلب الثالث: مكونات إحتياطات الصرف الأجنبي
48	المبحث الثاني: إستخدامات إحتياطات الصرف الأجنبي و دوافع حيازتها
48	المطلب الأول: وضعية تراكم إحتياطات الصرف دوليا
54	المطلب الثاني: دوافع حيازة إحتياطات الصرف الأجنبي
67	المطلب الثالث: إستخدامات إحتياطات الصرف الأجنبي
73	المبحث الثالث: العوامل المحددة للطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي
73	المطلب الأول: أهم العوامل المؤثرة في الطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي

84	خلاصة الفصل الأول
165-86	الفصل الثاني: المقاربة النظرية الخاصة بإدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي و تحديد المستوى الأمثل
86	تمهيد
87	المبحث الأول: التحليل النظري لكفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي و تحديد المستوى الأمثل
87	المطلب الأول: التحليل النظري حول كفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي
93	المطلب الثاني: المؤشرات المستخدمة في قياس كفاية إحتياطيات الصرف و تحديد المستوى الأمثل
104	المطلب الثالث: التكاليف المرتبطة بحيازة و إمتلاك إحتياطيات الصرف الأجنبي
110	المبحث الثاني: الظروف المرتبطة بتكوين إحتياطيات الصرف
110	المطلب الأول: حجم نشاط إقتصاد البلد و درجة إنفتاحه
115	المطلب الثاني: أنظمة الصرف و الحاجة لإحتياطيات الصرف الأجنبي
123	المطلب الثالث: تعقيم إحتياطيات الصرف كإجراء للحد من أثارها الإقتصادية الكلية
136	المبحث الثالث: ممارسة الإدارة على إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية
136	المطلب الأول: مفهوم إدارة إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية (المفاهيم، أهميتها، أطرها)
141	المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بممارسة الإدارة على إحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي
152	المطلب الثالث: الأدوات المستخدمة في إدارة إحتياطي بالعملات الأجنبية
165	الخلاصة الفصل الثاني
246-166	الفصل الثالث: آليات تخصيص و توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي و الآثار الناتجة عنها
166	تمهيد
167	المبحث الأول: المقاربة النظرية حول توظيف و تخصيص إحتياطيات الصرف الأجنبي

167	المطلب الأول: الإحتلاف النظري حول توظيف و تخصيص إحتياطيات الصرف الأجنبي
178	المطلب الثاني: تخصيص و تقسيم محافظ الأصول الإحتياطية إلى شرائح متعددة
187	المطلب الثالث: أشكال تخصيص و توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي
203	المبحث الثاني: التجارب المميزة في توظيف و استثمار الإحتياطيات بالنقد الأجنبي دوليا
203	المطلب الأول: النموذج الصيني في استثمار إحتياطيات الصرف الأجنبي
212	المطلب الثاني: عرض نموذج دولة الإمارات العربية في استثمار إحتياطي الصرف الأجنبي
220	المطلب الثالث: التجربة السعودية في استثمار الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي
228	المبحث الثالث: أثر تراكم إحتياطيات الصرف على متغيرات الإقتصاد الكلي
228	المطلب الأول: الإقتصاد المحلي و تغيرات وضعية الإحتياطيات بالعملات الأجنبية
236	المطلب الثاني: النموذج الإقتصادي البسيط المفتوح و تحليل ملامح أثر تراكم إحتياطيات الصرف
240	المطلب الثالث: الآثار الإقتصادية لتغير مستوى حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي
246	خلاصة الفصل الثالث
341-247	الفصل الرابع: مستوى إحتياطيات الصرف في الجزائر و تأثيرها على الإقتصاد الكلي (حالة الجزائر)
248	تمهيد
249	المبحث الأول: التحليل الوصفي لواقع وضعية إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر
249	المطلب الأول: الفائض التجاري كمصدر لتراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر
262	المطلب الثاني: الملامح المميزة لتجربة الجزائر في استخدام و توظيف إحتياطي الصرف الأجنبي
285	المطلب الثالث: سياسة تعقيم تدفق الأصول بالعملات الأجنبية لدى بنك الجزائر

297	المبحث الثاني: المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف بالنسبة للإقتصاد الجزائري
297	المطلب الأول: المقاييس التقليدية و تحديد المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف الأجنبي
303	المطلب الثاني: المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف الأجنبي وفق المقياس المركب ل 2011 FMI
306	المطلب الثالث: مستوى إحتياطيات الصرف الوقائية و تنامي حجم الإحتياطيات الفائضة في الجزائر
309	المبحث الثالث: أثر تراكم إحتياطيات الصرف على المؤشرات الكلية المرتبطة بالرفاهية الإقتصادية
309	المطلب الأول: نمو مخصصات الموازنة العامة و حجم الإنفاق العام
318	المطلب الثاني: أثر تراكم الإحتياطيات الرسمية على سياسة الدعم و رصيد الموازنة العامة
329	المطلب الثالث: الدراسة القياسية لأثر مستوى إحتياطي الصرف الأجنبي على الناتج المحلي PNB كمؤشر على الرفاهية الإقتصادية
341	خلاصة الفصل الرابع
342	الخاتمة العامة

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
32	مختلف وطائف العملات الأجنبية من خلال مصفوفة krugman	I-1
36	وضع دول الإتحاد الأوربي بعد بدأ العمل بالأورو	I-2
37	قيمة عملات دول الأعضاء قبل الإتحاد مقابل الأورو	I-3
40	تطور نصيب العملات الريادية في إجمالي حيازة الإحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي خلال الفترة 2006-2014	I-4
44	الأوزان النسبية لسلة (SDRs) جانفي 2014	I-5
50	تطور حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي عالميا خلال 2004-2013	I-6
56	تطور متوسط السعر السنوي لبرميل خامات أوبك خلال 2006-2015	I-7
105	التكلفة السنوية لإحتياطيات الصرف لبعض بلدان الأسواق الناشئة للإجمالي المحلي 2007.	II-1
108	تطور الفرق بين العائد على سندات ل 10 سنوات و أدونات ل 3 أشهر	II-2
156	أنواع المشتقات المالية و أغراضها	II-3
182	نسبة الأوزان المقترحة لفئات الأصول المشكلة لشريحة الإحتياطي	III-1
183	نسبة الأوزان المتعلقة بفئة أصول شريحة الإستقرار	III-2
184	نسبة الأوزان المتعلقة بفئة أصول شريحة الإدخار	III-3
206	توزيع الأسهم حسب قطاعات النشاط الإقتصادي 2010-2015	III-4
207	توزيع إستثمار محفظة CIC على أدوات الدخل الثابت	III-5
208	توزيع محفظة الإستثمار العالمية لشركة CIC بالنسبة المئوية	III-6
209	تطور توزيع الأصول حسب طبيعة الإدارة 2009-2015 بالنسبة المئوية	III-7

210	تطور صافي العائد السنوي على محفظة الإستثمار ل C I C خلال 2008-2015	III-8
214	تركيبية المحفظة المرجعية حسب الأصول لهيئة (ADIA) للفترة 2012-2015	III-9
215	توزيع المحفظة المرجعية لهيئة (ADIA) حسب المناطق الجغرافيا عالميا للفترة 2012-2015	III-10
221	إجمالي ودائع و إستثمارات في الأوراق المالية بالخارج ل SAMA خلال الفترة 2010-2015	III-11
223	تطور إجمالي الودائع و الإستثمارات في الأوراق المالية بالخارج ل SAMA خلال الفترة 2010-2015	III-12
224	تطور طبيعة توزيع فئات إستثمارات SAMA بالخارج خلال الفترة 2013-2015	III-13
225	تطور توزيع نسبة حيازات SAMA بالخارج خلال الفترة 2013-2015	III-14
250	تطور فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات الجزائري 2000-2017	V-1
251	مسار تطور رصيد الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-2
253	تطور قيمة الصادرات في الجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-3
254	تطور مستوى إحتياطيات الصرف و صادرات المحروقات خلال 2000-2017	V-4
260	تطور الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات و تغيرات حجم إحتياطيات الصرف في الجزائر خلال 2000-2017	V-5
268	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال 2005-2016	V-6
272	حجم مبالغ الدفع المسبق للدين الخارجي خلال 2004-2006	V-7
273	تطور هيكل الدين الخارجي خلال الفترة 1996-2004	V-8
275	تكلفة الفرصة البديلة للأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي الموظفة خلال 2000-	V-9

	2003	
276	تطور توزيع المخصصات القطاعية لبرنامج الإنعاش الإقتصادي 2001-2004	V-10
278	المخصصات المالية النهائية للمخطط الخماسي الأول للفترة 2005-2009	V-11
279	توزيع المخصصات المالية حسب البرامج الفرعية للمحط الخماسي 2010-2014	V-12
283	تطور عوائد توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 2000-2015	V-13
285	تطور هيكل العملات الأجنبية المشكلة للدين الخارجي للجزائر خلال الفترة 2004-2017	V-14
288	مؤشرات سياسة تعقيم الأصول الإحتياطية المتدفقة بالعملات الأجنبية خلال الفترة 2005-2017	V-15
294	واقع تطور النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2000-2017	V-16
298	تطور نسبة الإحتياطيات الرسمية إلى الواردات في الجزائر خلال 2000-2017	V-17
300	تطور مؤشر إحتياطيات الصرف الرسمية إلى العرض النقدي M2 في الجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-18
302	تطور نسبة الإحتياطيات الرسمية إلى الديون القصيرة الأجل في الجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-19
305	تطور المقدار السنوي لإحتياطيات الصرف وفق المقياس المركب و نظام الصرف المرن للفترة 2000-2017	V-20
307	تطور حجم إحتياطيات الصرف الوقائية و الفائضة في الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 2000-2017	V-21
311	تطور أهم مؤشرات المالية العامة للجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-22

312	تطور إجمالي إيرادات الموازنة العامة خلال الفترة 2000-2017	V-23
315	تطور وضعية المتاحات و رصيد صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2008-2017	V-24
317	التطور السنوي لوضعية رصيد صندوق ضبط الإيرادات بالدولار الأمريكي خلال الفترة 2011-2016	V-25
319	تطور حجم الدعم المقدم للمواد الغذائية خلال الفترة 2009-2017	V-26
320	تطور حجم الدعم المقدم للمواد الطاقوية خلال الفترة 2009-2017	V-27
323	تطور حجم التحويلات الإجتماعية خلال الفترة 2009-2017	V-28
327	تطور الأرصدة الخارجية و رصيد الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-29
332	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	V-30
333	إختبار إستقرارية المتغيرات بإستعمال إختبار فليب بيرون	V-31
333	درجة تكامل المتغيرات	V-32
334	إختبار الإنحدار البسيط	V-33
336	تقدير العلاقة بين إحتياطي الصرف الأجنبي و الناتج المحلي الخام	V-34
337	إختبار إرتباط الأخطاء بواسطة قيمة dw	V-35
337	إختبار السببية لغرانجر بين المتغيرات	V-36
338	إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	V-37
339	إختبار تجانس البواقي Hétérocédasticité	V-38

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
	قائمة الأشكال	
I-1	مساحة حرية تصرف السلطات النقدية في مخزون الإحتياطيات الدولية	12
I-2	تطور حجم تحويلات العمال المهاجرين على المستوى الدولي خلال الفترة 1970-2014	22
I-3	تطور حجم تدفق المعونات و المساعدات الأجنبية خلال الفترة 1970-2014	24
I-4	سيناريو إستخدام الدولار و الأورو في تشكيل الإحتياطيات الدولية من النقد الأجنبي في المدى الطويل	38
I-5	التوازن الإقتصاد الكلي	70
I-6	فاعلية السياسة النقدية في ظل نظام الصرف الثابت	72
II-1	منحنى تحديد الطلب على إحتياطيات الصرف في ضوء علاقته مع مستوى الإنتاجية	91
II-2	منحنى تحديد الطلب على إحتياطيات الصرف في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية	92
II-3	العلاقة بين سعر الصرف و إحتياطيات الصرف الأجنبي	120
II-4	الأطراف المتدخلة في عملية إقراض الذهب	161
III-1	آلية إعادة توظيف البترودولار	189
III-2	مراحل صياغة و تنفيذ الإستراتيجية الإستثمارية لهيئة أوظيفي للإستثمار	213
III-3	مخطط توضيحي لعلاقة هيئة أوظيفي بالسلطات الحكومية	216
III-4	مخطط توضيحي لحقوق و إلتزامات التبادل مع العالم الخارجي	236
V-1	تطور متوسط سعر برميل البترول بالدولار الأمريكي خلال الفترة 2000-2017	255

255	تطور حجم الصادرات البترولية و إحتياطيات الصرف الرسمية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017	V-2
261	تطور الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات و تغيير وضعية الإحتياطيات الرسمية خلال الفترة 2000-2017	V-3
274	تطور هيكل الدين الخارجي للجزائر خلال الفترة 1996-2004	V-4
299	عدد شهور الواردات التي تغطيها الإحتياطيات الرسمية خلال الفترة 2000-2017	V-5
331	طبيعة العلاقة بين إحتياطي الصرف الأجنبي و الناتج المحلي الخام خلال 2000-2017	V-6
338	إختبار إرتباط الأخطاء Correlangram	V-7
339	التوزيع الهيكلي لمعالم النموذج	V-8

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

في ظل تحرير العمليات التجارية الخارجية و المدفوعات الدولية، أصبحت جميع البلدان تؤمن بضرورة تبنيها نماذج و إستراتيجيات موجهة نحو الخارج، و توظيفها للروابط التجارية و المالية فيما بينها. مما جعل هذه البلدان تحرص على تكوين قدر ملائم من الإحتياطيات بالعملة الأجنبية للوفاء بالتزاماتها نحو شركائها التجاريين، و تستخدمها في شراء الكثير من السلع الإستهلاكية و الوسيطة و الآلات و دعم الثقة في سياسات إدارة سعر صرف العملة الوطنية. فالبلد الذي يمتلك وضع موجب لإحتياطيات الصرف الأجنبي و سيولة دولية كافية، يستطيع أن يواجه الصدمات الخارجية، و الأوضاع الصعبة التي قد تنشأ مع البلدان التي يقيم معها علاقات تجارية و مالية أثناء الإنخفاض المؤقت في إيراداته التصديرية بالنقد الأجنبي.

في حين أن البلد الذي تكون إحتياطياته بالعملة الأجنبية منخفضة أو معدومة، فهو أقرب لمواجهة مشكلات تسديد مدفوعاته في حالة وقوع أزمات، و يفقد الثقة مع شركائه التجاريين؛ مما يترتب عنها صعوبات كبيرة في تمويل التنمية و الإستجابة للمتطلبات الإجتماعية المتزايدة. و بالتالي يجبر البلد على إتباع سياسات غير مرغوب فيها، محدثا إكماشاً إقتصاديا، و آثار إجتماعية سلبية يصعب على البلد معالجتها بسهولة.

و يتفق جل الإقتصاديين، على أن خاصية الإنتفاع من إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي لا تعتمد على حجمها المتراكم بقدر ما يتطلب الإدارة المحكمة و السليمة لتلك الإحتياطيات المتراكمة، و التي تشمل إختيار و إنتقاء التوليفات الملائمة للعناصر التي تتكون منها الإحتياطيات حسب الحاجة و وضع البلد. مما يتطلب من السلطات النقدية للبلد مراعاة حزمة من المبادئ و الضوابط عند إدارة الإحتياطيات، منها الحرص على تقليل درجة المخاطر و التحوط من عدم الوفاء عند إختيار الأوراق أو الأصول الإستثمارية، فضلا عن توفير سيولة الحافظة و درجة مخاطر مقبولة.

كما أن الإحتفاظ بحجم معين من الأصول الإحتياطية، هو بمثابة صمام الأمان ضد الصدمات الخارجية، و بالتالي يستلزم أن تحكمه ضوابط معينة منها التناسب بين تكلفة الإحتفاظ بهذه الإحتياطيات و بين المنافع التي تعود على البلد.

و مع الطفرة البترولية و ثورة أسعار برميل النفط خلال العقد الأخير من القرن الماضي و إستمرارها خلال بداية القرن الحالي، تراكم لدى بنك الجزائر مستويات قياسية من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي و الذي تجاوز حجمها 194 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2013، و هذا ما جعل الوضع يثير تساؤلات حول المستوى الأمثل لهذه الإحتياطيات و إستخدامها بأحسن الطرق و البدائل

المتاحة و المفاضلة بينها؛ إضافة لقضية إدارتها و تسييرها و المحافظة على قيمتها و حمايتها من تقلبات أسعار العملات الأجنبية الرئيسية، و بالتالي هل من الأفضل إكتنازها و تعطيل موارد الأمة و عدم إصلاح مشكلاتها الإقتصادية، أم من الأفضل تثمين مواردها من خلال زيادة الإستثمار و العمالة و الإنتاج حتى تستطيع معالجة مشكلاتها الإقتصادية (تقليص البطالة، زيادة دخل الأفراد، معالجة تدهور مستوى المعيشة... الخ) و بالتالي تحقيق الرفاهية الإقتصادية للمجتمع. كما نشير أن بنك الجزائر لا يعلن عن كيفية إدارة المحزون الإحتياطي من النقد الأجنبي، و لا عن معدل الإحتياطيات الذي يعتبر كافي و ملائم بالنسبة للإقتصاد الجزائري الذي يتميز بالتركيز السلعي لصادراته و تنوع وارداته، و إنخفاض شديد في مستوى الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي خلال السنوات الأخيرة. و تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية الأساسية التالية:

الإشكالية:

ما مدى أثر تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر على الرفاهية الإقتصادية ؟

و تتضمن الإجابة عن هذه الإشكالية طرح مجموعة من التساؤلات التي نثيرها و نحصرها فيما يلي:

- ما هو مفهوم و مكونات إحتياطيات الصرف الأجنبي ؟
- ما هو المستوى الكافي من الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي الواجب الإحتفاظ بها لدى البنوك المركزية ؟
- ما هي المخاطر المتعلقة بحيازة إحتياطيات الصرف و كيف يتم إدارتها ؟
- كيف تتم عملية تخصيص إحتياطيات الصرف المتركمة، و ما هي مجالات توظيفها و إستثمارها ؟
- ما مدى أثر مستوى مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر على المتغيرات الكلية كالإنفاق العام، التحويلات المالية ذات الطابع الإجتماعي، و الناتج الداخلي الخام ؟

إن هذه التساؤلات تمثل المحور الرئيسي في دراستنا، و للإجابة عليها نفترض مجموعة من الفرضيات التي نعتبرها أكثر الإجابات على التساؤلات المطروحة و التي تبقى دائما قابلة للإختبار و المناقشة.

الفرضيات:

- 1- إحتفاظ بنك الجزائر باحتياطيات الصرف أجنبي تفوق كثيرا المعدل الذي يعتبر كافيا لغرض تحقيق الإستقرار الإقتصادي.
- 2- تكلفة الفرصة البديلة للإحتياطيات تكون عالية، إذا تجاوزت الإحتياطيات المستوى الكافي.
- 3- تخضع عملية تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر، إلى متغير خارجي متمثل في سعر برميل البترول في ظل غياب بديل آخر للصادرات البترولية، و هذا ما يجعل الإقتصاد الجزائري معرضا في أي لحظة للصدمات الخارجية.
- 4- قد ينعكس إتجاه تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي على حجم الإنفاق العمومي، التوسع النقدي، حجم التحويلات الإجتماعية؛ و على الناتج المحلي الخام و بالتالي على رفاهية أفراد المجتمع.
- 5- السياسة التجارية المتبعة في الجزائر لها تأثير سلبي على الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي و تعمل على إستنزافها.
- 6- قد تعمل الممارسات الخاطئة في الإستخدام و الإدارة على تآكل و إستنزاف المحزون الإحتياطي من الصرف الأجنبي، و بالتالي التأثير على أهداف الحفاظ على هذه الإحتياطيات.

أهداف البحث:

- نحاول من خلال إنجاز هذا البحث الوصول إلى عدد من الأهداف يمكن تحديدها فيما يلي:
- تأصيل الجوانب النظرية و الفكرية لظاهرة تراكم الموجودات من الإحتياطيات بالنقد الأجنبي من خلال تحليل و تقييم مختلف الدراسات و الأبحاث ذات الصلة بالموضوع.
 - تحديد مكانة و أهمية ظاهرة تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بلد، و دورها في تحقيق مبادلاته الإقتصادية في نطاقها الدولي.
 - التعرف على كيفية التعامل و الإدارة مع التدفقات النقدية بالعملات الأجنبية و تراكمها عند مستويات هامة كإحتياطيات رسمية، خاصة لدى البلدان المصدرة للبترول.
 - تحديد العلاقة بين تراكم إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية و أهم المؤشرات الإقتصادية الكلية في الجزائر، منها حجم الإنفاق العمومي، التوسع النقدي؛ حجم التحويلات المالية ذات الطابع الإجتماعي، و على الناتج المحلي الخام.

أهمية البحث:

تتجلى أهمية هذا البحث في قيمته العلمية، إلى جانب إحتلال موضوع إحتياطات الصرف الأجنبي عبر العالم، و في الجزائر أهمية متزايدة لدى الباحثين الإقتصاديين و خبراء المالية الدولية؛ و كذلك متخذي القرار الإقتصادي، فيما يخص إستخدام الفوائض المالية الموجودة في شكل موارد إحتياطية بالنقد الأجنبي في إقامت التنمية، و تحقيق درجات نمو مقبولة و دائمة تستجيب لحاجيات أفراد المجتمع. و بالتالي الوصول لإستقرار إقتصادي و إجتماعي، خصوصا بعد إفرازات الأزمة العالمية المالية و ما صاحبها من نقص في إصدار السيولة الدولية التي تعد الركيزة الأساسية في تمويل المعاملات الإقتصادية الدولية المتعددة الأطراف. و هذا ما جعلنا نفكر في إختيار هذا الموضوع الهام، إلى جانب محاولتنا المساهمة في النقاش الدائر حول الموضوع، من خلال ما ستسفر عنه الدراسة من نتائج و ما تقدمه من مقترحات؛ إثناء المكتبة الجامعية في الجزائر. و تتمحور أهمية دراسة موضوع ظاهرة تراكم إحتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر، إلى إبراز أهمية تراكم تلك الأصول بالنقد الأجنبي و سلوك بنك الجزائر أمام الحجم المعتبر من إحتياطات الصرف الأجنبي الذي يحوزه، فضلا عن التعرض بالدراسة لأثر تشكل و تراكم الأصول بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر على حجم الإنفاق العام؛ التحويلات المالية ذات الطابع الإجمالي، و على الناتج المحلي الخام بإعتباره مؤشر للرفاهية الإقتصادية.

الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى: عيد عبد الله، أثر العجز في الإنفاق الحكومي على ربحية و إحتياطات النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد و الإدارة، م 20، ع 20، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000. تتناول هذه الدراسة بالتحليل، الآثار الإقتصادية في الموازنة العامة لحكومة المملكة العربية السعودية على النظام المصرفي و خصوصا ربحية و إحتياطات هذا النظام من النقد الأجنبي، و خلصت الدراسة إلى أن:

- التغير في معدل العجز السنوي في حجم الإنفاق الحكومي إلى إجمالي الناتج القومي لم يكون له تأثير على إحتياطات المصارف التجارية.

- التغير في معدل العجز السنوي إلى إجمالي الناتج القومي يؤثر بشكل سالب على معدل إجمالي الإحتياطات الأجنبية إلى الموجودات لدى مؤسسة النقد السعودي.

الدراسة الثانية: سوسن الجبوري، إختبار العلاقة بين عجز الموازنة و الإحتياطي النقدي الأجنبي في العراق للفترة (2003-2013) بإستخدام نموذج Johansen، مجلة القادسية للعلوم الإدارية و الإقتصادية، المجلد 17، العدد 3، جامعة القادسية، العراق، 2015. حاولت الدراسة، إختبار العلاقة بين عجز الموازنة العامة و الإحتياطي النقدي الأجنبي في العراق للفترة (2003-2013)، و قد توصلت الدراسة إلى نتائج التالية:

- أثبتت الدراسة أنه هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل بين كلا من عجز الموازنة العامة و الإحتياطي النقدي في العراق.

- وجود علاقة عكسية بين زيادة الإحتياطي النقدي و عجز الموازنة العامة في العراق، أي زيادة الإحتياطي النقدي يمكن أن يعمل على تخفيض العجز في الموازنة العامة في العراق.

الدراسة الثالثة: أ.د.زيري بلقاسم، كفاية الإحتياطيات الدولية في الإقتصاد الجزائري، من أهم الإستنتاجات التي تم التوصل إليها ما يلي:

- تكوين الإحتياطيات بشكل يفوق الأمن و الكافي في الجزائر، هو أمر مطلوب لجذب المستثمرين الأجانب، إلا أنه لم يثبت وجود علاقة بين قدرة الدولة على جذب الإستثمارات الأجنبية و مستوى إحتياطياتها بالنقد الأجنبي.

- الإحتياطيات الدولية في الجزائر تفوق المعدل الذي يعتبر كافيا لغرض الإستقرار الإقتصادي.

- بمأن الإحتفاظ بإحتياطيات فوق المعدل و الكافي ينطوي على تكلفة قد تكون مرتفعة بالنسبة لإقتصاد يبحث عن مصادر دخل بديلة، و عليه العمل على تقليل هذه التكلفة إلى أدنى الحدود الممكنة و ذلك من خلال تعظيم الإستفادة من الإحتياطيات الفائضة بشكل يساهم في دفع القدرة الإنتاجية في الإقتصاد الجزائري.

الدراسة الرابعة: أحمد شفيق الشاذلي، " طرق تكون و إدارة الإحتياطيات الأجنبية- تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية"، دراسات إقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2014. كان الهدف من الدراسة، هو الوصول إلى تحديد المستوى الأمثل للإحتياطيات الأجنبي على ضوء الممارسات الحديثة لإدارة الموارد بالنقد الأجنبي، و ذلك من خلال عرض تجارب بعض البلدان العربية و الأجنبية. و أهم النتائج المتوصل إليها في الدارسة ما يلي:

- يعد مستوى الإحتياطيات بالعملات الأجنبية من العوامل المحددة لثقة دائني البلد و درجة أعلى من الأمان و الإطمئنان للمستثمرين الأجانب فيما يتعلق بإستمرار السياسات الإقتصادية المتبعة.

- تنطوي عملية حيازة و إمتلاك الأصول الاحتياطية بالعملات الأجنبية على تكلفة، تتمثل في الفرق بين العائد على إستثمار الإحتياطيات بالنقد الأجنبي، و بين العائد على إستثمار تلك الأصول وفق المبادئ التوجيهية مع الأخذ في الإعتبار أولوية قيد السيولة.

- عند إدارة الأصول الإحتياطيات بالنقد الأجنبي، لا بد من الأخذ في الإعتبار عائد الفرصة البديلة المتمثلة في تحقيق عوائد إجتماعية ترتقي بمستوى رفاهية المجتمع.

الدراسة الخامسة: جاءت هذه الدراسة من الباحث Accomiotti olivier، وهي بعنوان:

Réserves de change instabilité financière et contagion- trois essais. و الصادرة عن: Atelier national de reproduction des Thèse, 2012.

من خلال الدراسة، يتضح أن المستوى الكافي من الإحتياطيات الدولية يساعد على تحقيق الإستقرار المالي للبلد، و يشكل مخزون وقائي ضد الصدمات الطارئة المستقبلية بالنسبة لإقتصاد البلد؛ فالإحتياطيات الدولية هي بمثابة صمام أمام يحتفظ بها من أجل اللجوء إليها و إستخدامها عند الضرورة لمواجهة تداعيات الصدمة الخارجية التي قد تتعرض لها. و إنطلاقاً من هذه المقاربة، حاول الباحث إيجاد حلول لتراخي و عدم جدية جهود السلطات المعنية في تنويع الإقتصاد، عندما تتوفر الإحتياطيات بمستويات كبيرة بفعل إرتفاع أسعار برميل البترول و تحقيق إيرادات قياسية بالنقد الأجنبي.

الدراسة السادسة: و المقدمة من طرف بوكريدي عبدالقادر، بعنوان متطلبات كفاءة إدارة إحتياطيات الصرف بالبنوك المركزية- دراسة حالة بنك الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف؛ 2015-2016. إذ حاول الباحث في هذه الدراسة التعرض بالبحث والدراسة لمتطلبات كفاءة إدارة إحتياطي الصرف لدى البنوك المركزية.

و قد خلصت الدراسة بأن متطلبات الكفاءة إدارة مخزون إحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي، تتمثل في تحديد المستوى الكافي الواجب الإحتفاظ به، و توظيف تلك الإحتياطيات المتركمة من خلال أدوات يراع فيها مبدأ السيولة و الأمان و العائد المالي المقبول؛ فضلاً عن إستثمار الفائض الإحتياطي بالنقد الأجنبي في أدوات إستثمارية تولى أهمية للعائد، مع إدارة المخاطر المالية و التشغيلية التي قد تتعرض لها تلك الأدوات الإستثمارية الإحتياطية.

الدراسة السابعة: و المقدمة من طرف محمدي طيب أمحمدي، قنوات إستنزاف إحتياطي الصرف و أساليب الحد منها، حالة الإقتصاد الجزائري؛ أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية- جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2016-2017. حيث حاول الباحث التركيز في الدراسة على أهم قنوات

إستنزاف إحتياطيات الصرف في حالة الجزائر، و بشكل خاص قناة الواردات بإعتبارها أهم قنوات الممكن من خلالها إستنزاف إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي.

و قد توصلت الدراسة، بأن الإرتفاع المتزايد و غير المبرر في حجم الواردات و تهريب رؤوس الأموال و التوترات الأمنية، فضلا عن محدودية الإستثمارات الأجنبية و ضعف تحويلات المهاجرين؛ هي بمثابة قنوات تساهم بشكل أساسي في إستنزاف إحتياطي الصرف الأجنبي بالنسبة للجزائر.

حدود الدراسة:

نظرا لسعة موضوع إحتياطيات الصرف الأجنبي، حاولنا وضع حدود زمنية و مكانية للدراسة تتعلق بأثر تراكم الأصول الإحتياطيات بالعملات الأجنبية على مؤشرات الكلية ذات الصلة بالرأفاهية الإقتصادية، و محاولة إسقاط ذلك على الإقتصاد الجزائري. و ركزت الدراسة على أحدث البيانات و الإحصائيات الصادرة عن بنك، و خاصة للفترة 2005-2017، و التي عرفت فيها الجزائر تراكم مستويات قياسية لاحتياطيات الصرف الأجنبي قبل أن تأخذ هذه الأخيرة إتجاها تنازليا.

منهجية و أدوات البحث:

يندرج موضوع الدراسة ضمن الدراسات الإقتصادية الكلية. حيث يعالج سلوك كليا له إنعكاس مباشر على المتغيرات و المؤشرات الكلية الإقتصادية للبلد، سالكين في ذلك أسلوب متدرج ينطلق من عرض المضمون النظري و معرجين على تطبيقاته وصولا إلى إسقاطه على الحالة المدروسة(حالة الإقتصاد الجزائري).

و في هذا الإطار، كانت محاولتنا البحث عن الإجابات الأكثر ملائمة للأسئلة المطروحة، و ذلك بالإعتماد على بعض المناهج التي تتوافق و طبيعة موضوع البحث و يتعلق الأمر ب:

-المنهج الوصفي: الذي يسمح بوصف الأنظمة و النظريات و تطوراتها التاريخية المرتبطة بالموضوع.

-المنهج التحليلي: الذي يمكن من تحليل المعلومات و المعطيات الإحصائية المرتبطة بالموضوع و العلاقات المختلفة بين المتغيرات المدروسة.

- المنهج الإستنباطي: يتم إستعماله حينما يبدو إستعمال الطريقة القياسية و تحليل المضمون غير ممكن.

- المنهج القياسي التجريبي: يتيح هذا المنهج تحليل و إختبار العلاقة القائمة بين ظاهرة تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي و المتغيرات الإقتصادية الكلية، منها الناتج المحلي الخام. حيث تم إستخدام الحزمة الإحصائية Eviews لقياس أثر تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام من خلال مجموعة من النماذج.

فيما يخص أدوات الدراسة المستعملة في إعداد البحث، مجموعة من المراجع و المقالات و الدراسات المختلفة عربية أو أجنبية، بالإضافة للتقارير الدورية و السنوية الصادرة عن الهيئات ذات الصلة بموضوع البحث؛ محاولة الإتصال بالهيئات الوطنية المعنية (بنك الجزائر).

هيكل البحث:

تحقيقاً للأهداف المنوطة بموضوع الدراسة و إختباراً لصحة فرضياتها، تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول؛ ثلاثة منها تخص القسم النظري و المتمثلة في الفصل الأول، الثاني و الثالث، بينما الفصل الرابع خصص للقسم التطبيقي.

يتناول الفصل الأول، الإطار النظري لإحتياطيات الصرف الأجنبي و يتضمن ثلاثة مباحث، الأول خصص للمفاهيم الأساسية المتعلقة بإحتياطيات الصرف الأجنبي و السيولة الدولية؛ ومكونات إحتياطيات الصرف مثل الذهب النقدي و العملات الأجنبية و حقوق السحب الخاصة، فضلاً عن تناول مصادر تشكل إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية. بينما المبحث الثاني، تناول إستخدامات إحتياطيات الصرف الأجنبي و دوافع حيازتها. في حين خصص المبحث الثالث لإستعراض العوامل المحددة للطلب على إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي.

بينما خصص الفصل الثاني، للجانب النظري المتعلق بإدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي و تحديد المستوى الأمثل، و الذي إشتمل على ثلاثة مباحث. خلال المبحث الأول تم التطرق إلى التحليل النظري لكفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي و تحديد المستوى الأمثل؛ مستعرضين في ذلك المقاييس المختلفة المستخدمة في تحديد المستوى الأمثل، بينما في المبحث الثاني تم التعرض إلى الظروف المرتبطة بتكوين إحتياطيات الصرف الأجنبي، في حين تناول المبحث الثالث بالدراسة ممارسة الإدارة على الإحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية و الأساليب المستخدمة في ذلك على مستوى الإقتصاديات المعاصرة؛ مع الإشارة إلى المبادئ التوجيهية في الواجب الإلتزام بها في هذا المجال.

و تمحورت الدراسة في الفصل الثالث، حول آليات تخصيص و توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي و الآثار الناتجة عنها و نظم ذلك في ثلاثة مباحث، الأول خصص لتوضيح المقاربة النظرية

حول توظيف و تخصيص إحتياطيات الصرف الأجنبي؛ أما المبحث الثاني تناول بالعرض التجاري المميزة في توظيف و استثمار الإحتياطيات بالنقد الأجنبي دوليا، و خلال المبحث الثالث، تم تناول أثر تراكم إحتياطيات الصرف على متغيرات الإقتصاد الكلي.

بالنسبة للفصل الرابع الذي يعتبر بمثابة القسم التطبيقي من البحث، حاولنا من خلال هذا الفصل إبراز الظروف وراء تشكل إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر، و توضيح العلاقة بين تطور ظاهرة تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي و المتغيرات الكلية في الإقتصاد الجزائري، حيث إحتوى هذا الفصل على ثلاثة مباحث.

تناول المبحث الأول بالتحليل و الوصف، واقع تطور وضعية إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر، و الفائض التجاري كمصدر لتراكم إحتياطيات الصرف في الجزائر؛ مع تحليل و تحديد طبيعة العلاقة بين مخزون إحتياطي الصرف و تطور حصيلة الصادرات البترولية في الجزائر، فضلا عن التعرض لملامح المميزة لإدارة و استخدام الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي في التجربة الجزائرية. أما فيما يخص المبحث الثاني، حاولنا بالتحليل الوصول إلى تحديد الحجم الكافي و الأمثل لإحتياطيات الصرف الأجنبي بالنسبة للإقتصاد الجزائري، و هذا وفق المقاييس المختلفة المستخدمة في ذلك.

بينما في المبحث الثالث من هذا الفصل التطبيقي، تناولنا بالبحث أثر تراكم إحتياطيات الصرف على المؤشرات الكلية المرتبطة بالرفاهية الإقتصادية في الجزائر، بما في ذلك التعرض بالتحليل و دراسة العلاقة بين تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي و كل من حجم الإنفاق العام؛ و التوسع النقدي M2 و حجم التحويلات المالية ذات الطابع الإجتماعية، و رصيد الموازنة العامة. بالإضافة لذلك، التعرض بالدراسة لوضعية صندوق ضبط الإيرادات كأداة مستحدثة في إدارة و ضبط فوائض المالية العمومية، مع الإشارة لتآكل موارد الصندوق بفعل إرتفاع النفقات العمومية و إنخفاض الجباية البترولية خلال السنوات الأخيرة من فترة الدراسة. و أختتم المبحث بالمطلب الثالث الذي ناقش بالتحليل و القياس أثر تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام كمؤشر للرفاهية الإقتصادية.

و كانت الخاتمة العامة، عبارة عن ملخص للبحث و تضمنت النتائج، و التوصيات المقترحة التي تم التوصل إليها.

الفصل الأول

التأصيل النظري لإحتياجات الصرف الأجنبي

تمهيد:

تحتل ظاهرة الإحتفاظ و حيازة إحتياطات الصرف الأجنبي بمكانة مهمة في الدراسات الإقتصادية، و تأتي هذه الأهمية في كون أن جميع المعاملات و المدفوعات الدولية التي تجري بين المقيمين في بلد معين و المقيمين في الخارج، لا يمكن أن تنجز ما لم تتم الإستعانة بإستخدام العناصر الإحتياطية و على رأسها كل من الذهب و العملات الأجنبية القوية. من جانب آخر يعتبر مخزون النقد الأجنبي لدى السلطات النقدية، مصدر تأمين إحتياطات البلد من النقد الأجنبي لتمويل التجارية الخارجية و إستيراد السلع و الخدمات الضرورية. كما يعد المخزون الإحتياطي الأجنبي صمام أمان تحتفظ به السلطات النقدية لإستخدامه عند الحاجة لمواجهة أثار الصدمات الخارجية غير المتوقعة، و الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية.

كما أن حيازة إحتياطات الصرف بالعملات الأجنبية عند مستويات ملائمة يعزز ثقة الدائنين للبلد و المؤسسات المالية الدولية؛ فضلا عن كون إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية، يبقى المؤشر أو المقياس الذي يعكس الجدارة الإئتمانية للبلد و قدرته على سداد ديونه الخارجية عند الآجال المستحقة، و هو ما جعل الكثير من البنوك المركزية في العالم حريصة على تركيب إحتياطات الصرف بالنقد الأجنبي عند مستويات كبيرة. و قبل الدخول في دراسة و تحليل دور و مكانة إحتياطات الصرف لإقتصاديات ما، رأينا من الأفضل أنه ينبغي التعرض و تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: مفهوم و مكونات إحتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الثاني: إستخدام إحتياطات الصرف و دوافع حيازتها.

المبحث الثالث: العوامل المحددة للطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الأول : ماهية إحتياطات الصرف الأجنبي و السيولة بالعملة الأجنبية.

من خلال المفاهيم التي تتناول ظاهرة إحتياطات الصرف الأجنبي و السيولة بالعملة الأجنبية (السيولة الدولية)، تتبين الدوافع الرئيسية في الطلب على تلك الأصول الإحتياطية و المتمثلة في تغطية عجز ميزان مدفوعات و تسوية المعاملات الدولية. بحيث يجب أن تكون موجودات البلد من الأصول الإحتياطية و أدوات الدفع الدولية متمتعة بحرية مطلقة في إستخدامها و القبول بها دولياً، أي لا يوجد أمام إستخدامها أو القبول بها أي عائق قانوني أو نفسي. بحيث البلد الذي يمتلك تلك الأصول النقدية الإحتياطية، له ملء الحرية في إستخدامها على الصعيد الدولي في أي وقت و لأي عرض كان، و ذلك دون شرط أو قيد. و يطلق على السيولة الدولية أحيانا الإحتياطات الدولية؛ و بالتالي من الأهمية بمكان التعرض إلى الفرق بين مفهوم الإحتياطات الدولية و مفهوم السيولة بالعملة الأجنبية، و تأتي هذه الأهمية من طبيعة الدور الذي يؤديه توفر حجم ملائم من إحتياطات النقد الأجنبي و السيولة الدولية في المعاملات الإقتصادية محلياً و دولياً. حيث نتعرض من خلال هذا المبحث إلى المفاهيم الأساسية للسيولة الدولية و العناصر المكونة لها، بالإضافة لمفهوم إحتياطات النقد الأجنبي و معاييرها، مع إبراز دورها في تجنب القيام بالتكيفات و الإجراءات غير المرغوبة.

المطلب الأول : المفاهيم المرتبطة بإحتياطات الصرف الأجنبي و السيولة بالعملة الأجنبية.

غالب ما يترادف مصطلح السيولة بالعملة الأجنبية مع مصطلح إحتياطات الصرف الأجنبي، حيث تتمثل هذه الأخيرة في ذلك الجزء المتراكم من الأصول الأجنبية ذات القبول العام في تسوية المعاملات الدولية. و بالتالي ترغب الحكومات المختلفة الإحتفاظ بها جاهزة من أجل إستخدامها دون شرط أو قيد في التمويل المباشر لإختلالات المدفوعات، أو التدخل في أسواق صرف العملات لدعم سعر صرف العملة المحلية، أو أغراض أخرى ذات الصلة (كدليل على وجود أصول أجنبية مساندة للعملة الوطنية، أو أساس يمكن الإعتماد عليها في الحصول على الإئتمان الخارجي، إضافة عن تأمين إحتياجات البلد من القطع الأجنبية... الخ). و بالتالي من الأهمية بمكان الإشارة إلى المفهومين. إذ ينظر للسيولة الدولية بكونها مفهوم أوسع من مفهوم الإحتياطات الدولية، حيث تتضمن السيولة الدولية إحتياطات الصرف الأجنبي فضلاً عن السيولة المشروطة.

(1)- السيولة بالعملة الأجنبية (الدولية) و عناصر تركيبها: تتجلى أهمية السيولة الدولية، بأن جميع المعاملات و المدفوعات الدولية التي تجرى بين المقيمين داخل البلد و المقيمين خارج البلد، لا يمكن تحقيقها دون الإستعانة بعناصر السيولة الدولية والتي يكون على رأسها كل من الذهب و عملة الدولار الأمريكي؛ إذ توصف السيولة الدولية بكونها أهم مرتكزات النظام النقدي الدولي، حيث توفرها بشكل

كافي يجنب القيام بالتكيفات غير المرغوبة في ميزان المدفوعات. و بالتالي يفيد مصطلح السيولة الدولية، للإشارة: " لوسائل الدفع الأجنبية المستخدمة في تسوية التزامات البلد دولياً، حيث تتجلى أهميتها بكون جميع المعاملات و المدفوعات الدولية لا يمكن إنجازها دون الإستعانة بإستخدام عناصر السيولة الدولية؛ و على رأسها العملات الأجنبية القوية، الذهب النقدي، بالإضافة إلى العناصر الأقل سيولة كحقوق السحب على صندوق النقد الدولي ضمن الشريحة الذهبية¹ ". كما يقصد بالسيولة الدولية على أنها: " تلك المواد لدى السلطات النقدية و التي تستطيع من خلالها تمويل الإختلالات الخارجية دون الحاجة إلى اللجوء إلى أى شكل من تدابير التكيف² ". نلاحظ أن هذا المفهوم، يركز على جانب التكيف في ميزان المدفوعات، و بالتالي يضع على عاتق السيولة الدولية مسؤولية عدم لجوء البلد للقيام بترتيبات التكيف غير المرغوب فيها عند تعرض ميزان المدفوعات للإختلالات الطارئة. كما يرى صندوق النقد الدولي السيولة الدولية بأنها: " جميع الموارد المتوفرة للسلطات النقدية للبلدان لغرض التوازن في ميزان المدفوعات، هذه السيولة تتراوح بين الأصول المتاحة بسهولة إلى المواد التي تصبح متاحة إلا بعد التفاوض الواسع النطاق³ ". فالسيولة الدولية حسب صندوق النقد الدولي، تأخذ أشكالاً عديدة منها: مخزون الذهب النقدي و إحتياجات النقد بالعملات الأجنبية، الأصول الأخرى، الإقتراض لدى صندوق النقد الدولي أو المؤسسات الدولية الأخرى؛ مختلف الترتيبات مع البنوك الأجنبية أو الحكومات، فضلاً عن التسهيلات الإئتمانية في إطار الثنائية الدولية. كما تشمل من الناحية النظرية، على العناصر التي لا تخضع للقياس الإحصائي بسهولة، و قدرة البلد على تجنيد القروض على مستوى أسواق المال في بلدان أخرى، و مركز الإحتياطي.

و من خلال تعريف صندوق النقد الدولي، يتبين أن هنالك بعدين أساسيين للسيولة الدولية هما:

- " التركز على دورها في تسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، و هذا نظراً لكونها تضم جميع العناصر ذات القبول في تسوية المدفوعات الدولية، فضلاً عن تمتعها بخاصية تسوية العجز لدى جميع البلدان.
- جميع وسائل الدفع مقبولة بصورة عامة، و متاحة و غير مشروطة لتمويل المدفوعات، أي تمويل التجارة الخارجية لدى بلدان العالم المختلفة⁴ ". و يلاحظ من خلال هذا التعريف التركيز على المشروطة في الحصول على السيولة الدولية، أي أن يكون الموارد التي تعبر عن

¹ - Shig lokib: International Financial Integration and increasing Demand for international liquidity, paper is prepared for annual meeting of Japan Society of International Economics in Nagoya University, Octobre 2006,P.13-14.

² - Hance Genberg, Alexander sobado: The provision of international liquidity in The Breton woods, Shicago prees,1993,P.167.

³ -IMF:Annual Report,1964,P.25.

⁴ - عرفان تقي الحسني: التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2002،ص230.

السيولة الدولية غير مشروطة، حيث وجود المشروطة تجعل تلك الموارد (العناصر) خارج السيولة الدولية. فالتعريف المقدمة للسيولة الدولية، تبين على أنها الأرصدة النقدية بالعملات الأجنبية الموجودة بحوزة السلطات النقدية و مخزون الذهب النقدي، وغيرها من وسائل الدفع ذات القبول دولياً. هذا من جانب عرض السيولة الدولية، أما من جانب الطلب على السيولة الدولية، فهو من أجل معالجة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات و تسوية المدفوعات في نطاقها الدولي.

كما أن الموارد المالية كالذهب و العملات الأجنبية، إذا كانت ملكاً للأفراد أو للمؤسسات الخاصة، النقدية أو تجارية أو صناعية؛ فلا تدخل عندئذ في حيز الأرصدة الرسمية بالعملات الأجنبية. فالسيولة الدولية هي مجمل الموارد المالية و الأرصدة النقدية الأجنبية، و التي يمكن الحصول عليها لتلبية الطلب على النقد الأجنبي من أجل تغطية العجز في ميزان المدفوعات، بحيث تشمل عناصر السيولة التي ترجع ملكيتها للسلطات النقدية بشكل مطلق؛ يضاف إليها الأصول النقدية التي يمكن الحصول عليها عن طريق الإقتراض الخارجي. غير أن الأرصدة المكتسبة أو السيولة المملوكة المتحصل عليها مقابل تقديم شيء أو تعهد للخارج، تختلف عن الأرصدة المقترضة بكون هذه الأخيرة يتم إستخدامها وفق شروط معينة، فضلاً على أنها إلتزامات على عاتق البلد المقترض يستوجب تسديد أصل القرض و الفوائد المترتبة. و هذا حسب شروط متفق عليها خلال عملية الإقتراض، سواء من بلد آخر أو مؤسسة مالية دولية كصندوق النقد الدولي.

إستناداً لما تقدم، يتضح أن مفهوم السيولة الدولية أوسع من مفهوم إحتياطات الصرف الأجنبي، و ذلك من ثلاثة نواحي هي:

- موجودات الإحتياطات الدولية من النقد الأجنبي تكون في حيازة السلطات النقدية، بينما عناصر السيولة الدولية ترجع ملكيتها للسلطات النقدية المركزية و غيرها، أي لا تكون فقط تحت تصرف السلطات النقدية و غيرها.

- يندرج مفهوم الأصول من النقد ضمن إطار الموازنة العامة، بينما السيولة الدولية فإنه يشمل مجمل التدفقات بالعملات الأجنبية القوية الناجمة عن القيام بالأنشطة الإقتصادية خارج الموازنة العامة.

- تمثل الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية لدى السلطات النقدية، مطالبات أو إلتزامات على غير المقيمين (فقط)، في حين السيولة الدولية لدى السلطات النقدية تمثل إلتزامات على المقيمين و غير المقيمين.

(2) - تعريف إحتياطات الصرف الأجنبي و تصنفاتها: اختلفت وجهات النظر و الآراء لدى الإقتصاديين، حول وضع و تحديد مفهوم دقيق و شامل لإحتياطات الصرف الأجنبي، و يعود سبب هذا الإختلاف؛ إلى التباين و عدم الإتفاق حول الغرض من وراء حيازة و الإحتفاظ بتلك الأصول الإحتياطية لدى بلد ما، فضلا عن الإختلاف فيما يخص العناصر الداخلة في مكوناتها. إذ لا يمكن الجمع بين العناصر المشكلة لإحتياطات النقد الأجنبي و وضعها في بوتقة واحدة، و هذا نظرا لوجود شئ من التباين في درجة سيولتها، رغم أن هنالك شبه إجماع حول الدور المناط للعناصر المشكلة لإحتياطات النقد الأجنبي في مواجهة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات. و بالتالي لا يوجد تعريف واحد يمكن الأخذ به حتى لو تميز هذا التعريف بالدقة المتناهية، نظرا للتغيرات الدائمة و المستمرة في ملامح الإقتصادية و النقدية دوليا.

و إنطلاقا من طبيعة و مكونات إحتياطات الصرف من النقد الأجنبي، و إرتباط عملية تراكمها بالظروف و المواقف الطارئة التي قد يتعرض لها البلد المعني، و المتمثلة في صعوبات الوفاء بالإلتزامات القصيرة الأجل؛ إستطاع العديد من الإقتصاديين صياغة مجموعة من التعارف المتعلقة بمدلول إحتياطات الصرف الأجنبي، و التي يدور مضمونها كالتالي:

حيث رأي الإقتصادي هيللر (Héller) سنة 1966، بأن الإحتياطات الدولية: " هي عبارة عن وسائل دفع دولية تتميز بخاصيتين هما:

- تتمتع بالقبول من جميع المتعاملين الخارجيين.
- التعبير عن قيمتها بوحدات نقدية خارجية معروفة دوليا على وجه اليقين¹."

يشير التعريف المقدم من طرف الإقتصادية هيللر (Héller) لمفهوم إحتياطات الصرف الأجنبي، على أنها أصول مالية بالعملة الأجنبية في حالة كاملة السيولة أو أقرب من السيولة المثلى، أي جاهزة و لا يوجد عائق أمام إستخدامها، إلى جانب ذلك تحطي بالقبول العام في المعاملات الإقتصادية الدولية. من خلال هذا التعريف نلاحظ التركيز على خاصيتين:

- الأولى: صفة القبول العام في المعاملات الدولية من جميع المتعاملين الإقتصاديين، سواء على المستوى الداخلي أو في الخارج.

- الثانية: يعبر عن قيمة الأصول الإحتياطية بوحدات نقدية أجنبية قوية (جديرة) و موثوق بها.

¹ - تم وضع هذا التعريف من طرف الاقتصادي هانز هيللر H.Héller سنة 1966 ، و ذلك من خلال مقال عنوانه "Optimal International Reserves" و المنشور في مجلة : Economic Journal Vol76 .

من خلال ما توصل إليه هيلر حول مفهوم إحتياطيات الصرف الأجنبي، و تميز هذه الأخيرة بصفة القبول العام إضافة إلى كونها أصول بالعملة الأجنبية، يفيد ذلك بأن تركيبة إحتياطيات النقد الأجنبي الموجودة بحوزة السلطات النقدية و تحت سيطرتها، تتضمن الأصول التالية:

- الحيازة الرسمية للذهب النقدي.
- العملات الأجنبية القابلة للتحويل (القوية).
- مركز شريحة الذهب (الوقف) لدى صندوق النقد الدولي.

غير انه خلال نهاية الخمسينيات و بداية التسعينيات من القرن الماضي، تعاضم الشك حول مستقبل الدولار الأمريكي و دوره كعملة جديرة بتوفير السيولة الدولية بكميات ملائمة، الشيء الذي جعل صندوق النقد الدولي يتجه إلى إبتكار سنة 1969؛ وحدات حقوق السحب الخاصة، و التي أصبحت بمثابة وسيلة لتسوية المدفوعات الدولية و أداة لتسوية العجز في ميزان المدفوعات. و بالتالي توفر وسيلة جديدة ضمن مكونات إحتياطيات الصرف الأجنبي.

و تعرف الطبعة الحامسة من دليل ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي، الإحتياطيات الدولية على أنها: " تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية و التي تتحكم فيها من أجل التمويل المباشر لإختلالات المدفوعات، و التنظيم غير المباشر لكميات هذه الإختلالات من خلال التدخل في سوق الصرف للتأثير في سعر العملة أو لأغراض أخرى¹ . "

يركز تعريف صندوق النقد الدولي لإحتياطيات الصرف الأجنبي، على المفهوم الوظيفي للسلطات النقدية، بصفتها الهيئة الرسمية التي تتولى الإحتفاظ بالإحتياطيات الدولية و إدارتها؛ بما في ذلك الإحتياطيات الناتجة عن المعاملات مع صندوق النقد الدولي. فحسب هذه المؤسسة المالية دولية، الأصول الإحتياطيات بالعملة الأجنبية تخضع لسيطرة السلطات النقدية و تستخدم في تسوية الإلتزامات على المستوى الدولي في الحالات الطارئ. ففي حالة ملكية الأصول الخارجية بالعملة الاجنبية لمؤسسة غير السلطات النقدية، فلا يمكن إجراء التعاملات بإستخدام هذه الأصول، إلا بشروط تضعها السلطات النقدية أو بموافقتها الصريحة، و بالتالي يستند مفهوم الأصول الإحتياطيات إلى مفهومي السيطرة و إتاحة الإستخدام بسهولة. إلا أن هذه الإحتياطيات يجب أن تكون:

- بالإمكان تحويلها إلى أصول و عملات أجنبية أخرى.

- متاحة بسهولة و يمكن إستخدامها عند الطلب.

¹ - Anney KESTER: Internationnal Réerves and Foreign currency liquidity, guidelines for a data template, IMF2001, P. 13 .

- خاضعة لسيطرة السلطات النقدية.

بينما تعرف الإحتياطات الدولية الرسمية حسب البنك المركزي المصري بأنها: " إجمالي الأصول الإحتياطية الأجنبية الرسمية و الأصول الأخرى بالعملات الأجنبية، و التي توجد إما لدى البنك المركزي أو المستثمرة في الخارج"¹.

يتبين من هذا التعريف، بأن إحتياطي الصرف الأجنبي الموجودة تحت تصرف بلد ما، هو إجمالي الإحتياطات الرسمية بالعملات الأجنبية و المتاحة للإستخدام بسهولة و بصورة غير مشروطة من طرف السلطات النقدية؛ و بالتالي يمكن اللجوء إليها بسرعة لتسوية لتسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوعات. بحيث تكون تلك الأصول الإحتياطية متاحة على مستوى البنك المركزي، أو يتم توظيفها في أدوات نقدية خارجية. أما الأصول الأخرى لا يمكن إعتبارها من ضمن إحتياطات الصرف الأجنبي الرسمية بالنسبة لإقتصاد البلد.

حيث يستبعد هذا التعريف من الإحتياطات الرسمية بالعملات الأجنبية، ما للأفراد من ذهب و عملات أجنبية، بالإضافة إلى الأرصدة المالية المحررة بالعملات الأجنبية التي يمكن للبنوك التجارية التعامل بها؛ فضلا عن الإقتراض المتوسط و الطويل المدى من أجل المشروعات الإستثمارية، و من بينها القروض المقدمة من طرف مؤسسة لبنك الدولي للإنشاء.

و تعرف إحتياطات الصرف الأجنبي كذلك، على أنها: " بمثابة صمام أمان يحتفظ به البلد، ويلجأ إليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من آثار الصدمات الخارجية، و التي يمكن أن يتعرض لها الإقتصاد الوطني من جراء علاقته الإقتصادية مع الخارج"².

يشير هذا التعريف، إلى أهمية دور إحتياطات الصرف الأجنبي من خزين الأصول النقدية الأجنبية ذات السيولة الكاملة (الممتازة)، و المحتفظ بها لدى البنك المركزي فعلا. بحيث يستطيع البنك المركزي (السلطات النقدية) إستخدامها بدون شرط أو قيد. و بالتالي توفر للبلد القدرة على مواجهة الظروف غير المتوقعة، مع إمكانية تمويل الإختلالات الخارجية دون الحاجة إلى اللجوء لأي شكل من تدابير التكيف. فهذا المفهوم يركز على جانب الحماية و الأمن من آثار الصدمات الخارجية، و يضع على عاتق إحتياطات الصرف الأجنبي مسؤولية تمويل الإقتصاد المحلي في حالات الصدمة الخارجية.

¹ - البنك المركزي المصري : النشرة الإحصائية الشهرية ، العدد 27 ، أبريل 2005 .

² - Jone williamson : " Exchange reserves as shock absorbers", serie in Economic development, Oxford university prees, 1988,P.18.

كما يمكن تعرف إحتياطات الصرف الأجنبي بأنها : " نقود و قيم محفوظة لتحقيق أهداف إقتصادية، من أجل مواجهة الحاجة للسيولة أو الوفاء بالمدفوعات القانونية¹". أو هي عبارة عن : " إمكانية الدفع الدولية المقبوضة من طرف الدولة"².

يذكر هذا التعريف بأن إحتياطات الصرف الأجنبي، تأخذ شكل نقود و أدوات دفع دولية محتفظ بها و جاهزة للإستخدام في تسوية المدفوعات الدولية، و هذا يعني أن الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي (الأرصدة الرسمية)، يجب أن تكون تحت الطلب من أجل مواجهة الحاجة للسيولة بالعملات و خاضعة لسيطرة السلطات النقدية.

في المقابل، يعرف قاموس الإقتصاد و العلوم الإجتماعية لسنة 1993، إحتياطات الصرف بأنها : "مجموعة وسائل الدفع الدولية المحفوظة و المسيرة من طرف البنك المركزي لحساب الأمة ، و موجهة لتمويل التبادلات الخارجية"³.

و في نفس الإتجاه ، تعرف الطبعة 2009 لقاموس الإقتصاد و العلوم الإجتماعية إحتياطات الصرف الأجنبي كونها : " مجموعة وسائل الدفع الدولية التي يحتفظ بها و يسيرها المصرف المركزي لحساب الأمة و الموجهة لتمويل مبادلاتها الخارجية"⁴.

بينما يشير قاموس الإقتصاد و العلوم الإجتماعية، إلى الجانب المحاسبي الكمي لإحتياطات الصرف الأجنبي. بحيث الأصول الإحتياطية الرسمية هي عبارة عن مجموع وسائل الدفع الدولية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية(البنك المركزي) و لحساب الأمة. كما يرتبط إستخدامها بالتمويلات و المبادلات الخارجية، خاصة في حالات العجز في ميزان المدفوعات. غير أنه لا يأخذ هذا التعريف في الحسبان، ما بحوزة الأفراد و المؤسسات الخاصة من ذهب و أصول محررة بالعملات الأجنبية، و بالتالي لا يمكن إعتبار تلك الأصول من ضمن إحتياطات الصرف الرسمية.

و يرى الإقتصادي سامويلسون و آخرين، بأن : "جميع الدول تحتفظ بقدر من الإحتياطي ، على شكل ذهب أو عملات لدول أخرى ، أو حقوق سحب خاصة. فالإحتياطات الدولية تقيد (كعملة دولية) تستخدم حين تواجه صعوبات في ميزان مدفوعاتها . إذا كانت الدولة مستعدة للسماح لسعر عملتها بأن يبقى معوما بحرية ، فإنها تحتاج لأية إحتياطات"⁵.

¹ - MAURICE DENIS : LEXIQUE DE L'ECONOMIE ET DE LAGETION, EDITION LABOR 1976, P 193 .

² - MAURICE DENIS : OP – CIT – PAGE 194 .

³ - DICTIONNAIRE D'ECONOMIE ET DE SCIENCES SOCIALES : EDITION NOTHON, PARIS, 1999, P 350 .

⁴ - DICTIONNAIRE D'ECONOMIE ET DE SCIENCES SOCIALES : EDITION BERTI, ALGER, 2009, P 860 .

⁵ - بول آ. سامويلسون و آخرين : الإقتصاد، ترجمة هاشم عبد الله، الدار الأهلية للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة 2001 ، ص 788 .

من خلال ما ذهب إليه الإقتصادي سامويلسون و آخرين، يتبين أن إحتياطات الصرف الأجنبي تؤلفها كافة العناصر و الأدوات النقدية الأجنبية ذات السيولة العالية (الذهب و العملات النقدية)، و العناصر الأخرى الأقل سيولة كحقوق السحب على صندوق النقد الدولي؛ و التي تكون تحت تصرف السلطات النقدية و جاهزة للإستخدام في مواجهة التقلبات التي تطرأ على ميزان المدفوعات. حيث يتضح أن هنالك علاقة توازنية، بين حجم إحتياطات النقد الأجنبي التي يجب الإحتفاظ بها و عجز ميزان المدفوعات. فضلا عن الحاجة لحيازة تلك الأصول الإحتياطيات في تجسيد سياسة نظام سعر الصرف المنتهجة، فبعض البلدان قد لا تكون في الحاجة لتكوين مستويات هامة من إحتياطات الصرف الأجنبي، للدفاع عن سعر صرف العملة أو إسترجاع توازنها الإقتصادية؛ و هذا نظرا لإتباع سياسة تعويم سعر صرف عملتها المحلية.

يستنتج من التعاريف الواردة أعلاه، أن مفهوم إحتياطية الصرف الأجنبي، ترتبط بمعايير "المتاحة بسهولة" و "الخاضعة لسيطرة" السلطات النقدية (البنك المركزي). فالأصول المتاحة بسهولة يقصد بها، بأنها سائلة يتم إستخدامها و تداولها دون صعوبات تذكر، أي يمكن شرائها و التخلص منها بالسرعة المطلوبة و بأقل تكلفة. و تسمى عملات أجنبية قابلة للتحويل و يمكن إستخدامها في تمويل العجز الناشئ في ميزان المدفوعات و دعم سعر صرف العملة المحلية. فالذهب النقدي و حقوق السحب الخاصة بالإضافة إلى الوقف لدى صندوق النقد الدولي، هي أصولا إحتياطية يمكن إمتلاكها و إستخدامها بسهولة و بدون أي شرط. كما أن مفهوم السيطرة لا يمنح بموجب ملكية الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي. ففي بعض الحالات، تكون فيها هيأت أو مؤسسات (عدا البنك المركزي) تمتلك أصول بالعملات الأجنبية، و لا يمكنها إجراء التعامل على هذه الأصول الأجنبية إلا بموافقة السلطات النقدية. فالسيطرة على إحتياطات الصرف الأجنبي، تعني تحكّم السلطات النقدية و حريتها في إستخدام و إدارة تلك الأرصدة النقدية بالعملات الأجنبية.

2-1)- الخصائص المميزة لإحتياطات الصرف الأجنبي: يمكن إظهار الخصائص المميزة للإحتياطات الدولية، و ذلك من خلال تمييز كل عنصر إنطلاقا من درجة سيولته، و التي يمكن الإشارة إليها كالتالي:

- مدى تحكّم السلطات النقدية و حريتها في إستخدام أرصدها الإحتياطية المتاحة بالعملات الأجنبية، حيث وجود أي شرط أو قيد محلي أو خارجي على إستخدامها، كالإحتفاظ بجزء من تلك الأرصدة الإحتياطية بالعملات الأجنبية كغطاء للإصدار النقدي المحلي وفق تشريع وطني؛ يجعل عندئذ الجزء المحتفظ به يفقد سيولته و بالتالي يصبح خارج مكونات السيولة الدولية.

- مدى القبول الذي تتلقاه العناصر المكونة للاحتياطات الدولية من بلد لآخر في تسوية الإلتزامات و المبادلات القائمة دولياً، إذ تبين بأن أحد البلدان قد تردد في قبول ذلك العنصر، سيؤثر ذلك على سيولة العنصر و إنتمائه للعناصر المكونة للسيولة الدولية.

- تتحدد درجة سيولة العنصر المكون لإحتياطات الصرف من خلال مصدرها، إذ كانت تابعة من الكيان الإقتصادي للبلد، نتيجة تحقيق قائض في الميزان التجاري أو فائض مصدره حركة تدفق رؤوس الأموال الدولية الطويلة الأجل؛ أو يتم الحصول على السيولة من مصادر خارجية، فغناصر السيولة الدولية في الحالة الأولى تتمتع بدرجة سيولة عالية مما هو عليه في الحالة الثانية. كما أنه تنشأ حاجة البلد للسيولة الدولية، نتيجة معاملاته الاقتصادية مع العالم الخارجي و التي تعكسها فقرات ميزان المدفوعات، و خاصة رصيد الاحتياطات بالنقد الأجنبي.

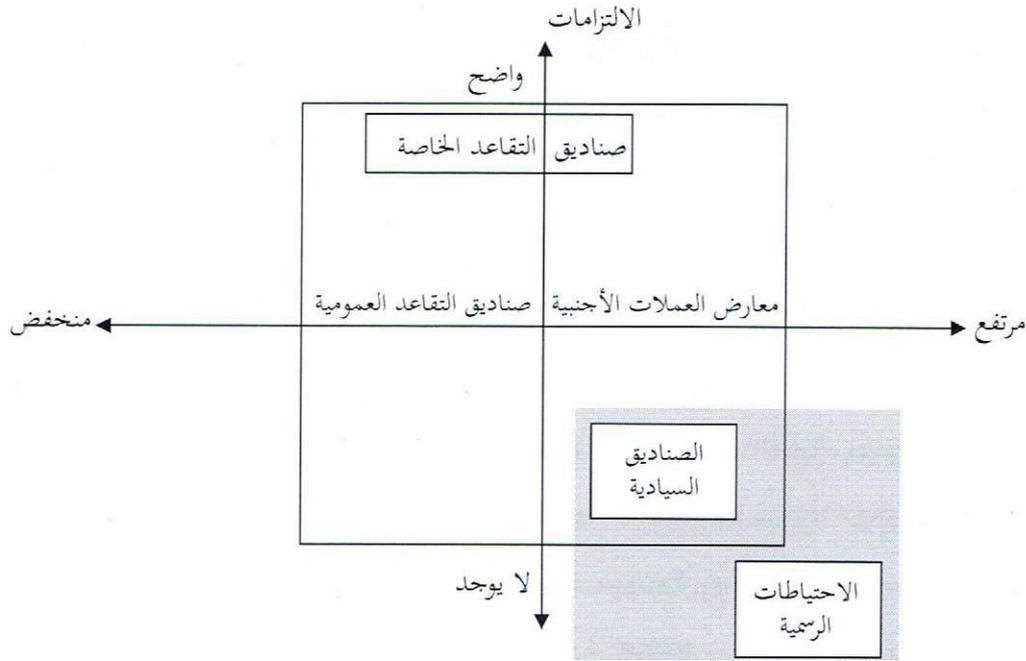
- لا بد من الوجود الفعلي للأصول الاحتياطية (متاحة عند الطلب عليها)، أما بخصوص حدود التسهيلات الإئتمانية التي يمكن السحب منها، فلا يمكن إعتبارها أصول احتياطية لأنها ليست مستحقات قائمة؛ غير أنه يمكن الإبلاغ و الإفصاح عنها من خلال المعلومات الإضافية.

- الأصول المرهونة غير المتاحة للإستخدام بسهولة و الأصول المقيدة وفق طرق مختلفة، تستثنى و لا يمكن إعتبارها من مكونات الاحتياطات الرسمية التي تمتلكها السلطات النقدية، كما لا تدرج العقارات التي ترجع ملكيتها للسلطات النقدية من ضمن الإحتياطات الرسمية؛ لأنها لا توجد في حالة سائلة.

- بالنسبة للمستحقات الخارجية (أي المستحقة لغير المقيمين في البلد) التي تقع ضمن الملكية الفعلية للسلطات النقدية تعتبر أصولاً احتياطية، حيث أن الملكية ليست الشرط الوحيد الذي يجسد السيطرة على تلك الأصول، ففي الحالات التي تحوز المؤسسات و الوحدات الاقتصادية (غير البنك المركزي) في الاقتصاد أصول بالعملة الأجنبية؛ يخصص لها ذلك وفق تنظيمات و أحكام قانونية تحدد من طرف السلطات النقدية، أو بناء على إقرارها الصريح. حيث تعتبر تلك الأصول ضمن الأصول الاحتياطية بسبب إخضاعها للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية.

- تحويلات مستحقات العملة الأجنبية بإتجاه السلطات النقدية من الوحدات المؤسسية الأخرى قبل تاريخ إلغاء التحويلات، حيث يعرف ذلك بإسم " تجميل الواجهة "، و بالتالي لا يمكن إعتبار تلك الأصول من ضمن الاحتياطات مع إمكانية إراجها ضمن المعلومات المصاحبة للاحتياطات الدولية. و لتوضيح مدى حرية السلطات في التصرف بمخزون احتياطي الصرف الأجنبي مقارنة بالمجمعات الأخرى بالعملة الأجنبية، أنظر الشكل أدناه:

الشكل رقم (I-1) مساحة حرية تصرف السلطات النقدية في مخزون الاحتياطات الدولية



Source: Morgan Stanley, 2007

2-2)- تصنيفات إحتياطات الصرف الأجنبي و أنواعها: تمثل إحتياطات الصرف لدى بلد ما، في الأصول المالية الأجنبية التي تكون متاحة و موجودة تحت تصرف السلطات النقدية لإستخدامها في التمويل المباشر لإختلالات ميزان المدفوعات، و التنظيم غير المباشر لكميات تلك الإختلالات من خلال التدخل في أسواق الصرف الأجنبي، أو لأغراض أخرى. غير أن تصنيف إحتياطات الصرف بالنسبة للعديد من البلدان، يتم ضمن تصنيفين أساسيين، الأول يعتبر إحتياطات الصرف من النقد الأجنبي؛ أصولا مالية ذات طابع دولي، يمكن الإحتفاظ بها وإستخدامها للحد من آثار الصدمات التي تقترن عادة بالأزمات الإقتصادية الخارجية.

بينما يأخذ التصنيف الأخر، دور إحتياطات الصرف الأجنبي في دعم و مساندة السياسات الإقتصادية المنتهجة من طرف حكومات البلدان المختلفة، خاصة السياسة النقدية و سياسات أنظمة الصرف المتبعة؛ حيث ينعكس التسيير الحسن للإحتياطات في زيادة ثقة المتعاملين الإقتصاديين في السياسات الإقتصادية للبلد، و على وجه الخصوص السياسة النقدية.

2-2-1)- تصنيفات إحتياطات الصرف الأجنبي: هنالك عدة تصنيفات لإحتياطات الصرف الأجنبي يمكن الإشارة إليها والتي تؤكد مجموعة من الصفات، و هي أنها أصول أجنبية موجودة تحت تصرف السلطات النقدية(البنك المركزي)، كونها " وسائل دفع ذات القبول الدولي إضافة للذهب النقدي؛ و هذا من جانب عرض إحتياطات الصرف الأجنبي. أما من جانب الطلب، فهي من أجل تسوية العجز الطارئ في ميزان المدفوعات¹ ". حيث يستطيع أي بلد الحصول على العناصر الإحتياطية من النقد الأجنبي، كالذهب و القطع النقدية الأجنبية، من خلال عمليات إقتصادية أو مالية؛ أي تحقيق فائض في الميزان التجاري أو فائض في ميزان المعاملات الرأسمالية الطويلة الأجل، بمعنى ذلك أن البلد يكسب حجم من إحتياطات الصرف بشكل تلقائي من جراء تصديره لسلعة أو تعهده للخارج بتقديم خدمة معينة. كما يستطيع البلد في المقابل أيضا أن يحصل على " بعض الأصول الإحتياطية، من خلال عملية إقتراض خارجي بهدف تسوية إلتزاماته الدولية² ". و مما سبق، يمكن تصنيف إحتياطات الصرف و ذلك وفق شيء من التباين حول تصنيفها إستنادا إلى درجة سيولتها كالتالي:

2-2-2)- تصنيفات مؤسسة صندوق النقد الدولي: يرى صندوق النقد الدولي، بأن هنالك فرق بين عناصر السيولة الدولية التي تعود ملكيتها للبلد، و بين تلك العناصر المشكلة للسيولة الدولية التي يمكن إقتراضها من الخارج؛ بحيث لا يستطيع البلد اللجوء إلى إستخدامها، إلا إذا توفرت بعض الشروط ضمن حدود معينة. لهذا يعتبر العديد من الإقتصاديين هذه العناصر على أنها من الدرجة الثانية، مقارنة بعناصر السيولة غير المشروطة، و بشكل عام يصنف صندوق النقد الدولي إحتياطات الصرف على النحو التالي:

(أ)- إحتياطات الصرف المملوكة(السيولة المملوكة): يقصد بإحتياطات الصرف المملوكة، بتلك الأصول الإحتياطية التي هي بحوزة البلد(السلطات النقدية)، أي يمتلكها البنك المركزي ملكية مطلقة؛ و من ثم بإستطاعته التصرف فيها بكل حرية حسب الحاجة و طبقا للظروف الإقتصادية السائدة في البلد، حتى لو تطلب الأمر إنخفاضها إلى أدنى مستوى ممكن. حيث تتألف هذه الأخيرة، من " الأرصدة الذهبية الرسمية الموجودة لدى البنك المركزي، حقوق السحب ضمن الشريحة الذهبية المتاحة على مستوى صندوق النقد؛ القطع النقدية الأجنبية التي يحتفظ بها البلد كإحتياطات، مضاف إليها وحدات حقوق السحب الخاصة(SDRs). فكل هذه العناصر ذات السيولة العالية تدخل في تعداد الإحتياطات المملوكة، و بالتالي تعكس القدرة الذاتية للبلد في مواجهة الإلتزامات الخارجية³ ". كما أن نسبة السيولة

¹ - عبد الكريم شنجار العيساوي و عبد الهدي رحيم : السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية و المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2014، ص20.

² - هاشم حيدر : السيولة النقدية الدولية و البلدان النامية، الأهلية للنشر و التوزيع، بيروت، 1988، ص27-28.

³ - Jocelyn Horn et Dehoon Nohm: International reserves and liquidity, Arrestment, The Australian research council (DRC), P10, www.econ.mq.edu.au/ecoh.../5-2000-Aproo.pdf

الدولية لدى بلد ما، لا بد " أن تأخذ في الحساب، حجم هذه الأصول الأربعة أو الإحتياطات المملوكة إلى إجمالي الإلتزامات الخارجية خلال فترة زمنية قصيرة. حيث يعتبر هذا المعيار أفضل مقاييس السيولة الدولية على مستوى بلد ما، أي يتضح مدى إستطاعة البلد و قدرته على مواجهة الظروف و الإلتزامات الناشئة في المدى القصير¹ ". بحيث إستخدامها غير مرتبط بشروط أو متعلق بأية مدة زمنية محددة، و بالتالي نستطيع القول أن الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية المملوكة، تمثل الخط الأول للسيولة بالعملة الأجنبية؛ و هذا نظرا لكونها تأتي في المرتبة الأولى من المميزات و الأهمية. فحيازة حجم كافي و ملائم من العناصر الإحتياطية المكتسبة(المملوكة)، يعني ذلك عدم حاجة البلد المعني إطلاقا، لطلب إستخدام الأرصدة النقدية التي يمكن الحصول عليها عن طريق الإقتراض الخارجي. فمن شأن الإستعانة بهذه الأخيرة في تسوية الإلتزامات الخارجية، يترتب عنه شروط توجب التقيد بها.

(ب)- **إحتياطات الصرف المقترضة(السيولة المقترضة):** هي كافة العناصر التي يتحصل عليها البلد عن طريق إقتراضها من الخارج بهدف إستخدامها في معالجة العجز الطارئ لميزان المدفوعات. و تتميز عناصر الإحتياطات(السيولة الدولية) غير المشروطة، بصفات خاصة تتمثل في إستخدامها التلقائي، أي هي عناصر ممتازة و كاملة السيولة. أما العناصر الأخرى و التي تدخل ضمن أرصدة الدرجة الثانية، فتتميز بسيولة أقل، على إعتبارها أنها مشروطة بالإستخدام؛ حيث أن البلد الحائز عليها لا يستطيع اللجوء إلى إستخدامها، إلا إذا توفرت بعض الشروط و ضمن حدود معينة. لهذا يرى الكثير من الأخصائيين، هذه العناصر، على " أنها عناصر الخط الثاني، و أهمها: وحدات حقوق السحب الخاصة(SDRs)، و السحب على التسهيلات المتاحة بين البنوك المركزية(إتفاقيات SWAP). فالإحتياطات الدولية المقترضة تمثل إلتزام على البلد، و بالتالي يجب سداد القروض و الفوائد المترتبة عليها(الإقتصاد يتحمل أعباء معينة)، و هذا وفق الفترة المتفق عليها و شروط الإقتراض، سواء من بلدان أخرى أو من مؤسسات مالية دولية مثل صندوق النقد الدولي². فهي أصول إحتياطات لا يمكن إعتبارها على قدم المساواة مع الأصول الإحتياطية المملوكة أو المكتسبة، فالأرصدة المقترضة بالعملة الأجنبية يكون إستخدامها وفق شروط أو قيود تضعها المؤسسة أو الهيئات المالية المقرضة كصندوق النقد الدولي. و بالتالي يتبين بكل وضوح، بأن الأرصدة الإحتياطيات بالعملة الأجنبية المقترضة(المشروطة)، لها دور مساند للأصول الإحتياطية المكتسبة أو المملوكة؛ بحيث يمكن إستخدامها في حالة عدم كفاية موجودات البلد من الأصول الإحتياطية المملوكة لديه.

¹ - رمزي زكي: الإحتياطات الدولية و الأزمة الإقتصادية في الدول النامية مع إرة خاصة عن الإقتصاد المصري، دار المستقبل العربي ، 1994، ص 93.

² - عبد الكريم جابر شنجار : مكونات السيولة الدولية و احتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو ، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية ، القاهرة ، المجلد رقم 05، 2001 ، ص231 .

2-2-3)- تصنيف إحتياطات الصرف وفق الطبيعة الإستثمارية للعناصر المكونة لها:

(أ)- إحتياطات الصرف التي يمكن إستثمارها: تتمثل في الجزء المتكون من " العملات الأجنبية الأكثر تداولاً و قبولاً على المستوى الدولي، إلى جانب كونها أداة للإكتناز و الإيداع، و مكوناً أساسياً للأرصدة الإحتياطية الرسمية دولياً. فالإحتفاظ بالأصول الإحتياطيات في شكل عملات أجنبية، يتيح فرصة واسعة لإستثمارها في سندات و صكوك خارج حدود البلد المعني، الأمر الذي يتطلب الحرص و المحافظة على ثبات قيمتها نسبياً؛ أي تجنب أشكال الإستثمار التي قد تعرض تلك الأصول بالعملات الأجنبية إلى التدهور و الخسارة. أي يجب أن لا يغيب مبدأ الأمان و السيولة في حالة إستثمار و توظيف الموجودات الإحتياطية من العملات الأجنبية¹. و يستنتج مما سبق، أن إختياطات النقد الأجنبي الممكن إستثمارها في الواقع، ذات سيولة مثلى و تخضع لسيطرة السلطات النقدية؛ مع إرتباطها بالمواقف الطارئة التي يمكن أن يتعرض لها البلد، و خاصة المتعلقة بصعوبة الوفاء بالإلتزامات القصيرة الأجل.

(ب)- إحتياطات الصرف التي لا تدير دخل: يشمل هذا الصنف من الإحتياطات، صافي مركز البلد لدى صندوق النقد الدولي أو ما يسمى بحق السحب التلقائي في حدود الشريحة الذهبية، وحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs)؛ و موجودات الذهب النقدي. حيث يلجأ البلد إلى إستخدام حقوق السحب التلقائي في حدود الشريحة الذهبية، و هذا في حالة عدم كفاية أصدته الإحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي في مواجهة مدفوعاته الدولية أو مشاكل نقدية قد يتعرض لها. حيث يستطيع البلد ممارسة هذا الحق دون قيد أو شرط و حسب إرادته الخاصة. و بالتالي لا يوجد " هنالك فرق من حيث مفهوم السيولة الكاملة بين حقوق السحب غير المشروطة، و العناصر الإحتياطية الأكثر سيولة كالذهب و العملات الأجنبية القوية. بينما وحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs)، يعطي للبلد المعني حق الحصول على تسهيلات إئتمانية قابلة للتحويل من البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي، و بالتالي مصدراً للسيولة و أصل إحتياطي إضافي للإمدادات الموجودة و لتمكين نمو إحتياطات النقد الأجنبي الدولي². " في المقابل، يعتبر الذهب أول شكل من أشكال السيولة الذي حظي بالقبول في تسوية الإلتزامات الدولية، و بقي يمثل حتى الوقت الحالي مؤشر للمصداقية الإئتمانية لأي بلد، و إن كان دوره سجل تراجعاً كبيراً على المستوى النظام النقدي الدولي؛ و هذا عندما أخذ العالم يشعر بأن هذا المعدن النفيس، غير قادر على مواجهة متطلبات التبادل و تسوية الإلتزامات الناجمة في إطارها الدولي بسبب تضائل كمياته. فالعناصر الإحتياطية المكتسبة و التي تم التعرض لها أعلاه، أي مركز

¹ - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطات النقدية الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية ، صندوق النقد العربي ، أبوظبي، 2014 ، ص 02-01 .

² - Report to congress on the USA of SDRs, by IMF member coteries-august, 2010 , P1-2 .

البلد الإحتياطي لدى صندوق النقد الدولي، وحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs)، إضافة لموجودات الذهب النقدي؛ ليس لها محال استثماري يمكن من خلاله تحقيق أي فائدة أو مكاسب رأسمالية.

2-2-4)- تصنيفات أخرى خاصة بإحتياطات الصرف الأجنبي:

(أ)- **الإحتياطات الصرف العادية:** تعني مجمل الأصول الإحتياطية المتاحة لدى السلطات النقدية دون الأخذ في الإعتبار، الإلتزامات المستقبلية بالعملة الأجنبية على عاتق البلد. وهذا نظرا لقدرة البلد المعني على الإقتراض الخارجية الميسر كلما نشأ الحاجة لذلك، أو تفائل السلطات النقدية بإتجاه الأحداث الإقتصادية المستقبلية، سواء كان ذلك متعلق بحجم العجز المتوقع؛ أو توفر وسائل ملائمة لمواجهة العجز. و مما لا ريب فيه، أن الأزمات التي عرفها العالم خلال العشرية الأولى من القرن الحالي، بينت أهمية و ضرورة الأخذ في الإعتبار المستحقات القريبة الأجل، في إحتساب و تقدير الإحتياطات النقدية الأجنبية المتاحة لدى السلطات النقدية. و بالتالي إمكانية الحكم على موقف السيولة الدولية لدى البلد. فعدم الأخذ بقيمة و حجم الإلتزامات المستحقة و خاصة القصيرة الأجل، قد يجعل البلد أكثر تبعية و إضعافا لموقفه المالي أمام العالم الخارجي، مما يتسبب في توقف القطاع العام عن تسديد إلتزاماته؛ و إلحاق الضرر بوتيرة تدفق رؤوس الأموال إلى داخل البلد و هبوط مستواها. الشيء الذي يطرح فكرة خصم المستحقات المستقبلية على عاتق البلد، من إجمالي الموجودات الإحتياطية من النقد الأجنبي وفق إطار زمني مدرس. و عليه لا بد أن يقتصر الحجم الأساسي للأصول الإحتياطية و المستخدمة في مؤشرات الإحتياطي، على الأصول الكاملة السيولة و تحت الطلب، أي خاضعة لسيطرة السلطات النقدية.

(ب)- **الإحتياطات الصافية:** تتمثل في صافي " الأصول النقدية الأجنبية المحتفظ بها لدى البلد ما، مخصوم منها الإلتزامات الخارجية القصيرة الأجل بالعملة الأجنبية، أي الرصيد الناتج عن معاملات المقيمين داخل البلد مع غير المقيمين (الخارجيين). حيث تتميز الأصول الإحتياطية الصافية بكامل السيولة أو بالصفة المثلى للسيولة، و غالبا ما تكون تحت سيطرة السلطات النقدية¹. كما أن حيازة بلد ما لحجم ملائم من الأصول الإحتياطية الصافية، هو بمثابة مؤشر على تحسن موقف السيولة بالعملة الأجنبية لهذا البلد، و مدى قدرته على تجنيد وسائل دفع دولية دون صعوبات؛ لإستخدامها في حالة عجز ميزان المدفوعات. فإستبعاد الإلتزامات القصيرة الأجل بالعملة الأجنبية و عدم إعتبارها من ضمن الأصول الإحتياطية الصافية؛ نظرا لكونها تمثل أصول مستحقة بالعملة الأجنبية و مرتبطة بمدى زمني قصير الأجل، و لا يجوز تأجيلها أو إعادة جدولتها إلا بشروط. مما قد يترتب عنه

¹ - أحمد شفيق الشاذلي: طرق تكوين و إدارة الإحتياطات النقدية الأجنبية، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية، مرجع سابق، ص 05-06.

صعوبات لدى بعض البلدان في مواجهة دائمية الوفاء بالإلتزامات الخارجية، خاصة في حالة تزامن وقوع أجال تسوية تلك الإلتزامات القصيرة الأجل بظروف طارئة و غير ملائمة. الشيء الذي قد يضع موقف السيولة بالعملات الأجنبية للبلد في حالة يصعب مواجهتها.

3)- المعايير الواجب توفرها في إحتياطات الصرف الأجنبي: من خلال التعاريف السابقة الذكر، نلاحظ أن هنالك مجموعة من المعايير يشترط توفرها في إحتياطات الصرف الأجنبي و التي تتمثل كالتالي:

أولاً : أن تكون قابلة للتحويل إلى أصول (عملات) أخرى CONVERTIBILITY و متاحة بسهولة و خاضعة لسيطرة السلطات النقدية ، و الأصول المتاحة بسهولة تعني أنها سائلة و قابلة للتحويل متى نشأت الحاجة لذلك ، أي أنها تشتت و تباع و تصفى بأقل تكلفة ممكنة .

ثانياً : لا يأخذ بعين الاعتبار الديون الخارجية للسلطات النقدية و هو مقصور على مستحقات السلطات النقدية بالنسبة لغير المقيمين ، باستثناء الإلتزامات المستحقة على الحكومة .

ثالثاً : يعتبر الذهب و العملات الأجنبية القابلة للتحويل و المركز الإحتياطي للدولة لدى صندوق النقد الدولي (حقوق السحب غير المشروطة من الصندوق في حدود الشريحة الإحتياطية) و حقوق السحب الخاصة SDRs أصولاً إحتياطية لأنها متاحة و مقبولة من قبل السلطات النقدية لمختلف بلدان العالم ، و تستخدم في تسوية المدفوعات الدولية الناجمة عن تدفقات التبادل السلعي و الخدمات و إنتقال العمالة بالإضافة لحركة إنتقال رؤوس الأموال على المستوى الدولي .

رابعاً : تصل حاجة البلدان المختلفة من هذه الإحتياطات إلى أدنى مستوى لها، إذا سجلت موازين مدفوعاتها حالة من التوازن، تم تزداد الحاجة إلى إستخدامها مع زيادة معانات موازين مدفوعات تلك البلدان للإختلالات التي قد تتعرض لها في علاقاتها التبادلية مع العالم الخارج.

المطلب الثاني : مصادر تشكل إحتياطات الصرف الأجنبي.

تعتبر العملات الأجنبية القوية عامة و الأصول الإحتياطية الدولية بالإضافة للذهب النقدي، مصدراً هاماً من مصادر الرصيد النقدي بالنسبة للمدفوعات الخارجية لدى بلد ما. فالإقتصاديات الوطنية لا تعيش في عزلة إنتاجية أو إستهلاكية عن باقي بلدان العالم، كما أن تدفق " العملات الأجنبية إلى داخل البلد أو نحو الخارج، هي نتيجة لعلاقات البلد الإقتصادي مع العالم الخارجي"¹. حيث يقوم "البلد بتقييد كافة المعاملات التي تتم بين المقيمين في الداخل البلد و باقي بلدان العالم، في سجل

¹ - مصطفى رشيد شيخة : الاقتصاد النقدي و المصرفي ، الدار الجامعية للطباعة و النشر - بيروت، 1981، ص148-149 .

خاص يسمى ميزان المدفوعات¹، " بحيث يظهر من خلاله الموقف المالي الخارجي للبلد، مما يمكن السلطات الحكومية للبلد من إدارة إقتصاد بكيفية أكثر فاعلية.

ففي حالة تسجيل " تدفق العملات الأجنبية و وسائل الدفع الدولية إلى الداخل أكبر من تدفقها نحو الخارج، ينتج عن ذلك تشكل رصيد إيجابي من العملات الأجنبية و وسائل دفع ذات القبول الدولي لدى إقتصاد البلد² ". فوضعية ميزان المدفوعات، هي إنعكاس لقيمة و مستوى إحتياطات الصرف الأجنبي المملوكة لدى إقتصاد بلد ما، ففي حالة الفائض على مستوى ميزان المدفوعات؛ يترتب عن ذلك تزايد في حجم و قيمة الأصول الإحتياطية، بينما أثناء تسجيل عجز تلجأ السلطات النقدية إلى استخدام ما لديها من رصيد إيجابي من العملات الأجنبية و أصول مالية دولية في تسوية إلتزاماتها الخارجية، مما يؤدي إلى إستنزاف تلك الإحتياطات في حالة إستمرار وضعية العجز. فميزان المدفوعات يمثل سجل حسابي يشير إلى مستوى و غنى بلد ما، و هذا من خلال وضعية مستوى و حجم إحتياطات الصرف المتركمة لدى البلد.

(1)- فائض الحساب الجاري كمصدر لتراكم إحتياطات الصرف الأجنبي : يطلق على الحساب الجاري أيضا حساب الدخل، لأنه يضم معاملات تؤثر على حجم الدخل الوطني بشكل مباشر، وتتمثل هذه المعاملات في عمليات التجارة الدولية؛ و المتعلقة بتجارة السلع و الخدمات و التحويلات الخارجية خلال فترة زمنية معينة (السنة). حيث تشكل تلك المعاملات مصدرا رئيسيا في تركيب و الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي.

و يتألف الحساب الجاري من عنصرين، يتعلق " الجزء الأول بالصادرات و الواردات السلعية (التجارة المنظورة) خلال فترة محل التقدير، و يطلق على الفرق بين قيمة الصادرات و قيمة الواردات إصطلاحا بالميزان التجاري؛ و يتعلق الجزء الثاني بالصادرات و الواردات غير المنظورة و تتمثل غالبا، في الخدمات المقدمة إلى الخارج أو إستوفت إستهلكها من جراء إستردادها خلال فترة المعاينة مثل (السياحة، الخدمات المالية و البنكية، خدمات التأمين، خدمات الملاحة،... الخ.)³."

فالتغيرات في صافي الأصول الإحتياطية من القطع الأجنبية لبلد ما، هي إنعكاس للتطورات الحاصلة في ميزان المدفوعات، و هذا نتيجة تحقيق " فائض تجاري بفعل أثر إرتفاع أسعار المواد الأولية المصدرة إلى الخارج (حالة البلدان المصدرة للبترول)؛ أو نتيجة التنافسية الصناعية و الإقتصادية، حالة الإقتصاديات الناشئة مثل الصين و بلدان شرق جنوب آسيا و البرازيل. حيث الفائض

¹ - Bernard Guillochbn, Annie Kawchi : Economie internationale, Dunad, 4eme édition, Paris2003, P174 .

² - Jean-Pierre Allergot, Bernard Courbis : Monnaies, Finances et Mondialisation, DynaSup, librairie Vuibert 2003, P06-07-08 .

³ - محمد زكي الشافعي : مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية ، دار النهضة العربية ، بيروت، ص63-64 .

في ميزان المدفوعات تقابله، زيادة في موجودات البلد من النقد الأجنبي و وسائل الدفع الدولية على مستوى البنك المركزي للبلد المعني¹ . حيث تعتبر العملات الأجنبية أصولاً حقيقية، و هذا من خلال إعتبارها قوة شرائية للبلد بإتجاه باقي الإقتصاديات الأخرى، أي تصبح تلك الأصول حق للبلد يستطيع تنفيذها عندما تنشأ الحاجة لذلك.

و مع نهاية الأزمة التي عاشها الإقتصاد العالمي خلال الفترة 1997-2000، إستطاعت بلدان الإقتصاديات الناشئة ذات التركيز السلعي الموجه للتصدير، و البلدان المصدرة للبترول(OPEC) بفعل إرتفاع أسعار البترول؛ من تركيب مستويات قياسية من إحتياطات الصرف الأجنبي² . كما يعتبر رصيد المعاملات من طرف واحد، المتمثل في الهبات و المنح و الإعانات التي يتحصل عليها البلد من الخارج، بالإضافة لتحويلات العمال المقيمين خارج البلد؛ مصدراً هاماً للحصول على النقد الأجنبي و الذي يمكن أن يصبح ضمن الأصول الإحتياطية المملوكة للبلد.

1-1)- فائض الميزان التجاري كمصدر لتشكل إحتياطات الصرف: يحصل الفائض في الميزان التجاري عندما يحقق البلد " زيادة في صادراته المنظورة و غير المنظورة مقارنة بوارداته من العالم الخارجي، و هذا بفعل إتساع النشاط الإقتصادي المحلي و تنوع هيكله الإنتاجي مع تزايد درجة مرونته و إتساعها، و هي الحالة التي تتحقق غالباً في الإقتصاديات القوية و كذلك الإقتصاديات الناشئة حيث أن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، يجد أساسه الرئيسي في عجز أو فائض ميزان التجاري³ ."

و تعتبر الصين من أهم البلدان التي أصبحت تتمتع بفائض تجاري منذ أواخر القرن الماضي، وبداية العقد الأول من القرن الحالي. ففي "الفترة 2001-2006، و نتيجة إفتتاح الصين على الإستثمارات الأجنبية و إتباع سياسة التركيز على التصدير، جعل هذا البلد يسجل فائض تجاري وصلت قيمته 218 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2007، أي ما يعادل 8 من الناتج المحلي لنفس السنة، و 418 مليار دولار أمريكي في نهاية 2008، أي ما يعادل 9.1 من الناتج المحلي للصن و لنفس السنة. غير الصادرات الصينية لم تحافظ على نفس الحركية بسبب الأزمة المالية التي عرفها الإقتصاد العالمي، مما جعل الفائض التجاري الصيني يتراجع سنة 2011، إلى 202 مليار دولار

¹ - Patrik Artus et Marie Paule Virard : la liquidité incontrôlable , person , Paris 2010 ,P10-12-13 .

² - Patrik Artus : Aquoi ont servi les réserves de change, Revue de l'association d'économie finance, N°:95, Novembre 2009, P 260-262.

³ - Paul.R Krugman et Maurice Obstfeld :Economie internationale, 9eme édition, Pearson Education, France, 2012 , P 341 .

أمريكي؛ أي ما يمثل 2.1 من الناتج المحلي للصين¹. فتحقيق فائض تجاري بشكل متواصل، سمح للسلطات النقدية لهذا البلد، من القيام بعملية تركيب لإحتياطات من النقد الأجنبي عند مستويات قياسية بلغت في نهاية 2012 حوالي 3181 مليار دولار أمريكي.

بالنسبة للبلدان المصدرة للبترول، فقد سجلت فائضا تجاريا لم يسبق له مثيل، و هذا بفعل طفرة أسعار البترول المسجلة خلال سنوات القليلة الماضية. فبعد حالة عدم الإستقرار و التقلبات الحادة في أسعار البترول خلال السنوات الثمانينات و التسعينيات من القرن الماضي، حيث كان متوسط سعر برميل البترول 22.26 دولار أمريكي سنة 1990، لينخفض إلى 17.48 دولار أمريكي للبرميل سنة 1999. و مع حلول القرن الحالي، سجلت "أسعار البترول إرتفاعا متزايدا في الأسواق الدولية، حيث إرتفع متوسط سعر برميل البترول إلى 27.60 دولار أمريكي خلال سنة 2000، ثم 69.08 دولار أمريكي للبرميل سنة 2007، ليصل إلى ذروته في جويلية 2008 مسجلا سعر قياس 148 دولار أمريكي للبرميل. و في سنة 2012، بلغ متوسط سعر برميل البترول 109.45 دولار أمريكي²."

فالإرتفاع القياسي لأسعار البترول خلال العقد الأول من القرن الحالي، كان له الأثر الأكبر على وضعية ميزان مدفوعات البلدان المصدرة للبترول (OPEC)، و هذا نتيجة التأثير المباشر للميزان التجاري. إذ يتوقف إستقرار و توازن الميزان التجاري على الإيرادات الناتجة عن الصادرات البترولية و التي تتحدد بدورها بمستوى أسعار البترول في السوق الدولية. هذه الوضعية الإيجابية للمركز المالي الخارجي للبلدان المصدرة للبترول، جعلت هذه البلدان تعمل على الإحتفاظ و تركيب لأصول إحتياطية من النقد الأجنبي بشكل متزايد، حيث إرتفع إجمالي إحتياطات الصرف لدى البلدان العربية المصدرة للبترول، إلى حوالي 1172 مليار دولار أمريكي مع نهاية سنة 2012³.

2-1- حسابات الدخل و إرتباطها بتحويلات غير المقيمين (المهاجرين) و المعونات الرسمية:
يقيد في هذه الحسابات، فضلا عن التحويلات المتعلقة بالعاملين غير المقيمين (المهاجرين) و المساعدات الإنمائية الرسمية المقدمة من طرف بلدان أخرى، مجموع مداخيل رأس المال المتمثلة في الفوائد المطبقة على الديون الخارجية (مستلمة أو المدفوعة)؛ و مداخيل السماح لكيان آخر بإستخدام أصول غير منتجة ينشأ عنها ريع. بحيث يتجسد تدفق هذه المداخيل و التحويلات إلى داخل البلد في إستلام المقيمين فيه لهذه المداخيل، و إستلام البلد للمعونات الرسمية (الإيرادات) بالنسبة له. و قد تكون تلك التحويلات و المعونات الرسمية المقدمة للبلد المعني؛ مصدرا مهما للنقد الأجنبي لدى العديد من

¹ - Malhar Nabar et Olof unteroberdoerseter :l'excédent extérieur de la chair dimine ,et ses partenaires commerciaux d'asie en voient les effets ,finance et développement, septembre 2012, P 32.33.34 .

² - Organization of OPEC, Annual statistical Bulletin 2007,2012, P17.82 .

³ - صندوق النقد العربي:التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبوظبي، 2012 ، ص195-196.

البلدان. و بالتالي تكون أرصدة حسابات الدخل في حالة فائض، و هذا عندما يكون مجموع التحويلات و المعونات الرسمية المستلمة من باقي بلدان العالم أكبر من مجموع التحويلات المدفوعة من قبل البلد إلى باقي بلدان الأخرى، بينما تكون حسابات الدخل في حالة عجز عندما تكون أصدتها سالبة.

1-2-1- حساب الدخل الأولي و تحويلات العمال المهاجرين (المقيمين في الخارج): يتناول حساب الدخل الأولي على وجه الخصوص، " المبالغ مستحقة القبض مقابل تمكين كيان آخر من إستخدام العمالة أو الموارد المالية أو الأصول غير المالية لفترة مؤقتة¹ ". حيث تمثل مداخيل العمال المحولة نحو بلدانهم الأصلية، تدفقات بالنقد الأجنبي. و تعرف تحويلات العمال المهاجرين وفقا لصندوق النقد الدولي على أنها: " تحويلات جارية، خاصة تضم السلع و الأصول المالية من مهاجرين أو مقيمين خارج الدولة لفترة سنة أو أكثر إلى أشخاص في دولهم الأصلية² ". كما أن هنالك إتفاق بين مؤسسة البنك الدولي و صندوق النقد الدولي حول رصد و إحصاء تحويلات المهاجرين و التي تنقسم إلى " ثلاثة بنود فرعية هي:

- تعويضات العاملين مكونة من الدخل؛

- تحويلات العاملين مكونة من التحويلات الحارية و كلاهما جزء من الحساب الجاري؛

- تحويلات المهاجرين تمثل مكونا من التحويلات الرأسمالية و التي هي جزء من الحساب الرأسمالي³ ".

فتحويلات العاملين في الخارج نحو بلدانهم الأصلية، يكون لها " أثر كبير على وضعية ميزان المدفوعات للبلدان المعنية، و ذلك من خلال تخفيف الضغوطات التي قد يتعرض لها ميزان المدفوعات تلك البلدان المستقبلة للتحويلات النقدية؛ و ذلك بتحسين مركزها المالي نتيجة تحسن الحساب الدخل، و زيادة تدفق التحويلات النقدية للأجنبية للعمال المقيمين في الخارج⁴ ". حيث تمثل هذه التدفقات بإتجاه بلدانهم الأصلية مصدرا أساسيا للنقد الأجنبي، تزيد في أغلب الأحيان عن قيمة المعونات الأجنبية المقدمة للبلد المعني؛ أو حتى تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر. و بالتالي التحويلات المالية الخارجية لا تساهم في تقليل ندرة الإيرادات بالنقد الأجنبي فحسب، بل توفر مصدرا مهما للإدخار الإضافي و تكوين رأس المال.

¹-صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي، الطبعة السادسة، 2009، ص 09.

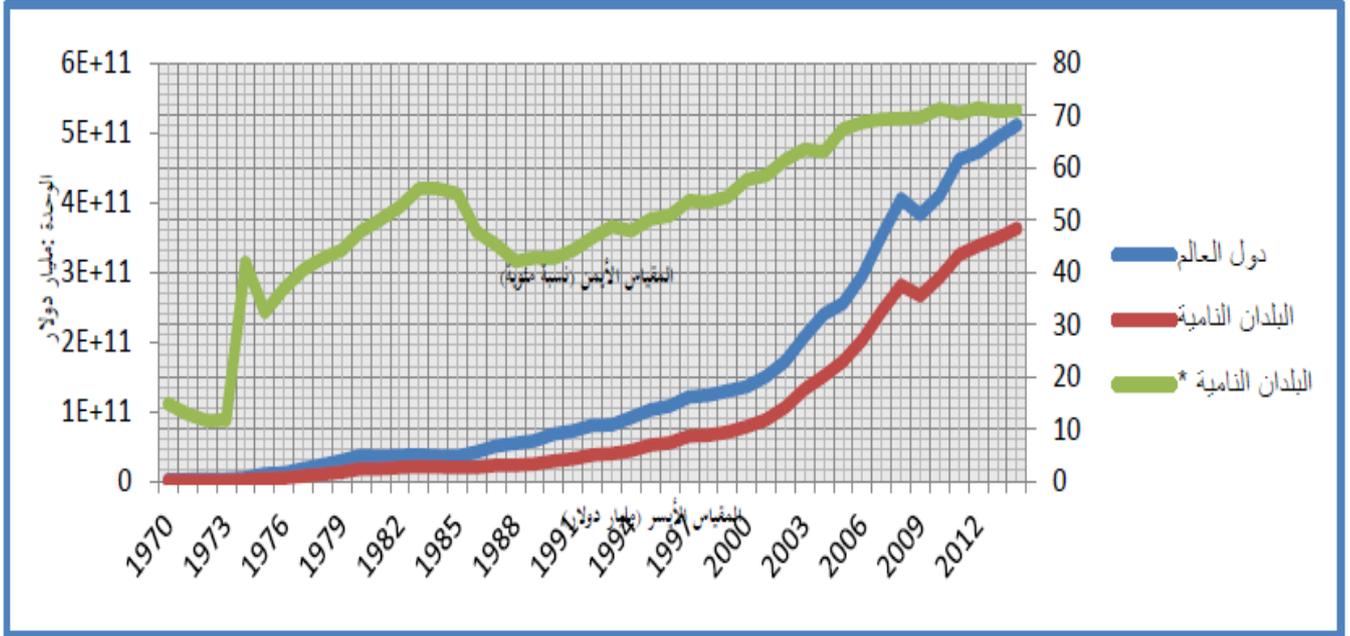
²-صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، أبوظبي، 2006، ص 174.

³-نبيل محمد الطيري: دور تحويلات العاملين في تمويل التنمية في الجمهورية اليمنية 1990-2010، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي العاشر حول التوجهات الحديثة في تمويل التنمية، المعهد العربي للتخطيط، بيروت، الجمهورية اللبنانية، 11-12 أبريل 2011، ص 05.

⁴ - Ibrahim Awad : International Migration Program, The Global économic crisis and migront Worker : Impact and respance, Internnatioal laboure Office, Gerevu , 2009 , P31 .

الشكل رقم (I-2) تطور حجم تحويلات العمال المهاجرين على مستوى الدولي خلال

الفترة 1970-2014



* تدفق تحويلات المهاجرين نحو البلدان النامية تمثل نسبة مئوية من إجمالي تدفقات إلى بلدان العالم.

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على World Bank Data base 2016 و برنامج Exel.

1-2-2- حساب الدخل الثانوي و المساعدات الأجنبية الإنمائية: هي تحويلات " ينتمي أحد أطرافها أو كلاهما للهيئات الرسمية (الحكومات، المنظمات، مؤسسات مالية دولية،... الخ) حيث تتخذ شكل تحويلات نقدية أو هبات و مساعدات عينية يتم تقديمها من منظمات أو هيئات غير مقيمة، مثل عمليات إلغاء الديون الخارجية بمحض إرادة المانحين، أو تقديم مبالغ مالية أو مساعدات عينية عند وقوع الكوارث الطبيعية. كما تضم تلك التحويلات، التعويضات عن خسائر الحرب، و الهدايا المقدمة بكافة أنواعها؛ بالإضافة للقروض الممنوحة بشروط ميسرة. و الملاحظ في التحويلات بصفة عامة، يتم تقييدها و إظهارها في حساب الدخل الثانوي بالقيمة الصافية، أي الفرق بين ما تم الحصول عليه من قبل البلد المعني من مساعدات و ما تم دفعه للخارج¹. كما عرفت لجنة مساعدات التنمية، المعونات الرسمية بأنها: " الموارد المتدفقة من الدول الغنية إلى الدول النامية، و لكن يجب أن تحقق ثلاثة شروط رئيسية هي:

- أن تكون من مصادر رسمية؛

¹ - محمد زكي شافعي : مقدمة في العلاقات الاقتصادية / مرجع سابق ، ص 65 .

- أن تكون بغرض التنمية؛

- أن تحتوي على شروط إمتيازية، أي عنصر المنحة لا يقل فيها عن 25 بالمائة¹ .

و تختلف الوسائل و الأساليب التي يتم من خلالها توفير المنح و المساعدات الإقتصادية للبلدان النامية، حيث" تتراوح بين المنح و القروض الميسرة، و القروض القريبة في شروطها من القروض التجارية. حيث تضاعف عدد الهيئات و المانحين للمساعدات و المعونات، بحيث أصبحت تشمل البلدان ذات الإقتصاديات الأكثر تطورا و البلدان البترولية المرتفعة الفوائض المالية نتيجة الطفرة السعرية للبتروال خلال العقدين الأخيرين² ."

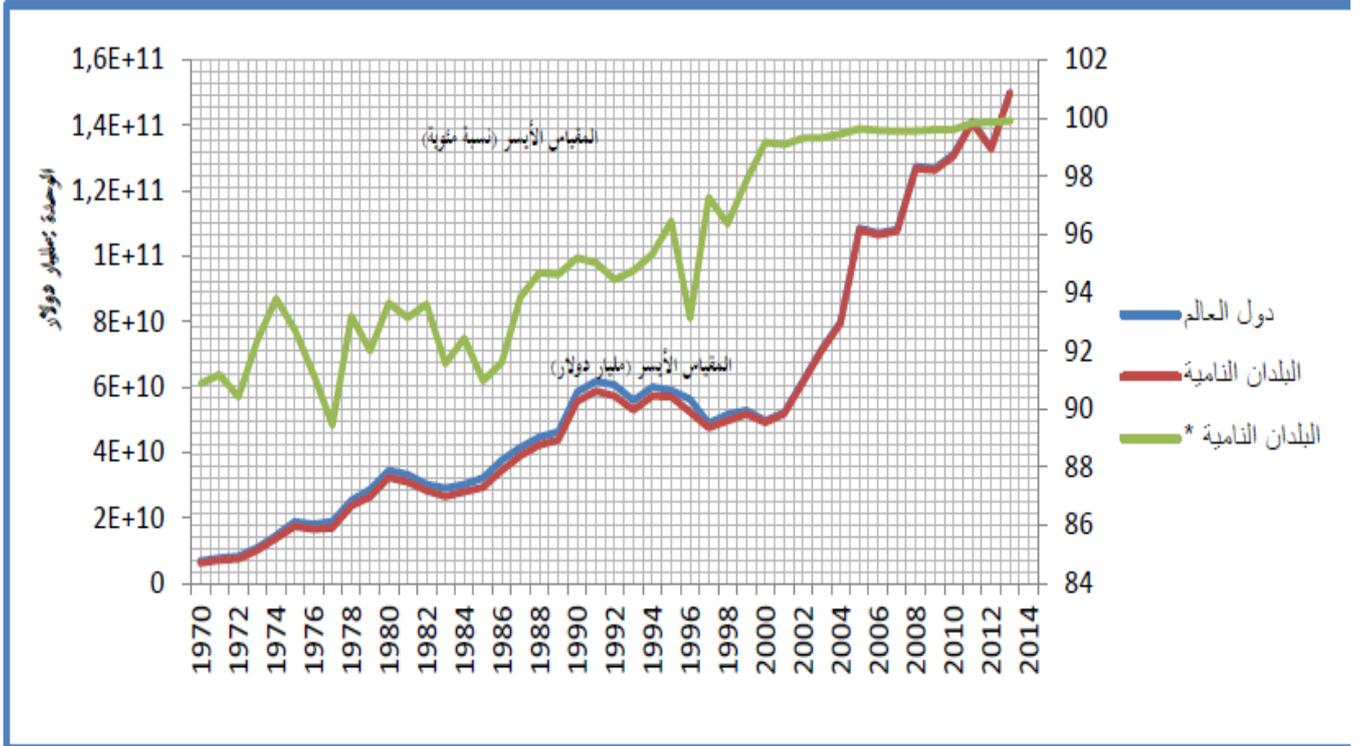
فالمعونات أو الهبات الأجنبية التي يمكن الحصول عليها في إطار العلاقات الثنائية أو الإطار المتعدد الأطراف، يكون لها الأثر الأكبر في تصحيح و علاج الوضعية الصعبة التي قد تعنيها موازين مدفوعات الإقتصاديات ذات الدخل المنخفض. غير أن ما يميز هذه التدفقات و التحويلات في شكل مساعدات للبلدان الفقيرة، هو " شدة تقلباتها و عدم الإنتظام و الوضوح في وصول تلك الهبات إلى البلدان المعنية بالمساعدة، مما يضع أصحاب القرار في هذه البلدان؛ أمام مجموعة من التحديات يصعب التغلب عليها بسهولة. و في الكثير من البلدان الحاصلة على المعونات و المنح الأجنبية، تلجأ إلى الإحتفاظ بتلك التحويلات و تأجيل إنفاقها إلى أجال مستقبلية، و في حالات أخرى يتم صرف المعونات الأجنبية المتحصل عليها وفق وتيرة تدفقها نحو البلد المعني³ ". كما يعتبر إدخار جزء من التحويلات النقدية الأجنبية المتحصل عليها، في شكل أصول أجنبية سائلة يمكن إستخدامها في الأجل القصير، من متطلبات التسيير الراشد للإقتصاد من منظوره الكلي.

¹ -Busher Martin and Von Michel hauff: Development Aid Betwen cultural Encounter and General Conditions of Economic,1995,P.57.

² -فليح حسن خلف : التمويل الدولي ، الوراثة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، 2004 ، ص233 .

³ - صندوق النقد العربي : تحويلات العاملين في الخارج و التنمية الاقتصادية ، التقرير العربي الموحد ، 2006 ، ص03 .

الشكل رقم (I-3) تطور حجم تدفق المعونات و المساعدات الأجنبية خلال الفترة 1970-2014.



* تدفق المعونات الأجنبية الموجهة للبلدان النامية تمثل نسبة من إجمالي تدفق المعونات الأجنبية لبلدان العالم.

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على World Bank Data base 2016 و برنامج Exel.

(2)- فوائض حساب الرأسمالي كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي: تظهر أهمية هذا الحساب من بين حسابات ميزان المدفوعات، و ذلك من خلال تسجيله لمجموع التدفقات المتعلقة بحركة إنتقال رؤوس الأموال مع العالم الخارجي، و تأثير ذلك على الوضعية المالية و النقدية البلد. بالإضافة لما لحركة الذهب النقدي و تدفقات رؤوس الأموال في نشأت القيد الدائن إما بزيادة الخصوم أو حدوث نقص في الأصول و أثر ذلك في تحديد موازنة البلد و مدفوعا ته بإتجاه العالم الخارجي. حيث يقيد في هذا الحساب، " كافة القيود المدينة للأصول غير المنتجة و التحويلات الرأسمالية القائمة بين المقيمين و غير المقيمين¹ ". و يعني ذلك التسجيل المحاسبي لكل العمليات المتعلقة بالحصول و إقتناء الأصول غير المالية غير المنتجة و التصرف فيها. بحيث تضم تلك التسجيلات " عمليات التنازل و بيع الأراضي إلى السفارات، و بيع عقود الإيجار و التراخيص، فضلا عن التحويلات الرأسمالية؛ كقيام

¹- و ليد عيدي: ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، المديرية العامة للإحصاء و الأبحاث ، البنك العراقي، بغداد، ص15.

أحد الأطراف بتوفير موارد للأغراض الرأسمالية دون الحصول في المقابل على أي قيمة اقتصادية كعائد مباشر¹. كما أنه تبين، بأن العلاقة بين " صافي الحسابات الرأسمالية و ظاهرة تراكم الإحتياطات الدولية في العالم، هي علاقة ذات إتجاه عكسي بالنسبة للمتغيرين. حيث أن إنخفاض صافي الحسابات الرأسمالية يؤدي إلى إرتفاع في مستويات الإحتياطات الدولية. و هذا ما خلصت إليه الدراسة القياسية بإستخدام نماذج معطيات Panal². فخلال الفترة 2005-2009، أظهرت الدراسة أن إنخفاض الحسابات الرأسمالية ب 1 مليار دولار أمريكي، يؤدي إلى إرتفاع الإحتياطات الدولية ب 67.815 مليار دولار أمريكي كمتوسط سنوي خلال الفترة المشار إليها. بينما خلال الفترة 2010-2012، كان إرتفاع الإحتياطات الدولية ب 58.366 مليار دولار كمتوسط سنوي مقابل إنخفاض في حسابات الرأسمالية ب 1 مليار دولار أمريكي. هذا ما يفسر العلاقة التبادلية العكسية بين السلوك التراكمي للإحتياطات الدولية و وضعية حساب الرأسمالي.

(3)- الحساب المالي و تدفق الأصول بالنقد الأجنبي: يتبين من خلال الحساب المالي، صافي القيمة الناشئة من إقتناء الأصول و تسوية الخصوم المالية. فضلا عن بيان و ظهور معاملات الحساب المالي على مستوى ميزان المدفوعات، و كذلك في البيان المتكامل لوضع الإستثمار الدولي نظرا لتأثيرها على حركة الأصول و الخصوم. حيث " يقيد في الحساب المالي المعاملات التي تنطوي على حركة أصول و خصوم مالية تتم بين المقيمين و غير مقيمين. و يشير الحساب المالي إلى الفئات الوظيفية و القطاعات و الأدوات، و أجال الإستحقاق المستخدم في صافي معاملات التمويل الدولية. كما يمكن أن تكون القيود المدرجة في الحساب المالي قيود مقابلة لقيود السلع أو خدمات أو الدخل أو الحساب الرأسمال أو قيود الحساب المالي الأخرى. و تنطوي معاملة الحساب المالي أحيانا على مبادلة أصل بأخر، حيث يمكن مبادلة سند بعملة و ودائع، على سبيل المثال. و في حالات الأخرى، يمكن أن يترتب عن المعاملة إنشاء أصل مالي جديد أو خصم مقابل³. " و نشير إلى أن رصيد المعاملات الرأسمالية بشرطها القصيرة و الطويلة الأجل، تمثل الفرق بين مقدار التغيرات الصافية للأصول المالية الأجنبية التي تمتلكها البلد خلال السنة، و مقدار الإلتزامات الخارجية على عاتق البلد لنفس الفترة. ففي كثير من البلدان" و بفعل حركة تدفق رؤوس الأموال الرأسمالية نحوها، إنتقلت وضعية موازين مدفوعاتها من حالة العجز، إلى تحقيق فائض في رصيدها النهائي؛ و بالتالي زيادة حيازة البلد لأصول مالية أجنبية كإحتياطات عند مستويات هامة⁴.

¹ صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي، مرجع سابق، ص09.

² ترقو محمد: أثر إختيار نظام الصرف و وضعية حساب رأس المال على سلوك الإحتياطات الدولية في الدول النامية- دراسة قياسية بإستخدام نماذج معطيات Panal، مجلة أبحاث إقتصادية و إدارية، العدد الثامن عشر، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2015، ص316.

³ صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي، مرجع سابق، ص133.

⁴ - Paul R. Krugman et Maurice Obstfeld, Marc Militez : économie internationale, Op. cit, P346-347-349.

المطلب الثالث : مكونات إحتياطات الصرف الأجنبي :

تتكون إحتياطات الصرف الأجنبي International Réerves، من كافة "العناصر و الأصول المالية و وسائل الدفع التي تقبل في تسوية المدفوعات الدولية، و التي تسمح بإزالة الإختلالات المسجلة حينما يكون مجموع الجانب المدين في ميزان المعاملات الجارية و الرأسمالية؛ أكبر من الجانب الدائن فيهما، أي إجراء التسوية الحسابية لصافي العجز على مستوى ميزان المدفوعات لبلد ما¹". و لقد تطورت مكونات إحتياطات الصرف الأجنبي بتطور طبيعة العلاقات الإقتصادية الدولية، ففي ظل نظام قاعدة الذهب، كان حجم السيولة الدولية يتوقف على كمية الذهب النقدي، حيث كان هذا النظام يتضمن الظروف الكفيلة بتحقيق التوازن التلقائي بين الدول²."

و برغم من عدم الإتفاق ما بين الإقتصادييين في تحديد العناصر التي تكون إحتياطات الصرف الأجنبي، غير أنه يمكن تمييز أربعة عناصر رئيسية لإحتياطات الصرف كما يتضح ذلك من خلال " بنود ميزان المدفوعات كالتالي :

أولاً - الذهب النقدي .

ثانياً - المركز الإحتياطي لدى صندوق النقد الدولي (حق السحب غير المشروطة من الصندوق في حدود الشريحة الإحتياطية).

ثالثاً - حقوق السحب الخاصة SDRs .

رابعاً - العملات الأجنبية القابلة للتحويل (الارتكازية)³ .

1) - الذهب النقدي : لقد كان الذهب هو العنصر الوحيد المشكل للإحتياطات الدولية في نظام قاعدة الذهب، أو بما يسمى بنظام المعدن الواحد. و تعرف قاعدة الذهب، بأنها " التنظيم النقدي الذي يحدد وحدة قيمة النقد من خلال ربطها بوزن معين من الذهب، أي تحقق المساواة بين وحدة النقد و قيمة ذلك الوزن من الذهب؛ و بالتالي يكون الذهب هو النقد و الغطاء الرئيسي⁴ ". و يعرف دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة لسنة 1993، الذهب: " أنه الذهب المملوك من قبل السلطات النقدية و يخضع لسيطرتها و يعتبر أصلاً من أصولها و معلوماً من إحتياطاتها الأجنبية، و يعامل

¹ - Paul R. Krugman et Maurice Obstfeld, Marc Militez : économie internationale, Op. cit,345

² - عادل أحمد حشيش : العلاقات الاقتصادية الدولية ، دار الجامعة الجديدة للنشر الاسكندرية ، طبعة 1999 ، ص 155 .

³ -Christophe Fourel : d' autre monnaies pour une nouvelle prospérité, le Bord de l'eau ;2015,P.27.

⁴ - Lindert P.H et Kind leberger C.P :economie internation, 7eme édition , Paris ,economica,1983,P493.

الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية عدا البنك المركزي بإعتباره سلعة أو مخزون أو سلعة ثمينة¹ ."

فالذهب من حيث درجة السيولة يعد من أهم العناصر المشكلة للإحتياطات الدولية، حيث كان الذهب النقد المستعمل على الصعيد الدولي قبل الحرب العالمية الأولى. و في ظل قاعدة الذهب الدولية " إعتمدت عملة أو أكثر، بعد أن تحددت قيمتها بالذهب بوصفه عملة إحتياط ترتبط بها عملات البلدان الأخرى، في نفس الوقت تستطيع البلدان صاحبة العملات القائمة (الإرتكازية) من عملتها إلى ذهب من خلال بنوكها المركزية² ". كما كانت السلطات النقدية أثناء قاعدة الذهب الدولية، تقوم بتحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب، و في المقابل ترتبط عملات البلدان التي تسير وفق قاعدة الذهب بأسعار ثابتة. و بموجب إتفاقية بريتون وودز سنة 1944، و طبقاً لميثاق صندوق النقد الدولي و خاصة المادة الرابعة، تحول الدولار الأمريكي إلى "عملة إحتياط دولية بالإضافة إلى الذهب؛ و أصبحت السيولة الدولية تتشكل من الذهب و بعض العملات الوطنية في مقدمتها الدولار الأمريكي، مع إلتزام السلطات الحكومية في الولايات المتحدة الأمريكية تحويل الدولار الأمريكي الورقي إلى ذهب بواقع 35 دولار للأوقية من الذهب³ ".

و كان نتيجة للتصدع الحاصل الذي لحق بالنظام النقدي الدولي خلال سنوات الستينيات من القرن الماضي، و تضاعف طلب البنوك المركزية على الذهب من الولايات المتحدة الأمريكية و سوق لندن، زيادة على حدة أزمة الذهب في تلك الفترة؛ الأثر الأكبر في جعل " البلدان الصناعية الكبرى تقرر إنشاء مجمع الذهب بمساهمة مؤسسات الإصدار التابعة لها سنة 1960، و هذا من أجل تثبيت سعر الذهب بيعة و شراء عند 35 دولار للأوقية. غير أن حدوث أزمة السيولة الدولية سنة 1968 بسبب طاهرة الهروب من الدولار الأمريكي، جعل البلدان الأعضاء في مجمع الذهب لا تتدخل من أجل المحافظة على سعر الذهب في سوق لندن، و هذا نظراً لتكبتها خسائر كبيرة عند قيامها ببيع الذهب بالسعر الرسمي 35 دولار للأوقية؛ بالإضافة لبروز خطر يهدد بذوبان أرصدها الذهبية. مما أدى إلى إمتناع مجمع الذهب عن القيام بمهامه، و بالتالي ظهور السوق المزدوج للذهب:

- سوق نقدية رسمية: يتم فيه التعامل بين البنوك المركزية للبلدان، حيث يحافظ الذهب على سعر 35 دولار أمريكي للأوقية، ليصبح 38 دولار أمريكي بعد التخفيض الأول للدولار سنة 1971؛ و على 42.2 دولار أمريكي بعد التخفيض الثاني سنة 1973.

¹ - دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.

² - عبد الكريم جابر العيساوي: التمويل الدولي مدخل حديث، دار صفا للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 298.

³ - بسام الحجاز: نظام النقد العالمي و أسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009، ص 41.

- سوق تجارية خاصة: حيث يرتبط سعر الذهب بفعل ميكانيزمات قانون العرض و الطلب¹ ".
و إستمر هذا الوضع الشاذ إلى غاية 15 أوت 1971، و هو تاريخ إعلان الرئيس الأمريكي
ريتشارد نيكسون"، فك الارتباط بين الدولار الأمريكي و الذهب؛ أي توقف الولايات المتحدة
الأمريكية عن تحويل الدولار إلى ذهب، و بالتالي تقلص الذهب بشكل كبير في النظام الدولي² ".

و رغم فقدان الصفة النقدية عن الذهب في النظام النقدي الدولي، إلا أن السلطات النقدية و
المتتمثلة في البنوك المركزية عبر العالم، مازالت تمتلك كميات هامة من الذهب يصعب إعتبره من
العناصر المشكلة لإحتياطات الصرف، أو أنه يدخل ضمن مكونات السيولة الدولية للبلد المعني. و هذا
لعدم إمكانية استخدامه مباشرة في دعم سعر صرف العملة الوطنية، و صعوبة تقييمه بسعر ثابت
بسبب تقلب أسعاره في السوق العالمي، كما أن الإحتفاظ به ضمن مكونات إحتياطات الصرف
الأجنبي لا يحقق عائد للبلد المعني، بل على العكس من ذلك قد " يكلف البلد تكاليف مرتفعة. رغم ذلك
فالذهب يبقى سلعة يمكن إستخدامها إذا تطلبت الضرورة ذلك من أجل تسوية المدفوعات الدولية³ ".
كما يجب تمييز " الذهب النقدي عن الذهب الذي يمتلكه الأفراد أو الشركات أو البلدان المنتجة له، و
يتم التعامل فيه بغرض البيع أو الشراء. و الذهب غير النقدي يعامل على أنه سلعة عادية و تقيد
صادراته و وارداته في الميزان التجاري مثل باقي الصادرات و الواردات السلعية⁴". و نشير إلى أن
المغالات في شراء الذهب و محاولة تكديسه من طرف السلطات النقدية، مع إعتبره من مكونات
إحتياطي الصرف الأجنبي يشكل خطورة بما كان، و هذا ما يفسر اتجاه الكثير من الدول إلى التقليل من
حيازة الذهب بكميات كبيرة كأصول إحتياطية. حيث أدركت الكثير من هذه الدول الأخطار الكبيرة التي
قد تواجهها مستقبلا، نتيجة تركيبها لكميات هامة من الذهب كإحتياطات لدى البنوك المركزية و ذلك
بعد نزع عنه الصفة النقدية، و هذا خلال مؤتمر جاميكا 1972؛ حيث أصبح الذهب يعامل على أنه
سلعة مثل السلع الأخرى.

1-1)- دوافع إحتفاظ البنوك المركزية بالذهب: من خصوصيات الذهب النقدية و السلعية خضوعه"
لقواعد الطلب و العرض و تكاليف الإنتاج، زيادة على كونه معدن مرن للغاية يمكن سبكه بسهولة فائقة
في شكل قضبان و سبائك و قطع ذهبية... الخ. إلى جانب ذلك، عدم تأثر الذهب بالسياسات الإقتصادية
المتبعة لأي بلد. أسبابا كافية في تقوية موضع البلدان المختلفة من حيازتها للذهب⁵ ". و هذا بإعتبره

¹ - وسام ملاك: الظواهر النقدية على مستوى الدولي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، 2001، ص 423-424.

² - عادل أحمد حشيش و آخرين: سياسات الإقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2003، ص 208.

³ - رمزي زكي: مرجع سابق، ص 271.

⁴ - عبد الرحمن يسرى أحمد: الإقتصاديات الدولية، الدار الجامعية، الطبعة 2000، ص 211.

⁵ - Grigori A. marchenko « glob as a reserve asset », the LBMA precious metals conference 2003, Lisbon, p.13.

ملاذا أمنا، يتوفر على كافة "الصفات اللازمة لكي يصبح العنصر الكامل السيولة. و يعود إحتفاظ البنوك المركزية بالذهب إلى عده أسباب منها:

-**التنوع في العناصر المشكلة للإحتياطات:** إحتفاظ بلد ما بالذهب النقدي ضمن مكونات إحتياطياته من الصرف الأجنبي، لغرض تنوع حيازته للعناصر المشكلة لتلك الأصول الإحتياطية لديه. فحين أن العناصر الأخرى مثل العملات الأجنبية، فهي أكثر عرضة للمخاطر و التقلبات في قيمتها، بالإضافة لذلك؛ فأسعار صرفها تخضع لإجراءات السياسة النقدية للبنوك المركزية، في الوقت التي يتحدد فيه سعر الذهب وفق قانون العرض و الطلب. كما أن أسعار صرف العملات الأجنبية تتأثر بأسعار صرف مثيلتها. و بذلك إتباع إستراتيجية التنوع في حيازة الأصول الإحتياطية، يوفر عائد أقل تقلبا من الإعتماد على أصل واحد في تكوين إحتياطات الصرف من النقد الأجنبي.

- **تحقيق الأمن الإقتصادي:** الذهب عادة يشكل الملاذ الأكثر أمنا، فهو في منأى عن التشنوهات السعرية و التأثيرات التضخمية. حيث يحتفظ الذهب بقوته الشرائية في المدى الطويل كمستودع دولي للقيمة، عكس العملات الأجنبية التي كثيرا ما تفقد قوتها الشرائية مع مرور الزمن¹.

- **الأمن المادي:** يعتبر الذهب عنصر السيولة الأمثل الممتاز، فضلا عن كون حيازته تجسيدا لأمن مادي مقارنة بالأصول الإحتياطية الأخرى المكونة لإحتياطات الصرف الأجنبي، و التي يتم التعاقد عليها في شكل أوراق مالية مثلا. حيث كثيرا ما تكون هذه الأخيرة معرضة لإجراءات و تدابير التجميد في حالات حصول نزاعات دولية.

- **الذهب كمؤشر للثقة:** الرصيد الذهبي الموجود لدى البنك المركزي، هو أصلا مخصص كغطاء للإصدار النقدي، و بمثابة إحتياطي لمنح الثقة في العملة المحلية بالنسبة للمعاملات الدولية، بالإضافة لإمكانية إستخدامه في مواجهة حالة العجز في ميزان المدفوعات أو أثناء الأزمات الإقتصادية. حيث أن ربط إصدار النقود نظريا بالذهب، من شأنه تحقيق المصادقية الإئتمانية للبلد، فضلا عن توفير مستوى مناسب من السيولة. فالذهب هو عنصر من عناصر الرصيد النقدي بالنسبة للمدفوعات الإستثنائية، و لكنه في نفس الوقت يعتبر مقابلا و غطاء للإصدار بالنسبة للمدفوعات العادية.

- **التأمين:** الإحتفاظ بجزء من الإحتياطات النقدية الأجنبية في شكل ذهب، هو بمثابة سلعة يمكن إستخدامها عند الضرورة لتسوية علاقة المديونية و الدائنية في السوق الدولية، خاصة أثناء تعرض البلد لظروف غير متوقعة. حيث يتم إستخدام الذهب في حالات عديدة من طرف البلدان النامية في فك

¹ - مجلس الذهب العالمي: التقرير السنوي، 2008.

أزمات مدفوعاتها الخارجية. كما يمكن إستخدام الذهب المتاح لدى البلد ما، كضمان للإقتراض (عملية الرهن) عند الضرورة الملحة.

- **مصدر للدخل:** هنالك من يرى بأن سعر الذهب يصعب تقييمه بسعر ثابت بسبب تقلبات أسعاره. كما أن الإحتفاظ به لا يدير عائد للبلد، بل على العكس من ذلك، قد يتطلب الحفاظ عليه تكلفة يمكن أن تكون مرتفعة. كما أن هذا النمط من الأصول الإحتياطية ليس له أية مجال إستثماري. غير أن هذا الإعتقاد غير صائب، إذ أن للذهب سوق و بورصة يتم من خلالها تداوله بيعا و شراء، زيادة على أن الإقتراض بالذهب يساهم في توليد فوائد و إيرادات مع تحمل مخاطر أقل.

(2) – **العملات الأجنبية القابلة للتحويل و شروط العملة الدولية:** العملات الأجنبية (الإحتياطية)، هي عملات الإقتصاديات القوية التي تمتلك هيكلًا سلعيًا متنوعًا و ذو طاقة إنتاجية عالية، حيث أصبحت هذه العملات تعرف بالعملات الإحتياطية أو القائدة؛ و التي أخذت بدايات دورها في النظام النقدي الدولي بوصفها ممثلة عن الذهب، إذ تحدد قيمتها بأسعار مستقرة إزاء الذهب، غير أن هنالك شروط واجب توفرها في العملات الإحتياطية.

(1-2) – **العملات الأجنبية القابلة للتحويل :** تعرف العملات الأجنبية الموجودة لدى بلد ما، بأنها "موجودات هذا البلد من عملات البلدان الأخرى، و التي تشمل أوراق النقد الأجنبي و الودائع تحت الطلب و لأجل محررة بعملات هذه البلدان؛ حيث تمثل المكون الرئيسي لإحتياطات الصرف الرسمية¹". فهي عملات مثل باقي العملات الوطنية، أي تقوم بنفس الوظائف الأساسية للعملات على مستوى الإقتصاد المحلي، كقياس و مستودع للقيمة و أداة لتسوية المبادلات المالية و التجارية. فالعملات الأجنبية القوية (الدولار الأمريكي، الأورو، الين... إلخ)، تتميز عن العملات الأخرى بأنها " تمتع بالقبول خارج حدودها الوطنية، و يقبلها الدائنون و المدينون في تسوية علاقتهم الدائنية و المديونية²".

و تظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التبادل الدولي، و العلاقات المالية بين الدول التي يترتب عليها، تسوية " جزء من وارداتها من السلع و رؤوس الأموال بعملات أخرى غير عملتها الوطنية؛ و قبض جزء من قيمة صادراتها بعملات أخرى غير عملتها الوطنية، هذا ما

¹ - JEAN-PIERRE ALLEGRET ,BENNARD COURBIS :Monnaies , finance et mondialisation ,Dyna'sup, librairie vuibert, 2003, P N° : 24 .

² - مجدي محمود شهاب : الوحدة النقدية الأوروبية ، دار الجامعية الجديدة للنشر –الاسكندرية – 1988 ، ص 54 .

ينتج عنه أسواق لتبادل العملات الأجنبية و التعامل بها¹ "كذلك تستخدم العملات الأجنبية القوية في تسعير المنتجات و السلع المتاجر بها دولياً، كما هو قائم " بالنسبة لتسعير البترول، الذهب، الحديد، و المنتجات الفلاحية (الحبوب، القهوة، القطن،... الخ) و غيرها من المنتجات و المواد الأولية ذات الطلب الشديد؛ حيث تسعر جميعها بالدولار الأمريكي. و لقد أصبح للعملات الأجنبية القوية (الإرتكازية) أو المحورية، بعد الحرب العالمية الثانية دور كبير في تشكيل إحتياطات الصرف الأجنبي على المستوى الدولي² ". غير أن تحديد التركيبة الأمثل من العملات الأجنبية، التي يجب الاحتفاظ بها كأصول إحتياطية رسمية و التي تكون أكثر تداولاً و قبولاً، و تتيح في نفس الوقت إمكانية استخدامها الواسع للإستثمار في السندات المالية على مستوى الأسواق النقدية العالمية. قد أصبحت من ضمن الإختيارات الصعبة في كيفية تبني المزيج الأمثل من العملات الأجنبية المشكلة للأصول الإحتياطية، نظراً للتقلبات الشديدة لأسعار صرفها، و التي قد تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر مالية كبيرة يتحملها الاقتصاد الوطني؛ ما يجعل السلطات النقدية (البنك المركزي) تتوخى الحذر و الحيطة، اللازمين في التسيير اليومي في حافظة الأصول المالية الإحتياطية، مع الإختيار المناسب لتوليفة العملات الأجنبية المشكلة لتلك الأصول و التي تحكمها مجموعة من الإعتبارات المتمثلة " في:

أ – التوزيع الجغرافي للصادرات و الواردات للبلد المعني.

ب – هيكل الدين الخارجي للبلد و توزيعه في ما بين العملات الأجنبية المختلفة المشكلة لذلك الدين.

ج – يجب أن يكون توزيع العملات المكونة لإحتياطات الصرف، بشكل قادراً على المحافظة على القدرة الشرائية للبلد³ ".

فالعملات الأجنبية القوية (الإرتكازية)، هي عملات وطنية تؤدي وظائف دولية، حيث تدويل التعامل بعدد من العملات الوطنية؛ أعطى لهذه الأخيرة أدوار و وظائف تقوم بها على المستوى الدولي لخصها الإقتصادي Krugman، في مصفوفة تبين دور تلك العملات القوية دولياً. منها ثلاثة وظائف ذات طابع رسمي (Officiel) و ثلاثة وظائف ذات طابع خاص (Privé).

¹ - ماهر كيج شكري و مروان عوض : المالية الدولية، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين (النظرية و التطبيق)، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 191.

² - مجدي محمود شهاب : نفس المرجع، ص 54 – 55 .

³ - زايري بلقاسم : إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 31، 2008، ص 18 .

جدول رقم (I-1) مختلف وظائف العملات الأجنبية من خلال مصفوفة krugman

وظائف ذات طابع رسمي (Officiel)	وظائف ذات طابع خاص (Privé)	
- عملة تدخل في سوق الصرف.	- عملة دفع و تسوية المبادلات - عملة إرتكازية في سوق الصرف.	وحدة للتبادل دولي
- عملة إرتباط - نقد مرجعي-	- وحدة نقد للتثبيت. - عملة مؤثرة .	وحدة مقياس للقيمة
- عملة إحتياط- عنصر مشكل للإحتياطات - إحتياطات الصرف.	- تستخدم للتوظيف و التمويل في البنوك و الأسواق المالية.	مستودع دولي للقيمة

Source: krugman, Currency andcrises , Cambrige, U.K, 1997, p.128.

(2-2) – الشروط الواجب توفرها في العملة الدولية : يمكن للعملة أن تكون وسيلة دفع محلية، و مع قابلية تلك العملة المحلية التحول و التداول دوليا، بمعنى أن بعض العملات لا تمتلك القوة التي تجعلها ذات القبول من غير الدولة التي قامت بإصدارها؛ ما يجعلها تتداول إلا في إطارها المحلي، أو في نطاق محدود تمليه علاقات اقتصادية مع دول الجوار؛ في حين هنالك عملات تلقى القبول و الثقة في أية سوق أخرى خارج حدودها الإقليمية. مثل الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، و الين الياباني؛ و أخيرا الأورو. فهذه العملات يطلق عليها العملات الدولية (القوية)، بينما ينظم البنك المركزي حجم العملة المستخدم على المستوى المحلي وفقا لمتطلبات الأعمال و الجمهور، فإن قوى السوق و إتجاه التبادلات الدولية هي التي تحدد حجم العملة المستخدم على النطاق الدولي، و من هذا المنطلق يمكن إجمال الشروط التي يجب توفرها في العملة الدولية كالتالي :

- الثقة في قدرة الدولة المصدرة للعملة على الصعيد الدولي على التحكم في معدلات التضخم (أي أن تتصف العملة باستقرار قيمتها، معبر عنه بقوتها الشرائية أو بقيمتها إزاء العملات الأخرى). و في حالة ظهور اتجاهات تضخمية عالمية، يستوجب أن تفقد من قيمتها بسرعة أقل من العملات الأخرى.

- الوضع الاقتصادي للبلد المصدر للعملة القوية ، و حصتها في السوق الدولية، حيث تكون مكانة مرموقة في التجارة الدولية، مع إمكانية تلافي تأثيرات الصدمات الخارجية.

- الإبتعاد عن فرض قيود على أسعار الصرف و حركة رؤوس الأموال.

- وجود أسواق مالية على درجة عالية من العملة و السيولة ، مما يزيد الطلب على العملة و سهولة الحصول عليها من خلال عملية المتاجرة.
- الإستقرار السياسي للدولة المصدرة للعملة القوية ¹ .

2-3) - الدولار الأمريكي كعملة إرتكازية (القوية) في تشكيل الإحتياطات الدولية: يعتبر الدولار الأمريكي عملة " التعاملات الأساسية في العالم، وهذا بالرغم من إنخفاض نصيب الإقتصاد الأمريكي في إجمالي المعاملات التجارية و تراجع مركزه المهيمن عالمياً. كما أن الدولار هو عملة التسعير الأساسي للسلع الإستراتيجية على غرار البترول، و الغاز الطبيعي، و الذهب و الحبوب وغيرها²؛ لذا فإن دولة أسواق السلع تحتاج إلى إستخدام الدولار لتسوية قيمة مشترياتها. كما أن مصدري السلع الإستراتيجية بالمقابل يحتفظون بإحتياطاتهم النقدية بالدولار الأمريكي، ثم يقومون بإعادة إستثمارها في الإقتصاد الأمريكي. كما أن هنالك بعض البلدان عملاتها ترتبط بالدولار الأمريكي بشكل أساسي، الأمر الذي قد يعرض تلك العملات إلى ضغوطات كبيرة في بغض الحالات، و حدث تراجع في إيرادات تلك البلدان بفعل إنخفاض عملة الدولار أمام العملات الأجنبية القوية الأخرى و على رأسها الأورو³ ."

إن الصفة العالمية للدولار الأمريكي، تجسدت من خلال تطور و تزايد حجم المعاملات التجارية، و المالية الدولية بالدولار كعملة يلجأ إليها المستوردون أو المصدرون على حد سواء. هذا الوضع المهيمن للدولار أجبر السلطات النقدية الأمريكية إلى إصدار المزيد من الدولارات بهدف تسوية مدفوعاتها الدولية المتزايدة، مثل استيراد السلع و الخدمات، أو تقديم هبات؛ أو القيام بتحويلات إلى الخارج، أو منح تسهيلات مالية. زيادة على ذلك تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية بمثابة الوسيط المالي L'intermédiaire الذي يوفر السيولة الدولية الكافية. فعندما تقوم الولايات المتحدة الأمريكية بتصدير السلع أو الخدمات إلى باقي دول العالم، فإن تسوية تلك الصادرات يكون بالعملة الأمريكية أي بالدولار الأمريكي، معنى ذلك إعادة دخول الدولار إلى الولايات المتحدة الأمريكية من جديد، مما يسمح بزيادة وسائل الدفع لدى الإقتصاد الأمريكي. غير أن الدولار الأمريكي، مر بمراحل أزمات و تراجع و فترات إزدهار وقوة، فسيادة الدولار راجع إلى العديد من الأسباب " أهمها :

- الجهاز المصرفي الأمريكي، يعتبر جهاز دولي يصدر أكبر جزء من العملة المستخدمة عالمياً.

¹ - عبد الكريم سنجار العيساوي و عبد المهدي رحيم العويدي : السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية و المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة 2014 ، ص 27-28 .

² - بابل و دراك و أحرور: ضرر الضمان، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر 2015، ص53.

³ - خالد حنفي و أحرور: النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية " رؤية عربية " ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العلمي العاشر حول : الإقتصاديات العربية و تطورات ما بعد الأزمة الإقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الإقتصادية، لبنان 2009، ص17.

- دور الإقتصاد الأمريكي كوسيلة اقتصادية عاملي و تأثيره على إقتصاديات الدول النامية.
- كذلك يمكن تصنيف الإقتصاد الأمريكي كوسيط مالي، يقوم بتحويل الأصول الإحتياطية المتراكمة لدى الدول الأخرى على شكل سندات مالية عالمية.
- الدولار بوضعه المالي المتميز يمثل العملة الإرتكازية (القوية)، و المؤثر الرئيسي في النظام النقدي الدولي، و المؤسسات الدولية و كذلك السيولة الدولية¹ .
- 2-3-1- الدولار أداة لدعم إستقرار أسعار الصرف:** بموجب إتفاقية "بريتن و ودر" أصبح الدولار الذهبي، أي الدولار القابل للتحويل إلى الذهب، مقياس و أساسا محوريا يرتكز عليه النظام النقدي الدولي. و بذلك أصبح " الشرطان الأساسيان للإتفاقية بريتن و ودر.
- إمكانية أي بلد عضو في صندوق النقد الدولي، أن يعرف سعر تعادل عملته بوزن معين من الذهب، أو بدولارات أمريكية بالوزن و المعيار الناقد في أول جوان من عام 1944؛ أي 35 دولار للأونصة من الذهب.
- إلتزام الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولارات التي تحوزها المصاريف المركزية أو السلطات النقدية للبلدان الأعضاء التي تطلب ذلك، بما يقابلها من ذهب على أساس أن أونصة الذهب تساوي 35 دولار أمريكيا² .
- 2-3-2- الدولار كعملة الملاذ الآمن أثناء الأزمات:** يعد الدولار الأمريكي بالنسبة " لأصحاب رؤوس الأموال و المستثمرين، الملاذ الآمن الذي يمكن اللجوء إليه أثناء حدوث الأزمات المالية، و هذا على الرغم ما يعرف عن الإقتصاد الأمريكي بكونه مبعث الإضطرابات و الأزمات، خاصة الأزمة المالية لسنة 2008 و التي مازال الإقتصاد العالمي يعيش إرتداداتها، و إستمرار ركود على مستوى الإقتصاد الأمريكي. حيث إرتفاع الدولار الأمريكي سنة 2008، مقابل الأورو بنسبة 4.3 بالمائة سنة و مقابل سلة العملات الرئيسية بنسبة 5.8 بالمائة. و هذا ما يعكس حالة تفضيل السيولة غير العادية التي تتميز بها أسواق أدوات الدين الدولارية، مع العلم أن السيولة هي أهم الخصائص التي يبحث عنها المستثمر في أوقات الأزمات، فضلا عن ذلك؛ فإن سندات الخزينة العمومية، هي بمثابة الأصول المالية التي يتم

¹ - أحمد فريد مصطفى - سهير محمد السيد حسن : السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو ، مؤسسة شباب الجامعة - الاسكندرية- الطبعة 2000 ، ص 196 - 198 .

² - جان دنيرت: "الدولار"، ترجمة هشام متولي، دار طلاس، 1989، ص 64.

التعامل عليها بين المستثمرين الدوليين و التي تتصف بكونها ذات سمعة ممتازة في درجة إستقرارها¹.

4-2) – الأورو كعملة إحتياط (قوية) : في أول نوفمبر 1999، أصبح " لإحدى عشرة دولة عضو في الإتحاد الأوروبي عملة متداولة هي "الأورو"، و هذا وفق معدل صرف ثابت بالنسبة لعملتها المحلية. و منذ ذلك التاريخ أصبحت العملة الأوروبية المتمثلة في "الأورو"، تتداول في الأسواق النقدية مقابل الدولار و العملات الأخرى القابلة للتحويل². و مع إعتقاد "الأورو" بشكل رسمي و دخوله مجال التداول في 1999، إلتزمت دول الأعضاء بما حددته إتفاقية "ماستريخت" خلال مراحل تطبيقها، مع تزامن ذلك بتطورات عديدة عرفها مسار بناء الإتحاد النقدي الأوروبي. ما جعله في سنة 1999، ينطلق في وحدته النقدية دون مشاكل تذكر؛ و ذلك بعد إزالة الحواجز بين دول الأعضاء، و تجسيد حرية انتقال السلع و الخدمات و الأشخاص، و سهولة حركة رؤوس الأموال. أي الوصول إلى السوق الأوروبية المشتركة الكبير. بالإضافة إلى ذلك، عملت الدول المنظمة للإتحاد النقدي الأوروبي، إلى " تقريب سياستها الإجتماعية و المالية و الضريبية؛ و تنظيم القضايا الإقتصادية داخل السوق بإصدار العديد من التشريعات القانونية و الإجراءات التنظيمية، بحيث أصبحت السوق الأوروبية، كأنها سوق داخلية تنظم فيها كل القضايا الإقتصادية و المالية، وفقا لأسس موحدة و شروط متساوية و فرص و حقوق و إلتزامات متساوية للجميع³ ".

فالبلدان الأوروبية الإحدى عشر التي تبنت "الأورو" كعملة موحدة " هي: ألمانيا – فرنسا – إسبانيا – هولندا – بلجيكا – اللكسمبورغ – فلندا – البرتغال – إيطاليا – فلندا و النمسا. و مع بداية المرحلة الثالثة و وفق تقرير ديلاور، و التي يفترض فيها الوصول إلى إستعمال "الأورو" كعملة موحدة مع سلطة نقدية واحدة، و مؤسسة نقد أوروبية توكل إليها مهام المحافظة و تسيير إحتياطات المجموعة الأوروبية، بالإضافة لمراقبتها. و كذلك تحديد حجم عرض النقود و القيام برسم السياسات الإئتمانية و تحديد الأدوات النقدية، حيث تكون موحدة على مستوى الإتحاد النقدي الأوروبي، و بالتالي تنظيم حجم السيولة و تدفقاتها⁴ ".

¹ - بن جامين كوهين: مستقبل عملات الإحتياطي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، سبتمبر 2009، ص 26-27.

² - محسن الخضيرى: اليورو و الإطار الكامل و الشامل للعملة الأوروبية الموحدة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2002، ص 25-27.

³ - سمير صارم : "اليورو" ، دار دمشق ، الطبعة الأولى ، 1999 ، ص 97 .

⁴ - بسام الحجار : نفس المرجع ، ص 215 .

1-4-2 - معايير الإنضمام إلى الاتحاد النقدي الأوربي: من أجل بلوغ الوحدة النقدية بكل أبعادها، وضعت معاهدة "ماستريخت" المعايير الملزمة لكل بلد أوربي يرغب في الانضمام و يتعلق الأمر بما يلي:

- سماح بعجز عام أقل من 3 % من الناتج المحلي.
- الدين العام لا يتجاوز 60 % من إجمالي الناتج المحلي.
- معدل التضخم المسموح به لا يتجاوز 1.5 % من متوسط الأداء الأفضل في الإتحاد.
- معدلات الفائدة على المدى الطويل لا تفوق 02 % لمعدلات الثلاثة الأفضل للإتحاد.
- مشاركة سنتين على الأقل في النظام النقدي الأوربي، و لم يتم التخفيف لسعر صرفها باتجاه أي عملة من عملات الدول المعنية.
- إستقلالية البنك المركز للبلد العضو، يتم ذلك بواسطة نص تشريعي.

كما نصت معاهدة "ماستريخت"، على أن البلد الذي يفشل في الوصول إلى هذه المعايير و تحقيقها في 1999/01/01، لا يمكنه الإنضمام للإتحاد النقدي الأوربي، على أن يعاد النظر في وضعيته كل سنتين أو عند تقديم طلب الانضمام¹.

الجدول رقم (I-2) وضع دول الإتحاد الأوربي بعد بدأ العمل بالأورو

المتغيرات	السنوات	2000	2001	2002	2003
معدل النمو PIB (%)		4.1	1.2	2.3	3.4
التضخم (%)		3.4	2.8	1.4	2.4
البطالة (%)		4.0	4.8	5.5	5.3

Source : Centre d'études prospectives et d'informations internationales, « L'économie mondiale 2003 », Edition la découverte ; 2002, P 17 .

من خلال المؤشرات المقدمة، نستخلص أن الوضع السائد لبلدان الإتحاد كان مقبولاً على العموم، غير أن دول الإتحاد مجتمعة سجلت " تراجعاً في مؤشرات النمو و التضخم خلال سنوات

¹ - كينين بيتر ، ترجمة الشهابي ابراهيم يحي : الاقتصاد الدولي ، القسم الأول و الثاني ، دمشق ، منشورات وزارة الثقافة 1999، ص979.

2001 و 2002، لتعود تلك المؤشرات للإرتفاع من جديد خلال سنة 2003. في المقابل واصل مؤشر البطالة إرتفاعه في نسبته المئوية¹ .

جدول رقم (I-3) قيمة عملات دول الأعضاء قبل الإتحاد مقابل الأورو

العملة	الأورو	العملة	الأورو
فرنك بلجيكي	40.3399	فرنك لوكسمبورغ	40.3399
مارك ألماني	1.95583	فلوران هولندي	2.20371
بيزيتا إسباني	166.386	ثلن نمساوي	13.7603
فرنك فرنسي	6.55957	إسكود برتغالي	200.482
ليرة إيرلندية	0.787564	مارك فنلندي	5.94573
ليرة إيطالي	1936.27	/	/

Source: BCE « le rôle internationale de l'euro » mars,2002.

لقد كان تاريخ 01 ماي 2004، منعرجا هاما في حياة التكتل الإقتصادي الأوربي، و المتمثل في إنضمام بلدان أوربية جديدة منها: بولونيا، تشيكيا، سلوفاكيا، سلوفينيا، إستونيا، لتوانيا، و هنغاريا، و هذا بعد إستيفائها لمعايير و شروط الإنضمام².

2-4-2- أهمية الأورو في تشكيل الإحتياطات الدولية ومنافسة الدولار: في ضوء المكانة التي يحظى بها الإتحاد الأوربي في مجال التجارة الدولية، و ما ترتب عنه من دعم للوحدة النقدية من ناحية الطلب، أصبحت عملة الأورو البديل الأكثر قدرة على منافسة و مزاحمة الدولار في المعاملات المالية الدولية و التجارة في إطارها الدولي، بل هنالك من البلدان من ذهب إلى إحلال الأورو محل الدولار الأمريكي كعملة دولية يعتمد عليها في تسوية معاملاته التجارية الخارجية. حيث شكل إصدار الأورو نجاحا كبيرا بالنسبة للبلدان الأعضاء في الإتحاد النقدي، و بالتالي يمكن القول أن الأورو حقق هدفه في دفع عملية التكامل و إرتفاع مكانة الأورو الدولية بإستمرار، مع تصاعد سعر صرفه الكلي مقابل عملة الدولار الأمريكي.

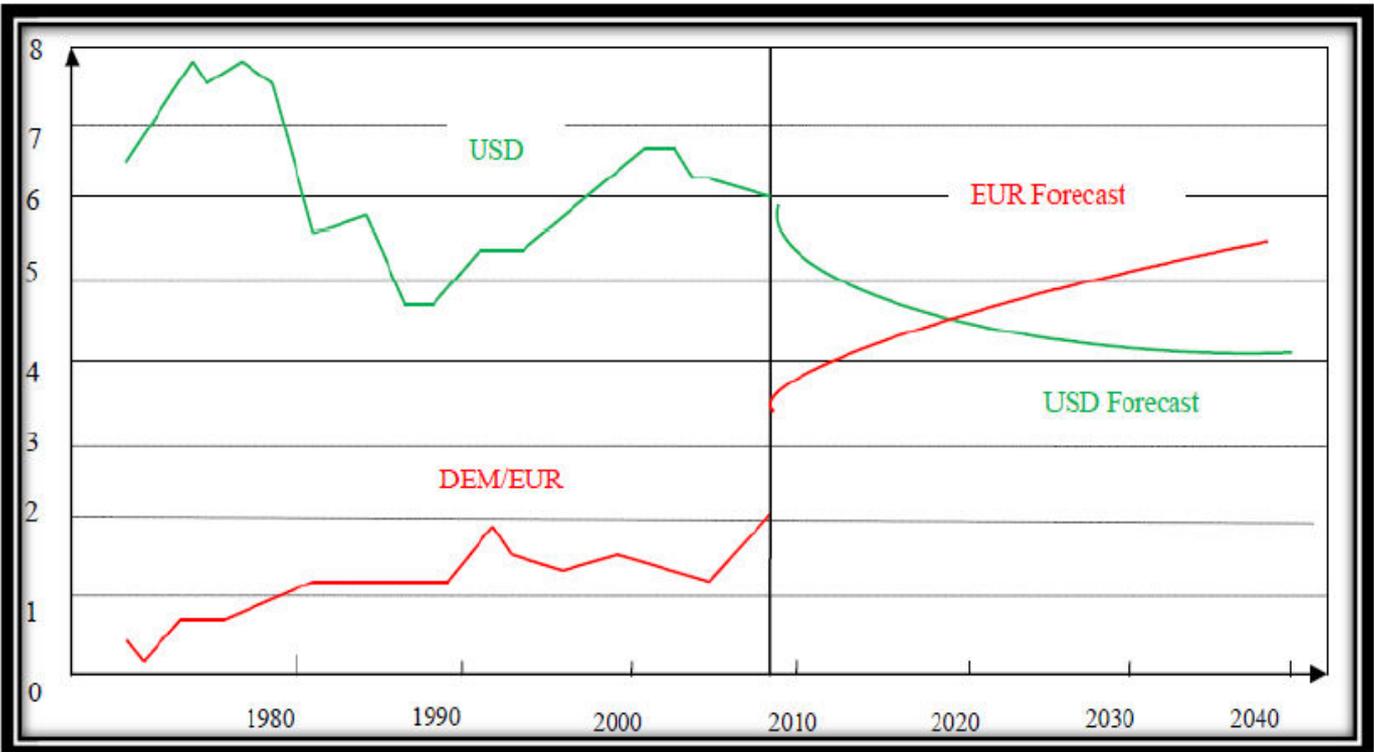
و هنالك العديد من يرى، بأن "عملة الأورو أصبحت تتحول تدريجيا إلى أحد العملات الإحتياطية الرئيسية، و ذلك رغم أن حصة الأورو في المخزون العالمي لإحتياطات الصرف لا تتعدى الربع

¹ - centre d'études prospectives et d'information internationales : l'économie mondiale 2000, Edition la découverte, 2002 , P 17.

² - Zsofia : « l'expérience des nouveaux membres de l'union européenne dans la S'libération des mouvement de capitaux », Bulletin de FMI, 27 Février 2006 P .08 .

مقارنة بحصة الدولار التي تقارب الثلثين¹. " غير أن هنالك دراسة توقعت بالتفوق المستقبلي للأورو على الدولار الأمريكي خلال بضع سنوات قد تصل إلى عشرة سنوات، و هي " دراسة الإقتصادي القياسي chinn and Franket ، سنة 2008. و الذي تنبأ من خلالها جيفرى فرنكل، بأن عملة الأورو ستحل محل الدولار الأمريكي كعملة إحتياط دولية أولى خلال عشرة سنوات. و من وجهة نظر هذا الإقتصادي، أن التوجه نحو إستخدام الأورو كعملة دولية في تشكيل الإحتياطات الدولية سيعرف تزايد مستمر حتى أفاق سنة 2040² ."

الشكل رقم (I-4) سيناريو استخدام الدولار و الأورو في تشكيل الإحتياطات الدولية من النقد الأجنبي في المدى الطويل



Dollar as Leading International Currency, April 2008, P.17.

الشكل أعلاه، يظهر بوضوح سيناريو تطور مكانة الدولار الأمريكي كأهم عملة إحتياط في العالم، و بداية إنحسار دورها في تشكيل الإحتياطات الدولية عالميا أمام تنامي دور عملة الأورو في هذا المجال. ويشير فرنكل، أن الدولار الأمريكي منذ نهاية الحرب الكونية الثانية و حتى نهاية القرن العشرين، كان يعتبر عملة الإحتياط الأولى عالميا، و مكون رئيسي للسيولة الدولية؛ و لم تستطيع العملات القوية الأخرى من منافسته مثل الين الياباني و المارك الألماني. و السبب في ذلك يعود حسب رأيه للحجم الصغير لكلا من الاقتصاد الألماني و الياباني مقارنة بالاقتصاد الأمريكي. أما فيما يخص

¹ - Serge d'Agostino, Alain choffel, Jean-Marc Montousse : Op-cit, P.174.

² - بن جامين كوهين: مستقبل عملات الإحتياطي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص 28.

اقتصاد منطقة الأورو، فهو على نحو مماثل للاقتصاد الأمريكي، كما أن عملة الأورو قد أثبتت أنها مخزن جيد للقيمة بخلاف الدولار الأمريكي.

و يستند فرنكل في دراسته على التاريخ المستخلص من العلاقة بين الدولار و الجنيه الإسترليني، حيث على الرغم من تجاوز حجم الإقتصاد الأمريكي حجم الإقتصاد البريطاني، فإن الدولار لم يتجاوز الإسترليني إلا في حالات نادرة. كما أن البيانات الإحصائية الصادرة عن " صندوق النقد الدولي سنة 2011، تشير إلى أن الدولار مازال المكون الرئيسي للإحتياطات الدولية، و هذا رغم الأزمة العالمية لسنة 2008، و لم يشهد الدولار الهبوط الحاد في الطلب كما توقع فرنك و منزى¹ ". بينما يرى الاقتصادي محمد السقا، أن إستهاد فرنك بتكرار العلاقة بين الدولار و الجنيه الإسترليني ليس في محله، و الحاجة في ذلك أن صعود مكانة الدولار الدولية بسبب عدم قدرة بلدان العالم العود ل نظام الذهب؛ و لم تكن هنالك عملة إحتياط دولية أصلا و إنتهاء الدور العالمي للإسترليني. ولذلك " أجمعت البلدان المجتمعة في بريتون وودز على حتمية الرجوع لنظام الذهب من خلال عملة الدولار الأمريكي، و إستخدامه في تكوين إحتياطات البنوك المركزية بدلا من معدن الذهب، على أن تكون الولايات المتحدة الأمريكية على إستعدادا لتحويل أي كمية من الدولارات المحتفظ بها إلى ذهب عند الحاجة لذلك² ".

2-5)- نسبة العملات الريادية في بنية احتياطي الصرف حسب قاعدة بيانات الكوفر: عرفت نسب العملات الأجنبية الريادية و على رأسها الدولار الأمريكي تغيرات تدرجية في بنية احتياطات الصرف عالميا، فبعد ما كان نسبة الدولار في تركيبة الإحتياطات الدولية تقارب حوالي 75.1 % سنة 2001، سجلت هذه الأخيرة تراجعاً و ذلك بإنتقالها إلى 62 % مع نهاية 2009، في حين عرفت في عملة الأورو إستقرار في بداية الفترة المعنية قبل أن تتجه نحو الإنخفاض؛ في الوقت الذي سجلت فيه حيازة العملات القوية الأخرى نمو وصل إلى 6.93 % مع نهاية 2014. و الجدول رقم 4، يبين تطور نسب العملات الريادية في بنية احتياطات الصرف الأجنبي عالميا خلال الفترة 2006-2014.

¹ -Central Bank : diversification stratégies-rebalancing from the dollar and the euro,World Gold Council,P.8.

² - لقمان معروز و شريف بودوري: المناقسة بين الدولار و الأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي، مجلة الباحث، عدد 9، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011، ص78-80.

الجدول رقم (I-4) تطور نصيب العملات الريادية في إجمالي حيازة الإحتياطات
الرسمية من النقد الأجنبي خلال الفترة (2006-2014)

الوحدة = %

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
60.93	60.89	61.9	61.9	62.3	61.8	62	64.1	65.5	الدولار الأمريكي
24.48	24.74	23.9	24.7	26	27.7	26.4	26.3	25.1	الأورو
3.98	3.85	3.9	3.6	3.7	2.9	3.1	2.9	3.1	الين الياباني
3.86	3.99	4	3.8	3.9	4.2	4	4.7	4.4	الجنيه الإسترليني
1.27	0.27	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	الفرنك السويسري
1.9	1.83	1.42	-	-	-	-	-	-	الدولار الكندي
1.73	1.66	1.45	-	-	-	-	-	-	الدولار الأسترالي
2.81	3.01	3.23	5.4	4.4	3.1	2.2	1.8	1.8	العملات الأخرى

Source : Survey On The Holdings Of Currencies In Official Foreign Currency Assets, International Monetary Fund, Washington, USA, 2015.

3 – حقوق السحب الخاصة: (SDRs) Droits de Tirages Spéciaux

بعد الأزمة الأولى للدولار الأمريكي سنة 1960، قام الإقتصادي "تريفن" من جامعة "بال" الأمريكية، بمحاولة تحليل و دراسة الصعوبات الموروثة عن نظام الصرف بالذهب حيث عمل على تطوير برنامج ذات طابع نظري من أجل تمكين مؤسسة صندوق النقد الدولي من إيجاد وسائل وأدوات مالية تستخدم كإحتياطات دولية خاصة به. و بعد سبعة " سنوات من طرح و بلورة الفكرة و طرحها، تم تبنيها من طرف البلدان العضوة في نظام بريتن و ووز، ذلك في إجتماع "ريودي جانيرو" عام 1967. حيث توصل المؤتمر إلى صيغة إتفاق حول إيجاد وسيلة دفع دولية تضاف إلى الأصول المالية الموجودة ذات الإستخدام الدولي، أطلق عليها إسم حقوق السحب الخاصة ، و التي تمثل نوعا جديدا من الأصول الدولية التي يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات على المستوى

الدولي، بالإضافة للذهب و العملات الأجنبية القوية. و في سنة 1970 تم توزيع المخصصات الأولى¹.

إن الوضع الدولي للدولار الأمريكي كأصل مالي تصدره سلطة نقدية وطنية و يستخدم في تسوية المدفوعات الدولية، ترتب عنه تساؤلات حول مشروعية ما يمكن أن تحققه الولايات المتحدة الأمريكية من مكاسب، و ما يتسبب للنظام الدولي من عدم الإستقرار نتيجة لأسلوب توفر عملة الدولار، زيادة على التعارض ما بين المسؤولية الدولية و الإحتياجات المحلية للولايات المتحدة الأمريكية. و بعد الحرب العلمية الثانية كانت " الحاجة ملحة إلى وسيلة دفع مالية جديدة لتسوية المدفوعات الدولية، و هذا بسبب التوسع الذي عرفه الإقتصاد العالمي، حيث تم إيجاد وحدات حقوق السحب الخاصة سنة 1969؛ بهدف معالجة النقص الحاصل في السيولة الدولية و ضمان تدفقها، دون الإعتماد على عجز ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية كمصدر شبه الوحيد للسيولة الدولية²."

3 - 1 - مفهوم و ماهية وحدات حقوق السحب الخاصة: تمثل وحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs)، " أصول إحتياطية دولية ينشئها صندوق النقد الدولي، و يخصصها لأعضائه لإستكمال الإحتياطيات الرسمية الموجودة، و يقتصر حيازة حقوق السحب على السلطات النقدية الأعضاء في صندوق النقد الدولي و عدد محدود من المؤسسة الدولية المصرح لها بالحيازة، و تتمثل حيازات حقوق السحب الخاصة حقوقا غير مشروطة في الحصول على النقد الأجنبي أو أصولا إحتياطية أخرى من أعضاء الصندوق الآخرين³". فهي عبارة عن: " قيود دفترية يجريها صندوق النقد الدولي لإستخدامها في تسوية المدفوعات الدولية، و تستمد هذه الحقوق القانونية بمجرد إتزام الأعضاء على مستوى الصندوق بأن تقبلها في أي وقت، و من أي دولة عضو؛ في حدود قيمة إجمالية⁴."

فوحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs)، هي أصول " إحتياطية ذات طابع دولي، أنشأت من قبل صندوق النقد الدولي سنة 1969، من أجل إتمام و تدعيم الإحتياطيات الرسمية الموجودة لدى البلدان الأعضاء؛ و مكون جديد للسيولة الدولية تضاف إلى الإحتياطيات الدولية التقليدية. حيث يتم إقراضها للبلدان الأعضاء حسب حصة كل عضو لدى صندوق النقد الدولي. كما تعتبر حقوق السحب الخاصة وحدة قياس معتمدة لدى الصندوق و لعدة منظمات دولية، و يتم تحديد قيمتها وفق سلة عملات ذات الإستخدام الدولي⁵ ". فهي عملة حساب و أداة دفع يمكن إستخدامها في تسوية المعاملات

¹ - ضياء مجيد الموسوي : "الاقتصاد النقدي"، دار الفكر ، 1993 ، ص 313 .

² - حازم السلاوي : النظام الاقتصادي الدولي المعاصر ، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الأداب ، الكويت ، 2000، ص 77.

³ - صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي. مرجع سابق، ص 86.

⁴ - مجدي محمود شهاب : أساس العلاقات الاقتصادية الدولية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، 2006 ، 183.

⁵ - Fiche Technique : FMI, Avril 2008 .

ما بين صندوق النقد الدولي و البلدان الأعضاء، و ليس لها وجود مادي كباقي العملات التي يتم إصدارها من البنوك المركزية؛ بل هي عبارة عن قيود و تسجيلات محاسبية، تتم على مستوى حسابات صندوق النقد الدولي و البنوك المركزية للبلدان الأعضاء. و ذلك على شكل بنود مدرجة في الأصول (موجودة SDRs)، و الخصوم (مخصصات SDRs).

كما أنها ليست وحدات حقوق السحب العادية تقدم على شكل قروض، بل تمكن البلد الحائز عليها " حق الحصول على عملات قابلة للتحويل، و ليس من موارد الصندوق؛ و إنما من موارد البلدان الأعضاء ذو الفوائض المالية (الأصول المالية الإحتياطيات الزائدة). و تتميز عن الإحتياطيات الأخرى، بكونها تنشأ وفق إجراءات إدارية دون الإستناد في ذلك إلى عجز في ميزان المدفوعات¹."

3-2)- دور وحدات حقوق السحب الخاصة: إيجاد وحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs) سنة 1969 على مستوى صندوق النقد الدولي، و ذلك من أجل توطيد و تدعيم نظام بريتون و وذر الذي يركز على علاقات نقدية ثابتة، أي نظام أسعار الصرف الثابت. و عليه فالبلدان التي كانت " منطوية تحت هذا النظام، أصبحت في حاجة لأصول إحتياطية بالقدر الكافي يمكن إستخدامها للتدخل و شراء العملة المحلية من أسواق النقد الأجنبي، و بالتالي المحافظة على سعر صرف العملة المحلية² ". فخلال الفترة " الواقعة بين (1938 - 1970)، ارتفعت الإحتياطيات من الذهب 1.5 مرة، بينما ازداد حجم التجارة على المستوى الدولي ب 15 مرة³". هذه الوضعية جعلت البلدان المنظمة إلى مؤسسة صندوق النقد الدولي، تصل إلى إتفاق برعاية الصندوق و تمكين هذا الأخير من إيجاد وسيلة مالية أو أصل إحتياطي خاص بالصندوق يمكن إستخدامه في تسوية المدفوعات الدولية. فوحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs)، ليست عملة متداولة و لا تشكل إلترام على الصندوق. بل تمثل إستحقاق محتمل على العملات الأجنبية، و يستطيع البلد الحائز لوحدات حقوق السحب الخاصة، إتباع إحدى الطريقتين من أجل مبادلتها بعملات أجنبية قوية، كالتالي:

" **الطريقة الأولى:** الإتفاق و القبول الطوعي للبلدان الأعضاء على إجراء مبادلة وحدات حقوق السحب الخاصة، بقيمة مساوية لها من العملات الأجنبية القوية القابلة للتحويل في الواقع، و بدون أي ضغط من هيئة أو جهة أخرى، أو الموافقة المسبقة من صندوق النقد الدولي.

الطريقة الثانية: أن يقوم صندوق النقد الدولي، بتكليف بلدان أعضاء في الصندوق، بحيث يتمتع هؤلاء الأعضاء بمراكز مالية خارجية جيدة؛ أي لهم القدرة على شراء وحدات حقوق السحب الخاصة

¹ عرفان تقي الحسن : التمويل الدولي ، الطبعة الأولى ، عمان ، دار مجلاوي للنشر 1999.

² - Patrik Artus Marie-Paule Virard : la liquidité incontrôlable, Op-cit , P82 .

³ - مروان عطون : أزمت الذهب في العلاقات النقدية ، دار الهدى ، 1992 ، ص 93-94 .

(SDRs)، من البلدان الأعضاء ذات المراكز المالية الخارجية الضعيفة؛ أي بلدان تعاني عجز مؤقت في ميزان مدفوعاتها¹ ". و لكل بلد عضو، يمسك له حساب جاري بوحدات حقوق السحب الخاصة (SDRs) على مستوى صندوق النقد الدولي، من أجل القيام بثلاثة " أنواع من العمليات:

- تقييد الودائع بالعملة الدولية لدى صندوق النقد الدولي،
- تقييد وحدات حقوق السحب (SDRs) مقابل عملات دولية،
- تقييد الديون أو حقوق السحب الخاصة الممنوحة من طرف الصندوق للبلدان الأعضاء² .

3-3)- تقييم دور وحدة حقوق السحب الخاصة باعتبارها أصل احتياطي: كان الهدف الأساسي من إنشاء وحدات حقوق السحب الخاصة، هو " إحلالها محل عملة الدولار الأمريكي، و الذهب و جعلها إحدى أهم مكونات السيولة الدولية؛ و كأصل احتياطي دولي تكمن جاذبيتها بفعل القبول العام من قبل البلدان الأعضاء و إستخدامها كمعيار لربط العديد من العملات القوية³ ". فضلا على الإستقرار التي تتمتع به، و هذا نظرا لعدم تبعيتها لأي بلد. لكن ذلك لم يتجسد رغم المحاولات التعديلات العديدة المدعومة بالقبول العام، إلا أن "الواقع يثبت فشل الهدف المرجو منها، و يتضح ذلك من خلال تدني النصيب النسبي لحقوق السحب في تشكيل إجمالي الإحتياطات الدولي مقارنة بالأصول الأخرى⁴ "؛ حيث دورها يبقى هامشي " لأسباب منها:

- قدرة العملات القوية فرض نفسها كعملة احتياط دولي أساسية تمثل 85 % من إجمالي الإحتياطات العالمية؛

- إستمرار الذهب يتمتع بدور مهما في تشكيل الإحتياطات الدولية عالميا، حيث يشكل حوالي نسبة 17.1% من إجمالي إحتياطات البلدان المتقدمة، و نسبة 3.2 % من إحتياطات الإقتصاديات الناشئة و النامية؛

- إستخدام SDRs حصرا على السلطات النقدية و عدم الإمكانية بتحويلها إلى هيئات غير رسمية، مما يحد من إنتشارها بشكل واسع؛

- بالرغم من تحديد قيمة SDRs وفق سلة عملات، إلا أن سيطرة الدولار الأمريكي تبقى أساسية، مما يجعل قيمتها تتأثر بالتقلبات المستمرة للدولار؛

¹ - صندوق النقد الدولي : صفحة وقائع ، يناير 2010 ، <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>.

² - Dictionnaire D'économie et Science Sociales : édition Nathan, Op-cit , P127.

³ - International reserves: IMF Annual Report April 30, 2014, P.01.

⁴ - وسام الملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي، لبنان، 2001، ص400.

3-4)- توزيع نسب العملات الدولية القوية في تركيبة سلة حقوق السحب الخاصة: تتكون حقوق السحب الخاصة من سلة العملات القوية الرئيسية، وهي الدولار الأمريكي ، الأورو، الين الياباني و الجنيه الإسترليني فضلا عن اليوان الصيني. بحيث " تعكس أوزان العملات المستخدمة الصادرات و الواردات لتلك البلدان لخمس سنوات¹". كما يقوم المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي ، "كل خمس سنوات بالمراجعة الدورية لمكونات سلة وحدة حقوق السحب الخاصة (SDRs)، و هذا للتأكد من أن أوزان النسبية للعملات المشكلة وحدة حقوق السحب الخاصة (SDRs)، هي إنعكاس صحيحا لأهمية تلك العملات في النظام التجاري و المالي الدولي²". و بعد المراجعة التي تمت في جانفي 2011، من طرف صندوق النقد الدولي، تم إقرار الأوزان النسبية للعملات المشكلة لوحدة حقوق السحب الخاصة (SDRs) التالي:

جدول رقم (I-5) الأوزان النسبية لسلة (SDRs) جانفي 2014

الوزن النسبي 2015-2011 (%)	الوزن النسبي 2010-2006 (%)	العملات المشكلة لسلة (SDRs)
41.9	44	الدولار الأمريكي
37.4	34	الأورو
11.3	11	الجنيه الإسترليني
9.4	11	الين الياباني

المصدر : البيان الصحفي، لصندوق النقد الدولي، 2015/11/15

زيادة على ذلك، فإن قرار إصدار التوزيعات لوحدة (SDRs) يتطلب موافقة 85 % من أصوات بلدان الأعضاء، و بالنتيجة أصبحت القوة التصويتية لبعض البلدان؛ بمثابة حق الفيتو لديها ، فحين ترى مجموعة البلدان النامية، أن وحدات (SDRs) يجب أن تصبح بمثابة عملة إحتياط رئيسية تستخدم في تسوية المعاملات الدولية. و من أجل تحقيق هذه الأهداف " يجب:

1 - لا تمثل حقوق السحب الخاصة مزيج (SDRs) "كوكتيل" من العملات.

2 - أن تكون قابلة للتحويل إلى العملات الوطنية دون عائق و ذات ضمانات فعالة و إصدارها يتم بطريقة تلقائية.

¹ - ياسر الحويش: حقوق السحب الخاصة، مفهوم ، واقع و مستقبل، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 30، جامعة دمشق، سورية، 2014، ص16-17.

² - صندوق النقد الدولي : صحيفة الوقائع الإلكترونية <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdn.htm>

3 - توزيعها ما بين الأعضاء، يتم على أساس أكثر عدالة و أكثر استخدام بالنسبة للأصول الأخرى.

4 - حقوق السحب الخاصة (SDRs)، يجب أن تصدر عن بنك مركزي عالمي¹ .

3-5) - سعر الفائدة المطبق على وحدات حقوق السحب الخاصة: يتم تحديد الفائدة المطبقة على وحدات حقوق السحب الخاصة على أسعار الفائدة لسلة العملات المكونة لها، وذلك من خلال " إحتساب سعر فائدة ثابت قدر ب 1.5% سنويا، ثم 5% سنويا. بينما يحدد سعر الفائدة حاليا على حقوق السحب الخاصة، أسبوعيا كمتوسط مرجح لأسعار الفائدة على اللادوات القصيرة الأجل في أسواق العملات المكونة للسلة، و تتمثل في أسعار الفائدة المطبقة على الخزينة الأمريكية و اليابانية؛ فضلا عن سعر الفائدة السائد بين بنوك منطقة الأورو لفترة ثلاثة أشهر² . بينما يبلغ " سعر الفائدة المطبق حاليا 5%³ ". وتشكل أسعار الفائدة المطبقة على وحدات حقوق السحب الخاصة، أساس لحساب الفائدة الممكن الحصول عليها من البلدان الأعضاء على قروض الصندوق العادية غير الميسرة، و الفائدة التي تسدد لصالح البلدان الأعضاء على حيازتهم من حقوق السحب الخاصة و الفائدة التي حصل مقابل مخصصاتهم من هذه الحقوق، و كذلك الفائدة التي تسدد للأعضاء على النسبة المترتبة عن إشتراكات العضوية في الصندوق.

3-6) - اليوان الصيني ضمن سلة عملات تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة: بعد التطور الحاصل في الإقتصاد الصيني بشكل كبير و إتساع حجم التجارة الخارجية للصين، و تحقيق فوائض معتبرة في ميزان المدفوعات الصيني مع الولايات المتحدة الأمريكية و غيرها من البلدان العالم، و مع رغبت " الصين في توسيع سلة العملات التي تشكل أساس تقييم حقوق السحب الخاصة من خلال ضم اليوان لهذه السلة. حيث تزامن ذلك مع الإلتزام العلني من السلطات الصينية بتدويل اليوان، و تحرير تدفقات رأس المال و كذلك المسائل المتعلقة بربط الدولار الأمريكي و تدخل السلطات في ذلك⁴ ". حيث دخلت عملة اليوان إلى النادي المعلق للعملات المرجعية المعتمد لدى صندوق الدولي بالنسبة لـ SDRs و ذلك بعد مرور 15 سنة عن آخر تعديل، إذ وافق " المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي بعد إجراء مراجعته التنظيمية للعملات المكونة لسلة وحدات حقوق السحب الخاصة، بإدخال اليوان ضمن هذه السلة؛ و التي أصبحت تقوم على الأوزان التالية :

¹ - بسام الحجار : مرجع سابق ، ص 186 .

² - Elena Flor : **THE DEBATE ABOUT THE SDR AS A GLOBATE RESERVE CURRENCY AND SDR DENOMINATED SECURITES**, The Federalist Debate, Year XXIII, Number 1, February, 2010, P.5.

³ - يقوم IMF، بنشر أسعار الفائدة sdr على الموقع: <http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr> ir.aspx.

⁴ - IMF : enhancing International Monetary Stability-Areole for the, SDRs, January. 7. 2011, P.21.

41.73 % لعملة الدولار الأمريكي، 30.93 % لأورو، 10.92 % لليوان، 8.33 % للين و 8.09 % للجنه الإسترليني. و هي الصيغة الجديدة التي تم الإقرار و العمل بها من طرف صندوق النقد الدولي بداية من 01 أكتوبر 2019¹ .

4 - المركز الإحتياطي لدى صندوق النقد الدولي(الشريحة الإحتياطي): المركز الإحتياطي أو صافي موقف البلد لدى صندوق النقد الدولي، هو أحد مكونات إجمالي الأصول الإحتياطية على مستوى صندوق النقد الدولي. حيث تلجأ إليه بلدان الأعضاء، من أجل " الحصول على تسهيلات إئتمانية بقصد تسوية العجز الناشئ في ميزان المدفوعات ، بالإضافة لاعتبارها أصول دولية تدخل في تشكيل احتياطات الصرف الأجنبي على المستوى الدولي؛ أو ما يسمى بالشريحة الإحتياطية المدفوعة لدى صندوق النقد الدولي من الدولارات الأمريكية ، أو وحدات السحب أو الذهب. كما تدخل ضمن السيولة الدولية غير المشروطة، و يستطيع البلد المعني إستخدامها دون شروط و في أي وقت من أجل تسوية المدفوعات فقط² ". حيث " تتناسب هذه التسهيلات مع حصة البلد العضو على أساس شرائح إئتمانية معينة³ ".

4-1- الجدول حول إعتبار شريحة الإحتياط من ضمن عنصر الإحتياط: هنالك جدل قائم حول إعتبار شريحة الإحتياطي أو موقف البلد لدى صندوق النقد الدولي من " ضمن العناصر الإحتياطية:

4-1-1- المعارضون: يعتبر البعض، أن شريحة الإحتياط هي بمثابة قرضا و لا يمكن إعتبارها عنصر احتياط و هذا نظرا لوجود قيود مفروضة على إستخدامها يمكن حصرها في:

- لا يمكن إستخدامها لمواجهة إختلال أساسي قائم في ميزان المدفوعات و قصور إستخدامها على معالجة الإختلال المؤقت.

- يتم إجراء عملية السحب على نسبة محددة من حجم حصة العضو(25 %) و بما لا يتجاوز ما بحوزة الصندوق من متراكم عملة العضو و عن 200 % من قيمة حصة العضو لدى الصندوق.

- يسحب البلد العضو الشريحة الذهبية عن طريق شراءها من صندوق النقد الدولي و بعملته الوطنية، و يدفع مقابل ذلك فائدة أو عمولة تتراوح بين 0.5% و 1.5%، فضلا عن نسبة أخرى تتوقف على حجم المبلغ و أجال إستحقاقه بين 3% و 5% سنويا.

4-1-2- المؤيدون: بينما هنالك من يعتبر أن شريحة الإحتياط هي جديرة بأن تصنف ضمن العناصر الإحتياطية من حيث أن:

¹ - اليوان الصيني ينضم إلى سلة حقوق السحب الخاصة التي أنشأها الصندوق: نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، الولايات المتحدة الأمريكية، ديسمبر 2015.

² - Jean-Pierre Allegret, Bernard Courbis : Ibid – P.24 .

³ - هجيرة عدنان زكي أمين : الإقتصاد الدولي ، إثراء للنشر و التوزيع ، الأردن، 2010، ص 288.

- تلك الشروط المحددة لإستخدام الشريحة الذهبية لا يمكن إعتبارها قيود على إستخدام العضو لحجم الشريحة المخصصة، بل هي مجموعة ضوابط تحكم عملية إنشاء السيولة وفق أسلوب يسمح بتنظيم السحب منه.

- يترتب عن الإحتفاظ بأي عنصر من عناصر الإحتياطات الدولية تكلفة عائد، و نسبة الفائدة على شريحة الإحتياط تتراوح بين 0.5% و 1.5% و هي تكلفة ضئيلة للإحتفاظ بأصل إحتياطي لمواجهة مخاطر الظروف الطارئة، و بالتالي الضوابط الموضوعية لإستخدام شريحة الإحتياط لا تنزع عنها صفة الأصل الإحتياطي¹.

¹ - محمد جعفر هني: إدارة احتياطات الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الإقتصادية الإقتصادية، فرع : مالية و اقتصاد دولي، 2016-2017، ص42.

المبحث الثاني : إستخدامات إحتياطات الصرف الأجنبي و دوافع حيازتها.

يرتبط الإحتفاظ بإحتياطات الصرف الأجنبي برغبة البلدان في تحقيق مجموعة من الأهداف كدعم الثقة في سياسات إدارة النقد و سعر الصرف، أي الإمكانية على التدخل لدعم قيمة العملة الوطنية، و ذلك من خلال توفير السيولة و إتاحة الوقت المناسب لإمتصاص الصدمة الخارجية؛ خاصة في يصبح فيه القدرة على الوصول إلى أسواق الإقتراض محدود أو مرتفعة التكلفة. غير أنه تختلف الأسباب من وراء تشكيل و حيازة إحتياطات الصرف من بلد على آخر، و هذا نظرا لمدى حساسية البلد للتقلبات و الأزمات الإقتصادية. و بالتالي قد يكون الهدف من تكوين الإحتياطات لمواجهة عدم الإستقرار و دائمية مصادر الوفاء بالإلتزامات القصيرة الأجل، أو لإستخدامها كغطاء للعملة المحلية عند إصدارها. فضلا عن إستخدام إحتياطات الصرف كأداة لتنفيذ السياسة النقدية و التحكم في توجهات سعر صرف العملة المحلية، و خاصة في البلدان التي تتبع سياسة تثبيت سعر الصرف و إستخدام الإحتياطات سواء بالبيع أو شراء العملات الأجنبية في سوق الصرف للحفاظ على المستوى المستهدف للعملة المحلية. و بالتالي أصبح من اللازم، حيازة و بناء إحتياطات بالعملات الأجنبية عند مستويات ملائمة بمثابة ضرورة تفرضها التعاملات التجارية و المالية مع العالم الخارجي.

المطلب الأول : وضعية تراكم إحتياطات الصرف الأجنبي دوليا :

نتيجة للإختلاف في دواعي تكوين و حيازة إحتياطات الصرف من النقد الأجنبي، فإنه لا يمكن الإتفاق على مستوى الكافي للإحتياطات بالنسبة لجميع البلدان، كما لا يمكن الإتفاق على ما إذ كان مستوى الإحتياطات الرسمية يجب أن يمثل نسبة معينة من إجمالي الناتج المحلي الداخلي؛ أو ما يكفي لتغطية الواردات لعدد محدد من الأشهر. غير أن موقع البلد ضمن الإقتصاد العالمي، و مدى تحكمه في علاقته الإقتصادية مع العالم الخارجي، يكون بمثابة الدافع وراء تكوين و حيازة إحتياطات الصرف عند مستويات ملائمة. و في غضون ذلك، تراكمت لدى بلدان الإقتصاديات الناشئة الآسيوية و بعض بلدان أمريكا اللاتينية، و البلدان المصدرة للبترول إحتياطات ضخمة بالعملات الأجنبية؛ و هي تصرح بذلك عن رغبتها في تأمين نفسها ضد الأزمات الاقتصادية المستقبلية بدلا من الإعتماد على القروض صندوق النقد الدولي، و قروض المؤسسات المالية الدولية الأخرى بشروط مجحفة.

1- التوزيع الدولي لإحتياطات الصرف الأجنبي بالعملة الأجنبية: تتوزع الإحتياطات الدولية بصورة متفاوتة و بشكل غير متساوي بين بلدان العالم المختلفة، إذ تتركز الزيادة الكبيرة في حيازة الأصول الإحتياطات بالعملة الأجنبية في بلدان الإقتصاديات الناشئة و البلدان البترولية النامية، و التي تحتفظ بحوالي 70 % من إحتياطات العالم بالنقد الأجنبي؛ و على رأسها الصين. كما أن البلدان الصناعية الكبرى في العالم تقتصر حاليا في حيازتها لإحتياطات الصرف ، إستنادا لنسبة معينة من الناتج الداخلي الإجمالي أو بمؤشر محدد في تغطية وارداتها مقارنة بالوضع السابق. و هذا ربما لإنخفاض و تراجع فوائضها التجارية أو بسبب ضغوطات مالية تواجهها.

جدول رقم (I-6) تطور حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي عالميا خلال الفترة (2004 – 2013)

الوحدة= الدولار الأمريكي

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات	البيان
11673	10952	10205	9265	8164	7345	6704	5253	4319	3748		مجموع الاحتياطيات عالميا (I)
3817	3698	3404	3099	2785	2496	2437	2257	2080	2072		احتياطيات الاقتصاديات المتقدمة (II)
7856	7254	6801	6166	5379	4849	4267	2996	2239	1676		احتياطيات الاقتصاديات الناشئة و النامية (III)
%32.70	%33.77	%33.36	%33.45	%34.11	%33.98	%36.35	%42.97	%48.16	%55.28		احتياطيات البلدان المتقدمة (II) =
											مجموع الاحتياطيات عالميا (I)
%67.30	%66.23	%66.64	%66.89	%65.89	%66.02	%63.65	%57.03	%51.84	%44.72		احتياطيات الاقتصاديات الناشئة (III) =
											مجموع الاحتياطيات عالميا (I)

المصدر : <http://www.imf.org/externe/rp/sta/cofen/eng/cofer>

1-1) - تطور وضعية حيازة احتياطات الصرف لدى البلدان الصناعية: بالنسبة للبلدان المتقدمة صناعياً، "تكوين و حيازة حجم معين من العملات الأجنبية القابلة للتحويل، و وسائل الدفع ذات الإستخدام الدولي كإحتياطات رسمية، يكون الهدف منها إتاحة الإمكانية للبلد القيام بإجراءات التعديل و الدفاع عن سعر صرف العملة. أي حماية العملة الوطنية من التدهور و المخاطر التي قد تتعرض لها"¹. كما أن الطلب على إحتياطات الصرف دولياً، يتوقف على العلاقة النسبية بين المنافع و كلفة حيازة تلك الإحتياطات من النقد الأجنبي. حيث " يتزايد الطلب على إحتياطات الصرف، مع تزايد الأعباء و إحتتمالات إتخاذ الإجراءات و السياسات، التي يتعين إتخاذها في حالة عدم كفاية الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي بالقدر المناسب. فالبلدان الغنية، عادة ما تملك حجم أكبر من العملات الأجنبية القوية و الموجودات من وسائل الدفع الدولية، كإحتياطات يمكن اللجوء إليها عند الضرورة، مقارنة بالبلدان المتخلفة"².

غير أنه، و من خلال الجدول رقم (6) و الذي يعبر عن حجم تطور حيازة إحتياطات الصرف على المستوى الدولي، نلاحظ أن " البلدان الصناعية تتجه نحو خفض موجوداتها من الأصول الإحتياطية لديها، فبعد ما كانت تمتلك حوالي 56.28% من مجموع إحتياطات الصرف العالمية في نهاية 2004، أصبحت تلك النسبة تساوي 32.70% في نهاية 2013. و هذا لأن آلية تصحيح الإختلالات في موازين المدفوعات أصبحت أكثر مرونة بالنسبة للبلدان المتقدمة صناعياً، حيث يمكن لهذه البلدان المزاجية بين أدوات السياسة المالية و السياسة النقدية، تحركات سعر صرف العملة؛ و تدفقات السيولة الدولية في تطبيق إجراءات التصحيحية لوضعية ميزان المدفوعات"³.

و بمأن العملات الأجنبية الريادية مثل الدولار الأمريكي، الأورو الأوربي، و باقي العملات القوية الأخرى؛ هي " مكون الرئيسي لإحتياطات الصرف الأجنبي على المستوى الدولي، فإن التقلبات في قيمة هذه العملات القوية يكون لها إنعكاس فوري على قيمة و تركيبة إحتياطات الصرف لكل بلد على المستوى الدولي. كما أن إحتتمالات التطور السلبي لسعر صرف العملات القوية أصبح يثير مخاوف العديد من البلدان، و هذا بسبب توظيف

¹ - Jean-Pierre Allegret, Bernard Courbis : Monnaie, Finance et Mondialisation, OP-cit, P30.

² - رمزي زكي : الإحتياطات الدولية، مرجع سابق ، ص 128 .

³ - هجير عدنان زكي أمين : مرجع سابق ، ص 303-304.

البلدان المتقدمة لعمالتها من أجل تمويل مختلف أنشطتها و بالتالي تكريس هيمنتها الإقتصادية دولياً¹.

1-2) - تطور وضعية إحتياجات الصرف الأجنبي في البلدان النامية : في البلدان النامية، الطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي يكون بدافع تحقيق غايات أساسية، و المتمثلة في " توفير الحماية و الدفاع عن قيمة العملة المحلية في إطارها الداخلي و الخارجي، و بالتالي السماح للبلد من إمكانية مواجهة الظروف الصعبة في حالة حدوث الإختلال في شروط التبادل الإقتصادي مع العالم الخارجي، و هذا عند تسجيل نقص في حصيله صادرات البلد أو إرتفاع أسعار الواردات. حيث تسمح الأصول الإحتياطية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية للبد المعني من تسوية الإلتزامات الخارجية المترتبة عن الواردات، بالإضافة لضمان تسديد الدين الخارجي² ". فالإحتفاظ و ملائمة قدرا معين من إحتياطات الصرف الأجنبي و كفايتها في مواجهة العجز، هو الذي يحدد موقف السيولة الدولية على مستوى البلد، و معنى هذا أن هنالك منافع يمكن تحقيقها من خلال تكوين و الإحتفاظ بتلك الأصول من النقد الأجنبي كإحتياطات يتم اللجوء إليها عند الحاجة لذلك.

كما أن "البلدان النامية التي تتوفر على إحتياطات من الصرف الأجنبي عند مستويات هامة، فهي تعاني من مشاكل كبيرة في إدارة تلك الإحتياطات، المعرضة للتآكل و الإستنزاف بسبب المتغيرات الخارجية³ ".

فمعظم البلدان النامية، تعتمد على " مورد واحد أو عدد قليل من المواد الأولية في تجارتها الخارجية، و بالتالي تشكل هذه الأخيرة مصدرا أساسيا للحصول على النقد الأجنبي و تكوين إحتياطات الصرف الأجنبي لديها، غير أن تلك الإحتياطات أحيانا تكون عرضة للتآكل و لخسائر الصرف و غيرها، و هذا دون إرادة البلدان النامية⁴ ". لأن إحتياطاتها من الصرف الأجنبي، تسعر بعملات تميل نحو الإنخفاض في قيمتها مثل حالة عملة الدولار الأمريكي خلال السنوات الأخيرة.

1-3) - تطور وضعية إحتياطات الصرف الأجنبي لدى الإقتصاديات الناشئة: لقد إستطاعت الكثير من البلدان غير النفطية في العالم من " تحقيق فوائض مالية عند مستويات هامة خاصة الإقتصاديات الناشئة في أمريكا اللاتينية و بلدان جنوب شرق آسيا، و هذا بفعل التركيز على

¹ - الخصري محسن أحمد : الإقتصاد العالمي و الدولار ، الجيزة ، هلا للنشر و التوزيع ، 2008 ، ص148 .

² - - Jean-Pierre Allegret, Bernard Courbis : Monnaie, Finance et Mondialisation, OP-cit, P32

³ - زينب حسين عوض الله : الإقتصاد الدولي ، دار الجامعية الجديدة ، 2004 ، ص 187-188 .

⁴ - رمزي زكي : الإحتياطات الدولية، مرجع سابق ، ص127.

التصدير و من أجل الوصول إلى فائض تجاري بشكل مستمر. هذه الوضعية الإيجابية جعلت بلدان الإقتصاديات الناشئة تمتلك الإمكانية على تركيب و الإحتفاظ بمستويات هامة من النقد الأجنبي كاحتياجات صرف لديها¹.

فمنذ نهاية 2004، أخذت عمليات " تركيب إحتياجات الصرف الأجنبي في البلدان ذات الإقتصاديات الناشئة وتيرة متزايدة لتصبح عند حجم 7817 مليار دولار أمريكي، أي ما يعادل 3/2 من إحتياجات الصرف العالمية التي بلغت حوالي 7856 مليار دولار أمريكي مع نهاية سنة 2013²، و بالتالي أصبحت بلدان الإقتصاديات الناشئة تمتلك أهم إحتياجات الصرف على المستوى الدولي. حيث تتمركز و تتواجد تلك الإحتياجات الهامة من النقد الأجنبي في بلدان إقتصاديات آسيا، و منها الصين ب3350 مليار دولار أمريكي، تايوان ب 425 مليار دولار أمريكي الهند ب 341.6 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2015³."

و بالإضافة للفائض التجاري، هنالك عوامل أخرى ساعدت بلدان الإقتصاديات الناشئة، على تركيب مستويات قياسية من إحتياجات الصرف الأجنبي؛ خاصة خلال العقد الأول و بداية العقد الثاني من القرن الحالي، و المتمثل في عامل التقييم المنخفض للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية القوية. و هذا ما " تقوم به الصين حاليا من أجل زيادة صادراتها، و تحقيق فائض تجاري مستمر يسمح ببناء مستويات كبيرة من إحتياجات الصرف الأجنبي⁴ ". زيادة على ذلك، إرتفاع أسعار المواد الأولية الإستخراجية التي تصدرها " بعض بلدان الإقتصاديات الصاعدة إلى الأسواق الدولية، مثل روسيا التي إستفادت من إرتفاع أسعار البترول، إلى مستويات قياسية خلال بداية العقد الثاني من القرن الحالي؛ و التي كان لها الدور الأكبر في تكوين إحتياجات كبيرة من النقد الأجنبي لدى هذه البلدان⁵."

كما أن إنفتاح الإقتصاديات الصاعدة، على " تدفق رؤوس الأموال الأجنبية و الإستثمارات نحوها، كان له الأثر الواضح في تعزيز و توطيد الوضع المالي الخارجي لهذه البلدان؛ حيث ساعد ذلك الإقتصاديات الناشئة على بناء و تشكيل إحتياجات الصرف من النقد الأجنبي عند مستويات هامة. غير أن الأزمة المالية التي عرفها العالم سنة 2003

¹ - Patrik Artus :PAYS EMERGENTS ,Revue D'économie Financière, N°95, Novembre 2009 ,P264-265 .

² - صندوق النقد الدولي: دراسة إستقصائية للأوضاع الإقتصادية و المالية العالمية،أفاق الإقتصاد العالمي:تحولات و توترات، واشمطن، الولايات المتحدة الأمريكية، أكتوبر 2013،ص10.

³ -صندوق النقد العربي: التقرير العربي الإقتصادي الموحد لسنة 2016،ص406.

⁴ - Stéphane Colliac et Cyril Rebillard : Trésor-Eco- N°87 juin 2011, P01-02-03 .

⁵ - Patrik Artus et Marie-Paule : la liquidité incontrôlable, OP-cit, P15-16 .

جعل رؤوس الأموال المتدفقة نحو تلك البلدان تغير وجهتها بشكل مفاجئ و تتحول نحو الأسواق المتطورة، خاصة خلال سنة 2009¹ .

المطلب الثاني: دوافع حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

تختلف الأسباب وراء تكوين و حيازة احتياطات الصرف بالعملة الأجنبية من بلد لآخر. فبالإضافة إلى تأثير الاحتياطات في الحكم على مدى حساسية بلد ما للتقلبات و الصدمات الخارجية، غير أن العلاقات الاقتصادية الخارجية لبلد هي علاقات تبادلية. بمعنى أن وضع البلد الخارجي و الظروف المحيطة به، تؤثر أيضا في حجم وطبيعة موجوداته الاحتياطية بالعملة الأجنبية. و بالإستعانة لما ذهبت إليه النظرية الكنزوية حول دوافع الطلب على النقود من أجل تسهيل المبادلات التجارية و المالية فضلا عن دافع الإحتياط. بل هنالك نشاط للنقود قد تؤثر من خلاله على المتغيرات الإقتصادية الكلية، أي هنالك دوافع ترتبط بالوظائف التقليدية للنقود، بما فيها الأصول النقدية الأجنبية التي تمثل قوة شرائية يمكن إستخدامها دوليا. و عليه يمكن حصر ثلاثة دوافع للطلب و الإحتفاظ بإحتياطات الصرف من النقد الأجنبي لدى بلد ما، و المتمثلة في دافع التحوط من خطر الصدمة الخارجية و بالتالي المحافظة على مستوى التبادل القائم مع العالم الخارجي، بالإضافة لدافع مواجهة تقلبات قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية و إنتظار تحسن الظروف الإقتصادية من أجل تحقيق عائد مرتفع.

1 - دافع التحوط ضد خطر الصدمة الخارجية: في ظل الإضطرابات الإقتصادية و المالية التي تنسحب أثارها على الإقتصاديات العالمية، و بحكم الواقع السائد تكون البلدان النامية أكثر عرضة لمثل تلك الإضطرابات و الصدمات الإقتصادية التي يصعب تحملها، و هذا بسبب ضعف القدرة الذاتية لتلك البلدان في مواجهة خطر عدم التوازن في ميزان مدفوعاتها.

فالصدمة الإقتصادية *Economie Shock* ، أضحت " تشكل محورا مهما في عملية تحديد سياسة الصرف الأنسب، و مستوى حيازة إحتياطات الصرف الأجنبي لأي من بلدان العالم، و بالتالي مواجهة الأحداث التي تؤثر على الإقتصاد سواء كان مصدرها خارجي أو داخلي"². كما أن التقلبات في أسعار المواد المصدرة و من ثم في حصيلة الصادرات، لا تؤدي فقط إلى خسارة في موجودات إحتياطات الصرف، بل يشمل ذلك

¹ - Stéphane Colliac et Cyril Rebillard : Trésor-Eco OP-cit, P04.

² - عبد الحسين خليل و عبد الحسن الغالي : سعر الصرف و إدارته في ظل الصدمة الاقتصادية، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، 2011، ص 118 .

التأثير في المتغيرات الإقتصادية الكلية؛ مثل الدخل، حجم الاستهلاك، الاستثمار، بالإضافة إلى الإيرادات العامة وقدرة البلد على الإستيراد. والكثير من الإقتصاديات التي تعاني من عدم الإستقرار في حيلة صادراتها، هي البلدان المصدرة للمواد الأولية الإستخراجية، كالبتروول و مصادر الطاقة بالدرجة الأولى.

1-1)- إحتياجات الصرف كعامل تأمين ضد تقلبات قيمة الصادرات: فالصدمة الخارجية " تسلك مسك الدورات الإقتصادية، و تولد تأثيرات مختلفة على أسعار الصرف اعتمادا على مصدرها أو أنها تعبر عن طريق الأزمات الإقتصادية نحو الإقتصاد المحلي. فعندما تكون الصدمات السائدة خارجية (إسمية) و التي تخرج عن سيطرة السلطات الإقتصادية لبلد ما، حيث يكون الإقتصاد الخارجي في حالة ركود، مسببا إنخفاض في الصادرات الناتج عن تقلص الطلب الخارجي على المواد الأولية و المنتوجات الوطنية، أو إنخفاض في أسعار السلع و المواد الأولية المتاجر بها مع العالم الخارجي، حيث تكون هذه الوضعية مصحوبة بإنخفاض في معدل الفائض الوطني و خروج لرؤوس الأموال، و تسجيل عجز في ميزان المدفوعات¹ ". و بالتالي تستخدم الإحتياجات في تسديد المطلوبات الأجنبية و الديون الخارجية، كما تعتبر كوسيلة للتأمين الذاتي ضد الصدمات غير المتوقعة و حالات الطوارئ² .

و يختلف حجم هذه الصدمات " إختلافا كبيرا بين المناطق و بين البلدان ككيانات منفردة ، و هذا تبعا لنمط التخصص التصديري لكل منها. كما يمكن تقييم أثر الصدمات الخارجية على أساس تراجع حجم الصادرات و التغير في معدلات التبادل التجاري للبلد المعني، أي التغير في متوسط أسعار التصدير بالنسبة لمتوسط الإستيراد³ ". فكلما كانت صادرات البلد من حيث القيمة و الحجم أكثر تعرضا للتقلبات الفجائية بشكل دوري، كانت إحتتمالات العجز في ميزان مدفوعات البلد المعني أقرب إلى الوقوع بشكل كبير، خاصة في حالة إعتداد البلد بشكل رئيسي على تصدير مورد إقتصادي واحد من أجل الحصول على النقد الأجنبي.

¹ - Jean Pierre Alleget : Les regimes de change dans les marches émergente, vuibert, Paris ,2005,P29,33 .

² - Muhammad Tahir Khan : Exchange Rate As a Determinant Of Fluctuation In Foreign Exchange Reserves: Evidence Form Economy Of Pakistan, Journal of SAVAP International, Part-II: Social Sciences and Humanities,Vol. 4 No. 2, Academic Research International, Marche 2013,P.459-460.

³ - Alain Beitone : les politique économiques conjoncturels enjeux et limites, Revue les cahiers francais, N°335, France, 2006, P 05.

أولاً: التحوط ضد انخفاض أسعار الصادرات: لقد كان من نتائج تخصيص البلدان النامية في إنتاج وتصدير المواد الأولية و الإستخراجية، أن أصبحت " إقتصادياتها عرضة للتقلبات الدورية الواسعة المدى، و هذا بسبب طبيعة و عدم مرونة الطلب و العرض على تلك المواد الأولية في الأجل القصير، مما زاد في شدة تذبذبات أسعار صادراتها من المواد الأولية و منتوجاتها في الأسواق العالمية¹ ". و لعل مثل ذلك،البتروك،كسلع أكثر عرضة لعدم الإستقرار و التقلبات الشديدة في أسعارها، و هذا بفعل مجموعة من العوامل قد تكون إقتصادية و سياسية أو تشريعية في بعض الحالات. و مع نهاية منتصف العقد الأول من القرن الحالي، عرفت أسعار برميل البترول تقلبات متزايد و مستمر، و تسجيل إنخفاض و تذبذبات حادة. كما يتبين في الجدول رقم (I-7).

الجدول رقم(I-7) تطور متوسط السعر السنوي لبرميل خامات أوبك خلال

الفترة 2006-2015

الوحدة= دولار أمريكي

السنوات البيان	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
متوسط السعر السنوي	61.00	69.1	94.4	61.0	77.4	107.4	109.9	105.9	96.2	49.5

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد لسنة 2011،ص242.

صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد لسنة 2016،ص468.

و تظهر تأثير الصادرات البترولية على " ميزان المدفوعات من خلال تأثيرات هذه السلعة على الميزان التجاري، حيث تشكل الصادرات البترولية نسبة كبيرة من إجمالي صادرات البلدان البترولية، و بالتالي وضعية ميزان المدفوعات لهذه البلدان تتحدد أساساً من خلال مستوى أسعار البترول. مما يشكل عدة صعوبات في كيفية معالجة الوضع و تحقيق

¹ - كامل بكري: التنمية الاقتصادية، دار النهضة، بيروت، 1986، ص 50.

الإستقرار الإقتصادي، و إدارة الإيرادات البترولية غير مؤكدة و متقلبة، مع تفادي دورات الرواج و الإخفاق و ضمان تخصيص أمثل للإنفاق الحكومي¹ .

فالتحدي الذي يواجه البلدان النامية ذات التركيز العالي في صادراتها على سلعة واحدة، هو " كيف يمكن التحوط ضد حالات التدهور الشديد و المفاجأ في أسعار صادراتها؟ و خاصة البلدان البترولية التي قد تواجه إنخفاضاً و تقلبات شديدة في أسعار البترول، مما يسبب تراجع في قيمة إيراداتها البترولية في المدى القريب و البعيد. غير أن هنالك ثلاثة خيارات أمام تلك البلدان يمكن اللجوء إليها، و التي تتمثل في حماية الذاتية، التأمين الذاتي، و التحوط² .

فالجوء إلى إجراءات الحماية الذاتية (مثل التقليل من درجة الانفتاح التجاري، ...إلخ)، تهدف إلى الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها الاقتصاد المحلي ، غير أن ذلك الإجراء يمكن أن يعيق اكتساب مزايا الاندماج في الاقتصاد العالمي. كما أن الإنفتاح على التجارة الخارجية، يكون له إنعكاسات موجبة على النمو الإقتصادي للبلد المعني. فالأخذ بتدابير التحوط و التأمين من المخاطر في البلدان النامية، هي من الإجراءات التي لا يمكن الأخذ بها، لإنعدام وجود الوسائل الكفيلة بتطبيق تلك الإجراءات. كما أن اللجوء إلى التأمين الذاتي، يتطلب الإحتفاظ بموارد مالية كافية من النقد الأجنبي على مرور الزمن، حيث يتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالات الرواج الإقتصادي و النمو في الإيرادات المالية للبلد من النقد الأجنبي³. غير أن التحوط هو شكل من أشكال التأمين، قد يكون نشاط مالي أو غير مالي يساهم في تجنب و الحد من مخاطر الصدمات الخارجية.

و لقد إتبعَت البلدان النفطية سياسات مختلفة لتحديد أثار التبدلات و اللايقين بالنسبة إلى الإيرادات ذات الصلة بالصادرات البترولية، منها " تبني أسعار منخفضة لبرميل البترول في تقديرات إيرادات الميزانية العامة، أو إنشاء صندوق ضبط العائدات ذات الصلة بالصادرات البترولية. حيث تهدف تلك الصناديق للمساهمة في إستقرار مؤشرات الإقتصاد الكلي للبلد، و برمجة تدفق الإيرادات البترولية ذات الطابع المتقلب، و بالتالي تحقيق الإنضباط المالي، مما يسمح للبلد بترسيم و حيازة أصول مالية من النقد الأجنبي، يمكن

¹ - ستفن بارنيت و رولاندو أوسوكس : ما الذي ينبغي للدول المنتجة للنفط أن تحافظ على موالدها ، مجلة التمويل و التنمية ، صندوق النقد الدولي، واشنطن العدد01، مارس 2003 ، ص 36-38.

² - Norman Loyaza : The Structurol déterminant of external vulnerability, economie review vol21 ,N°3 p4 .

³ - ماجد المنيف : مركز دراسات الوحدة العربية، منتدى التنمية ، صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الإيرادات النفطية ، طبعة الأولى ، بيروت ، 2009 ، ص 249-250 .

إستخدامها في موازنة الدخل و تلافي حدوث الصدمات الخارجية في حالة إنخفاض الإيرادات ذات الصلة بالصادرات البترولية¹.

ثانيا : درجة التركيز السلعي للصادرات : تتميز إقتصاديات البلدان النامية بالتخصص في تجارتها مع العالم الخارجي، و ذلك بالتخصص على مستوى الإنتاج و بالتالي التركيز السلعي في طبيعة صادراتها، و التي تتمثل أساسا في " تصدير المواد الأولية الإستخراجية و المنتجات الغذائية، كما تتخصص أيضا على مستوى زبائنها، حيث نلاحظ أن الأسواق الرئيسية لمنتجاتها الأولية تتركز في البلدان الصناعية المتقدمة. بالإضافة إلى ذلك، فالبلدان النامية تتميز بضاآلة حجمها الإقتصادي، فحجم عرضها السلعي من الصادرات لا تشكل حجم كبيرا مقارنة بحجم الصادرات العالمية، فهي ضعيفة خاصة في البلدان النامية التي تتبع برامج تعتمد على التصنيع، و نفس الشيء بالنسبة لمرونة الطلب على صادراتها. حيث تتميز بالضعف كون أسعار هذه الأخيرة، تتحدد وفق معطيات خارج سيطرت البلدان النامية (حالة المحروقات، المواد الأولية...إلخ)، و نتيجة لما يطرأ في الأسواق الخارجية للمنتجات الأولية من تطورات غير موافقة في الأجل القصير² .

فمن نتائج تخصص البلدان النامية و التركيز في إنتاج و تصدير المنتجات الأولية و مصادر الطاقة، أن أصبحت " إقتصادياتها عرضة للتقلبات الدورية الواسعة المدى، و هذا بسبب طبيعة كل من الطلب و العرض الذي يتميزان بقلّة المرونة في الأجل القصير ما يزيد من شدة حدوث التذبذبات في أسعار منتجاتها الأولية في الأسواق العالمية³ ". بالإضافة لإتجاه الطلب العالمي على صادرات البلدان النامية من المنتجات الزراعية و المواد الأولية إلى الإنخفاض في المدى المتوسط و الطويل. غير أن التقلبات التي تحدث في الأسعار على المستوى الدولي لصادرات البلدان النامية، قد لا يكون لها تأثيرات سلبية على حصيلة صادرات هذه السلع، و هذا إذا تم تعويض الإنخفاض في السعر بزيادة الكمية المصدرة من سلعة التصدير الرئيسية. إلا أن البلدان النامية تواجه العديد من الضغوطات في زيادة إنتاج السلع الموجهة للتصدير، و هذا لصعوبة إستغلال الطاقات الإنتاجية العاطلة أو زيادة الإمكانيات المتاحة لقطاع التصدير⁴ .

¹ - صندوق النقد الدولي : تقرير آفاق الإقتصاد العالمي ، واشنطن ، العدد أكتوبر 2008 ، ص201 .

² - Linane M.C :Note de travail sur l'opportunité de dévaluer le Dinars Algérie, les cahiers de la réforme , Tome05 , 2eme édition, ENAG ,1990 , P135.

³ - كامل بكري : التنمية الاقتصادية ، دار النهضة ، بيروت، 1986 ، ص50.

⁴ - رمزي زكي : الإقتصاد العربي تحت الحصار ، دراسات في الأزمة الاقتصادية و تأثيرها في الإقتصاد العربي مع إشارة خاصة عن الدائنية و المديونية العربية ، القاهرة ، مركز دراسات الوحدة العربية 1989، ص179.

كما أنه ليس العبرة في إرتفاع حصيلة الصادرات و حدها، وإنما يجب الأخذ في الإعتبار معدل نمو الصادرات و معدل نمو الواردات لضبط التأثير الفعلي للصادرات على تراكم الإحتياطيات بالعملات الأجنبية، بالإضافة إلى عامل آخر و المتمثل في قدرة الصادرات على الوفاء بقيمة متطلبات البلد من الواردات؛ وهذا حتى لا تتعرض الموجودات الإحتياطية للتآكل و الإستنزاف. لذلك يكون من المناسب في بعض الحالات إيجاد نسبة الصادرات إلى الواردات الجارية، أي إلى جملة الواردات بعد طرح الواردات الرأسمالية. و عادة ما يأخذ في الإعتبار معدل نمو الصادرات لضبط التأثير الفعلي للصادرات على تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي. فإذا ترتب عن الإرتفاع في حصيلة الصادرات إرتفاع في حجم الواردات، هذا ما يجعل حدوث إستنزاف كبير في الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي و عدم كفايتها. و لذلك في حالات عديدة تؤثر الصادرات على الواردات بشكل سلبي على الموجودات الإحتياطية من العملات الأجنبية و هذا ما يسمى " أثر الإستيراد للصادرات على الإحتياطيات". كما لا بد من الأخذ في الإعتبار، معدل تغطية الصادرات للواردات الصناعية للتأكد من تنافسية و التركيز على إنتاج السلع التي تمتلك فيها المؤسسات الإقتصادية للبلد ميزة تنافسية حتى يتم توفير و تريكيم النقد الأجنبي و تدعيم الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية.

1-2)- إستخدام إحتياطيات الصرف للتأمين ضد إرتفاع أسعار الواردات: تعتمد البلدان النامية في إشباع إحتياجاتها من السلع الغذائية و الإستهلاكية بدرجة كبيرة على العالم الخارجي، فهي تمثل " واردات ضرورية بالنسبة للإنتاج و الإستهلاك المحلي، و لا يمكن الإستغناء عنها؛ مثل التجهيزات الصناعية و الأدوية و السلع الغذائية¹". فالواردات تعتبر من أهم المحددة في تكوين إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بلد ما، و من المعلوم أن " الواردات في البلدان النامية تخضع بشكل مباشر لما هو متاح من النقد الأجنبي و بدرجة قد تكون أكبر من درجة إستجابتها لمستوى الدخل، حيث تعتبر إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى السلطات النقدية في البلدان النامية المصدر الرئيسي في تمويل عمليات الإستيراد²". كما يمثل سعر السلعة، عامل هام في تحديد حجم و كميات الطلب على الواردات، و بشكل عام هنالك علاقة بين الكمية المطلوبة من السلع المستوردة و سعر تلك السلع؛ بالإضافة لأسعار السلع البديلة و المكملة. فالزيادة في أسعار الواردات قد يؤدي إلى حدوث عجز في

¹ - Jacquemot pierre : Role du taux de change dans l'ajustement d'une economie à faible revenu , Revue Tiers monde, N°118 , plif 1989, PN° 378 .

² - محمود رضا فتح الله: إقتصاديات الطلب على الواردات ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2006 ، ص 16.

ميزان مدفوعات البلد المعني، و هذا في حالة عدم " تحقيق زيادة في عوائد الصادرات من النقد الأجنبي، الأمر الذي يتطلب وجود قدر كافي و ملائم من إحتياجات الصرف الأجنبي بحوزة السلطات النقدية من أجل تغطية الواردات. غير أن الزيادة في عوائد الصادرات مع ثبات العوامل الأخرى، يؤدي إلى زيادة الطاقة الإستيرادية ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة و التوسع في الواردات¹ ."

حيث إقتراح الإقتصادي ترiffin في عام 1947، نسبة الإحتياجات إلى الواردات (R/M) كمؤشر على كفاية إحتياجات الصرف الأجنبي، فهذا المقياس يعتبر من أهم المقاييس التقليدية الذي يمكن اللجوء إليه؛ في تحديد مستوى كفاية إحتياجات الصرف الأجنبي لدى بلد ما. و بإعتبار أن الواردات هي أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات، مرتبطة بشكل وثيق بمستوى الإستهلاك المحلي و الإنتاج و تحقيق النمو الإقتصادي.

و يرى أنصار هذه الصيغة، و من بينهم صندوق النقد الدولي، أن " إستخدام الإحتياجات في الحالات الطارئة يضمن للبلد تدفق الواردات الضرورية؛ و بالتالي عدم اللجوء إلى الإجراءات و السياسات ذات التأثير السلبي على أوضاع المجتمع، و التي يضطر البلد إلى تطبيقها في حالة عدم كفاية إحتياجات الصرف الأجنبي. فالغرض من إستخدام هذا المؤشر، هو الوصول إلى تناسب الطلب على الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي بحوزة السلطات النقدية مع الواردات"².

كما أن زيادة عوائد الصادرات مع ثبات العوامل الأخرى، يؤدي إلى زيادة الطاقة الإستيرادية، الأمر الذي يجعل هنالك إمكانية للتوسع في الواردات. ففي الأساس، فإن واردات التنمية (الضرورية) في البلدان النامية، تمثل الحجم الأكبر في تركيبة مجمل الواردات، و من ثم يجب تخصيص قدر مناسب من السيولة الدولية لتمويل تلك الواردات حتى لا تتأثر برامج الإستهلاك و الإستثمار(البرامج المتعلقة بالنمو). فالإقتصاد المحلي حساس لتوتيرة تدفق الواردات و حجمها، بمعنى أن مستويات الإنتاج، التوظيف، الإستثمار و النمو؛ تتأثر إلى حد كبير بالتغيرات التي قد تطرأ على الواردات. و يمكن تحديد "القدرة الإستيرادية للبلد كما يلي :

¹ - محمود رضا فتح الله: مرجع سابق، ص 15.

² - زايري بلقاسم : كفاية الإحتياجات الدولية في الإقتصاد الجزائري ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، العدد السابع، السداسي الثاني 2009 ، ص 48-49 .

$$C_m = \frac{(X - F) - (d + p)}{B}$$

حيث:

C_m : تعبر عن الطاقة الكلية للإستيراد.

X : تعبر عن حصيلة الصادرات.

f : تعبر عن مقدار إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية على إختلاف أنواعها (قروض، مساعدات،... إلخ).

d : تعبر عن مدفوعات خدمات الدين.

p : تحويلات الأرباح و دخول الإستثمارات المباشرة.

B : يعبر عن سعر الوحدة من الواردات.

و بالتالي الطاقة الإستيرادية تتوقف على حجم العملات الأجنبية المتاحة لدى الحكومات و مستوى أسعار الواردات، بالإضافة إلى أن هنالك قدرة ذاتية للإستيراد، و المتمثلة في جزء من الواردات الذي يمكن تمويله ذاتيا من إحتياجات الصرف بحوزة البلد، و يمكن قياسها من خلال العلاقة التالية:

$$M_s = \frac{X - d}{M}$$

و كذلك يمكن اللجوء إلى نسبة ما يمكن أن تمويله القروض الخارجية الممنوحة لعمليات الإستيراد¹. غير أنه لا بد من الإشارة، بأنه كلما كان " النصيب النسبي الأدنى للواردات الضرورية كبير بالنسبة لإجمالي الواردات، كلما كانت إحتتمالات العجز في ميزان المدفوعات للبلد المعني كبيرة، و هذا في حالة إرتفاع أسعار تلك السلع الضرورية المستوردة من الأسواق الدولية، مما يجعل عملية تركيب إحتياجات الصرف الأجنبي عند مستوى ملائم أكثر من ضرورة² ".

كما أن إستمرار أسعار الغذاء نحو الإرتفاع في الأسواق الدولية، أصبح يشكل ضغوطات سلبية تتعرض لها البلدان المستوردة للغذاء، خاصة البلدان النامية التي تعتمد على إستيراد الغذاء لسد النقص الموجود في السوق المحلي³. فبقاء حالة الإرتفاع في أسعار الغذاء على مستوى الأسواق الدولية،

¹ - عبد المجيد قدي: مدخل إلى السياسات الإقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004، 43.

² - El Hammas. H. Slah,S : « Choix de Régime de Change Optimal et Croissane Economique », Cas de la Tunisie, Ixaisque Coférance, Tome 33, année 2005, univ. Toulouse, P.N° 15.

³ - محمود رضا فتح الله : إقتصاديات الطلب على الواردات، مرجع سابق، ص141.

يجعل البلدان النامية ذات الدخل المنخفضة تسجل حالة تدهور في مركزها المالي الخارجي، أي الوصول إلى وضع غير قابل للإستمرار في تحمل الضغوطات النتيجة عن الصدمات الخارجية؛ و بالتالي حدوث إستنزاف لإحتياجات البلدان من النقد الأجنبي، دون القدرة على إستعادة التوازن في حساباتها الخارجية. فالزيادات المتتالية لأسعار الغذاء، قد تؤثر على ميزان مدفوعات البلدان المعنية و بالتالي تلجأ هذه البلدان إلى تمويل العجز من خلال " المصادر التالية:

- إستخدام الأرصدة النقدية و الذهب النقدي لدى السلطات النقدية للبلد المعني؛

- اللجوء إلى الإقتراض الخارجي؛

- القيام بإجراءات الضغط على الواردات؛

لكن لكل مصدر من هذه المصادر لها آثار قد تكون سالبة على الإقتصاديات المحلية المعنية، حيث إستخدام المصدر الأول لتمويل العجز الحاصل في ميزان المدفوعات يترتب عنه نقص و تآكل في الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية لدى البلدان المعنية، كذلك اللجوء للإقتراض من أجل تمويل عجز ميزان المدفوعات لا يخلو من الآثار الدارة على الإقتصاديات المحلية؛ خاصة إذا كانت القروض لا تستخدم في تمويل القطاعات المنتجة. كما أن إستخدام البديل الثالث (الضغط على الواردات) لتخفيض العجز في ميزان المدفوعات، فإن ذلك يؤدي إلى إنخفاض في معدلات النمو و الدخل خصوصا، إذا تعلق الأمر بالضغط على الواردات ذات الصلة بالقطاعات الإنتاجية؛ مما يترتب عليه تزايد في حجم البطالة و مستوى التضخم¹. و بالتالي فإن المستوى الملائم و الكافي من إحتياطيات الصرف الأجنبي بحوزة السلطات النقدية للبلد، له أهمية قصوى في تلافي الصدمات الخارجية في حالة إرتفاع أسعار الواردات و تجنب الإقتصاد الكلي للبلد، الآثار الإنكماشية الحادة.

(2)- **حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي بدافع إجراء المبادلات الدولية:** هنالك تكاليف يمكن تحملها عند تحويل الأصول الرأسمالية إلى نقود في طبيعتها السائلة، و هي ميزة أساسية للنقود دون غيرها من الأصول الرأسمالية الأخرى؛ و هذا ما "يفسر سبب الطلب على النقود و حيازتها في حالتها السائلة. فأى عملية شراء أو بيع تقديم خدمة أو الحصول عليها، يفترض دائما تنازلا و تضحية يتولاها مقابل أو عائد، و بين مرحلة التنازل و الحصول، نجد وسيط يتمثل في وحدات النقد²". و بإعتبار الأصول الإحتياطية نقود دولية تتمتع بالقبول التام دوليا، خاصة " العملات الأجنبية و المسكوكات الذهبية، إضافة لوسائل الدفع الدولية

¹ - Michel AGLIETTA : le FMI de l'ordre monétaire aux désordre financiers, Economica, 2000, P.86

² - مصطفى رشدي شبيخة : الاقتصاد النقدي و المصرفي ، مرجع سابق ص 118-119 .

الأخرى؛ حيث أصبحت هذه الأخيرة ذات قبول غير محدود أو مشروط، الوسيط الدولي في إقامة المبادلات التجارية و المالية دولياً. و بالتالي يتم إستخدامها في تسوية المدفوعات الناشئة عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات¹.

ففي حالة تسجيل عجز في ميزان المدفوعات، يحتاج الوضع إلى إجراء تسوية، و يتم ذلك من خلال السحب من الأصول الاحتياطية بما يكفي لسد العجز؛ و العكس عند تزايد رصيد الأصول الاحتياطية. فالتحركات في الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي، يستخدم لتسوية العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، بغرض تحقيق التوازن الحسابي لميزان المدفوعات². و يمتلك الحائز على العملات الأجنبية القوية، و وسائل الدفع الدولية الأخرى، أداة تمثل قوة شرائية على العالم الخارجي. غير أن أهمية حيازة الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي في بلد ما، تتجلى في " كون أن جميع المعاملات التجارية و المالية، بما فيها المدفوعات الدولية التي يتم إجرائها ما بين المقيمين في الداخل و العالم الخارجي؛ لا يمكن إنجازها ما لم يتم الإستعانة بالعناصر الإحتياطية، و على رأسها العملات الأجنبية القوية و الأصول المالية الأخرى ذات القبول الدولي. حيث يكمن دورها في تجنيب البلد القيام بالتكيفات غير المرغوب فيها³ ".

و من المعلوم، أن بلدان العالم كافة و بخاصة البلدان المتخلفة إقتصادياً، تواجه أوضاعاً صعبة في علاقتها الإقتصادية مع العالم الخارجي، فهي " مضطرة إلى إستيراد كميات معتبرة من المعدات و الآلات و التكنولوجيا بهدف إقامة التنمية و تحريك الإقتصاد. الأمر الذي يضع هذه البلدان (النامية) في حالة عجز مع العالم الخارجي، ربما يدوم فترة طويلة، ما يجعل البلدان النامية في حاجة ماسة إلى كمية إضافية من النقد الأجنبي الموجودة كإحتياطيات⁴ ". فمعظم الصعوبات و الأزمات التي قد تصيب النظام النقدي، هي مشكلات تتعلق " بندرة السيولة الدولية و صعوبة الحصول عليها، و أن هذه الأخيرة تعني قلة الأصول القابلة للتحويل بسهولة إلى وسائل دفع ذات القبول دولياً؛ فالنقص في عناصر السيولة الدولية يقوض حتماً علاقات التبادل الإقتصادي دولياً، و يزيد من الإختلال في موازين المدفوعات للبلدان المختلفة⁵ ". و إنطلاقاً من النظرية الكنزوية، و التي تبين أن دافع المبادلة هو أحد

¹ - Youssouf MAYAKI: Demande de reserves et prevision de déficit dans une union monétaire, Thèse Doctor(Ph.D) , université de montereal, Mars 1989, P.94 .

² - Paul Krugman et Autres: Economie internationale, 3eme édition, Houreaux Horizons, 2012, P346-347.

³ - عرفان تقي الحسن : التمويل الدولي ، الطبعة الأولى ، عمان ، دار مجدلاوي للنشر 1999 ، ص 230 .

⁴ - هاشم حيدر: السيولة النقدية و البلدان النامية ، الأهلية للنشر و التوزيع ، بيروت 1997 ، ص 98-99 .

⁵ - عبد الكريم العيساوي و عبد المهدي رحيم : السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية و المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى 2014، ص30.

المتغيرات الرئيسية المفسرة لطلب الأفراد و المشروعات على النقد، و بالتالي على النقد الأجنبي من العملات الأجنبية القوية و الموجودات الإحتياطية الأخرى في حالتها السائلة، و هذا لإستخدامها في تعاملاتها مع العالم الخارجي. إذ أنه بالنسبة للمشروعات الإقتصادية، فالرغبة في الإحتفاظ بجزء سائل نقدي في ميزانيتها، بقصد مواجهة النفقات المترتبة أثناء عمليات الإنتاج الجارية.

فالعملات القوية و وسائل الدفع الدولية الأخرى تمثل قوة شرائية و مصدرا أساسيا من مصادر الرصيد النقدي بالنسبة للمدفوعات الخارجية، حيث تعتبر أهم الأصول المؤثرة في وسائل الدفع المحلية، فالإقتصاديات الوطنية لا تعيش في عزلة إنتاجية أو إستهلاكية عن باقي بلدان العالم. كما أن البنوك المركزية في كثير من الحالات لا تحتفظ بالفائض من العملات الأجنبية في شكل معطل، بل تسعى إلى إيداعها في حسابات لدى بنوك خارجية أو إقراضها لهيئات مالية خارجية مقابل صكوك أو أدونات الخزينة الأجنبية مقابل عائد مالي. كذلك قد " يقوم البنك المركزي (السلطات النقدية) بإقراض بعض الأرصدة الفائضة إلى المشروعات الوطنية أو المشروعات الدولية، حيث تستخدم هذه المشروعات الأرصدة المالية الموجودة على شكل عملات أجنبية في إستيراد إحتياجها من الخارج، كما قد تستخدم جزءا من الأصول الإحتياطية في تمويل المشروعات المحلية. و ذلك بتحويل العملات الأجنبية و الأصول الإحتياطية إلى نفود وطنية، و في هذه الحالة يقوم البنك المركزي بإصدار عملات وطنية مقابل العملات الأجنبية¹ ".

(3)- **حيازة إحتياطات الصرف بدافع المضاربة:** عندما يراكم بلد ما، أصول إحتياطية في شكل ذهب نقدي أو عملات أجنبية قوية، بالإضافة إلى وسائل دفع مقبولة دوليا؛ فإنه يبتغي من وراء ذلك تحقيق أهداف معينة، و بتعبير آخر تسعى السلطات النقدية للبلد الوصول إليها، نتيجة حيازتها لأصول و أرصدة مالية دولية. و إن كان الرأي الغالب يميل إلى حصر هذه الوظائف و المهام في تغطية العجز الطارئ و المؤقت في ميزان المدفوعات. غير أن دافع الطلب على الأصول الإحتياطية و الإحتفاظ بجزء نقدي سائل للإستفادة من تقلبات العملات الأجنبية القوية، يمثل " إجراء بالغ الأهمية في مواجهة تحركات و إنتقال رؤوس الأموال المضاربة، إذ أصبح من المعلوم أن زيادة توترات الأزمات النقدية و التي في كثير من الأحيان كادت أن تؤدي إلى تفجير النظام النقدي الدولي بالكامل؛ سببها حركة إنتقال رؤوس الأموال المفاجئ بإتجاه البحث عن العائد المرتفع في الخارج، بدون الأخذ في الإعتبار إلى

¹ - Youssouf MAYAKI: Demande de réserves et prévision de déficit dans une union monétaire, Op- cit P95.

مخاطر التغيير في أسعار صرف العملة من خلال اللجوء إلى المضاربة¹. و يحدث ذلك عند توقع تغيرات ملموسة في القيمة الدولية للعملة المحلية لبلد ما، و هذا نظرا لأسباب عديدة قد تكون إقتصادية، حيث يقوم " المضاربون بتحويل رؤوس أموالهم للبلد المعني، بهدف شراء كميات من عملته المحلية قبل إرتفاع سعر صرفها على مستوى الأسواق الدولية. ثم يبادرون إلى بيع هذه الكميات من مشتريات عملة البلد عند تحقق توقعاتهم المتفائلة، أو حدوث العكس، فتنتقل رؤوس الأموال القصيرة الأجل، من البلد المعني إلى بلدان أخرى بسبب توقع هبوط ملموس في القيمة الخارجية للعملة المحلية²."

لكن المشكلة التي تواجه السلطات النقدية، تتمثل في صعوبة التنبؤ بوقت تحرك رؤوس الأموال إلى الخارج، و عن مقدار و حجم الذي تأخذه، ففي سنة 1968 لما حاولت فرنسا إستخدام أرصدها النقدية الدولية في مواجهة حركة رؤوس الأموال المضاربة، كادت أن تفقد أرصدها بالكامل من النقد الأجنبي. و يمكن أن يتوقع المضاربون ضغوطات إضافية، و هذا من خلال بيعهم للعملة بكميات كبيرة و مبادلتها بعملات أجنبية أخرى.

يشار لرؤوس الأموال القصيرة الأجل " بالنقود الساخنة Hot Money، و التي يمكن أن تنتقل من البلد إلى مراكز مالية أخرى، و التي قد تحتوي على عملات قوية يكون عليها الطلب و مرغوب فيها، حيث يقوم المضاربون بشراء تلك العملات القوية؛ و هذا النوع من الضغوطات ينتج إضطرابات ذات تأثيرات خطيرة و قاتلة في الأسواق المالية الدولية. فعلى سبيل المثال و نتيجة إرتفاع أسعار الفائدة في ألمانيا بين سنة 1992-1993، جعل ذلك رؤوس الأموال تتحرك بشكل كبير من البلدان الأوربية في إتجاه ألمانيا، مما ترتب عنه إنخفاض شديد في قيمة العديد من العملات الأوربية مقارنة بالمرك الألماني³."

و إرتبطت الأزمة الآسيوية التي حدثت سنة 1997، نتيجة قيام الحكومة التايلندية بتعويم عملتها المحلية، غير أنه إتضح بعد ذلك بأن الدولة التايلندية التي بدأت منها الأزمة لم تكن " تمتلك الحجم الكافي من إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية للدفاع عن عملتها المحلية، حيث إضطربت توقعات المستثمرين و جعلتهم يتخلون عن موجوداتهم المقيدة بالعملة المحلية، و بناء عليه تهاوت أسواق الأسهم. و تبعاً لذلك أخذت رؤوس الأموال

¹ - Fernando J. Cardim de Carvalho : The Accumulation of International Reserves as Defensive Strategy. Reasons and Limitation of Self "Insurance" Paper prepared for the Financial Market Reform, Ocampo for the Oxford University Press, USA, 2009,P.2-4.

² - Jean-Pierre Allegret, Barrord Courbits: Monnaie, Finance, et Mondialisation, Op-cit, P92.

³ - مورد خاي كريانين ترجمة محمد ابراهيم منصور: الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، دار المريخ للنشر، الرياض 2007، ص 272-273

الأجنبية القصيرة الأجل في الخروج نحو مواطنها الأصلية، مما زاد من تفاقم الأزمة، فطبيعة الأزمة الآسيوية لسنة 1997؛ نجمت عن عدم توفر السيولة الدولية بشكل كافي يسمح لمواجهة هجمات رؤوس الأموال المضاربة¹. " فعمليات المضاربة تهدف إلى محاولة الاستفادة من إمكانية حدوث تغيرات في سعر الصرف الأجل المستقبلي لعملة من العملات. فالمضارب " يتقبل المخاطر و يسعى إليها بترك وضعيته بالعملة الأجنبية مكشوفة، طالما يتوقع تبين بين أسعار الصرف الآجلة المتفق عليها حاضرا، و الأسعار العاجلة عند تواريخ الإستحقاق؛ و هو الشيء الذي يجعله يحقق أرباح، حيث يقوم المضاربون بشراء كميات أكبر من العملة التي يتوقعون إرتفاع سعرها و التخلص منها عندما يتحقق الإرتفاع² ".

كما ظهرت عمليات أخرى من المضاربة في ظل التطورات المعاصرة لعقود خيار العملة الأجنبية، حيث يقوم " المستثمر بدفع علاوة لها حق الخيار الخاص بشراء أو بيع عملة أجنبية ما، فإذا تحركت قيمة العملة موضع الإهتمام في الإتجاه المحتمل فإن عقد الخيارات؛ يمكن أن يباع إما بسعر أعلى أو يتم الحصول على العملة الأجنبية محل الإتفاق، ثم إعادة بيعها في السوق الحاضرة³ ". غير أن السلطات النقدية تتعامل بحجم كبير من العملات الأجنبية و الأصول الإحتياطية الأخرى بيعا و شراء، من خلال السياسة النقدية المتمثلة في التحكم بعرض النقد و المحافظة على إستقرار سعر صرف العملة المحلية ضمن الأطر المحددة من قبلها. فحتى في نظام الصرف العائم، فإن " السلطات النقدية و بإستخدام الأصول الإحتياطية المملوكة لديها، تتدخل في سوق العملات بائعة للعملات الأجنبية و مشتريه لعملتها المحلية، و هذا عند حدوث زيادة في الطلب على العملات الأجنبية في السوق، و ما ينجر عليه من تدهور في قيمة العملة المحلية عن الحد الموضوع، أو مشتريه للعملات الأجنبية و بائعة لعملتها المحلية، و ذلك في حالة تزايد الطلب على العملة المحلية في السوق و إرتفاع سعرها عن المستوى المحدد. و بالتالي تلبية حاجاتها من النقد الأجنبي، و كذلك إمتصاص السيولة الزائدة عن الحاجة⁴ ".

المطلب الثالث : إستخدام إحتياطات الصرف الأجنبي

¹ - <http://www.die-gdi.de> Ulrich volz&Aldo coliar: regional and Global liquidity arrangement, Deutsches Institut for Entwick lungs politik GmbH TulpenfeldG, Germany, P2.

² - Frederic Mishkim: Monnaie banque et Marchés financiers, Nouveaux Horizons, 10^{ème} édition;2013 p869.

³ - سي بول هالورد و رونالد ماكدو ترجمة محمود حسن حسني : النقود و التمويل الدولي ، دار المريخ للنشر الرياض، 2007 ص76.

⁴ - Youssouf Mayaki : Demande de réserves et prévision de déficit dans une union monétaire, Op-cit P96-97.

من خلال عرض المفاهيم التي تتناول إحتياجات الصرف الأجنبي، يتبين بأن معظم البلدان في ظل نظام بريكو وودز، كانت تعتمد بشكل رئيسي على ما لديها من إحتياجات الصرف الأجنبي في تصحيح الاختلالات الناشئة في موازين مدفوعاتها؛ أو أثناء معالجة الخلل في أسعار صرف عملتها الوطنية، أما بعد انهيار هذا النظام و إعتقاد سعر الصرف المرن مع تعويم العملات الإرتكازية. و بالتالي نقل مخاطر سعر الصرف إلى السوق، و السماح للأعوان الإقتصاديين و الشركات من الوصول بحرية للأصول النقدية الأجنبية من أجل تغطية مخاطر الصرف؛ أي معرفة تطورات قيم العملات الأجنبية في السوق¹. حيث أن هنالك بعض المؤسسات و الشركات تتعامل بكميات كبيرة من العملات الأجنبية نتيجة طبيعة نشاطها الإقتصادي، فهي تحتاج إلى كميات هامة من العملات الأجنبية من أجل تسوية إلتزاماتها الخارجية المترتبة عن عمليات الاستيراد، أو مؤسسات و شركات لديها فائض كبير من النقد الأجنبي، نتيجة نشاطها التصديري. لذلك تلجأ هذه الأخيرة إلى البنوك التجارية من أجل إستثمار أو إيداع أو إقراض ما لديها من عملات أجنبية. الأمر الذي أدى إلى ظهور أسواق للتعامل بالعملات الأجنبية².

و تعتبر البنوك المركزية من العملاء المهمين في سوق العملات، و أداة الوساطة بين عرض العملات الأجنبية و الطلب عليها، بالإضافة لذلك؛ فهي تدير غطاء النقد بتوزيع المحفظة الإستثمارية و ذلك ببيع و شراء العملات حفاظا على قيمة غطاء النقد، و حتى لا يتأثر سعر صرف عملتها الوطنية عن ما هو محدد. غير أنه يمكن ملاحظة وضعيتين للسوق³.

1- حالة عرض إحتياجات الصرف الأجنبي يفوق الطلب: تتعلق الموجودات الخارجية من النقد الأجنبي لدى السلطات النقدية (البنك المركزي) بشكل وثيق، بمدى " كثافة المبادلات الإقتصادية الخارجية للبلد و قدرة الإقتصاد الوطني على تحقيق أرصدة مالية موجبة، فمتى إستطاع إقتصاد بلد ما؛ أن يحقق أرصدة خارجية موجبة من تعامله مع العالم الخارجي، فإن ذلك يسمح بتدفق الأصول الأجنبية إلى داخل البلد⁴ ". و البنك المركزي في سبيل تحقيق أهداف إقتصادية يسعى إلى تنفيذ " سياسة نقدية معينة، و بالتالي تحديد حجم مناسب لوسائل الدفع الأجنبية من التداول، لذلك يقوم البنك المركزي؛ بالتدخل في سوق

¹ - Ker Alexander: International Law And the Lend of lout reponrt, Semenan on Curenry Developement Montory and financial Low, Woshington, D.C October 2006, P05 .

² - مصطفى رشيد شبيحة : الإقتصاد النقدي و المصرفي : مرجع سابق ، ص150-151.

³ - ماهر شكري و مروان عوض : المالية الدولية ، مرجع سابق ، ص251 .

⁴ - Paul Krugmon, Maurice Obstfeld, Marc Mélitz : économie internationale, Op-Cit,P346-349-350 .

الصرف مشتريا أو بائعا للنقد الأجنبي من أجل الدفاع عن إستقرار قيمة العملة الوطنية¹ . غير أن المعروض من العملات الأجنبية و وسائل الدفع الإحتياطية تربطها علاقة طردية مع سعر الصرف، إذ ترتفع الكمية المعروضة بإرتفاع سعر الصرف و تنخفض بإنخفاض هذا الأخير. و من ناحية أخرى، فإن عرض العملات من النقد الأجنبي يشق أساسا من حصيلة الصادرات الجارية من السلع و الخدمات.

و نظرا أن هذه الحصيلة، تعادل " إجمالي حجم الإنفاق الجاري للبلدان الأخرى على صادرات البلد المعني من السلع و الخدمات، فإن وضع منحى عرض العملات الأجنبية و مرونته يرتبط بوضع و مرونة منحى الطلب الأجنبي على عملة البلد محل الإهتمام. كما لتدفقات الإستثمارات دورا هاما في التأثير على عرض العملات من النقد الأجنبي في بلد ما، فزيادة وتيرة تدفق الإستثمار الأجنبي نحو إقتصاد معين يزيد من عرض النقد الأجنبي² .

حيث أن تغيرات إحتياطات الصرف الأجنبي، تمثل وضعية رصيد البنك المركزي من العملات الأجنبية و يرمز لها بـ ΔRC .

و بإعتبار ميزان المدفوعات وثيقة محاسبية تعتمد على القيد المزدوج في تسجيل المعاملات الخارجية، فهي دائما في وضع توازن محاسبي أي:

$$BC + BK + \Delta RC = 0$$

BC : يرمز لرصيد الميزان التجاري.

BK : يرمز لرصيد التدفقات المالية مع باقي بلدان العالم.

و تختلف شروط ميزان المدفوعات بإختلاف نظام الصرف المتبع و ذلك من خلال:

- في حالة تطبيق نظام الصرف المرن يكون التغير في الإحتياطات $\Delta RC = 0$ ، و هذا لعدم تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف من أجل العمل على إستقرار سعر الصرف e في قيمته المرجعية، لذلك ففي ظل هذا النظام e متغير داخلي.

¹ - أحمد شعبان محمد علي : انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي و دور البنوك المركزية ، الدار الجامعية، مصر 2006، ص 09 .

² - موردخاي كريانين ترجمة محمد ابراهيم منصور : الإقتصاد الدولي مدخل السياسات ، مرجع سابق ، ص 257-258.

- يتغير ΔRC في حالة تطبيق نظام الصرف الثابت، و هذا بسبب تدخل السلطات النقدية للبلد في سوق الصرف للمحافظة على سعر الصرف الثابت، و يكون ΔRC هو المتغير الداخلي، و e متغير يتم إختباره من طرف السلطات النقدية.

كما يمكن أن يترجم " التوازن في ميزان المدفوعات في ظل نظام الصرف المرن، كالتوازن في سوق الصرف، وهو يوافق الوضعية التي لا يتغير فيها مستوي الإحتياطات الرسمية ($\Delta RC = 0$)".¹

و بإفتراض $\Delta RC = 0$ ، فإن $BC + BK + \Delta RC = 0$ و يصبح:

$$BC + BK = 0$$

بالإضافة لذلك، و بإفتراض أن السلطات النقدية " تلجأ إلى إتباع نظام الصرف ثابت، فسعر الصرف لن يصبح متغير تعديل، و بالتالي السلطات النقدية بإنتهاجها سياسة الحفاظ على سعر الصرف e في مستوى معين و مرغوب فيه؛ و يصبح متغير التعديل في هذه الحالة، التغير الحاصلة في احتياطات الصرف الأجنبي ΔRC . و يكون هنالك و إنطلاقاً من الوضع القائم و صاعداً: $BC + BK = -\Delta RC$ "².

فإذا كان هنالك فائض في ميزان المدفوعات أي $BC + BK > 0$ ، فإن إحتياطات الصرف الأجنبي سوف تتحسن أي ($-\Delta RC > 0$)، و عندما يكون عجز فإن قيمة الإحتياطات سوف تندهور. كما يتم تحليل التغيرات في إحتياطات الصرف الرسمية، كتغيرات في مقابلات الكتلة النقدية المتداولة ΔM .

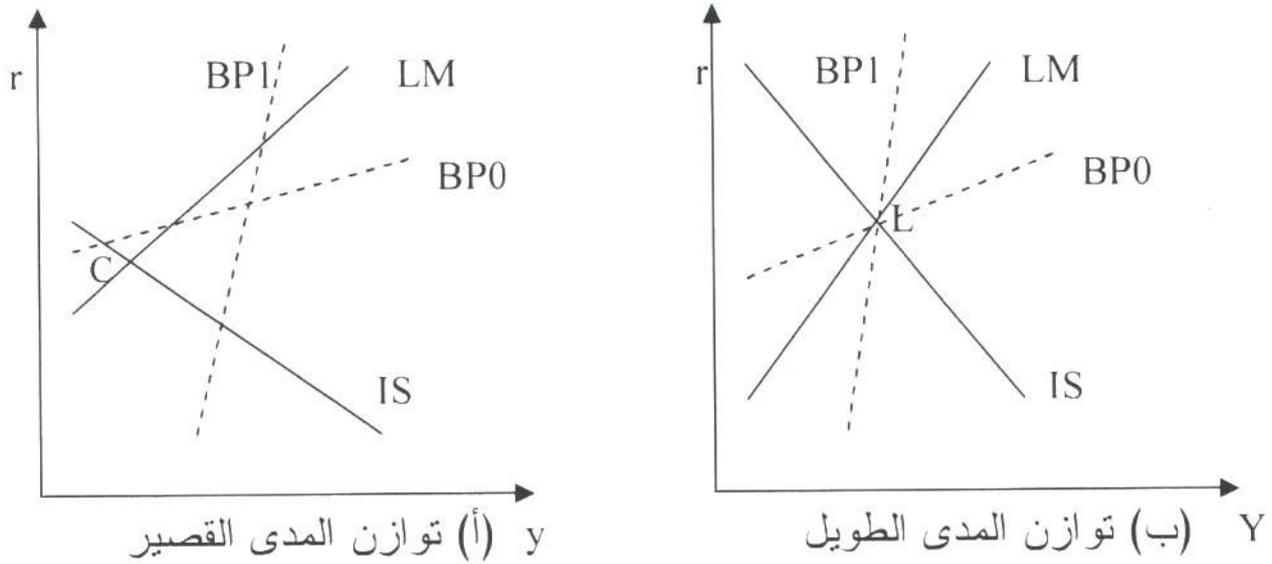
فحدوث الزيادة في إحتياطات الصرف الأجنبي، يترتب عنه إصدار للنقود الوطنية بحجم مساوياً، و من أجل تجنب أثر ΔRC على ΔM ، فالسلطات النقدية يمكن أن تتبع سياسة تسمى بـ: "تعقيم إحتياطات الصرف الأجنبي" *la Stérilisation*؛ حيث تتمثل هذه السياسة في تعويض " آثار تغيرات في إحتياطات الصرف الأجنبي، و يمكن للسلطات النقدية في حالة إرتفاع مستويات إحتياطات الصرف الأجنبي لديها، أن تعمل على تقليص القروض الممنوحة داخلياً"³.

¹ - Michel Devoluy : Théories macro économique, ARMAND colin, 2eme édition, Paris 1998, P.243 .

² - Michel Devoluy : Théories macroéconomique , Ibid, P130 .

³ - Mohamed Haddar : macroéconomie, centre de publication universitaire, 2eme édition, Tunis,2006,P395.

الشكل رقم (I-5) التوازن الإقتصادي الكلي



Souce: Mohamed HADDAR, « macroéconomie », 2 éme édition, center universiter, Tunis, 2006, P.193.

- ففي ظل تطبيق نظام الصرف الثابت، فإن التغيرات في الإحتياطات الأجنبية (ΔRC)، و بالتالي في الكتلة النقدية، هي التي تضمن التوازن في حالة عدم إتباع سياسة التعقيم.

- أما في ظل نظام الصرف المرن، فإن التغير في سعر الصرف هو الذي يحقق التوازن، غير أن في ظل نظام الصرف الثابت، يكون التغير في إحتياطات الصرف الأجنبي بدلالة التغير في ميزان المدفوعات. حيث البنك المركزي يساند سعر الصرف من خلال تدخله بشراء أو بيع العملات الأجنبية، لهذا يصبح ΔRC متغير داخلي و e متغير خارجي، و مع غياب سياسة التعقيم، سوف يؤدي التغير في إحتياطات الصرف الأجنبي إلى تغير مماثل للكتلة النقدية ΔM ، و بالتالي ينتقل منحنى عرض النقود LM تلقائيا بدلالة ΔRC .

(2)- حالة الطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي يفوق العرض: يمكن حصر العوامل أو الأسباب وراء الطلب على الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي، في واردات السلع و الخدمات و التحويلات للخارج، بالإضافة إلى صادرات رؤوس الأموال و واردات الذهب. كما أن الطلب المحلي على العملات الأجنبية القوية، يتأثر " بتطورات سعر الصرف، إذ تربطهما علاقة عكسية. فكلما إرتفع سعر صرف العملة الأجنبية مقارنة بالعملة المحلية، أدى

ذلك إلى زيادة في تكاليف الإستيراد الخارجي، و بالتالي إنخفاض الطلب المحلي على العملات الأجنبية. فالطلب على النقد الأجنبي يتأثر بعوامل عديدة، منها التغير في عدد المستهلكين المحليين، تغير أذواقهم باتجاه السلع و الخدمات الأجنبية، إنخفاض مستوى الدخل، أو تغير أسعار السلع في البلدان المنافسة¹ .

كما أن ارتفاع نسب التضخم، تؤدي إلى إبتعاد " المستثمرين و المتعاملين عن الطلب على العملة، غير أن معدلات الفائدة في حالة ارتفاعها في المدى القصير؛ تؤدي إلى تشجيع المستثمرين لتوظيف رؤوس الأموال بدلالة العملة الأجنبية في البلد صاحب معدل الفائدة المرتفع. بالإضافة لذلك، يرتبط الطلب على الأصول الإحتياطية بالظروف السياسية و الإقتصادية السائدة في البلد، و مدى تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف قصد التأثير على أسعار صرف العملة² ."

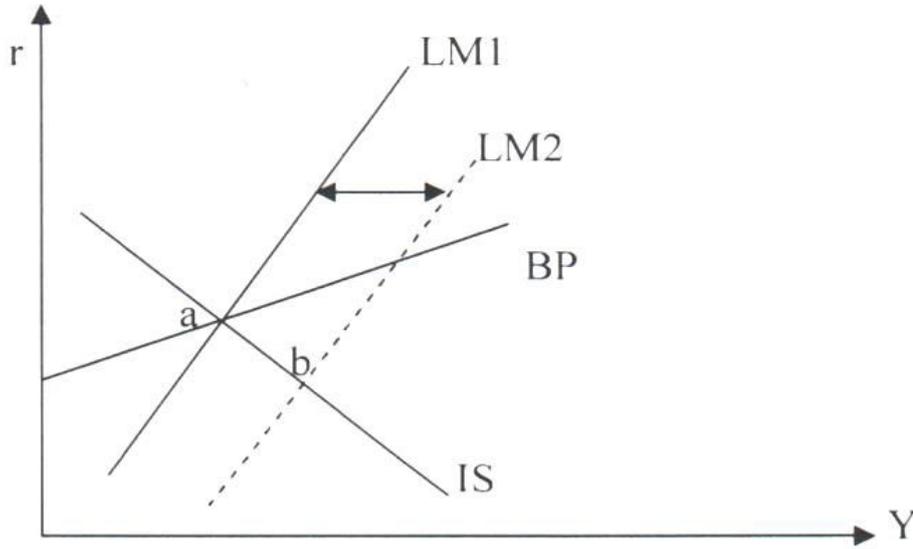
و في حالة تفوق المعاملات التلقائية المدينة على المعاملات التلقائية الدائنة، يظهر العجز في ميزان المدفوعات، أي وجود طلب على إحتياطات الصرف الأجنبي أكبر من العرض؛ أو بتعبير آخر، الكمية المطلوبة من القطع الأجنبية أكبر من الكمية المعروضة. و بالتالي، فإن التسوية تتم بالفارق فيما بين بنود ميزان المدفوعات أسفل الخط، مثل السحب من الأرصدة الدولية بما يكفي لسد العجز القائم.

فوضعية العجز التي تظهر في ميزان المدفوعات ($BK + BC < 0$)، يجعل ذلك تعرض العملة الوطنية لهجمات المضاربة في سوق الصرف، مما يدفع بالبنك المركزي للتدخل من أجل الإبقاء على سعر الصرف التوازني؛ و ذلك من خلال بيع جزء من ما تمت حيازته من العملات الأجنبية كإحتياطات مقابل العملة المحلية، أو إستخدامه في تمويل الواردات و تخفيف الضغوط على سعر صرف العملة المحلية. و بالتالي المحصلة النهائية هو إنخفاض حجم إحتياطات الصرف الأجنبي لدى السلطات النقدية، و التي تؤدي بدورها إلى إنخفاض الكتلة النقدية. مما يجعل المنحنى LM يتحرك تدريجيا من الوضعية LM2 و يعود إلى اليسار ليستقر في النهاية عند النقطة a و التي تمثل نقطة النوازن الأولية. و يفسر ذلك أن الزيادة الأولية لـ M المقررة من قبل السلطات النقدية، قد تم إمتصاصها بالإنخفاض داخليا من خلال الكتلة النقدية M الذي تلا الإنخفاض في الأصول الإحتياطية من الصرف

¹ - عفيقي حاتم سامي : دراسات في الاقتصاد الدولي ، القاهرة ، الدار المصرية - اللبنانية، 1987، ص136-141 .
² - كويل برايان : أسواق العملات الأجنبية ، الطبعة العربية الثانية ، مصر ، دار الفاروق للنشر و التوزيع ، 2007 ، ص19-20.

الأجنبي لدى السلطات النقدية. و عليه، تصبح السياسة النقدية إذن غير فعالة في ظل إتباع نظام الصرف الثابت.

الشكل رقم (I-6) فاعلية السياسة النقدية في ظل نظام الصرف الثابت



Souce: Mohamed HADDAR, « macroéconomie »,Ibid- P.136.

غير أنه لا يقتصر استخدام احتياطات الصرف الأجنبي، في التدخل بأسواق الصرف من أجل المحافظة على سياسة تثبيت سعر الصرف، بل قد يستلزم من السلطات النقدية للبلد التدخل كمتعامل في سوق العملات الأجنبية؛ مما يسمح لهذه الأخيرة بمواجهة الظروف الطارئة التي تتسبب فيها الأزمات و الصدمات الإقتصادية الخارجية، أو حدوث سلوكات مضاربة مفتعلة لتحقيق مصالح مجموعة من المتعاملين على مستوى السوق. بحيث لا تتعارض تلك السلوكات المضاربة و السياسة المعلنة بتعويم سعر الصرف. و بالتالي العمل على عدم " إنتقال الآثار المترتبة عن التغيرات الفجائية لسعر الصرف الأجنبي، من خلال الإحتفاظ بحجم احتياطات من الصرف الأجنبي عند مستويات مناسبة لمواجهة حركة الأموال المضاربة؛ و التي قد تستنزف الموجودات الاحتياطية في وقت قياسي، و أن الإختيار المناسب لنظام الصرف يمكن البلد من السيطرة على حركات رؤوس الأموال¹ ."

¹ -Mohmud Haddad : What are the advantages and disadvantages of both fixed exchange Rate regime and flexible exchange Rate regime,University of Tennesse-Marten,P.6(bltp.edu: m).

المبحث الثالث : العوامل المحددة للطلب على إحتياجات الصرف الأجنبي:

إن طلب البلدان على إحتياجات الصرف الأجنبي¹ * يختلف باختلاف المشاكل الاقتصادية لتلك البلدان، و حاجتها للأصول الإحتياطية و وسائل الدفع الأجنبية ذات القبول الدولي في تسوية العجز في ميزان المدفوعات و تمويل التجارة الخارجية. حيث أن البلد الذي يكون في حالة عجز شبه دائمة، يرى أن كمية الإحتياجات بالنقد الأجنبي الموجودة بحوزته غير كافية و يعمل على زيادتها، أي زيادة طلبه على وسائل الدفع الدولية و الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية. غير أن تكوين و الإحتفاظ بقدر مناسب من إحتياجات الصرف بالعملات، يترتب عنه تكلفة يتحملها إقتصاد البلد المعني. مما يتطلب القيام بمقاربة أو تعادل بين التكاليف و المكاسب المتوقعة من عملية تكوين تلك الإحتياجات بالنقد الأجنبي. كما أن الحصافة الإقتصادية و الإدارة الجيدة، تملئ أن تكون منافع الإحتفاظ بإحتياجات الصرف عند مستويات مقبولة، تكون مساوية لتكلفة السياسات التي قد يتم تطبيقها في حالة عدم كفاية الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

المطلب الأول: أهم العوامل المؤثرة في تحديد الطلب على إحتياجات الصرف:

هنالك علاقة وطيدة بين حجم الطلب على إحتياجات الصرف بالنقد الأجنبي لدى بلد ما، و قدرة ذلك البلد على تحمل تكلفة الإحتفاظ بموجوداته الإحتياطية من العملات الأجنبية، حيث تتعاظم قدرة البلد مع تعاظم و زيادة مستوى دخله الحقيقي و هذا ما يميز البلدان الأكثر غنى؛ بينما تقل تلك القدرة في حالة البلدان الأقل نمو (الفقيرة). حيث أن هنالك تكلفة يتحملها إقتصاد البلد مقابل إحتفاظه بحجم مناسب من العملات الأجنبية و وسائل الدفع المقبولة دولياً كإحتياجات، غير أنه هذا لا يعني أن الطلب البلدان على الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي يتفاوت تبعاً للتفاوت في الدخل الحقيقية السائدة فيها. بل هنالك عوامل أخرى بخلاف الدخل الحقيقي، يمكنها التأثير بشكل كبير في تحديد طلب البلدان و خاصة النامية منها على الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية و التي تتمثل في:

1)- درجة إستقرار الصادرات: من المنطقي أنه كلما كانت صادرات بلد ما، أكثر تعرضاً للتقلبات الدورية و المفاجئة من حيث الحجم و القيمة، فإن إحتتمالات تسجيل العجز في ميزان المدفوعات؛ تبقى قائمة و بشكل كبير. و هذا ما يتطلب من البلد، " تكوين و الإحتفاظ بأصول إحتياطية من العملات الأجنبية و العناصر الأخرى ذات القبول الدولي، لمواجهة إحتتمالات العجز في ميزان المدفوعات، عكس البلدان الأكثر إستقراراً في صادراتها نحو العالم الخارجي. فكثير ما يتعرض حجم صادرات البلدان للتقلبات و الإهتزازات المفاجئة و القصيرة الأجل و منها البلدان البترولية،

* من بين أهم الدراسات التي وضعت دوال المتعلقة بالطلب على الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي نشير إلى دراسة فرانكل سنة 1974، و دراسة هيلر و محسن خان سنة 1978، و هيرت جروبل سنة 1971؛ و كذلك دراسة جون وليامسون سنة 1973، و دراسة فلاندرز سنة 1971، و هيبيل سنة 1974، و غيرهم.

و بالتالي تعرض ميزان مدفوعات هذه البلدان للعجز و عدم القدرة على تسوية الإلتزامات الخارجية، أي الحاجة الشديدة للسيولة الدولية للوفاء بإلتزاماتها. و هذا ما يسبب ضغوطات كبيرة قد لا يستطيع إقتصاد البلد تحملها¹ .

-العجز الدوري للصادرات : هذا النوع من العجز أو الإختلال، تتميز به موازين مدفوعات البلدان الرأسمالية المتقدمة، و الذي " يرتبط بتغير حجم و مستوى النشاط الإقتصادي لهذه البلدان؛ حيث تواجه هذه الإقتصاديات دوريا و بشكل مستمر، إرتدادات خارجية في مبادلاتها مع العالم الخارجي. و لا شك أن حالة الإزدهار التي تعرفها الدورات الإقتصادية، يحصل فيها توسع و زيادة في إنتاج البلد، مما يسمح ذلك بزيادة التصدير، و بالتالي تحسن وضعية ميزان مدفوعات البلد الذي يصبح أكثر ملائمة في نهاية الدورة الإقتصادية. و في هذه الحالة، تزيد وضعية الصادرات مقارنة بالواردات. في حين أن هنالك، حالات تتعرض فيها موازين مدفوعات البلدان المتقدمة إلى إختلالات، و هذا نتيجة حالة الكساد و الإنكماش في نشاطاتها الإقتصادية؛ بسبب التغير في الأذواق و طبيعة الطلب الخارجي أو تأثير التطور التكنولوجي و شدة المنافسة دوليا² .

غير أن قدرة البلدان المتقدمة على مواجهة هذه التقلبات و المتغيرات كبيرة، نظرا لما تمتلكه من أصول إحتياطية بالعملة الأجنبية من جهة، و مرونة عوامل الإنتاج على التحول لصناعات أكثر تنافسية من جهة أخرى؛ يسمح لها بالتكيف مع المتغيرات الإقتصادية الجديدة دوليا.

-العجز الدائم : هو إختلاف و عدم التوازن المستمر لفترات زمنية طويلة، و هذا ما ينطبق على الإختلالات المسجلة على مستوى ميزان مدفوعات البلدان النامية، و ما يصاحب ذلك من تأثيرات و ضغوطات على حجم إحتياطيات الصرف الأجنبي لشدة الطلب عليها. و يطلق على هذا " النوع من الإختلال، بالإختلال الهيكلية، أي مرتبط بهيكل صادرات البلدان النامية؛ الذي يتميز بضعف الجهاز الإنتاجي على التكيف مع الظروف و الأوضاع الطارئة. فضعف الجهاز الإنتاج للبلدان النامية، من ضعف درجة تنوع نشاطاتها الإقتصادية، و عدم قدرتها على تصدير السلع المصنعة و الخدمات المختلفة أو رؤوس الأموال؛ بالحجم و المستوى الذي يسمح لها بالقيام بتغطية وارداتها من السلع النصف مصنعة و الإستهلاكية، و الخدمات الضرورية المستورة³ ". فالتقلبات التي تحدث في حصيلة البلدان النامية، تشكل صعوبات واضحة في إعداد و تنفيذ موازنة النقد الأجنبي، و التي تقوم على التنبؤ بحصر موارد النقد الأجنبي و متطلبات الواردات و خدمة أعباء الدين الخارجي في نفس الفترة. و كما

¹ - HERVE ALEXANDER : banque et intermédiation financière, Economoca 2013,P.81.

² - إيمان عطية ناصف و هشام محمد عمارة: مبادئ الإقتصاد الدولي، دار الفتح للتجليد الفني، الإسكندرية، 2008 ، ص 300 .

³ - رعد حسن صوان: أساسيات التجارة الدولية المعاصرة، من الميزة المطلقة إلى العولمة و الحرية و الرفاهة الإقتصادية، الجزء الأول، دار الرضا للنشر، 2000، ص 339-342.

هو معروف فإن المصدر الرئيسي للنقد الأجنبي هي الصادرات، غير أن عدم إنتظام صادرات البلدان النامية، يخلق صعوبات كبيرة للسلطات النقدية في إمكانية وضع خطط إستيراد المواد الإستهلاكية؛ و الإنتاج و الإستثمار. و في هذه الحالة تزداد الحاجة لتكوين إحتياجات الصرف الأجنبي عند مستويات مرتفعة و كافية.

حيث عدم التوازن في ميزان مدفوعات البلدان النامية، يستوجب " الحاجة الماسة لتكوين إحتياجات الصرف بأحجام كبيرة، إذا ما قورنت بالدول الأكثر تقدماً. و الدارس لعلم الإقتصاد يفرق ما بين الحاجة و الطلب، فالحاجة مجرد الشعور بالرغبة في إمتلاك الشيء أو استهلاكه، أما الطلب فهو الحاجة مدعمة بالقوة الشرائية، أي القدرة على إمتلاك الشيء محل الرغبة¹ ". و كلما كانت الحاجة ملحة و قوية مع توفر الإمكانية المالية، فإن الطلب يكون كبيراً. أما إذا كانت الحاجة الضرورية دون القدرة المالية فلا معنى لها من الناحية الواقعية. و هذه حالة البلدان النامية التي تتزايد حاجاتها إلى تكوين إحتياجات الصرف الأجنبي، غير أنها لا تمتلك القدرة على ذلك، و عندئذ تلجأ للضغط على الواردات أو الإقتراض الخارجي، و هذا من أجل توفير النقد الأجنبي و مواجهة العجز في ميزان المدفوعات.

(2)- مدى إستقرار الواردات و الميل المتوسط للإستيراد: يرتبط حجم و قيمة الواردات في جميع البلدان و خاصة النامية منها، بالمتاح من موارد الصرف الأجنبي لدى السلطات النقدية، و بدرجة قد تكون أكبر من درجة إستجابتها لمستوى الدخل الممكن. حيث تعتبر إحتياجات الصرف الأجنبي في البلدان النامية المصدر الرئيسي في تأمين و إستقرار وارداتها، وذلك بسبب الصعوبات التي تواجه هذه البلدان في الحصول على السيولة الدولية اللازمة لتمويل وارداتها و عدم وجود مصادر أخرى يمكن اللجوء إليها. و من المعلوم أنه توجد علاقة هيكلية بين حجم الواردات، و بين مستوى الدخل الوطني، و هذا وفق " العلاقة التالية : $M = a + by$ ، حيث يطلق على معامل الدخل b في هذه الدالة بالميل الحدي للإستيراد، و هو يعبر عن مقدار حجم الزيادة في الواردات الحقيقية المترتبة عن زيادة الدخل بمقدار واحد حيث:

$$M = \text{الواردات}$$

$$b = \text{الميل الحدي للإستيراد}$$

$$a = \text{ثابت}$$

¹ - فليح حسن خلف : الاقتصاد الكلي ، جدار للكتاب العالمي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص 405 .

$$Y = \text{الدخل}^1.$$

و من المعروف أن أبسط و أكثر الطرق لتقدير دالة الطلب على الواردات بشكلها التجميعي، هو التقدير في إطار النموذج البديل التام، و هو استخدام دالة الطلب المارشالية التي تربط كمية الطلب على الواردات بكل من مستوى الدخل أو الإنفاق؛ سعر الواردات و سعر البدائل المحلية بالعملة الواحدة. و هو ما يعني إدخال سعر الصرف ضمن صياغة الأسعار المحلية. و الشكل العام لدالة الطلب على الواردات التجميعية يكون:

$$M_d = f (y , p_m , p_d).$$

حيث : M : كمية الواردات.

P_m : أسعار الواردات.

P_d : الأسعار المحلية.

Y : الدخل أو الإنفاق الوطني.

الإشارة المتوقعة للمعاملات.

$$f_y > 0, f_{p_m} < 0, f_{p_d} > 0$$

أما جانب العرض لنموذج البديل غير التام، فإن عادة ما يأخذ الشكل التالي :

$$M_s = S (p_m , p_d).$$

$$S_{p_m} > 0, S_{p_d} > 0$$

حيث : M_s : الواردات المعروضة من باقي دول العالم

P_m : أسعار الواردات.

P_d : الأسعار المحلية في باقي دول العالم .

لقد أوجدت الأزمات المتلاحقة في ميزان مدفوعات البلدان المختلفة، الإهتمام " بدراسة محددات الطلب على الواردات على أساس ربط الإستيراد بالضغط، على الموارد المحلية من العملات الأجنبية لبلد ما. أي أن السعر و الدخل، و هما محددان وفق النظرية التقليدية؛ ليس كافيين لتفسير الحركة الدورية للواردات، بل هنالك متغيرا يرتبط بالواردات يسمى فائض الطلب يجب أخذه في الإعتبار"². و حسب هذا الإتجاه، يرى أن الإقتصادي التقليدي الذي يقتصر في تحليله على الأسعار النسبية و الدخل الحقيقي كمتغيرات ذات تأثير مستقل في طلب على الواردات، من الممكن أن يضعف القدرة

¹ - ديفيد كودي: إستجابة المالية العامة إزاء الزيادات الأخيرة في أسعار السلع الأولية دراسة تقييمية، تقرير أفاق الإقتصاد العالمي، أكتوبر 2008، ص 103.

² - محمود رضا فتح الله: إقتصاديات الطلب على الواردات، دار النهضة العربية، 2006، ص 92.

التنبؤية للنموذج. و يقرر منهج فائض الطلب، أنه إذا كانت السلع المستوردة بدائل تامة للسلع المنتجة محليا، فإن الواردات تمثل فائض الطلب الكلي على العرض الكلي، وبالتالي الطلب على الواردات " يتحدد وفق العلاقة التالية:

$$M = Qd - Qs$$

حيث : Qd : الطلب الكلي.

Qs : العرض المحلي (السلع المنتجة محليا).

M : الواردات.

و حسب هذه العلاقة فإن الواردات تطلب لسد الفجوة بين العرض و الطلب المحلي¹. و عموما، تتميز البلدان النامية بارتفاع متوسط الميل للإستيراد، و هذا من مميزات التبعية الإقتصادية و إتمادها على العالم الخارجي؛ في تأمين إستيراد السلع و الحاجيات الإستهلاكية الضرورية للمجتمع، أو السلع الوسيطة لدوران الماكنة الإقتصادية المحلية مقابل النقد الأجنبي . و هذا ما تستدعي" الضرورة وجود حجم معين من إحتياجات الصرف الأجنبي، حتى لا يلجأ البلد المعني إتباع إجراءات بديلة غير ملائمة تؤثر في الظروف الإقتصادية و الإجتماعية المحلية². و تمثل الواردات إنفاقا لحصيلة الصادرات، و بالتالي تؤثر على الموجودات الاحتياطية بالعملات الأجنبية. حيث تصنف الواردات عادة إلى:

-الواردات الضرورية: و هي تشمل السلع الغذائية الإستهلاكية الضرورية (المواد الغذائية، الأدوية...الح) التي لا يتم إنتاجها محليا، أو تنتج بكميات أقل لا تغطي الإستهلاك المحلي، بالإضافة للخدمات الضرورية التي يحصل عليها البلد من الأسواق الدولية.

-الواردات الإنتمانية: و هي مجموعة المواد و السلع المصنعة ذات التكنولوجيات العالية، و الخدمات التي يتحصل عليها البلد من العالم الخارجي، و التي لا يمكن الإستغناء عنها في عمليات الإنتاج المحلي و في تنفيذ برامج التنمية المحلية، و التي تضم التجهيزات و الآلات وغيرها.

-الواردات القابلة للضغط: تتألف هذه الواردات، من مجموع السلع و الخدمات التي يمكن إنتاجها و الحصول عليها محليا، أو وجود سلع بديلة لها محليا مثل السيارات السياحية و الأجهزة المستحدثة الإلكترونية؛ بالإضافة إلى السلع الكمالية أو الشبه الكمالية و التي يمكن الإستغناء عنها.

¹ - محمود رضا فتح الله : نفس المرجع ، ص 93 .

² - Luce Rapp: ces fonds que l'on dit SOUVERAINS fonds d'état et SAUVERAINES, Vuibert,2010,P.43.

كما أن التركيبة الهيكلية للواردات يختلف من بلد إلى آخر، و بالتالي البلد الذي يعاني من العجز في ميزان المدفوعات، عادة ما يلجأ لتمويل ذلك العجز من خلال أحد المصادر التالية:

- استخدام المتاح من الأرصدة النقدية بالعملات الأجنبية والذهب النقدي، مما يحدث تآكل و إستنزاف لتلك الأرصدة؛
- اللجوء إلى الإقتراض الخارجي مع ما يترتب عنه من تكلفة؛
- الضغط على الصنف الثالث من الواردات (الواردات القابلة للضغط)؛

(3)- الدخل الوطني: يرى فريق من الإقتصاديين، أن حجم و مستوى الدخل الوطني قد يكون هو المعيار للدلالة على مدى تطور أو تخلف بلد ما إقتصاديا، و معرفة مستوى تعامل هذا البلد مع العالم الخارجي؛ و كذلك إمكانية البلد على الإحتفاظ بجزء من دخله على شكل أصول مالية ذات القبول الدولي كإحتياجات، يتم إستخدامها في علاج الإختلال المؤقت الذي يمكن أن ينشأ في ميزان مدفوعات البلد. مما يكسبه القدرة على المحافظة و إستمرار علاقاته الإقتصادية مع باقي بلدان العالم.

لكن هذا المقياس، " يتجاهل حقائق أساسية في إقتصاد البلد، كالتعداد السكاني أو الهجرة مثلا. فمن الواضح أن حجم الدخل الوطني كمقياس وحيد، لا يمكن أن يعبر عن درجة تطور بلد ما إقتصاديا، طالما هنالك عدد السكان كبيرا، كما أن صغر الدخل لا يعني تخلف إقتصاد البلد¹. فزيادة الدخل الوطني من أول أهداف التنمية الإقتصادية دوليا، بل يعتبر أهم الأهداف على الإطلاق. ذلك بأن الغرض الأساسي الذي يدفع بالبلد إلى تنفيذ برامج التنمية الإقتصادية هو القضاء على الفقر و تحسين مستوى المعيشة للأفراد من خلال زيادة دخولهم. فالدخل الوطني الذي نقصده، هو زيادة الدخل الحقيقي الوطني لا الدخل النقدي، أي ذلك الدخل الذي يتمثل في إستهلاك السلع و الخدمات التي يتم إنتاجها بواسطة الموارد الإقتصادية المختلفة خلال فترة زمنية معينة.

ليس هنالك شك، بأن الزيادة في الدخل الوطني الحقيقي في أي بلد من البلدان، تحدده عوامل معينة كإمكانيات البلد المادية، الكفاءة و المستوى التكنولوجي المستخدم في البلد؛ بالإضافة إلى معدل الزيادة السكانية. فكلما كان معدل الزيادة السكانية كبيرا، كلما إضطر البلد إلى العمل على تحقيق نسبة أعلى في دخله الوطني. كما أن حجم الطلب على إحتياجات الصرف من العملات الأجنبية و وسائل الدفع ذات القبول الدولي، تتأثر أساسا بمستوى و حجم الدخل الوطني الحقيقي للبلد. فكلما " عظم حجم الدخل الوطني، زاد طلب البلد على تكوين و تركيب إحتياجات الصرف عند مستويات كبيرة، تماما مثل طلب الأفراد على النقود؛ حيث يزداد طلبهم على النقود بزيادة دخولهم. فالبلدان الأكثر غنى

¹ - كامل بكري : علم الاقتصاد ، الدار الجامعية ، بيروت ، 1989 ، ص 508.

عموما، هي البلدان التي تمتلك و تحتفظ بحجم أكبر من إحتياجات الصرف الأجنبي، عكس البلدان النامية ذات الإقتصاديات الفقيرة؛ غير أن الإحتفاظ و تركيب مستويات هامة من عناصر السيولة الدولية كإحتياجات، ينطوي عليها تكلفة معينة يتحملها إقتصاد البلد، وقدرة البلدان على تحمل هذه التكلفة يزداد مع تزايد حجم الدخل الوطني الحقيقي. بينما تقل هذه الإمكانية و القدرة مع حالة البلدان النامية ذات الدخول المنخفضة¹ .

(4)- قدرة البلد على الإقتراض الخارجي: قد تكون السلطات النقدية لبلد ما، تستطيع و بسهولة الوصول إلى الأسواق و المؤسسات المالية الدولية، و الحصول على السيولة اللازمة لتأمين إلتزاماتها الدولية؛ أي إمكانية الإقتراض من الخارج بشروط ميسرة كلما دعت الضرورة لذلك. هذه الوضعية، قد لا يحتاج فيها البلد إلى تكوين و الإحتفاظ بأصول إحتياطية من النقد الأجنبي، و وسائل الدفع الدولية الأخرى، عند مستويات آمنة. من أجل مواجهة الظروف غير الملائمة مستقبلا، معنى ذلك قلة الطلب على تكوين مستويات معينة من إحتياجات الصرف الأجنبي. بينما يرتفع الطلب على تشكيل إحتياجات الصرف، إذا كان البلد المعني لا يمتلك القدرة على الإقتراض من المؤسسات المالية الدولية، أو الوصول إلى مصادر السيولة الدولية لتمويل مدفوعاته الخارجية. فقدرة البلد على الإقتراض الخارجي تتوقف على ظروف الانتماء الدولي و شروطه، و على الثقة الإئتمانية التي يتمتع بها البلد المعني.

(4-1)- متطلبات اللجوء إلى الإقتراض الخارجي: يمكن للبلدان التي تعاني من إحتياجات واضحة للأصول الإحتياطية و وسائل الدفع بالعملة الأجنبية، اللجوء للإقتراض من البنوك و المؤسسات المالية الدولية، فضلا عن التوجه للإستدانة من أسواق النقد الدولية. غير أن قدرة بلد ما على الإقتراض الخارجية، " تحكمها عوامل منها:

- تطورات البيئة التي تواجهها تلك البلدان على مستوى أسواق التجارة الخارجية و التمويل الدولي؛
- المتاح لدى البلد من التسهيلات التمويلية و الإمكانات البشرية و الإقتصادية؛
- درجة تطور القاعدة الإقتصادية و الجهاز الإنتاجي للبلد و هيكلها الإقتصادي؛
- قدرة النظام المالي المحلي على توفير و توطيد المدخرات المالية المحلية لضبط و تسيير الدين الخارجي،

¹ - Patrick Artus et Marie-Paule Virard : La liquidité incontrôlable, Pearson Education ? France, Paris, 2010, p 08,09,10.

- مرونة الطلب الخارجي على صادرات البلد و تحقيق فائض تجاري يسمح بالحصول على النقد الأجنبي عند مستوى كافي لخدمة الدين الخارجي¹؛

(2-4)- **دوافع التوجه نحو الإقتراض الخارجي:** هنالك مجموعة من الدوافع و الظروف الإقتصادية، تجعل من الضرورة ذهاب الكثير من البلدان و خاصة البلدان النامية للإقتراض الخارجي نذكر منها:

- حالة التدهور الشديد في رصيد حساب الاحتياطات بالنقد الأجنبي جراء العجز في ميزان المدفوعات؛

- تسوية الإلتزام الخارجية و دفع المستحقات المتعلقة بالواردات؛

- ضعف الموقف التفاوضي حول القروض الممنوحة و الشروط المتعلقة بفترات الإستحقاق و أسعار الفائدة المترتب عنها؛

- صعوبات إستغلال البلدان النامية للإمكانيات المتاحة لقطاع التصدير نتيجة ضعف شديد للقطاع الصناعي أو تحويل بعض السلع المحلية الإستهلاكية نحو التصدير و التركيز على المواد الإستخراجية في التصدير؛

- عدم توجيه القروض الخارجية المتحصل عليها نحو القطاعات و المشاريع الإنتاجية ذات العوائد و المرودية المرتفعة؛

- ضعف المدخرات المالية المحلية و عدم كفايتها من أجل تمويل المشاريع التنموية الوطنية؛

- إستخدام القروض الخارجية في تسوية و معالجة الإختلال في ميزان المدفوعات؛

يمكن الإشارة، بأن السلطات النقدية في البلدان المختلفة و خاصة النامية منها، ترتفع حاجتها من أجل تكوين و حيازة إحتياطات رسمية سائلة أو سهلة التداول محررة بالعملات الأجنبية متاحة للتصرف فيها، و هذا عندما لا يكون بإستطاعتها الوصول إلى الأسواق النقدية الدولية للإقتراض؛ و بالتالي تكون سلطات النقدية لتلك البلدان أمام مجموعة من الإختيارات و البدائل في مجملها قاسية و مكلفة. كما أن قدرة البلد على الإقتراض من الخارج، مرتبطة إلى حد كبير بالإمكانيات الإقتصادية المتوفرة؛ و درجة تطوره الإقتصادي، أي بحجم الدخل الوطني المحقق و متوسط دخل الفرد، و نسبت الزيادات فيها. كما أن تراكم حجم الديون الخارجية لمستويات قياسية، و النمو الموازي لأعباء الإستدانة الخارجية، جعل العديد من البلدان النامية تقترب من نقطة العجز و عدم القدرة على الوفاء بتلك الديون.

(5)- **حجم الإستثمار الخارجي و الأجنبي:** تلعب تدفقات رؤوس الأموال من خلال الحدود الوطنية للبلدان، دورا هاما في تحديد حجم الطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي لدى بلد ما و خاصة البلدان

¹ - RAMU ALLAH-Kouadio : développement durable et émergence de l'Afrique, GRANDYUAUX ,2016,P.112.

النامية. حيث تصنف رؤوس الأموال المتدفقة إلى رؤوس أموال قصيرة الأجل، و رؤوس أموال طويلة الأجل. فرؤوس الأموال القصيرة الأجل تنتقل إما من أجل تمويل التجارة الخارجية أو لأغراض أخرى كالإستثمار غير المباشر و التوظيفات المالية و التحكيم، و خاصة تنتقل لأغراض المضاربة بجميع أنواعها. و عادة ما يحتفظ كل بلد برؤوس أموال في شكل نقدي بسبب كون إيراداته و نفقاته و هو يقوم بالتجارة الدولية تكون غير متزامنة؛ و يعتبر الاحتفاظ بها سائلة أمر حيوي لأنها تسمح للبلد بالوفاء بالتزاماته إزاء العالم الخارجي. أما رؤوس الأموال الطويلة الأجل، فهي تنتقل بحثا عن فرص توظيف و إستثمار أكثر ربحية و التي تكون عادة غير متوفرة في بلدانها الأصلية. و تشمل " تدفقات رأس المال من البلدان النامية و إليها، التدفقات إلى الخارج في شكل إحتياجات دولية مترجمة يتم توظيفها في سندات الخزنة على مستوى البلدان المستقبلية، و هذه التدفقات يمكن أن تحركها عوامل أقوى غير إعتبارية كمعدل العائد. كما أن إحتلال موازين المدفوعات على المستوى الدولي، و الأكثر وضوحا هو أن البلدان الناهضة كمجموعة أصبحت مصدرا لرأس المال، و طبقة ذات أهمية من المستثمرين داخل الأسواق المتطورة"¹. بيد أن حركة رأس المال إلى الأسواق المتطورة الأكثر جاذبية، تمر أساسا من خلال قنوات البنوك المركزية الآسيوية و صناديق السيادية (الحكومية)، و كذلك من الهيئات الإستثمارية للبلدان المصدرة للبترول (هيئات أوطوبي للإستثمار، هيئة الإستثمار الكويتية و غيرها).

غير أن تدفق رؤوس الأموال الدولية، إذ بلغ درجة معينة من الغزارة و عدم الإستقرار، أي أن تتم عملية دخوله و خروجه في فترات زمنية قصيرة أو قصيرة جدا، قد يصبح من الصعب إن لم نقل من المستحيل التحكم فيها و في تداعياتها الخطيرة؛ و هو يترك آثار سلبية على موازين المدفوعات في البلدان المستقبلية، و ذلك بسبب قيام الشركات المتعددة الجنسيات بتحويل أرباحها في شكل تحويلات نقدية بالعملة الأجنبية نحو الخارج، و دفع الفوائد عن التمويل الوارد لتلك الشركات من النظام البنكي المحلي إلى الخارج، فضلا عن الدفع مقابل الحصول على براءات الإختراع و المساعدات الفنية. علاوة على تحويل للخارج جزء من مرتبات العاملين الأجانب في المشروعات الوطنية.

و قد يصل حجم رؤوس الأموال المستثمرة في البلدان المضيفة إلى مستوى يصبح مقدار ما تستنزفه من أرباح و فوائد، يفوق بكثير حجم ما يتدفق لتلك البلدان بسبب ممارسات الشركات الأجنبية المستثمرة في البلدان المضيفة. خاصة عندما تقوم تلك الشركات بتمويل من خلال الإقتراض من النظام البنكي المحلي أو البنوك الأجنبية المزولة لنشاطها في البلدان المضيفة، حيث أن المستثمر الأجنبي يصبح بإمكانه تحويل الأصول المقترضة من السوق المحلي نحو بلده الأصلي. و قد شهدت " تدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة بعد الأزمة المالية 2008-2009، تراجعاً بنسبة 10%، مصحوبة

¹ - ضياء مجيد الموسوي: عولمة رأس أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013، ص 39-40.

بإنعكاس أثار ذلك على البلدان النامية بشكل كبير، كما حدد البنك الدولي عوامل أخرى كان لها تأثير واضح على نمو البلدان، منها ضعف تدفقات تحويلات العاملين المغتربين و إنخفاض وتيرة الحركة السياحية و إنخفاض عائدات هذا القطاع الحيوي الجاذبة للعملاء الأجنبية¹ .

(6)- أنظمة سعر الصرف المتبعة: لم يعد يفسر الطلب على إحتياطات الصرف من النقد الأجنبي و وسائل الدفع التي تقبل في التسويات الدولية لدى بلد محصورا إلا في تقدمه الإقتصادي، و درجة إنفتاحه على العالم الخارجي. بل تبين لدى العديد من الدارسين لعلم الإقتصاد، أن الأنظمة و السياسات المتبعة لسعر صرف العملة المحلية، لها تأثير لا يمكن إنكاره في تحديد طلب البلدان المختلفة على الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي عند المستوى و الحجم المرغوب و الأمن. كما أن الطلب على " إحتياطات الصرف الأجنبي لدى بلدان تتبع سياسة سعر الصرف الثابت، يكون بهدف الدفاع عن إستقرار سعر صرف العملة المحلية. و بالتالي الطلب على إحتياطات الصرف بالعملة الأجنبية يكون أكبر مقارنة ببلدان تتبع نظام سعر الصرف المرن² ".

و يرى أنصار تعويم العملة، عدم الحاجة إلى تكوين إحتياطات الصرف من العملات الأجنبية بأحجام كبيرة، و هذا ما يسمح بتجنب التكلفة المرتفعة للإحتفاظ بتلك الإحتياطات. حجتهم في ذلك، بأن " نظام الصرف المرن قادر على إستعادة التوازن المفقود لميزان المدفوعات مع مرور الزمن، و ذلك بالتأثير على زيادة الصادرات و تقليل الواردات، جراء ما يحدث من تغيرات في الأسعار النسبية بين السوق المحلي و الأسواق الدولية³ ". غير أن هذا التوجه المثالي لتأثيرات التخفيض و فعاليته يلزم توفر " شرطين:

- التأكد من أن الطلب العالمي على صادرات البلد يتميز بالمرونة، أي أن التخفيض في أسعار الصادرات بنسبة معينة، هو إرتفاع الطلب العالمي على صادرات البلد.
- الطلب المحلي على الواردات يجب أن يكون مرنا، إنخفاض الطلب على السلع المستوردة نتيجة إرتفاع أسعارها⁴ .

و لإختيار نظام الصرف الملائم، ينطلق الإقتصاديين من الترتيبات الموجودة لهذه الأنظمة، إذ تتميز الإختيارات اليوم بالكثير من التعقيد، و الواقع بين نظام التعويم المحض (الحر) من جهة و الترتيبات الوسيطة إلى الربط الجامد مثل إتحاد النقدي؛ و مجلس العملة، و الدولار. و المشكلة أن

¹ - التقرير السنوي لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية (UNCTAD) حول الإستثمار العالمي 2013.

² - Banque de France : Discours de M. Le Gouverneur au « Salzburg Séminaire » , Les implication de systématiques des réserves de change, 2007 , P2-3 .

³ - سي بول هالورد: النقود و التمويل الدولي، ترجمة: محمومة حسن حسني، دار المريخ، الرياض، 2007، ص 293-294.

⁴ - جيورجي زايلري : إختيار نظام سعر الصرف في الدول الإقتصاديات الإنتقالية في أثناء عضوية الإتحاد الإقتصادي و النقدي الأوربي ، مجلة التمويل و التنمية ، 2001 ، ص 27.

البلدان المتطورة، بإمكانها الإختيار نظرا لما تتمتع به من إمكانيات إقتصادية، و هذا على عكس البلدان النامية التي لا تتوفر لها الخيارات نفسها.

و يؤكد خبراء صندوق النقد الدولي بأن هنالك " طريقة مثلى للتدخل من قبل مدراء الإحتياطيات تتوافق و أنظمة الصرف المتبعة. ففي حالة التعويم التام يكون لدى المكلفين بإدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي حرية أكبر في تحديد و تصميم التركيبة الملائمة للمحافظ الإحتياطية و مداها الزمني و سيواتها، و هذا نظرا للإلتزام من جانب السلطات النقدية بعدم ممارسة أنشطة في سوق الصرف. غير أن السلطات النقدية قد تلجأ في الواقع العملي إلى الإحتفاظ بجزء من الأصول بالعملات الأجنبية كإحتياطيات، و هذا لتأمين إنضبط الأسواق خلال فترات التعديلات الحاد لسعر الصرف العملة المحلية أو خلال فترات الضغوطات التضخمية، أو من أجل مواجهة الصدمات الخارجية غير المتوقعة.

بينما تطبيق سعر الصرف الثابت، بما فيه نظام مجلس العملة، قد يتعين على السلطات النقدية ممارسة نشاط في سوق الصرف بصفة دورية؛ مما يترتب عن ذلك توفير و إحتياج أكثر لإحتياجات الصرف بالعملات الأجنبية من أجل التدخل في أى وقت. كذلك يمكن أن يكون هنالك أثر مباشر على بنية تركيب عملات الإحتياطيات، إذ كان هنالك إشتراط بعدم إستثمار الموجودات الإحتياطية المساندة للقاعدة النقدية كلها أو معظمها إلا بالعملة الربوطة بها العملة المحلية. أما في حالة الأخذ بأنظمة سعر الصرف الوسيطة، مثل نظام التعويم المدار أو ترتيبات الربط؛ يتطلب قيام السلطات النقدية بأنشطة لدعم تلك الترتيبات المتبعة، و قد يستوجب ذلك القيام بعمليات تعتمد على درجة تطور السوق و أوضاعها؛ إختيار مستوى ملائم للسيولة بالعملات الأجنبية الذي يجب حيازته و الإحتفاظ به¹ .

و نظرا لتأثير الميزان التجاري (صادرات ، واردات) على وضعيت الموجودات الإحتياطية من النقد الأجنبي و السياسات التجارية المتبعة على تراكم أو إستنزاف الإحتياطيات لدى كل بلد، و هذا بإعتبار أن الإنفتاح الإقتصادي عند درجة مرتفعة قد يكون سببا في إستنزاف إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي في الكثير من البلدان. حيث بعد الأزمه المالية 2008، و نتيجة " إنخفاض أسعار برميل البترول و إستمرار عجز الموازنة العامة لتلك البلدان و الإختلال في التوازناتها الخارجية بفعل العجز في الحساب الجاري؛ لجأت تلك البلدان لتدابير حمائية طبقة على التعاملات التجارية الخارجية، منها زيادة القيود الجمركية و فرض نظام الحصص في مجال الإستيراد، فضلا عن فرض إجراءات رقابية على الصرف² ."

¹ - صندوق النقد الدولي: المبادئ التوجيهية لإدارة الإحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص13-14.

² - كارلا أهيلز: كيف تجارب منظمة التجارة العالمية الحمائية، مكتب برامج الإعلام الخارجي بوزارة الخارجية الأمريكية، 3 ديسمبر 2011.

خلاصة الفصل:

تعتبر إحتياطات الصرف الأجنبي، الوسيلة التي من خلالها يستطيع بلد ما تسوية مدفوعاته دولية، و بالتالي تأمين إستهلاكه الجاري من التدهور المؤقت و الموسمي؛ خاصة في حالات تراجع عائدات التصدير، أو بسبب الزيادات المفاجئة في أسعار وارداته. كما يلعب المستوى الملائم للإحتياطات من النقد الأجنبي لدى بلد ما، دورا كبيرا في تحديد درجة الثقة لدى دائني البلد، فحيازة لحجم مناسب و ملائم من النقد الأجنبي و وسائل الدفع الدولية الأخرى، يمنح للمستثمرين الأجانب و المتعاملين الخارجيين نوعا من الإطمئنان بإستقرار السياسة المنتهجة، و عاملا هاما في تقليص إحتتمالات تدهور سعر صرف العملة المحلية.

و لقد تباينت وجهات النظر بشأن العناصر المكونة لإحتياطات الصرف الأجنبي، و شء من التباين حول تصنيفاتها إستنادا إلى درجة سيولتها، و مدى تحكم السلطات النقدية الرسمية و حرية إستعمالها. غير أن قيمة و قوة هذه العناصر، لا تأتيان من ثقة المجتمع الدولي بها. و من المعلوم أن هذه الثقة، في تغير مستمر وفقا للظروف و التطورات النقدية و السياسية الدولية. بالمقابل، هنالك أوجه إتفاق بشأن مفهوم إحتياطات الصرف من ناحية الهدف من تكوينها، و هي ضمان أكبر قدر من السيوالة اللازمة لمواجهة حالات العجز، و بالتالي الوفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل.

فالنقاش الدائر بين الإقتصاديين المهتمين بموضوع إحتياطات الصرف الأجنبي، يتمحور حول العوامل التي يمكن الإستناد إليها في تحديد طلب البلدان و خاصة النامية عن هذه الإحتياطات. حيث حجم الطلب على إحتياطات الصرف الأجنبي، يتأثر أساسا بمستوى الدخل الوطني، فكلما زاد دخل البلد؛ زادت قدرته على تكوين و الإحتفاظ بحجم معين و آمن من إحتياطات النقد الأجنبي. غير أن واقع البلدان النامية يدل على أن هنالك عوامل أخرى مثل درجة إستقرار الصادرات و الواردات، الميل المتوسط و الحدي للإستهلاك، حجم الدين الخارجي.... إلخ. عوامل تؤثر في تحديد حجم طلب البلدان النامية على الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي. غير أن هنالك إشكالية مهمة جدا، أصبحت تطرح في الآونة الأخيرة عن ماهو المستوى الأمثل من الإحتياطات الصرف الأجنبي التي يجب الإحتفاظ به، و ما هو المقياس المناسب في تحديد الحجم الملائم لذلك، و هذا ما سيتم معالجته و التعرض له في الفصل الثاني من البحث.

الفصل الثاني

المقاربة النظرية الخاصة بإدارة إحتياطات الصرف الأجنبي و
تحديد المسـدات الأمثـل

تمهيد

الزيادة الهائلة في حيازة الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية، و بروز أهمية وظيفة إحتياطيات الصرف الأجنبي كمحزون وقائي Buffer Stock في مواجهة الصدمات الناشئة بسبب إنخفاض أو توقف تدفق النقد الأجنبي. بالإضافة للتحويلات السريعة و المكثفة التي يعرفها الإقتصاد العالمي نتيجة التوسع الكبير للمبادلات الدولية، و ظهور ما يعرف بالسوق المفتوح عالميا متجاوز بذلك الكيانات الوطنية و عدوى إنتقال الأزمات على المستوى العالمي، لم يعد الأمر يقتصر على مجرد حيازة رصيد معتبر من الأصول الإحتياطية؛ بل أصبح التعامل مع الإحتياطيات المتراكمة أكثر أهمية و خاصة بالنسبة للبلدان الأكثر عرضة للصدمات الخارجية، حيث حيازة الأصول الإحتياطية عند مستوى معينة يمكن من تقوية مناعة البلد المعني من مخاطر الصدمات الخارجية بأقل تكلفة ممكنة. و هذا ما جعل العديد من المحللين الإقتصاديين يتفقون على أن الإستفادة من الأصول المتراكمة بالنقد الأجنبي لا يتوقف على حجمها المتراكم، بقدر ما يتطلب ذلك التعامل الحذر و ممارسة الإدارة المحكمة والسليمة لتلك الإحتياطيات المتراكمة.

و عليه، تعتبر دراسة الأساليب المستخدمة في إدارة الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية و المفاضلة بينهما، من الأهمية بمكان من أجل المحافظة على قيمة تلك الإحتياطيات و حمايتها من التآكل و الإستنزاف. و من هنا جاءت معالجة هذا الفصل في ثلاثة مباحث؛ حيث تضمن المبحث الأول، التعرض بالتحليل النظري لمفهوم كفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي و المؤشرات المستخدمة في قياس المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف، و التكاليف المترتبة عن حيازة و إمتلاك إحتياطيات الصرف الأجنبي.

بينما في المبحث الثاني، خصص بالدراسة للظروف المرتبطة بتكوين إحتياطيات الصرف، فضلا التعرض لأنظمة سعر الصرف و الحاجة لإحتياطيات الصرف الأجنبي و إستخداماتها؛ و سياسة تعقيم الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي كإجراء للحد من أثارها الكلية.

أما في المبحث الثالث و الأخير، فخصص لتوضيح ممارسة الإدارة على إحتياطيات الصرف الأجنبي، و ذلك من خلال إبراز أهمية القيام بإدارة إحتياطيات الصرف، و المخاطر المرتبطة بممارسة الإدارة على إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي؛ بالإضافة التعرض للأدوات المستخدمة في إدارة الإحتياطيات.

المبحث الأول : التحليل النظري لكفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي و تحديد المستوى الأمثل

من المتفق عليه، أن حيازة مستوى ملائم و كافي من العملات الأجنبية و وسائل الدفع ذات القبول الدولي لدى بلد ما كإحتياطيات دولية، هي من العوامل التي تجسد ثقة الدائنين في سياسة البلد الإقتصادية، و توفر مناخ أكثر إطمئنان بالنسبة للمستثمرين الأجانب في جدوى الإستثمارات و مجموعة الإجراءات التحفيزية و الإمتيازات التي يتم إقرارها، و في مدى قدرة الإقتصاد المحلي على مقابلة الإلتزامات الخارجية.

غير أنه في بعض البلدان، تركيم إحتياطيات الصرف من النقد الأجنبي من أجل الوصول إلى أهداف السياسة المتعلقة بسعر الصرف و القدرة التنافسية، أو من أجل إيدار العوائد الإستثنائية بفعل إرتفاع أسعار السلع الأساسية كالبتروول؛ لتحقيق العدالة بين الأجيال المتلاحقة في توزيع الثروة. إلا أن الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف يترتب عنه تكلفة يتحملها الإقتصاد المعني، لذا تقدير المستوى الأمثل و الكافي لإحتياطيات الصرف بالنسبة لبلد ما، يتوقف على الأهداف المرجوة من بناء و تكوين تلك الإحتياطيات؛ إذ هذه الأهداف تختلف من بلد لآخر. و في هذا الإطار، كانت هنالك مجموعة من الدراسات التي توصلت إلى مقترحات توجيهية يمكن اللجوء إليها في تقدير و قياس المستوى الأمثل و الكافي لإحتياطيات الصرف التي يحتفظ بها بلد ما.

المطلب الأول: التحليل النظري حول كفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي

ليس هنالك خلاف بين الدارسين للعلاقات الإقتصادية في نطاقها الدولي، حول ضرورة حيازة بلد ما لإحتياطيات من النقد الأجنبي عند مستويات مناسبة و آمنة، و هذا نظرا للدور الذي قد تلعبه هذه الإحتياطيات من الصرف الأجنبي في تجنب البلد؛ سياسات إقتصادية و إجتماعية غير مناسبة في حالة عدم كفاية الأصول الإحتياطية الموجودة بحوزة البلد، فضلا عن دورها في حماية و الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية القوية مع الحفاظ على الثقة في الإدارة المالية للبلد. بالإضافة لذلك، يترتب على الإحتفاظ بالموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي منافع تتمثل في قدرة البلد على مواجهة الصدمات الخارجية، و تحاشي وقوع الآثار التي تنجم عن تلك الصدمات، و هذا عندما تستطيع السلطات النقدية للبلد إستخدام الأصول الإحتياطية المتاحة في الوقت المناسب و بالسرعة المطلوبة. كما أن الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف عند مستويات مناسبة و ملائمة ينطوي عنه تكلفة يتحملها إقتصاد البلد المعني و التي تتمثل في التضحية بالإستخدامات البديلة لتلك الأصول الإحتياطية.

(1)- المحاولات النظرية لتحديد المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف الأجنبي: الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي في حالتها السائلة، أو الأقرب للسيولة و جاهزة للإستخدام و بالسرعة المطلوبة أثناء الطلب عليها يترتب عنه تكلفة لا بد أن يتحملها الإقتصاد المحلي، و المتمثلة في التضحية بالإستخدام أو الفرصة البديلة للموارد التي تمثلها إحتياطيات الصرف الأجنبي. أي تحديد " المستوى المناسب الذي يجب على البلد الإحتفاظ به يتطلب المعادلة ما بين الفرصة البديلة للإحتفاظ بتلك الإحتياطيات من النقد الأجنبي و العائد الإجتماعي الذي يمكن أن يتحقق في حالة إستخدام تلك الإحتياطيات"¹.

و لمعرفة مستوى الطلب الأمثل و الملائم لإحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بلد ما، كانت هنالك العديد من الدراسات حول هذه الظاهرة الإقتصادية ذات الطابع الكلي، و هذا من أجل إبراز مدى أهمية كفاية أو ملائمة تلك الإحتياطيات و الغرض الذي من أجله يتم تشكيل احتياطيات الصرف من النقد الأجنبي و الإحتفاظ بها عند مستويات معينة.

(1-1)- محاولة هيللر و معادلة المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف الدولية: لقد حاول الإقتصادي H.R.Heller في سنة 1996، و من خلال المجلة الإقتصادية *Economie Journal* الوصول إلى مقياس يمكن إستخدامه في تحديد المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف في سنة معينة. و النقطة التي إرتكز عليها في دراسته هي أن احتياطيات الصرف الأجنبي لها وظيفة أساسية تتمثل في تجنيب إقتصاد البلد من إتخاذ إجراءات التكيف و الملائمة، من أجل إعادة التوازن و معالجة الإختلالات المؤقتة في ميزان المدفوعات، و هذا عندما لا يتوفر لدى البلد ما محزون احتياطي بشكل كافية من النقد الأجنبي لمواجهة الإختلالات الناشئة.

و يرى الإقتصادي هيللر؛ أن أهم وسائل التكيف هو خفض حجم الإنفاق الحكومي، غير أن إتخاذ هذه الإجراءات يكون لها آثار إنكماشية على إقتصاد البلد، خاصة على الدخل و التوظيف و الإستهلاك؛ فعناصر السيولة بالعملات الأجنبية التي تمتلكها السلطات النقدية لدى البلد المعني كأصول إحتياطية رسمية، هي جزء من الموارد الرأسمالية للإقتصاد الوطني، و من هنا تبرز حتمية إستخدامها على نحو رشيد و مستوى إنتاجية أحسن². و تتمثل معادلة المستوى الأمثل لحياسة احتياطيات الصرف حسب هيللر كما يلي:

¹ - زايري بلقاسم : إدارة إحتياطيات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد14، شتاء 2008، ص17.
² لمزيد من المعلومات أنظر : Heller,H.Rbert, "Optimal International Réserves", The Economie Journal, Vol,76, : N°:302 , June, 1966, P306.

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

حيث :

R_{opt} = المستوى الأمثل للإحتياطيات الدولية؛

h = التغير الحاصل في مستوى الإحتياطيات الدولية؛

m = الميل الحدي للإسترداد؛

r = تكلفة الفرصة البديلة؛

0.5 = إحتمال حدوث عجز في ميزان المدفوعات؛

و تشير الصيغة المقدمة من طرف هيلر، أن الزيادة في m أو r ، سيؤدي إلى خفض المستوى

الأمثل للإحتياطيات الدولية، فحين الزيادة في h ؛ تؤدي إلى زيادة المستوى الأمثل.

1-2- محاولة أجارول في تحديد مقاييس تقدير المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف الأجنبي: حاول

الإقتصادي " J.P. Agarwal من خلال دراسة قدمها سنة 1971 في سجلات الإقتصاد العالمي

Welwirtschafitiches Archiv من الوصول إلى مقياس تقدير الحجم و المستوى المناسب

الواجب الإحتفاظ به، بالنسبة لسبعة بلدان نامية في آسيا. و ذلك ببناء نموذج يتوافق والفروقات الهيكلية

و المؤسسية الموجودة بين البلدان المتقدمة إقتصاديا و مجموعة البلدان النامية. و حسب الإقتصادي

أجاروال، هنالك ثلاثة عوامل جوهرية لا بد من أحدها بعين الإعتبار في تحديد المستوى الأمثل

للإحتياطيات، إذ يمكن الإشارة إليها كالتالي:

- نفقة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالإحتياطيات.

- الكلفة التي يتحملها إقتصاد البلد في حالة إتباعه سياسات الملائمة، و هذا عند حدوث عجز طارئ في

ميزان المدفوعات و حالة عدم توفر مخزون احتياطي من النقد الأجنبي بشكل كافي.

- إحتمال إستخدام الموجودات الإحتياطية من النقد الأجنبي¹.

و يرى الإقتصادي أجاروال، أن دواعي إحتفاظ البلدان النامية بمخزون احتياطي مناسب من النقد

الأجنبي، بهدف تمويل العجز في ميزان المدفوعات عند نقص في حصيلة صادرات تلك البلدان أو

إرتفاع قيمة الواردات. كما يشير أجاروال أن المستوى الأمثل يتحقق عندما تتعادل التكلفة مع المنفعة

لا أكثر و لا أقل. إذ إستطاعة صياغة معادلة المستوى الأمثل للإحتياطيات وفق الشكل التالي:

¹ - رمزي زكى: الإحتياطيات الدولية، و الأزمة الإقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الإقتصاد المصري، مرجع سابق، 293-294.

$$R_{opt} = \frac{m}{q_1} = R_{opt} (\Pi) \frac{R_{opt}/D}{q_2}$$

أو

$$R_{opt} = \frac{D}{\text{Log } \Pi} (\log m + \log q_2 - \log q_1)$$

حيث :

Π = إحتمال حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

P = درجة إحتمال إستخدام الإحتياطيات في تمويل العجز في ميزان المدفوعات خلال فترة محل الإعتبار.

q_2 = نسبة السلع الإستثمارية المستوردة إلى الناتج المحلي.

D = العجز في ميزان المدفوعات.

q_1 = نسبة المكون الإستيرادي في الإقتصاد المحلي.

m = مقلوب رأس المال.

و من خلال الدراسة التي قام بها "أجار اول" من أجل قياس المستوى الأمثل لسبعة بلدان آسيوية ذات مستوى أداء إقتصادي متفاوت فيما بينها سنة 1971. فكانت النتائج المتوصل إليها " تشير إلى تباين هذه البلدان من حيث ابتعادها أو وصولها إلى المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف لديها، غير أن مميزات هذا المنهج قد أوضحت أن تحديد المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف الأجنبي لبلد ما، يجب أن تأخذ في الإعتبار معايير أكثر واقعية تتمثل في درجة تطور و أداء البلد إقتصاديا، و مدى توفر أو ندرة النقد الأجنبي لدى البلد"¹.

3-1- التحليل المقدم من طرف هربرت جروبل : كان للإقتصادي " هربرت جروبل

Herbert G.rubel، تحليل حول ظاهرة تشكل إحتياطيات الصرف الأجنبي على المستوى إقتصاد ما يرتكز على مبادئ التحليل الحدي، و الذي يعتمد على قانون تناقص الغلة و المساواة بين التكلفة الحدية و العائد الحدي بهدف الوصول إلى تحديد الوضع الملائم لمستوى الطلب على إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بلد ما² ". حيث قام الباحث جروبل بالاستعانة بالشكل رقم (01) الذي يفسر فيه سلوك بلد ما، عند محاولته تحديد المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف الأجنبي الذي يجب الاحتفاظ

¹ - زايري بلقاسم : كفاية الإحتياطيات الدولية في الإقتصاد الجزائري، مجلة شمال إفريقيا، جامعة بن حسيبة بن بو علي، الشلف، الجزائر، العدد السابع، 2009، ص 51-52 .

² - رمزي زكي : الإحتياطيات الدولية ، مرجع سابق ، ص 248.

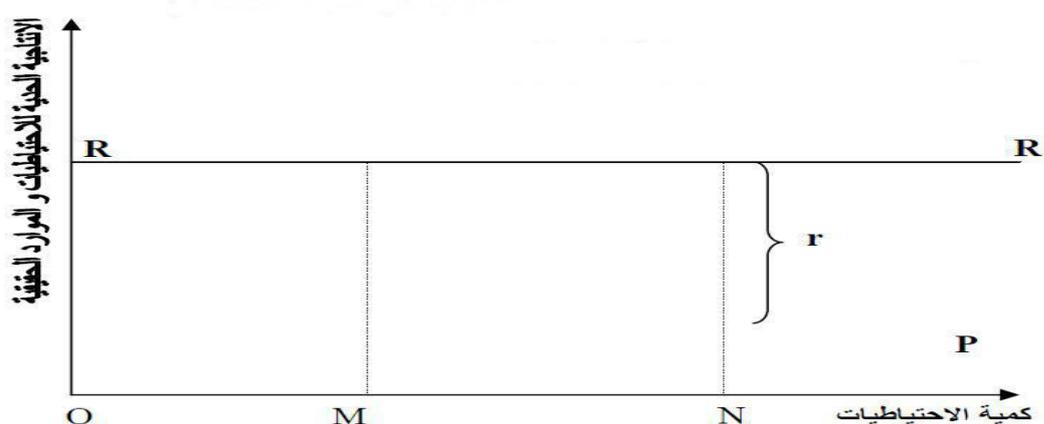
به، و ذلك من خلال المساواة بين تكلفة الإحتفاظ بتلك الأصول المالية و العائد أو المنفعة الإنتاجية المحققة منها.

و بإستخدام منحنى الشكل رقم (07) حاول جروبل القياس على محور العمودي الإنتاجية الحدية و على المحور الأفقي كمية الإحتياطيات، حيث " أن:

MP: منحنى يعبر عن الإنتاجية لعناصر إحتياطيات الصرف الأجنبي، و هذا حسب الظروف الإقتصادية التي قد يواجهها البلد في علاقته الإقتصادية مع العالم الخارجي، و المتمثلة في: حجم الموارد و نمط إستخدامها، طبيعة الإختلالات التي يتعرض لها، و مدى النفع الذي يتحقق من جراء تركيب و الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف الأجنبي. و يأخذ منحنى MP منحنى الطلب العادي الذي ينحدر من أعلى اليسار نحو أسفل اليمين معبرا عن قانون تناقص الغلة الشهيرة.

OR: تمثل الإنتاجية الحدية للبلد، الأمر الذي يعني أن البلد عند إحتفاظه بمستوى معين من إحتياطيات الصرف الأجنبي من أجل استخدامها في مواجهة ما قد يحدث مستقبلا على مستوى ميزان المدفوعات من عجز، فإن هذا في الواقع تضحية بهذه الإنتاجية. و مع إفتراض أن إحتياطيات الصرف بحوزة البلد موضوع الدراسة على شكل الذهب، أى لن يكون له أي مجال إستثمار و بالتالي يكون العائد مساوي للصفر (لن يحقق أي فائدة أو عائد مالي). معنى ذلك أن طلب البلد على الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي على المدى الطويل مساوي OM، و هو المستوى الذي تتعادل فيه الإنتاجية الحدية للاحتياطيات مع الإنتاجية الحدية للموارد أو الإستخدامات البديلة¹.

الشكل (II-1) منحنى تحديد الطلب على إحتياطيات الصرف في ضوء علاقته مع مستوى الإنتاجية

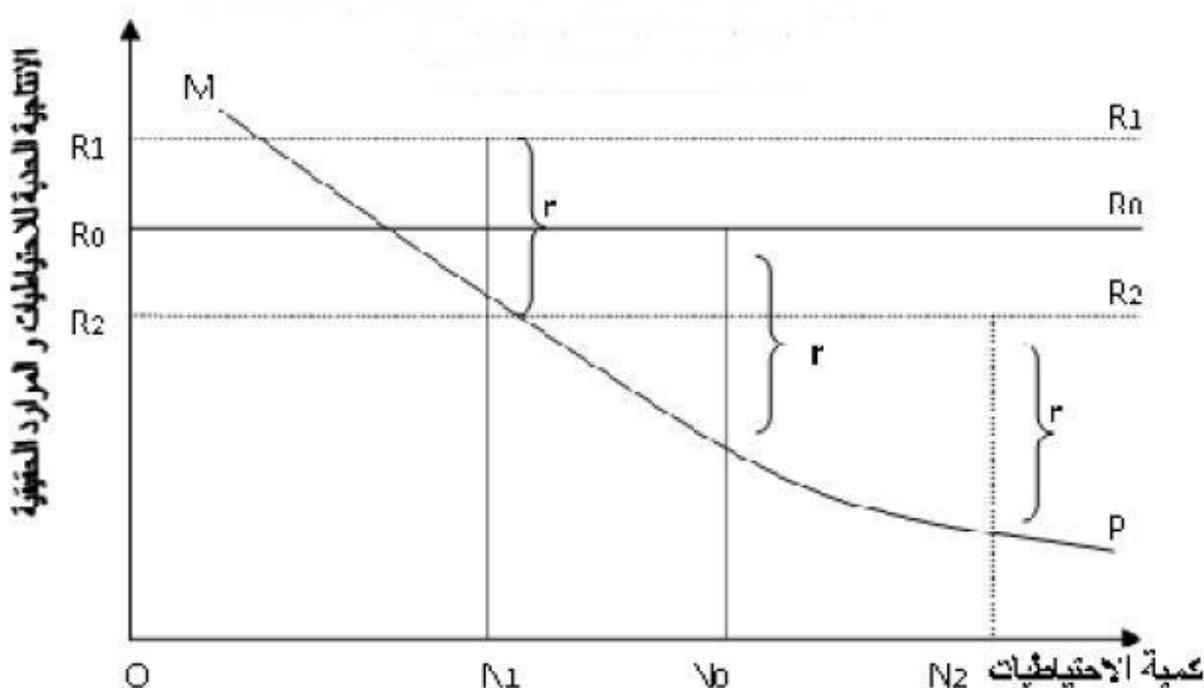


المصدر: رمزي زكي ، مصدر سابق ، ص250.

¹ - زايري بلقاسم : كفاية الاحتياطيات الدولية في الجزائر ، نفس المرجع ، ص 53-54.

و بإفتراض أن الشكل (II-2) يحتوي على نفس العناصر الأساسية في الشكل (II-1)، و حدوث إنخفاض في حصيلة صادرات البلد المعني و بالتالي تراجع في مخزون النقد الأجنبي و شح في الموارد، مما يؤدي إلى إرتفاع الإنتاجية الحدية للموارد إلى المستوى OR_1 ، و هو مستوى أعلى من المستوى OR_0 .

الشكل (II- 2) منحنى تحديد الطلب على إحتياطيات الصرف في ضوء التكيف و الصدمات الخارجية.



المصدر: زكي رمزي، مرجع سابق، ص250.

في هذه الحالة، فإن المستوى المرغوب من الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية المحتفظ به، سيكون عند المستوى OR_1 و يمكن للبلد أن يستخدم الكمية N_1 من مخزون إحتياطي الصرف لتمويل العجز في ميزان المدفوعات؛ و بالتالي يضمن البلد على مستوى تدفق وارداته، و تجنب الآثار الإنكماشية التي من الممكن أن تحدث في حالة إضطراه إلى تقليص الواردات أو إتخاذ إجراءات تحفيض القيمة الخارجية للعملة، أي المحافظة على سعر العملة و المستوى العام للأسعار. و إذ حدث إنتعاش في الجهاز الإنتاج للبلد بوصوله المستوى فوق العادي، فإن صادراته ستعرف إرتفاع و يتمكن البلد من إعادة تكوين إحتياطياته من النقد الأجنبي عند المستوى ON_0 . و مع إستمرار الزيادة في صادرات البلد يترتب عنه زيادة في مخزون موارد النقد الأجنبي، و من الممكن أن الإنتاجية الحدية

للموارد ستنخفض إلى المستوى OR2، و من ثم فإن قواعد السلوك الرشيد تتطلب أن يكون مستوى الإحتياطيات الدولية عند ON. و بالتالي النتيجة من ذلك:

أ- يجب على البلد تحديد الحجم و المستوى الملائم الذي يجب الإحتفاظ به من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، الذي يجعله قادر على مواجهة الإحتياجات الدورية و الأنية المتكررة و غير المتوقعة (إرتفاع أسعار الواردات، تدهور و إنخفاض قيمة الصادرات، صعوبة الحصول على القروض من الخارج، زيادة تكاليف الإقراض بفعل إرتفاع أسعار الفائدة... إلخ). غير أن المستوى الملائم لإحتياطيات الصرف الأجنبي تحكمه عدة إعتبارات تتفاوت من بلد إلى آخر.

ب- لا بد من الأخذ في الإعتبار، المساواة بين تكلفة الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي و العائد الإجتماعي الذي يمكن تحقيقه منها، حتى يمكن تحديد المستوى الأمثل لهذه الأصول الإحتياطية. ففي حالة زيادة حجم تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي إلى مستويات تزيد فيه تكلفة العائد الإجتماعي المحقق منها، معنى ذلك نحن أمام حالة إفراط في الطلب على الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي.

المطلب الثاني: المؤشرات المستخدمة في قياس كفاية إحتياطيات الصرف و تحديد المستوى الأمثل

من متطلبات الإدارة الجيدة للموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي لدى بلد ما، هو الوصول إلى تقدير حجم المستوى الملائم و الكافي لتلك الإحتياطيات الواجب الإحتفاظ بها، حتى يكون البلد المعني في وضع آمن و سليم يحصنه من الصدمات الخارجية الطارئة. حيث حيازة احتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية عند مستوى أعلى من المستوى المطلوب، يجعل البلد يواجه تكاليف يتحملها الإقتصاد المحلي، و في حالة كون المخزون الإحتياطي الرسمي بالنقد الأجنبي للبلد أقل من المستوى الكافي المطلوب؛ قد يعرض إقتصاد البلد للصدمات الخارجية العنيفة و مدى خطورة أثارها على السياسات الإقتصادية و الإجتماعية للبلد المعني. لذلك لا بد من إجراء معادلة بين التكلفة و المنافع المحققة من جراء الإحتفاظ و حيازة إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية. و بالتالي ما هو المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف الذي يتعين على السلطات النقدية حيازته، حتى يكون البلد المعني في وضع آمن بإتجاه الصدمات الخارجية الطارئة مع تحمله لتكلفة إقتصادية في حدود مقبولة. غير أن هنالك عدة مقاييس تستخدم كمؤشر لتحديد كفاية الموجودات الإحتياطيات من النقد الأجنبي، يمكن الإشارة.

(1)- **المؤشرات التقليدية المستخدمة في قياس كفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي:** إهتمت البحوث في مجال السيولة الدولية في ربط العلاقة الموجودة بين مستوى حيازة الإحتياطيات (السيولة غير المشروطة)، و بين الغرض الذي تطلب من أجله تلك الإحتياطيات بالنقد الأجنبي. و للحكم على " مدى

كفاية و ملائمة مخزون الإحتياطيات من النقد الأجنبي، حيث تبلورت البحوث و الدراسات حول مدى بلوغ الغرض الذي من أجله يتم تكوين و الإحتفاظ بهذه الإحتياطيات. و إستنادا إلى ذلك نجد هناك عدة مقاييس تم التوصل إليها من خلال الدراسات الإقتصادية تستخدم في قياس كفاية الإحتياطيات الدولية¹ يمكن تلخيصها كالتالي :

1-1)- نسبة الإحتياطيات الدولية إلى الواردات (M/R) كمؤشر لكفاية الإحتياطيات: يعتبر مؤشر نسبة تغطية الإحتياطيات من النقد الأجنبي للواردات المقترح " من طرف الإقتصادي Triffin سنة 1947، أحد المقاييس التقليدية الذي يمكن إستخدامه في معرفة مدى كفاية حجم الإحتياطيات من العملات الأجنبية و وسائل الدفع الدولية المتاحة، و هذا نظرا أن الطلب على الإحتياطيات يجب أن يتماشى مع نمو التجارة؛ و بالتالي نسبة الإحتياطيات / الواردات يمكن أن يشكل مقياس لكفاية الإحتياطيات²". حيث طلب من IMF قياس كفاية الإحتياطيات من خلال هذا المؤشر، حيث جادل موظفو الصندوق بأن كفاية إحتياطيات الصرف ذات أبعاد إقتصادية مهمة.

فهذه النسبة ترتبط بالحساب الجاري بشكل خاص و بدرجة إنفتاح إقتصاد البلد على الإقتصاد الدولي، حيث تمثل الواردات إنفاقا لحصيلة الصادرات أي هناك تأثير سالب على حصيلة الإحتياطيات من النقد الأجنبي، أو ما يسمى "إحتياطيات المبادلات". و لبلوغ الهدف الرئيسي من تكوين الإحتياطيات، و هو إستخدام تلك الأرصدة الإحتياطية من النقد الأجنبي في مواجهة الصدمات الخارجية، و الوفاء بالإنترزمات الدولية المترتبة عنها، و بالتالي قد تتمثل في عدم القدرة على تمويل الواردات بسبب إرتفاع الأسعار العالمية، أو إنخفاض في مداخيل الصادرات.

و تقاس نسبة الإحتياطيات إلى الواردات (M/R) من خلال عدد شهور الواردات التي تغطيها صافي الأرصدة الإحتياطية و وسائل الدفع الدولية المتاحة، و يلاحظ في هذا الخصوص أن حجم الإحتياطيات الدولية اللازم تكوينها و الإحتفاظ بها وفق مؤشر الإحتياطيات الدولية للواردات، تتأثر بنظام الصرف المتبع: حيث تتراجع قيمة الإحتياطيات وفق هذا المؤشر، خاصة في البلدان التي تطبق نظام سعر الصرف المعوم و بلدان العملات القابلة للتحويل. و يؤخذ على مؤشر " الإحتياطيات الدولية للواردات كأحد المؤشرات الدالة على صلابة الموقف المالي الخارجي للبلد و قدرته على إمتصاص الآثار السلبية للصدمات الخارجية³". إذ يقيس هذا المؤشر، عدد الأشهر التي يمكن للسلطات النقدية لبلد ما الإستمرار في تمويل الواردات من السلع والخدمات في حالة عدم تدفق النقد الأجنبي بشكل كافي،

¹ - لمزيد من المعلومات انظر : William son Jon, "International liquidity :A Survey", Economic Journal, 83, and 1973, P689-690 .

² - De Beaufort Wijnholds, J.A.H. and A. kapteyn: Reserve Adequacy in Emerging Market Economies WP/01/143 – IMF,P.05.

³ - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي- الإمارات العربية المتحدة، 2014، ص14.

مثل التغير المفاجيء في معدلات التبادل التجاري مع الخارج؛ أو حدوث طارئ مثل الكوارث الطبيعية. ويشير " صندوق النقد الدولي سنة 1953، و تريفين سنة 1947 أن أقل مستوى الواجب الإحتفاظ به من احتياطيات الصرف لدى بلد ما، هو تغطية ثلاثة أشهر من الواردات"¹: $R = R_s / M$ حيث :

$$RA = \text{الاحتياطي الكافي؛}$$

$$Rs = \text{مخزون الاحتياطيات الدولية؛}$$

$$M = \text{الواردات؛}$$

و رغم أن هنالك نقاش حاد حول المؤشر الأفضل لقياس كفاية الإحتياطيات، لكن أكثر المقاييس إستخداما خاصة بالنسبة للبلدان النامية هو المقياس الذي يشير إلى عدد الشهور التي تغطيها الإحتياطيات الدولية و التي تتحدد بثلاثة شهور من الواردات، كحجم ملائم حسب إعتقاد أنصار مؤشر نسبة الإحتياطيات إلى الواردات. غير أن " الظروف الحالية التي تواجهها البلدان النامية تتطلب زيادة عدد شهور الواردات التي يتم ضمان تغطيتها إلى أربع أو خمسة أشهر، و إن كان بعض الاقتصاديين يرون أن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات يجب أن تساوي ما بين 30 - 40%"².

بينما الغرض من تكوين الأرصدة النقدية الأجنبية كإحتياطيات لا يمكن إلا في ضمان تدفق الواردات، و إنما التحوط لمواجهة احتمالات العجز الطارئ في ميزان المدفوعات. إذ أن نسبة الإحتياطيات الدولية إلى الواردات (M/R)، غير كافية لأنها لا تتعلق بجميع بنود ميزان المدفوعات. كما إقترح Robert H.Heller سنة 1966 نسبة " المستوى المتحقق فعلا من الإحتياطيات الدولية إلى المستوى الأمثل في سنة معينة كما يظهر في معادلة المستوى الأثل كالتالي:

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

حيث :

R_{opt} : المستوى الأمثل لإحتياطيات الصرف.

h : التغير الذي يحدث في مستوى الإحتياطيات.

r : تكلفة الفرصة البديلة"³.

¹ - Newman C. Oputa and Toyin S. Ogunleye-External Reserves Accumulation and the Estimation of the Adequacy Level for Nigeria, Central Bank of Nigeria, Economic and Financial Review, Volume 48/3 September 2010, P.06.

² - John, Williamson 1988: Exchanges Reserves as Shock absorbers, in, R.Dornbusch and F.L.C.H Helmers(eds): The open Economy, Oxford University Press, P.169 .

³ - H.R .Heller, 1976, Optimal international reserves, in, Economic journal ,Vol LXXVI N°:302 ,June,P.296-311.

هذه الصيغة تعني أن الزيادة الحاصلة في المتغيرات m أو n يؤدي إلى خفض حجم المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية، بينما الزيادة في h من شأنها أن تحدث زيادة في حجم المستوى الأمثل. بالإضافة لذلك يمكن تحقق ثلاثة حالات هي :

$1 = R_{opt}$ ، معنى ذلك أن البلد يكون قد حقق المستوى الأمثل $Optimal$.

$1 > R_{opt}$ ، هنالك عجز $Déficit$.

$1 < R_{opt}$ ، هنالك عملية إفراط في تكوين إحتياطيات الصرف $Excessif Réserves$.

و يقوم البلد في بعض الأحيان بالعمل على زيادة إحتياطيات من النقد الأجنبي في حالة زيادة وارداته، و من ثم تؤثر الواردات على مخزون الإحتياطيات إيجابا. حيث يسمى هذا التأثير الإيجابي للواردات على الإحتياطيات " الإحتياطيات الأمان". ففي الغالب نجد هنالك بلدان تقوم بالإعلان عن غطاء وارداتها لفترة زمنية إعتقادا على ما لديها من إحتياطيات النقد الأجنبي، و لذلك تلجأ تلك البلدان عند تقديرها لأشهر الواردات السلعية التي يجب أن تغطيها الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي، إلى وضع سلة من السلع الإستراتيجية كالقمح و الأرز و السكر و غيرها من المواد الأساسية، و التي يتولى عادة البلد مسؤولية استيرادها.

و إذا أعقب " الواردات الأثران معا فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الإحتياطيات الدولية تكون للأثر الأكبر، حيث تأخذ وضعية حالتين هما :

الحالة الأولى : أثر المبادلات للواردات على إحتياطيات الصرف أكبر من أثر الأمان للواردات على الإحتياطيات، فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الإحتياطيات ستكون سالبة.

الحالة الثانية: أثر المبادلات على إحتياطيات الصرف أقل من أثر الأمان للواردات على الإحتياطيات، فمحصلة الأثر النهائي للواردات على الإحتياطيات ستكون موجبة¹.

2-1)- نسبة تغطية إحتياطيات الصرف إلى المعروض النقدي ($R/M2$) كمؤشر لكفاية الإحتياطيات: تعتبر نسبة الإحتياطيات إلى المعروض النقدي، من المؤشرات التي تم التوصل إليها في الفترة الأخيرة و " إستخدامها في تحديد كفاية إحتياطيات الصرف لدى بلد ما، و بخاصة البلدان ذات الأسواق الناشئة. حيث يطلق على هذا المؤشر بأنظمة التقدير و الرصد المبكر لوقوع أزمة مالية $Early Warning Systems (EWS)$. و هذا في ظل نظام سعر الصرف الثابت و عدم إستقرار الطلب على النقود². فإستخدام نسبة إحتياطيات الصرف إلى المعروض النقدي، يفيد في معرفة درجة هروب رؤوس

¹ - Angelika lagerblom : la gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés, bulletin de la banque de France, N°:148, Avril 2006 , P 03.

² - Onno de Beaufort Wijngolds.J & Arend Kateyn.(2001).Reserves Adequacy in Emerging Market Economics. IMF Working Paper.SEP. P15.

الأموال التي من شأنها تجعل هنالك وجود ضغوطات على مخزون الإحتياطيات من النقد الأجنبي أو قياس درجة الثقة في العملة، و مدى كفاءة النظام المصرفي القائم.

كما يمكن من خلال هذه النسبة قياس حجم الإحتياطيات إلى القاعدة النقدية، حيث يمكن معرفة نسبة الأصول الإحتياطية (الذهب النقدي، و العملات الأجنبية) التي تم رصدها أثناء عملية الإصدار النقدي. و تجدر الإشارة بهذا الصدد إلى أن البلد الذي يتبع نظام سعر الصرف الثابت، فباستخدام هذا المقياس يفيد بمواكبة التغيرات الحاصلة و التدخل من أجل جعل العملة المحلية موضوع ثقة و مصداقية، غير أن الإستقرار في دالة الطلب على النقود نسبيا كما في بعض البلدان مع توفر الثقة في عملة البلد، يجعل الحاجة إلى هذه النسبة (الاحتياطيات الدولية إلى عرض النقود) أقل أهمية ، و العكس تماما فيما يخص البلدان عديمة الاستقرار الثقة في عملتها الوطنية.

و أول من إقترح مؤشر نسبة الإحتياطيات إلى المعروض النقدي الإقتصادي Kaminsky سنة 1999¹، حيث تعبر هذه النسبة عن تغطية إحتياجات السيولة إستنادا للموجودات الاحتياطيات بالنقد الأجنبي لدى السلطات النقدية، و يشير هذا المقياس عادة إلى مدى إمكانية علاج مخاطر هروب رؤوس الأموال، خاصة في البلدان ذات حسابات الرأسمالية المفتوحة، إذ هذا المؤشر يعكس الطلب على النقد بالعملات الأجنبية الذي قد ينشأ من تحويل ودائع البنوك التجاري. و بالتالي من خلال نسبة تغطية ودائع النقد الأجنبي يمكن الإشارة إلى القدرة على تلبية حاجيات النظام البنكي من السيولة عند حدوث أزمة غير متوقعة، حيث: $M2$ ، تغبر عن النقود بمعناها الواسع. $Ra=Rs/ M2$

كما يجب الإنتباه في حالة رصيد النقود بمعناها الواسع كبير، مقارنة بالإحتياطيات فإن هذا " يشير بوجود كميات هائلة و كبيرة من رؤوس الأموال مع الأخذ في الإعتبار الإلتزامات الخارجية بإتجاه البلد، كما أن لهذه النسبة أهمية بمكان خصوصا بالنسبة للبلدان التي تتميز فيها الأنظمة المصرفية بالضعف"².

و يؤخذ على مؤشر نسبة الإحتياطيات إلى العرض النقدي، هو قد يسجل إنخفاض في عرض النقود لأسباب لا تتعلق بوجود أزمة خارجية، كزيادة الثقة في العملة المحلية أو لجوء القائمين على السياسة النقدية إلى آلية سعر الفائدة في إستهداف نسبة التضخم، و بالتالي تزايد الطلب على النقود. كما أن إرتفاع نسبة التضخم لا يعكس التحول في حيازة العملة المحلية لأسباب تستدعي القلق، و قد يكون هذا التحول من أجل القيام بعمليات إستثمار في أصول مالية أو عينية أجنبية.

و إستنادا لما سبق نلخص نتيجة هامة و هي : بأن الإعتقاد على نسبة الإحتياطيات إلى العرض النقدي وحدها في قياس مدى كفاية الإحتياطيات من النقد الأجنبي، قد يكون غير كافي، و هذا نظرا

¹ - kaminsky, G.L.(1999) : “ Currenecy and Banking Grises: the Early Warnings of Distress”, IMF Working Paper 99/178,P. 16.

² - زايري بلقاسم: كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري ، مرجع سابق ، ص52.

لضعف العلاقة بين التغير في نسبة الإحتياطيات إلى المعروض النقدي و مستوى الأداء الإقتصادي للبلد¹.

1-3)- نسبة إحتياطيات الصرف الأجنبي إلى الديون القصيرة الأجل (R /Stred): لا شك أن حجم الديون الخارجية يمثل أخطر المشكلات التي قد تواجه البلدان المدينة و الدائنة على حد سواء، فكلما إرتفع عبء الديون الخارجية و بخاصة إستحقاقات الديون القصيرة الأجل، أدى ذلك إمتصاص موارد البلد المدين من النقد الأجنبي، لذلك "ظهرت بعض الآراء خلال العقود الأخيرة تعتبر الديون الخارجية (الأقساط و الفوائد) من العوامل التي لا بد من التركيز عليها، كمحدد أساسي في تكوين و حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي²".

حيث أن مقارنة نسبة الإحتياطيات المتاحة بحجم الديون الخارجية و بخاصة الديون التي يقع إستحقاقها في المدى القصير، يفيد في قياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية التي تحدث على مستوى الأسواق الدولية. فإذا لم يكن لدى البلد قدر كافي من إحتياطيات النقد الأجنبي يلجأ إليها وقت الضرورة، قد يواجه وضعاً يتطلب الإقتراض القصير الأجل بتكلفة مرتفعة و غير متاح دائماً، أو يتأخر البلد عن الوفاء بالتزاماته الخارجية، مما يعرض وضعه الإئتماني للخطر في الأسواق النقدية الدولية. و من المألوف أن سياسة التمويل بالنقد الأجنبي القصير الأجل لا تعتمد على الأرصدة الإحتياطية من النقد الأجنبي، و إنما من خلال اللجوء إلى الإقتراض من الأسواق الدولية.

ففي حالة إجمالي الديون المستحقة القصيرة الأجل أكبر من حجم الإحتياطيات الموجودة لدى بلد ما، يفسر ذلك " بوجود خطر فعلي و أكيد يهدد إقتصاد البلد المعني، لأن الديون قصيرة الأجل ترتبط إعتيادياً بالمعاملات التي يحتاج إليها البلد و لا يمكن الإستغناء عنها أو الحد منها إلا نادراً³".

لذا فإن نسبة الإحتياطيات إلى إجمالي الإستحقاقات القصيرة الأجل أصبحت تعد من المؤشرات الشائعة، الإستخدام في الحكم على صلابة المركز المالي للبلد و معرفة قدرته على الوفاء بالتزاماته الخارجية وفق المواقيت المحددة سابقاً.

و تتجسد أهمية هذا كمؤشر من خلال إمكانية إستخدامه كمقياس لدرجة تأثر الإقتصاد المحلي بالتطورات الحاصلة في أسواق رؤوس الأموال الدولية، هذا من جهة؛ و من جهة أخرى فإن نسبة الإحتياطيات إلى إجمالي الديون القصيرة الأجل يمكن أن تلعب دوراً هاماً، في تحديد المدى الزمني المتاح للسلطات الحكومية لمباشرة الإجراءات المناسبة من أجل تجنب البلد الدخول في حالة التعثر، أي وجود صعوبات تعيق البلد من دخول أسواق المال الدولية نتيجة التطورات الحاصلة فيها.

¹ - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية ، مرجع سابق ، ص15-16.

² - World Bank: Global Development finance, External Debt of developing countries, Washing to DC, 2011, P 10.

³ - زايري بلقاسم : كفاية الإحتياطيات الدولية في الإقتصاد الجزائري ، مرجع سابق ، ص52-53.

و مع ظهور الأزمة الكورية، ناقش المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي إستخدام مقياس أوسع لتحديد و قياس مدى كفاية الإحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية لبلد ما، و الذي أصبح يعرف بقاعدة غيدوتي-غرينسيان. حيث ينظر هذا المؤشر لنسبة محزون إحتياطيات الصرف من النقد الأجنبي إلى الدين الخارجي القصير الأجل¹،* و هذا من أجل ضمان تسديد الديون القصيرة الأجل و التي يقع إستحقاقها في أقل من سنة دون اللجوء لمصادر تمويل خارجية. وتأسس هذا المفهوم خلال الأزمة الآسيوية سنة 1997، حيث كان حجم الإحتياطيات الرسمية بحوزة البلدان المعنية (اندونيسيا، تايلاند و كوريا الجنوبية)، غير كافي لتغطية قائم الدين الخارجي القصير الأجل.

$$RA = Rs / M + Dt$$

حيث تعبر Dt، عن قائم الدين الخارجي القصير الأجل. غير أنه في حالة الأخذ بنسبة الإحتياطيات إلى الديون المستحقة القصيرة الأجل، و التي " يجب أن تشمل كل أدوات الدين بحوزة غير المقيمين، بما في ذلك الأدوات التي مصدرها المستثمرين الأجانب المقيمين بالبلد؛ و مقدار ملكية الأجانب في سوق الأسهم، و خاصة في البلد الملتزم بتطبيق بنود المادة الرابعة من إتفاقية صندوق النقد الدولي، و التي تحظر وضع القيود أمام حركة التحويلات المالية. كما يجب أن يتضمن إجمالي الديون القصيرة الأجل، الإئتمان القصير الأجل الممنوح لتمويل التجارة و المستحقات الخارجية القصيرة الأجل على عاتق المقيمين بالبلد، و الودائع الموجودة على مستوى البنوك المحلية و التي تعود ملكيتها لغير المقيمين، و ديون المؤسسات الإقتصادية المحلية المملوكة للأجانب في إطار الإستثمار الأجنبي المباشر، بالإضافة لذلك المستحقات القصيرة الأجل كإلتزامات على الجهاز المصرفي المحلي، و أدوات الإئتمان القصير الأجل المصدر منها².

(2)- المؤشرات المركبة المستخدمة في تقدير و قياس كفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي: نظرا لتأثر الإقتصاديات المحلية بالتطورات الحاصلة في أسواق رأس المال العالمية، و تفاقدا لدخول في دوامة التعثر و إتخاذ الإجراءات غير الملائمة، تم تقديم و إقتراح إستخدام مقياس مركبة يمكن الإسترشاد بها في تقدير و قياس المستوى الكافي و الأمن للموجودات الإحتياطية من النقد الأجنبي؛ و ذلك وفق الأهمية النسبية للمؤشرات المكونة لتلك المقاييس. حيث تتمثل في:

(1-2)- توسيع لقاعدة غرينسيان- غيدوتي: ينظر لقائم الدين الخارجي القصير الأجل بالإضافة إلى عجز الحساب الجاري، بأهمية قصوى لما لهذين البندين من دلالات على قدرة بلد في تمويل إجمالي الإلتزاماته خلال 12 شهرا المستقبلية، و بالتالي كان ذلك الدافع الأساسي وراء توسيع لقاعدة غرينسيان-غيدوتي.

* نسبة إحتياطيات الصرف الأجنبي إلى إجمالي الدين الخارجي، تعكس هذه النسبة قدرة بلد ما على الوفاء بسداد إجمالي الدين الخارجي بإستخدام إحتياطيات الصرف الأجنبي المتاح و نسبته المثلى 40 % .
2 - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية ، مرجع سابق ، ص18.

2-2)- قواعد بسيطة **rules of thumb** : تتبع أهمية هذه القواعد من إمكانية إستخدامها في

الممارسات العملية كمقاييس مركبة و المتمثلة في:

- حيازة حجم إحتياطيات رسمية من النقد الأجنبي عند مستوى تغطية ثلاثة أشهر من الواردات؛

- 100 % من حجم قائم الدين القصير الأجل؛

- 20 % من الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2؛

2-3)- المقياس الذي إقترحه **Wijnholds** و **Kapteyn**: مقترح هذا المقياس؛ يتضمن التركيز

على الدين القصير الأجل و الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2 بالإضافة لتسديد الديون و تدفقات رأس

المال، كدوافع في " تكوين و حيازة الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي، مع الأخذ في

الإعتبار نظام سعر الصرف المتبع في البلد المعني و المخاطر المرتبطة بذلك. كما تشمل قواعد كفاية

إحتياطيات الصرف، إحتمال إمكانية هروب رأس المال المقيمين (أي جزء من المعروض النقدي M2

) الذي قد يواجه مخاطر إنخفاض العملة و عمليات تحويلها إلى عملات أجنبية. و بالتالي يمكن

للسلطات النقدية(البنوك المركزية)، أن تختار بدلا من ذلك سياسة تعويم عملتها المحلية بمجرد حصول

ضمانات لتمويل خدمة ديونها الخارجية. غير أن إنخفاض سعر صرف العملة يمكن أن يعزز

الإستقرار المالي و الإقتصادي للبلد. لذلك تم الجمع بين عدد من المؤشرات في صياغة القاعدة

المقترحة كما يلي: يجب على كل بلد ، حيازة و إمتلاك محزون احتياطي من الصرف الأجنبي يغطي

إجمالي ديونه الخارجية المستحقة في المدى القصير، و جزء من المعروض النقدي يتم تحده وفق

نظام سعر الصرف و توقعات المخاطر المحتملة الوقوع . حيث إقترح " كلا من **Wijnholds**

و **Kapteyn** ؛ المقياس التالي:

نسبة الكفاية في حالة نظام سعر الصرف المعوم أو مجلس العملة = 100 % الديون القصيرة الأجل +

من 5 % إلى 10 % M2

نسبة الكفاية في حالة نظام سعر الصرف الثابت أو تعويم المدار = 100 % الديون القصيرة الأجل +

من 10 % إلى 20 % M2¹

و منه، يمكن " صياغة المعادلة التالية:

$$R^* = E + a M.C$$

حيث:

R* : تدل على حجم الإحتياطيات الكافية؛

E : قائم الدين الخارجي القصير الأجل حسب مدة الإستحقاق الباقية؛

¹ - J. Onno de Beauford Wijnholds and Arend Kapteyn : Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, IMF Working Paper, September 2001,P.20,21,22.

a : يشكل الجزء إعتماذا على نظام الصرف المتبع، (5% إلى 10% في حالة نظام سعر الصرف المعوم، و من 10% إلى 20% في حالة أنظمة الصرف الوسيطة)؛

M : النقود بالمعنى الواسع؛

C : مؤشر الخطر المتوقع بالنسبة للبلد¹.

(3)- المقياس المقترح من طرف صندوق النقد الدولي سنة 2011: إقترح صندوق النقد الدولي سنة 2011، مقياس مركبا في محاولة منه الوصول و إستحداث مقياس أكثر تجريبيا إستنادا للإلتزامات المحتملة و إستهدافا في المقام الأول تحقيق الإستقرار المالي، مع المحافظة على بساطة تلك المقاييس التقليدية و إمكانية إستخدامها بكل سهولة.

و عليه كمرحلة أولى، تنصب الجهود على تقدير المخاطر المحتملة الوقوع لمختلف المصادر المؤدية إلى تآكل و إستنزاف الموجودات الاحتياطية من النقد الأجنبي، إستنادا في البداية على توزيع الملاحظات المتعلقة بالتدفقات الخارجية من كل مصدر خلال فترات الضغوطات في سوق الصرف²* (Exchange Market Pressure)؛ إذ يتم التركيز على إنشاء مخزون للإلتزامات المرجحة للمخاطر. بينما في المرحلة الثانية، ينبغي أن تكون نسبة المخزون المتوقع في حالة سائلة يتم تقديرها على أساس الخبرة التاريخية المشتقات من واقع الأزمات الماضية، و ذلك وفق الأطر التنظيمية المعمول بها لرأس المال على مستوى البنوك التجارية؛ و أساليب تحليل و تحديد مستوى الاحتياطيات الوقائية الواجب الإحتفاظ بها. بحيث يعكس تصميم المقياس، مجموعة واسعة من الضغوطات المحتملة الوقوع، من أجل تحقيق التوازن بين الحاجة إلى كل من البساطة و الشفافية في إجراء القياس. و يشار بالتركيز " إلى أربعة مصادر لإستنزاف و تآكل الموجودات الاحتياطية ذات أدوار متداخلة و جوهرية هي:

- قائم الدين الخارجي القصير الأجل STD؛

- الإلتزامات المتوسطة و الطويلة الأجل من الديون و الأسهم، و يشار إليها ب OPL؛

- المعروض النقدي بالمعنى الواسع M2: لمواجهة ضغوطات التي قد تترتب أثناء حدوث الصدمة و مخاطر هروب رؤوس الأموال، حيث يتم إستخدام المعروض النقدي بالمعنى الواسع لتمثيل المحزون من الأصول المحلية السائلة التي قد يتم بيعها و تحويلها إلى عملات أجنبية خلال فترات الأزمة؛

- عوائد التصدير المحققة X : تمثل الخسائر المحتملة الوقوع بفعل إنخفاض الطلب الخارجي

¹ - J.Onno de Beaufart Wijnholds and Sondergaard :Reserve Accumulation Objective or By-product ? Occasional paper Series N:073 / September 2007, European Central Bank,Germany,2007,P.10.

* مصطلح "Exchange Market Prieure" يشير إلى حركات المتغيرين إحتياطي الصرف الأجنبي و سعر الصرف الإسمي ذات الصلة بالقطاع الخارجي.

على مواد التصدير المحلي، أو صدمة معدلات التبادل التجاري مع الخارج أو كلاهما معاً، و التي ما تزال تميز الكثير من الإقتصاديات الناشئة¹؛

غير أن تحديد أوزان المخاطر المحتملة الوقوع بالنسبة لكل مصدر للتدفقات الخارجية المستخدمة في تصميم المقياس، يتم على أساس تدفقات رؤوس الأموال الخارجية التي تم رصدها على مستوى الإقتصاديات الناشئة في فترات حدوث ضغوطات سوق الصرف، و ذلك من خلال إحتساب التدفقات المتوقعة من توزيع النسبة السنوية للخسائر الناشئة من تقلص إيرادات التصدير؛ قائم الدين الخارجي القصير الأجل و المستحقات الأخرى الواجب تسويتها في الآجال الطويلة، فضلاً عن المعروض النقدي بالمعنى الواسع الذي تم رصدها و ملاحظته خلال فترات ضغوطات سوق الصرف. حيث يتم تقدير توزيعات منفصلة حسب نظم أسعار الصرف الثابتة منها و العائمة، و تحديد مستويات المخاطر مع الأوزان النهائية إنطلاقاً على الملاحظة للمئين² * لتدفقات رؤوس الأموال الخارجية. و بالتالي يمكن الإشارة للمقياس كالتالي:

في حالة نظام سعر الصرف الثابت؛

$$30 \% \text{ of STD} + 15 \% \text{ of OPL} + 10 \% \text{ of M2} + 10 \% \text{ of X}$$

في حالة نظام سعر الصرف المعوم؛

$$30 \% \text{ of STD} + 10 \% \text{ of OPL} + 5 \% \text{ of M2} + 5 \% \text{ of X}$$

إذ أن حيازة الإحتياطيات بالنقد الأجنبي عند حدود 100% إلى 150% من هذا المقياس، يعتبر كافي من أجل أهداف ذات طبيعة وقائية. كما يمكن صياغة قاعدة الكفاية المقترحة من طرف صندوق النقد الدولي في حالة نظام سعر الصرف المعوم أو الثابت، وفق العلاقة الموالية مع الأخذ في الإعتبار تغيير البسط، و التي تكتب:

$$\frac{30 \% \text{ of STD} + 10 \% \text{ of OPL} + 5 \% \text{ of M2} + 5 \% \text{ of X}}{100} *$$

Réserve

3-1)- التعديل المقدم من طرف Violet PREDESCU على مقياس IMF لسنة 2011:

من أجل المساهمة في تعزيز السياسات الإحترازية، جاء مقترح تعديل على مقياس صندوق النقد الدولي لسنة 2011 من طرف Violet PREDESCU، و هذا من أجل ملائمة حجم كفاية

¹- ASSESSING RESERVE ADEQUACY- FURTHER CONSIDERATION : IMF POLICY PAPER , November 13/2013,P.30.

* المقياس يقسم البيانات إلى مائة جزء وفق ترتيب تصاعدي و يمكن الحصول على المئين العاشر و هو المفردة العاشرة في البيانات المرتبة تصاعدياً، ويمكن إستخدام المعادلة التالية لحساب ترتيب المئين المطلوب:
 $i = \frac{p}{100} = n$ حيث p هو الترتيب المئين المطلوب n هو عدد المفردات.

الإحتياطيات من النقد الأجنبي المتاحة لدى البنوك المركزية مع متطلبات مواجهة الظروف الطارئة؛ و تعزيز لموقف السيولة الدولية لدى البلد الواحد. حيث كان الإقتراح إمتداد للقاعدة المقترحة من طرف صندوق النقد الدولي، وسط بيئة أكثر طلب لوسائل الدفع الدولية و إحتتمالات حدوث الصدمة العنيفة، خاصة بعد الأزمة التي تعرضت لها الإقتصاديات الناشئة في أعقاب إفلاس مصرف ليمان برادوز. و يتضمن الإقتراح إجراء تغيير في عدة متغيرات أساسية هي:

-الدين الخارجي القصير الأجل: توصي قاعدة IMF لسنة 2011، بمستوى حجم إحتياطيات صرف من النقد الأجنبي عند حدود 30 % من قائم الدين الخارجي القصير الأجل، بينما إتجاه مقترح التعديل نحو قاعدة أكثر تحفظا، حيث أكد التعديل على ضرورة تغطية 50 % من قائم الدين الخارجي المستحق في الأجل القصيرة.

-إستثمار الحافظة: نظرا للتقلص الكبير في حصة السندات و الأسهم المستثمرة لغير المقيمين خلال الأزمة المالية لسنة 2008 على مستوى الأسواق الناشئة، و من أجل الحيلولة دون حدوث آثار مماثلة مستقبلا، إختارت القاعدة المعدلة وجوب حيازة ما يعادل 50 % من إجمالي حجم الحافظة الإستثمارية؛ و هذا عكس قاعدة صندوق النقد الدولي المحددة ب 10 % .

- المعروف النقدي: تأكد قاعدة صندوق النقد الدولي على وجوب إنشاء حجم إحتياطيات تصل 5 % من المعروف النقدي M2 في البلدان المتبعة لنظام سعر الصرف المعوم، غير أنه بفعل الأزمة المالية لسنة 2008، حسب الدراسة المقدمة كانت M2 في حجم 10 % على أساس سنوي في 2009 بالنسبة لحالة دولة روسيا.

- الصادرات: كان لإنخفاض حجم و قيمة الصادرات دوليا بفعل الأزمة المالية 2008، إنعكاسات سلبية واضحة على العرض النقدي بالعملات الأجنبية و مخزون إحتياطيات الصرف، خاصة بالنسبة لإقتصاديات البلدان الناشئة و النامية، حيث لوحظ إنكماش حاد في مستوى التجارة العالمية خلال 2008-2009؛ و تراجع في حصيلة الصادرات بلغ حوالي 15% في المتوسط خلال الفترة المعنية.

و عليه؛ قدم مقترح التعديل ل Violet PREDESCU لقياس مدى كفاية احتياطيات الصرف

الأجنبي على النحو التالي¹:

$$\underline{50 \% \text{ of STD} + 50 \% \text{ of OPL} + 5 \% \text{ of M2} + 15 \% \text{ of X}} * 100$$

Réserve

¹- Violet PREDESCU: Le niveau des réserves de change desémergents est-il adéquat en cas d'aggravation de la crise financière ? Natixis. 21 octobre 2011, N° 788, P. 5-6.

المطلب الثالث: التكاليف المرتبطة بحيازة و إمتلاك إحتياطيات الصرف الأجنبي

نظرا لكون هنالك جدوى من الإحتفاظ بالموجودات الإحتياطية من النقد الأجنبي نتيجة وجود طلب عليها. و بالتالي حيازة و إمتلاك مستوى معين من الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية لدى السلطات النقدية، يترتب عنه تكلفة يتحملها إقتصاد البلد المعني(إذ يجب أن تكون الموجودات الإحتياطية الرسمية من الصرف الأجنبي المحتفظ بها سائلة أو أقرب إلى السيولة، و جاهزة عند الطلب). إذ عند تقدير مستوى الإحتياطيات الواجب الإحتفاظ بها أو حيازتها، يتطلب إجراء قياسات و حسابات تفضي إلى معرفة تكاليف المحتملة للإحتفاظ بتلك الإحتياطيات. غير أن محاولات قياس تكلفة حيازة و إمتلاك احتياطيات الصرف من طرف السلطات النقدية لبلد ما، يتم وفق منظورين يمكن الإشارة إليهما كالتالي:

1)- قياس تكلفة الإحتفاظ بالإحتياطيات الرسمية وفق منظور الإقتصاد الكلي: إكتساب مستوى ملائم و كافي من إحتياطيات الصرف الأجنبي قد يكون مكلفا بالنسبة لإقتصاد البلد الواحد، و هذا سواء كان مصدر الموجودات الإحتياطية المترجمة فائض الحساب الجاري نتيجة لتفوق الكبير في صادرات السلع و الخدمات، أو بفعل تصاعد و إرتفاع وتيرة أسعار المواد الإستخراجية المصدرة مثل البترول. غير أن هنالك وجود طرقتان لحساب تكلفة الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف الأجنبي، و هذا حسب الكيفية التي يتم من خلاله تكوين و تشكيل تلك الإحتياطيات. و بإفتراض أن هنالك حساسية شديدة و مقلقة لدى البلد في حالة حصوله على الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي عن طريق الإقتراض(إحتياطيات مقترضة أو مشروطة)، أو أن البلد يراكم موجوداته الإحتياطية بالعملات الأجنبية من خلال تحقيق فائض في الحساب الجاري(احتياطيات مكتسبة)؛ و إنطلاقا من هذا، تبرز طرقتين لتقدير و قياس تكلفة الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف الأجنبي، إعتقاد على طبيعة المصدر السائد و الغالب وراء عملية تكوين و تركيب إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية؛ سوء عن طريق الإقتراض أو عن طريق الكسب.

1-1)- الفرق بين أسعار الفائدة المترتبة عن الإقتراض الخارجي و معدل العائد على الإحتياطيات: حاجة كل بلد للأرصدة النقدية الأجنبية و غير من وسائل الدفع المقبولة دوليا و الإحتفاظ بها، يترتب عنها تكلفة إجتماعية يتحملها إقتصاد البلد المعني. و عليه يتفق كل " رودريك سنة 2005 و إدوارد و

لوفي سنة 2006¹، على أن التكلفة الحقيقية للإحتياطيات يمكن "حسابها من خلال الفرق بين المعدلات التي من خلالها يستطيع القطاع الخاص، إقتراض موارد خارجية تستحق في المدى القصير ناقص المعدل التي يتم على أساسه إستثمار و توظيف الإحتياطيات؛ أي) تكلفة الفرصة البديلة الإجماعية)²، و هذا عندما تكون الإحتياطيات بالنقد الأجنبي المقترضة مصدرها القطاع الخاص. أما في الحالة كون مصدرها إقتراض البنك المركزي أو السلطات الحكومية(وزارة المالية) فهي عندئذ تكلفة الإقتراض العام. و الجدير بالذكر أن هنالك العديد من البلدان التي تلجأ لعمليات بناء و تكوين إحتياطياتها الرسمية من الصرف الأجنبي، سواء عن طريق الإقتراض بواسطة بنوكها المركزية أو السلطات المالية الحكومية(وزارة المالية) أو عن طريق القطاع الخاص، بحيث تقدر التكلفة من الناتج المحلي الإجمالي 0.03 % في بولندا؛ 0.48 % في فنزويلا و نسبة 0.09 % بالنسبة للصين. و للمزيد من التوضيح أنظر الجدول رقم الموالي:

الجدول رقم(II-1) التكلفة السنوية لإحتياطيات الصرف لبعض بلدان الأسواق الناشئة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي 2007.

الوحدة = %

التكلفة بالنسبة على GDP	الفرق	العائد على إحتياطيات الصرف	تكلفة الإقتراض	
0.48	3.20	5.45	8.65	فنزويلا
0.42	2.90	5.45	8.35	الأرجنتين
0.25	1.22	5.45	6.67	أوكرانيا
0.23	1.55	5.45	7.00	تركيا
0.22	0.40	5.45	5.85	ماليزيا
0.09	0.21	5.45	5.66	الصين
0.03	0.19	5.45	5.64	بولندا

المصدر:

J.Onno de Beaufort : RESERVE ACCUMULATION OBJECTIVE OR-BY-PRODUCT , Ecb OCCASIONAL PAPER SERIER SERIES,N° 73/SEPTEMBER 2007 , P.25.

¹- Eduardo Levy Yeyati : The Cost of Reserves, July 2006,P.01.

²-DANI RODRIK: The Social Cost Foreign Exchange Reserves, International Economic Journal, Vol.20, N°.3,253-266,Septembre 2006,P.262.

و لقد طرح سباستيان ادوارز من خلال دراسته، فرضية مفادها أن تكلفة الفرصة البديلة الصحيحة، هي صافي إقتراض البلد، أي عبارة عن المعدل الذي يستطيع البلد على أساسه الإقتراض من الأسواق المالية الدولية؛ مطروح منه معدل العائد الذي قد يترتب عن إستثمار إحتياطيات الصرف. غير أنه في الغالب، يتم الإحتفاظ بالموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي لدى البنوك المركزية، على شكل أصول موظفة تدير عوائد على المدى القصير. و بالتالي تكلفة الفرصة البديلة، هي التكلفة الصافية التي يجب حسابها مثل الدخل الإجمالي الضائع بفعل الإحتفاظ و حيازة الإحتياطيات مطروحا منها العائد المترتب من الإحتياطيات. أي الفرق الموجود بين تكلفة التمويل الخارجي لإحتياطيات الصرف و العائد على الأصول بالنقد الأجنبي في الحالة السائلة.

كما أن تقدير التكلفة المالية لإحتياطيات الصرف بالعملة المحلية، تكون مساوية لتكاليف الإقتراض الخارجي مطروح منها الدخل المستحق على الأصول الإحتياطية (إيرادات الفوائد، مضاف إليها الأرباح الرأسمالية أو الخسائر المترتبة). غير أنه في حالة " إستخدام صافي تكلفة الإقتراض في حساب تكاليف حيازة و إمتلاك إحتياطيات الصرف الأجنبي، فإن هذه التكاليف قد تكون مرتفعة من منظور كونها مصدر للعائدات بالنقد الأجنبي"¹.

1-2-2)- تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بإحتياطيات الصرف الأجنبي: الإحتفاظ بمستوى ملائم من الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية لدى بلد ما، يترتب عليه تكلفة أو نفقة للفرصة البديلة Opportunity Cost، إذ أنها الفرق بين العائد المترتب عن الإحتياطيات بالنقد الأجنبي و الفرصة البديلة. و هي تكلفة تتحملها إقتصاديات البلدان التي إستطاعة تركيب مستويات ملائمة من الإحتياطيات بالنقد الأجنبي، إعتقادا على الفوائض المحققة في حسابها الجاري بدلا من إكتسابها عن طريق الإقتراض الخارجي. و بالتالي تكلفة الإحتفاظ بالإحتياطيات تقاس من خلال تقدير تكاليف الفرصة البديلة التالية:

1-2-1)- الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال و أسعار الفائدة المطبقة في الأسواق الأجنبية: يشار إليها على أنها: " الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال أو الدخل الإجمالي الضائع من حيازة و إمتلاك موارد مالية في شكل أصول إحتياطية دولية و العائد المتحصل عليه من تلك الأصول الإحتياطيات"². حيث إستخدام الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال و العائد على الإحتياطيات، نابع من كون أن إحتياطيات الصرف يمكن توظيفها في محالات إستثمارية تدير دخل. كما أن البنوك

¹ - جوسبين لاندبل ميلز: التكلفة المالية للإحتفاظ بالإحتياطيات، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، عدد ديسمبر، 1989، ص18.
² - CALCULATING OPTIMAL INTERNATIONAL RESERVES: A CAUTIONARY NOTE ON OPPORTUNITY COSTS, May 2007, P.06.

المركزية لمختلف البلدان " لا يمكنها القيام بالإستثمار المباشر، غير أن عملية إستثمار الأصول الإحتياطية بحوزة البنوك المركزية تأخذ شكل الإستثمار غير المباشر، خاصة في حالات إتباع تلك البنوك سياسات نقدية أقل تقييدا مثل خفض سعر الخصم أو التقليل من شراء السندات الحكومية. و هذا ما قد يؤدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة و بالتالي إرتفاع في مستوى الإستثمار و تسجيل خسائر في الإحتياطيات¹.

غير أنه يمكن للسلطات الحكومية، نقل و تحويل رؤوس الأموال الموجودة في حوزة البنك المركزي نحو الإستخدام في تمويل عملياتها الإنفاقية، مما يترتب عنه إنعكاسات سلبية على صافي الموجودات الإحتياطية(الثروة المتركمة) لدى البنوك المركزية؛ حيث يتم إستخدام الموارد المالية المحولة لمعالجة العجز أو زيادة تمويل الإستثمار العام.

ففي الحالة الأولى؛ تستخدم السلطات الحكومية موارد المالية في شكل أصول إحتياطية بالنقد الأجنبي لتمويل العجز، و تحرير موارد للإستثمار من طرف القطاع الخاص، والتي تتحقق من خلال إنخفاض أسعار الفائدة. بينما في الحالة الثانية، فإن السلطات الحكومية تقوم بتمويل فرص إستثمارية دون مزاحمة للقطاع الإستثماري الخاص، حيث إستخدام الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي يمكن أن يترتب عنه؛ تحقيق إستثمارات إضافية في حالة تسجيل إنخفاض في معدلات الفائدة أو بقائها ثابتة، و إرتفاع وتيرة الإنفاق الحكومي. و بالتالي إستخدام الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي، يمكن أن يحقق زيادة في حجم الإستثمار، و هذا في حالة عدم لجوء البنك المركزي لأي تخفيض في أسعار الفائدة(إذا كان الغرض الزيادة في الإستثمار و ليس تخفيض وتيرة التضخم و التوسع في الإئتمان).

غير أن تبرير خيارات إستخدام الموجودات الإحتياطية لأغراض إستثمارية، يجد تفسيراً لذلك من كون العائد المحقق من الإستثمار المادي في الأسواق الناشئة يكون أكبر بكثير من العائد على الإستثمار في الإقتصاديات الصناعية. و نظراً لصعوبة الحصول على البيانات المتعلقة بالإنتاجية الحدية لرأس المال، يكتفي الباحثين الإقتصاديين بتحليل و قياس الفرق بين تكاليف الإقتراض الخارجي و العائد على الإحتياطيات.

1-2-2)- علاوة الأجل: يقصد بها؛ " العائد الزائد الممكن تحقيقه من جزاء الإستثمار في سندات طويلة الأجل بدلا من الإستثمار في سندات تستحق في الأجل القصير². حيث يرى ماررويز: " أن تكلفة الفرصة البديلة للموجودات الإحتياطيات بالنقد الأجنبي، تتمثل في الفرق بين أسعار الفائدة

¹ - Leslie Lipschitz, Miguel Messmacher and Alexandros Mourmouras : Reserve Adcquacy Much hightthan you thought ? IMF Institute séminaire, April 2006,P.13.

² -Eric Swanso:What We Do and Don't Know about the Term Premium, FRBSF ECONOMIC LETTER, Federal Reserve Bank of San Francisco, Number 20-21, July 2007,P.01.

الأجنبية طويلة الأجل (مثل ذلك، معدل الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية الممتدة ل 10 سنوات) و أسعار الفائدة الأجنبية القصيرة الأجل (كأسعار الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية المستحقة خلال ثلاثة، أو سعر الفائدة المطبق على رؤوس الأموال الإتحادية)¹ . و الجدول الموالي يوضح تطور الفرق بين العائد على سندات الأمريكية المرتبطة بأجال عشرة سنوات، و العائد على أدونات الخزانة الأمريكية التي يقع إستحقاقها خلال ثلاثة أشهر.

الجدول رقم(2-II) تطور الفرق بين العائد على سندات ل 10 سنوات و أدونات الخزانة ل 03 أشهر

الوحدة = %

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
2.35	1.8	2.78	3.22	3.32	3.66	4.63	4.8	سندات 10 سنوات
0.06	0.09	0.05	0.14	0.15	1.37	4.36	4.73	أدونات الخزانة ل 3 أشهر
2.29	1.71	2.73	3.08	3.17	2.29	0.27	0.07	تكلفة الفرصة البديلة

المصدر:

<http://www.federalreserve.gov/dataownload/Buid.aspx?rel=H15> last released Friday, August 29,2014.

(2)- تحديد تكلفة حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي من منظور ميزانية البنك المركزي: بإمكان السلطات النقدية (البنك المركزي) لبلد ما تعقيم حركة رؤوس الأموال المتدفقة بالعملة الأجنبية عبر حدودها الوطنية، أي تستطيع جعل العرض المحلي للنقود في منأى عن تأثيرات الإختلال في ميزان المدفوعات، و ذلك باللجوء إلى وسائل السياسة النقدية المعروفة؛ و منها وسيلة السوق المفتوح Open Market. و بالتالي هنالك تكلفة يتحملها إقتصاد البلد المعني يمكن قياس، و ذلك بالتركيز على الآثار المترتبة عن تراكم تلك على ميزانية البنك المركزي و المتمثلة في تكلفة التعقيم الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

(2-1)- قياس تكلفة التعقيم إستنادا للفرق بين أسعار الفائدة المحلية و أسعار الفائدة الأجنبية: إنطلاقا من كون عمليات التعقيم من جانب البنك المركزي يترتب عنها تكلفة. بحيث يمكن حساب " التكلفة المالية لعمليات التعقيم، أي التكاليف الشبه مالية Quasi-fiscal Cost؛ و ذلك من خلال تحديد الفرق

¹ -Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadji :Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? IMF Working Paper, August 2008, P.N°11.

بين معدل التمويل المحلي الذي يتحمل تسديده البنك المركزي لإمتصاص السيولة من السوق المحلي بفعل تراكم الإحتياطي و العائد المترتب عن الإحتياطات بالعملات الأجنبية(العائد على سندات الخزانة الأمريكية المستحقة لسنة واحدة أو لمعدل أجنبي آخر يستحق في الأجل القصيرة)¹. و حسب Roberto Frenkel، " تكلفة وحدة التعقيم هي: $s = i - r - e$ ، حيث:

s : تكلفة التعقيم؛

i :معدل الفائدة على المستوى المحلي؛

e : سعر الفائدة على المستوى الدولي؛

$e = dE/E$ ، يمثل معدل نمو السعر المحلي للعملة².

تأخذ s القيمة صفر، و هذا عندما $i = r + e$ ، أي معدل الفائدة على المستوى المحلي يكون في حالة تساوي لمجموع سعر الفائدة الدولي؛ بالإضافة إلى معدل نمو أسعار الصرف. حيث تكون سياسة التعقيم في حالة مستمرة، إذا كانت تكلفة التعقيم مساوية للصفر أو لقيمة سالبة. و بالتالي شرط إستمرار سياسة التعقيم إذا تحقق: $r + e$ أكبر أو تساوي i.

غير أنه هنالك صعوبات تعترض إستخدام أسعار الفائدة المحلية و أسعار الفائدة الأجنبية، و هذا كون حسابات رأس المال مفتوح و كذلك وجود مستثمرين متحفزين للمخاطر (محايدين)، كما لا بد أن العائد على الأصول المحلية يكون نفس العائد على الأصول الأجنبية.

¹- Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadji –op- cit,P.13.

²- Roberto Frenkel: The Sustainability of Sterilization Policy, Center for Economic and Policy Research Washington, September 2007,P.04.

المبحث الثاني : الظروف الإقتصادية المرتبطة بتكوين إحتياطيات الصرف

الوصول إلى تحديد الكمية التوازنية أو بعبارة أدق المستوى الملائم لإحتياطيات الصرف الأجنبي و بأقل تكلفة ممكنة، إنما هو من الأمور الصعبة للغاية من الناحية الواقعية. فالبلدان الغنية ذات الإقتصاديات المفتوحة و التي تعطى فيها الأهمية لقطاع التجارة الخارجية في تكوين الناتج الوطني، لها القدرة على تكوين و حيازة كميات هامة من النقد الأجنبي كإحتياطيات يتم اللجوء إليها عند الضرورة لذلك. بينما تقل هذه القدرة في حالة البلدان المسبوقة إقتصاديا، و هذا نظرا لأن حيازة إحتياطيات الصرف من النقد الأجنبي ينطوي على تكلفة معينة (تكلفة الإحتفاظ بعناصر السيولة الدولية)، حيث قدرة البلد على تحمل هذه التكلفة تتعاظم مع زيادة دخل البلد و مدى إنفتاحه على الإقتصاد العالمي. و بالتالي من المرجح أن يساهم إنفتاح البلد إقتصاديا في زيادة إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية بدلا من هروب رأس المال المحلي، و نمو الصادرات و الإنتاج. كما أن هنالك علاقة بين وتيرة تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي و سعر صرف العملة المحلية، حيث أن المبالغة في قيمة العملة المحلية يسبب إرتفاع في الأسعار المحلية، و بالتالي إنخفاض الإنتاج و تراجع الصادرات بسبب إرتفاع قيمة العملة المحلية، إلى جانب زيادة الطلب على السلع المستوردة مما يؤدي في النهاية إلى تفاقم عجز ميزان المدفوعات، و حدوث تآكل في موجودات البلد من الأصول الإحتياطية و خسارة جزء من إحتياطياته النقدية بالعملات الأجنبية، و بالتالي يؤدي ذلك إلى المزيد من المخاطر و آفاق ضعيفة للإستثمارات و إرتفاع تكاليف التكيف مع الوضع القائم.

المطلب الأول : حجم نشاط إقتصاد البلد و درجة إنفتاحه

من غير الممكن عزل إقتصاد بلد ما عن الإقتصاد العالمي، و هذا نظرا لوجود مزايا كثيرة يمكن تحقيقها من عملية الإنفتاح و الإندماج الإقتصادي مع باقي إقتصاديات البلدان الأخرى، مثل منافع التجارة الخارجية و تدفق رؤوس الأموال نحو البلد و الإنتقال التكنولوجي. إلا أن الإنفتاح على العالم الخارجي إقتصاديا يمكن أن يعرض إقتصاد البلد للصددمات الخارجية العنيفة، و بالتالي يضع أصحاب القرار الإقتصادي في البلدان النامية أمام خيارات صعبة للغاية. فلا شك أن الصدمات الإقتصادية العكسية غير الملائمة مثل إنخفاض العوائد و الإيرادات من النقد الأجنبي، أو إرتفاع المدفوعات للعالم الخارجي بسبب إرتفاع أسعار الواردات، يمثل محور الإهتمام الأكبر بالنسبة لصانعي القرار الإقتصادي خاصة في البلدان النامية.

من ثم و تحت ضغط الحاجة يستدعي الأمر إجراء تعديل في سعر صرف العملة الوطنية، أو التدخل في إحداث توازنات في سعر الصرف أو إتخاذ إجراءات مغايرة تتوافق مع ما هو مستهدف و مطلوب، مما يسمح بمواجهة تحديات تدويل إقتصاد البلد، و زيادة دمجها في الإقتصاد العالمي.

(1)- إنفتاح الإقتصاد المحلي على الخارج و احتياطات الصرف الأجنبي: عادة ما تقاس التجارة بدرجة الإنفتاح على العالم الخارجي و التي تتمثل في نسبة الصادرات و الواردات إلى إجمالي الناتج المحلي، فزيادة " درجة إنفتاح الإقتصاد المحلي على العالم الخارجي و تحقيق فائض تجاري، يشير ذلك للقدرة التنافسية للسلع المصدرة و الكفاءة في عملية الإنتاج من حيث التكلفة و الجودة و التلاؤم مع الأذواق في الأسواق الخارجية. كما يعني الفائض التجاري، حصول البلد على حجم من العملات أجنبية تضاف إلى المخزون الإحتياطي الرسمي من الصرف الأجنبي، و بالتالي ضمان تمويل واردات البلد و تسديد إنتزاماته الخارجية المستقبلية؛ و تقوية مكانة عملته في أسواق الصرف و المحافظة على قدرتها الشرائية¹. و لكن من ناحية أخرى فإن زيادة الطلب على الواردات نتيجة إنخفاض سعرها يحدث زيادة في الطلب الداخلي على العملات الأجنبية القوية، و إنخفاض للعملة المحلية و ذلك في حالة مرونة الطلب الداخلي على السلع المستوردة.

غير أنه و وفقا لأثر الإحلال، سيقوم المستهلكون على المستوى المحلي بإحلال " السلع المستوردة الرخيصة محل السلع المنتجة محليا، و بالتالي إنخفاض الطلب على السلع غير المتاجر بها دوليا، أي إنخفاض سعرها مما يدفع بالقيمة الحقيقية للعملة المحلية إلى الإنخفاض، و في المقابل زيادة درجة تنافسية الإقتصاد خارجيا².

بالإضافة لذلك، تتميز الإقتصاديات المفتوحة بتزايد درجة تأثيرات التغيرات سعر الصرف في مستوى الأسعار المحلية، خاصة الإقتصاديات التي تعرف الجمود و عدم المرونة في مستوى الأسعار و الأجور في الإتجاه التنزلي، مما يستلزم إتباع سياسة التثبيت³. هذا من جهة، و من جهة أخرى يتميز الإقتصاد الأكثر إنفتاحا بارتفاع الميل للإستيراد بشكل عام، مما يجعل سياسة تخفيض الطلب المحلي أقل عبئا من إتباع نظام تعويم سعر الصرف من أجل تصحيح الإختلال في ميزان المدفوعات. هذا ما يجعل حجم موجودات احتياطات الصرف الأجنبي المتوفرة من العملات الأجنبية القوية و وسائل الدفع الدولية الأخرى، يتأثر ليس بالتحويلات الإقتصادية الداخلية فقط، بل كذلك بالظروف الخارجية المحيطة بالبلد. ذلك أن حركة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية تقتضي دوما شراء

¹ - Fabian CANDAU (et al), « Taux de change réel et compétitivité de l'économie réunionnaise », document de travail de la série CERDI. Disponible sur site : < www.cerdi.ogr/uploads/ed/2010/2010.29.pdf >

² - ميشيل تودارو، تعريب و مراجعة محمود حسن و محمود حامد محمود: التنمية الإقتصادية، المملكة العربية السعودية، دار المريخ، 2006، ص567.

³ - Patrik Artus : économie des taux de change ,économica, paris, 1997 ; P 74 .

العملات الأجنبية القوية، أي إدخال رؤوس الأموال إلى البلد يستلزم شراء العملة المحلية بالعملات الأجنبية القوية، بينما إخراج رؤوس الأموال من البلد يقتضي شراء العملات الأجنبية القوية بالعملية المحلية.

(2-1)- استخدام إحتياطيات الصرف الأجنبي في إقتصاد مفتوح: في إقتصاد مفتوح على العالم الخارجي، تلجأ السلطات النقدية (البنك المركزي) إلى بيع كميات من العملات الأجنبية التي تمتلكها، و يتم إتخاذ هذا الإجراء بسبب ظهور بوادر حدوث إنخفاض في سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية القوية، كما تبادر السلطات النقدية في حالات أخرى إلى شراء العملات الأجنبية القوية من سوق الصرف المحلي، إذا كانت هنالك مؤشرات تدل على اتجاه سعر صرف العملة المحلية إلى الإرتفاع مقابل العملات الأجنبية القوية، و بالتالي في الحالتين يكون هنالك أثر مباشر على كمية و مستوى السيولة.

إذ أن التدخل في سوق الصرف الرسمية، يتطلب من السلطات النقدية الأخذ في الإعتبار حجم و مستوى الموجودات الإحتياطية الأجنبية المتوفرة و المملوكة للقطاع العام بشكل دائم و تخضع لسيطرة السلطات النقدية؛ و أن تكون عادة في حالة سائلة و قابلة للتداول التصرف بصفة دائمة. بالإضافة على ذلك، لا بد من الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية في صورة إستحقاقات لصالح السلطات على غير المقيمين، محررة بالعملات الأجنبية حتى تكون سائلة و قابلة للإستخدام في تسوية المعاملات. كما قد تشمل الإحتياطيات الرسمية بالنقد الأجنبي حيازة الذهب، غير أنه يتعين على السلطات النقدية الإحتفاظ بالذهب في صورة ذهب نقدي حتى تتمكن السلطات من إستخدامه و إتاحتها دائما للبيع و للتسليم في أسواق الذهب الدولية.

فعندما تقوم السلطات النقدية بإجراء عملية بيع للعملات الأجنبية القوية، فإنها تعمل على " تقليل المعروض من النقد المحلي، عكس عملية شراء العملات الأجنبية القوية، فإنها تعمل على زيادة عرض النقد المحلي. و الهدف من وراء عملية الشراء أو البيع من طرف السلطات النقدية للعملات الأجنبية القوية هو الوصول إلى تحقيق إستقرار سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية¹ ". غير أن تحقيق هذا الهدف قد يتعارض مع الأهداف الخاصة بالسياسة النقدية التي تسعى السلطات النقدية تنفيذها، و المتمثلة في تحقيق التوازن بين العرض النقدي و الطلب النقدي بالإضافة للسيطرة على التضخم، كما أن المحافظة على استقرار سعر صرف العملة المحلية قد يكون سببا في اختلال التوازن بين العرض النقدي و الطلب النقدي.

¹ - أحمد شفيق الشاذلي: طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية، مرجع سابق، ص 11 .

و في الإقتصاديات المنفتحة على الخارج، يتم " إستخدام إحتياطيات الصرف الأجنبي المتوفرة وفقا لترتيبات نظام الصرف المتبع ، حيث يميز بين ثلاثة أنظمة لسعر الصرف هي التثبيت و نظام الحرية و نظام النسبية لسعر الصرف"¹.

- في نظام الأول، حيث يتبنى البلد سياسة تثبيت سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية القوية تثبيتا مطلقا، و بالتالي لا تسمح السلطات النقدية بظهور أي ثغرات في سعر صرف العملة المحلية؛ و ذلك بتثبيت سعر صرف العملة المحلية عن طريق شراء أو بيع للعملات الأجنبية القوية المملوكة لديها. فعند شعور السلطات النقدية بأن " سعر صرف العملة المحلية يميل نحو الإنخفاض تقوم هذه الأخيرة بإجراء عمليات بيع لجزء من العملات الأجنبية القوية الموجودة لديها كإحتياطيات صرف تحتفظ بها، و بالتالي يسجل انخفاض في حجم مستوى إحتياطياتها من النقد الأجنبي، بينما في حالة ملاحظة أن هنالك اتجاه سعر صرف العملة المحلية إلى الإرتفاع، تلجأ السلطات النقدية لشراء العملات الأجنبية القوية من سوق الصرف المحلي بما لديها من عملة محلية ، و بالتالي زيادة حجم مستوى إحتياطياتها من النقد الأجنبي"².

- في نظام حرية سعر الصرف، لا تتدخل السلطات النقدية في توجيه سعر صرف العملة مطلقا، حيث يترك سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية القوية يتحدد وفق آلية العرض و الطلب، ففي حالة زيادة الطلب على العملة المحلية فإن سعر صرفها مقابل العملات الأجنبية يكون مرتفعا، و إذا قل الطلب على العملة المحلية فإن سعر صرفها مقابل العملات الأجنبية سيعرف إنخفاضا، و لا تكون السلطات النقدية في هذه الحالة "مجبرة على شراء عملتها المحلية مقابل العملات الأجنبية، و بالتالي لإستنزاف إحتياطياتها من الصرف الأجنبي. علاوة على ذلك يتعرض الأعوان الذين سحبوا ودائعهم إلى عقوبة انخفاض قيمة العملة أما بالنسبة للذين احتفظوا بودائعهم لدى القطاع المصرفي يكون على دراية أن العملات الأجنبية ستكون متاحة للسحب مستقبلا، و هذا في حالة وجود أعوان يتمتعون بالرشد الإقتصادي، لكن هنالك مجالا لسحوبات المضاربين"³.

- بالنسبة لنظام الحرية النسبية لسعر صرف العملة و الذي يسمح فيه بشيء من المرونة في تغير سعر الصرف، حيث تحدد السلطات النقدية سعر صرف معين مرغوب تحقيقه، ثم يحدد بعد ذلك المجال المقبول لتغيرات سعر صرف العملة المحلية، حد أدنى و حد أعلى ، غير أنه في ظل هذا النظام يقتصر تدخلات السلطات النقدية لإعادة سعر صرف العملة المحلية إلى المجال المحدد سابقا، و ذلك بشراء أو بيع العملات الأجنبية القوية التي تخزنها بمثابة احتياطيات صرف لديها ، و بين التثبيت و التعويم

¹ - صندوق النقد الدولي: المبادئ التوجيهية لإدارة إحتياطيات النقد الأجنبي، المجلس التنفيذي، سبتمبر 2001، ص13-14.

² - أحمد الأشقر : الإقتصاد الكلي، الدار العلمية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2002، ص 271 .

³ - Henri Bourquiraat : Finance international, Edition Dalloz, 2007, p320.

يوجد العديد من النظم التي يمكن أن تطبق في البلدان النامية، و هذا بحكم تباين الظروف الاقتصادية لهذه الأخيرة¹.

(2)- علاقة مستوى حجم النشاط الإقتصادي للبلد بإحتياطيات الصرف الأجنبي: إن حجم و أهمية المعاملات مع العالم الخارجي تصديرا و إستيرادا و حجم حركة رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية، تعتبر من المحددات الأساسية في تقدير حجم الدخل الوطني و بالتالي حجم النشاط الإقتصادي لبلد ما. كما أن هيكل المعاملات الإقتصادية و حجمها على مستوى البلد في حد ذاته، يعبر عن قوة إقتصاد البلد و مدى قدرته و قابليته على التكيف مع الظروف و المتغيرات الحاصلة دوليا.

ففي حالة "حاصل التعاملات الإقتصادية للبلد مع العالم الخارجي كان فرق سالب، فهو يعني تسجيل عجز لا بد من تمويله بإستخدام إحتياطيات الصرف من النقد الأجنبي الموجودة بحوزة البلد أو التخلي عن ملكيته لكمية من الأصول الإحتياطية اللازمة لتسوية العجز القائم. و يحصل العكس تماما في حالة فرق المعاملات الإقتصادية مع العالم الخارجي موجب أي تسجيل فائض في الميزان التجاري، مما يجعل هنالك تزايد في حيازة البلد للأصول المقومة بالعملة الأجنبية أو تزايد ممتلكات البلد في الخارج²".

بالإضافة لذلك أنه كلما عظم حجم النشاط الإقتصادي للبلد و توسعت معاملاته الإقتصادية كلما زادت قدرته على تكوين و تركيب إحتياطيات الصرف الأجنبي عند مستويات ملائمة و مرغوب فيها، فالبلدان الغنية بإمكانها حيازة و إمتلاك كميات هامة من العملات الأجنبية القوية و وسائل الدفع ذات القبول الدولي كإحتياطيات صرف.

غير أن الحصانة الإقتصادية تشير أن هنالك منفعة مساوية لكلفة يتحملها إقتصاد البلد من جراء الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية، حيث تتمثل هذه التكلفة في الفرصة الضائعة التي يتم التضحية بها، و المتمثلة في الزيادة ممكن تحقيقها من الواردات الإستهلاكية الوسيطة المستخدمة في الإنتاج مع ما يمثله ذلك من زيادة في مستوى الإستهلاك المحلي و الإنتاج و الإستثمار. كما تتأثر " درجة حساسية البلد للتقلبات الخارجية بحجم الإحتياطيات الدولية لديه و كذلك بحجم الديون الخارجية وخاصة القصيرة الأجل، و ذلك من خلال كونها يشكلان مؤشرا على إمكانية و قدرة البلد للوفاء بالتزاماته الخارجية. و بالتالي تختلف حاجة البلد للأصول النقدية الأجنبية و ذلك حسب وضعيته الإقتصادية على الصعيد الدولي³".

¹ - هنري توفيق عزام : العملات العربية : أسعار صرف ثابتة أم مرنة ، اتحاد المصاريف العربية ، جويلية / أوت 2003 ، ص 61 .
² - Ch.Kindleberge : l'économie internationale , Economica, Paris 1993, p 311-318 .
³ - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية ، مرجع سابق ، ص 03.

و من الواضح أن البلدان الصناعية المتقدمة، و نظرا " لسعة حجم نشاطها الإقتصادي و نسبة مساهمتها المرتفعة في التجارة الدولية و كذا حجم صادراتها الكبيرة و تنوع هيكل الإنتاج و التصدير، كافيها في تعزيز إستقرارها الإقتصادي¹". ففي حالة " تعرض البلدان الصناعية إلى التقلبات في صادراتها نتيجة لتغير في الأذواق و الطلب الخارجي بسبب حدوث فجوة تكنولوجية، أو تزايد شدة قوة المنافسة في الأسواق الدولية، فإن إمكانية و قدرة هذه البلدان على مواجهة الوضع غير الملائم كبيرة. و هذا نظرا لما تمتلكه هذه البلدان من إحتياطيات مقومة بالعملات الأجنبية القوية، و قدرة جهازها الإنتاجي على التحول و التكيف وفق المتغيرات و الظروف الإقتصادية الطارئة²". عكس البلدان المسبوقة إقتصاديا، و بالذات البلدان التي تعرف تركيز في هيكل الإنتاج و التصدير على عدد قليل من السلع، و المتمثلة في المواد الخام الزراعية و الإستخراجية. إذ كثيرا ما تعرف صادرات هذه البلدان تقلبات و إهتزازات في حصيللة إيراداتها بالنقد الأجنبي، و هذا بفعل تقلبات أسعار السلع الأولية مثل المواد الطاقوية. و بالتالي ينعكس آثار ذلك سلبا على حجم الإحتياطيات المناسبة و المطلوبة من النقد الأجنبي، و كذلك التأثير على المتغيرات الإقتصادية الكلية للبلد مثل مستوى الدخل الوطني، الاستهلاك الكلي، حجم الإدخار و الإستثمار ... إلخ.

عموما فإن إنخفاض حصيللة الصادرات بالنسبة لواردات لبلد ما و تدهور في شروط التجارة الخارجية يعني ذلك التأثير سلبا على قدرة البلد على الإستيراد، و من المعلوم أن قدرة بلد ما على الإستيراد يتم تقديرها و تحديدها في المدى الطويل مع الأخذ في الإعتبار إمكانية البلد التصديرية نحو العالم الخارجي، و بالتالي أي تراجع في حصيللة الصادرات نتيجة تعرضها لصدمات غير متوقعة يؤدي ذلك لإضعاف قدرة البلد على تكوين و الإحتفاظ بحجم مناسب و مقبول من إحتياطيات النقد الأجنبي.

المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف و الحاجة لإحتياطيات الصرف الأجنبي

يمكن حصر عوامل حاجة بلد ما لإحتياطيات الصرف الأجنبي في واردات السلع و الخدمات و التحويلات للخارج و صادرات رؤوس الأموال و واردات الذهب. و بالتالي تتكون هنالك إحتياجات للعناصر الإحتياطية بالعملات الأجنبية من أجل تمويل الواردات و تسوية الإلتزامات الخارجية. غير أنه يتوقف تلبية إحتياجات البلد من العناصر الإحتياطية بالعملات الأجنبية، على مستوى المخزون الإحتياطي من النقد الأجنبي بحوزة السلطات النقدية و نظام الصرف المتبع لدى البلد المعني. فقد يكون

¹ - عبد الكريم جابر شنجر: مكونات السيولة الدولية و احتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو، مجلة الوحدة الإقتصادية العربية، العدد 1-2، 2001، ص 20.

² - سلطان عبد الرحيم: مدخل الطاقة الإستيعابية، مجلة النفط و التنمية، العدد 26 مارس 2011.

نظام سعر الصرف المتبع سببا في تراكم و زيادة الموجودات الاحتياطية من الصرف الأجنبي لدى البلد المعني، كما قد يؤدي نظام سعر الصرف المعتمد في كثير من الأحيان إلى حدوث عجز في الميزان التجاري، و بالتالي إلى زيادة الحاجة لإستخدام إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية؛ مما قد يسبب تأكل و إستنزاف الموجودات الاحتياطية من النقد الأجنبي بحوزة البلد المعني.

(1)- أنظمة سعر الصرف و تدخلات السلطات النقدية في سوق الصرف: تنظيم المبادلات التجارية المختلفة في نطاقها الدولي، تركز أساسا على أنظمة أسعار الصرف و التي تهدف جميعها إلى إيجاد أو توفير قاعدة يمكن من خلالها تحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية يمكن إستخدامها في تسويات الدولية. ففي حالة وفرة إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية عند مستويات ملائمة و كافية، يكون أمام السلطات الإقتصادية للبلد المعني كل البدائل و الخيارات الممكنة في إستخدام نظام الصرف الذي يلائمها. أما في حالات عدم وجود مستويات ملائمة و كافية من النقد الأجنبي كإحتياطيات رسمية في حيازة البلد المعني، يتم إختيار نظام سعر الصرف المعموم أو إستهداف منطقة واسعة لسعر الصرف أو الدخول في إتحاد نقدي من أجل تجنب التدخلات المتعلقة بالدفاع عن سعر صرف العملة.

(1-1)- نظام سعر الصرف الثابت و التدخل في سوق الصرف: سعر الصرف الثابت، يعني أن " كل بلد يقوم بتغطية عملته المحلية بقيمة ثابتة من الذهب، أو التثبيت لعملة واحدة تتمتع بمواصفات القوة و الإستقرار مثل عملة الدولار الأمريكي أو الأورو الأوربي، أو التثبيت إلى سلة عملات أجنبية قوية أو وحدات السحب الخاصة"¹. و بشكل أكثر عمومية، يتم ربط العملة المحلية بالنسبة إلى عملة دولية معينة تكون أساسية في تسوية المدفوعات الدولية، خاصة عملة البلد الذي يتم معه تبادل جزء كبير من المبادلات التجارية للبلد المعني(الشركاء التجاريين الأساسيين).

فعند إعتقاد نظام سعر الصرف الثابت أو الشبه المدار، تلجأ السلطات النقدية لإستخدام إحتياطي العملات الأجنبية لتمويل العجز في ميزان المدفوعات، أي مواجهة الطلب على النقد الأجنبي و المحافظة على سعر صرف العملة المحلية. و في حالة ما إذا واجهت عملة البلد إضطرابات تهدد إنهيارها، تتدخل السلطات النقدية ببيع جزء كبير من إحتياطي العملات الأجنبية لديها مقابل العملة المحلية، ففي هذه الحالة قد يفقد البلد جزء كبير من إحتياطياته الرسمية بالعملات الأجنبية؛ و قد لا تتوفر الفرصة للسلطات النقدية عندما تتحسن العملة المحلية بإعادة شراء العملات الأجنبية، و إعادة تكوين إحتياطيات البلد بالنقد الأجنبي من جديد.

¹ - فيليب كرم: تطور نظم الصرف و أداؤها، معهد الصندوق النقدي الدولي، عمان، 2005، ص06.

بينما في حالة عدم كفاية مخزون إحتياطي الصرف لدى السلطات النقدية، يتم اللجوء إلى تخفيض العملة المحلية، و على هذا الأساس فإن إتباع نظام التثبيت يتطلب تكوين و حيازة مستويات كبيرة و ملائمة من إحتياطات الصرف بالعملات الأجنبية.

و عليه، يمكن الإشارة بأن نظام سعر الصرف الثابت، يمنح نوع من الثقة النسبية لدى المستثمرين و هذا نظرا لكون تقلبات أسعار الصرف في هذا النظام تتحرك ضمن مجال محدد. و من حيث العيوب يمكن تلخيصها في:

- ضرورة الإحتفاظ و حيازة جزء من الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية في حالة سائلة أو أقربة للسيولة من أجل مواجهة التقلبات أسعار الصرف بدلا من إستثمارها مقابل عائد مالي.

- إعتدال نظام سعر الصرف الثابت، يتطلب سياسات إنكماشية أو تضخمية لإستعادة التوازن لميزان المدفوعات، و هي سياسات مكلفة لأنها تمثل جوانب من سياسات التعديل الهيكلي.

2-1)- نظام سعر الصرف المرن و التدخل في سوق الصرف: يقوم نظام سعر الصرف المرن، على " ترك قيمة العملة تحدد وفق قوى السوق، أي حسب الغرض و الطلب على العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية في السوق؛ إذ يتميز هذا النظام بالمرونة و القابلية للتعديل إستنادا على بعض المؤشرات الخاصة بوضعية ميزان المدفوعات للبلد المعني و سعر الحقيقي الفعال¹". غير أن التعويم المطلق(الحر)، قد يسبب مخاطر بالنشاط الإقتصادي للبلد المعني نظرا للتدريبات الواسعة في أسعار صرف العملة المحلية، مما يجعل السلطات تتدخل في سوق الصرف للحد من الإضطرابات و التقلبات لتحقيق أهداف إقتصادية معينة. من هنا يختلف تحديد سعر صرف العملات، بإختلاف الطريقة التي يتم من خلالها تثبيت العملة المحلية بأشكال التثبيت المختلفة أو تركها لتحديد قيمتها حسب قوى السوق. إذ يمكن التمييز بين ما يلي:

1-2-1)- التعويم المطلق (الحر): فيما يخص نظام الصرف هذا؛ لا يستلزم " تدخل السلطات النقدية في تحديد سعر صرف العملات بالنسبة للعملة المحلية، حيث يسمح لقيمة العملة المحلية بالإخفاض و الإرتفاع وفق قوى العرض و الطلب في السوق، بدون تدخل السلطات النقدية للبلد²"، أي أسعار الصرف تتحدد تلقائيا بفعل السياسات الإقتصادية المعتمد من السلطات و النمط الإقتصادية المتبع. و بالتالي يتحقق التوازن في ظل هذا النظام بتساوي الكمية المعروضة من العملات الأجنبية بالكمية المطلوبة منها في سوق الصرف، أي تغيير التوازن بتغيير مستويات العرض و الطلب أو إحداهما.

¹ -BUBULA A. AND OTKER- ROBE I.:” The Evolution of Exchange Rate Regimes Since1990:Evidence from De Facta Policies”, IMF Working Paper, N° 02/155, Washington, International Monetary Fund,2002.http// www.imf.org/external/pubs/cost/longres.chm?=&=16014.o.

² - محمود حميدات: مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2005، ص110.

1-2-1)- التعويم المدار (الموجه): يقصد به تقييد التعويم من خلال " تدخل البنك المركزي في سوق بائعا و مشتريا للعملات الأجنبية مقابل العملة المحلية من أجل الحفاظ على أسلوب الصرف المتبع¹. أي إرتفاع و إنخفاض العملة يكون حسب العرض و الطلب على العملات الأجنبية في السوق، و هذا ضمن مجال محدد لتقلب العملة المحلية، حيث تلجأ السلطات النقدية لإجراء التعديل لأسعار الصرف على أساس وضعية ميزان المدفوعات.

ففي نظام سعر الصرف المرن، تدخلات السلطات النقدية من أجل تعديل الإنحرافات الكبيرة في سعر صرف عملتها المحلية، يكون بإستخدام موجوداتها الإحتياطيات بالعملات الأجنبية. غير أنه في حالة عدم حيازة محزون إحتياطي من النقد الأجنبي عند مستويات كافية، من شأنه يضع البلد الذي يريد إتباع نظام سعر الصرف المرن أن يراعي أصوله و خصومه بالعملات الأجنبية، و خاصة أن نظام الصرف المرن الأكثر عرضة للكثير من الخاطر؛ مما يستوجب فرض رقابة و تسيير دائم لهذه الموارد.

فيما يتعلق بتكوين احتياطيات الصرف الأجنبي و التدخل في سوق الصرف، يتبين أن نظام سعر الصرف الذي يستند على التدخل في سوق الصرف و حيازة مستويات ملائمة من الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية هو نظام الصرف الثابت، و أن التدخل في أسواق الصرف هو أكثر في نظام سعر الصرف المرن منه في حالة نظام أسعار الصرف الثابتة. كما أن التدخل في إتباع سعر الصرف المرن يكون " لأربعة أسباب هي:

- تصحيح سواء تعادل سعر الصرف أو تثبيته، فالإفراط في تقدير قيمة سعر الصرف قد يضر بالقيمة التنافسية للصادرات، كما قد يؤدي الإنخفاض الشديد و المفرط لقيمة سعر الصرف إلى ضغوطات تضخمية؛ حيث يعتبر سعر الصرف للكثير من البلدان النامية مقياسا لنجاح السلطات الحكومية في إدارة الإقتصاد الكلي، و بالتالي التدخل يكون من أجل مواجهة الإنحراف الحادة لسعر الصرف.

- في أغلب الأحيان، تعطى الأولوية القصوى لتكوين و تركيب إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي، خاصة في أعقاب أزمة العملة، حيث توثيق الثقة لدى المستثمرين، و تقوية القدرة على سداد الدين مع إمكانية الوصول إلى الأسواق تعتبر ذات أهمية بالغة.

- العمل على تهدئة الأسواق المضطربة، إذ إنهيار مستوى السيولة حين يواجه الوسطاء في السوق صعوبات في التوفيق بين موردي الصرف بالعملات الأجنبية و المستخدمين النهائيين، و بالتالي يمكن حدوث آثار معاكسة خطيرة.

¹-Hanan GHARBI(2005) : « la gestion des taux de change dans les payes émergents : la leçon des expériences récents », document de travail, OFCE, N°2005-06,P.03. site Internet :www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/wp.2005-06.pdf.

- تزويد السوق بالنقد الأجنبي، و هذا في حالة كون القطاع العام هو المصدر الأول للحصول على النقد الأجنبي، كما أن البنوك المركزية تكون تدخلاتها أساسيا من أجل تزويد سوق الصرف بالكميات اللازمة من النقد الأجنبي و الإقتصاد عامة¹.

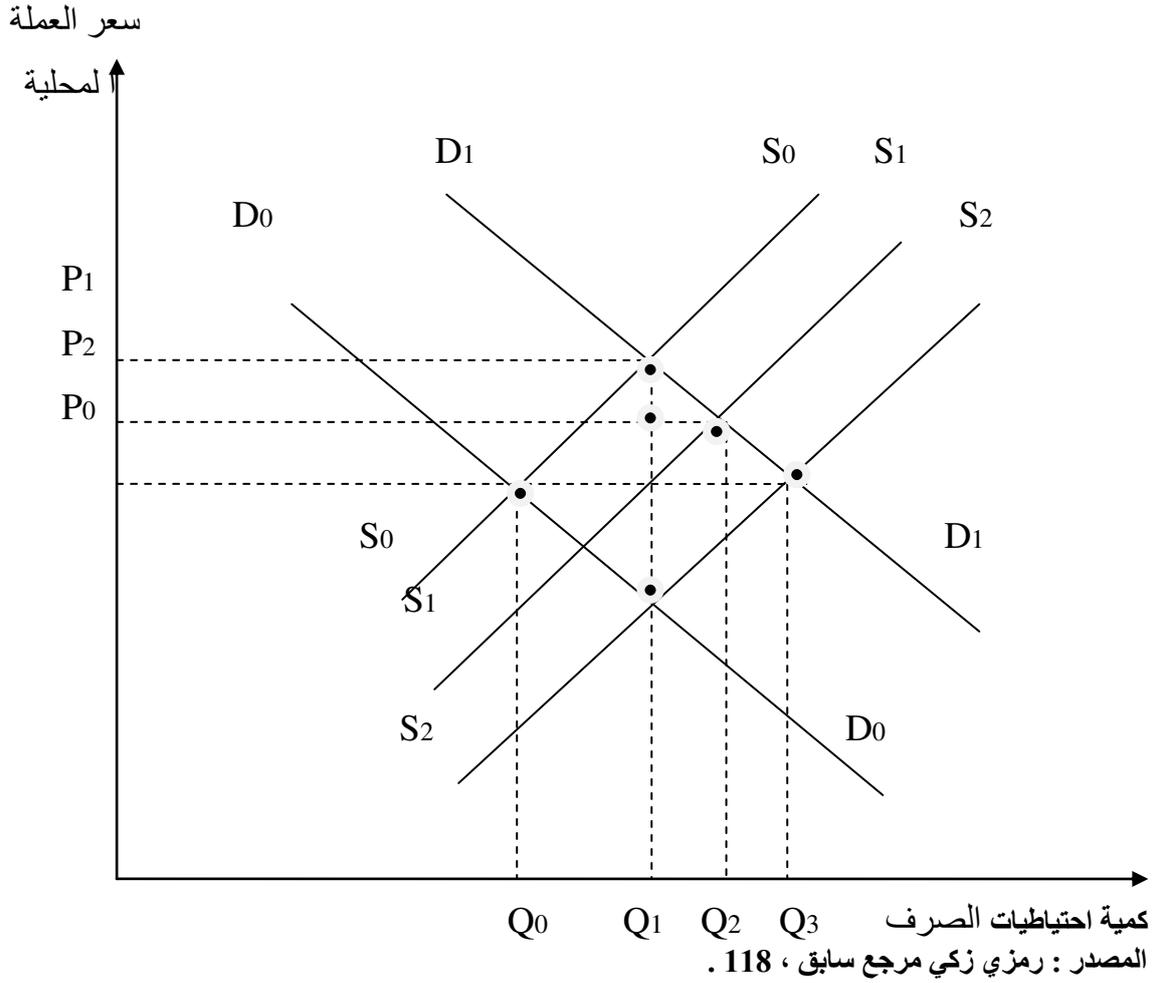
(2)- العلاقة بين مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي المتاحة و سعر الصرف: الوصول إلى إستقرار سعر صرف العملة المحلية مقابل غيرها من العملات الأجنبية القوية في الكثير من الأحيان يكون صعب التحقيق، خاصة في حالة عدم كفاية إحتياطيات الصرف الموجودة لدى السلطات النقدية. لذلك تحرص الكثير من البلدان على تكوين قدرا كافيا من الأصول الإحتياطية ذات القبول الدولي كإحتياطيات صرف يمكن إستخدامها عند اللزوم للدفاع عن سعر صرف العملة، و ذلك بالتدخل في سوق الصرف من خلال عمليات البيع و الشراء للعملة المحلية لمقاومة الضغوطات على سعر الصرف، و بالتالي المحافظة على سعر الصرف عند المستوى المرغوب. غير أنه يترتب عن ذلك تأثير مباشر على حجم الإحتياطيات من النقد الأجنبي المتاحة في حالة التثبيت لسعر الصرف (إستنزاف إحتياطيات الصرف).

(1-2)- أثر سعر الصرف على العرض و الطلب على إحتياطيات الصرف: قبل الخوض في توضيح العلاقة بين المستوى المناسب الواجب حيازته من النقد الأجنبي و إمكانية المحافظة على سعر صرف العملة، لا بد من الإشارة بأن أغلب البلدان في العالم، تكون شديدة الإهتمام بتكوين و تركيب مستويات ملائمة و مقبولة بالعملات الأجنبية من أجل الدفاع عن سعر صرف عملتها الوطنية و المحافظة على إستقرارها. فكلما زادت " كمية إحتياطيات الصرف بحوزة البلد فوق المتوسط العادي لها، يجعل إحتتمالات المحافظة على ثبات سعر صرف العملة المحلية كبير، خاصة في حالة تعرض العملة المحلية في سوق الصرف إلى ضغوطات قد تؤثر على التوازن المطلوب"². و حتى نستطيع من إظهار و توضيح العلاقة القائمة ما بين مستوى حيازة الموجودات الإحتياطية من الصرف و القدرة على المحافظة على سعر الصرف العملة، نستعين بالرسم البياني التالي:

¹ - جورج إيفان كاناليس و آرون: ركوب النمر، كيف تستطيع البنوك المركزية في البلدان النامية أن تتدخل على أفضل وجه في أسواق الصرف الأجنبي المتقلبة، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 40، سبتمبر 2003، ص28.

² - Jean-Pierre ALLEGET, Bernard Courbais : Monnaies, Finance et mondialisation ,Op-cit, P 30-31.

الشكل رقم (II-3) العلاقة بين سعر الصرف و إحتياطيات الصرف الأجنبي



و لتبسيط التعامل بين البلد (x) و العالم الخارجي بإعتباره بلد واحد (y)، و بإفتراض الشكل البياني رقم (9) بمثابة سوق للصرف الأجنبي بالنسبة للبلد (x). كما يتم إهمال حركة تدفقات رؤوس الأموال للمدى القصير و الطويل من سوق الصرف، و عن أعمال المضاربة عن الصرف؛ بالإضافة لذلك لا بد من ذكر أساسيات في الشكل السابق تتمثل في:

- المحور الأفقي: يمثل حجم الموجودات الاحتياطية بالعملة الأجنبية التي يعود حيازته للبلد (x).
- المحور العمودي: يمثل سعر الصرف الأجنبي، و يعرف بأنه سعر الوحدة من النقد الأجنبي معبر عنه بوحدات من العملة المحلية، فمثلا 1 أورو يساوي 110 دينار جزائري.
- المنحنى D_0D_0 : يمثل منحنى طلب على النقد الأجنبي و هو طلب المقيمين في البلد (x) على السلع و الخدمات التي يتم إنتاجها من طرف العالم الخارجي، أي البلد (y).

إذ أنه كلما كان سعر عملة البلد (y) مرتفعا بالنسبة للمقيمين في البلد (x)، جعل ذلك أسعار السلع و الخدمات المنتجة في البلد (y) مرتفعا بالنسبة للمقيمين في البلد (x) و بالتالي يؤدي ذلك إلى تقلص طلبهم

على عملة (y). و على ضوء هذه المفاهيم يأخذ منحني الطلب على العملة الأجنبية (D0D0)، الشكل الإنحدار السالب من الأعلى نحو الأسفل.

فيما يخص معروض الصرف بالعملات الأجنبية في البلد (x)، يعبر عنه بالمنحنى (S0S0)، و هو مشتق من طلب البلد (y) على السلع و الخدمات التي يتم إنتاجها في البلد (x). حيث أنه كلما كان سعر العملة الأجنبية بالنسبة للبلد (x) مرتفعا، يعني ذلك أن العملة المحلية للبلد (x) منخفضة و بالتالي أسعار السلع المنتجة و الخدمات المقدمة في البلد (x) منخفضة الثمن بالنسبة للمقيمين في البلد (y).

و بالتالي فإن طلب المقيمين في البلد (y) على السلع و الخدمات المنتجة في البلد (x) سيتجه نحو الارتفاع، أي زيادة عرض العملة الأجنبية من أجل الحصول على العملة المحلية، و لهذا منحني العرض (S0S0) يكون ذو ميل موجب من الأسفل إلى الأعلى. و عليه إن الطلب على المنتوجات و السلع الخارجية يزيد من الطلب على العملات الأجنبية و زيادة في عرض العملة المحلية، في حين الطلب على المنتوجات و السلع المحلية من قبل العالم الخارجي، يزيد من الطلب الأجنبي على العملة المحلية و يزيد من العرض العملات الأجنبية في السوق المحلي.

حيث يكون سوق الصرف الأجنبي في حالة توازن، عندما تتطابق الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة من العملات الأجنبية عند سعر صرف معين، و هذا ما تم التعبير عنه بيانيا من خلال الشكل رقم (9)؛ بنقطة تقاطع منحني العرض (S0S0) مع منحني الطلب (D0D0)، عند مستوى سعر الصرف توازني (OP0) و الذي يمثل سعر الصرف المستهدف من قبل السلطات النقدية و ترغب في المحافظة عليه. كما أن كمية التوازن عند هذا السعر هي (OQ0).

غير أنه في حالة تعرض سعر الصرف التوازني لإضطرابات بفعل الزيادة المفاجئة، و غير المتوقعة في الطلب على العملات الأجنبية بسبب تغير في أذواق المستهلكين المحليين نحو المنتجات و السلع المستوردة أو ظهور سلع جديدة، أو زيادة دخل المستهلكين في البلد (x)؛ أو ظهور آثار تضخمية. و عليه ينتقل منحني الطلب على الصرف بالعملات الأجنبية من الوضع (D0D0) نحو الوضع (D1D1)، في حين يستقر منحني عرض العملات الأجنبية في الوضع (S0S0) لفترة زمنية. و بالتالي حدوث التوازن في سوق الصرف يتشكل بإرتفاع سعر الصرف إلى المستوى (OP1) و تصبح كمية التوازن الجديدة (OQ1). و نظرا لكون البلد يرغب في المحافظة على سعر الصرف عند المستوى الأول (OP0)، ما يجعل ذلك السلطات النقدية للبلد المعني، تتدخل في سوق الصرف بعرض المزيد من العملات الأجنبية من أجل مواجهة الزيادة الناشئة في الطلب على العملات الأجنبية.

و من الشكل السابق، يتبين أنه على البلد "عرض جزء من موجوداته من العملات الأجنبية بكمية تساوي (OQ3)، حتى يستطيع الوصول إلى هدف المحافظة على سعر الصرف عند المستوى (OP0).

إذ أن تحرك منحنى الطلب على الصرف بالعملات الأجنبية إلى الوضع (D_1D_1) مع ثبات منحنى العرض، يترتب عنه حدوث تغيرات داخلية في الأسعار النسبية للسلع و الخدمات و عوائد الإنتاج في البلد (x) ، و بالتالي حدوث تصحيح تلقائي للإختلال الناشئ في سوق الصرف الأجنبي. حيث يمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي:

ففي حالة أن الزيادة الفجائية في الطلب على الصرف بالعملات الأجنبية في البلد (x) ، ناتج عن تفضيل المستهلكين المقيمين في البلد (x) على طلب السلع المستوردة، و نظرا للإرتفاع في سعر الصرف الأجنبي؛ فإن أسعار السلع المستوردة سوف تعرف إرتفاع في أثمانها (أسعارها) مقارنة بأسعار السلع المنتجة محليا. و بالتالي ينتج عن ذلك، تراجع في طلب المقيمين في البلد (x) على السلع المستوردة من العالم الخارجي، و تحول طلبهم نحو السلع و المنتجات المحلية؛ مسببا إنكماش و تراجع في الطلب على الصرف بالعملات الأجنبية و يعرف سوق الصرف التوازن من جديد¹.

غير أن الوصول بسعر الصرف إلى وضعه التوازني بفعل التغيرات السعرية، يتوقف على مرونة الطلب المحلي على السلع و المنتجات المستوردة، بالإضافة إلى مرونة عرض الإنتاج المحلي البديل لتلبية الزيادة في الطلب المحلي.

و في حالة بقاء سعر الصرف عند مستواه الجديد (OP_1) ، قد يجعل السلع المنتجة محليا قابلة للتصدير، حيث ثبات سعر الصرف عند المستوى (OP_1) ، يفسر ذلك بأن القيمة العملة المحلية في البلد (x) أرخص مقارنة بالعملة الأجنبية. كما أن أسعار السلع المنتجة محليا في البلد (x) منخفضة الثمن مقارنة بالأثمان السائدة في البلد (y) .

مع إفتراض أن طلب العالم الخارجي على السلع المحلية للبلد يتمتع بالمرونة، فإن منحنى عرض الصرف بالعملات الأجنبية ينزاح إلى الأسفل نحو اليمين و يأخذ الوضع (S_1S_1) ، و بالتالي يلاحظ أن سوق الصرف يتجه نحو تحقيق التوازن بإنخفاض سعر الصرف التوازن إلى (OP_2) ؛ و الكمية التوازنية تصبح (OQ_2) مع بقاء منحنى الطلب على الصرف بالعملات الأجنبية في الوضع (D_1D_1) .

إذ أن سعر الصرف التوازني الجديد، ليس هو سعر الصرف الذي يرغب البلد تحقيقه، و بالتالي الوصول إلى سعر الصرف التوازني عند (OP_0) ، يجعل البلد مضطرا للتدخل في سوق الصرف الأجنبي عارضا للبيع كميات من العملات الأجنبية على نحو يجعل سعر الصرف السائد عند المستوى (OP_0) . حيث أن كميات العملات الأجنبية المعروضة للبيع في السوق الصرف، يجب أن لا تقل حسب الشكل البياني رقم () عن (Q_2Q_3) ، ما يستلزم توفر هذه الكميات من العملات لدى السلطات النقدية للبلد لتتمكن من بيعها من أجل المحافظة على سعر الصرف التوازني المستهدف.

¹ - رمزي زكي : الإحتياطات الدولية ، مرجع سابق، ص 117-118 .

بينما في حالة " إنتقال منحني عرض الصرف بالعملات الأجنبية إلى الوضع (S2S2) مع عدم تغير في وضع منحني الطلب (D2D2)، فإن سوق الصرف الأجنبي يستعيد توازنه السابق دون تدخل السلطات النقدية لبيع كميات من العملات الأجنبية في السوق، و ذلك الهدف قابل للتحقيق إذ توفرت فرضيتين هما:

- 1 - تميز الطلب الخارجي على السلع و المنتجات المحلية بدرجة كافية من المرونة.
- 2 - مدى سرعة الجهاز الإنتاج المحلي لقطاع الصناعات التصديرية الزيادة في الإنتاج إستجابة للزيادة الناشئة في الطلب الخارجي، و ذلك باستغلال الطاقات العاطلة أو تحول السريع لعوامل الإنتاج باتجاه النشاطات الإنتاجية التصديرية¹.

في الخلاصة يمكن الإشارة، بأنه إذا كانت رغبت بلد ما المحافظة على وضعية سعر الصرف الأجنبي و سوق الصرف دون إخضاعه للسيطرة المباشرة، يستلزم ذلك من البلد حيازة و الإحتفاظ بكميات كافية من العملات الأجنبية كإحتياطيات رسمية من أجل التدخل في سوق الصرف بائعا لتلك الإحتياطيات؛ و هذا في الفترات التي يحدث فيها زيادة الطلب على النقد الأجنبي، أو مشتريا عند حدوث تراجع أو إنخفاض في الطلب على النقد الأجنبي.

المطلب الثالث: تعقيم إحتياطيات الصرف كإجراء للحد من آثارها الإقتصادية الكلية

عندما يستطيع اقتصاد بلد تحقيق أرصدة خارجية مقومة بالعملات الأجنبية في تعاملاته مع العالم الخارجي، فإن ذلك يترتب عنه تدفق أصول نقدية أجنبية إلى داخل ذلك الإقتصاد، و بالتالي يقوم البنك المركزي على مستوى البلد تلقائيا بتنفيذ إصدار نقدي بالعملة المحلية مقابل تلك الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي المتدفق، أي تحويل المبالغ المتدفقة بالعملات الأجنبية إلى مبالغ بالعملة المحلية، غير أن الزيادة في تدفقات الأصول الإحتياطية الداخلة يمكن أن تؤدي إلى أثر مزدوج يؤثر بشكل سلبي على الإقتصاد المحلي، حيث يتمثل التأثير الأول في الضغوطات على أسعار صرف العملة نحو الإرتفاع، و بالتالي التأثير على تنافسية صادرات البلد، بينما التأثير الثاني هو الضغوطات التضخمية التي تمس العرض الوطني للنقود (نمو القاعدة النقدية بدون زيادة مماثلة في الإنتاج الحقيقي)، و هذا بحكم إستخدام الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي كمقابل للإصدار النقدي.

عندئذ يترتب عن ذلك ضغطا تضطر معه السلطات النقدية (البنك المركزي) فعلا إلى تحييد أثر تلك الموجودات لديه من العملات و الأصول الأجنبية، أي عدم السماح لأثر التغيرات في حيازة

¹ - رمزي زكي : الإحتياطيات الدولية ، مرجع سابق، ص120 .

الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي بالانتقال إلى المخزون النقدي المحلي، و ذلك من خلال القيام بعملية تعقيم للزيادة الحاصلة في الأصول الإحتياطية.

(1)- مفهوم عملية التعقيم: بالرغم من تعدد المفاهيم و التعاريف التي تناولت عملية التعقيم، إلا أنها جميعها تكاد تعطي نفس المعنى مع وجود بعض الإختلافات الجانبية الناجمة عن إختلاف في وجهات النظر، حيث يعبر عن سياسة التعقيم بأنها: " إستحدثت البنوك المركزية لأسلوب يسمى التعقيم لفصل أثار السياسة النقدية على سعر الصرف عن أثارها الأهداف المحلية. و تتمثل الفكرة في تعويض مشتريات أو مبيعات البنوك المركزية من النقد الأجنبي بعمليات السوق المفتوح (مبيعات أو مشتريات السندات الحكومية) التي تدع المعروض النقدي أو سعر الفائدة المحدد كسياسات عامة دونما تغيير¹ ". كما يعرف Cardarelli Roberto عملية التعقيم بأنها : " العملية النقدية التي من خلالها يكون الإرتفاع في صافي الأصول الأجنبية يقابله الإنخفاض في صافي الأصول المحلية و بالتالي الحفاظ على القاعدة النقدية ثابتة² ". و حسب محمود حميدات : " عملية التعقيم يقصد بها عدم السماح للتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأصول الخارجية بأن تنتقل إلى القاعدة النقدية، فإذا لم يسمح للتغيرات في القاعدة النقدية بأن تؤثر في المخزون النقدي، نقول عندئذ أن التغيرات في الإحتياطات الدولية قد تم تعقيمها³ ".

من خلال التعاريف المقدمة يمكن القول بأن عملية التعقيم هي خط الدفاع الأول تلجأ إليها السلطات النقدية للبلد، من أجل عدم السماح لآثار غير المرغوبة للزيادة في تدفقات الأصول النقدية الأجنبية على زيادة الإئتمان المحلي، حيث يقوم البنك المركزي باحتجاز مبالغ كبيرة في شكل إحتياطات رسمية بالعملات الأجنبية؛ و بالتالي التقليل من تأثير إقتصاد البلد عند مواجهة انعكاس التدفقات، أي تخفيف من آثار تراكم إحتياطات الصرف على القاعدة النقدية.

كما أنه عند تسجيل عجز في إجمالي ميزان المدفوعات لبلد ما، يكون البنك المركزي في وضعية مجبر على التدخل من خلال شراء العملة المحلية، و بيع ما يلزم من عملات أجنبية لديه كإحتياطات صرف، غير أن ذلك يتم مع عدم قيام البنك المركزي بأي عملية أخرى موازية، هذا ما يجعل القاعدة النقدية تنقلص.

حيث تمثل هذا الأخيرة حقوق على العالم الخارجي بالإضافة لكونها حقوق على الإقتصاد

$$\text{المحلي، و بالتالي : (1) } H = FR + DC \dots\dots\dots$$

¹ - أنتيش غوش : إعادة العملات لوضعها الطبيعي ، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية، واشنطن ، 2008 ، ص 41.

²-Roberto Cardarelli :Capital inflows, Implication and policy responses, imf working paper, 2009,P.17.

³ - محمود حميدات : مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، مرجع سابق ، ص20 .

حيث:

$$(H) = \text{القاعدة النقدية؛}$$

$$(FR) = \text{إحتياطيات الصرف الأجنبي؛}$$

$$(DC) = \text{الإئتمان المحلي؛}$$

و يمكن القول بأن الميزان الإجمالي للمدفوعات، بأنه في أي فترة يجب أن يساوي التغير الحاصل في الرصيد المالي الرسمي (BP) الاحتياطيات الأجنبية.

$$\Delta (FR) = BP \dots\dots\dots (2) \quad \text{أي :}$$

فعلى مستوى اقتصاد مفتوح يجب أن يدعم أثر النقد القوي (H) و الذي تم إصداره من البنك المركزي ، إما بواسطة الأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي (FR) ، أو من خلال الائتمان الحكومي (DC) .

كما أن الزيادة الحاصلة في أثر النقد القوي (ΔH)، يجب أن تتوافق مع الزيادة في الاحتياطيات الأجنبية أو زيادة الإئتمان المحلي من طرف السلطات النقدية أو كلاهما.

$$\Delta H = \Delta(FR) + \Delta(DC) \dots\dots\dots (3) \quad \text{أي :}$$

حيث تتأثر القاعدة النقدية من خلال عمليات البنك المركزي عندما يقوم بالتدخل في سوق الصرف، سواء بائعا أو مشتريا للعملة المحلية، محدثا تقلص في مستوى الاحتياطيات الأجنبية من النقد الأجنبي أو زيادة فيها بمقدار مكافئ لذلك، و من خلال العلاقة رقم (2) و (3) يمكن الوصول إلى ما يلي :

$$\Delta H = BP + \Delta(DC) \dots\dots\dots (4)$$

و بالتالي يمكن صياغة دالة عرض النقود (Ms) على أنها تعتمد على (H) و مضاعف النقود .m

$$Ms = mH = m(FR+DC) \dots\dots\dots (5) \quad \text{أي :}$$

$$\Delta Ms = m \Delta H = m[\Delta(FR) + \Delta(DC)] \dots\dots\dots (6) \quad \text{و بالتالي :}$$

و من خلال العلاقة (4) و (6) أنه لكي يتم المحافظة على ثبات عرض النقود يجب تحقيق ما يلي :

$$\Delta (DC) = - \Delta(FR) = - \Delta(BP)$$

حيث " يمثل $\Delta(DC)$ في المعادلة الأخيرة ، عمليات السوق المفتوحة في مديونية الحكومة التي تكون ضرورية لتعقيم (BP) ¹."

¹ - صالح تومي : مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي ، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع 2004، ص301-304.

1-1)- خصائص عملية التعقيم: هنالك مجموعة من الخصائص المرتبطة بعملية تعقيم الأصول الأجنبية لابد من الإشارة إليها و هي:

- فرضية " وجود إحلال غير تام بين الأصول الأجنبية و الأصول المحلية من جهة، و بين الأصول المحلية فيما بينها من جهة أخرى، غير أنه في حالة وجود إحلال تام تكون سياسة التعقيم عديمة الفاعلية ، بينما على مستوى البلدان الأكثر تطورا يوجد هنالك إحلال شبه تام يتم بين الأصول المحلية و الأصول الأجنبية¹ ".

- قد تسبب عملية تعقيم الأصول الأجنبية " في إرتفاع دين السلطات الحكومية، خاصة في حالة الفائدة المدفوعة من جراء بيع الأصول تكون أكبر من تلك المتحصل عليها من الأصول الأجنبية الموجودة بحوزة السلطات النقدية.

- سياسة التعقيم يمكن أن تتسبب في إرتفاع أسعار الفائدة المطبقة محليا، و بالتالي دخول المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

- آجال إستحقاق الأصول المحلية المبيعة يجب أن تكون في المدى الطويل من أجل تجنب أزمة في السيولة البنكية² ".

- الهدف من عملية تعقيم الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي هو الحد من الأثر التضخمي لتلك التدفقات الداخلة و تأثيراتها على الأساس النقدي.

- هنالك تكاليف تترتب من جراء القيام بعملية تعقيم الأصول الإحتياطية الأجنبية.

- ضرورة وجود سوق مالي ذات سعة كبيرة و بمواصفات متطورة.

2)- الأدوات المستخدمة لإجراء عملية التعقيم: تحتل مسألة تعقيم الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي مكانة هامة لدى السلطات النقدية لبلد ما، و تأتي هذه الأهمية من طبيعة الدور الذي تؤديه حيازة تلك الأصول الإحتياطية في المعاملات الإقتصادية على المستويين الدولي و المحلي، و إرتباطها بشكل وثيق بالنقد المحلي.

فمن منظور تحقيق الإستقرار الكلي، قد تؤدي " حيازة الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي عند المستوى المناسب إلى حماية سعر الصرف من الإرتفاع إلى وضع غير مرغوب فيه، أي حدوث إرتفاع في قيمة العملة بسبب إرتفاع معدلات التضخم، و ليس من خلال الزيادة في سعر الصرف

¹ - Maurice Obstfeld and Alan M.Taylor: globalisation and capital markets, NBER working paper servies 3 NBER, March2002, P04.

² - أحمد طلفاح : التدفقات المالية الدولية ، سلسلة البرامج التدريبية ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص57.

الإسمي، الشيء الذي يفرض على السلطات النقدية تعقيم التدفقات الداخلة لرؤوس الأموال الدولية الصافية للحد من آثارها التضخمية¹.

أي عدم المساس بالأساس النقدي، و بالتالي جعل العرض النقدي الوطني في منأى عن تأثيرات الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية المتراكمة، و ذلك بإستخدام نوعين من الأدوات هما:

1-2)- الأدوات السوقية Market Instrument: تتم عمليات التعقيم التقليدية من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث " يقوم البنك المركزي بتزويد أو إسترجاع النقود من الجهاز المصرفي، و ذلك عن طريق القيام بشراء أو بيع أوراق مالية في السوق بأسعار مغرية لتحفيز شرائها². " و بالتالي التأثير على حجم الإئتمان و عرض النقود وفق الظروف الإقتصادية السائدة في البلد، فهي أداة الأكثر إستخداما في البلدان التي تتوفر على سوق مالي و نظام مصرفي متطورين.

و أول من إستخدم هذه الأداة، بنك انجلترا كوسيلة إضافية بهدف " تفعيل معدل إعادة خصم و ذلك سنة 1931³. " حيث أصبحت هذه الوسيلة الأداة المفضلة الرئيسية المستخدمة في السيطرة على الإئتمان.

كما يتم اللجوء لهذه العملية التقليدية في حالة تعقيم الأصول الإحتياطية، و ذلك من خلال " إصدار سندات و أوراق حكومية أو سندات البنك المركزي مقابل شراء أصول مقومة بالعملات الأجنبية⁴ . "

و بالتالي التأثير في " السيولة وفق الإتجاه الذي تريده السلطات النقدية⁵ ". غير أنه لا بد من توفر ثلاثة شروط لضمان فاعلية عمليات السوق المفتوحة و هي:

- وجود السندات الحكومية و توفرها (كما و نوعا)؛

- وجود سوق نقدي نشط لتداول الأوراق المالية؛

- مدى إستجابة و تفاعل البنوك التجارية لرغبات السلطات النقدية⁶ . "

و من عيوب هذه الأداة أنها لا يمكن إستخدامها في البلدان النامية، و هذا نظرا لعدم إمتلاك تلك البلدان لأسواق مالية متطورة، كما أنها لا تكون ذات فاعلية في حالة توفر سيولة فائضة لدى البنوك

¹ - رمزي زكي : الإقتصاد العربي تحت الحصار ، مركز دراسات الوحدة العربية ، لبنان ، 1989 ، ص102 .

² - Jacques -Henri David, Philippe Jaffré : la Monnaie et la politique monétaire, 3eme édition, economica, France1990, P109.

³ - صالح مفتاح: النقود و السياسة النقدية، دار الفجر للنشر و التوزيع، مصر، 2005، 150.

⁴ - Enrique Aliberola: monetary policy and reserve accumulation, work paper, n°0706,2007, bank of espana, P.32.

⁵ - أتيتش غوش : إعادة العملات لوضعها الطبيعي ، مجلة التمويل و التنمية ، واشنطن، جوان 2007، ص42.

⁶ - أحمد أبو الفتوح على الناقاة : نظرية النقود و الأسواق المالية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، 2001 ، ص236.

التجارية، ما قد يؤدي إلى تقلبات شديدة في أسعار السندات الحكومية و في أسعار الفائدة، و بالتالي حدوث آثار عكسية للأثر المرغوب الوصول إليه.

2-2)- الأدوات الأخرى أو غير السوقية Non-instrument Market : يتم اللجوء لهذا الصنف من الأدوات التعقيمية، و ذلك في حالة انحصار و ضيق فرض إستخدام آلية السوق المفتوحة في تحجيم الكتلة النقدية، حيث يمكن عرضها كما يلي:

أ - **الودائع الحكومية :** تعتبر إحدى " الأدوات التي يتم إستخدامها بهدف التقليل من عرض النقود، أي الحد من قابلية القيام بالتوسع الائتماني و زيادة الإقراض"¹. حيث لا يمكن للبنك المركزي أن يقوم بإصدار نقدي، إلا في حدود مقابل قيمة الأصول التي يتحصل عليها من الأعوان الإقتصاديين كمقابل للإصدار، و عليه فإن معظم حصيلة الصادرات بالعملات الأجنبية يتم تحويلها إلى عملة محلية تدفع إلى المصدرين في حساباتهم على مستوى البنوك التجارية، في وقت قد تكون قدرة السلطات النقدية محدودة لموازنة الزيادة الحاصلة في صافي الأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي.

ففي حالة بلد مصدر لسلعة أساسية (بتروول مثلا) يجعل ذلك السلطات الحكومية تحقق عائدات مقومة بالنقد الأجنبي من جراء عمليات التصدير، غير أن الزيادة في الموجودات الصافية للأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية لا تنعكس في شكل زيادة للأساس النقدي، إلا عند " قيام السلطات الحكومية بحق السيولة المترتبة عن الزيادة الخاصة في الموجودات الاحتياطية بالعملات الأجنبية في النشاط الإقتصادي. و إذا رغبت السلطات الحكومية الاحتفاظ بفائض السيولة الدولية الناجمة عن عمليات التصدي لدى البنك المركزي و عدم إنفاقها، و بالتالي ينعكس ذلك بزيادة أرصدها من الأصول الأجنبية كودائع حكومية في حسابات البنك المركزي"².

كما تشكل الودائع الحكومية في بعض البلدان نسبة كبيرة " من إجمالي الودائع لدى القطاع المصرفي، غير أن اللجوء إلى هذه الأداة في عمليات التعقيم يجعل البنك المركزي يتحمل تكاليف مالية معتبرة (سعر الفائدة أعلى من تلك المطبقة في البنوك التجارية)"³.

ب - الإحتياطي القانوني (الإجباري): هو أداة من بين الأدوات التعقيمية غير السوقية " يتم اللجوء إليها و ذلك من خلال رفع الإحتياطي الإجباري (القانوني) الواجب التقيد به من طرف البنوك التجارية على شكل ودائع يحتفظ بها على البنك المركزي"⁴.

¹ - Jong Yung Lee: sterilizing capital inflon, economic issues, international monetary fund,1997, P05.

² - محمود حميدات : مدخل للتحليل النقدي ، مرجع سابع ، ص21.

³ - Jong Yung Lee: sterilizing capital inflon, Ibid P05.

⁴ - محمد راتول و صلاح الدين كروش: تقييم فعالية السياسية النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة (2000-2010)،مجلة بحوث إقتصادية عربية،العدد 66، ربيع 2014،ص91.

حيث أن إستخدام الإحتياطي القانوني يشبه آلية السوق المفتوح في التأثير على الإقراض و وضعية السيولة العامة للاقتصاد (تقليص السيولة على البنوك التجارية)، لكن " يبقى هذا الإجراء محدودا نظرا لأن هنالك بعض البنوك التجارية تتوفر لديها أصول نقدية تفوق بكثير حجم الإحتياطي القانوني المفروض من طرف البنك المركزي¹ ."

غير أنه في حالة الركود الإقتصادي يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الإحتياطي القانوني، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حيازة الأصول النقدية (توفر السيولة) لدى البنوك التجارية، أي تزايد قدرة البنوك التجارية على منح الإئتمان. عكس حالة ظهور البوادر التضخمية بسبب الإفراط في الإئتمان، فإن السلطات النقدية تلجأ إلى رفع نسبة الإحتياطي القانوني الإجباري، و هذا من أجل كبح قدرة البنوك التجارية على منح الإئتمان و بالتالي التأثير على الإستثمار و مستويات التوظيف، الشيء الذي يقلل من الطلب الكلي و من ثم انخفاض الأسعار² .

و من مزايا إستخدام الإحتياطي القانوني للتأثير على العرض النقدي هو أن التأثير يكون بالتساوي على جميع البنوك التجارية³ ، و من ثم فإن أثرها تصبح قوية، حيث أن حجم تداول النقود لا ترتبط بما " تأخذ البنوك التجارية من إجراءات و قرارات كما هو الشأن بالنسبة لسعر الخصم، بالإضافة لعدم إرتباط إستخدام الإحتياطي القانوني بوجود أسواق مالية متطورة، و لا بمدى رغبة الجمهور الخاصة ببيع و شراء السندات و الأوراق الأخرى⁴ .

غير أن اللجوء إلى العمليات التعقيمية بإستخدام الإحتياطي القانوني الإجباري، يترتب عنه " تكاليف يتحملها النظام البنكي، فهي بمثابة رسوم ضريبية تثقل كاهل النظام البنكي، مما يترتب عنه توسع فجوة الفرق بين أسعار المطبقة على عمليات الإيداع و أسعار الإقراض⁵ .

ج - صناديق الإستقرار كألية لتعقيم الأصول الإحتياطية: أصبح ما يعرف " بصناديق الإستقرار مرتبط إلى حد ما بموضوع إدارة المالية العامة، خاصة في البلدان التي تتصف حصيلة إراداتها التصديرية بالتذبذبات و عدم الثبات، و بالتالي تأثر مسار الإنفاق العام و كفاءات تحييد التذبذبات و اللايقين للإرادات في المدى القصير و الطويل على النمو و الإستقرار الإقتصادي⁶ ". ولقد إتبع العديد من البلدان و خاصة البترولية وسائل مختلفة لتحديد آثار التذبذبات في حصيلة إراداتها الخارجية من النقد الأجنبي، منها تبنى تقديرات في إعداد إيرادات الموازنة العامة للبلد، أو إنشاء صناديق الإستقرار للعائدات يختلف نطاق عملها حسب الظروف الإقتصادية لكل بلد و مرجعيات إنشائها.

1 - محمد الحسن الشيخ: تحييد تدفق رأس المال الأجنبي، مجلة المصرفي، البنك المركزي السوداني، العدد 32 السودان 2004، ص60.

2 - زكريا النوري، يسرى السامرائي: البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن 2006، ص211.

3 - أحمد أبو الفتوح علي الناقة: نظرية النقود و الأسواق، مرجع سابق، ص242.

4 - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى: النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار حامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2004، ص369.

5 - Enrique Aliberroha: Monetary Policy and reserve accumulation, Work Piper, N°:0706. 2007, P19.

6 - ماجد المنيف: صناديق الثروة السياسية و دورها في إدارة الإيرادات النفطية، مركز دراسات الوحدة العربية، منتدى التنمية، نوفمبر 2009، ص248.

غير أن الهدف من إنشاء هذه الصناديق، هو " حماية الإقتصاد من الصدمات و عدم الإستقرار في العائدات¹ ". بالإضافة لذلك يمكن إستخدام صناديق الإستقرار في البلدان المصدرة للمواد الأولية الأساسية، كآلية لتعقيم أثر تدفقات الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي على الأساس النقدي المحلي في حالة تراكمها لدى البنك المركزي، و بالتالي كبح الضغوط التضخمية و تحقيق إستقرار العملة. فالنظرية الإقتصادية الحديثة تتوقف على مسألة الطاقة الإستيعابية للإقتصاد الوطني لحجم رؤوس الأموال المتدفقة من جهة، و على حجم الإقتصاد المستفيد منها، خاصة على الجزء من رؤوس الأموال الذي سيخصص للإنفاق على السلع المنتجة محليا، فتحويل حصيلة الإيرادات من العملات الأجنبية القوية إلى عملة محلية بغرض إنفاقها في الإقتصاد المحلي نتيجة فائض الميزان التجاري، سيؤدي إلى تضخم إصدار العملة و من ثم زيادة العرض الوطني للنقود، عندئذ و في حالة " عدم توفر لدى البلاد أدوات فعالة و متطورة في تجسيد السياسة النقدية، فإنه بإمكان صناديق الإستقرار أن تلعب دورا نقديا يفيد في ضبط الوضع النقدي للبلد² ".

بالنسبة للبلدان التي تجد صعوبة في تعقيم الأصول النقدية الأجنبية المتدفقة، و هذا نظرا لعدم توفرها على سوق للسندات الحكومية و الأوراق المالية للبنك المركزي على درجة عالية من التطور و النشاط، فإن اللجوء لإستخدام آلية صناديق الإستقرار في التعقيم تكون أكثر فعالية و ذات أهمية بمكان. فصناديق الإستقرار هي " أدوات تعقيم غير سوقية، و تأخذ شكل حسابات بالعملة المحلية مقيدة في خصوم البنك المركزي، أي تعتبر ودائع حكومية متواجدة لدى البنك المركزي³ ".

إن المكاسب التي حققتها البلدان النامية و خاصة البترولية من جراء الإرتفاع الكبير في أسعار البترول مع أواخر القرن الماضي و بداية القرن الحالي، و تحقيق إيرادات غير متوقعة، جعل العديد من تلك البلدان " تنتشج لإنشاء صناديق من أجل إمتصاص السيولة الدولية الفائضة التي قد تنتسب في إرتفاع مستويات التضخم⁴ ". و في هذا المجال أصبحت تثار تساؤلات عديدة حول الجدوى و الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الصناديق و خاصة فيما يتعلق بتحقيق الإستقرار الإقتصادي لتلك البلدان، و هذا بسبب التقلبات في أسعار البترول⁵ *.

حيث خلصت تلك الدراسة إلى محدودية الآثار المالية لصناديق الإستقرار، أي ذات جدوى محدودة، يعني ذلك أن إمكانية تحقيق الغايات التي وجدت من أجلها تلك الصناديق لم تتحقق إلى حد

¹ - Ronald Ossowski,(et al), Managing the revenue Boom : The role fiscal institutions, Occasional paper, 260 (Washington, DC: International monetary fund, 2008) .

² - خاتم مهران : التضخم في مجلس التعاون الخليجي و دور صناديق النفط في الاستقرار ، ورقة عمل ، API/WPO702 ، المعهد العربي للتخطيط ، ص 260 .

³ - Enrique Aliberolo: Monetary Policy and reserve accumulation , Op-cit P32.

⁴ - عبد الكريم شنجار العيساوي و عبد المهدي رحيم : السيولة الدولية في ظل الأزمات الإقتصادية و المالية ، مرجع سابق ص330 .
* أنظر دراسة 2003 DAVIS and others .

كبير، أي إمكانية الوصول الغايات المستهدفة و ذلك من خلال تحسين أداء السياسة المالية و إجراءات تنفيذها.

فصناديق الإستقرار يتمثل دورها في تحقيق الإستقرار المالي، بينما الإستقرار الإقتصادي يتمثل من حيث إستقرار المتغيرات الإقتصادية الكلية (النمو، العمالة،... إلخ). و عليه أصبحت صناديق الإستقرار المالي أداة للسياسة المالية يعتمد عليها في تحقيق التأمين الذاتي للبلد، إلا أن دورها كأداة للإستقرار الإقتصادي يتميز بالضعف، و قلة فعاليتها كأداة للسياسة الإقتصادية الكلية.

و كانت حجة أصحاب هذا الرأي بأن الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي المتاح للبنك المركزي، و سياسة نظام الصرف و السياسة النقدية، يمكن أن تشكل خيارات أفضل بديلة للسلطات النقدية من إيجاد صناديق الإستقرار¹.

كما يرى كل من Shabsigh and Ilahi، إن النظرة الضيقة " لصناديق الإستقرار تغفل الدور الكامن و المحتمل لهذه الأخيرة كأداة للإستقرار الإقتصادي الكلي، و تحديدا فإن الآثار السلبية لتقلبات الأسعار العالمية للبتروول؛ يمكن أن يكون لها تأثير على المتغيرات النقدية التجميعية بشكل مباشر من خلال عدم الإنتظام في التدفقات الخارجية، و بصورة غير مباشرة من خلال التغيرات في إمكانية إستجابة المتغيرات المالية للصدمة الخارجية، و بدورها تؤدي الآثار النقدية الناتجة عن التغيرات في أسعار البترول العالمية إلى التقلبات في الأسعار و أسعار الصرف بالإضافة إلى معدات التضخم².

د - عمليات مبادلة النقد الأجنبي: في الظروف غير المناسبة لإستخدام أداة السوق المفتوح في عمليات التعقيم، يضطر البنك المركزي لإتباع إجراءات مبادلة النقد الأجنبي كآلية في تحييد آثار الأصول النقدية بالعملات الأجنبية المتدفقة على المعروض المحلي للنقود. حيث يقوم البنك المركزي بعملية شراء أي متبوعة بعملية بيع أجل أو العكس، أي شراء للعملات الأجنبية بالسعر الجاري بهدف تجنب مخاطر شرائها بسعر مرتفع في المستقبل.

و تتميز عملية مبادلة النقد الأجنبي بالمرونة مع إمكانية إستخدامها حسب الأسعار السائدة، كما يمكن تكييف تواريخ إستحقاق العقود وفق التوقعات المستقبلية لتدفقات النقد الأجنبي، و هي عقود عادة تكون قصيرة الأجل و يمكن التوافق على آجال إستحقاقها و تكون أكثر مرونة.

إضافة إلى كون إجراء " عمليات مبادلة النقد الأجنبي يتم بدون الحاجة إلى توفر حجم أرصدة كبيرة من السندات لدى البنك المركزي مقارنة بعمليات السوق المفتوحة، غير أن نطاق إجراء عمليات مبادلة النقد الأجنبي جد محدودا. و لكن اللجوء إلى إستخدام هذه الأداة التعقيمية يترتب عنه خسائر

¹ - Peter dattels and others: assessing risks to global financial stability report - Market turbulence causes, consequences and policies, IMF, October 2007 .

² - ghiath Shabsigh and Nadeem ilahi, looking beyond the filscol: Do oil funds bving macroéconómie stability , IMF Working papier, Wp/07/96, 2007IMF P13.14.15 .

مالية يتحملها البنك المركزي، زيادة على إمكانية تداول النقد الأجنبي مقابل العملة المحلية خارج رقابة السلطات النقدية، مما يقلل من فاعلية هذه الأداة التعقيمية¹.

إنطلاقا مما سبق، نستطيع القول بأن عمليات التعقيم هي من أنجع الإجراءات المستخدمة في التعامل مع تدفقات النقد الأجنبي، و هذا نظرا لسرعة فاعليتها في تحييد الآثار التضخمية و تأثيرها على سعر صرف العملة. و لكن يؤخذ على عمليات أنها ترتبط بوجود إحلال غير تام بين الأصول النقدية الأجنبية و الأصول المحلية من ناحية، و بين مختلف الأصول المحلية من ناحية أخرى . كما أن لهذه العمليات التعقيمية أثر سلبي على أسعار الفائدة المحلية، نظرا لكونها قد تكون السبب في إرتفاع أسعار هذه الأخيرة، مما يترتب عنه جلب المزيد من تدفق الأصول النقدية الخارجية. إلى جانب ذلك، يمكن لسياسة التعقيم أن تقود إلى زيادة حجم الدين الحكومي خاصة في حالة أسعار الفائدة على الأصول المبيعة أكبر من تلك التي تحصل عليها السلطات الحكومية من جراء حيازة الأصول النقدية الأجنبية، كما يتطلب الأمر وجود سوق مالي أكثر تطورا، و غالبا ما تكون إستحقاقات الأصول الحكومية التي يتم بيعها ذات المدى الطويل و هذا من أجل تجنب أزمة سيولة في المدى القصير.

(3)- التكلفة المترتبة عن تعقيم إحتياطيات الصرف المتراكمة: إن تزايد تراكم الأصول النقدية الأجنبية كمصدر للتأثير في التوسع النقدي لبلد ما، يجعل السلطات النقدية (البنك المركزي) للبلد تضاعف من تدخلاتها بواسطة أدوات تعقيمية لإمتصاص فائض السيولة الدولية، و بالتالي تحييد تأثيرات تلك الأصول بالعملات الأجنبية على الأساس النقدي المحلي. غير أن القيام بالإجراءات التعقيمية من طرف البنك المركزي ينطوي على تكاليف و خسائر يتحملها البنك المركزي و إقتصاد البلد بشكل عام.

(1-3)- مؤشر التعقيم : يعتبر "مؤشر التعقيم الأداة أو المقياس الذي من خلاله يمكن معرفة المدى الذي وصلت إليه قدرة السلطات النقدية على تحصين السيولة المحلية من التدخل في أسواق النقد الأجنبي، حيث يقاس هذا المؤشر الدرجة التي يصل إليها تضيق السلطات النقدية على الإئتمان المحلي من أجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية، و إرتباط ذلك بحجم الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي المتراكمة²."

¹ - Jong Yung Lee: sterilizing capital inflon, international monetry fund, économie issues, 1997,P. N°10-14 .

² - روبرتو كارداريللي و سليم ايلكداغ : إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة ، تقرير آفاق الإقتصاد العالمي ، العولمة و عدم المساواة ، صندوق النقد الدولي ، أكتوبر 2007، ص 116 .

و يستند في قياس درجة التعقيم إلى معامل " α وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$\Delta L = \Delta \alpha R$$

بحيث:

L : تشير لحجم الأصول المحلية الصافية للبنك المركزي؛

R : تشير لحجم الأصول الصافية من النقد الأجنبي المتاحة؛

غير أنه في حالة $\alpha = -1$ ، يفسر ذلك بوجود إستقلالية نقدية.

و من ناحية أخرى، يمكن قياس درجة تعقيم الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي المتراكمة، و ذلك من خلال نسبة الأصول الإحتياطية المتاحة لدى البنك المركزي إلى حجم القاعدة النقدية (R/M). حيث أنه كلما سجلت هذه النسبة ارتفاعاً، دل ذلك على وجود سياسة تعقيمية أكثر فاعلية و نشاط¹. غير أنه عندما تكون قيمة مؤشر التعقيم مساوية للواحد الصحيح أو أكبر من الواحد يعني ذلك أن هنالك تعقيم كامل. بينما في حالة التي تساوي فيها المؤشر الصفر أو قيمة سالبة يشير ذلك لعدم وجود تعقيم. كما تستخدم لقياس درجة التعقيم، مؤشر يستند إلى المعامل في الانحدار السنوي وفق طريقة المربعات الصغرى العادية ، و ذلك بإجراء مشاهدات 12 شهراً وفق العلاقة التالية:

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + B_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + U_{i,t,m}$$

حيث يمثل كل من $\Delta NFA_{i,t,m}$ و $\Delta NDA_{i,t,m}$ ، التغير الشهري في صافي الأصول النقدية المحلية و الأصول النقدية الأجنبية على الترتيب و المتاحة لدى البنك المركزي في البلد خلال شهر m و السنة t.

و يمكن إستخدام هذا المؤشر في قياس " الجهد اللازم للبنك المركزي من أجل القيام بعمليات تعقيم أثر الزيادة الحاصلة في الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية على الأساس النقدي².

ففي حالة أن المعامل $B \geq -1$ ، يشير هذا إلى وجود تعقيم كامل ، بينما أخذ المعامل B قيمة الصفر معناه عدم وجود تعقيم، و الحالة التي يكون فيها المعامل $B < -1$ ، يعني ذلك إفراط في التعقيم.

كما هنالك وجود مؤشر يمكن أن يعكس بشكل أوسع جهد البنك المركزي في تحييد و منع تأثير الزيادة الحاصلة في القاعدة النقدية على توسيع عرض النقود بواسطة أدوات التعقيم.

فبالنسبة " للسنة t يصبح المؤشر هو المعامل في الإنحدار السنوي معتمداً على مشاهدات 12 شهراً³.

¹ - أحمد طلفاح : التدفقات المالية الدولية ، سلسلة البرامج التدريبية ، المعهد العربي للتخطيط ، مرجع سابق، ص52.

² - Reberto Cardarelli and Other's: Capital Inflows, Macroéconomie Implications and policy responses, IMF working paper, IMF, Marché 2009, P.17.

³ - روبرتو كارداريللي و سليم ايلكداغ : إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة، مرجع سابق ، ص130-131.

و بالتالي :

$$\Delta M2_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \delta_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + U_{i,t,m}$$

حيث :

$\Delta M2_{i,t,m}$ تمثل التغير الشهري لعرض النقود وفق M2 في البلد i ، في الشهر m ، و خلال السنة t . و بناء عليه نجد أنه عندما تأخذ δ قيمة الصفر فإن ذلك يشير إلى التعقيم الكامل، أما في حالة δ تساوي الواحد يدل على عدم وجود تعقيم.

3-2)- التكلفة المالية لعملية التعقيم: قيام البنك المركزي لبلد ما بإجراء التعقيم للأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي لديه، بهدف تحييد الآثار الناجمة عن الزيادة الحاصلة لتلك الأصول و تراكمها في القاعدة النقدية، أي عدم السماح بالزيادة في عرض النقود محليا، و بالتالي ضبط التوسع النقدي وفق إحتياجات إقتصاد البلد.

إلا أن هذه الإجراءات التعقيمية تحكّمها تكاليف مالية يتحملها كلا من البنك المركزي و السلطات الحكومية (الخزينة العمومية) على حد سواء، و المتمثلة في إستحقاقات الدين المحلي و الفوائد المدفوعة من جراء إستخدام الأدوات السوقية و غير السوقية أثناء إجراء عمليات التعقيم. و تتمثل تكلفة التعقيم في الفرق الموجود بين فوائد أذونات الخزينة المدفوعة و الفوائد المنخفضة المتحصل عليها من عملية توظيف الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي، مع الأخذ في الإعتبار تغيرات أسعار الصرف، و يمكن التعبير عن تكلفة التعقيم بالعلاقة الرياضية التالية : $S = i - r - e$ ؛ و لما زيد من التوضيح أنظر المطلب الثالث: التكاليف المرتبطة بحيازة و إمتلاك إحتياطيات الصرف الأجنبي، من المبحث الأول لنفس الفصل.

المبحث الثالث: ممارسة الإدارة على إحتياطي الصرف بالعملة الأجنبية

تنطوي إدارة المخزون الإحتياطي الصرف من النقد الأجنبي، على مجموعة من السياسات و الممارسات و الإجراءات الهادفة إلى إتاحة و الإحتفاظ بحجم كافي من الأصول الإحتياطية الرسمية ذات السيولة العالية، و وضعها تحت تصرف السلطات النقدية للبلد و بشكل دائم، من أجل الوصول لأهداف المحددة تسعى السلطات إلى تحقيقها. فالبلدان البترولية و بلدان الإقتصاديات الناشئة التي تحوز مستويات هامة من الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية، تعاني من مشاكل إدارة احتياطياتها الرسمية المعرضة للتآكل و الإستنزاف أو لمخاطر توظيفها و إستثمارها في أحيانا كثيرة. و بالتالي خاصية الإنتفاع بتلك الموجودات الإحتياطية المترجمة بالنقد الأجنبي، تتطلب الإلتزام بمجموعة من المبادئ التوجيهية و التدابير السليمة، تشمل إنتقاء و إختيار التوليفات المناسبة للعناصر الداخلة في تشكيل المخزون الإحتياطي من الصرف الأجنبي مع الأخذ في حاجة وضع البلد الإقتصادي. حيث سنحاول من خلال هذا المبحث، تسليط الضوء على مفهوم إدارة الصرف الأجنبي و أهميتها و أطرها، و كذلك المخاطر المرتبطة بإدارتها و الإستراتيجيات المتبعة لذلك.

المطلب الأول: مفهوم إدارة إحتياطي الصرف بالعملة الأجنبية (المفاهيم، أهميتها، أطرها)

الممارسات السليمة لإدارة الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية ذات أهمية كبيرة، فالإدارة الجيدة تسمح للبلد بإحتواء الصدمات الخارجية المفاجئة. كما أن التعامل مع الأسواق المالية يسمح بالحصول على معلومات ذات قيمة عالية من الأهمية، مما يجعل أصحاب القرار على علم بتطورات الأسواق و إتجاهها مع التقدير الصحيح للتهديدات و المخاطر المحتملة.

(1)- التعريف بإدارة إحتياطات الصرف الأجنبي: التصرف في محزون إحتياطي الصرف من النقد الأجنبي و إدارته، تحكمها مجموعة من القواعد الصارمة و تضبطها حزمة من المبادئ و المحددات الدقيقة. و عليه يشار لعملية إدارة إحتياطات الصرف بأنها: " العملية التي تدار بها الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام و التي تكفل إتاحة تلك الأصول للإستخدام في أي وقت، و إدارة المخاطر بشكل سليم و محكم، مع توليد عائد

معقول على الأرصدة المستثمرة¹. كما عرفت إدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي على أنها : " عملية تكفل بإتاحة قدر كافي من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بشكل دائم، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق حزمة محددة من الأهداف لبلد أو إتحاد، و في هذا الإطار يسند إلى الجهاز المعني بمسئولية إدارة الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي و تسيير مجمل المخاطر المصاحبة؛ ما يترتب عنه حماية للأصول و ضمان توفرها مع إتاحتها من خلال إستثمارها و إستخدامها لحمايتها من التآكل و الإستنزاف². من خلال ما سبق، نستطيع الوصول إلى الإستنتاجات التالية:

(أ)- تركز إدارة الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي على التعاون و التنسيق بين إدارة الأصول و الخصوم، و هذا من أجل تجنب وقوع خسائر في الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية في المدى القصير بفعل عدم التوافق بين العملات المشكلة للإحتياطيات، و عملة الإلتزامات القصيرة الأجل و هو ما يعرف بCurrency Mismatch ؛

(ب)- إدارة إحتياطي الصرف الأجنبي، تستلزم اللجوء إلى سياسات و ممارسات سليمة و ملائمة تهتم بإدارة و تسيير مكونات الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي، وفق أسلوب يعمل على إيجاد توليفات ملائمة الأصول الإحتياطية؛ بما يناسب الظروف الإقتصادية السائدة للبلد؛

(ج)- الممارسات السليمة لإدارة الإحتياطيات، تستلزم القيام بالمتابعة الدائمة (المستمرة) لرصد معلومات و إستخدام نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية، و أسعار الأصول (السندات الحكومية)؛ فضلا عن تطورات أسعار المواد الأولية الأساسية (الذهب، البترول،... الخ)، وكذلك معدلات التضخم. وهذا نظرا للتأثير الواضحة و الكبير على حجم الموجودات الإحتياطية سواء بالزيادة أو النقصان؛

(د)- إنتقاء و إختيار الأدوات الإستثمار و المدة بالنسبة لمحافظ الإحتياطية، و التي تراعي ظروف كل بلد و مدى توفير الحماية للأصول الإحتياطية من التآكل و ضمان توفرها عند الطلب.

(2)- أهمية القيام بإدارة إحتياطي الصرف بالعملة الأجنبية: القيام بإدارة المخزون الإحتياطي من النقد الأجنبي المتراكم، يتطلب الإلتزام بمجموعة من الإجراءات و التدابير السليمة و المحددة، و هذا نظرا للأهمية التي تكتسبها الإحتياطيات بالعملة الأجنبية و تعدد

¹ - المجلس التنفيذي: المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة، 2001، ص01.
² - Jacobo De León : La gestion des réserves de change de la Banque du Canada, Revue De La Banque Du Canada, Hiver 2000-2001, P.02.

إستخدامها؛ حيث التعامل مع الأصول الإحتياطية لا بد و أن يلقى أكبر قدر من الإهتمام و الحرص. و بالتالي يمكن الوقوف على مدى أهمية ممارسة الإدارة على الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي من خلال:

- " إمكانية زيادة قدرة البلد الكلية أو منطقة على تحمل الصدمات، كما يحصل المكافين بإدارة الإحتياطيات من خلال تعاملهم مع الأسواق بمعلومات ذات قيمة عالية، تجعل أصحاب القرار و واضعي السياسات على علم بالتغيرات الإقتصادية في نطاقها العالمي و وضعية الأسواق الدولية. مما يمكن المكافين بإدارة الإحتياطيات من رؤية أكثر وضوح و شاملة للتهديدات و المخاطر المحتملة فضلا عن الفرص المتوفرة. كما ظهرت أهمية الممارسات السلمية عند القيام بإدارة الإحتياطيات من خلال الدراسات و التجارب المقترنة بالمخاطر التي تقيد قدرة السلطات المكلفة بالإدارة، على الإستجابة بشكل أكثر فاعلية بإتجاه الأزمات المالية؛ الأمر الذي قد يكون سبب في زيادة حدة الأزمات، لذلك فإن القيام بممارسة الإدارة الضعيفة (غير سلمية)، يترتب عنها تكاليف باهظة. و بالتالي هنالك تحمل لخسائر يكون لها تأثيرات مباشرة و غير مباشرة على وضعية الموقف المالي للبلدان المعنية و خاصة على مستوى المالية العامة.

- بإمكان الممارسات السلمية لإدارة الإحتياطيات بالعملة الأجنبية، إحداث دعم حقيقي لسياسات الإقتصادية الكلية للبلد و لكنها لا تكون بديلة لها. كما أن السياسات الإقتصادية غير السلمية (السياسة المالية، السياسة النقدية و سياسة سعر الصرف) قد يكون لها آثار سلبية على إدارة و تسيير المحزون الإحتياطي الرسمي من الصرف الأجنبي¹؛

- توفير " الدعم و المحافظة على الثقة في السياسات المتبعة المتعلقة بإدارة النقد و سعر صرف العملة، بما في ذلك دعم القدرة على التدخل من أجل الدفاع عن العملة الوطنية أو عملة إتحاد؛

- الحد من الأوضاع الخارجية السلبية، و ذلك من خلال الحفاظ على توفر و إتاحة السيولة بالعملة الأجنبية لإحتواء تداعيات الصدمات في فترات الأزمات، أو تقلص فرص الوصول للإقتراض الخارجي أو تقييده بشروط؛

- توفير جو من الثقة لدى الأسواق، و إظهار قدرة البلد على تلبية إلتزماته الخارجية لدى الشركاء التجاريين الخارجيين؛

¹ - Jacobo De León : La gestion des réserves de change de la Banque du Canada , Revue De La Banque Du Canada ,op-cit, P.05.

- تقديم المساعدة للسلطات الحكومية لتلبية إحتياجاتها من النقد الأجنبي، و القدرة على الوفاء و تسوية الإلتزامات الناشئة عن الدين الخارجي؛
- المحافظة على حيافة حجم كافي من النقد الأجنبي لمواجهة حدوث الكوارت الطبيعية أو الحالات الطارئة و الإستثنائية الوطنية¹؛
- ضمان " توفر موجودات إحتياطية بالعملات الأجنبية كافية للوفاء بالإلتزامات السلطات الحكومة؛
- الأخذ في الإعتبار تحقيق مستوى عوائد مقبولة على الإحتياطيات المستثمرة في المدى المتوسط و الطويل مع المحافظة على مبدأ الأمان و السيولة².

- 3)- الأهداف المرجوة من وراء القيام بإدارة إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية: هنالك أهداف تسعى السلطات الرسمية في بلد ما، الوصول إليها من خلال الإدارة السلمية لمخزون الإحتياطي من العملات الأجنبية، حيث تترتب الأهداف المرجوة من عملية الإدارة وفق الظروف الإقتصادية السائدة في البلد. إذ يمكن إجمالها كالتالي:**
- التركيز على " إعطاء الأولوية عادة لمبدأ توفير السيولة، و بقاء عنصر تحقيق عائد مقبول هدف ذو أولوية مع مراعاة عاملي السيولة و درجة المخاطر؛
 - تحديد حجم و مستوى أمثل و كافي من إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية من أجل تلبية متطلبات تحقيق مجموعة محددة لإقتصاد البلد المعني؛
 - الإحتفاظ بجزء من الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي في حالة سائلة، بغرض الوفاء بالإلتزامات القصيرة و المتوسطة الأجل، و القيام بتوظيف الجزء الثاني و إستخدام الباقي؛
 - من خلال أسلوب سليم في ممارسة الإدارة، يمكن السيطرة على التهديدات و مخاطر السوق و الإئتمان؛
 - حماية الموجودات الإحتياطيات بالنقد الأجنبي من الإستنزاف و التآكل، يمكن تحقيقه من خلال الإدارة السليمة لعمليات التوظيف و الإستخدام؛
 - الوصول إلى دعم الثقة في سياسة إدارة النقد و سعر الصرف العملة، و ذلك من خلال التدخل لدعم العملة الوطنية أو الإتحاد؛
 - التطلع لمواجهة الأزمات الإقتصادية و المالية، و إمتصاص أثار الصدمات في الفترات الطارئة؛

¹ - Olorunfemi Sola and Adebayo A. Fatukasi: An Appraisal of Foreign Exchange Resources Generation and Management, Journal of Social Sciences 7 (4), 2011,P. 585.

² - Tsvetna Manchev : International Foreign Exchange Réserves, Bulgarian National Bank, 2009,P.58.

- العمل على مساعدة السلطات الحكومية لتلبية إحتياجات النقد بالعملات الأجنبية من أجل تسوية المدفوعات و الإلتزامات مع العالم الخارجي؛
- إشاعة درجة من الثقة لدى المتعاملين و الأسواق في إمكانية و قدرة البلد على الوفاء بإلتزاماته الخارجية، ما يعمل على زيادة جذب الإستثمار الخارجي و الحصول على المزيد من مصادر التمويل¹ .
- العمل على تحقيق عوائد مقبولة في المدى المتوسط و الطويل من جراء إستثمار الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

(4)- إيجاد الإطار المؤسسي لإدارة و تسيير إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية: إعتقاد إطار مؤسسي تحدد من خلاله المسؤوليات فيما يخص إدارة المخزون الإحتياطي من الصرف الأجنبي، يضمن سلامة الإدارة و مراقبتها و متابعتها بصورة دورية، فضلا عن إمكانية مسائلة المكلفين بإدارة الإحتياطيات (good governance). كما أن فاعلية إدارة و تسيير إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية، تتطلب تضافر ثلاثة مستويات عمل لكل منها صلاحيات و مهام محددة، حيث تناسب المسؤوليات مع الصلاحيات المحولة. فإدارة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي تأخذ طابعا خاصا، و هذا من خلال تقسيم مسؤوليات التدخل و الإدارة إلى ثلاثة مستويات ذات تفويض و صلاحيات محددة، مع الأخذ في الإعتبار ضرورة توفر جهاز رقابي يعمل على المتابعة و التأكد من إلتزامات كل مستوى بالصلاحيات المنوط به. إذ تتدرج مستويات المسؤوليات وفق تنظيم هرمي بالنسبة للمكلفين بإدارة الأصول و الموجودات الإحتياطية حسب أهميتها " إلى:

أولا- مسئولو الإدارة العامة: Senior Management. ينظر لهذا المستوى من الإدارة، بكونه أعلى هيئة في الهيكل التنظيمي يضطلع بمهام الإشراف و المتابعة. إذ غالبية الأعضاء المشكلة لهذا المستوى من الإدارة هم من الخبراء و ممثلين عن وزارة المالية. بحيث تتمثل مهام المكلفين لهذا المستوى من المسؤولية، بإعداد و رسم الإستراتيجيات المتعلقة بعمليات إدارة الأصول و الموجودات الإحتياطية و التي تتضمن الأهداف الرئيسية لهذا العملية، و ذلك بالتنسيق و التعاون مع واضعي السياسات الإقتصادية الكلية للبلد. حيث يمكن الإشارة، بأن هذا المستوى من الإدارة له دور ذات طابع إشرافي و ليس إداري، و الذي يضطلع بما يلي:

¹ - Kenneth G. jone. p.: Les systèmes d'information de gestion, organisation de réseaux et Stratégique, 6 éme édition, France, paris, 2001, P.128.

- الإهتمام بهيكل إدارة الإحتياطات و مكوناتها و المفاضلة بين أسعار الفائدة المتاحة؛
- تحديد الأسواق المحتمل التعامل فيها.

غير أن هذا المستوى من الإدارة، يتمتع بصلاحيات يمكن ممارستها وفق إطار قانوني محدد من طرف السلطات الحكومية المسؤولة (البنك المركزي)، أو غيرها من المؤسسات الأخرى؛ و هذا وفق التنظيمات المعمول بها على مستوى كل بلد.

ثانيا- فريق التعامل المباشر: The middle office. تتمثل مهام هذا الفريق من الإطار التنظيمي الإداري، العمل على وضع الإستراتيجية المرسومة من طرف الإدارة العليا (المستوى الأول من الإدارة) محل التنفيذ، و ذلك من خلال تحديد و وضع مجموعة من التصورات و الخطط و مباشرة تنفيذها، كالتالي:

- القيام بإنتقاء و إختيار الأصول الإحتياطية المكونة للمحافظ الإستثمارية؛
- إعداد التقارير الدورية والتي تتضمن الإشارة إلى الأدوات المستخدمة، و الممارسات الفعلية في توظيف و إدارة الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية؛
- وضع إطار تنظيمي يصنف إنتقاء الموظفين المسؤولين على تنفيذ العمليات المتعلقة بالإستثمار و التوظيف الإحتياطيات، و تقدير الموازنة الخاصة بتلك العمليات.

ثالثا- مديري المحافظ : Portfolio Managers. من ضمن مسؤوليات المنوطة لهذا المستوى من الإدارة، القيام بإجراء العمليات اليومية المباشرة على مستوى الأسواق و المتعلقة بالموجودات الإحتياطية من الأصول الأجنبية، و هذا في ضوء السلطات المخولة له، بما في ذلك إستخدام الأدوات المالية حسب الخطط الإستثمارية الموضوعية و وفق ما يحدده التفويض الممنوح من طرف مسؤولي الإدارة العليا، و الذي في الغالب يحدد صلاحيات و مهام كل عضو ضمن فريق العمل سواء بصورة فردية أو بالنسبة لفريق العمل ككل؛ مع العلم أن تحديد الإختصاصات و تقسيم المهام بين أفراد الفريق الواحد يتم على مستوى الإطار التنظيمي و الموضوعية من طرف مسؤولي تنظيم الوسيط (مصلحة التعامل المباشر)¹.

المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بممارسة الإدارة على إحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي

إحتمالية تعرض الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي لمخاطر خسائر غير متوقعة، يجعل ذلك إلزاميت إيجاد أسس تنظيمية و تشغيلية ملائمة لإدارة الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية، و ذلك إستنادا لأفضل الممارسات و المعايير الدولية في إدارة

¹ - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطات الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية ، مرجع سابق ص25.

الإحتياطيات و لأهداف السياسة النقدية؛ و بالتالي تجنيب الموجودات الإحتياطية أشكال المخاطر الإستثنائية كافة مع ضمان سيولتها و سلامتها، و أن لا تخرج عن نطاق كونها إحتياطيات السلطات النقدية (البنك المركزي) بأي حال من الأحوال. كما أن التنويع بالعملات الأجنبية المختلفة و تبني مفهوم مخاطر العملة لتجنيب تقلبات أسعار الصرف، و مفهوم خطر سعر الفائدة لتجنيب الإستثمار في أوراق مالية لمؤسسات ذات تصنيف إئتماني ضعيف و غيره من المخاطر و بنسب متعارف عليها وفق المعايير الدولية للبنوك المركزية.

و تقسم المخاطر المرتبطة بإدارة الإحتياطيات بالنقد الأجنبي إلى مخاطر مالية و غير مالية، حيث يمكن تصنيف المخاطر المالية إلى مخاطر السوق (مرتبطة بالسوق) و مخاطر متعلقة بالإئتمان. من جانب آخر، هنالك إحتتمالات تعرض الموجودات الإحتياطيات من الصرف الأجنبي لمخاطر تشغيلية و رقابية، فضلا عن مخاطر قانونية. و على العموم، قد توجه السلطات النقدية (البنك المركزي) أثناء ممارستها الإدارة على الإحتياطيات مجموعة من المخاطر يمكن " إبرازها كالتالي:

(1)- المخاطر المالية: قد تنشأ المخاطر و مواطن الضعف من خلال حدوث اضطرابات بالبيئة الكلية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، أو بسبب إنحراف أسعار الأوراق المالية الأكثر أهمية التي تتلاءم مع مقومات التحليل الأساسي للمؤسسات المالية المصدرة لتلك الأوراق، و حدوث تشوه في إتجاهات الإئتمان؛ و بالتالي تتزايد المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على السداد. في حين يتمثل الهدف الأساسي لإدارة الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي، هو المحافظة على الإحتياطيات من خلال أدوات إستثمار سائلة.

كما أن المخاطر المالية معقدة و سريعة الحركة، و قابلة للقياس الكمي. إذ يمكن تلخيص أنواع المخاطر المالية في مخاطر السوق و مخاطر الإئتمان¹. و في ضوء ذلك، هنالك جهود تبذل من طرف البنوك المركزية للتعامل مع تلك المخاطر و الحد من تداعياتها و السيطرة عليها، و هذا وفق أنظمة إدارة للمخاطر الأكثر تعقيدا.

(1-1)- المخاطر المرتبطة بالسوق: التعامل بالأصول الإحتياطية في السوق بيعا و شراء يترتب عنها " مخاطر قد تؤدي إلى تدني قيمة تلك الأصول، و هذا بسبب التغيرات التي تحمل في طياتها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي تنتهي إليه الأسعار مستقبلا، أو لتغيرات

¹ -Benaroya Dissaux: Comment détecter les pays à risque le MOCI repris in problème économique, N°2548, 1998,P.27.

في السياسة الإقتصادية الكلية¹. فإدارة المخاطر المرتبطة بالسوق، " تتمثل في إدارة أنظمة مخاطر السوق في حدود مقبولة مع المحافظة على فعالية مستوى مردود المخاطر، و التي تضم مخاطر سعر الفائدة و مخاطر سعر صرف العملة؛ و تتجسد مخاطر السوق في التقلبات المفاجئة في قيمة الأوراق المالية الناتجة عن التغيرات في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية² ". و من أجل التعامل مع مخاطر السوق التي قد تعترض لها الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي، يأخذ في الإعتبار تنويع عملات الإستثمار و الصكوك و تواريخ الإستحقاق، فضلا عن قياس و رصد المخاطر المحتملة للعملة و المدة.

1-1-1)- مخاطر أسعار الفائدة: تتعرض الأصول الإحتياطية الموظفة في أدوات ذات العائد الثابت عنصر معين من مخاطر أسعار الفائدة. حيث خسائر الأصول الإحتياطية، تنشأ من زيادات في عائدات السوق بفعل تقلص قيمة الإستثمارات المتداولة إلى مستوى أقل من تكلفة الحصول عليها، إذ تنشأ الخسائر في بعض الحالات نتيجة لعمليات تشمل أدوات مالية مشتقة؛ بما في ذلك مراكز كبيرة فيها. و قد يرجع ذلك أحيانا، لإفتقار المكلفين بإدارة الإحتياطيات للإضطلاع و الفهم الكافي لخصائص الميزة للأدوات الإستثمارية المستخدمة و مخاطرها، و ربما لعدم توفر الخبرات و المهارات التقنية و المهنية اللازمة لإدارة المخاطر المالية. فالبنوك المركزية و هي تتعامل و تدير مخاطر أسعار الفائدة، " تقوم بتحديد المدى الزمني أو المدة المستهدفة مع التركيز على تفضيلات العائد و المخاطرة لهيئة إدارة الإحتياطيات، بإعتباره مؤشر أساسي لمخاطر أسعار الفائدة. حيث الهدف الرئيسي لإدارة مخاطر أسعار الفائدة، هو حماية قيمة الإستثمارات قدر الإمكان من تأثيرات السلبية لحركة أسعار الفائدة، و ذلك من خلال تحديد و معرفة درجة حساسية تأثيرات سعر الفائدة على المحفظة الإستثمارية الإحتياطيات من حيث المدة المرجعية و مجال الإنحراف الممكن السماح به³ ". و عليه يمكن الإشارة بأن إدارة مخاطر أسعار الفائدة تكون وفق قواعد معيارية مقرونة بتحديد المدة و تقييد الإنحراف الفعلي ضمن مجال تباين للمدة و منحني العائد.

¹ - شقيري نوري موسى و آخرون : إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2012،ص42.
² - Michel Rochette : la gestion des risque du Compte du fonds de change, REVUE DE LA BANQUE DU CANADA, 2001,2002,P.12.
³ - Half Yearly : Report on Management of Foreign Exchange Reserves, Reserve Bank of India, March 2013,P.12.

2-1-1- مخاطر سعر الصرف: من المعروف أن " جميع محافظ الإحتياطيات الأجنبية المقومة بالعملة الأجنبية، معرضة للتقلبات بإستمرار في أسعار صرف¹ "؛ و بالتالي من غير الممكن تجنب عناصر مخاطرة العملة لحفاظ الأصول الإحتياطية. فمخاطر أسعار الصرف عموماً تكون بفعل التحركات المعاكسة في أسعار العملات الأجنبية و التي تؤدي إلى خفض قيمة الأصول الإحتياطية، و للحد من تداعيات هذه المخاطر، تلجأ البنوك المركزية إلى التنويع في مكونات العملات الإحتياطية حسب قاعدة معيارية و وفق الممارسات المعمول بها عالمياً في هذا المجال؛ و التي من خلالها يتم تحديد الحد الأدنى و الحد الأقصى لكل عملة. بالإضافة إلى تحديد الوزن الترجيحي لأهم العملات المهيمنة في الإقتصاد العالمي، مع الأخذ في الإعتبار مراجعة المكونات و الوزن الترجيحي للعملات من أجل تحديد و قياس الإنحرافات الناشئة عن القاعدة المعيارية للعملات، و القيام بالإجراءات التصحيحية المناسبة و ذلك بالعودة إلى القاعدة المعيارية من جديد.

2-1- مخاطر الائتمانية: لا شك أن البنوك المركزية و هي تدير موجوداتها الإحتياطية بالعملات الأجنبية، فإن " المخاطر الائتمانية تبقى قائمة من مصدرين مختلفين، الأول يرتبط بعمليات السياسة النقدية و التوسع في الإقتراض بإتجاه البنوك التجارية؛ أما المصدر الثاني فيرتبط بعمليات إستثمار الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي². حيث عملية إستثمار الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، قد يعترضها مخاطر إئتمانية متمثلة في عدم الوفاء أو التخلف عن السداد من جانب المقترضين للقروض أو غيرها من الأصول المالية، أو عدم قيام الأطراف المقابلة بتسوية إلتزاماتهم المتعلقة بالعقود المالية؛ و ذلك في ظل " إحتتمالات عدم تمكن المقترضين من السداد في حالة حدوث تغيرات غير طبيعية في أسواق الصرف تحول دون تمكنهم من توفير المبالغ اللازمة للوفاء بإلتزاماتهم³ ". و بالتالي إنخفاض الدرجة الائتمانية (Migration) أو التقصير و الفشل المالي (default) لأي طرف مقابل كان (الوكالات، الحكومات، البنوك المركزية؛ المؤسسات المالية،... الخ). مما ينجم عنه خسارة في الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

كما يمكن أن تترتب خسائر من " عملية إستثمار الأرصدة الإحتياطية بالنقد الأجنبي في أصول مرتفعة العائد بفعل عدم التحوط لمخاطر الإئتمان بالنسبة لجهة إصدار تلك

¹ - عبد المجيد قدي: الأزمة الإقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 36، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، 2009، ص 17.

² - THE USE OF PORTFOLIO CREDIT RISK MODELS IN CENTRAL BANKS OCCASIONAL PAPER SERIES, European Central Bank, N°64/ JULY 2007, P.06.

³ - المجلس التنفيذي: المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص 28.

الأصول¹، " أو من عدم إلتزام أحد أطراف إصدار الأدوات المالية من الوفاء بالتزاماته، و بالتالي يجعل الأطراف الأخرى تتحمل خسائر مالية.

و يمكن حصر مصادر الإئتمان للأصول الإحتياطية، إما بفعل التدهور في نوعية الإئتمان للمصدر أو بسبب التقصير، غير أن هنالك مصدرين لمخاطر الإئتمان بالنسبة لإستثمار الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي هي:

- الأرصدة المودعة لدى البنوك الأجنبية و المؤسسات المالية؛
- الوكالات الحكومية (الكيانات التي تخضع لسيطرة الحكومات الوطنية)؛
- الكيانات المتعددة الأطراف مثل البنك الدولي، بنك التسويات الدولية، صندوق النقد الدولي، و التي تقوم بإصدار السندات، فضلا عن كونها في بعض الحالات بمثابة وسيط مالي؛
- الإستثمارات في سندات الصادرة عن الحكومات المركزية (سندات السيادية).

1-2-1- إدارة المخاطر الإئتمانية: تظهر أهمية التعامل مع المخاطر الإئتمانية التي تعترض الودائع الإحتياطية بالنقد الأجنبي، كنتيجة حتمية لعمليات إدارة الأصول الإحتياطيات و عملية إستثمارات الأصول المقومة بالعملة الأجنبية و المعاملات خارج الميزانية العمومية للبنك المركزي. إذ تدار المخاطر الإئتمانية بالأصول الإحتياطية من خلال التركيز على :

(أ)- الحدود الإئتمانية: عادة ما يتم إعتداد و وضع مجموعة من الترتيبات الإحتياطية أو الحدود كمؤشر دالة على السلامة المالية و التي تتمثل في:

- القيام بتقييم مخاطر البلدان، أو ما يعرف ب: "خطر حوادث الدفع (الوقف الإختياري، أو عدم الإعتراف بالدين) و الناتج عن تصرفات أو سلوك البلد المدين²"، مما يتطلب وضع حدود خاصة بمخاطر البلدان؛ و هذا للحيلولة دون التعرض لخطر المصدر و خطر الطرف المقابل، مع الأخذ في الإعتبار عند وضع الحدود الخاصة بمخاطر البلدان ذات العلاقة بالأنشطة المتعلقة بالأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، على الجودة الإئتمانية للبلد و حجمه الإقتصادي عالميا من حيث إجمالي الناتج المحلي.

- تحديد الحد الأدنى لجودة الإئتمانية المقبول بالنسبة للأطراف المقابلة : حيث يأتي هذا الإجراء ضمن مبدأ الحيطة و الحذر في إدارة الموجودات الإحتياطية، إذ وضع حدود ضمن قيود معينة على مخاطر الطرف المقابل فيما يخص الودائع المضمونة و غير المضمونة،

¹ - البنك المركزي العراقي، البيانات المالية، 31 كانون الأول، 2009، ص23.

² - S tphanie Gautriaud ; LE RISQUE PAYS: APPROCHE CONCEPTUELLE ET APPROCHE PRATIQUE, Centre d'Economie du Développement-Université Montesquieu Bordeaux IV, DOCUMENTE DE TRAVAIL, N  72 ,P.03.

بحيث تركز هذه القيود على نوعية الإئتمان الخاص بالأطراف المقابلة أو الضمانات المقدمة لهم؛ و رؤوس أموالهم مع تحديد الحد الأقصى بالنسبة لكل طرف مقابل.

- القيام بتحديد الحد الأدنى بالنسبة لجودة الإئتمان المقبول لمصدري أدوات الدين (الأوراق المالية)؛ أي الإقدام على وضع حدود للمخاطر المرتبة بالحصول و حيازة الأوراق المالية الصادرة عن الهيئات المقابلة، و مراعاة حجم النشاط الإقتصادي و المالي لهيئات الإصدار فضلا عن الجدارة الإئتمانية و حجم الأوراق المالية التي يتم إصدارها.

- وضع حدود بالنسبة لكل مؤسسة، و ذلك من خلال قيود و حدود تخص المحافظ الموجهة للإستثمار في القطاعات المختلفة و التمييز بينها و كذلك بالنسبة للبلدان المعنية، و الأخذ في الإعتبار وضع و تحديد قيود إستحقاقات الودائع المصرفية.

(ب)- **التعامل بعقود مقايضة الإئتماني**: عقود مقايضة العجز، هي أحد أنواع المشتقات المالية، يتم اللجوء إليها من أجل السداد في حالة العجز و عدم القدرة على الوفاء بالإلتزامات عند إستحقاقها، مما يترتب عنه إتساع في هوامش مقايضات العجز الإئتماني، أي أن المستثمرين يكونون في حالة القبول بدفع أكثر (المزيد) للحماية من مخاطر التخلف عن السداد.

فالعقود مقايضة العجز الإئتماني، هي بمثابة أدوات مالية يتم اللجوء إليها لشراء أو بيع التأمين ضد مخاطر العجز عن سداد الإستحقاق، و التي تقوم بإصدارها الشركات أو الهيئات الحكومية في العديد من البلدان؛ و من خلال " مؤسسة جي بي مورغان سنة 1997، أصبحت المشتقات الإئتمانية أكثر إستخداما. حيث ينشأ هذا النوع من المشتقات المالية، بفعل علاقة تعاقدية بين طرفين، يمثل الأول مشتري حماية و الطرف الآخر بائع الحماية؛ إذ يتم تعويض مشتري الحماية للخسارة الناتجة عن وقوع حدث إئتماني في أصل مرجعي، بينما في المقابل فإن مشتري الحماية يدفع القسط، أي ما يعادل نسبة مئوية سنوية إلى بائع الحماية و يسمى ب CDS¹ ". و بالتالي CDS، يستخدم كوسيلة للتحوط ضد العجز أو التخلف عن السداد.

و يشير إنتشار CDS إجمالا على الجدارة الإئتمانية للأصل، إذ يدل ذلك على نوعية الإئتمان، كما أن بعض البلدان تلجأ لإستخدام إتفاقيات و ضمانات مساعدة من أجل التقليل من حصول خطر إئتماني، و الدافع الأساسي لتنفيذ مثل هذه الإجراءات التعاقدية؛ هو توفير المزيد من الحماية لمصالح الهيئات المكلفة بإدارة الموجودات الإحتياطية في حالة عسر

¹-Rama Cont : « Credit default swaps and financial », Banque de France, Financial Stability Review,N°14-Derivatives-Financial innovation and stability, July 2010,P.35-36.

مالي لدى الطرف المقابل، و بالتالي الكثير من الهيئات ترصد بشكل جدي و مستمر مخاطر الائتمان من أجل التعامل بشكل سريع مع أية تغيرات في نوعية الائتمان أو التصنيفات. غير أن، نظم إدارة الائتمان لا تزال تعتمد عند الممارسة بشكل كبير على التصنيفات الائتمانية باعتبارها الأداة الأساسية لتقييم و قياس مخاطر الائتمان، و ذات أهمية كبيرة في إتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي رغم التغيرات التي يعرفها التصنيف الائتماني باستمرار.

3-1- مخاطر السيولة: يقصد بمخاطر السيولة عند إدارة الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي بتلك: " المخاطر التي تكمن في عدم قدرة البنك المركزي على الوفاء بالتزاماته عند وقوع تاريخ إستحقاقها، إذ تنشأ عن الصعوبات التي تظهر عن بيع أو تسيل قدر كبير من الموجودات الإحتياطية بالسرعة المطلوبة¹". و قد يكون ذلك في أوضاع سوق غير مناسبة، مما ينجم عنه خسائر و تحركات سلبية لأسعار الموجودات بالنقد الأجنبي.

إذ عملية رهن الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي لمؤسسات مالية خارجية أو داخلية بما فيها الأصول الموجهة لفرع خارجية لهيئات إدارة الإحتياطيات، يجعل ذلك الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي في حالة غير سائلة، و بالتالي قد تنشأ مخاطر بفعل الإقراض المباشر لتلك الأصول بالعملة الأجنبية؛ و عدم قدرة المقترضين سداد التزاماتهم، أي تعطل تسيل تلك الأصول الإحتياطية عند الحاجة الفورية للسيولة الدولية.

1-3-1- عملية إدارة مخاطر السيولة: من ضمن الأهداف الأساسية عند القيام بإدارة الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي، هو الحفاظ عليها سائلة أو تكون قريبة من الحالة السائلة لمواجهة تداعيات أزمة السيولة، و التأكيد على قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته الخارجية من خلال حيازة حجم ملائم من إحتياطيات بالعملة الأجنبية؛ و توفيرها عند الطلب و بالسرعة المطلوبة و بتكلفة مقبولة.

فالهيئات المكلفة بإدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي، تولي إهتماماً بالغاً للسيولة بالعملة الأجنبية و المخاطر المرتبطة بها وهي تدبير تلك الإحتياطيات كمستثمر. حيث التركيز على أهمية السيولة نابع من كون الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية في حالة سائلة من أجل تلبية إحتياجات غير متوقعة، من خلال تحديد حجم السيولة اللازم و المناسب لذلك و بأي شكل، مع تقدير التدخلات المحتملة.

¹ - البنك المركزي العراقي: تقرير البيانات المالية، مرجع سابق، ص22.

- **عملية إحتبار السيولة:** هي عملية " إختبار مدى القدرة الممكن على تحمل الضغوطات المرتبطة بالسيولة، و ذلك من خلال نظم للتأكد من قدرة المؤسسة على أداء المستحقات المترتبة عليها(المدفوعات) في ظل سيادة أوضاع معاكسة للسوق، سواء بإستخدام النقد أو بيع أصول سائلة؛ أو القيام بإعادة تمويل إلتزاماتها. و تتميز أوضاع السوق المعاكسة، بعدم إمكانية التخلص من الأصول السائلة بأسعار عادلة و مناسبة و بالسرعة المطلوبة(مخاطر سيولة السوق)، أو عدم القدرة على إعادة تمويل الإلتزامات أو الحصول على تمويل إضافي¹."

و بناء على ما سبق، لا بد من القيام بتحليل و دراسة إحتياجات السيولة سواء في الفترات العادية أو في فترات الأزمة على أساس التدخلات و الخبرات السابقة و إختبارات الضغط، خاصة في الحالات الصعبة(الأسوأ). كما أن هنالك "عدة بنوك على المستوى الدولي تقوم بإجراء إختبارات الضغط لتقييم السيولة نذكر منها: كولومبيا، المجر، نيوزيلندا، عمان و تركيا²."

- **تقسيم الحافظة الإحتياطية إلى شرائح:** تلجأ هيئات إدارة الأصول الإحتياطية، بتقسيم محفظة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي إلى شرائح على أساس إحتياجات السيولة المحتملة و ذلك وفق فترات زمنية مختلفة، مما يتيح للهيئات المكلفة بالإدارة تحديد الأهداف وفق قاعدة معيارية بالنسبة لكل محفظة، و التي تعكس إحتياجات المعاملة أو التدخل أو كليهما إستنادا لتقييم الحاجة السيولة عند الطلب.

فعادة تتكون محفظة المعاملات و السيولة بالعملة الأجنبية التي يكثر الطلب عليها من أجل تسوية المعاملات و التدخل، في حين شريحة محفظة الإستثمار تتكون من مزيج متنوع من العملات الأجنبية و هذا وفق متطلبات الإستثمار و إعتبرات أخرى. و قد لا تقوم الكثير من البلدان بتقسيم رسمي للمحافظ الإحتياطية تعطى فيها الأولوية لمتطلبات السيولة في قراراتها الإستثمارية؛ و نظرا لإعتبرات السيولة، تدير البنوك المركزية محافظ احتياطية يدخل في تكوينها أساسا ودائع يتم توظيفها على مستوى البنوك التجارية الدولية للمدى القصير، و بأجال إستحقاق معينة، و أدوات مالية ذات دخل ثابت يمكن تداولها على مستوى الأسواق الثانوية تتميز بدرجة سيولة عالية و عميقة.

¹ - هيروكو أورا و ليليانا: بنوك تحت الضغط مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، يونيو 2013، ص39.

² - Stefan Ingves, IMF-Guidelines For Foreign Exchange Reserve Management : Accompanying Document, Marche26,2003, P.43.

(2)- **المخاطر ذات الطبيعة التشغيلية:** تراعي البنوك المركزية أو الهيئات المكلفة بإدارة الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية، مجموعة من المخاطر ذات طبيعة تشغيلية و التي عرفها بنك التسويات الدولية على أنها : " مخاطر الخسائر المترتبة عن عدم كفاية أو ضعف و فشل العمليات الداخلية و الأفراد فضلا عن الأنظمة، أو بفعل أحداث خارجية¹ ". زيادة عن ذلك يضيف Rudy Wytenburg، أنه بالنسبة للبنوك المركزية، "تتضمن المخاطر التشغيلية كذلك، الخسائر الناجمة عن أحداث و إضطرابات داخل النظام المالي ككل² ".

كذلك تتمثل المخاطر التشغيلية في: "إمكانية حدوث خسائر بسبب العيوب و النقص أو القصور، سواء كانت ناجمة عن عمليات داخلية و الأنظمة، أخطأ بشرية أو أحداث خارجية. كما يشمل التعريف مجموعة المخاطر القانونية و يستثني منها مخاطر السمعة³".

(1-2)- **أنواع المخاطر التشغيلية التي تعترض المكلفين بإدارة الأصول الإحتياطية:** يمكن أن يعترض الأداء الجيد لعمليات إدارة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، لمخاطر ذات طبيعة تشغيلية تتمثل في عدم كفاية الضوابط و الإجراءات و التدابير الموضوعية، أو عدم الإلتزام بها على نحو سليم؛ مما يهدد سلامة نظم العمل و السير الجيد المستخدمة في إدارة الموجودات الإحتياطية لدى البنوك المركزية. و يمكن تحديد المخاطر التشغيلية التي يتعين التصدي لها في هذا المجال كالتالي:

- **مخاطر إنهيار نظام المراقبة:** ضعف التدابير و إجراءات المراقبة أو إنعدامها من جانب، أو عدم توفر المهارات المهنية و الخبرات بالشكل الكافي على مستوى الهيئات المكلفة بإدارة الإحتياطي من النقد الأجنبي، قد يسهل من عمليات التواطؤ بين موظفي إدارة الإحتياطات؛ و بالتالي حدوث حالات الإحتيال و غسل الأموال و عمليات السرقة.

- **مخاطر المرتبطة بالدخل المحتمل:** عدم القيام بإعادة إستثمار أرصدة الإحتياطات المتركمة في حينه على مستوى حسابات المقاصة المفتوحة لدى البنوك الأجنبية، يترتب عنه خسائر لإيرادات كبيرة من المفترض تحقيقها. حيث تنشأ مثل هذه الخسائر نتيجة لعدم كفاية إجراءات المراقبة و المتابعة المطبقة، و إدارة التسويات و التدفقات النقدية الأخرى، فضلا عن النقص في الإجراءات المطبقة للكشف المالية الصادرة عن الأطراف المقابلة مع السجلات الداخلية.

¹-Opérationnel Risk, Basel Committee on Banking Supervision, January 2001, P.02.

²- Rudy Wytenburg :Central banks need to define clear role for operational risk, Central Banking Journal, 28 Feb 2013, P.295.

³- Risk Management Report, Central Bank of Brazil, 1st Quarter 2013, P.26.

- **مخاطر الأخطأ المالية أو ما يسمى أخطأ القيد المالي:** تنشأ هذه الأخطأ، بسبب " ضعف النظام المحاسبي و ما يرتبط به من ضوابط و إجراءات متعلقة بتسجيل المعاملات و التصحيحات المحاسبية بصورة سليمة، إذ أن الخطأ المالي في قياس مركز العملات الأجنبية؛ يترتب عنه تعرض جهاز إدارة الإحتياطيات لمخاطر أسعار الصرف بصورة كبيرة و غير مقصودة، و بالتالي ينجم عنه خسائر معتبرة عندما يأخذ سعر الصرف إتجاه معاكس. و قد تحدث خسائر أيضا في حالة إعتقاد قياس المخاطر على مجرد الإشارة لهيكل تركيبة العملات الإحتياطية، دون أن يشمل القياس الأصول و الخصوم الأخرى. و من أخطأ القيد المالي أيضا، نجد بعض البنوك المركزية تدرج في حساب إحتياطياتها الرسمية أصول تم إقراضها إلى بنوك محلية أو لفروع خارجية تزاوّل تنشطها محليا¹"

- **مخاطر الحفظ:** تتمثل في مخاطر عدم قيام الوكيل أو الهيئة الأجنبية المكلفة بعمليات الحفظ، بتسليم الأوراق المالية المحفوظة لديها نيابة عن الجهاز المكلف بإدارة الإحتياطيات.

- **مخاطر التعامل:** تنشأ مثل هذه المخاطر، عند حالة تجاوز المتعاملين لصلاحياتهم الممنوحة في التعامل مع الأطراف المقابلة أو المتعامل في الأدوات المالية، أو حدوث أخطأ إرتكابية عند القيام بإحدى المعاملات المتعلقة بإدارة الإحتياطيات.

- **مخاطر تكنولوجيا المعلومات:** يرتبط حدوثها نتيجة تعطل أداء النظم الحيوية الخاصة بمعالجة البيانات إلكترونيا و الإتصالات و نظم المعلومات، مما يتسبب في حالة من الإضطراب في سير الجيد لوظائف إدارة الإحتياطيات.

- **مخاطر التسويات:** هي الخسائر المحتملة الوقوع بفعل فشل الطرف المقابل للقيام بعمليات التسوية لأي سبب، ما عدا حالات التخلف عن السداد.

- **المخاطر ذات الطابع القانوني:** في بعض الحالات، يمكن حدوث خسائر بفعل العقود غير القابلة للتنفيذ و التجسيد من الناحية القانونية أو غير الموثقة بشكل صحيح(سليم).

- **مخاطر السمعة:** قد يكون هنالك، " مخاطر تتعرض لها سمعة و مصداقية المكلفين بإدارة الإحتياطيات، و هذا نظرا لعدم الإلتزام بالإجراءات الموضوعية محل التنفيذ و القيام بأعمال ينتبها نوع من الشك أثناء سير عمليات إدارة الإحتياطيات، أو نشر معلومات غير مسموح بنشرها² ".

غير أنه في مجال إدارة احتياطات الصرف بالعملات الأجنبية، يمكن " اللجوء إلى وضع تدابير و إجراءات للتقليل من المخاطر، فضلا عن إيجاد أساليب الإدارة و ممارسة

¹ - المجلس التنفيذي: المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص35.
² - Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath : FX reserve management, trends and challenges, BIS Papers N° 40, May 2008, P.12.

الرقابة و التدقيق و المراجعة لتقييم الإجراءات المتبعة في ممارسة الإدارة من أجل الوصول إلى السيطرة على المخاطر الناشئة¹ .

كما تتدرج المجموعات المكلفة بإدارة إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية وفق الإختصاصات إلى مستويات هي:

- المكتب الأمامي : (Front office) هو بمثابة المستوى المسئول عن إقرار مباشرة عملية الإستثمار وفق للصلاحيات و التفويضات المخولة و القواعد المرجعية المعتمدة، فهو المسئول عن القيد الفوري للمعاملات على مستوى نظام المتعلق بإدارة الإستثمار.

- المكتب الأوسط : (middle office) يتولى هذا المستوى من الإدارة، رصد جميع المعلومات للتأكد من إجراء العمليات بصورة سليمة و صحيحة، فضلا عم التأكد من عمليات المراقبة للمخاطر و التأكد من إتاحة المعلومات المتعلقة بالإدارة من خلال التقرير المقدمة.

- المكتب الخلفي : (back office) مهام هذا المستوى من الإدارة، القيام بترتيبات تسوية العمليات.

- إدارة العمليات المحاسبية : الإضطلاع بمهام إمساك الدفاتر المحاسبية و التي تشكل الأساس الذي يعتمد عليه للقيام بعمليات الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالاحتياطيات².

2-2)- ضبط و قياس المخاطر التشغيلية: التعامل مع المخاطر التشغيلية و القيام بقياسها، تكتنفها صعوبات و مشاكل مقارنة بالمخاطر و ذلك بفعل ندرة البيانات المتاحة لإستخدام في إجراء تقدير توزيعات الخسائر. غير أنه في الواقع، تقييم المخاطر التشغيلية و تداعياتها هي بمثابة أحد التحديات التي قد تواجه البنوك المركزية.

2-2-1)- إستخدام المنهج النوعي: هنالك العديد من البنوك المركزية عبر العالم، تلجأ لإستخدام إجابات المدربين و الموظفين القائمين بإدارة الإحتياطيات لتحليل و تقييم المخاطر التشغيلية للمساعدة على زيادة الوعي بالمخاطر و الشعور بالمسئولية، و بالتالي العمل على تحسين ثقافة إدارة المحتمل، فضلا عن إستخدام أساليب متعددة عند إجراء عمليات الذاتي النوعي منها المقابلات و القوائم المراجعة و الإستبيانات و الأداء المتوازن.

¹- Stefan Ingves: Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. Accompanying Document Monetary and Exchange Affairs Department INTERNATIONAL MONETARY FUND, March 2003,P.N°63.

²- المجلس التنفيذي: المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، مرجع سابق،ص22.

2-2-1)- استخدام المناهج الكمية: تتمثل في استخدام البيانات المتضمنة في سجلات الأحداث (باعتبارها معلومات تاريخية) من أجل الوصول إلى نموذج يعبر عن المخاطر ذات الطابع التشغيلي.

أ)- سجلات الأحداث: يوجد على مستوى عدة بنوك مركزية، نظام تسجيل و تدوين فعال يعمل على تقييد و تسجيل كل الأحداث بما فيها تلك المتعلقة بالخسائر، و بالتالي يسمح ذلك بإمكانية إتاحة المعلومات و الإبلاغ عن أحداث الخسائر الناجمة عن إدارة الإحتياطات؛ و الذي هو بمثابة عنصر مهم أثناء ممارسة إدارة المخاطر.

ب)- مؤشرات المخاطر الرئيسية: هي بمثابة وسيلة يمكن اللجوء إليها عند قياس مخاطر الأحداث السلبية، حيث أن هنالك عدد قليل من البنوك المركزية قامت بتطوير المؤشرات المعنية بشكل رسمي. في حين تقوم العديد من البنوك المركزية بشكل غير رسمية بصيد بعض المؤشرات و التي تتعلق بحركة الموظفين، بالإضافة لتدريب و تأهيل الموظفين، و حوادث الصحة و السلامة التشغيلية؛ للأحداث المتعلقة بمشاكل الأعلام الآلي و تكنولوجيا المعلومات و الإحصائيات الأخرى.

المطلب الثالث: الأدوات المستخدمة في إدارة إحتياطي الصرف بالعملة الأجنبية

ترتبط عملية إدارة إحتياطي الصرف بالعملة الأجنبية على ضبط المخاطر المتوقعة باعتبارها إجراء أساسي في ممارسة الإدارة على الإحتياطات، و جزء هام من عملية الإدارة و تحليل الإستثمار. فالبنوك المركزية ليست بمعزل عن تلك المخاطر لأنها مسؤولة عن إدارة أصول إحتياطية بالنقد الأجنبي، و بالتالي لا بد من التركيز على جانب إدارة المخاطر من أجل ضمان سلامة الأصول الإحتياطية، و تعظيم قيمة الأصول الإحتياطية ضمن حدود معقولة للمخاطر التي تمثل إطار الإدارة لتلك الإحتياطات و حتى تكون متاحة دائما عند الحاجة إليها؛ و عليه يمكن لبنك مركزي إدارة المخاطر من خلال اللجوء لإستخدام مجموعة من الأدوات و التقنيات منها:

1)- إستخدام المشتقات المالية في التحوط و إدارة الخاطر: يمكن من خلال عقود المشتقات المالية كإجراء للتحوط ، التقليل من حالات اللايقين و تخفيض تأثير الخطر إلى أقل قدر ممكن مع القبول بتحمل خسارة جزء من العوائد؛ حيث اللجوء إلى التحوط يمكن من

التخطيط للعمليات الإستثمارية المستقبلية بدرجة تأكد أعلى. و بالتالي يمكن الإشارة لأهم المشتقات المالية المستخدمة في إدارة المخاطر هي:

1-1)- عقد الخيار: يقصد بعقد الخيار أو الإختيار بكونه: " عقد يعوض على حق مجرد، حيث يخول لصاحبه(حامله) بيع شيء محدد، أو شراؤه بسعر معين طيلة (طوال) مدة معينة(معلومة) أو في تاريخ محدد، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين¹". إذ أن عقد الخيار، إما هو عقد " يمثل حقا للمشتري (و ليس إلتزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين(سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة؛ و يلتزم بئعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية(أو ثمن عقد الخيار)²". إذ يتم تقسيم عقود الخيارات إلى قسمين، و يمكن " توضيح تفاصيلها كما يلي:

* **خيار الطلب أو الشراء:** وفق هذا العقد، يمتلك مشتري الحق في شراء مجموعة معينة من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، و يلزم بئعه ببيع أو التخلص من تلك الأوراق المالية عند طلب المشتري خلال فترة زمنية متفق عليها وفق السعر المتفق عليه؛ و يتجه إلى شراء إختيار الطلب (الشراء) أولئك الذين يتوقعون حدوث إرتفاع في الأسعار.

* **خيار الدفع أو البيع:** يعطي البائع في هذه الحالة، حق بيع أوراق مالية معينة بسعر محدد و خلال فترة محددة، و يلتزم المشتري بشراء تلك الأوراق وفق السعر المتفق عليه لتلك الفترة؛ مقابل إستلام مبلغ محدد من البائع. و يمارسون الخيار البيع أولئك الذين يتوقعون حدوث إنخفاض في الأسعار³.

1-2)- العقود الأجل: هي عبارة عن: " عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع و الأخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلا بسعر متفق عليه⁴". إذن هو عقد " بين طرفين يترتب عنه إحتمال حصول مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود⁵". فهو إتفاق على شراء أصل في فترة مستقبلية معينة مقابل سعر معين، حيث تعتبر العقود الأجلة مشتقات مالية بسيطة. و يمكن إبراز خصائص العقود الأجلة كالتالي:

¹- وهبة الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، سورية، 2002، ص502.
²- عبد العزيز هيكل فهيمي: موسوعة المصطلحات الإقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1981، ص175.
³- ماهر كنج شكري و مروان عوض: المالية الدولية، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين(النظري و التطبيق)، مرجع سابق، ص331-332.
⁴- أحمد صلاح عطية: مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص219.
⁵- عبد العال حماد: المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص12.

- المرونة، أي العقود الآجلة تكون بصفة عامة عقود معيارية، و هذا لا يعني أن العقد يتم بعد إجراء التفاوض بين البائع و المشتري على شروط العقد، في الوقت الذي يتمتعان كلاهما بحق التصرف وإضافة أي شرط يتم الإتفاق عليه.
- هي عقود لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، أي عند رغبة البائع أو المشتري الخروج من الإتفاق الآجل، فإن ذلك يستوجب وجود شخصا آخر يحل محله مع قبوله أن يتم بيع العقل الآجل له.
- تتضمن العقود الآجلة، مشكلة إحتمال وقوع مخاطر الإئتمان أو مخاطر العجز عن الدفع، و هي مخاطر قد تنشأ عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الإلتزام بتعهداته.
- الربح أو الخسارة في العقد الآجل، يتحدد من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد و سعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد وفق الإتفاق بين الطرفين.
- تحقيق قيمة العقد الآجل تتم فقط عند إنتهاء صلاحية العقد عليه، و لا تكون هنالك مدفوعات عند بداية تنفيذ العقد، كما لا يوجد أي تحويل للمبالغ للطرف الآخر قبل تاريخ إنتهاء مدة صلاحية العقد الآجل.

3-1- العقود المستقبلية: هي عبارة عن: " إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين و بسعر معين، و على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصة، و من أجل التداول ممكنا تحدد البورصة مواصفات معيارية للعقد؛ و نظرا لكون طرفي العقد قد لا يعرف أحدهما الآخر بالضرورة، فإن البورصة تعطي كلا الطرفين ضمان بتطبيق العقد¹."

إذ تتكون بورصة العقود المستقبلية من عدة أعضاء يمثلون شركات سمسة رئيسية، منها بنوك و مؤسسات إستثمارية و بعض المتعاملين المستقبليين؛ بحيث يتم الترخيص لكل من تجار المستقبلات بالعمولة و وسطاء و سماسرة القاعة من طرف هيئة التعامل بمستقبلات البضائع.

بالنسبة للعقد المستقبلي، يقوم كلا من البائع و المشتري بالإتفاق على ثمن العقد المعني من خلال مزاد ذات طابع تنافسي على مستوى البورصة، بحيث يكون سعر المزاد أكثر شفافية يستطيع كل من مشتري الإضطلاع و رؤية كل البائعين بالنسبة لكل سعر. فالهامش " بين أفضل سعر للشراء و أفضل سعر للبيع في الغالب يكون ضيقا بالنسبة لمعظم المستقبلات المالية، و يستثنى من ذلك مستقبلات العملة. في حين يتغير مستوى الأسعار

¹ - عبد العال حماد: المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص16.

عادة وفق عوامل الطلب و العرض، كما يستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات بعمولة، و هو في الغالب أحد الأعضاء العاملين ببورصة المستقبلات؛ غير أن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يكون بواسطة بنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة¹.

4-1- عقود المقايضة أو المبادلة: هي بمثابة : " عقد أو إتفاق بين طرفين أو أكثر يتم بموجبه تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، إذ يقوم أحد الأطراف و ليكن (أ) بالموافقة على تحمل و دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضا مليون دولار) على كل سنة و لفترة خمس سنوات و لطرف أحر (ب). بينما يدفع الطرف (ب) معدل فائدة عائم (أي معدل فائدة متغير وفق تفاعل قوى الطلب و العرض) على نفس المبلغ المحدد، أي مليون دولار لكل سنة و لمدة خمس سنوات، و ترتبط التدفقات النقدية التي تتضمن أطراف العقد في الغالب بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية² ". و الجدول الموالي يتيح توضيح أنواع المشتقات المالية و أغراضها كالتالي:

¹ - مخامرة وجدي: الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبلات، مجلة البنوك في الأردن، العدد 3 ، المجلد 19، أفريل 2000، ص 70-71.
² - عبد العال حماد: المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص 213.

الجدول رقم (II-3) أنواع المشتقات المالية و أغراضها

النوع	الغرض	نتيجة الإستخدام
عقد الخيار	- التغطية؛ - الإستثمار؛ - المضاربة.	- تفادي الخطر مهما كانت إتجاهات الأسعار. - تحقيق أعلى معدل في حالة تطور الأسعار الأعلى. - تحقيق الربح في حالة تطور الأسعار في مصلحة المضارب أو خسارة في حدود المكافأة.
العقد المستقبلي	- التغطية الكاملة؛ - التغطية بأصل مختلف؛ - المضاربة.	- تفادي الخطر كلية مهما كانت إتجاهات الأسعار؛ - تفادي الخطر جزئيا مهما كانت إتجاهات الأسعار؛ - تحقيق الربح في حالة تطور الأسعار في مصلحة المضارب.
العقد الأجل	- التغطية الكاملة؛ - التغطية بأصل مختلف؛ - المضاربة.	- تفادي الخطر كلية مهما كانت إتجاهات الأسعار؛ - تفادي الخطر جزئيا مهما كانت إتجاهات الأسعار؛ - تحقيق الربح في حالة تطور الأسعار في مصلحة المضارب.
عقد المبادلة	- التغطية ضد المخاطر؛ - المضاربة في العملات و أسعار الفائدة؛ - تخفيض تكلفة التمويل؛ - الإستثمار في أسواق جديدة.	- فعالة في تغطية المخاطر لمدة طويلة خاصة في العملات؛ - تحقيق أرباح معتبرة عند حدوث حادة سعر العملات؛ - الإستفادة من الميزة التي يمتلكها الطرف الثاني للعقد في أحد فروع السوق؛ - دخول أسواق عن طريق الطرف الثاني للعقد.

المصدر: الوردى خدومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية و تحقيق إستقرار المؤسسة الإقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2015، ص68.

(2)- الأدوات المستخدمة في إدارة المخاطر المتعلقة بمحفظة إحتياطي العملات الأجنبية: هنالك مجموعة من الأدوات و التقنيات التي تستخدم للتغطية من مخاطر وضع الأصول

المكونة للمحافظ الاحتياطية المحررة بالعملات الأجنبية، و جعلها في منأى عن التقلبات التي تتعرض لها سوق الصرف و الأسواق المالية الدولية، و هو ما نقوم بعرضه كما يلي:

1-2- خيارات الصرف: شراء خيار الشراء ثم ممارسته من طرف بنك مركزي، يترتب عنه: " تدفق نقدي بالعملات الأجنبية نحو الداخل، و بالمثل إذ قام بنك مركزي ببيع خيارات الشراء المشتراة و خيارات البيع المباعة هي بمثابة مراكز مغطاة بالنقد الأجنبي، لأن القيام بممارستها ينجم عنه تدفق عنه تدفق داخل بالعملات الأجنبية. و من ناحية أخرى، عند قيام بنك المركزي ببيع خيار الشراء، و إذا إشتري خيار بيع مع التنفيذ هما، يترتب عن ذلك تدفقات نحو الخارج بالعملات الأجنبية؛ و بالتالي خيارات الشراء المباعة و خيارات البيع المشتراة، هي مراكز مكشوفة بالنقد الأجنبي¹ ."

2-2- عمليات الإستبدال (سوق الصواب): Swaps de devises، هي عملية مقايضة أو مبادلة عملات الأجنبية و تتميز بكونها عملية عملية شراء أني متبوعة بعملية بيع أجل، أو العكس بالعكس. بحيث تتطلب هذه العملية إعداد و تحرير عقدين متزامنين، أحدهما عقد شراء و الآخر عقد بيع و القيمة النقدية لكل من العقدين واحدة، غير أن تاريخ إستحقاقها مختلف و يفصل بينهما مدة زمنية.

فعملية صواب هي: " عملية صرف عملات مع وعد القيام بإنجاز العملية المعاكسة في الزمن يحدد مسبقا. و على عكس المعاملات نقدا أو لأجل، حيث مستخدم أداة صواب لا يتحمل مخاطر الصرف. فهي إذن، أداة أو وسيلة ملائمة للتوظيف الطرفي لفائض العملات الأجنبية غير مطلوبة بطريقة مباشرة، فضلا عن كونها وسيلة ناجحة لتغطية المعاملات لأجل؛ و الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع يسمى بسعر المبادلة (فهو ليس سعر الصرف) أو هامش السعر الأجل. كما ترتبط التدفقات النقدية للمتعاقدين بأداء الدين المترتب عليهم وفق معدلات فائدة ثابتة أو قد يكون معدومة، أو ترتبط بقيمة العملات و لهذا هنالك نوعان من المبادلات يمكن الإشارة إليهما، مبادلات أسعار الفائدة و مبادلات الصرف² ."

¹ - صندوق النقد الدولي: الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملات الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2013، ص58.

² - عبد العال حماد: المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص213.

2-3)- المعاملات الآجلة (الصرف الآجل): هي عبارة إتفاق على القيام بشراء أو بيع مبلغ بعملة أجنبية مقابل عملة أخرى، و ذلك وفق سعر صرف و متفق عليه غير قابل للمراجعة أو التعديل و نهائي يستحق في تاريخ لاحقاً.

إذ يترتب عن إنجاز عقد الصرف الآجل تثبيت حالة التعاقد بسعر صرف مستقبلي، أي تجسيد و إلغاء خطر الصرف عند نشأة العقد من خلال تثبيت سعر الصرف، و بالتالي تحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل إنجاز مبادلة العملات الأجنبية (أي قبل القيام بعملية التسديد عند وقوع تاريخ الإستحقاق). و في الغالب يكون سعر الصرف مختلف عن سعر الصرف العاجل، إلا في حالات نادرة. و في حالة الفرق بين السعرين موجب فيسمى ب REPORT ، و عندما يكون سالب يسمى ب DEPORT، و بالتالي يمكن صياغة المعادلة التالية:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{REPORT} \text{ أو } - \text{DEPORT}$$

كما تتبادل الأطراف المتعامل على مستوى السوق الآجل العملات وفق قاعدة التسديد عند تاريخ لاحق، و الذي يتم الإتفاق عليه و تحديده بين الأطراف المنجزة للمعاملة بخلاف سوق النقد. فعملية التغطية الآجلة، هي إبرام عقد أو الوصول إلى إتفاق مغلق بين طرفين لإستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي، و على أساس سعر صرف آجل يتم الإتفاق عليه؛ بالإضافة على ذلك، الإتفاق على تحديد السعر و تاريخ التسليم و مبلغ العملتين موضوع التعامل و هذا في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة.

فاللجوء لعملية التغطية الآجلة، يكون بفعل الرغبة في تحييد و إبعاد حالة عدم التأكد و تجنب التعرض لأثار تقلبات أسعار صرف العملة المحددة في الصفقة، على إمتداد تاريخ العقد المبرم و تنفيذ تعليمات الدفع و السداد. و عليه يمكن معرفة و حساب سعر الصرف الآجل يوم تحرير عقد الصرف الآجل إستناداً إلى:

- سعر الصرف الفوري (Spot) السائد في السوق يوم الإتفاق و توقيع عقد الصفقة.
- سعر الصرف المترتب على عاتق المؤسسة في حالة إقتراض قيمة العملة التي يتم السداد بها عند وقوع تاريخ إستحقاق العقد الآجل.
- سعر الفائدة الممكن الحصول عليه من طرف العميل في حالة إدع العملة التي إشتراها لفترة العقد الآجل.

2-4)- عمليات الصرف نقداً (المعاملات الجارية): أين يتم مبادلة عمليات الصرف العاجلة، بحيث تستلم العوامل (الأطراف) الإقتصادية العملات المتفاوض بشأنها بعد يومين من عمل السوق نقداً (Spot) من تاريخ معاملة الصرف، و تتم المبادلة عادة. على أساس حركة تمس

حسابي البنوك مع تحديد أسعار العملات في غالبية المراكز المالية بشكل مبهم؛ حيث تقدم معدل الصرف بسعر الواحدة الواحد من العملات الأجنبية مقابل ما تساويه من العملة المحلية.

2-5) - عمليات المقاصة: هي من الأساليب الأكثر شيوعا و إستخداما لتسوية الحقوق و الإلتزامات القصيرة الأجل، حيث " يتم نظم المقاصة لتصفية الحقوق و الإلتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر و بعملات مماثلة، إذ لا يظهر إلا الرصيد الصافي و تتخذ عمليات المقاصة شكل ثنائي أو جماعي.

و تكون المقاصة ثنائية عندما يتعلق الأمر بشركتين أو مؤسستين بينهما صفقات ذات طابع تجاري متبادلة، حيث تتم هذه الطريقة بشكل إذ كان زمن العمليات و تواريخ إنجاز الدفع و التسديد متماثلة، أو تتم من خلال إيداع عملات أو تسليف في حالة تفاوت بالنسبة للمدد و تواريخ السداد و الدفع¹ ". و من مزايا نظام المقاصة، ما يلي:

- إمكانية تحديد و تشخص مخاطر المتعلقة بالعمليات الأجلة.

- تجنب العملات المختلفة.

- إجراء تحويل مماثل للقيم المتوازية.

3) - أدوات إدارة المخاطر المتعلقة محفظة الذهب النقدي: نظرا لكون الذهب من المعادن النفيسة و قابليته للتحويل إلى سيولة و الإستخدام كوسيلة دفع ذات القبول العام، حيث يعد من أهم عناصر السيولة الدولية، و من ثم إستخدامه كإحتياطي من قبل البنوك المركزية و كذلك المؤسسات الدولية ليكون الضمان الفعال في حالة حدوث الأزمات الطارئة؛ أو في حالة تجميد الإحتياطيات الأجنبية لأي بلد على مستوى البنوك العالمية أو من الأزمات. حيث تختلف دواعي البنوك المركزية في حيازتها للذهب النقدي بإعتباره ملجأ آمنا في فترات الأزمات، و وسيلة من وسائل الأصول التي تقاوم التضخم. و لتجنب المخاطر التي قد يتعرض لها مخزون الذهب لدى البنوك المركزية، يأخذ بعين الإعتبار جملة أو مجموعة من الأدوات التي يمكن اللجوء إليها في إدارة محفظة الذهب النقدي، و التي يمكن الإشارة إليها كالتالي:

¹ - مريم آيت بارة و محمد صاري: تسيير خطر الصرف في المؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة، مجلة الباحث، عدد 14، جامعة ورقلة، 2014، ص 237.

3-1)- ودائع الذهب كأحد أدوات إدارة المخاطر: من ضمن الإجراءات السائدة في إدارة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، هو قيام السلطات النقدية بإداع السبائك التي تقع في حوزتها على مستوى بنك السبائك، و بالتالي " قد يستخدم ذلك الذهب لأغراض التداول في أسواق الذهب العالمية؛ و بقاء الملكية الفعلية للذهب المودع للسلطات النقدية المعنية مع حصولها على فائدة مقابل تلك الودائع، حيث يتم إسترجاعه عند وقوع أجال إستحقاقه. كما يكون أجال إستحقاق وديعة الذهب قصيرة الأجل، إذ تقدر بستة أشهر كحد أقصى.

فالإحتفاظ بالذهب بوصفه أصلا إحتياطيا دوليا و نقديا و أحد عناصر السيولة الدولية، يستوجب أن تنطبق على الذهب شروط الأصول الإحتياطية، أي أن تكون متاحة عند الطلب و ينبغي أن تتمتع بالقبول و الجودة العالية وفقا لتصنيف الطرف المقابل. أي إمكانية إشتراط السلطات النقدية توفر ضمانات إضافية و كافية (كالأوراق المالية) من بنك السبائك، بهدف التقليل إلى أدنى حد ممكن بالنسبة لمخاطر عدم السداد¹ ."

و يتم إقتراض الذهب على شكل " ودائع أو مبادلات مقابل تحقيق عائد من الذهب، و يظل الذهب مقيدا في دفاتر جهة الإقتراض التي قامت بتوظيف الذهب، و تتحمل مخاطر السوق الناشئة عن تحركات سوق الذهب في الإقتراض؛ بالإضافة لذلك تعتبر عملية إقتراض الذهب كمعاملة خارج الميزانية²، و يتعامل في سوق إقتراض الذهب ثلاثة مشاركين هم:

- المقرض و الذي غالبا ما يكون بنك مركزي ؛

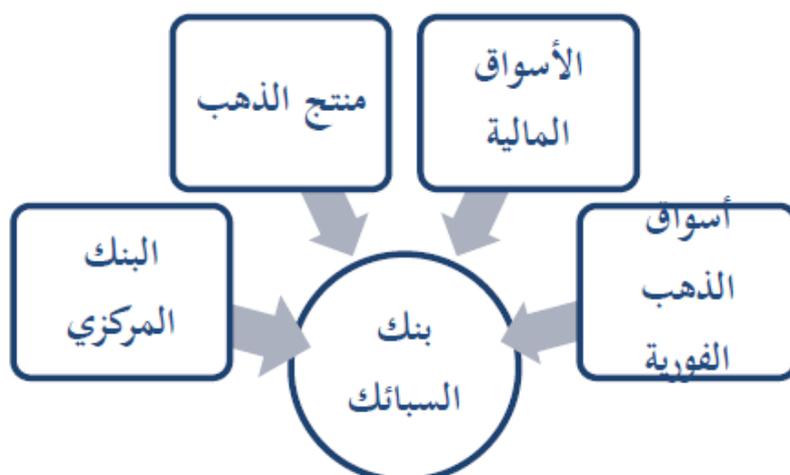
- منتج الذهب و بنك كوسيط ؛

- بنك مركزي يقرض الذهب (أو مبادلة الذهب) إلى بنوك السبائك لفترة زمنية (لا تتجاوز سنة واحدة). إذ أن الدافع وراء إقتراض الذهب من بنك مركزي، هو توليد عائد على حيازات الذهب النقدي، أو إجراء المقايضة لتعزيز السيولة بالعملات الأجنبية عند الحاجة. و الفائدة المكتسبة على الإيداع تسمى معدل الإيجار Lease rate.

¹ - صندوق النقد الدولي : الإحتياطيات الدولية و السيولة بالعملات الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، مرجع سابق، ص19.

² - صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و الإستثمار الدولي، مرجع سابق، ص32.

الشكل رقم(4-II) الأطراف المتدخلة في عملية إقراض الذهب



المصدر:

David Williams: The Gold Market, IMF, 30 june 1999, P.26-27.

و يتم تحديد سعر إيجار الذهب بناء على الفرق بين الفائدة على الأدوات و العلاوة الأجلة على الذهب، حيث تقوم البنوك المركزية على تقديم الذهب النقدي لبنك السبائك فقط و لفترة قصيرة الأجل، إذ في الغالب لا تزيد عن ستة أشهر، غير أن تلك الفترة قد تصل إلى إثني عشر شهرا.

و لا بد من التذكير هنا، بأن البنوك المركزية تقوم بإقراض الذهب إلى بنك السبائك مما يكسبها معدل التأجير (i)، أما بنك السبائك يتولى بيع الذهب المقترض من البنوك المركزية و يستثمر العائدات في السوق المالي؛ و يتحصل على معدل الفائدة في السوق (r)، و في نفس الوقت يقوم البنك السبائك بشراء الذهب من السوق الأجل بعلاوة (f)، و عمليا معدل الإيجار للذهب = $LIBOR^1 * \text{سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن} - \text{سعر الذهب الأجل السائد} * GOFO^2$.

2-3- عملية مبادلة الذهب: تستعمل عمليات مبادلة الذهب بواسطة السلطات النقدية (بنك مركزي) و هي تختلف عن ودائع الذهب، إذ هي بمثابة أحد أشكال إتفاقيات الشراء السائدة في الغالب على مستوى البنوك المركزية أو بين البنوك المركزية و المؤسسات المالية الأخرى. حيث تحدث مبادلة الذهب بالنقد الأجنبي عند سعر محدد مع الإلتزام بإعادة شراء

* - LIBOR، هو إختصار لعبارة The London Inter-Bank Offer Rate و يعني سعر الفائدة بين البنوك في سوق لندن و هو معدل الفائدة الخالي من المخاطر الدولية المستخدم على نطاق واسع.

* - GOFO، هو إختصار لعبارة The Gold Forward Offerd Rate و يعني سعر الذهب الأجل السائد، و هو المعدل الذي يقبل به أعضاء رابطة السبائك في لندن و إستعدادهم لمبادلة الذهب مقابل عملة الدولار الأمريكي.

الذهب بسعر ثابت في تاريخ لاحق محدد، مما يجعل الطرف الأصلي معرضاً لتقلبات سوق الذهب، وبالتالي تقوم السلطات النقدية بعمليات مبادلة الذهب؛ و أثناء تلك العمليات¹ تتم مبادلة الذهب مقابل النقد الأجنبي في تاريخ لاحق، بحيث يكون سعر إعادة شراء الذهب ملزماً وفق شروط العقد المبرم، و يكون سعر إعادة الشراء محدداً أثناء إجراء المعادلة الفورية. و هذا من منطلق أن عملية مبادلة الذهب تظل " الملكية الإقتصادية" للذهب هي من نصيب السلطات النقدية، و هذا برغم من أن السلطات النقدية قد تخلت عن " الملكية القانونية" بشكل مؤقت.

و يترتب عن مبادلة الذهب غالباً " تحقيق عائدات الفائدة على إحتياطي لدى البنك المركزي، و يتم القبض نقداً الذهب. و بصفة عامة، يقوم الطرف المقابل ببيع الذهب في السوق و لكنه عادة لا يتم تسليم الذهب، حيث الطرف المقابل يكون في أغلب الأحيان بنك يرغب في إتخاذ مراكز مكشوفة بالنسبة للذهب و يراهن على سعر الذهب مستقبلاً، أو عبارة عن بنك يستفيد من إحتتمالات المراجعة بين مبادلة الذهب و بيع الذهب؛ و بالتالي التعاقد على معاملة شراء الذهب في المستقبل. و من مميزات الذهب، أن منتجوا الذهب يقومون ببيعه من خلال عقود مستقبلية و أجلة من أجل تغطية إنتاجهم المستقبلي من معدن الذهب²."

3-2) - مستقبلات و خيارات الذهب: من ضمن التقنيات الحديثة التي يمكن إستخدامها في إدارة مخاطر المتعلقة بالذهب، هي العقود المستقبلية و التي يمكن توضيحها التعامل بها من خلال المثال التالي: فإذا كان بحوزة "مستثمر 100 أوقية من معدن الذهب يتخذ مركز قصير الأجل في سوق مستقبلات الذهب، و كان السعر الحاضر 291 دولار أمريكي للأوقية وفق سعر المستقبلية الذي يسلم في الشهر اللاحق عند 296 دولار أمريكي للأوقية، و هذا يعني أن المخاطر الأساسية تساوي 5 دولار أمريكي. و في حالة زيادة السعر الحاضر في اليوم التالي إلى 294 دولار أمريكي، و زيادة سعر العقد المستقبلي إلى 298.5 دولار أمريكي، فإن المخاطر الأساسية إنخفضت إلى 4.5 دولار أمريكي؛ بمعنى أن المستثمر حقق ربح ب

¹ - هنالك أساليب مختلفة يتم إستخدامها بين البلدان في معالجة عملية مبادلات الذهب، حيث تقوم بعض البلدان بتسجيل مبادلات الذهب كعمليات في الذهب، و بالتالي يظهر فيها الذهب و النقد المتبادل كفيد أصول متقابلين على مستوى الميزانية العمومية، بينما في بلدان أخرى معاملة الذهب يكون كقروض معززة بضمانات، مع الإبقاء على مطالبات الذهب مدرجة في الميزانية العمومية و تسجيل النقد المتبادل وفق قيد أصول و خصوم متقابلين في الميزانية العمومية.

² - صندوق النقد الدولي : الإحتياطيات الدولية و السيولة بالعملات الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، مرجع سابق، ص19.

3 دولارات عن كل أوقية ذهب المحفوظ به و تحمل خسارة ب 2.5 دولار أمريكي عن المركز قصير الأجل بالنسبة للعقد المستقبلي، و هذا يشير لزيادة أرباح بإنخفاض الأساس¹.

(4)- الأدوات المستخدمة في إدارة محفظة الأسهم و السندات: تلجأ السلطات النقدية أو الهيئات المكلفة أثناء إدارتها محفظة الأسهم و السندات المحررة بالعملات الأجنبية، إلى أداة مبادلات عوائد الأسهم و عقود مبادلات أسعار الفائدة، و هذا من أجل التقليل من حالة الخطر و عدم اليقين.

(1-4)- مبادلات عوائد الأسهم: Equity Swaps، هي مبادلة أو مقايضة " أحد الأطراف سعر عائد متعلق بإستثمار سهم معين، بعائد يترتب عن إستثمار سهم آخر، منها مقايضة أسعار العائد على مؤشرات أسهم مختلفة؛ أو بسعر عائد في غير الإستثمار في الأسهم مثل سعر الفائدة على أداة إستثمارية أخرى² ".
فحقيقة المبادلات في الأساس، تتمثل في إرتباط أحد الطرفين بشيء ثابت محدد و متفق عليه سابقاً، في نفس الأثناء يكون الآخر متغير. و بالتالي يكون أحد طرفي العقد متغير كالعائد المترتب على الأسهم؛ كأن يقوم أحد مدراء المحافظ الإستثمارية و الذي بحوزته مثلاً 10 مليون دولار أمريكي، بإجراء إتفاق مع أحد الوسطاء الماليين على القيام بمبادلة عوائد الأسهم، على أن يدفع مدير المحافظ الإستثمارية ما عليه من دفعات وفقاً لسعر " LIBOR " مقابل قبض مستحقته وفقاً لمؤشر " ستاندر أندبور³ " المتغير، و يكون وفق أداء الشركات التي وقع عليها الإختيار مخصوصاً منه ما يتم تحديد من قبل الوسيط كعوائد لحسابه الخاص، بحيث تكون الفائدة في حدود نسبية 0.1 % . و في حالة كون معدل العائد في مؤشر LIBOR عند 5%، و مؤشر العائد حسب مؤشر ستاندر أندبور عند 6 %، فتسوية العقد تكون وفق النحو التالي:

- يقوم الطرف الأول بالدفع للطرف الثاني: $10000000 * 0.05 = 500000$ دولار أمريكي؛

- الطرف الثاني يدفع للطرف الأول: $10000000 * 0.06 = 600000$ دولار أمريكي.

¹ - إعتصام الشكرجي و محمد العامري: إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي بإستخدام أدوات التحوط المالي دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد الثامن، العدد 23، جامعة بغداد، العراق، 2013، ص37.

² - خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا: المشتقات المالية دراسة فقهية، أطروحة دكتوراه، منشورات كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية رقم 03-32، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2013، ص145.

³ * مؤشر " ستاندر أند بور " مؤشر أسهم أمريكية ل 500 أكبر شركات مالية أمريكية، منها بنوك و مؤسسات تنشط في القطاع المالي.

و عليه تكون التسوية في صالح الطرف الأول، وبالتالي يترتب عن الطرف الثاني دفع الفرق بقيمة 100000 دولار أمريكي للطرف الثاني.

4-2)- العقود المتعلقة بمبادلات أسعار الفائدة: Interest Rate Swaps، بهدف التقليل من مخاطر أسعار الفائدة يتم أحيانا استخدام أداة إستبدال معدل الفائدة، حيث يعود ذلك إلى الرغبة في إدارة تقلبات أسعار الفائدة التي ليست ثابتة، و كونها مرنة في هيكلها الأساسي للتبادل. إذ يمكن تعريف عقود مبادلات الفائدة على أنها: " عقد بين طرفين يتفقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر متغير بأخرى مرتبطة بسعر ثابت، و تحتسب الفائدة على مبلغ محدد يتفق عليه من قبل الطرفين¹". غير أنه في معظم عقود مبادلات أسعار الفائدة، يكون هنالك طرفان:

- الطرف الأول: يقوم بدفع سعر الفائدة وفق سعر " LIBOR " و يعرف بـ
The floating- rate payer؛

- الطرف الثاني: يدفع سعر الفائدة للطرف الأول بسعر فائدة متغير مرتبط بسلعة معينة، أو بورصة مالية أو بمؤشر، أو أصل من الأصول؛ حيث يمكن للجوء للعديد من أشكال مبادلات أسعار الفائدة منها:

- مبادلة سعر فائدة ثابت بسعر فائدة متغير، و هو الأكثر شيوعا و إستخداما؛
- مبادلة سعر فائدة متغير بسعر فائدة متغير آخر.

كما يمكن أن ترتبط عقود مبادلات أسعار الفائدة بالمقبوضات، و ذلك في الحالات التي يكون فيها الطرفان مصدرين للسندات المالية، أي يقبضان فائدة محددة مقابل إصدار للسندات؛ إذ يكون لكل طرف سند مماثل قيمة للطرف الأخر. غير أن الطرف الأول يكون مرتبط بسعر فائدة ثابت، و عليه يمكن تمييز المبادلات إلى: مبادلات مقبوضات و مبادلات مدفوعات. و بالتالي الربح من عملية مبادلات هو الذي كان توقعه لأسعار الفائدة للعقد الأخر أقل، و هذا إذا كانت أسعار الفائدة متعلقة بعملة أخرى. كما أنها تتأثر باختلاف سعر الصرف الموجود بين الأصول المالية المحررة بالعملتين.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 155.

الخلاصة الفصل:

الإحتفاظ بإحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي يؤدي إلى منافع مختلفة تتمثل في مواجهة الصدمات الخارجية و عدم وقوع الآثار السلبية الناتجة عن تلك الصدمات، و ما ينجر عن ذلك من نتائج قد تؤثر على مستويات الإستهلال، و الإنتاج؛ و الإستثمار. و معنى ذلك أن هنالك إنتاجية إجتماعية لتلك الإحتياطيات المتركمة يحققها البلد من وراء إحتفاظه بحجم معين من الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية.

و النتيجة الهامة من ذلك، هي أنه يتعين أن يكون هنالك مساواة بين تكلفة الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية و العائد الإجتماعي الذي تحققه هذه الأخيرة، حتى يمكن تحديد المستوى الأمثل لهذه الإحتياطيات. فزيادة حجم إحتياطيات الصرف الأجنبي إلى مستوى يزيد عن تكلفة العائد المحقق منها، يجعلنا أمام حالة إفراط في الطلب عن إحتياطيات الصرف الأجنبي. كما أنه لا يوجد مقياس مرجعي يمكن تطبيقه على كل البلدان في تحديد المستوى الملائم لإحتياطيات الصرف، و بالتالي لكل بلد قياس المستوى الكافي حسب ظروفه الإقتصادية.

و من جهة أخرى، تحرص الكثير من البلدان على تكوين إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية، نظرا للدور الذي تلعبه تلك الإحتياطيات المتركمة في الدفاع عن سعر صرف العائم بين العملة المحلية و غيرها من العملات الأجنبية، فكلما زادت كمية الإحتياطيات بالعملات الأجنبية لدى بلد ما؛ كانت إحتتمالات المحافظة على ثبات سعر الصرف الكبيرة.

كما تسعى الإدارة الكفؤة لإحتياطيات الصرف الأجنبي، الأخذ بقيود السيولة و المخاطر في الإعتبار، حيث تستند فلسفة إدارة الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي على كل من هدف السيولة و الأمان و العائد. و للمحافظة على قيمة إحتياطيات الصرف المتركمة بالنقد الأجنبي و حمايتها من التآكل و الإستنزاف، يجب إيجاد إطار مناسب يحدد و يقدر مخاطر ممارسة عمليات الإدارة على الإحتياطيات، و يسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات و مستويات مقبولة مع السيطرة على المخاطر المالية و التشغيلية بشكل محكم و سليم.

الفصل الثالث

آليات تخصيص و توظيف إحتياطيات
الصرف الأجنبي والآثار الناتجة عنها

تمهيد:

تعاني البلدان التي تتوفر على إحتياطات صرف أجنبي عند مستويات مرتفعة، من مشاكل تأكل تلك الإحتياطات أو سوء توظيفها و إستثمارها أو حتى تخصيصها أحيانا كثيرة. حيث سوء الإدارة و التوظيف و مشكلة تخصيص الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي قد لا يعود فقط لعدم توفر الكفاءات اللازمة لذلك، بل في بعض الأحيان إلى متغيرات إقتصادية خارجية.

فعلى سبيل المثال لا الحصر، هنالك بلدان تعتمد في صادراتها نحو العالم الخارجي على مادة واحدة أو عدد محدود من المواد الأولية و السلع، و التي يتم فوترتها بعملة محددة كالدولار الأمريكي مثلا، و بالتالي فإن موجوداتها الإحتياطية بالنقد الأجنبي المتراكمة تكون أحيانا معرضة لخسائر صرف الدولار و التآكل، و ذلك نتيجة ميل عملة الدولار للإخفاض في قيمتها، و هذا ما حدث خلال السنوات الأخيرة، في حين هذه البلدان تتعامل مع وارداتها بعملة قوية مثل الأورو و التي تميل للإرتفاع في السنوات الأخيرة. و في ضوء هذه التأثيرات التي تمارس في علاقة تلك البلدان مع القطاع الخارجي، و كذلك على الأسواق المكونة للإقتصاد الكلي، فضلا على أن تمويل التنمية يعتمد في الأساس على إيرادات التصدير و الإصدار النقدي و التمويل الخارجي.

و نظرا للمستويات المرتفعة لإحتياطات الصرف الأجنبي لدى العديد من البنوك المركزية، أصبح يثير ذلك تساؤلات عديدة بخصوص إدارتها و إستثمارها وفق قواعد محددة تختلف عن الإدارة الإعتيادية للأصول المالية غير الإحتياطية، حيث يأتي هدف السيولة في مقدمتها يليه أكبر قدر من الأمان ثم هدف تعظيم الربحية، كما أن هنالك آثار قد تترتب نتيجة تركيم تلك الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

و من خلال هذا الفصل سنحاول بالدراسة و التحليل الوصول إلى معرفة البدائل الممكنة في عملية تخصيص و إستثمار الفائض من الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية، و الطرق المتبعة و الآثار الإقتصادية المترتبة في هذا الشأن، و هذا في ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: المقاربة النظرية حول توظيف و تخصيص إحتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الثاني: التجارب المميزة في توظيف و إستثمار الإحتياطات بالنقد الأجنبي دوليا.

المبحث الثالث: أثر تراكم إحتياطات الصرف الأجنبي على متغيرات الإقتصاد الكلي.

المبحث الأول: المقاربة النظرية حول توظيف و تخصيص احتياطات الصرف الأجنبي

تركيب مستويات غير مسبوقه من الأصول النقدية بالعملات الأجنبية كاحتياطات صرف، ساهم بشكل كبير في إثارة نقاشا حول إستخدام و إنفاق تلك الفوائض المالية المتراكمة في شكل أصول نقدية أجنبية خاصة لدى البلدان البترولية. فمن جهة بروز متطلبات عاجلة لإقامة التنمية، و ذلك بتخصيص و إنفاق جزء من الأصول المتراكمة بالعملات الأجنبية، في تحسين خدمات النقل و التعليم و غيرها من البنى التحتية من جهة، و الإحتفاظ بالجزء الآخر لمواجهة إحتتمالات الظروف غير المناسبة في حالة إنخفاض حصيلة الصادرات بالنقد الأجنبي أو الزيادة الطارئة في أسعار الواردات من جهة أخرى.

كما أن إمكانية تعرض موجودات الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية لمخاطر تقلبات معدلات الفائدة و سعر الصرف الأجنبي، يجبر حكومات البلدان المعنية على تنويع مجالات توظيف و تخصيص الأصول الأجنبية الموجودة تحت سيطرتها بشكل يضمن تجنب تلك الأصول بالعملات الأجنبية مخاطر السوق و مخاطر العائد. و إنطلاقا من هذه الإعتبارات سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى الخيارات المتاحة و طبيعة التوظيفات و التخصيصات الممكنة، و ذلك من خلال ثلاثة مطالب كالتالي :

المطلب الأول : الإختلاف القائم حول تخصيص و توظيف احتياطات الصرف الأجنبي

إستطاعة البلدان البترولية و بلدان الإقتصاديات الناشئة خلال العقود الأخيرة من مراكمة مستويات قياسية من النقد الأجنبي كاحتياطات صرف لديها، و التي أصبحت محل تساؤلات حول ما إذا كانت البلدان المعنية تستطيع إيجاد منافذ إستثمارية خارجية و أمنة لتلك الأصول النقدية بالعملات الأجنبية، أو توجيهها إلى مجالات إستثمارية محلية. و بالتالي المفاضلة بين إنفاق الأصول الإحتياطية المتراكمة لأهداف التنمية، أو إستثمارها في أصول أجنبية تدير عوائد مع مراعاة المخاطر الممكنة.

1 - الخيارات المتاحة لتخصيص الأصول النقدية الأجنبية المتراكمة: تنحصر خيارات الحكومات المعنية بتخصيص و توظيف الأصول النقدية الأجنبية المتراكمة لديها بين سبيلين هما، " إستثمار تلك الأصول النقدية بالعملات الأجنبية محليا أو توظيفها في أصول خارجية، حيث لكل منهما مزايا و مساوئ. فمن جهة سيؤدي إستثمار الفوائض المالية بالعملات الأجنبية في الإقتصاد المحلي إلى أن تكون عرضة لتناقص الغلة، غير أنه من جهة أخرى بالإمكان إستثمار و توظيف المالية الموجودة في شكل أصول نقدية بالعملات الأجنبية في أصول أجنبية خارجية، كسواء سندات حكومية أو مجموعة من الأصول الأخرى، مثل سندات الشركات و العقارات و ما شبههما، غير أن التوظيف و الاستثمار في هذه الأصول يتضمن مخاطر كبيرة خاصة في الفترات الحرجة مثل الأزمات المالية¹. و بهذا تكون السلطات الحكومية أمام

¹ - Hajime Takizowa, Edword Kenichi Ueda : "Are Developing countries Better off Spending their Oil weelth up front ?" IMF, working paper No.wp/04/141 (August 2004,p05,08).

معضلة الإختيار بين إنفاق الفوائض النقدية بالعملات الأجنبية لأهداف متعلقة بتحقيق التنمية، أو توظيفها و استثمارها في أصول خارجية تدير عوائد، مع الأخذ في الإعتبار إحتمال تعرض تلك الإستثمارات للمخاطر.

1-1)- إنفاق الأصول النقدية الأجنبية لأهداف تحقيق التنمية: يضاف إلى معضلة المالية العامة و أبعادها التنموية في البلدان النامية و خاصة البترولية منها، معضلة الإستعداد لعصر ما بعد نضوب البترول (سواء نضوبا طبيعيا أو إنحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة). و هذا نظرا لإعتماد هذه البلدان بشكل مطلق على تصدير البترول و المواد الطاقوية الأخرى في الحصول على العملات الأجنبية، بحيث أصبحت هذه المعضلة هاجس أمام مخططي التنمية في هذه البلدان. فإستخدام و إنفاق "جزء من العائدات البترولية الموجودة في هيئة أصول نقدية أجنبية فائضة لدى السلطات النقدية لإعتبرات التنمية، يعني العمل على تطوير البنية الأساسية اللازمة للتنمية في مختلف الجوانب الإقتصادية و غيرها، و الوصول إلى تحسين الخدمات الإجتماعية، و ذلك بالتنوع الإقتصادي، أي مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي من خلال تطوير القطاعات الإنتاجية و الإيرادات غير البترولية، و هو بمثابة هدفا معلنا من طرف جميع البلدان البترولية"¹.

كما يؤدي إنفاق و استثمار جزء من الأصول المتركمة بالعملات الأجنبية كاحتياطات نقد أجنبي في الإقتصاد المحلي، إلى زيادة حجم السيولة المحلية، مما قد " يسبب حدوث الداء الهولندي و بالتالي زيادة الطلب الكلي على السلع و الخدمات المتاجر بها دوليا و غير المتاجر بها على حد سواء، مما يترتب عن ذلك زيادة في تدفق الواردات، في حين لا يمكن تلبية الطلب الإضافي للسلع و الخدمات غير المتاجر بها دوليا، إلا عن طريق زيادة الإنتاج المحلي، و بالتالي في سبيل نجاة السلطات الحكومية من مصيدة الداء الهولندي فإنه يتعين عليها زيادة الإدخار و تركيب للأصول النقدية الأجنبية و توظيفها خارجيا. و مع ذلك يمكن تجنب البلد آثار الداء الهولندي ، إذا ما وجهت السلطات الحكومية الجزء الأكبر من إنفاق الأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي المتركمة، إلى المشاريع التنموية ذات الإنتاجية العالية و التي قد تؤثر بشكل إيجابي على القطاعات الإقتصادية الأخرى"².

1-2)- خيار توظيف و استثمار الأصول النقدية الأجنبية خارجيا: نظرا لما تشكله الكميات النقدية المتدفقة في شكل أصول أجنبية من إنعكاسات سلبية على الإقتصاديات المستقبلية لها، و من أجل " تجنب تلك الإنعكاسات و الأعراض أو ما يعرف في الأدبيات الإقتصادية بأثر المرض الهولندي، تلجأ السلطات المعنية بإدارة الإقتصاد الكلي إلى إدخار الفوائض المالي عن إحتياجات الإستثمار المحلي أو استثماره

¹ - ماجد المنيف : الطفرة النفطية الثالثة و انعكاسات الأزمة المالية العالمية ، منتدى التنمية ، مركز دراسات الوحدة العربية، 2009، ص252.

² - Daniel leigh and Jon-peter Others: "Natural-Resource depletion ,habit formation and sustainble fiscal Polic: lessons form Gabon". IMF, working paper no.06/193.

خارجيا من خلال أدوات مالية و آجال يتم تحديدها، و هذا بهدف الحفاظ على إستقرار النشاط الإقتصادي و حماية القطاع الصناعي من تداعيات أثر المرض الهولندي¹.

كما أن قابلية تعرض الأصول النقدية المتراكمة بالعملات الأجنبية للمخاطر المرتبطة بتقلبات معدلات الفائض الأجنبي، علاوة على ما تمثله تقلبات أسعار صرف و معدلات التضخم العالمي من آثار سلبية في القيم الحقيقية للأصول الأجنبية المتراكمة، بفرض على البلدان المعنية تنويع مجالات توظيف و إستثمار المحافظ الاحتياطية من النقد الأجنبي الموجودة لديها، و ذلك بإستثمار جزء من تلك الأصول بالنقد الأجنبي في أدوات و أصول مالية خارجية متنوعة بهدف التقليل من المخاطر المحتملة الوقوع.

إذ تتوزع إستثمارات الأصول النقدية الأجنبية خارجيا بين " التوظيف في السندات الحكومية و أسواق المال العالمية و الاستثمار في المجالات العقارية و غيرها، و هي الشكل الأسهل و الأكثر ضمانا نسبيا للفوائض الاحتياطية بالعملات الأجنبية²". حيث تختلف نسب كل منها اعتمادا على الإستراتيجية الإستثمارية المتبعة من طرف كل بلد (الهيئات المكلفة بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي)، و مهما بذل من جهد في سبيل التقليل من المخاطر و ذلك بتنويع مجالات الإستثمار و محافظ الأوراق المالية، إلا أنه لم يعد هذا يكفي لحماية القيمة الحقيقية للأصول النقدية من الصرف الأجنبي الموظفة خارجيا.

و في هذا الإطار يطرح موضوع إستثمار الفوائض المالية بالعملات الأجنبية محليا كبديل، إذ أن التوسع في إستثمار الفوائض المالية خارجيا قد ينطوي عليه في المدى الطويل مخاطر غير تجارية تتجاوز المخاطر القائمة في البلدان الأصلية، و بالتالي إمكانية تعرض تلك الأصول بالعملات الأجنبية الموظفة خارجيا لمخاطر خسارتها.

3-1- التسديد المسبق للدين الخارجي كإستخدام بديل للأصول الاحتياطية: لم تعد المديونية الخارجية علاقة شاذة أو طارئة في مجرى العلاقات الاقتصادية، بل " إزدادت العوامل المسببة لها مثل تقلبات العوامل المؤثرة في الدولة المدينة، و تطورت أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات في الأسواق النقدية الدولية؛ و إرتباط ذلك بتكاليف إضافية كبيرة تتحملها البلدان المدينة و خاصة النامية منها، و المتمثلة في تكلفة خدمة الدين الخارجي³".

الشيء الذي جعل حكومات البلدان المعنية ترى البديل الأفضل و المناسب لإستخدام احتياطات الصرف الأجنبي يتمثل في " تسديد الدين الخارجي، أي "التكلفة البديلة" للإحتفاظ بالأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي. فقيام بلدان بتسديد الديون الخارجية المستحقة عليه في الآجال المحددة، يجعل ذلك البلد

¹ - Hajime Takizowa, Edword Kenichi Ueda : "Are Developing countries Better off Spending their Oil wealth up front ?" IMF, working paper No.wp/04/141 (August 2004.)

² - Pierre Cadon and Joachim Coche : Strategie asset allocation for foreign exchange reserves European Central Bank, May 2004, P.01.

³ - موردخاي كرياتين : الاقتصاد الدولي محل السياسات ، ترجمة محمد ابراهيم و آخرين، دار المريخ، الرياض، الطبعة 1، 2010، ص410.

يحافظ على جدارته الائتمانية، و بالتالي توفر إمكانية لجوء البلد للإقتراض مستقبلاً بتكاليف أقل و شروط ميسرة. كما أن تكلفة الفرصة البديلة في هذه الحالة، تتمثل في تكلفة الإقتراض الأجنبي للبلد ناقص عائد استثمار الأصول الاحتياطية بالعملات الأجنبية في المدى القصير (سندات الخزينة الأمريكية عادة)¹.

1-3-1- التسديد المسبق للديون الخارجية القائمة: عملية التسديد المسبق للديون الخارجية، تتمثل في " قيام البلد المقترض بالدفع الكامل لرصيد الدين الخارجي الناشئ من علاقته الإقتصادية مع شركائه التجاريين قبل وقوع آجال التسديد المجدول سابقاً، و ذلك من خلال إعادة شراء الدين أو الدفع النقدي وفق شروط جديدة متفاوض عليها بين البلد المعني و الدائنين الخارجيين"². حيث أن القيام بشراء القيمة الإسمية لحجم الديون بخصم و القيام بالدفع المسبق، يطلق عليه إعادة الشراء و بالتالي يمكن للبلد المدين اللجوء إلى السوق الثانوي و إجراء عملية الشراء وفق سعر خصم مجدد³.

غير أن عملية إعادة الشراء للدين الخارجي القائم يتم من طرف البلد المقترض و ذلك بشراء نقدي لكامل الديون الخارجية المستحقة عليه في السوق الثانوي، و ذلك بإستخدام الأصول النقدية بالعملات الأجنبية الموجودة بحوزته، أو بالإعتماد على مصادر خارجية أخرى.

و من أجل قيام بلد ما بإجراء عملية إعادة شراء الدين الخارجي، لا بد على البلد من التوصل إلى إتفاق مع دائنيه و هذا نظراً " للأسباب التالية:

- اللجوء إلى إعادة شراء الدين الخارجي (التسديد المسبق) بإستخدام الأصول الأجنبية من النقد الأجنبي المتركمة، من شأنه يؤدي إلى تخفيض تكاليف خدمة الديون المتبقية على عاتق البلد.

- يمكن للبلدان المدينة إتباع إجراءات معينة من أجل تخفيض سعر تداول ديونها الخارجية، و هذا بهدف شراء ديونها بسعر منخفض و الذي يعتبر علاوة يمكن الحصول عليها نتيجة هذا السلوك.

و يمكن تلخيص عملية التسديد المسبق للدين الخارجي، و ذلك بقيام البلد المدين بشراء كلي أو جزئي لديونه الخارجية من المؤسسات المالية أو الجهات المقرضة له قبل وقوع آجال إستحقاقها، و هذا نظراً لرغبة البلد المعني في تخفيض رصيده من الديون الخارجية المستحقة عليه، بالإضافة لتقليص الأعباء المترتبة (أعباء خدمة الدين) و هذا من خلال إعادة شراء ديونه الخارجية و بالقيمة الإسمية لها. حيث قامت بعض البلدان بإستخدام جزء من موجوداتها الاحتياطية بالعملات الأجنبية في إعادة ديونها

¹ - leslis lipschitz: reserve adequacy, IMF institue, April2006, p11 .

² - ماهر كنج شكري و مروان عوض: المالية الدولية، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين (النظرية و التطبيق) ، مرجع سابق ، ص135.

³ - هزاع مفلح : التمويل الدولي ، منشورات حلب ، سوريا 2007 ، ص437 .

الخارجية الناشئة من علاقاتها الإقتصادية مع بلدان العالم، و تتم هذه العملية بشراء الحكومات المعنية للعملات الأجنبية من البنك المركزي مقابل ما لديها من عملة محلية¹.

و في سياق الوظيفة الأساسية للبنك المركزي مقابل كوكيل مالي للحكومة و مسئول عن إدارة دينها الخارجي و تسوية التزاماتها الخارجية، يقوم هذا الأخير بإطفاء قيمة الدين الخارجي و هذا بتحويل أرصدة نقدية بالعملات الأجنبية إلى المؤسسات و الهيآت المالية الدائنة.

فعملية التسديد للديون الخارجية لبلد ما يمكن القيام بها من خلال " إعادة شراء الدين الخارجي أو الدفع المسبق لتلك الديون وفق شروط متفق و متفاوض عليها، أي إطفاء الدين الخارجي مقابل تحويل نقدي بالعملات الأجنبية بعد إتفاق يتم بين البلد المدين و الجهات الدائنة. غير أنه عندما تنطوي عملية التسديد المسبق مقابل خصم نسبة من القيمة الإسمية للديون الخارجية القائمة، يعتبر هذا الإجراء إعادة شراء للدين الخارجي² ". كما يمكن الإشارة في هذا المضمار أن التسديد المسبق للديون الخارجية لبلد ما قد يتم بدافع الإستفادة من التحسن الحاصل في أداء الإقتصاد المحلي، أو بحافز إستغلال الظروف المواتية لأوضاع السوق الدولي، مما يسمح بتخفيض تكاليف تسيير الدين الخارجي.

1-3-2)- القيام بعملية التسديد المسبق للدين الخارجي: من الممكن لأي بلد اللجوء إلى عمليات التسديد المسبق لديونه الخارجية سواء كان ذلك لأسباب إختيارية أو إجبارية، حيث تتم هذه العملية وفق " طريقتين:

- **التسديد بالقيمة الإسمية:** مبدئياً يستطيع بلد ما أن يفاوض و يقترح على الجهات المقرضة له تسديد ديونه الخارجية المستحقة بقيمتها الإسمية، إذ تتمثل القيمة الإسمية للدين الخارجي في المبلغ المقرض مطروح منه أقساط الدين المدفوعة فعلاً، أي باقي رأس المال المستحق تسديده خلال الفترة المتبقية للدين، و التي تستحق على أساس القيمة الأصلية للدين و لا تأخذ في الإعتبار الفائدة المحددة في إتفاقية القرض سابقاً أو سعر الفائدة السائد³.

- **التسديد المسبق وفق القيمة السوقية:** بإمكان بلد ما إقتراح خيار التسديد المسبق لديونه الخارجية وفق القيمة السوقية، أو ما يصطلح عليه بصافي القيمة الحالية (Valeur actuality net)، حيث يتم إحتساب صلفي القيمة الحالية للدين الخارجي المستحق؛ و ذلك بخصم التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل خصم يساوي مجموع معدل الخصم الخالي من المخاطر بالإضافة لعلاوة الخطر السياسي، مع إمكانية أن تكون

¹ - Public Debt Strategy in Mexico, 3rd OECD-china forum on public management and government securities markets, September 2006, Beijing, China, P18 .

² - صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي ، الملحق الثاني ، مرجع سابق ، ص 205 .

³ - Club de Paris : Rapport annuel 2006, France, P17.

القيمة السوقية للديون المستحقة أقل أو أعلى من قيمتها السوقية للديون المستحقة أقل أو أعلى من قيمتها الحالية. و التي تصاغ حسب " العلاقة التالية:

$$S_t = \sum_{j=1} \frac{Q K}{(1+r)^j} + \frac{K172}{(1+r)^d}$$

تسدس القيمة الرأسمالية المقترضة تسدس الفوائد المترتبة

حيث :

Q: معدل الفائدة إبرام العقد؛

r: معدل الفائدة السائد في السوق؛

d: المدة المتبقية للعقد؛

k: رأس المال ¹ .

1-3-3)- الأسباب وراء التحول لأسلوب التسديد المسبق: عرفت عمليات التسديد المسبق للدين الخارجي

بقيادة نادي باريس إهتمام متزايد لدى البلدان المدينة و خاصة النامية منها، و هذا نظرا للأسباب التالية:

- تمكن بعض البلدان المدينة من تحقيق تحسن في وضعها الإقتصادي الصعب بفعل تنفيذها لمجموعة من الإصلاحات الإقتصادية بعد إعادة جدولتها ديونها الخارجية مع نادي باريس.

- تسجيل انخفاض في أسعار الفائدة في كلا من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا إلى أقل من 5% مع بداية سنة 2005.

- حصول زيادة (طفرة) في أسعار السلع و المواد الأساسية المصدرة و خاصة البترول، ما جعل البلدان المعنية بتصدير تلك السلع الأساسية تراكم أحجام كبير من الأصول النقدية بالعملة الأجنبية كاحتياطات صرف، و بالتالي عملة تلك البلدان على تخفيض تكلفة الفرصة البديلة للأصول الاحتياطية المتركمة لديها، من خلال الدفع المسبق لديونها الخارجية.

(2)- الإعتبارات الواجب توفرها عند تخصيص و توظيف الأصول الاحتياطية: بإعتبار الأصول الاحتياطية بالعملة الأجنبية مخزن للثروة لدى بلد ما، " فإستراتيجية تخصيص تلك الأصول ترمي إلى تحقيق أهداف طويلة الأجل، حيث تعطى فيها الأولوية لكيفيات العمل على تعظيم العائد و تدنيته المخاطر

¹- Laurent Daniel, Arnoud Manas: Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de Rachat de créances par prépaiement, Bulletin de Banque de France , N°:152, Aout2006, P46.

و بالتالي إستثمار المحافظ الإحتياطية من النقد الأجنبي، تركز على إستراتيجية تخصيص و إختيار الأصول المؤهلة بشكل يسمح بتحقيق أهداف طويلة الأجل¹. و هذا وفق " قرارات استثمارية بالنسبة لكل عملة حسب فئات الأصول الثابتة الدخل و خاصة السندات الحكومية ، و مثلتها من فئات الأصول التي تتصف بكونها آمنة و ذات سيولة عالية²". حيث تركز التوجهات لإستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي على ثلاثة معايير أو إعتبرات:

(1-2)- عنصر الأمان: يأتي عنصر الأمان من مدى حرص المكلفين بإدارة الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي على وضع إستراتيجية استثمارية مربحة و حذرة في نفس الوقت، و بالتالي مراعاة سلامة الأصول الإحتياطية المستثمرة من المخاطر المحتملة الوقوع (المحافظة على رأس المال) كهدف رئيسي و ذو أهمية قصوى، و هذا نظرا لما لهذه الأصول من دور في تعزيز السياسة الإقتصادية للبلد، أي تنفيذ العمليات الإستثمارية المتعلقة بمحافظ الأصول الإحتياطية، يتم بطريقة تحقق الحفاظ على رأس المال خلال فترة التوظيف.

فالأصول الآمنة " ينظر إليها المستثمر المتحفظ على أنها مخزن للقيمة، لذلك تكون قراراته الإستثمارية جد حساسة لعنصر المخاطرة³". و بالتالي يمكن إعتبرها شكل من أشكال التأمين في حالة حصول الإضطرابات المالية، أما بالنسبة للمكلفين بإدارة الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية و صناديق الثروة السيادية، فالأمان هو الإمكانية على مقابلة (تسوية) الإلتزامات الطارئة القصيرة الأجل، حيث يوجه الاهتمام للخطر السوقي المنخفض و السيولة العالية كشكل من أشكال توفر الأمان.

و إنطلاقا من أهمية الأخذ في الإعتبار عنصر الأمان بالنسبة للإحتياطيات الرسمية، يلجأ المكلفين بإدارة الإحتياطيات من النقد الأجنبي لاستخدام فئة الأصول الآمنة عند تخصيص المحافظ الإحتياطية، و الحرص على إعطاء أولوية ضمان سلامة الأصول الإحتياطية عن عامل السيولة أو العائد، و بالتالي إتاحة قدر كافي من الأصول بالعملة الأجنبية من أجل مقابلة (تسوية) الإلتزامات الطارئة في المدى القصير، و المرتبطة بتطورات وضعية ميزان المدفوعات و الإستقرار المالي.

حيث تحقيق الأمان و سلامة الأصول الإحتياطية يتطلب المفاضلة بين الأدوات الإستثمارية و إختيارها بشكل دقيق مع تقدير مستوى معين من المخاطر يمكن القبول بها، كما أن خيارات إستخدام و التصرف بالأصول النقدية من الصرف الأجنبي من طرف السلطات النقدية يهدف أساسا إلى الحفاظ على رأس المال و الحد من المخاطر الإنتمانية و المخاطر التشغيلية.

¹ - Lamido A.Yuguda: Strategic Asset Allocation, Waifem Regional Course on Optimising Reserves and foreign Exchange Management for Income Generation Accra, China, May 11-15, 2009, P03.

² - صندوق النقد الدولي : المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي ، سبتمبر 2001، ص 11.

³ - شقيري نوري و آخريين : إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان ، الطبعة الأولى 2012، ص 38.

1-1- مفهوم مصطلح الأصول الآمنة: من الواضح أن إمتلاك أصول مالية خالية من المخاطر قد يكون خيار صعب التحقيق، و هذا نظرا " لعدم وجود أصول يمكن الإحتفاظ بها دون تعرضها للمخاطر و تتميز بالأمان المطلق، و رغم ذلك فحيازة آمنة نظريا قد يوفر للمستثمرين المكافئات المرغوبة و ذلك بحكم كونها خالية إلى حد ما من المخاطر و تحمل عوائد ثابتة، مما يخلق لديهم حالة معنوية توصف بأقل خطر. و بالتالي توفير الحماية الكاملة من إحتتمالات التعرض للمخاطر الإئتمانية، المخاطر السوقية، و مخاطر العملة؛ بالإضافة للمخاطر التضخمية و ضمان سيولتها العالية. الشيء الذي يجعل إمكانية تصفية المراكز المالية للمستثمرين يتم بكل سهولة و بأقل الخسائر، غير أنه في الواقع العملي جميع الأصول معرضة للخطر، و هذا يعني أن الخطر هو انعكاس للمفهوم الضمني للسلامة المتمثل في أسعار (قيمة) الأصول المالية الآمنة¹ ". كما ترتبط الأصول الآمنة عموما بوظائف ذات أهمية تتمثل في :

إستعمالها في تكوين و تشكيل محافظ البنوك المركزية و البنوك التجارية، و كذلك صناديق الثروة السيادية ... إلخ. كذلك يمكن إستعمالها كضمان تشير لقوة المركز المالي للكيان أو البلد، أو إستعمالها في التنظيم الإحترازي (تكوين رأس المال البنوك التجارية و شركات التأمين و السيولة). و يستخلص مما سبق أن الأصول الآمنة نسبيا تستجيب للمعايير التالية:

- إنخفاض درجة تعرضها لمخاطر السوق و المخاطر الإئتمانية؛

- تتميز الأصول الآمنة بالسيولة العالية؛

- محدودية تعرضها للمخاطر التضخمية؛

- إحتمال التعرض لمخاطر سعر صرف منخفضة.

و نظرا لإنخفاض درجة حساسية الأصول الآمنة للمخاطر على العموم، و من أجل الحفاظ " على قيمة الأصول بالعملات الأجنبية الموجودة في حوزتها، تحرص البنوك المركزية على إنتقاء و إختيار للأسواق و الأصول و مثيلتها وفق سياسة أكثر صارمة، بالإضافة لذلك إيجاد نظام يتم من خلاله التحكم و مراقبة العوامل المسببة في حدوث المخاطر الإئتمانية و مخاطر السوق.

و يشير صندوق النقد الدولي في تقرير الإستقرار المالي العالمي لسنة 2012، عن تصنيف و تحديد ثمانية فئات من الأصول التي يمكنها توفير السلامة "المحتملة" للمكلفين بإدارة الأصول الإحتياطية، حيث تتمثل " في:

- الدين الحكومي لبلدان منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية OECD، و المصنف في AAA/AA؛

¹ - IMF: Global Financial Stability Report safe assets: financial system cornerstone, April2012, P10.

- الدين الحكومي لبلدان منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية OECD ، و المصنف في A/BBB؛

- الديون فوق النطاق الوطني؛

- الديون المتعلقة بوكالات دولة الولايات المتحدة الأمريكية؛

- ديون فئات الأوراق المالية التي تتصف بكونها مدعومة بالرهنات العقارية للولايات المتحدة الأمريكية؛

- الديون المتعلقة بالشركات المصنفة من الدرجة الإستثمارية؛

- الذهب النقدي¹ .

2-2- سيولة الأصول : يتحقق مبدأ سيولة الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية من خلال إستثمار الأصول النقدية من الصرف الأجنبي الفائضة عن الحاجة في صكوك مالية قابلة للتداول، و التسييل إلى نقد أجنبي و بأقل الخسائر. حيث يتم تداول تلك الصكوك و الأدوات الإستثمارية و تصنيفها فوراً، و هذا من خلال الإستثمار في أدوات مالية مناسبة لهيكل عملة ميزان التسوية، و مدفوعات البنك المركزي و الحكومة أي تسوية جميع الإلتزامات الحاضرة و المستقبلية في نفس الوقت، و التي تتمثل في ضمان تمويل الإختلالات الطارئة لميزان المدفوعات، و كذلك تفادي القيام بالتعديلات الحادة لسعر صرف العملة المحلية.

كما يعول على البنوك المركزية " بكونها مؤسسات مالية قادرة على توفير السيولة اللازمة بالعملات الأجنبية، و بالشكل الكافي و بأقل التكاليف من أجل الوفاء بالإلتزامات الخارجية عند وقوع آجال التسديد"². و للحفاظ و تأمين السيولة بالعملات الأجنبية عند مستويات كافية، يتطلب الأمر إستثمار الأصول النقدية من الصرف الأجنبي بشكل أساسي في فئة الأوراق المالية و الأسواق الأكثر نشاط.

فالموجودات السائلة المتاحة بالعملات الأجنبية أو ما يسمى بالسيولة الدولية، إذ من البديهي لها دور هام في النظام المالي و إستقراره، و يشار إليها بالأصول المالية و التي يمكن إستخدامها بسهولة في تمويل المدفوعات بغض النظر عن تطورات ظروف السوق.

كما يمكن إستخدامها كضمانات مقدّمة من أجل الحصول على التمويل القصير الأجل، بالإضافة لإدارة المخاطر الإئتمانية المتعلقة بالأطراف المقابلة، خاصة التي يكون لها تصنيف إئتماني و مخاطر السوق المنخفضة؛ فهي بمثابة أصول ذات أهمية بمكان بالنسبة لإستثمارات القطاع الرسمي و المكلفين بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي و صناديق الثروة السيادية و صناديق المعاشات التقاعدية. و هذا ما

¹ - Black Rock Asset Management in Search of a new Official investment paradigm Rethinking "safety, liquidity and return" , June 2013, P09 .

² - عبد الكريم جابر العيساوي: التمويل الدولي، مدخل حديث، دار صفا للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص180.

يتجسد في ميل مديري الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية و رغبتهم في الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية الرسمية بالنقد الأجنبي في شكل أصول آمنة، و قابلة للتسييل إلى نقد أجنبي و بأحجام كبيرة بهدف التدخل عند الحاجة، مع العلم أن الكثير من صناديق الإستقرار السيادية تولي الإهتمام الكبير و التركيز على مبدأ السلامة و الحفاظ على رأس المال.

2-2-1) - ماهية السيولة: سيولة أي أصل تعني مدى سهولة تحويله إلى نقد بأقصى سرعة ممكنة و بدون خسائر مهمة عند تصفيته، حيث المقصود بدون خسائر مهمة، أن سعر بيع الأصل يكون قريبا من سعر السوق أو بالسعر العادل له. حيث يرى الإقتصادي كينز سنة 1930 أن يكون أصل الأكثر سيولة (إذ كان المؤكد تحقيقه في وقت قصير دون خسائر). و حسب الإقتصادي أهارا سنة 1995 : " السوق السائل يتم من خلال قيام المشتريين و البائعين بالتعامل و المتاجرة بسرعة دون الحاجة إلى التأثير الكبير في الأسعار ¹ ". فالسيولة بشكل عام: "السهولة و السرعة التي يمكن بها للأصل أو الموجود أن يتحول إلى نقد سائل"².

و من خلال ما سبق، نلاحظ أن التعاريف المقدمة تشير في مضمونها بقدرة السوق السائلة على إستيعاب مطلوبات و إحتياجات السيولة بكميات كبيرة، و دون حدوث تقلبات حادة، بينما حاول الإقتصادي هاريس سنة 1990 وضع تعريف عملي؛ حيث " أوضح أن مفهوم السيولة يمكن أن يتحدد من خلال ترابط أربعة عوامل تتمثل في العرض، العمق، الفورية و المرونة"³. و يمكن توضيح ذلك كالتالي:

- ينطبق وصف الفجوة أو ضيق الهامش على المحصلة بين المزايدة و أسعار العرض، بينما يقصد بمدلول العمق لكمية السيولة الموردة، حيث تقاس بالحجم المعروض و الكميات المطلوبة من العملات.

- يقصد بمفهوم الفورية إلى السرعة التي يمكن من خلالها تحقيق التعاملات التجارية الكبيرة، ففي معظم الأسواق التي تتميز بكونها مستمرة يتم تنفيذ و الإستجابة للأوامر التي تتصف بأنها صغيرة بشكل فوري، غير أنه في حالة السوق السائلة يتحمل التاجر تكاليف تأخير معتبر جراء التغيرات الحاصلة في الأسعار و ذلك نتيجة قيامه بترتيب وضعه المالي، حيث يشار إلى هذه التكاليف باسم نقص التنفيذ.

و الجدير بالذكر أن مصطلح السيولة يرتبط إلى حد ما بمفهوم " سيولة السوق و سيولة التمويل و ذلك من خلال كون:

¹ - Discussion paper on Defining liquid assets in the LCR under the draft CRR, European banking authority, 21Februri2013 , P24

² - عبد الكريم سنجار العيساوي و عبد المهدي رحيم العويدي : السيولة الدولية في ظل الأزمة الإقتصادية و المالية ، مرجع سابق الذكر، ص17.

³ - Andrew Crocgett: "Market liquidity and financial stability", banque de france-financial stability review-special issue on liquidity, N°:11, February2008 , P19.

- **سيولة السوق:** يعتبر السوق في حالة سائلة إذا كان بالإمكان القيام بقدر هائل من المعاملات خلال فترة زمنية قصيرة للغاية، و بسرعة دون أي تأثير يذكر على الأسعار و بأقل تكلفة، و بالتالي تقييم سيولة السوق تأخذ في الإعتبار سرعة انجاز المعاملات دون النظر إلى حجمها بالإضافة لمستوى التكاليف المنخفضة جدا.

- **سيولة التمويل:** هي قدرة الحصول على الأصول النقدية السائلة و في فترة زمنية قصيرة بالشكل و القدرة اللازمين لتحقيق متطلبات إنفاقية، حيث يتم ذلك إما عن طريق بيع و تصفية أحد الأصول، أو الحصول على تمويل خارجي مقابل تقديم أصول كضمان¹.

2-2-2)- الأصول ذات السيولة العالية الجودة: تشمل الأصول ذات السيولة المرتفعة و التي يمكن تحويلها إلى سيولة من الدرجة الأولى (نقد) في أسرع وقت و بأقل جهد و نفقة ممكنة، فحياتها تحقق هدفا مزدوجا: السيولة المرتفعة لضمان السداد و الإسترداد، وتحقيق العائد من الإستغلال. كما تعتمد على سيناريو الضبط و حجم التنقيط و الإطار الزمني.

غير أن بعض هذه الأصول أكثر توليد للعوائد المالية دون تعرضها للتخفيضات كبيرة و هذا حتى في حالات الشدة، كما أنها تتميز " بخصائص منها أساسية و خصائص مرتبطة بالسوق:

أ - **الخصائص الأساسية:** بالرغم من قدرة الأصول ذات السيولة العالية على التحول لأي شكل من أشكال الإنفاق خلال فترة زمنية قصيرة، إلا أنها تتميز بخصائص أساسية يمكن الإشارة إليها كالتالي:

- **إنخفاض المخاطر ذات الصلة بالإنتمان و السوق:** كون الأصول ذات السيولة المرتفعة و الجودة العالية أصولا قابلة للتحويل إلى نقد بسهولة و سرعة كبيرة، و تتميز الهيئات المصدرة لها بدرجة إنتمانية مرتفعة، مما أعطى دعما أساسيا لتعزيز قوة سيولة هذه الأصول، الشيء الذي جعل درجة حساسية تلك الأصول لتقلبات السوق و المخاطر التضخمية منخفضة، بالإضافة لإمكانية تقييدها بعملات قابلة للتحويل بأقل مخاطر صرف أجنبي ممكنة، لذلك تكون هذه الأصول أكثر سيولة و جودة.

- **سهولة القيام بالتقييم:** عملية تداول الأصول ذات الجودة العالية تجعل من هذه الأخيرة قابلة للتحويل إلى سيولة بكل سهولة، إذ بقدر ما تكون الأصول القابلة للتداول بسرعة أكبر بقدر ما تكون درجة سيولتها مرتفعة، و بالتالي حصول إمكانية الإتفاق بين المتدخلين في السوق حول تقييم الأصول السائلة العالية الجودة بكل سهولة و دون افتراضات قوية، مع توفر المعلومات المتعلقة بمداخلات و صيغة التسعير بشكل كافي للجمهور و المتدخلين في السوق.

¹ - Claudio Bozio, FX reserve management: elements of a framwork, BIS paper N°: 38, march2008; p04.

- إنخفاض درجة الارتباط مع الأصول الخطرة: بما أن الأصول العالية الجودة تتمتع بدرجة مرتفعة من السيولة مقارنة بمثيلاتها و بالتالي لا ينبغي ربطها بفترة الأصول أكثر عرضة للمخاطر.

- **مدرجة في سوق أكثر تطوراً و معترف به:** تعتبر أسواق الصرف الأكثر نشاطاً من غيرها، و هذا لتطابق الأدوات المتداولة فيها، و اقترابها من المنافسة الكاملة و اعتمادها على وسائل إتصال متنوعة و متطورة، خاصة في مجال التحويلات الإلكترونية، مما يعطي أكثر شفافية عن العمليات المتعلقة بالأصول المتداولة.

ب - **الخصائص المرتبطة بالسوق:** يعتبر سوق المال، الإطار التنظيمي الذي يتم من خلاله مقابلة العرض و الطلب على مختلف الأدوات المالية، بما في ذلك الأصول ذات السيولة المرتفعة و الجودة العالية، غير أن ذلك يتوقف على وجود خصائص مرتبطة بالسوق يمكن إجمالها كالتالي:

- **تميز السوق بالنشاط وسعة الحجم:** سعة حجم التداول يعني وجود عدد كبير من المتدخلين في السوق و مؤشر على الحجم الكبير و المرتفع للتداول، و بالتالي يعبر ذلك على المستوى المرتفع لنشاط السوق و عمقه و دليل على تطوره.

- **إنخفاض تركيز السوق:** وجود مجموعات متعددة و متنوعة من المتدخلين لتداول الأصل الواحد، يعطي موثقية أكثر للسيولة.

- **الإتجاه نحو الجودة:** هنالك ميزة تنفرد بها الأسواق تاريخياً و هي توجه السوق عادة نحو الأصول ذات الجودة العالية و السيولة المرتفعة، و ذلك عند حدوث الأزمات النظامية¹.

2-2-3- **إقرار تحقيق العائد:** من نواتج المترتبة من عملية توظيف و إستثمار الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية، هو الحصول " على تدفق أو عائد مالي يتم قياسه بنسبة إلى حجم الأصول الموظفة. كما أن زمن حصول على العائد أمراً مهماً في الفكر المالي بسبب القيمة الزمنية للنقود. و يتجلى دور العائد على الإحتياطيات بالعملة الأجنبية، في الموازنة بين التكاليف المرتبطة بالسياسات المتبعة من طرف البنك المركزي و عملياته النقدية الخاصة بالنقد المحلي (كتكاليف التعقيم)².

بينما في حالة البلدان التي تلجأ للإقتراض من أجل بناء إحتياطيات صرف أجنبي (إحتياطيات مقترضة) يكون دور العائد على الإحتياطيات، يتمثل في تقليص تكلفة الإحتفاظ بهذه الأخيرة إلى أدنى تكلفة ممكنة. الشيء الذي يلزم إستثمار احتياطي الصرف الأجنبي في أصول مالية و حقيقية و إدارتها،

¹ - Basel III : international frame work for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for international settlement's , Décembre 2010, P05.

² - Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexander Heath: FX reserve management: trends and challenges BIS Papers N° 40, Switzerland, May 2008, P.04.

إدارة ديناميكية بهدف تعظيم العائد كأولوية في إطار قيود الأمان و المحافظة على سيولة الأصول الإحتياطية؛ و بالتالي المحافظة على رأس المال. بحيث تكون القرارات المتعلقة بإستثمار الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي تأخذ في الإعتبار أفق أسعار الفائدة و التطورات المستقبلية لأسعار الصرف لأهم العملات الأجنبية المشكلة للأصول الإحتياطية المتاحة، مع الإلتزام بضوابط سلامة و سيولة الإحتياطيات.

و تتعامل البنوك المركزية أما مشتريّة أو بائعة للعملات الأجنبية كجزء من عمليات إدارتها للموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي و تغذية حساباتها من العملات الأجنبية، كما تسعى البنوك المركزية إلى تعظيم عائد المحفظة الإحتياطية ضمن الإلتزام بقيود السيولة و الأمان، و تركيز سياسة إستثمار على التخصيص الجيد للأصول الإحتياطية؛ و ذلك بإختيار و إستخدام الأدوات المناسبة بكيفية تسمح بتعظيم العائد و تدنيه المخاطر، و هذا تماثيا مع المستجدات الحاصلة في أسواق رأس المال الدولية.

و لضمان توفر " الأصول الإحتياطية عند مستوى كافي في حالة الطلب الشديد عليها (معالجة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات)، تعطى الأولوية لمبدأ السيولة على ما عداه، و بالتالي ينعكس ذلك على القرارات الإستثمارية لمدرء الإحتياطيات؛ بحيث يكون قبولهم بأدوات إستثمارية تدير عائدات أقل، و يلي ذلك الحاجة لإدارة مدروسة للمخاطر و مراقبتها من أجل التأكد من حماية قيم الأصول الإحتياطية"¹.

غير أن تحقيق عائد مالي " من عملية إستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي يعتبر بمثابة نتائج ذات أهمية لإدارة الإحتياطيات، لذا تسعى الهيآت المكلفة بالإدارة إلى تعظيم قيمة تلك الأصول بالنقد الأجنبي ضمن حدود معقولة للمخاطر، و العمل على توفير و إتاحة خزير دائم لإحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية بشكل كافي"².

المطلب الثاني: تخصيص و تقسيم محافظ الأصول الإحتياطية إلى شرائح متعددة

عادة ما تقوم السلطات النقدية (البنك المركزي) لبلد ما بإدارة الفائض من الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية على أساس الأجل الطويل، أي إدارة الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي ضمن الميزانية العمومية للبنك المركزي وفق المدى الطويل، و ذلك بتقسيم المخزون الإحتياطي من النقد الأجنبي إلى شرائح متعددة. حيث الإدارة الإعتيادية لنمو الإحتياطيات النقدية بالعملات الأجنبية يتطلب تحديد أهداف إستثمارية لتحقيق عوائد مالية إضافية، فضلا عن دعم الثقة في سياسات إدارة النقد المحلي و سعر الصرف، و ذلك من خلال المحافظة على السيولة النقدية أمام تحدي إتخاذ أنسب القرارات بشأن تلك

¹ - أحمد بريهي العلي: الأزمة المالية الدولية الراهنة على مسار دورات الإنتمان و أسعار الأصول، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، الجامعة المستنصرية، عدد خاص بالأزمة 2009، ص48.

² - صندوق النقد الدولي: المبادئ التوجيهية لإدارة إحتياط النقد الأجنبي، مرجع سابق، ص 11.

الأهداف و إختيار المؤشر المناسب. كما أن هيكل إستثمار إحتياطات الصرف من حيث الحجم و توزيع الأصول بشكل مثالي يسمح بتوليد عوائد مالية إضافية.

(1)- تعريف الشرائح الإحتياطية: يشير مصطلح الشرائح الإحتياطية Reserves Tranching، إلى " محافظ الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي الناتجة عن عملية تقسيم و تخصيص مخزون الإحتياطات بالنقد الأجنبي، بحيث يكون تقسيم المحافظ الإحتياطية إلى شرائح وفق أهداف محددة للسيولة و الإستثمار، و متطلبات السياسة العامة. و تتضمن شرائح الإحتياطات ثلاثة محافظ هي: محفظة رأس المال، محفظة السيولة، و المحفظة الطويلة الأجل. و قد يتم إختيار عدة عملات أجنبية في تكوين محافظ الشرائح الإحتياطية أو الإقتصار على عملة أجنبية واحدة، و هذا وفقا لتركيبية المخزون الإحتياطي الأجنبي لدى البنك المركزي¹. كما يتعين وضع لكل شريحة إحتياطية محفظة معيارية (مرجعية)، مع التركيز عند تقسيم و توزيع الأصول الإحتياطية (الشرائح) على " إحتياجات المعاملات و تسوية الإلتزامات، فضلا عن توفير الثقة في الأسواق"²، بالإضافة لتوليد عائد مالي لتعويض تكلفة الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي. و تتطلب عملية تقسيم الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي إلى شرائح، إتباع الخطوات الرئيسية و المتمثلة في تحديد الإلتزامات المحتملة الوقوع، و تقدير الإلتزامات غير المعروفة و المبنية على التوجهات التاريخية التي يتم رصدها؛ و توجيه الإهتمام لعنصر العائد و في نفس الوقت التركيز على الأمان و السيولة.

و تتجلى أهمية الإعتبارات المتعلقة بتقسيم الإحتياطات إلى شرائح في تحديد بشكل واضح الآفاق الإستثمارية، الإلتزام بمتطلبات السيولة، السامح و القبول بالمخاطر، و إعتبارات تحقيق العائد.

ففي حالة توفر مخزون الإحتياطات من النقد الأجنبي بأحجام قد تكون قليلة، تلجأ " البنوك المركزية لإستثمار موجودات الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية و ذلك بالتركيز على إعتبارات السيولة، إستنادا إلى تقييم الحاجة للسيولة عند الطلب و التدخل في سوق الصرف؛ حيث يتمثل الهدف الإستثماري لهذه الوضعية في المحافظة على رأس المال المتراكم في المدى القصير، و عادة يتم إستثمار محافظ الأصول الإحتياطية في هذه الوضعية في أدونات الخزينة لفترة زمنية تقدر بـ ثلاثة أشهر. و مع تسجيل زيادة في موجودات الأصول الإحتياطية المتراكمة بالعملات الأجنبية، يتحول تركيز البنوك المركزية لكيفيات الوصول إلى تعظيم العائد من إستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية، بدلا من التركيز على كيفيات الحفاظ على رأس المال"³. بالإضافة لكيفيات الزيادة في تحقيق العائد من خلال التوظيف في

¹ - Lamido A. Yuguda: STRATEGIE ASSET ALLOCATION,op-cit-P.07.

² - Angelika LAGERBLOM: La gestion des reserves de change et ses conséquences pour les marchés, Bulletin de la Banque de France, N° 148 , Avril 2006,P.44.

³ - Carine Abdelnour: Managing the Growth in international reseves-establishing investment objectives ,Asset allocation and Benchmark selection, managing the Growth papers and proceedings,DIC2007, P307.

أذونات الخزينة لثلاثة أشهر مع الحفاظ على رأس المال، بإعتباره يبقى هدف ذات أهمية بالغة بالنسبة للسلطات النقدية.

و في حالة استمرار الزيادة في تراكم إحتياطات الصرف بالنقد الأجنبي، تنتقل البنوك المركزية في تركيزها على المدى الطويل (الإستفادة من الظروف في توطيد الثروة الوطنية)، حيث عند هذا المستوى من إحتياطات الصرف الأجنبي؛ تتجه سياسة البنوك المركزية نحو الإستثمارية في الأوراق المالية الطويلة الأجل، و فئة الأصول المختلفة المتضمنة أدوات مالية تتميز بثابت العائد، و بعد ذلك الإستثمار في البدائل الممكنة كأسهم الشركات الممتازة، العملة؛ مجال العقارات و صناديق التحوط.

و بعد تحديد الخطوات المتعلقة بالأهداف و تقرير و إختيار البدائل و الوسائل لمواجهة المخاطر (إتخاذ القرار)، تستطيع البنوك المركزية وضع الحدود الكفوءة الخاصة بكل شريحة إحتياطية، و إجراء الإختيار بين المخاطر و العائد الممكن تحقيقه؛ و بالتالي يصبح لكل شريحة حدود كفاءة مختلفة و هذا بفعل القيود الضمنية أو الإلتزامات المستحقة، بالإضافة للإختلاف في الأصول المشكلة لكل شريحة، و هذا نظرا لإختلاف الحاجة لأصول تناسب الإلتزامات المستحقة لكل شريحة إحتياطية.

(2)- التقسيم المقدم من طرف 2012 Stefan lecher,Neil Olympio and Max Castelli:
حسب هذا المقترح يمكن " تقسيم الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي المتاحة إلى ثلاثة أصناف من الشرائح الأساسية:

(1-2)- صنف شريحة الإحتياطي: تتميز هذه الشريحة بكونها محفظة تقليدية مشكلة من موجودات الأصول الإحتياطية وفق سلة عملات متاحة لدى البنوك المركزية في الظروف العادية، و هذا من أجل تحقيق هدف رئيسي متمثل في المحافظة على رأس المال المتراكم و ضمان توفر السيولة عند الطلب، فضلا عن تنفيذ عمليات على مستوى السوق و المحافظة على ربط العملة.

و يتم في العادة تخصيص حجم الشريحة الإحتياطية التقليدية مساوية لقيمة الدين الخارجي المستحق في المدى القصير، أي استهداف حجم إحتياطي صرف يغطي ثلاثة إلى ستة أشهر من الواردات السلعية و الخدمات، و يلاحظ في هذا الخصوص أن حجم تكوين الشريحة الإحتياطية التقليدية يكون وفق هدفين أساسيين: المحافظة على رأس المال و ضمان السيولة، بينما تعطي العائد يعتبر هدف ثانوي، و بالتالي تخصيص الأصول المتعلقة بالشريحة الإحتياطية هو تخصيص بسيط للأصول و يتمثل في النقد و السندات الحكومية القصيرة الأجل¹.

¹- UBS Global Asset Management: Newsletter for sorvering investors, june2012, Issue 3, P04.

و إنطلاقاً من أهداف تكوين الشريحة الإحتياطية التقليدية، لا بد من الإشارة " أن السعي لتحقيق هدف المحافظة على رأس المال من حيث القيمة الحقيقية للأصول يتوقف على مدى توفر الحماية ضد المخاطر التضخمية، خاصة بالنسبة للسندات المربوطة بالتضخم Inflation linked bonds¹، " زيادة على الشرائح الإحتياطية ذات التركيبة الهيكلية من عدة عملات و ضرورة حمايتها من مخاطر الصرف. و هنا يجب استخدام تحوط متحفظ للحد من مخاطر العملة، أو استخدام تحوط إنتقائي من أجل التغطية ضد مخاطر الصرف بالنسبة للعملات المقوية بأقل قيمتها.

الجدول رقم (III-1) نسبة الأوزان المقترحة لفئات الأصول المشكلة لشريحة الإحتياطي

نسبة الأوزان (%)	فئات الأصول
32%	- السندات السيادية ذات الأجل القصير
11%	- السندات السيادية الاسمية أو الحقيقية
07%	- قروض ذات الدخل الثابت
50%	- النفقات
100%	المجموع

Source: Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, UBS Global Asset Management Asset Allocation for sorereing, June2012, Issue3 ,P06.

2-2)- صنف شريحة الإستقرار: تتمثل في الأصول الممكن إستخدامها لتعويض التقلبات الشديدة الحاصلة في أسعار مصادر الثروة الأساسية و موجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي، حيث تكون هذه الشريحة الإحتياطية موضوع تحت الطلب و التصرف بها في حالة الحاجة لتدعيم و توطيد شريحة الإحتياطي. فهي بمثابة محفظة تحقق الإستقرار و أصول إضافة يمكن استخدامها في الحالات الطارئة، مثل إنخفاض أسعار السلع الأولية و آثار ذلك على البلدان المصدرة لتلك المواد الأولية، و ما يترتب عنه من تقلص في إيراداتها بالعملات الأجنبية من جراء الظروف السلبية؛ كالركود الإقتصادي و إنخفاض الطلب على المواد الأولية و مصادر الطاقة في أسواق التصدير الرئيسية، و من ثم تراجع فائض الحساب الجاري للبلدان المعنية بتصدير تلك المواد الأولية؛ حيث السعي للحفاظ على رأس المال و السيولة تبقى كأهداف رئيسية، في مقابل ذلك الوصول إلى تعظيم العوائد المالية يؤخذ كهدف ثانوي التحقيق.

أما فيما يخص تكوين فئة شريحة الإستقرار، فلا بد أن يتم تصميمها بإستخدام أصولاً أكثر ملائمة للمخاطر من أجل الحد من آثارها، و أحسن مثال على ذلك، تصميم شريحة الإستقرار لدى البلدان

¹ - لمزيد الاطلاع ، أنظر :

Werner Kramer :An introduction to inflation-linked bonds, Lazard asset management, Australia,22March2013 .

المصدرة للبتروول و مصادر الطاقة، و إلزامية ربط مزيج الأصول و العملة المثالي سلبا مع انخفاض أسعار البتروول في الأسواق الدولية.

الجدول رقم (III-2) نسب الأوزان المتعلقة بفئة أصول شريحة الإستقرار.

نسبة الوزن (%) البلدان غير البتروولية	نسبة الوزن (%) البلدان البتروولية	فئات الأصول
02%	10%	- السلع الأساسية ما عدا البتروول
80%	65%	- سندات عالمية حقيقية أو اسمية
10%	10%	- قروض ثابت الدخل
02%	05%	- الأسهم الأمريكية
01%	05%	- الأسهم العالمية
05%	05%	- النقديات
100%	100%	

Source: Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, UBS Global Asset Management Asset Allocation for sorereing, June2012, Issue3 ,P06.

2-3 - صنف شريحة الإدخار: يتميز هذا الصنف من الشرائح بكونها "محفظة إستثمارية ذات المدى الطويل الأجل، و بالتالي يناط من تشكيلها تحقيق عوائد مالية أكبر، أي تحقيق مستوى مرتفع للعوائد، و هذا إنطلاقا من العمل على إقتناص الفرصة من أجل تقليل المخاطر. إلى جانب السعي لتعظيم العائد يمكن لهذه الشريحة الاحتياطية تحقيق أهداف أخرى كضمان الإلتزامات المتعلقة بمعاشات المتقاعدين للأجيال القادمة، و توطيد تنمية الصناعات المحلية للمدى الطويل فضلا عن ضمان تقاسم الثروة بين الأجيال المتتالية¹."

أ - إنتقاء و تخصيص أصول شريحة الإدخار: ترتبط محفظة شريحة الإدخار بتحقيق أهداف أساسية مثل المحافظة على رأس المال و العمل على صيانة و تنمية ثروة الأجيال القادمة، في نفس الوقت تحقيق متطلبات السيولة بدرجة أقل، حيث أن الإتجاه الغالب في بناء شريحة الإدخار يتم من خلال إختيار فئة الأصول غير المناسبة في بناء و تصميم محافظ الاحتياطي و محافظ الإستقرار.

و لذلك تنوع الفرص الإستثمارية باللجوء لفئات الأصول المختلفة يساعد على زيادة توقعات العائد في ظل مستوى معين من المخاطر أو أقل درجة مخاطر بالنسبة لهذه المحفظة، و بالتالي تشكيل توليفات

¹ - Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli Asset Allocation for sovereign institution , UBS Global Asset management, Newsletter for sovereign investars, Issue3, June2012, P04.

مناسبة من الأسهم و الإستثمارات البديلة، قد يمكن من الحصول على معدلات مرتفعة للعائد نظرا لتحمل المخاطر العالية و المدى الإستثماري الطويل الأجل.

الجدول رقم (III-3) نسبة الأوزان المتعلقة بفئة أصول شريحة الإيدار.

نسبة الأوزان (%)	فئات الأصول
10%	- نقديات أو سندات
10%	- قروض ثابت الدخل
10%	- الأسهم العالمية
20%	- أسهم الخاصة بالإقتصاديات الناشئة
12%	- صناديق التحوط
4%	- العقارات
2%	- البنية التحتية أو القاعدية
30%	- الأسهم الخاصة
2%	- السلع
100%	المجموع

Source: Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli Asset Allocation for sovereign institution, UBS Global Asset management, Newsletter for sovereign investors, Issue3, June 2012, p07

3 -) التقسيم المقترح سنة 2014 من طرف Standard chartered bank: نظرا لإختلاف البيئة العامة التي تعد في إطارها الترتيبات و السياسات الخاصة بإستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية، فضلا عن تنوع إستثمارات أصول الشريحة الإحتياطية، سواء من ناحية الأجل أو من ناحية مكونات و تخصيص محافظها الإستثمارية، إقتراح " بنك Standard chartered سنة 2014؛ تقسيم خاص للأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية إلى شرائح وفق إطار يناسب إحتياجات و تفويضات ممنوحة للبنك المركزي. حيث يتناول هذا الإطار بالتركيز على ثلاثة شرائح تتعلق بكل من السيولة، الواردات، و الإستثمارات، و يشار من خلال الإطار لإحتياجات السيولة للبنك المركزي؛ و مدى مطابقة وضعية الأصول بالخصوم، كما يعمل المقترح على إيجاد نموذج لتوزيع الأصول و تشكيل المحفظات الإستثمارية و تنويعها على المدى الطويل، غير أن الملاحظ خلال الأزمة المالية العالمية توفر مستويات من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي تتجاوز الحد الكافي؛ أي أكثر من إحتياجات السيولة الضرورية لتغطية العجز في المدى القصير الأجل. و في ضوء ذلك، لا بد من الأخذ بالإهتمام و التركيز أكثر على الإعتبارات الإستراتيجية كضمان تدفق الواردات و الإستثمارات، و بالتالي تعتبر شريحة الإستيراد كصمام أمان بالنسبة لشريحة السيولة فضلا عن تمويل التزامات الواردات في المدى الطويل، أما شريحة الإستثمار فهي بمثابة وقف Endowment بالنسبة للأجيال القادمة¹.

¹ - Callum Henderson and Others, Rserve management: A new strategie framework, global research, Standard chartred bank, 30 April 2014, P04-05.

3-1)- صنف شريحة السيولة: تخصص هذه الشريحة لتغطية الإلتزامات المستحقة لفترة لا تزيد عن ستة (06) أشهر، حيث تعكس تلك الإلتزامات مضمون وطبيعة الخصوم و الهدف من إيجاد كل شريحة ضمن محفظة الإحتياطي، و ذلك من خلال توجيه الإهتمام و التركيز على تحديد بشكل دقيق إحتياجات السيولة و كفيات تغطية الديون المستحقة في المدى القصير الأجل؛ لذا كان تركيز المكلفين بإدارة إحتياطات الصرف بالعملات الأجنبية هو ضمان السيولة في المدى القصير وفق المعايير التقليدية المستخدمة في تقدير حجم كفاية الإحتياطات.

غير أن مختلف البنوك المركزية عبر العالم و خاصة بنوك الإقتصاديات الناشئة، عمدت للإحتفاظ و تركيب إحتياطات صرف أجنبي أكبر بكثير قياسا بهذا المؤشر التقليدي، الشيء الذي جعل تأثيرات الأزمة المالية العالمية تظهر القيود العملية بالنسبة لهذا المقياس، و بالتالي لا بد الأخذ بمقاييس جديدة أكثر تقييما لحجم كفاية الإحتياطي لشريحة السيولة، و هذا حسب توصيات بنك Standard chartered. و التي يمكن تحديده بتغطية الإستيراد لمدة ستة 06 أشهر، و غطاء للديون القصيرة الأجل 12 شهرا بنسبة 100%، فضلا عن 100% غطاء للمحفظة الخاصة بإجمالي التدفقات لمدة 12 شهرا .

3-2)- صنف شريحة الواردات: تحقيقا لتوصيات الإطار لبنك Standard chartered، يتم تخصيص" جزء من الأصول الإحتياطية بالعملات الاجنبية المترجمة لتغطية الاستيراد في المدى الطويل أي توجيه التركيز على أفق ما بين 06 إلى 12 شهرا؛ و زيادة على ذلك يأخذ في الإعتبار أيضا إتجاه حركة المعاملات التجارية. و بالتالي ضرورة تخصيص إحتياطات هذه الشريحة وفق ظروف التعامل الواردات الحالية مع توقع التغيرات المستقبلية الخاصة بالشركاء التجاريين، كما يتم إستثمار الأصول الإحتياطية في شكل أصول سائلة، بحيث تكون حالة الأصول مطابقة للتغيرات المستقبلية في وضعية الخصوم"¹.

3-3)- صنف شريحة الإستثمار: هي الشريحة الإحتياطية الجامعة ما بين" تحقيق عائد مقبول و المساهمة أكبر في نمو إجمالي العائد و الوصول لتحقيق أهداف المحفظة الإحتياطية، بحيث يكون معيار المدة أصول مقارنة بالمحافظ الإحتياطية الأخرى، مع إمكانية توظيفها و إستثمارها في أدوات مالية تناسب هدف المحفظة الإحتياطية. و بناء على ذلك قد يتم إستثمار أصول هذه الشريحة في ودائع لدى بنك التسويات الدولية، إتفاقيات إعادة الشراء، سندات الخزانة و السندات عالية الجودة الإئتمانية، بالإضافة للأوراق المالية للوكالات أو الحصول على حق الخيارات. و تتميز هذه الشريحة بكونها لا تزال أقل حجما، في حين تمثل السندات الحكومية الأصول المهيمنة من مجموعة الأصول الإحتياطية"².

¹ - Callum Henderson and others:-op-cit-P.05.

² - International Monetary Fund, long-term investars and their asset allocation ; where are they now? ,Global financial report, septembre2011 , 06-07 .

و من خصائص الشريحة الإستثمارية، الأفق الإستثماري أكبر من 12 شهر و هدف إستثماري: تحقيق عوائد متولدة في المدى الطويل، كما يتعين تخصيص الأصول المتبقية بالعملة الأجنبية بعد تقييم حساب شريحة السيولة و شريحة الإستثمارات في شكل منفصل، و هذا تماشياً مع الأفق الإستثماري، و طبيعة الأصول القابلة للإستثمار و إحتياجات السيولة. لذلك التركيز على تحقيق أعلى عائد، يعني القيام بالإستثمار في فئات الأصول تحمل عوائد مرتفعة مثل أدوات الثابت الدخل و الأسهم و العملات.

(4)- صندوق النقد الدولي و مقترح تقسيم الشريحة الإحتياطية: يتمحور هذا المقترح المقدم من طرف صندوق النقد الدولي سنة 2013، حول كفاءات تقسيم محفظة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي إلى شرائح، كفيلة بتحقيق أهداف ترتبط بإحتياجات السيولة و الإستثمار، بالإضافة لمتطلبات السياسة العامة، حيث يتم تخصيص الأصول الإحتياطية حسب هذا المقترح وفق توليفات تناسب كل شريحة.

(4-1)- صنف شريحة السيولة: يتميز هذا الصنف من الشرائح الإحتياطية بمكون أكثر سيولة و ذات مخاطر أقل، و بالتالي توفر جزء كافي و متاح من الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية يمكن إستخدامها بدون شرط أو قيد. في بعض الحالات تقوم إدارة الإحتياطيات بتقسيم و تخصيص " شريحة السيولة إلى شريحتين، إحداهما مخصصة للسيولة بينما الأخرى تخصص لإحتياجات المعاملات اليومية من أجل توفير النقد الأجنبي اللازم لتمويل تدخلات البنك المركزي لضبط سعر الصرف، أو لتلبية الطلب على السيولة من أجل تسوية الديون الحكومية و التي تتطلب حجم نفقات كبيرة بالعملة الأجنبية¹.

(4-2)- صنف الشريحة الخاصة بالإستثمار: تتسم هذه الشريحة بكونها " تخصص للإحتفاظ بالإحتياطيات من أجل توفير أرصدة مالية إضافية، حيث الإعتماد عليها يكون بدرجة أقل، و هذا نظراً للتركيز أثناء تصميم هذه الشريحة على العائد كأولوية مقارنة بهدف السلامة و السيولة. و تحت أغلب الظروف يتحدد الحجم النسبي لكل شريحة احتياطية كجزء من عملية التقييم على مدى كفاية إحتياطيات الصرف بالعملة الأجنبية، كما يكون لكل شريحة إحتياطية قاعدة معيارية بمثابة نموذج للإسترشاد في تحقيق الأهداف المحددة، بينما في بعض البلدان يستخدم ما يسمى بـ Tranching لتأمين و حماية الإحتياطيات من المخاطر المرتبطة بسعر الصرف و مخاطر السوق و ذلك من خلال الإعتماد على محفظة أصول مختارة وفق خصائص تطابق الخصوم بالعملة الأجنبية².

و على العموم، يوجد هنالك نماذج هيكلية متشابهة على مستوى البنوك المركزية، يتم الأخذ بها في عملية تقسيم و تخصيص إحتياطيات الصرف الأجنبي إلى شرائح من ثلاثة محافظ تتمثل في:

-نموذج محفظة أو شريحة مخصصة للسيولة أو شريحة الإحتياطي؛

¹ - صندوق النقد الدولي : المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي ، سبتمبر 2001 ، ص25، 26 .

² - José vinals : Revised guidelines for foreign exchange management, international monetary fund, February 2013, P27.

- نموذج المحفظة القصيرة الأجل أو مخصصة كصمام السيولة أو شريحة المتعلقة بالإستقرار؛
- نموذج المحفظة الطويلة الأجل أو شريحة الإستثمار أو شريحة المخصصة للإدخار.

المطلب الثالث: أشكال تخصيص و توظيف إحتياطات الصرف الأجنبي

قيام بلد ما بتركيم و حيازة مستويات ملائمة من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي بغرض الوصول إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها: الحفاظ على قدرة التدخل في أسواق الصرف في الحالات الطارئة و توفير السيولة اللازمة لدعم العملة المحلية و نظام سعر الصرف الثابت، فضلا عن تحييد تأثيرات الصدمة الخارجية. كما تسعى السلطات النقدية من خلال توظيف مخزون الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، إلى تحقيق عوائد مالية مع مراعاة مستويات الخطر الممكنة، حيث تتوزع توظيفات الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية بين إعادة تدوير فوائض رؤوس الأموال البترولية (البترودولار)، و التوظيف في السندات الحكومية، بالإضافة لإنشاء صناديق الثروة السيادية كوسيلة لإدارة و توظيف مخزون الأصول الإحتياطية.

(1)- إعادة تدوير فوائض رؤوس الأموال البترولية (البترودولار): لقد كان لإرتفاع أسعار البترول في السوق البترولية إلى مستويات قياسية خلال نهاية القرن الماضي و بداية القرن الحالي، و هذا نتيجة ضغط الطلب العالمي على البترول و " إنعكاس ذلك إيجابيا على حصيلة قيمة صادرات البلدان المصدرة للبترول، و تحقيق فوائض مالية كان لها الأثر الأكبر في زيادة حجم الأصول النقدية بالعملات الأجنبية الموظفة في الخارج (ليس هنالك تقديرات دقيقة للأصول المالية الإحتياطية الموظفة نتيجة السرية التي تحيط بقيمتها و أماكن توظيفها و طرق إدارتها) ¹ .

و مع " نهاية سنة 2008 تراكم لدى البلدان البترولية 500 مليار دولار أمريكي من ضمن 6000 مليار دولار أمريكي متراكمة على المستوى الدولي، في حين كان حجم الأصول الإحتياطية لدى الصين 2000 مليار دولار أمريكي. و بحلول سنة 2013 وصل حجم احتياطات الصرف لدى بلدان الإقتصاديات الناشئة و البلدان النامية 8018 مليار دولار، كما بلغ حجم إحتياطي الصرف لدى البلدان العربية بما فيها البلدان البترولية 1372 مليار دولار أمريكي ² .

كما تزامنت الطفرة البترولية الحاصلة، بظواهر و قضايا ذات أبعاد عالمية مرتبطة بأشكال التصرف بالعوائد البترولية المتراكمة في شكل أصول نقدية بالعملات الأجنبية، و ذلك بإعادة تدويرها و توظيفها في البلدان ذات العجز سواء الصناعية منها أو على مستوى البلدان النامية. حيث تولت " البنوك الكبرى عالميا مهمة إستقطاب الودائع و الأصول المالية الفائضة، ثم القيام بإقراضها للبلدان التي تعاني

¹ - علي خليفة الكوري : الطفرة النفطية الثالثة و إنعكاسات الأزمة المالية، مرجع سابق ص 291/292/293 .

² - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الاحتياطات - تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية، مرجع سابق، ص 08 .

العجز بسرعة، و بالتالي تمويل تلك الإقتصاديات و مساعدتها على التغلب على النقص في السيولة؛ أي تمكينها من إعادة ترتيب أوضاعها و توازناتها الداخلية و إستيعاب الظروف الإستثنائية¹ ."

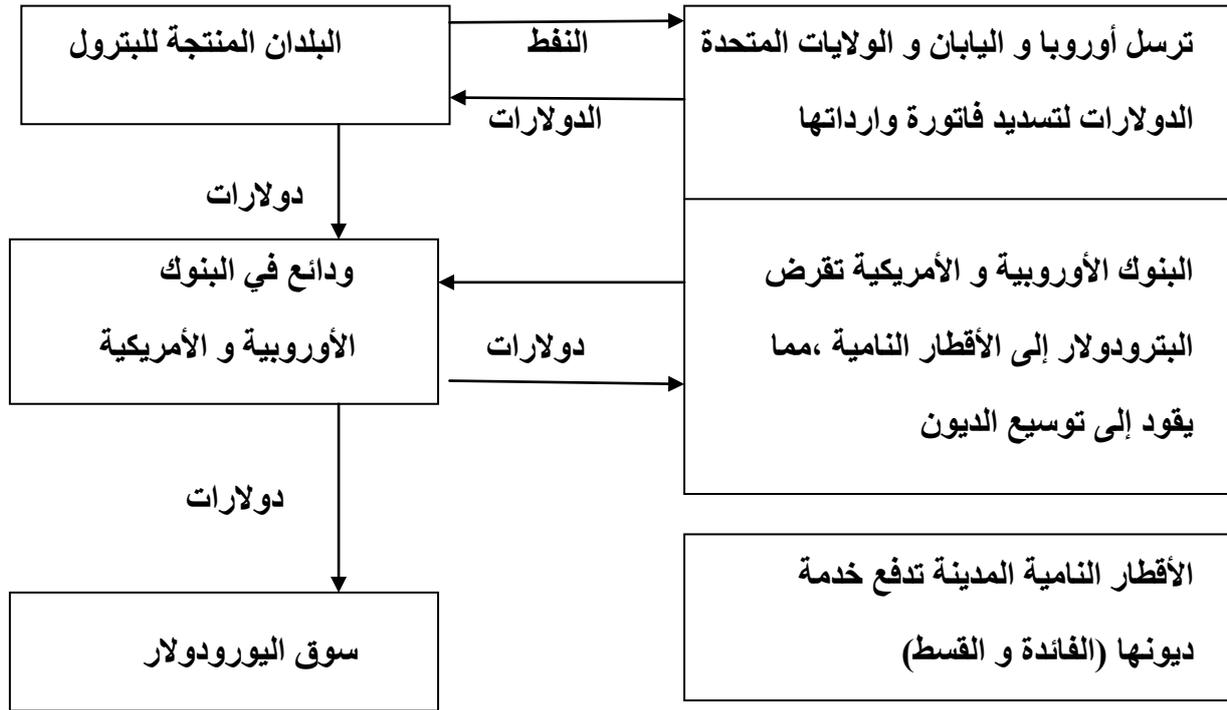
و عرفت طبيعة توظيف و إستثمار الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي (البترو دولار)، تطورات متتالية و متنوعة في أشكال توظيفاتها، حيث خصصت هذه الفوائض المالية في البداية لتوظيفات سائلة، لتتغير وجهتها نحو توظيفات طويلة الأجل و شراء أصول مالية حقيقية، غير أن الشكل الأكثر بالنسبة لتوظيف الفوائض البترولية يتمثل في الودائع البنكية. أما وجهة التوظيف الأخرى من حيث الأهمية فقد " تتركز في شراء سندات الخزينة، و تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية الوجهة المفضلة لتوظيف الفوائض المالية من خلال شراء السندات المتعلقة بالخزينة الأمريكية² ."

كما إستطاعت البنوك الأمريكية إستقطاب الفوائض البترولية في شكل ودائع بنكية، و إقراضها إلى البلدان النامية صناعيا أو حتى البلدان البترولية ذات القدرة على امتصاص السيولة الدولية و مصادر دخل غير كافية (المكسيك، فنزويلا ...).

¹ - ماهر كنج شكري و مروان عوض : المالية الدولية -العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين (النظرية و التطبيق)، مرجع سابق ص46/47.

² - وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل، لبنان، الطبعة الثانية، 2001، ص450.

الشكل رقم (III-1) آلية إعادة توظيف البترودولار



المصدر: عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، عمان، دار مجدلاوي للنشر، 1999، ص195.

1-1)- التوظيف في شكل ودائع مصرفية: يعني القيام " بتوظيف الأصول الاحتياطية بالعملة الأجنبية في صور ودائع تحت الطلب مع إمكانية إسترجاعها في الأجل القصير، و هذا تماشياً و مبدأ السيولة، حيث تشمل الودائع المصرفية؛ الأصول التي تم إستثمارها بالنقد الأجنبي على شكل ودائع لدى البنوك المركزية الأجنبية، أو على مستوى بنك التسويات الدولية و غيرها من الشركات التي تتلقى الودائع غير المقيمة¹". و مع بداية السبعينات من القرن الماضي أخذت الودائع المصرفية توسعاً بشكل أكبر في إطارها الدولي، و إنتقال جزء كبير من التخصيص للأصول الاحتياطية من شكل الذهب نحو العملات الأجنبية و التي تفيد أكثر في تعظيم العوائد و تعديلات للمخاطر.

و عملياً أصبحت إختيارات توظيف الأصول الاحتياطية بالنسبة للمكافئين بالإدارة أكثر تنوعاً، و هذا من " خلال توظيف الأصول بالنقد الأجنبي في سندات الخزينة الأمريكية و الودائع المصرفية و ذلك في محافظ الدولار الأمريكي، و خلال سنوات الثمانينات من القرن الماضي؛ عرفت الأدوات الإستثمارية الخاصة بإحتياطيات النقد الأجنبي تمديداً في آجال إستحقاقها، ما ترتب عنه تحول للإستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل و تراجع التوظيف و التخصيص في الودائع المصرفية²".

¹ - صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار ، طبعة 2006، مرجع سابق، ص114.

² - Philip D.Wooldridge: the changing composition of official reserves, BTS quarterly review, September 2006, p31.

2-1)- شهادات الإيداع البنكية الدولية Certificate of Dépist: هي بمثابة " وثيقة دين تقوم بإصدارها البنوك و المؤسسات المالية، حيث يشهد مصدرها بأنه قد تم إيداع مبلغ مالي محدد، يستحق في آجال محددة يبدأ من تاريخ إصدار الإيداع و ينتهي عند وقوع آجال الإستحقاق وفق سعر فائدة محدد¹. و تتميز شهادة الإيداع البنكية بكونها قابلة للتداول بحرية من شخص لآخر و التعامل بها يتم من خلال البنوك الكبرى. فهي إلزام مالي على عاتق البنك الذي قام بإصدارها، و ذلك بالنسبة لقيمتها الإسمية و الفوائد المترتبة عنها، و يتم إصدارها وفق طريقتين " هما:

أ- إصدارها بناء على طلب العميل الذي يحدد المبلغ و المدة، و هذا حسب شروط يتم التفاوض عليها بين البنك و المستثمر(العميل).

ب- الإصدار المعلن، حيث يقوم بإصدار شهادات الإيداع مع دعوة الجمهور الواسع للقيام بالإكتتاب، و عادة ما يتم إصدارها بالأجل القصير، أي تستحق في شهر واحد، ثلاثة شهور، أو في سنة واحدة. غير أنه فيما يخص شهادات الإيداع البنكية المتوسطة الأجل، فهي تستحق خلال سنة إلى خمسة سنوات².

و تعتبر شهادات الإيداع البنكية " من الأدوات الممتازة في السوق النقدي، و هذا نظرا لما تتمتع به من خصائص يمكن إستغلالها، خاصة بالنسبة للمكلفين بإدارة الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي³. حيث يمكن الإشارة إليها " بما يلي:

- ذات قابلية سريعة للتداول و الصرف، و هو ما تفتقر له الأدوات الإستثمارية الأخرى، مثل الودائع البنكية لأجل، كما أنه من السهل بيعها و شرائها بالكميات المطلوبة، و بالتالي توفير سيولة كافية للمستثمر عند الحاجة.

- تتميز إجراءات التسوية و المقاصة المرتبطة بشهادات الإيداع البنكي بدرجة عالية من الشفافية و ذلك من خلال أنظمة متعارف عليها دوليا في هذا المجال، مثل نظام أورو كلير Euroclear، كلير ستريم Clear Stream في أروبا بالإضافة لنظام DTC على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ - بدأ إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول لأول مرة في سوق نيويورك سنة 1961 ، و امتد التعامل بهذه الشهادة إلى سوق الأورو-دولار (حر) بلندن . و هنالك شهادة الإيداع الدولية مصدرة بالدولار الأمريكي تتداول خارج الولايات المتحدة الأمريكية و شهادة إيداع أمريكية مقومة بالدولار الأمريكي و تتداول داخل الولايات المتحدة الأمريكية. و نتيجة النجاح الذي حققه إصدار شهادات الإيداع البنكية في سوق نيويورك ، تم أول إصدار لها في لندن سنة 1966.

و في سنة 1968 تم إصدار لأول مرة شهادات الإيداع بالاسترليني. و يوجد حاليا مئات البنوك تقوم بإصدار شهادات الإيداع، و يتعامل بها في السوق الثانوي العديد من المؤسسات.

² - شقيري نوري موسى و آخرون : إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان / الطبعة الأولى 2012، ص240.

³ - ماهر كنج شكري و مروان عوض: المالية الدولية، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين (النظرية و التطبيق)، مرجع سابق، ص85-86.

- توفر درجة عالية من الأمان و عدم وجود مخاطر الودائع الصادرة عن المؤسسات المالية ذات السمعة الجيدة، غير أن هذه الأخيرة تقوم بإصدار شهادات على أساس معدلات عوائد متدنية على الإستثمار تحت هذا النمط، مقارنة بالإستثمارات الأكثر مخاطرة كالإستثمار في الأسهم و السندات المتعلقة بالشركات.

- يمكن إصدار شهادات الإيداع البنكي لأجال مختلفة تناسب مع عمليات توظيف المحافظ الإحتياطية بالعملة الأجنبية¹ .

(2)- صناديق الثروة السيادية كوسيلة لتوظيف الأصول النقدية الأجنبية المتراكمة: أدى التنامي " المتزايد و الكبير للفوائض المالية في الحسابات الجارية لموازن مدفوعات العديد من إقتصاديات البلدان الآسيوية و البلدان المصدرة للبترول، إلى تراكم سريع و بمستويات كبيرة للأصول النقدية بالعملة الأجنبية لدى البنوك المركزية للبلدان المعنية، و التي أدى إلى جدال واسع حول الأساسيات الممكن إعتماها للتعامل مع التراكمت المالية بالنقد الأجنبي المستمرة(السيادية)؛ كإدارة سعر الصرف و تحديد المستوى الأمثل الواجب الإحتفاظ به من الأصول النقدية بالعملة الأجنبية². فضلا عن سعي تلك البلدان لتحقيق أهداف مثلي كتوطيد و تعزيز العائد المترتب عن توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي، غير أن سعي البلدان المعنية من جراء تركيب الأصول المالية بالعملة الأجنبية كإحتياطيات صرف، هو الوصول لتحقيق غرضين:

" أولهما تحقيق إستقرار الموازنة العامة و تلبية أهداف محلية خلال فترات تدهور حصيله الإيرادات من جراء إنخفاض قيمة الصادرات، و ثانيا الحفاظ على جزء من تلك الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي في شكل إستثمارات للأجيال القادمة، مما جعل تلك البلدان تتبنى ترتيبات إستثمارية تسمى صناديق الثروة السيادية³. حيث واصلت صناديق الثروة السيادية " تطورها مع الإرتفاع الحاصل في أسعار البترول خلال نهاية القرن الماضي و بداية القرن الحالي، كما إمتد نشاطها ليشمل بلدان الفوائض المالية المرتبطة بفائض الميزان التجاري مثل الصين، سنغافورة و غيرها. و تسعى صناديق الثروة السيادية لتحقيق أهداف إستثمارية طويلة الأجل⁴. و إرتباطها إلى حد كبير بموضوع إدارة المالية العامة.

1-2 - تعريف صناديق الثروة السيادية: لا يوجد إتفاق عالمي على ما يمكن أن يعتبر صندوقا سياديا، لذلك إختلفت التعاريف و تعددت، فعلى سبيل المثال يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية بأنها: "صناديق أو ترتيبات إستثمارية ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، و تنشئ الحكومات

¹ - مروان عوض: دراسة تطبيقية و عملية في التعامل بالعملة الأجنبية و عمليات الإستثمار، 1985، ص199.

² - مظهر محمد صالح: صناديق الثروة السيادية تقييم أولي لتجربة صندوق التنمية العراقي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد16، 2008، ص01-02 .

³ - ماجد المنيف: صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الإيرادات النفطية، الطفرة النفطية الثالثة و انعكاسات الأزمة المالية العالمية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، نوفمبر، 2009، ص249-250 .

⁴ - عبد المجيد قدي : الصناديق السيادية و الأزمات المالية الراهنة، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر الأزمة العالمية و كفاءات علاجها من منظور الاقتصاد العربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس 13-14 مارس 2009، ص02 .

العامّة صناديق الثروة السيادية لأغراض إقتصادية كلية، و هي صناديق تحتفظ بالأصول و تتولى توظيفها و إدارتها لتحقيق أهداف مالية؛ مستخدمة في ذلك إستراتيجية إستثمارية تتضمن الإستثمار في الأصول المالية الأجنبية، و تنسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هيكلها المنظمة للجوانب القانونية و المؤسسة و ممارسات الحكومة، و هي مجموعة متغايرة الخصائص. فمنها صناديق إستقرار المالية العامة و صناديق المدخرات و مؤسسات إستثمار الإحتياطيات، و صناديق التنمية، و صناديق الإحتياطيات غير المقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة¹.

و يلاحظ من خلال التعريف، إستبعاد الأصول الإحتياطية المحتفظ بها لدى البنوك المركزية لغرض الإستخدام في حالة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات (إحتياطيات التحوط)، و أصول المؤسسات التي يرجع ملكيتها للحكومة، و صناديق التقاعد الحكومي، فضلا عن الأصول التي يتم إدارتها لفائدة الأفراد.

و حسب منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية (OECD) تعرف صناديق الثروة السيادية على أنها عبارة عن: "مجموعة من الأصول المالية المملوكة و المدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية، و الممولة إما باحتياطيات الصرف الأجنبي، أو صادرات المواد الطبيعية كالنفط مثلا؛ أو الإيرادات الضريبية و المداخيل الأخرى²."

و هذا بغرض الوصول لعدد من الأهداف مثل تنويع الأصول و العمل على تحقيق أعلى عائد من جراء توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي، و الإحتياط للتقاعد مستقبلا، و الحفاظ على مصالح الأجيال القادمة في حالة نزوب الثروات غير المتجددة؛ تحقيق إستقرار الأسعار، ترقية التصنيع، فضلا عن ترقية الأهداف ذات الطابع الاستراتيجي. و تضيف وزارة الخزانة الأمريكية على أنها: " تدار بشكل مستقل عن إحتياطيات الصرف الأجنبي³". كما يعرفها معهد ماكينزي الدولي بأنها: " تلك الممولة من إحتياطيات البنوك المركزية و تهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة⁴".

أما معهد صناديق الثروة السيادية فيشير في تعريفه على أن: " الصندوق السيادي هو عبارة عن صندوق إستثمار حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم و السندات و غيرها من الأدوات المالية، علما أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عملية الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية⁵". فحسب هذا التعريف لا يمكن إعتبار من ضمن الصناديق

¹ - Sovereign wealth fund-Generally Accepted principles and practices, the international working groupe of sovereign wealth funds, IFM, October2008, P27.

² - A.Blundell Wignall-Yu-We;Hu.Juon yermo: Sovereign wealth and prion fund issues, OECD working papers on insurance andprivate pension wo; 14n2008, OECD publishing france, P04.

³ - Lowery clay: sovereign wealth funds the international financial system, Reworks at the feser of reserve bank of sofrancisco, conference on the financial crisis revisited .

⁴ - Mekinsy Global institute :<http://www.mckinsey.com/mgi>. le14/12/2014- 21h30 .

⁵ - Sovereign wealth fund institu.what a sovereign wealth"http://www.swfinstitutue.org/swf.php".le15/12/2015-18h30 .

السيادية صناديق التقاعد الحكومية أو الشركات الإقتصادية التي تعود ملكيتها للدولة، بالإضافة لإحتياطات الصرف الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية و المستخدمة من أجل تحقيق أهداف السياسة النقدية.

و إستنادا للتعريف المذكورة، يستنتج بأن صناديق الثروة السيادية: هي بمثابة ترتيبات أو صناديق تمتلكها الحكومات، و تستثمرها في أصول مالية طويلة الأجل (من أجل تعظيم العائد و تحقيق أهداف أخرى)، فضلا على أن إدارتها تختلف عن إدارة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

2-2)- تصنيف صناديق الثروة السيادية: يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية تبعا لمصادر أصولها و المبررات الرئيسية من إنشائها، حيث يمكن تصنيفها إلى:

2-2-1)- التصنيف وفق مبررات إنشائها: يميز صندوق النقد الدولي في تقريره حول الإستقرار المالي الصادر في أكتوبر 2007، صناديق الثروة السيادية إستنادا " لمبررات إنشائها كالتالي:

أ - **صناديق إستقرار المالية العامة (Stabilization Funds):** هدفه الرئيسي يتمثل في الحفاظ على إستقرار موارد الموازنة العامة، و حماية إقتصاد البلد من تذبذبات و إنخفاض إيرادات التصدير بسبب التقلبات التي قد تحصل في أسعار السلع الأساسية (البترو و المواد الإستخراجية)، و مثال على ذلك صندوق الإستقرار المملوك لإتحاد الروسي.

ب - **مؤسسة إستثمار الإحتياطيات Réserves investment corporation:** ينشأ هذا الصنف من الصناديق لغرض القيام بإستثمار الأصول الإحتياطية المتركمة لدى السلطات النقدية، و العمل على زيادة العائد على الإحتياطيات، أي تخفيض قدر الإمكان تكلفة حيازة الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية الزائدة عن المستوى الكافي¹.

غير أنه في الغالب لا يزال يدرج أصول هذه المؤسسات الإستثمارية ضمن إحتياطات الصرف الأجنبي، و هذا نظرا لتوفر شرط ملكيتها للسلطات النقدية الرسمية. كما لا بد من الإشارة، بأن " شركات (مؤسسات) إستثمار الإحتياطيات من الصرف الأجنبي تمثل كيانات مستقلة يكمن دورها في تخفيض التكاليف المترتبة عن الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، و ذلك من خلال تحقيق عوائد مرتفعة نتيجة إتباع سياسات إستثمار في الأجل الطويلة، حيث تعتبر هذه الترتيبات المالية ضمن حيز إحتياطيات

¹ - international monetary fund: Global financial stability report "swf", October 2007, p227.

الصرف الأجنبي الرسمية لدى السلطات النقدية؛ بالرغم من طبيعة سيولتها المنخفضة و إرتفاع درجة مخاطرتها، و هذا نظرا لإختيار هذه الصناديق للعائد المرتفع بغض النظر لعنصر السيولة¹.

ج - **صناديق المدخرات للأجيال القادمة Saving funds for future génération**: الغرض من إنشائها هو تحقيق توزيع عادل للثروة غير المتجددة (مثل ثروة البترول و الغاز) بين الأجيال المتلاحقة، و ذلك بتحويل الأصول غير المتجددة إلى محافظ أصول أكثر تنوعا و التخفيف من آثار المرض الهولندي، مثال ذلك صندوق الأجيال القادمة الذي أنشأ سنة 1963 من طرف دولة الكويت.

د - **صناديق التنمية Development funds** : تتوزع مساهمات هذا النوع من الصناديق في العادة، بين تقديم المساعدة و تمويل المشروعات الإنمائية و الإجتماعية و الإقتصادية، و العمل على تعزيز السياسات المتعلقة بقطاعات الأنشطة المختلفة، و التي يمكن أن تحدث زيادات في نمو الناتج المحتمل للبلد المعني².

هـ - **صناديق احتياطات طوارئ التقاعد Pension reserve funds**: هي صناديق من شأنها القيام بغرض خاص في تغطية الإلتزامات الطارئة (الاستثنائية) غير المقيدة في الموازنة العامة بالإضافة لإعتمادها على مصادر تمويل بخلاف إشتراكات الأفراد الخاصة بمعاشات التقاعد³.

على أية حال، تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق الغرض من إنشائها، يمكن إعتباره وسيلة لتحديد و معرفة أهداف و دور تلك الصناديق، غير أنه قد يكون لصناديق الثروة السيادية أهداف متعددة و أدوار متداخلة أو قد تتغير تلك الأدوار مع مرور الوقت. حيث يمكن أن يكون إنشاء صناديق الثروة السيادية لغرض تحقيق إستقرار العائدات أو الإدخار عبر الأجيال، أو لغرض الحد من آثار العوائد المتزايدة (تزايد إيرادات تصدير المواد الأولية كالبتترول) على الإقتصاد الكلي. غير أنه؛ في حالة إرتفاع أسعار المواد الأولية الإستخراجية المصدرة مثل البترول و تراكم للفوائض المالية، يمكن أن تتحول مهام صناديق إستقرار العائدات أو الحد من آثار تزايد العائدات على الإقتصاد المحلي، إلى صناديق للإدخار و هذا بفعل التراكم المتزايد للإحتياطات بالعملات الأجنبية إلى مستويات تتجاوز الحد المطلوب و اللازم لتحقيق الإستقرار في إيرادات المالية العامة في المدى القصير.

أما فيما يخص تعدد أهداف صناديق الثروة السيادية، فهذا نابع من إختلاف جوهر التوجه و الآفاق الإستثماري المتعلق بتلك الصناديق، فضلا عن الموازنة بين العائد المتوقع و درجة المخاطر؛ و على "

¹ - مظهر محمد صالح قاسم : السياسة النقدية للعراق بناء الإستقرار الإقتصاد الكلي و الحفاظ على نظام مالي سليم ، البنك المركزي العراقي ، بغداد ، مارس 2012 ، ص167.

² - أودبيراس و آخرون : إقتصاديات صناديق الثروة السيادية - قضايا لصناع السياسات، صندوق النقد الدولي ، الطبعة العربية ، 10ديسمبر 2010 ، ص60-61 .

³ - يعتبر صندوق التقاعد لولاية كاليفورنيا Californa public employers بمثابة أقدم الصناديق السيادية القائمة ، غير أن الصندوق لا يخضع للسيطرة المباشرة للسلطات الحكومية لكاليفورنيا و بالتالي الاستفادة منه تقتصر على عمال القطاع العام دون السلطات الحكومية لكاليفورنيا ، و للإطلاع أكثر أنظر : . Ashby H.BMonk Is Caipersa Soveretgn , Number8-21 , Decembre2008,

ضوء ذلك، تتباين مناهج إدارة بالنسبة لتحقيق أهداف إستقرار المالية العامة مع توجيه الإهتمام لعنصر السيولة و تكون آفاقها الإستثمارية مرتبطة بالأجل القصيرة المدى، المقارنة بصناديق الإدخار و تمييزها باحتياجات سيولة أقل. إذ أن هنالك جزء هام من صناديق الثروة السيادية في كثير من البلدان قد تم إعادة النظر في أهدافها و إعادة هيكلتها، مع توسيع نطاق نشاطها الإستثماري. حيث أصبحت تلك الصناديق تتوجه أكثر نحو الإستثمارات الطويلة الأجل و بأدوات ذات العائد المرتفع و درجة المخاطر الأعلى، كالإستثمار في أسواق المال العالمية¹.

2-2-2)- التصنيف وفق مصادر الدخل : يتضمن هذا الصنف، صناديق الثروة السيادية ذات الأصل السلعي (و معظمها ترجع ملكيتها للبلدان البترولية)، و غير السلعي تعتمد في مصادرها على فوائض المدفوعات الجارية، حيث التصنيف وفق مصادر الدخل قد يكون أكثر دقة في معرفة طبيعة دور هذه الصناديق، و هي كالتالي:

أ - صناديق ذات الأصل السلعي Commodity Funds : يتم بناؤها نتيجة " السيولة الفائضة لدى البلدان المصدرة للمواد الأولية الإستخراجية كالبتترول، أي مصادر مواردها تتحقق أساسا من خلال الصادرات السلعية أو ضرائب تفرضها السلطات الحكومية، و يمكن أن تكون لهذه الصناديق أغراض مختلفة، كالعامل على تحقيق إستقرار إيرادات المالية العامة و الإدخار للأجيال القادمة؛ فضلا عن حجب آثار وتيرة تدفق النقد الأجنبي عن الإقتصاد المحلي، تنويع احتياطات الصرف كروسيا، أو القيام بالتنويع الإقتصادي، مثال ذلك إتحاد الإمارات العربية².

كما أن إشكالية وتيرة إستغلال الموارد الطبيعية القابلة للنضوب و العمل بمبدأ الإنصاف بين الأجيال المتعاقبة، يفرض على السلطات الحكومية المحافظة على جزء من تلك الثروات و مكانتها كحق للأجيال القادمة، و لإدخار نصيب الأجيال القادمة من الثروات المتاحة، لا بد من إحلال الموارد الطبيعية المستغلة في شكل آخر من الأصول و إستثمارها لفائدة الأجيال القادمة. و من بين صناديق الثروة السيادية المعنية بذلك، هيئة الإستثمار الكويتية و الصندوق النرويجي.

ب - صناديق ذات المصادر غير السلعي Non-Commodity Funds : هي صناديق ناتجة عن عملية " تحويل جزء من موجودات الصرف الأجنبي بالنسبة للبلدان ذات فوائض في ميزان مدفوعاتها (كالصين)، إلى أدوات إستثمارية. و ذلك من أجل تخفيض تكلفة حيازة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، أو نتيجة خصخصة أصول الشركات العمومية. و إنطلاقا من كون الشركات المخصصة هي ملكية عامة لجميع الأجيال، يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصخصة إلى الصناديق السيادية ذات الصلة، حيث يكون

¹ - S.Das Adman Mazarei, And Hanvan der hoorn :conomics of sovereign wealth funds : Issues for policy maker, international monetary, IMF publication,2010,p60.61 .

² - Helmut reisen: How to spend it commodity and non-commodity sovereign wealth funds, policy brief n°38, OECD,France,2008,P.10.

لهذه الصناديق أغراض مختلفة منها تنويع إحتياطات الصرف الأجنبي، أو القيام بالتنويع الإقتصادي و مثال ذلك دولة سنغافورة¹ .

2-3)- مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية: تختلف ظروف إنشاء و تمويل صناديق الثروة السيادية ما بين البلدان المختلفة نظرا لإختلاف الظروف الإقتصادية السائدة في كل بلد، فضلا عن القدرة الإستيعابية للإقتصاد المحلي مقارنة بحجم العائدات التصديرية المحققة، و على العموم يمكن " حصر مصادر رؤوس الأموال بالنسبة لصناديق الثروة السيادية في:

- المدخرات المتراكمة لدى بعض البلدان بفعل إقتصادياتها ذات الطابع التصنيعي الذي يركز على التنافسية التصديرية، كما هو الحال بالنسبة للصين و بلدان جنوب شرق آسيا.

- الثروة المادية المتاحة و المملوكة (مثل البترول و الغاز)، إذ تعتبر عائداتها التصديرية المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال الممولة لأكبر الصناديق السيادية، خاصة مع إرتفاع أسعار هذه السلعة الإستخراجية خلال تسعينيات القرن الماضي بفعل زيادة الطلب عليها.

- تعاضم مستويات هامة من إحتياطات الصرف الأجنبي المتراكمة لدى العديد من البنوك المركزية، مما دفعها إلى تحويل جزء من تلك الإحتياطات بالعملة الأجنبية إلى توظيفها في صناديق الثروة السيادية، و هذا بعد أن وازنت بين الإحتفاظ برؤوس الأموال كاحتياطات نقدية أو إستثمارها مقابل عوائد مالية².

2-4)- أشكال تخصيص محافظ صناديق الثروة السيادية Asset Allactims: إستنادا إلى تنوع الأهداف الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية و إختلاف استراتيجياتها المشتقة من الأهداف التي وضعت لتلك الصناديق، يتم صياغة أساليب و سياسات إدارة و تخصيصات الأصول حسب طبيعة و أهداف كل صندوق و شكل أدائه الإستثماري، كالتالي:

2-4-1)- تخصيص الأصول إستنادا لنوع الصندوق السيادي:

أ- **تخصيص الأصول الخاصة بمحفظة صندوق الإستقرار:** يمثل الهدف الأساسي "لصناديق الإستقرار السيادية، في حماية الموازنة العامة و الإقتصاد المحلي من وضع عدم إستقرار العوائد في حالة حصول تقلبات في أسعار السلع الأساسية المصدرة كالبنترول و المواد الأولية الأخرى، أي حماية الإقتصاد المحلي من آثار الصدمات الخارجية، و مثال ذلك صندوق تحقيق الإستقرار الإقتصادي و الإجتماعي لدولة الشيلي و صندوق الإستقرار النفطي لإتحاد روسية³ .

¹ - SOVEREIG WEALTH FUNDS: MARCH2013, THECIYUK RESEARCH CENTRE.

² - عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، العدد السادس، السداسي الأول، 2009، ص03-04.

³ - International Montary Fund : Global financial stability report " s w f " , Octobre 2007,P.227.

حيث يتميز الأفق الإستثماري و السيوولة لهذه الصناديق بالميل إلى التوظيف و الإستثمار في محافظ الأصول العالية السيوولة و خالية إلى حد ما من المخاطر (حساسيتها اتجاه عنصر المخاطر كبيرة)، و على ضوء هذا الإختيار في الإستثمار و التوظيف نجد تخصيصات هذه الصناديق توجه بنسبة 80% إلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، و الأوراق الحكومية المضمونة.

ب- تخصيص أصول محفظة صندوق الإدخار: أحيانا يطلق عليها صناديق الميراث أو الأجيال، حيث تعمل هذه الصناديق "على ضمان حصة من الثروة القابلة للنضوب للأجيال القادمة عن طريق تحويل الأصول غير المتجددة إلى أصول مالية أكثر تنوعا، يمكن إستثمارها في أدوات أكثر مخاطر أملا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على مدخراتها، و تتوزع تخصيصات محافظ هذه الصناديق بين التوظيف في الأسهم و إستثمارات أخرى¹."

ج- تخصيصات الأصول المشكلة لمحافظ صناديق طوارئ التقاعد: تتم عملية تخصيص حجم معين من الأموال (الموارد) الإحتياطية للتقاعد لمواجهة التدفقات التي تتحدد مستقبلا، و التي تمثل إلتزامات تقع على عاتق الموازنة العامة للبلد؛ و مثال ذلك صناديق احتياطي التقاعد لكل من أستراليا، أيرلندا، و نيوزلندا؛ و من أجل تعويض إرتفاع تكاليف التقاعد يلجأ القائمون على إدارة هذه الصناديق بالإستثمار في فئات الأسهم.

د- تخصيصات أصول محافظ شركات إستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية: توظيف و إستثمار "الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية من خلال شركات إستثمار الإحتياطيات، يهدف إلى زيادة العائد على الإحتياطيات المتاحة بالنقد الأجنبي، أي تخفيض تكلفة الإحتفاظ و حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي الزائد عن المستوى الكافي؛ أو تحقيق عوائد مالية إضافية. حيث تعتبر بلدان مثل الصين، كورية الجنوبية و سنغافورة من البلدان الرائدة في إنشاء هذا النوع من الصناديق. و للوصول إلى الهدف المتوقع، يتم تخصيص و إستثمار حصص بنسب مرتفعة من أصول محافظ هذه الشركات في شكل أسهم و إستثمارات مختلفة بديلة²."

هـ- تخصيصات الأموال المشكلة لمحافظ صناديق التنمية: نظرا لطبيعة دور هذه الصناديق في دعم مسيرة التنمية، يتم تخصيص الموارد الإحتياطية بالنقد الأجنبي المحولة لصناديق التنمية وفق أولوية تقديم المساعدة في تمويل إقامة المشروعات ذات الطابع الإقتصادي و الإقتصادي، و غالبا ما تتوجه تلك المخصصات لإنجاز البنية التحتية و تعتبر شركة المبادلة بدولة الإمارات العربية أحسن مثال على ذلك.

¹ - مهران حاتم: التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الإستقرار الإقتصادي، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، 2008، ص15.

² - International monetary funds: Global financial stability report 2011, P08.

2-4-2)- صناديق الثروة السيادية و إختيار أسلوب الإستثمار المباشر: مع النمو الهائل و المتزايد في تعبئة المدخرات و الفوائض المالية بالنقد الأجنبي، أصبح توجه " الإستراتيجية الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية نحو حيازة و إمتلاك جزئي أو الإستحواذ الكلي لأسهم الشركات الأجنبية و فروع مشروعاتها. كما تميز السلوك الإستثماري لصناديق الثروة السيادية بالعزوف و التراجع عن الإستثمار في أدوات الخزينة العامة و السندات و الأسهم المتداولة في البورصات العالمية، و هذا بعد إستفحال الأزمة المالية العالمية في أواخر سنة 2008، و إنعكاساتها على الفعل الإستثماري للصناديق السيادية"¹.

و مع حلول سنة 2013، تحول " صناديق الثروة السيادية للإستثمار في فئات الأسهم، و هذا نظرا لتوفر مجموعة من المزايا منها إمكانية الإستثمار بتكاليف إجمالية أقل، فضلا عن القدرة على السيطرة و إدارة الإستثمارات و ذلك عن طريق الإستحواذ المباشر على 07% من قيمة الإستثمار فقط، أو من خلال إمتلاك صناديق الثروة السيادية نسبة 44% من قيمة الإستثمار"².

يلاحظ أيضا تركيز صناديق الثروة السيادية في إستراتيجياتها الإستثمارية على مجال العقارات، سواء عن طريق الإستثمار المباشر أو غير المباشر حيث 87% من المخصصات للإستثمار في مجال العقار بالنسبة لصناديق الثروة السيادية تأخذ شكل الإستثمار المباشر في تجسيدها. و من المجالات الإستثمارية الأكثر جذبا لصناديق الثروة السيادية، فئات الأصول الإستثمارية المتعلقة بالإنشاءات القاعدية، و هذا نظرا لما تحققه من عوائد على الإستثمار أكثر إستقرارا في المدى الطويل، خاصة في مجالات الطاقة؛ النقل، و إنجاز المرافق العامة، بالإضافة لقطاع الإتصالات.

كما سجلت إستثمارات المتعلقة بالصناديق الثروة السيادية في مجال تنمية هياكل البنية التحتية مستويات ثابتة بداية من سنة 2012، مع زيادة الإهتمام باستخدام صناديق للتحوط و تخصيص الموارد لإستثمارها في هذه الفئات من الإستثمارات.

2-4-3)- أسلوب الإستثمار المشترك في تجسيد الإستثمارات المباشرة: تبنى أسلوب الإستثمار المشترك، أصبح من الأشكال الأكثر إستخداما من قبل صناديق الثروة السيادية في إحداث إستثمار إقتصادي أو لحيازة مشروع أجنبي، و ذلك باقتناء جزئي أو كلي لأسهم (رأس مال) المشروعات القائمة.

أ - شكل المشاريع المشتركة **Jointe Ventures**: يتمثل هذا الشكل من المشاريع في إيجاد " ترتيبات إستثمارية ذات طابع قانوني معين، و هذا بغرض القيام بصفقات إستثمارية على أساس مستمر. و من جانب آخر، فإن إيجاد هيئة أو كيان منفصل عن مالكي الأصول المكونة للمركز المالي لتلك الهيئات و

¹ - مظهر محمد صالح قاسم: السياسة النقدية للعراق بناء الإستقرار الإقتصاد و الحفاظ على نظام مالي سليم، البنك المركزي العراقي، بغداد، مارس 2012، ص166-167.

² - إن حيازة أكثر من 20% من رأس مال المشروع تؤهل صاحبها لأن يكون مساهما كبيرا بحيث يمكنه أن يكون صاحب الكلمة الأخيرة في صنع القرارات التي تخص المشروع .

المستقلة في إدارتها، قد يحرر هذه الكيانات من بعض القيود المؤسسية. حيث تتميز المؤسسات الإستثمارية السيادية بقدرة كبيرة على تخصيص الموارد المالية اللازمة لتمويل الإستثمارات و المشروعات المشتركة، لاسيما صناديق الإستثمار السيادية، و كمثل على ذلك صندوق الإستثمار المشترك (R C I F) بين كلا من الإتحاد الروسي و دولة الصين¹.

فهو بمثابة صندوق للأسهم الخاصة بغية تحقيق عوائد تنافسية من جراء الإستثمار في مشروعات، تعمل على تعزيز التعاون الإقتصادي الثنائي. حيث قيدت عمليات (R C I F) الإستثمارية في تمويل المشروعات و الإستثمارات في روسيا و بلدان رابطة الدول المستقلة، و ذلك بنسبة تصل إلى 70% من موارد الصندوق، في حين حجم التمويل المخصص للإستثمار في الصين فحدد ب 30% من موارد الصندوق.

ب- شكل المنصات Platforms: تكريسا لأسلوب الإستثمار المشترك في إقامة و تمويل المشروعات عبر الحدود الوطنية، تشارك بعض الشركات المالية و المؤسسات الكبيرة كصناديق الإستثمار السيادية، في إيجاد شكل المنصات في تجسيد المشروعات الإستثمارية المشتركة. فالمنصات هي بمثابة شراكة إستثمارية في المدى الطويل أو أقل هيكله من المشروع المشترك، حيث يقوم عدد من المستثمرين بالتهيكول ضمن نادي إستثماري، ثم القيام بتنفيذ و إدارة قراراتهم الإستثمارية.

و من أهم مزايا المنصات: توفر كم كبير من المعلومات المتدفقة للمستثمرين المشاركين، و بالتالي إمكانية إقتناص الفرص المناسبة و القدرة على المنافسة و تحقيق الصفقات الإقتصادية. و من الأمثلة القائمة في هذا المجال، الإتفاقية المنجزة بين صندوق الإستثمار المباشر الروسي و المؤسسة الكورية للإستثمار (K I C)، بحيث تعمل هذه الإتفاقية على ترقية المبادلات التجارية و تعزيز التعاون في مجال الإستثمار بين البلدين؛ و التركيز على إقامة المشروعات و تمويل الإستثمار خدمة لمصلحة البلدين.

(3)- التوظيف في السندات الحكومية: التوظيف و إستثمار " الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي في السندات الحكومية أو في أدوات الخزينة العامة دوليا، يعبر عن قرار يتعلق بإستخدام و كفيات توزيع الأصول التي تتكون منها المحافظ الإستثمارية الإحتياطية، و هي تستند في ذلك إلى معدلات الفائدة و المخاطر المتوقعة الحدوث بالإضافة للتغيرات في الثروة، مع الأخذ في الإعتبار موقف السيولة و الوضع المالي للبلد، فمنها ما يستحق في الأجل القصير و منها ما يستحق في الأجل الطويل².

(1-3)- تعريف السندات الحكومية: ينظر للسندات الحكومية على أنها " مستندات دين من أجل الحصول على موارد مالية إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو مواجهة التضخم، و تمثل هذه السندات ما تدين به

¹ - The russia-china investment fund <http://www.reif.com>

² - أديب قاسم شندي : الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص158-159 .

الحكومة لحاملي هذه السندات وفق شروط محددة، مع إلزام السلطات الحكومية بسداد قيمة السندات عند وقوع آجال إستحقاقها؛ و عادة ما تقترن بها فوائد يتم دفعها¹.

كما تشكل السندات الحكومية أهم مكون إستثماري بالنسبة لإحتياطات الصرف الأجنبي، فهي " بمثابة إقتراض يتم الحصول عليه من الأفراد و المؤسسات الرسمية كالبنوك المركزية و الصناديق الحكومية، و تختلف عن أدونات الخزينة بكونها إستثمار متوسط و طويل الأجل و قابلة للتداول و التصرف بها بالنسبة لحامليها²". و من أهم أسواق السندات الحكومية في نطاقها الدولي، نجد سندات الخزينة الأمريكية، سندات البريطانية و السويسرية؛ بالإضافة للسندات الأوروبية التي يتم إصدارها بالأورو.

3-2 - أسواق السندات الحكومية: تعتبر أسواق السندات الحكومية من الأدوات التي تتميز منذ وقت طويل بأمانها و سيولتها من غير المحتمل أن تتراجع، لهذا تفضل البنوك المركزية إستخدامها في توظيف و إستثمار موجوداتها الإحتياطية من الصرف الأجنبي، و من " أهم تلك الأسواق:

أ- سوق سندات الخزانة الأمريكية: تعتبر أضخم و أكبر الأسواق و أكثرها سيولة، و هذا في ظل دور الدولار الأمريكي كعملة إحتياط عالمية رئيسية، كما تعرف الأوراق المالية للحكومة الأمريكية بسندات الخزانة إلى جانب تميزها بدرجة إنتمانية عالية و حركة تداول (بيع و شراء) متزايدة؛ حيث يقصد بالأوراق الحكومية المستحقة في الأجل الأقل من سنة بأدونات الخزانة، بينما تستحق سندات الخزانة القصيرة الأجل في فترة تتراوح ما بين سنتين إلى عشرة سنوات، في حين تصل فترة إستحقاق سندات الخزانة الطويلة الأجل أكثر من عشرة سنوات.

ب- سوق سندات الحكومة البريطانية: تصنف على أنها سندات من الدرجة الأولى و تسمى كذلك بفئة السندات المضمونة، إذ تتألف من السندات المضمونة و المستحقة في الأجل القصير، و السندات المضمونة المستحقة في الأجل المتوسط و الطويل؛ حيث يتم تداولها على مستوى بورصة لندن للأوراق المالية، و غالبا ما تتشكل هيئات الإستثمار من المستثمرين الرئيسي للسندات المضمونة، على الرغم من أن بعض السندات المضمونة يمتلكها أفراد؛ و تتمتع هذه السوق بدرجة عالية من السيولة³.

ج- سوق سندات الحكومة اليابانية: يعود وجود " سوق سندات الحكومة اليابانية لأوائل السبعينات من القرن الماضي، نتيجة إضطراب الحكومة اليابانية إلى إقتراض مبالغ طائلة من أجل تمويل واردات البلد النفطية، كما أن حجم سندات الحكومة اليابانية يعرف تزايد مستمر، و هذا بفعل إصدار السلطات الحكومية لكميات متزايدة من السندات للتغلب على عجز الموازنة؛ و رغم أهمية سوق سندات الحكومة اليابانية،

¹ - برايان كويل : السندات الحكومية ، قسم الترجمة ، دار الفاروق ، مصر ، 2006 ، ص08.

² - الداغر محمود : الأسواق المالية ، دار الشروق ، عمان ، 2005 ، ص112-113 .

³ - جون وايت ، ترجمة خالد العامري: الإستثمار في السندات و الأسهم، دار الفارق، مصر، ص165.

غير أنها تفتقر إلى التنوع، كما يميز بين سندات الحكومة اليابانية من خلال أرقامها بالإضافة لذلك يتم إصدارها وفق تواريخ إستحقاق مختلفة¹.

د- سوق السندات الألمانية: ينظر إليها بمثابة سوق السندات الأوروبية الرئيسية، حيث هنالك إجماع على أن سندات الحكومة الفدرالية الألمانية تتميز بكونها سندات خالية من المخاطر، و تستحق في مدى يتراوح ما بين خمسة إلى عشرة سنوات.

هـ - سوق السندات الفرنسية: عادة ما تقوم الحكومة الفرنسية بإصدار فئتين من السندات، الفئة الأولى سندات الخزينة الفرنسية يقع أجال استحقاقها من 04 إلى 30 سنة، و الفئة الثانية تتمثل في أدونات و سندات الخزينة يمكن تداولها و تحدد بتواريخ 13 - 16 - 52 أسبوعا (مخصومة)، فضلا عن سندات تستحق في مدة تتراوح من سنتين إلى خمسة سنوات.

3-3- خصائص السندات الحكومية: إختيار السندات الحكومية الأنسب دوليا من أجل توظيف الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، يستلزم " التنفيذ بأقصى سرعة و بكفاءة عالية تحديد نوعية السندات محل الإختيار و بلد الإصدار؛ زيادة على معرفة الخصائص التي تتميز بها السندات الحكومية و المتمثلة في:

أ- عديمة المخاطر: تعتبر السندات الحكومية الوسائل الإستثمارية الآمنة و التي تكاد تكون خالية من المخاطر، بحيث تشكل العوائد الممكن تحقيقها على السندات الحكومية المعيار الذي تقاس عليه عوائد الإستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى. و من أكثر المخاطر التي تجعل المستثمرين أكثر حساسية و عدم الرغبة في الإستثمار و تملك للسندات الحكومية نجد عدم الوفاء، و بشكل عام تصنف أدونات و سندات الخزينة العامة ضمن الدرجة الإئتمانية الأولى و مع ذلك يمكن لهذه الأدوات الإستثمارية (السندات الحكومية) التعرض لمخاطر العملة التي تصدر بها.

ب- ذات عوائد منخفضة: ينظر إلى السندات الحكومية بكونها عديمة المخاطر و ذات عوائد منخفضة، حيث تعتبر بمثابة مقياسا لمعدلات الفائدة الأخرى، كما أن حاملي السندات الحكومية المستحقة في الأجال الطويلة بإمكانهم الحصول على مستويات عوائد تفوق مستويات عوائد السندات المستحقة في الأجال القصير.

ج- من حيث السيولة: تتميز أسواق السندات الحكومية بدرجة عالية من السيولة مع ضمان العرض المطلوب من السندات الحكومية و أدونات الخزينة، و بالتالي يمكن التخلص منها في حالة رغبة حاملها

¹ - مجدي محمود شهاب: الإتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1998، ص158.

ذلك، و هذا وفق أسعار معقولة. فضلا عن توفر لوائح ذات طابع تنظيمي تساهم في تشجيع الإستثمار و التوظيف في السندات الصادرة لحساب الحكومات¹.

يفضل المكلفين بإدارة الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي " الإستثمار بشكل كبير في الأوراق المالية الطويلة الأجل، خاصة الأوراق المالية الحكومية و هذا لتمتعها بدرجة عالية من السيولة و الإنتمان (مخاطر متدنية)، ففي الولايات المتحدة الأمريكية بلغت الديون لغير المقيمين في شكل سندات الخزانة ما نسبته 48% من الدين الفدرالي سنة 2005، مقابل 31% سنة 1998. و تعتبر بلدان الأورو و الولايات المتحدة الأمريكية أكثر إجتذابا لإستثمارات محافظ الهيئات الرسمية² * الأجنبية و بمعدلات مرتفعة منذ سنة 2002، و بالتالي معظم السندات الحكومية ترجع حيازتها إلى غير المقيمين³.

حيث توزع حيازات الحكومات الأجنبية من خلال بنوكها المركزية للأوراق المالية الحكومية الطويلة الأجل في كلا " من الولايات المتحدة الأمريكية 35%، اليابان 02%، بريطانيا 05% و الإتحاد الأوربي 17% إلى إجمالي الدين الحكومي لهذه البلدان نهاية سنة 2011، و هذا بفعل التراكم المتزايد لمخزون الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي لدى البنوك المركزية لبلدان الإقتصاديات الناهضة، و مصدري البترول و التي يتم استثمارها في أدوات الخزينة الأمريكية المستحقة بالدولار الأمريكي. ففي سنة 2010 بلغت نسبة حيازة الأوراق المالية الأمريكية الطويلة الأجل من طرف الهيئات الرسمية الأجنبية 40% من إجمالي الحيازات الأجنبية، بعد ما كانت حوالي 28% سنة 2006، لتصبح 37% مع حلول سنة 2013، و بالتالي تسجيل إنخفاض في حيازة الهيئات الرسمية الأجنبية للأوراق المالية الأمريكية الطويلة الأجل، غير أنها ظل مستقرة نسبيا خلال السنوات 2010، 2012، 2013. بينما أخذت وتيرة الحيازات الرسمية الأجنبية لسندات الخزانة و الأسهم شكل متزايد مقارنة بالقطاع الخاص إلى غاية 2010، لتسجل بعد ذلك تراجع في حيازتها⁴. و الشيء الأساسي الذي يجب أن يستدعي الإهتمام هو بقاء الهيئات الرسمية الأجنبية تخصص على نحو متزايد أصولها الإحتياطية من النقد الأجنبي المتناسبة للإستثمار في السندات الخزانة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من 2006 إلى 2013، في نفس الوقت قامت تلك الهيئات الأجنبية الرسمية بشراء كميات معتبرة من الأوراق المالية الصادرة عن الوكالات، خاصة قبل ظهور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

¹ - عاطف وليم أندراوس : أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية 2008 ، ص 80-81 .

² - الهيئات الرسمية الأجنبية ، تتمثل في البنوك المركزية الأجنبية.

³ - عبد الكريم شنجار العيساوي و عبد المهدي رحيم العويدي: السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية و المالية، مرجع سابق، ص 110-111.

⁴ - Département of the treasury : Foreign portfolio holding of u.s.securities, April 2014, p14.

المبحث الثاني: التجارب المميزة في توظيف و استثمار الإحتياطيات بالنقد الأجنبي دولياً

العديد من البنوك المركزية و خاصة التي تتوفر على فوائض مالية بالنقد الأجنبي، تقوم بتحويل المزيد من تلك الفوائض بالعملات الأجنبية إلى هيئات أو وسائط مؤسسية، تتولى توظيفها و استثمارها في أدوات و أصول استثمارية؛ و ذلك من خلال تنويع الإستثمار من ناحية الآجال و من ناحية مكونات المحافظ الإستثمارية، و درجة المخاطر و العائد. و هذا بعيداً عن توظيف الفوائض بالعملات الأجنبية في أصول تقليدية عديمة المخاطر و ذات عائد منخفض كالسندات الأمريكية، و بالتالي تخصيصها و استثمارها بشكل يتوافق مع أهداف السياسة المالية و الإقتصادية العامة. و تشير المعلومات المتوفرة عن وجود مؤسسي لهيئات و شركات لديها تجارب مميزة في التعامل و استثمار الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي منها:

المطلب الأول: النموذج الصيني في استثمار إحتياطيات الصرف الأجنبي

تحتفظ الحكومة الصينية من خلال البنك المركزي الصيني (بنك الشعب الصيني) على أكبر إحتياطي صرف بالنقد الأجنبي على المستوى الدولي، حيث تشير " التقديرات الإحصائية إلى وصول حجم التراكمات النقدية بالعملات الأجنبية لدى المركزي الصيني خلال سنوات 2013، 2014، 2015؛ على التوالي إلى 3866.3 ، 3813.4 ، 3841.5 مليار دولار أمريكي، مع وصول تلك التراكمات إلى حوالي 3937.8 مليار دولار أمريكي في أفاق 2017¹. إذ يقوم البنك المركزي الصيني بإستثمار هذه الفوائض و المدخرات المرتفعة بالنقد الأجنبي و خصوصاً بالدولار الأمريكي، في السندات الحكومية و الأدوات الإستثمارية الأخرى ذات الدخل الثابت.

و نظراً لنمو المدخرات المالية لدى المركزي الصيني في شكل أصول نقدية بالعملات الأجنبية لمستويات قياسية، قررت السلطات الحكومية الصينية تبني و إيجاد هيئة سيادية (صندوق سيادي)، يتم من خلالها إدارة و استثمار المدخرات المتراكمة بالعملات الأجنبية في أصول مرتفعة المخاطر أملاً في الحصول على عوائد مرتفعة و تخفيض تكاليف حيازة الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي.

1 - إيجاد الإطار المؤسسي لإستثمار إحتياطيات الصرف الأجنبي: بناء على مقترح وزارة المالية الصينية*² و المتضمن إنشاء هيئة مالية سيادية لممارسة أعمال الرقابة و التنظيم و الإشراف على الأنشطة الإستثمارية المتعلقة بإحتياطيات الصرف الأجنبي المملوكة للدولة. تم الإقرار بتاريخ 29 سبتمبر 2007، إنشاء " شركة الإستثمار الصينية CIC (China investment corporation) برأس مال

¹ - Chino economic update-june 2016, PN°16, www.worldbank.org/chino .

*- يعود هذا المقترح إلى جانفي 2007 ، و هذا خلال إنعقاد مؤتمر العمل المالي المركزي ، حيث اقترحت وزارة المالية إنشاء هيئة أو صندوق سيادي من أجل تنويع حيازة النقد الأجنبي للدولة الصينية ، أو إنشاء لجنة تقوم بمهمة إدارة الأصول بالنقد الأجنبي المملوكة للدولة ، حيث توصل مؤتمر العمل المالي في جانفي و بعد موافقة السلطات العليا في الصين إلى اتخاذ قرار بإنشاء CIC مع إسناد مهام المراقبة الإدارية للشركة لوزارة المالية .

أولي قدر بـ 200 مليار دولار أمريكي ، بحيث تزاوّل قراراتها الإستثمارية في ضوء إستراتيجية محددة تتمثل في توزيع إدارة الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي و السعي لتحقيق عوائد مرتفعة. و بهدف تعزيز القدرة الإستثمارية لشركة CIC، قامت السلطات الصينية بإضافة مبلغ 30 مليار دولار أمريكي لرأس مال الشركة في سبتمبر 2011.¹ و تطلع مؤسسة CIC بممارسة أنشطتها الإستثمارية و ذلك من خلال أدرع إستثمارية تمتلكها الشركة، و المتمثلة في:

- شركة الإستثمار و التعاون الصينية الدولية **china investment corporation nternationa**:
ترجع ملكيتها بالكامل للشركة الحكومية الصينية CIC، أي تمثل إحدى فروع شركة تم تأسيسها في سبتمبر 2011، حيث يتمثل دورها في ممارسة الأنشطة الإستثمارية للأصول و إدارتها خارج الحدود الوطنية للدولة الصينية، أي العمل في مجال الإستثمار الخارجي.

- شركة هويجين المركزية للإستثمار **entral Huijin investment** : هي شركة مملوكة للسلطات الحكومية طبقاً للقانون و التشريعات المنظمة للشركات الصينية، حيث " تأسست هذه الشركة في ديسمبر 2003 و مقرها الإجتماعي يتواجد بالعاصمة (بكين)، و تقوم هذه الشركة الإستثمارية بإدارة و تسيير الحقوق و الإلتزامات المتعلقة بالسلطات نيابة عنها؛ و ذلك بالتصرف كعون مستثمر أساسي و وحيد في الشركات المالية الكبرى المملوكة للحكومة الصينية. و لضمان تعزيز سلامة الأصول المملوكة للسلطات الحكومية، لا يسمح للشركة هويجين الإستثمارية القيام بأي نشاط ذات طابع تجاري و إقتصارها فقط على الإستثمار في الشركات المالية الكبرى المملوكة للقطاع العام الصيني. و في سنة 2007 سيطرت الشركة CIC على كامل رأسمال هويجين المركزية للإستثمار، و هذا بفعل الحصول و إمتلاكها لجميع الأسهم المكونة لرأسمال شركة **Central Huijin investment**². " إذ تتوزع مساهمات شركة هويجين المركزية من خلال إمتلاكها حصصاً في رأسمال 06 بنوك تجارية صينية، و في رأسمال 07 شركات مالية تزاوّل نشاطها في تداول الأوراق المالية، و مجموعة قابضة و شركة مكلفة بإدارة الأصول، فضلاً عن إمتلاك حصص في رأسمال شركتان تنشطان في مجال التأمين، و في شركة تنشط في إعادة التأمين.

2 - تبني الشركة CIC الأسلوب الإستراتيجي المدروس في إدارة إستثماراتها: تقوم " الإستراتيجية الإستثمارية لشركة CIC على تنفيذ خطط توزيع الأصول و المحافظ الإستثمارية و سياسات و خطط التوزيع التكتيكي إستناداً لمبادئ توجيهية و طرق يتم وضعها من أجل الوصول إلى الأهداف الإستثمارية المحددة من طرف شركة CIC، فضلاً عن إدارة المحفظة الإجمالية و تطوير أداء المحافظ الإستثمارية البديلة و كذلك القيام بمراجعة إستراتيجية إدارة المخاطر و السياسات و الإجراءات. فإدارة الأصول الإستثمارية من طرف شركة CIC الصينية تركز على مجموعة من الإستراتيجيات و التي تنقسم إلى

¹ - china investment corporation: Annual report 2011, Beijing, July 2012, P.N° 4.

² - Central Huijin LTd. website, <http://www.huijin-inv.en/wps/portal/ut/01/02/2015>.

إستراتيجيات فرعية تسعى من خلالها الشركة لتحقيق تغطية كاملة للأسواق المالية على المستوى الدولي، مع التركيز بشكل رئيسي على الأسواق الأكثر أهمية أملا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على إستثماراتها¹.

1-2 - الخلفية الإستثمارية المتعلقة بشركة CIC الصينية: العمليات الإستثمارية " لشركة CIC تخضع لجملة من المبادئ أهمها التركيز على الإستثمار في المدى الطويل مع الأخذ في الإعتبار لعنصري العائد و الخطر، و بالتالي يكون دخول مجال الإستثمار بالنسبة لـ CIC على أساس تجاري بحث، و هذا من أجل تحقيق عوائد مرتفعة على إستثماراتها مع إمكانية تحمل المخاطر بشكل مقبول. و يتميز السلوك الإستثماري لشركة CIC بكونها عون مستثمر لا تهدف للسيطرة على الشركات من خلال الإستحواذ على محافظها الإستثمارية، بل تتصرف الشركة كمستثمر ملتزمة بإحترام القواعد القانونية و اللوائح المنظمة لمجال الإستثمار، سواء داخل الحدود الوطنية الصينية أو القوانين و التنظيمات المتعلقة بالبلدان الأخرى المستقبلية لإستثماراتها، بالإضافة لذلك التزم CIC بمسؤولياتها الإجتماعية.

كما تستند عمليات تجسيد إستثمارات CIC بناء على دراسات معمقة لمجالات الأنشطة الإستثمارية المختلفة، ضمن إطار توزيع الأصول بشكل يضمن الإختيارات المناسبة و إتخاذ القرارات الإستثمارية الصحيحة. فالخلفية الإستثمارية لشركة CIC الصينية تركز على ممارسة النشاط الإستثماري في المدى الطويل، حيث يمتد الأفق الإستثماري لـ CIC إلى أكثر من 10 سنوات. و نظرا لتمتع CIC بوضع مالي جيد ينعكس ذلك على قدرة الشركة في تحمل التقلبات التي تعرفها السوق في المدى القصير و الإستفادة من علاوة السيولة، كما أن الإقدام على تنوع المخاطر يسمح بتعزيز إمكانية السيطرة المرتبطة بالمحفظة الإستثمارية، خاصة مخاطر التراجع و الإنخفاض و هو إجراء أساسي عند بناء محفظة شركة CIC. و تسعى شركة CIC إلى بناء و تصميم محفظة ذات توجه إستثماري عالمي²، زيادة عن إدارة و إستثمار جزء من الأصول المالية الموجودة على هيئة احتياطات صرف مملوكة المركزي الصيني، و بالتالي تحقيق عوائد مالية وفق مخاطر مناسبة في المدى الطويل.

2-2 - التركيبة الهيكلية لمحفظة CIC الإستثمارية العالمية: تتنوع إستثمارات المحفظة الإستثمارية لشركة CIC بين المنتوجات المالية و البدائل الإستثمارية المختلفة كأسهم الشركات، و أدوات الدخل الثابت، و العوائد المطلقة و الإستثمارات طويلة الأجل، فضلا عن الإستثمارات في أصول عالية السيولة (نقديات) و غيرها، حيث يمكن " الإشارة إليها كالتالي:

- **أسهم الشركات:** الإستثمار في أسهم الشركات المدرجة علنا يعتبر أحد الخيارات الإستثمارية الممكن تحقيقها بالنسبة لشركة CIC، حيث تقوم CIC بتخفيض محافظتها الإستثمارية بنسبة كبيرة نحو الإستثمار

¹ - china investment coporation: Annual report2015, Beijin, china, P30.

² - china investment corporation: Annual report2008, Beijing, china, p28.

في أسهم الشركات، و هذا منذ سنة 2008. كما تتبنى شركة CIC مزيج إستثماري للأسهم يتوزع بين مختلف الشركات و عدة مجالات إقتصادية و مناطق جغرافية متعددة دولياً، حيث بلغت نسبة إستثماراتها سنة 2015 في أسهم شركات الولايات المتحدة الأمريكية 46.32%، و في أسهم شركات الإقتصاديات المتقدمة دون الولايات المتحدة 42.00%، و في أسهم الإقتصاديات الناشئة 11.68%¹.

جدول رقم(4-III) توزيع الأسهم حسب قطاعات النشاط الإقتصادي 2010-2015 بالنسبة المئوية(%)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	سنوات القطاعات
21.54	22.6	22.9	22.3	19	17	المالي
14.66	12.0	12.1	11.6	10	10	تكنولوجيا المعلومات
12.62	14.3	12.5	10.7	10	10	السلع الكمالية
09.23	10.8	10.2	10.4	10	09	السلع الاستهلاكية
05.01	07.5	08.5	10.2	14	13	الطاقة
11.61	09.5	09.9	08.2	07	10	الصحة
09.72	10.2	10.2	09.1	09	10	الصناعة
04.08	05.1	05.5	06.5	09	10	المواد
03.22	03.6	03.6	03.9	04	04	خدمات الاتصال
02.44	03.1	02.6	02.7	03	03	الخدمات
05.87	01.3	02.0	04.4	/	/	قطاعات أخرى
/	/	/	/	05	05	العقار

من إعداد الطالب بالإعتماد على : China investment corporation, Annual report 2010-2015

- أدوات الدخل الثابت: تتضمن أدوات الدخل الثابت سندات الخزانة العامة و سندات الشركات و السندات المتعلقة بالوكالات، زيادة عن الأوراق المدعمة بأصول و السندات الحكومية، أو ما يسمى بأدوات الدين

¹ - china investment corporation: Annual report2015, Beijing, china, p28

المتعارف عليها في السوق، حيث كانت شركة CIC تقوم بالإستثمار في هذه الأدوات التي تحقق عوائد مالية ثابتة، غير أنه منذ سنة 2011 باشرت CIC تغييرات في إستثماراتها و توجهت نحو الإستثمار في السندات السيادية كما هو في الجدول التالي:

الجدول رقم (III-5) توزيع إستثمار محفظة CIC على أدوات الدخل الثابت 2012-2015 (%)

نوع السندات	سندات سيادية لدولة	سندات سيادية	سندات سيادية ذات	سندات مؤشرة
السنوات	متقدمة	لاقتصاديات ناشئة	درجة استثمارية	بالتضخم
2012	54.7	17.5	25.1	02.7
2013	44.1	26.8	26.5	02.6
2014	57.4	17.7	24.9	/
2015	64.10	05.13	30.71	/

من إعداد الطالب بالإعتماد على : China investement corporation, Annual report 2012-2015

- إستثمارات المتعلقة بالعوائد المطلقة: منذ سنة 2011 سعت شركة CIC إلى تنويع إستثماراتها و ذلك بالتوجه نحو التوظيف في إستثمارات العوائد المطلقة¹ ، و المتمثلة في صناديق التحوط، و تكافؤ الخطر و أساليب أخرى، حيث وصلت العمليات الإستثمارية في هذه الأدوات 12% سنة 2011 من إجمالي المحفظة الإستثمارية العالمية لشركة CIC؛ ثم نسبة 12.67 في نهاية سنة 2015.

- ودائع النقديات و غيرها: هذه الإستثمارات في ودائع ليلة واحدة و آذونات الخزانة الأمريكية، حيث كانت تمثل أدوات الإستثمار الأساسي بالنسبة لشركة CIC سنة 2008 و ذلك بنسبة 87.4% من إجمالي المحفظة الإستثمارية المخصصة عالميا، لتتخفض هذه النسبة إلى 3.26 مع نهاية سنة 2015.

-الإستثمارات ذات الأجل الطويل: مقارنة بإجمالي العمليات الإستثمارية المخصصة لمحفظة الإستثمارات لشركة CIC في نطاقها الدولي، تمثل عمليات الإستثمار في الأجل الطويل نسبة 22.16% من مجموع مخصصات الإستثمار العالمية لشركة CIC في نهاية 2005. و تتضمن عمليات الإستثمار الطويلة الأجل، الإستثمار في الأسهم الخاصة، و مجالات الطاقة و التعدين و العقارات فضلا عن الإستثمار في البنية القاعدية و غيرها، و تسعى CIC من خلال الإستثمارات الطويلة الأجل تحقيق عوائد مالية ثابتة في المدى الطويل.

¹ - عبارة عن نوع من الإستثمارات التي يمكن إستخدامها في توظيف محفظة الأوراق المالية بما في ذلك الإستثمار في أسهم الشركات، و بالتالي إستخدامها في تعزيز العوائد المالية من خلال تحقيق عمليات شراء أصول الشركات عند إرتفاع قيمتها السوقية، أو بيع أصول أخرى من أجل شرائها مرة أخرى بسعر أقل في فترة لاحقة. حيث يتم إستخدام الإستراتيجيتين في نفس الوقت مع الإحتفاظ بجزء صافي من أجل مواجهة احتمالات الإرتفاع أو الإنخفاض في الأسعار.

و الملاحظ عند إختيار المناطق و البلدان المضيفة لإستثمارات CIC يتم التركيز على البلدان الأكثر إستقرار سياسيا و ذات تنظيم قوي، مع توجيه الإهتمام للإقتصاديات الناشئة و إعتبارها جزءا من المناطق المختارة للإستثمار الطويل الأجل بالنسبة لشركة CIC.

جدول رقم (III-6) توزيع محفظة الإستثمار العالمية لشركة CIC بالنسبة السنوية (%)

النقديات و غيرها	استثمارات العوائد المطلقة	أدوات الدخل الثابت	الاستثمارات الطويلة الاجل	الأسهم العامة	الأدوات الاستثمارية السنوات
87.4	/	9	/	3.2	2008
32	/	26	/	36	2009
4	/	27	/	48	2010
11	12	21	31	25	2011
3.8	12.7	19.1	32.4	32	2012
2.6	11.8	17	28.2	40.44	2013
3.6	11.5	14.6	26.2	44.1	2014
3.26	12.67	14.44	22.16	47.47	2015

من إعداد الطالب بالإعتماد على : China investement corporation, Annual report 2008-2015

-إستخدام مدير أصول خارجيين: تتم من خلال صناديق الثروة السيادية، فمن بين " أولويات شركة CIC و هي تدبير إستثماراتها في الخارج، إيجاد فريق ذو خبرة واسعة و مهنية عالية في الأسواق المالية الكبرى دوليا، يكلف بإدارة أصولها الخارجية، حيث تعمل CIC على إستخدام مكثف لمديري الإستثمار خارجيين عند توظيف فئات الأصول؛ و في هذا السياق يتم إنتقاء لمديري الإستثمار وفق مؤهلات محددة بصرامة حسب معايير الإنتقاء تتمثل في:

أ - التمتع بإستقرار مالي مرتبط بالسمعة الجيدة، و هيكل إدارة أكثر فاعلية مع توفر إدارة مناسبة للمخاطر و قواعد الإمتثال قوية.

ب - القيام بالعمليات حسب القوانين التنظيمية المعمول بها في البلد الأصلي من طرف الهيئة المكلفة بإدارة الأصول.

ج - الأخذ في الإعتبار سنوات الخبرة المناسبة لفئة الأصول المعمول بها فضلا عن الأداء السليم.

د - عدم تسجيل أي معاملات غير ملائمة بالنسبة للمديرين الخارجيين أو عقوبات من طرف الهيئات التنظيمية¹.

الجدول رقم(7-III) تطور توزيع الأصول حسب طبيعة الإدارة 2009-2015 بالنسبة المئوية(%)

السنوات							طبيعة الإدارة
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
66.92	67.7	67.2	63.8	57	59	59	إدارة خارجية
33.08	32.3	32.8	36.2	43	41	41	إدارة داخلية

من إعداد الطالب بالإعتماد على : China investment corporation, Annual report 2009-2015

- تقييم مستوى الأداء الإستثماري لشركة CIC: لقد عرفت " الإستثمارات لدى شركة CIC الصينية في الخارج زيادة معتبرة خلال النصف الثاني من العقد الماضي، إذ بعد ما كانت تقدر الأصول المستثمرة لـ CIC في الخارج حوالي 200 مليار دولار أمريكي سنة 2007، وسعت CIC من إستثماراتها و ذلك من خلال إستثمار حوالي 3 مليار دولار أمريكي في شركة Blacks tone Group² * الأمريكية في نفس السنة ، و 5.6 مليار دولار أمريكي في Morgan Stanley³ ". بالإضافة لإستثمار حوالي 120 مليار دولار أمريكي في نشاطات إقتصادية ذات أحجام صغيرة ، كما باشرت شركة CIC إلى إستثمار 4.8 مليار دولار أمريكي سنة 2008، خاصة في الودائع النقدية (87.4%).

كما كان للأزمة المالية لسنة 2008 آثار سلبية على عوائد إستثمارات CIC الصينية، حيث سجل صافي العائد السنوي على محفظة الإستثمار لـ CIC نسبة -2.1% سنة 2008، كما قامت CIC بإستثمار 21 مليار دولار أمريكي مع نهاية سنة 2008 و هذا نتيجة تحسن أداء الإقتصاد العالمي.

و خلال سنة 2009 إستثمرت المحفظة الإستثمارية نسبة 11.7% (سنة 2009) مقابل عائد متراكم على المحفظة الإستثمارية لـ CIC للفترة 4.1%، بينما في سنة 2011 تراجع صافي العائد السنوي على المحفظة الإستثمارية مسجلا معدل سالب يقدر بـ -4.3% ، و بالتالي انخفاض صافي العائد على المحفظة الإستثمارية المتراكمة إلى 3.8% مقارنة بـ 6.4% نهاية 2010.

و خلال سنوات 2012، 2013، 2014 سجل صافي العائد السنوي على المحفظة الإستثمارية لـ CIC معدلات 10.60%؛ 9.33% ، 5.47% على التوالي. مقابل صافي عائد سنوي متراكم على محفظة

¹- china investment corporation: Annual report 2013, Beijing, china, P32.

*- تعتبر من أهم خمسة بنوك على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية ، تأسست في 1935 و يقع مقرها الاجتماعي في مدينة نيويورك .

³- "مورقان ستان لاي" : هي مؤسسة مصرفية من أهم خمسة بنوك على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية ، تأسست سنة 1935 و يقع مقرها الاجتماعي في مدينة نيويورك .

الإستثمار 5.02% في نهاية 2012، 5.7% في نهاية 2013، و 5.66% في نهاية 2014. غير أنه خلال سنة 2015 سجل صافي العائد السنوي على محفظة الإستثمار لـ CIC معدل سالب - 2.66% مما جعل صافي العائد التراكمي ينخفض إلى 4.58% في نهاية 2015، أنظر الجدول التالي:

الجدول رقم (III-8) تطور صافي العائد السنوي على محفظة الإستثمار لـ CIC خلال 2008-2015 (%)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صافي العائد	2.1-	11.7	11.7	4.3-	10.6	9.33	5.47	2.96-
صافي العائد السنوي	2.1-	4.1	6.4	3.8	5.02	5.7	5.66	4.58
صافي العائد السنوي المتراكم %								

المصدر: china investment corporation , Annual report 2015, P.36.

"3 - ممارسة الحوكمة على مستوى الإستثمار الصينية CIC: من أجل الوصول إلى الأهداف الإستثمارية المحددة للشركة الصينية CIC، تم إتخاذ مجموعة من الخطوات و الإجراءات تأتي في مقدمتها تنصيب ثلاثة هيأت مكلفة بإدارة و مراقبة و الإشراف على شركة CIC، و تتمثل في مجلس الإدارة و مجلس المراقبة و اللجنة التنفيذية، غير أن حقوق المساهمين يتم ممارستها من طرف مجلس الدولة نيابة عن الدولة.

3-1- مجلس الإدارة: هو بمثابة جهاز يتولى الإشراف على إدارة الشركة، بل تمتد مسؤوليته لإدارة العمليات الإستثمارية و تقييم أدائها، و إتخاذ القرارات المتعلقة بالمسائل الأكثر أهمية و هذا وفق التنظيمات المعمول بها على مستوى الشركة و ميثاقها، و الإستراتيجية الإستثمارية المرسومة من طرف مجلس الدولة (المساهمين). كما يستعرض مجلس الإدارة و يوافق على الإستراتيجية الإستثمارية المحددة للشركة و المبادئ التوجيهية التشغيلية، فضلا عن إتخاذ القرارات الخاصة بتنفيذ الإستراتيجية الإستثمارية و التشغيلية للشركة، و تقديم حصيلة النشاطات الإستثمارية للمساهمين.

بالإضافة لذلك يتمتع مجلس الإدارة بصلاحيات عزل و تعيين المديرين التنفيذيين، و كذلك يدعم مجلس الإدارة لجنة تنفيذية يعهد لها الإشراف على العمليات اليومية للشركة و لجنة المكافآت، حيث يتوسع نطاق إشرافه إلى مراجعة سياسة التعويضات لكبار المسؤولين التنفيذيين¹.

¹- china investment corporation: Annual report 2015, Beijing, china, P.24-25.

"3-2- مجلس المراقبة: يتمثل دوره في ممارسة الرقابة على السلوك المهني لأعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، و مدى فعالية نظام الرقابة داخل الشركة، و القيام بمسئولية التدقيق الداخلي و مراقبة مدى الإلتزام بإجراءات مسك الحسابات و تنفيذ العمليات المالية لشركة CIC؛ و إختيار المرشحين للقيام بمهام التدقيق الخارجي لحسابات الشركة.

و لا بد من الإشارة بأن رئيس مجلس المراقبة هو عضو ضمن اللجنة التنفيذية و له حق حضور إجتماعات مجلس الإدارة، و تتولى لجنة التدقيق و المراقبة عمليات التدقيق و المراقبة و إستعراض الوظائف المختلفة للشركة و منها الوظيفة المالية المحاسبية على مستوى شركة CIC.

3-3 - اللجنة التنفيذية: هي هيئة يتم تعيينها من طرف مجلس الإدارة للشركة و تخضع لسيطرته، حيث تضطلع بدور كبير في إستحداث العلاقات و الإشراف على العمليات الإستثمارية الخاصة بالشركة العابرة للحدود الوطنية الصينية، كما تمتلك اللجنة التنفيذية سلطة إتخاذ القرارات التشغيلية؛ منها المتعلقة بالقواعد الأساسية، و التكيف المؤسسي و الوقوف على سير آليات التشغيل الموضوعة من طرف شركة CIC، بالإضافة لتقييم الأداء و التكاليف الخاصة بالأجور.

3-4 - الهيئة الإستثمارية ذات الطابع الدولي: ترتبط نشاطات هذه الهيئة بالمجالات الإقتصادية و الإستثمارية في نطاقها الدولي، و تضم هذه الهيئة خبراء دوليين بارزين يقومون بتزويد قوة القرار على مستوى شركة CIC، بالإستشارات اللازمة و المعقدة و التوجيهات، فضلا عن المعلومات المالية ذات قيمة من منظور دولي، و المتمثلة في التوقعات المستقبلية لسوق المال الدولي. و بالتالي إمكانية صياغة إستراتيجية إستثمارية خاصة بـ CIC وفق أساليب يجب أخذها في الحسبان لمواجهة تقلبات السوق، و توزيع الأصول و إدارة المخاطر المصاحبة للعمليات الإستثمارية، فتوفر المقترحات ذات القيمة الإستثمارية يعني تحقيق عوائد مناسبة على رأس المال المستثمر و تنمية الشركة في المدى الطويل.

3-5 - اللجنة الخاصة بالعمليات الإستثمارية: تتلخص مهام هذه اللجنة في تحديد و صياغة السياسات الإستثمارية لشركة CIC، و ذلك وفق المبادئ التوجيهية و الإرشادات الموضوعة من طرف مجلس الإدارة لـ CIC. و في هذا الإطار عادة ما يتم تقديم المقترحات الإستثمارية القابلة للتحقيق من طرف لجنة الإستثمار أثناء إجتماعات ما قبل إتخاذ قرار الإستثمار برئاسة الرئيس التنفيذي لعمليات الإستثمار، و ذلك من أجل تقييمها و مراجعتها و تحليل جوهر القرار الإستثماري لشركة CIC، و بعد إنجاز مرحلة التقييم و الموافقة تقوم فرق الإستثمار بتنفيذ القرارات الإستثمارية المتوصل إليها؛ حسب الإجراءات و التنظيمات المعمول بها على مستوى CIC¹.

¹ - china investment corporation: Annual report2015,op-cit-P.25.

المطلب الثاني: عرض نموذج دولة الإمارات العربية في استثمار احتياطي الصرف الأجنبي

لقد راكمت بلدان الخليج العربي و منها دولة الإمارات العربية خلال العقود الثلاثة الماضية، أصول احتياطية بالعملة الأجنبية نتيجة ارتفاع أسعار البترول إلى مستويات قياسية، الشيء الذي جعل سلطات دولة الإمارات العربية تتعامل مع فائض الإيرادات المالية بالنقد الأجنبي وفق مسارين: يتمثل المسار الأول في استخدام جزء من الفوائض المتركمة في تطوير البنية التحتية الأساسية و تنمية القطاعات الإنتاجية و الخدمية، بينما المسار الثاني فيتمثل في إدخار جزء من الإيرادات المتركمة في شكل أصول احتياطية بالنقد الأجنبي و تنميتها بالإستثمار الداخلي و الخارجي من خلال إنشاء صناديق استثمار سيادية لغرض إدارة و استثمار الأصول الاحتياطية المتركمة لديها. حيث تلجأ السلطات في دولة الإمارات بإستثمار و توظيف ثروتها المالية المتركمة بالنقد الأجنبي و ذلك من خلال عديد الصناديق الإستثمارية السيادية، و تمثل هيئة أبوظبي للإستثمار (ADIA) من أهم الصناديق الإستثمارية لدولة الإمارات، لذلك ستقتصر دراستنا على هيئة أبوظبي (ADIA) و هذا نظرا لكونها أحد أكبر الصناديق السيادية.

1- هيئة أبوظبي كإطار مؤسسي لإستثمار الأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي: هيئة أبوظبي للإستثمار (ADIA) هي بمثابة جهاز أو مؤسسة إستثمارية سيادية تتمتع بإستقلالية عن السلطات الحكومية، حيث يعهد للهيئة مسؤولية الإضطلاع بمهام إدارة و استثمار فوائض الموازنة العامة نيابة عن السلطات الحكومية لإمارة أبوظبي. إذ تم إنشاء هيئة أبوظبي للإستثمار (ADIA) سنة 1976 و هذا من أجل تحقيق أهداف أنية تتمثل في الحفاظ على إستقرار الموازنة العامة للحكومة، و حمايتها من آثار الصدمات الخارجية، و أهداف طويلة الأجل متمثلة في تحقيق عوائد مالية في المدى الطويل؛ و تأمين الموارد اللازمة لضمان رفاهية الأجيال اللاحقة، و بالتالي عملة هيئة أبوظبي للإستثمار على تقوية سمعتها الإستثمارية في الأسواق المالية العالمية، و ذلك من خلال الالتزام بسلوك استثماري موثوق به و مسئول¹ ". و يرتبط "نجاح هيئة أبوظبي للإستثمار، بتواجد فرق من الموظفين و الإطارات تتولى عملية ترجمة الإستراتيجيات التي يتم إعدادها بواسطة مسؤولي الإدارة العليا للهيئة، إلى حوالي 1700 موظف يتوزعون على 67 جنسية عالمية؛ و ذو كفاءات عالية في القيادة و النزاهة و المهنية في مجال الإستثمار و إختيار الأسواق المزمع الإستثمار فيها. كما تلتزم هيئة أبوظبي للإستثمار بمجموعة من القيم و المبادئ التنظيمية أثناء إتخاذ القرارات المتعلقة بعملياتها الإستثمارية، و هو ما ينعكس إيجابا على الهيئة و بالتالي إمكانية تحقيق نموها في المدى الطويلو نجاح أعمالها، حيث تتمثل تلك المبادئ في:

¹ - Abu Dhabi investment Authority : Annual review 2012, Abu Dhabi, United Arab Emirates,2013;P:05.

- الإبتكارات و الإبداعات المحكمة.

- التعاون الفعال.

- التنفيذ المتقن¹.

1-1- الإستراتيجية الإستثمارية و أهدافها لدى هيئة أبوظبي للإستثمار: وفق اللوائح التنظيمية الخاصة بالأنشطة الإستثمارية لهيئة أبوظبي، يتم التركيز على مستوى هذه الهيئة على الإستثمار الخارجي و في أصول متنوعة تراعي توزيع الإستثمارات بكيفيات تعظم العائد و تدني درجة المخاطر، و الإعتماد بصفة أساسية أثناء وضع الإستراتيجية الإستثمارية للهيئة على معيار المحفظة المرجعية التي تستند عليها الهيئة في تكوين المحفظة الإستثمارية الفعلية؛ إلى جانب ذلك تتبنى هيئة أبوظبي إستراتيجية إستثمارية تتميز بالمرونة و إمكانية مراجعتها و تعديلها، و هذا وفق الظروف الإقتصادية السائدة، حيث يتطلب صياغة و تنفيذ الإستراتيجية المعتمدة إتباع خطوات أساسية توجز كما يلي:

الشكل رقم (2-III) مراحل صياغة و تنفيذ الإستراتيجية الإستثمارية لهيئة أبوظبي للإستثمار



Source: Abu Dhabi investment Authority : Annual ADIA review 2015, Ibid, P.19.

و يمكن تمييز إستراتيجية هيئة أبوظبي من خلال النقاط التالية:

- التكفل بمهام الحفاظ على الثروة للأجيال القادمة.

- إمكانية القيام "ADIA" على تنويع محفظتها الإستثمارية بكل مرونة، و ذلك حسب التطورات و التغييرات التي قد تحصل في مجال الإستثمار من خلال الإستثمار في البدائل و هذا إعتباراً منذ سنة 1996.

- تستثمر الهيئة في فئات الأصول مثل الأسهم و العقارات و أدوات الدخل الثابت و الأصول البديلة (الأسهم الخاصة و صناديق التحوط).

- يدار حوالي 70% إلى 80% من حجم إستثماراتها من قبل مديره خارج الحدود الوطنية.

¹ - Abu Dhabi investment Authority: Annual ADIA review 2015, P.06.

- غالبا ما تسعى الهيئة للحفاظ على إمتلاك حصة أقل من 4.5% من أسهم الشركات، و هذا لتجنب الإنكشاف المالي¹.

1-2- بناء المحفظة المرجعية حسب الأصول لدى هيئة أبوظبي للإستثمار "ADIA": تتولى لجنة الإستثمار على مستوى الهيئة ضبط و بناء المحفظة المرجعية، و هذا وفق رؤية متناسبة مع الأهداف المحددة من قبل الإدارة العليا للهيئة، مع إمكانية المراجعة و التعديل لهذه المحفظة من طرف قسم الإستراتيجيات لدى الهيئة؛ و تتضمن المحفظة المرجعية الإستثمارية للهيئة أصول متنوعة تتوزع على مستوى المناطق الجغرافية عالميا، ضمن مجالات إستثمارية محددة يمكن توضيحها في الجدول الموالي:

الجدول رقم(9-III) تركيبة المحفظة المرجعية حسب الأصول لهيئة (ADIA) للفترة 2012-2015

الوحدة(%)

2015		2014		2013		2012		السنوات
الحد الأدنى	الحد الأقصى	الأصول						
32	42	32	42	32	42	32	42	أسهم أسواق متقدمة
10	20	10	20	10	20	10	20	أسهم أسواق الناشئة
01	05	01	05	01	05	01	05	أسهم أسواق صغيرة
10	20	10	20	10	20	10	20	سندات حكومية
05	10	05	10	05	10	05	10	قروض
05	10	05	10	05	10	05	10	إستثمارات بديلة
05	10	05	10	05	10	05	10	أصول عقارية
02	08	02	08	02	08	02	08	أسهم خاصة
01	05	01	05	01	05	01	05	هياكل قاعدية
00	10	00	10	00	10	00	10	سيولة نقدية

من إعداد الطالب بالإعتماد على تقارير:

Abu Dhabi investment Authority : Annual review 2012,2013,2014, ,2015.

كانت " أنشطة محفظة هيئة أبوظبي للإستثمار قبل سنة 2012 تركز إستثماراتها في أسهم أسواق الإقتصاديات، حيث تراوحت استثماراتها المخصصة لأسهم تلك الأسواق ما بين 35% كحد أدنى و 45% كحد أقصى . لتتخف و تستقر نسبة الإستثمار في أسهم الأسواق المتقدمة بالنسبة للهيئة بعد سنة 2012، عند نسبة 32% كحد أدنى و 42% كحد أقصى، بينما إستقرت حصة إستثمار الهيئة في أسهم الأسواق الناشئة عند نسبة 10% كحد أدنى و 20% كحد أقصى. كما بلغت عملية الإستثمار في أسهم الاسواق الناشئة عند نسبة 10% كحد أدنى و 20% كحد أقصى، في حين بلغت حصة الإستثمار في الملكية

¹- Abu Dhabi investment Authority: Annual ADIA review 2015-op-cit, P.06.

الخاصة للهيئة نسبة 02% كحد أدنى و 08% كحد أقصى، فيما سجلت عمليات الإستثمار في أدوات السيولة استقرار منذ 2009؛ و هذا عند نسبة 10% كحد أقصى¹ و في المقابل تتوزع المحفظة الإستثمارية لهيئة أبوظبي للإستثمار "ADIA" وفق المناطق الجغرافية عالميا كما يلي:

الجدول رقم(10-III) توزيع المحفظة المرجعية لهيئة(ADIA) حسب المناطق الجغرافية عالميا للفترة

2015-2012
الوحدة(%)

2015		2014		2013		2012		السنوات
الحد الأدنى	الحد الأقصى	المناطق						
35	50	35	50	35	50	35	50	أمريكا الشمالية
20	35	20	35	20	35	20	35	أوروبا
10	20	10	20	10	20	10	20	دول آسيا المتقدمة
15	25	15	25	15	25	15	25	الأسواق الناشئة

من إعداد الطالب بالإعتماد على تقارير:

Abu Dhabi investment Authority : Annual review 2012,2013,2014,2015.

يضع من الجدول أعلاه، التوزيع الجغرافي لإستثمار هيئة أبوظبي "ADIA" على الصعيد العالمي منطقة أمريكا الشمالية في المركز الأول و ذلك بحصة تتراوح نسبتها ما بين 35% كحد أدنى و 50% كحد أقصى، في المقابل تمثل حصة إستثمارات هيئة أبوظبي في المنطقة الأوروبية المركز الثاني و ذلك بحصة نسبتها تتراوح ما بين 20% كحد أدنى و 35% كحد أقصى. في نفس الوقت تحصلت إقتصاديات الأسواق الناشئة من إستثمارات الهيئة ما نسبة 15% كحد أدنى و 25% كحد أقصى، في حين لم تتجاوز إستثمارات الهيئة في دول آسيا المتقدمة نسبة 10% كحد أدنى و 20% كحد أقصى.

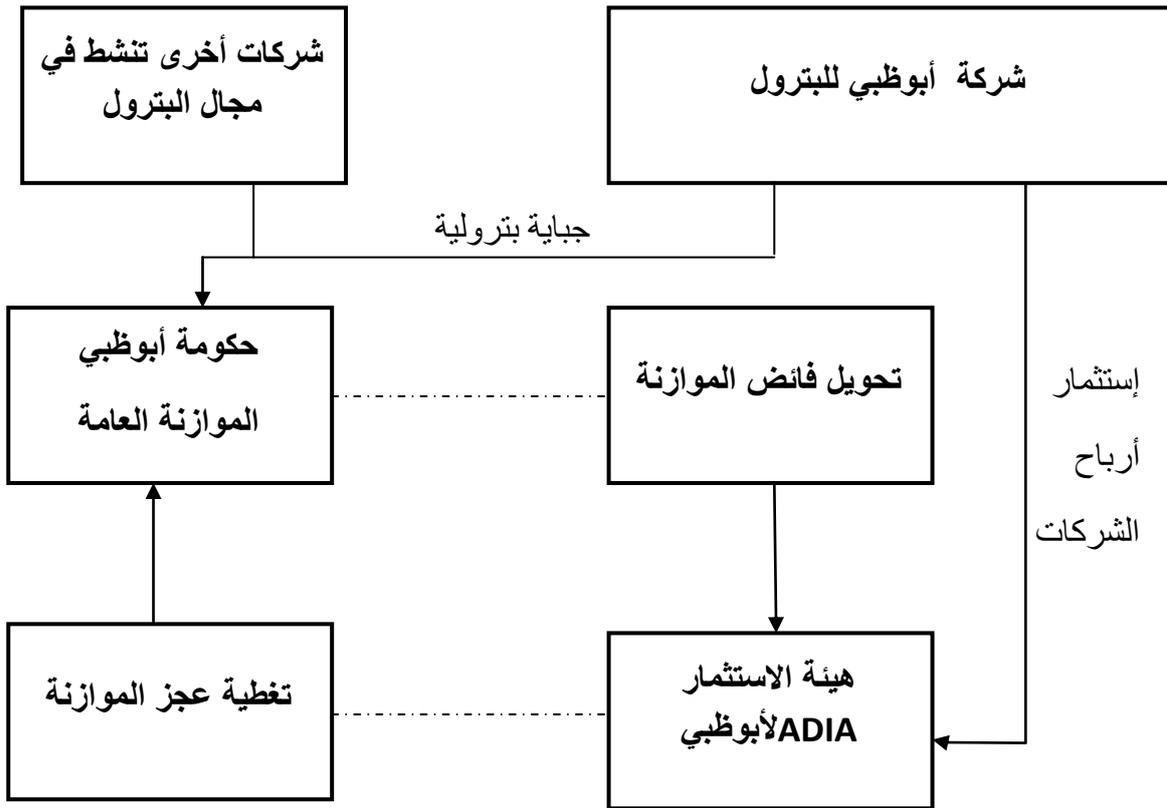
2- وضوح ضوابط الحوكمة لهيئة أبوظبي: يعد من الضروري " وجود مجموعة من المبادئ و الأطر القانونية و التنظيمية و الرقابية تضبط و توضح العلاقة القائمة ما بين هيئة أبوظبي للإستثمار (ADIA) كشركة إستثمارية تزاوّل نشاطاتها خارج حدودها الوطنية، و السلطات الحكومية لإمارة أبوظبي بصفتها المالكة لهذه الهيئة، بالإضافة لذلك توضيح المهام و الصلاحيات الخاصة بالأقسام و المصالح و توزع كافة المسؤوليات داخل الهيئة.

2-1- طبيعة علاقة الهيئة بحكومة أبوظبي: إستنادا للأطر القانونية المنظمة للعلاقة ما بين هيئة أبوظبي و السلطات الحكومية لإمارة أبوظبي، تقوم " الهيئة بتنفيذ عملياتها الإستثمارية بشكل مستقل عن السلطات أو الكيانات الإستثمارية الأخرى التي تستثمر نيابة عن السلطات الحكومية، و بالتالي تتمتع بكل حرية و

¹ - Abu Dhabi investment Authority: Annual ADIA review 2015, P.06-07.

إستقلالية في إعداد و تنفيذ برنامجها الإستثماري. كما تمنع القوانين الخاصة بإدارة هيئة أبوظبي للإستثمار السلطات الحكومية لإمارة أبوظبي بإجراء أي تحويلات للموارد المالية المتاحة للهيئة إلا في الظروف الإستثنائية بالنسبة للحكومة، كحصول عجز مزمن و هيكلي في الموازنة العامة، خاصة في حالات الإنخفاض الشديد في إيرادات الخزينة العامة من العوائد البترولية بسبب تدهور سعر برميل البترول¹. و يمكن توضيح علاقة الهيئة بالسلطات من المخطط التالي:

الشكل رقم(III-3) مخطط توضحي لعلاقة هيئة أبوظبي بالسلطات الحكومية



Source : Abu Dhabi investment Authority : Annual review 2015, Op-cit, P45

2-2- التنظيم المؤسسي لإدارة هيئة أبوظبي للإستثمار "ADIA": فيما يتعلق بالإطار التنظيمي لإدارة هيئة أبوظبي للإستثمار، هنالك عدة مستويات من المسؤولية تشرف على إعداد و تنفيذ استراتيجية الإستثمار المتبعة لدى الهيئة، حيث تتدرج حسب " أهميتها كالتالي:

2-2-1- مجلس الإدارة "Board of Directors": هو بمثابة أعلى سلطة تشرف على عمليات الهيئة و تقييم أدائها و إتخاذ القرارات في المسائل ذات الأهمية، حيث تتمثل مهام مجلس الإدارة في إعداد و رسم الإستراتيجيات الإستثمارية الخاصة بالهيئة و تفعيلها بالمراجعة و الإشراف، فضلا عن تقييم أداء الهيئة و مراقبة نشاطاتها دون التدخل المباشر في التنفيذ. و يتكون مجلس إدارة أبوظبي للإستثمار من عشرة

¹ - Abu Dhabi investment Authority : Annual review 2012, Op-cit, P47 .

أعضاء يتم تعيينهم بمرسوم أميري، بينما يتولى حاكم أبوظبي رئاسة المجلس، و في المقابل يتم إختيار عضو من أعضاء المجلس لمنصب المدير التنفيذي بالهيئة.

2-2-2- المدير التنفيذي "Manging Directors": يتولى مسؤولية الإشراف المباشر عن تسيير و إدارة الهيئة، و تنفيذ إستراتيجيات الإستثمار و التصرف في حدود التوجيهات و التفويض الممنوح له من جانب مستوى الإدارة العليا(مجلس الإدارة). و يعد " المدير التنفيذي أحد أعضاء مجلس إدارة الهيئة و المسئول عن مدى تحقيق النتائج المترتبة عن القرارات الإستثمارية موضوع التنفيذ أمام مجلس الإدارة.

2-2-3- لجنة التدقيق و المراجعة "Audit Committee": ترتبط مباشرة بمجلس الإدارة و تضطلع بمهام المراقبة و المراجعة و التدقيق في مدى نجاعة العمليات التي تقوم بتحقيقها الهيئة، و ذلك من خلال تقييم إداء المكلفين التنفيذيين و فرقهم، إلى جانب تزويد مركز القرار على مستوى الهيئة بتحليل موضوعية و تعاليق؛ فضلا عن الإقتراحات في شكل تقارير تقدم دوريا لمجلس الإدارة.

2-2-4- لجنة الإستثمار "Investment committee": الهدف الرئيسي لها، إمداد المدير التنفيذي بالمعلومات المساعدة في إتخاذ القرارات الإستثمارية، و كذلك تقديم التوصيات و إقتراحات التعديل في سياسات الإستثمار من أجل تحسين الأداء في الوظيفة الإستثمارية للهيئة.

2-2-5- قسم الشئون القانونية: يكلف بالإشراف و ممارسة الرقابة القانونية الفعالة على عمليات الهيئة وفق تدابير و إجراءات معينة، و بالتالي توفير الحماية القانونية للعمليات الإستثمارية و العمليات الأخرى للهيئة.

2-2-6- القسم المكلف بوظيفة المراقبة الداخلية "Internal Audit": يطلع هذا القسم بمراقبة مدى تطبيق محتويات النظام الداخلي الخاص بالهيئة، و ذلك من خلال المراجعة بالفحص و التدقيق بشكل إنتقادي يشمل أداء الوظائف على مستوى الهيئة، و تقديم تقارير بشكل دوري للمدير التنفيذي بإعتباره المسئول المباشر على الهيئة.

2-2-7- قسم متابعة الإستراتيجيات "Strategy Unit": يتضمن إطار العمل لهذا القسم، القيام بصفة مبدئية على تقييم الإستراتيجيات الإستثمارية للهيئة، و تقديم الإقتراحات و التعديلات الممكنة للمدير التنفيذي.

2-2-8- قسم التقييم و المتابعة "Evolution and Follow up": يتم التعويل على هذا القسم، السهر و القيام بإجراءات التقييم على الأداءات لمختلف أقسام و مصالح الهيئة، و ذلك بالتنسيق مع المراجعة و التدقيق، و عليه فإن مراعاة كل ذلك سينعكس إيجابا على أداء الهيئة.

2-2-9- الأقسام المساندة "Support Départements": هي عبارة عن مجموعة الوظائف التي تعمل على توفير الدعم المادي و المالي للهيئة، و الإشراف على المسك المحاسبي لمختلف العمليات المنجزة من طرف الهيئة، بالإضافة لذلك تسيير نظام المعلومات المتعلق بالهيئة و ذلك من خلال الإستخدام الأمثل للتكنولوجيا الحديثة.

2-2-10- قسم المكلف بالإستثمار "Investment Départements": يضم الهياكل التنظيمية الإدارية و المصالح المختلفة التي تتولى الخطوات التنفيذية لتكوين المحافظ الإستثمارية و إدارتها على مستوى الهيئة، و ذلك ضمن المعايير التي وضعت أثناء عملية التخصيص للأصول، زيادة على ذلك لديها حرية التصرف من خلال إختيار الأسواق الإستثمارية و فئات الأصول و المناطق الجغرافية الأكثر إستقطابا للإستثمار عالميا¹؛ أي الإشراف المباشر على إدارة إستثمارات " الهيئة عبر:

أ - قسم الأسواق الداخلية "Internal Equities": يتولى مهام الإدارة المباشرة لمحفظه أسهم الهيئة على مستوى الأسواق الخارجية و ذلك من خلال الإعتماد على تضافر جهود فريق موظفي الهيئة و دون اللجوء إلى تفويض مدراء أجاناب (خارجيين).

ب - قسم الأسهم الخارجية "External Equities": يتمثل الدور التقليدي لهذا القسم في مراقبة و متابعة المدراء الأجاناب*² المفوضين لإدارة محافظ أسهم الهيئة على مستوى الأسواق المالية العالمية، و القيام بالمراجعة و الفحص و تقييم النتائج المحققة و مقارنتها بالقاعدة المعيارية، إلى جانب ذلك متابعة مدى تطبيق كافة الإلتزامات و الإجراءات المرتبطة بالعملية الإستثمارية للحد من المخاطر، و هذا بشكل يومي و بصفة مستمرة.

ج - القسم الخاص بالسندات و الخزينة "Fixed income and treasury": يتحمل مسؤولية الإدارة النشطة لمحفظه السندات و القروض الخاصة بالهيئة، فضلا عن الإضطلاع بمسؤولية الإستثمار في مجموعة واسعة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، و التي يمكن تصنيفها لفئات رئيسية: هي الصكوك العلمية الحكومية و السندات المرتبطة بالتضخم العالمي، و سندات الأسواق الناشئة و الإئتمان من الدرجة الإستثمارية العالمية و الإئتمانية غير الإستثمارية. زيادة على ذلك إدارة إحتياجات السيولة و الإستثمارات في أسواق المال القصيرة الأجل.

د - قسم إدارة العقارات "Alternative investment": تتحدد وظيفته بالإشراف على إدارة محفظه الأصول الإستثمارية، و على وجه الخصوص محفظه الأصول الموجه للتوظيف و الإستثمار في الأصول

¹ - Abu Dhabi investment Authority: Annual review 2015, Op-cit, P.38-39.

*- المدراء الأجاناب، أشخاص و هيئات إستثمار أجنبية مستقلة عن هيئة أبوظبي للإستثمار، تتولى عملية إدارة إستثمارات الهيئة في الأسواق العالمية.

السائلة غير التقليدية بهدف التنوع و تعزيز العوائد المعدلة حسب المخاطر، و ذلك من خلال قنوات صناديق الإستثمار على غرار صناديق التحوط و صناديق التقاعد.

و - قسم الأسهم الخاصة "Private Equities": مهامه الأساسية، القيام بالإستثمار في الأسهم الخاصة غير المتداولة على مستوى الأسواق العالمية، و السعي لتحقيق عوائد معدل حسب المخاطر تفوق تلك الممكن تحقيقها في أسواق الأسهم العامة. و هذا من خلال أنشطة إستثمارية يمكن تمييزها إلى إستثمار لدى صندوق إبتدائي أو صندوق ثانوي، بالإضافة للإستثمار المباشر و الإستثمار الرئيسي¹.

3- أهم المميزات و النقصان لتجربة هيئة الإستثمار لأبوظبي (ADIA): المتتبع بالملاحظة و التحليل لتجربة هيئة أبوظبي (ADIA)، يستطيع الوصول إلى تحديد أهم المميزات التي تضع الهيئة ما بين أنجح المؤسسات أو الهيئات المالية الإستثمارية، بالإضافة للعديد من النقصان المؤثرة بشكل سلبي على الأداء الإستثماري للهيئة.

3-1- المعالم المميزة لتجربة هيئة أبوظبي: يمكن تلخيص المعالم المميزة للتجربة الإستثمارية لهيئة أبوظبي بما يلي:

- إمتلاك هيئة مؤسسة مالية إستثمارية بحجم هيئة أبوظبي للإستثمار تدير أصول تراكمية متزايدة من النقد الأجنبي، يساهم بشكل كبير في زيادة ثقل و نفوذ دولة الإمارات العربية على مستوى النظام المالي العالمي، فضلا عن تعزيز الملاءة المالية لدولة الإمارات؛ و حماية إقتصاد البلد من خطر التعرض للصدمات الخارجية عند تدهور حصيلة إيرادات التصدير بالعملة الأجنبية.

- إستطاعة هيئة أبوظبي للإستثمار من مراكمة خبرة نشاط واسعة في مجال الإستثمار تقارب 41 سنة، الشيء الذي جعلها تحسن من أدائها الإستثماري و قدرتها على مواجهة مختلف المتغيرات المالية و الإقتصادية في نطاقها الدولي.

- القيام بإدخال تعديلات متلاحقة على مستوى التنظيم الهيكلي للهيئة، و الإستعانة بالخبرات الأجنبية ذات الكفاءة العالية في إدارة إستثمارات الهيئة وفق الطرق و الأساليب الحديثة، كأسس متبعة لرفع معدلات من العائد و تقليل المخاطر المرتبطة بالعملات الإستثمارية للهيئة.

3-2 - النقصان المرتبطة بالتجربة الإستثمارية لهيئة أبوظبي: تتمثل أهم النقصان المؤثرة سلبا في تجربة هيئة أبوظبي للإستثمار في الآتي :

¹ - Abu Dhabi investment Authority : Annual review 2015, Op-cit, P24-26 .

- غياب ممارسة رقابية خارجية*¹ تعطي رأي مستقل بشأن الكشوف المالية، و الإفصاح للجمهور عن سير الأداء المالي المتعلق بالهيئة، أي الأخذ بمبدأ المسائلة الخارجية.

- سيطرة الحكومة على تسيير و إدارة الهيئة و هذا بفعل تواجد ستة أعضاء من الحكومة من ضمن العشرة أعضاء المشكلة لمجلس إدارة الهيئة، و بالتالي إخضاع قرارات الهيئة للوصاية الحكومية و التقليل من إستقلالية الهيئة.

- يتبين من تجربة الهيئة تدني الإهتمام بالإفصاح و إتاحة المعلومات للجمهور فيما يتعلق بالأداء و النتائج ذات الصلة بالعمليات الإستثمارية، أي نقص في توفير المعلومات الخاصة بتسيير و إدارة الهيئة، و بالتالي التقليل من مستوى ممارسة الشفافية و الإفصاح في سير الأنشطة الإستثمارية للهيئة. و في ظل النقائص المرتبطة بالممارسات غير السليمة في تسيير و إدارة هيئة الإستثمار لأبوظبي، صنفت هذه الأخيرة ضمن المراتب الأخيرة حسب الأداء، و منها مؤشر ترومان الذي صنف الهيئة في المرتبة الأخيرة بنسبة أداء لا تتجاوز 09% و بنسبة 00% حسب معيار الحوكمة و الشفافية.

المطلب الثالث: التجربة السعودية في إستثمار الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي

تعد العربية السعودية من ضمن البلدان ذات الفائض التجاري و التي أخذت ترفع من حجم موجوداتها الإحتياطية بالنقد الأجنبي، و هذا نتيجة إرتفاع صادراتها البترولية بفعل القفزات المسجلة في سعر برميل البترول، حيث قامت السعودية كغيرها من البلدان ذات الفوائض بالإحتفاظ بإحتياطيات متزايدة للوقاية من التعرض للصدمات الخارجية و مثال ذلك الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008. و للتعامل مع التراكمات المتزايدة لحجم الإحتياطيات بالعملة الأجنبية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA، تقوم هذه الأخيرة بإستثمار و توظيف تلك الفوائض بالعملة الأجنبية.

1 - مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA كمستثمر لفائض الأصول بالنقد الأجنبي: تقوم السلطات الحكومية السعودية " بإستثمار كافة الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية، و ذلك من خلال مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA، حيث يتم إستثمار ما تحتفظ به SAMA من أصول إحتياطية بالنقد الأجنبي و بشكل رئيسي في سندات الخزينة الأمريكية القصيرة الأجل، كما أنه معروف بتحفظ SAMA و عدم رغبتها الإستثمار في السندات، ما عدا السندات الصادرة عن حكومات البلدان الغربية. و تضطلع مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA بدور الإحتفاظ و إدارة ثروة البلد في شكل إستثمارات ذات سيولة عالية،

¹ - الرقابة الخارجية: هي من المبادئ الحكامة و القواعد السلوكية في تسيير و الإدارة، حيث يتولى جهاز أو كيان خارجي مستقل مراجعة و التدقيق في سلامة العمليات الإستثمارية للهيئة.

و بالتالي إمكانية إستخدامها و التصرف فيها بكل حرية لتلبية الإحتياجات الآنية الناشئة، بدلا من القيام بالإستثمار الطويل الأجل في مجالات صناعية أو في مؤسسات أجنبية و التي قد تتضمن مخاطر كبيرة¹.

1-1 - إستثمار الفائض المالي السعودي: على أية حال فإن السلطات الحكومية في السعودية تلجأ لإستثمار أصولها الإحتياطية المتركمة بالنقد الأجنبي، عن طريق " إيداعها في حسابات مختلفة لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، و التي بدورها تستثمر جزءا من حجم هذه الفوائض المالية المتركمة و هذا بعد التشاور و التنسيق مع وزارة المالية السعودية، حيث تظهر هذه الحسابات على مستوى ميزانية لمؤسسة النقد السعودي في الجانب المتعلق بالإلتزامات تحت مسمى ودائع الحكومة و مصالح و هيئة الحكومية". كما تظهر استثمارات مؤسسة النقد العربي السعودي لهذه الودائع في الجانب المتعلق بالأصول على مستوى الميزانية النهائية السنوية لـ SAMA².

الجدول رقم (III-11) إجمالي ودائع و إستثمارات في الأوراق المالية بالخارج لـ SAMA خلال الفترة

2015-2010

السنوات	البيان	ودائع لدى البنوك بالخارج (مليون ريال)	إستثمارات في أوراق مالية بالخارج (مليون ريال)	متوسط سعر صرف الريال مقابل الدولار الأمريكي	ودائع لدى البنوك بالخارج (مليون دولار أمريكي)	إستثمارات في أوراق مالية بالخارج (مليون دولار أمريكي)
2010		343 887	1 181 916	3,7502	91 698,31	315 160,79
2011		414 008	1 427 820	3,7503	110 393,30	380 721,54
2012		576 415	1 670 020	3,7502	153 720,47	445 314,92
2013		546 629	1 952 837	3,7503	145 756,07	520 714,88
2014		510 972	1 998 580	3,7509	136 226,51	532 826,79
2015		552 360	1 505 023	3,7512	147 248,88	410 211,08

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- إحصائيات التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2015 ، رقم 51 ، ص 50-51 .
- إحصائيات التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2016، رقم 52، ص 48-139 .

1-2- تطور إجمالي الودائع و الإستثمارات في الأوراق المالية بالخارج لـ SAMA: عرفت ودائع

مؤسسة النقد العربي SAMA لدى البنوك بالخارج و حجم الإستثمارات في الأوراق المالية بالخارج

مسارين مختلفين خلال الفترة 2010 - 2015. حيث إنتقل حجم الودائع لـ SAMA الموجودة على

مستوى البنوك بالخارج من حوالي 92 مليار دولار أمريكي سنة 2010، إلى 110 مليار دولار أمريكي

سنة 2011 و إلى حوالي 153 مليار دولار أمريكي نهاية سنة 2012؛ أي بنسبة زيادة قدرت على التوالي

20.39% و 39.23% خلال سنتي 2011 و 2012. غير أنه خلال العامين 2013 و 2014 عرف إجمالي

¹ - جان فرانسوا سيزنيك : صناديق الثروات السيادية في منطقة الخليج ، مركز الدراسات الدولية و الإقليمية ، كلية الشؤون الدولية بجامعة جورج تاون في قطر ، 2012، تقرير 3 ، ص 08-07 .

² - مؤسسة النقد العربي السعودي ، التقرير السنوي رقم 51 ، 2015 ، ص 50 .

ودائع SAMA لدى البنوك بالخارج تراجع ملحوظا و ذلك بإنتقال إجمالي الودائع من 153 مليار دولار أمريكي سنة 2012، إلى حوالي 145 مليار دولار أمريكي نهاية 2013 و إلى 136 مليار دولار أمريكي نهاية سنة 2014؛ أي بنسبة تقدر بـ 5.16% سنة 2013 و نسبة تراجع تساوي 6.54% سنة 2014.

و يفسر هذا التراجع في ودائع مؤسسة النقد العربي السعودي لدى البنوك بالخارج بالتراجع الحاصل في قيمة صادرات المملكة بالعملة الأجنبية بفعل انخفاض أسعار برمبل البترول، ليعود إجمالي الودائع لدى البنوك بالخارج لـ SAMA إلى الإرتفاع مع حلول سنة 2015 ليبلغ حجم تلك الودائع إلى مستوى 147 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة قدرت نسبتها بـ 8.09% مقارنة بنسبة 2014. فحين شهدت إستثمارات مؤسسة النقد العربي SAMA في الأوراق المالية بالخارج خلال الفترة المعينة، إتجاه متزايد عكس التطورات الحاصلة في توظيفات SAMA كودائع لدى البنوك بالخارج، حيث إنتقل حجم إستثمارات SAMA في الأوراق المالية بالخارج من 315 مليار دولار أمريكي سنة 2010 إلى 380 مليار دولار أمريكي نهاية 2011؛ أي بزيادة نسبتها 20.80% مقارنة بسنة 2010. ثم واصلت إستثمارات SAMA الإتجاه التصاعدي لتصل خلال الأعوام 2012، 2013، 2014 على التوالي إلى 455 مليار دولار أمريكي؛ 520 مليار دولار أمريكي، 532 مليار دولار أمريكي، أي بنسبة زيادة 16.97%(2012)، 16.93%(2013)، 2.33%(2014).

غير أنه خلال سنة 2015، سجلت عمليات الإستثمارية لـ SAMA في الأوراق المالية بالخارج تراجعا بنسبة -24.70%. و الملاحظ أنه ما يزال توزيع حيازات مؤسسة النقد العربي SAMA من الأصول الأجنبية يميل نحو الإستثمار في الأوراق المالية الأجنبية بشكل كبير، و هذا ما يبين من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (III-12) تطورات إجمالي الودائع و الإستثمارات في الأوراق المالية بالخارج لـ SAMA

خلال الفترة 2010-2015

الوحدة = مليون دولار أمريكي

البيان	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ودائع لدى البنوك بالخارج		91 698,31	110 393,30	157 702,47	145 756,07	136 226,51	147 248,88
إستثمارات في أوراق مالية بالخارج		315 160,79	380 721,54	445 314,92	520 714,88	532 826,79	401 211,08
نسبة تطور قيمة الودائع لدى البنوك بالخارج		/	%20,39	%39,23	%5,16-	%6,54-	%8,09
نسبة تطور قيمة الإستثمارات في الأوراق المالية بالخارج		/	%20,80	%16,97	%16,93	%2;33	%24,70-

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي لسنة 2015، مرجع سابق، ص51.

- التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي لسنة 2016، مرجع سابق، ص 139.

2- التوجه الإستثماري لدى مؤسسة النقد العربي SAMA: وفقا للمعطيات و الإحصائيات المتوفرة، نلاحظ أن غالبية إستثمارات مؤسسة النقد العربي بالخارج هي إستثمارات في الأوراق المالية الأمريكية القصيرة الأجل و التي تتراوح مدة إستثمارها ما بين سنة واحدة أو أقل من ذلك. حيث الإستثمار و التوظيف في أوراق البلدان الأخرى قد يعرض إستثماراتها إلى مخاطر تقلبات أسعار الصرف، بمعنى آخر إمكانية انخفاض عملة البلد الآخر مقابل الدولار الأمريكي، و بالتالي وقوع خسائر تتحملها مؤسسة SAMA.

كما أن الإستثمار في " السندات الثابتة الدخل و القصيرة الأجل في القطاع الخاص قد يؤدي إلى التعرض لمخاطر احتمالات التخلف عن الدفع، و هذا بفعل كون تلك السندات في العادة غير مؤمنة من قبل الحكومة؛ أما الإستثمارات في السندات الحكومية الطويلة الأجل و الثابتة الدخل قد يترتب عنها التعرض لمخاطر أسعار الفائدة، أي انخفاض قيمة السندات الحكومية الثابتة الدخل و الطويلة الأجل بفعل ارتفاع أسعار الفائدة. و نظرا لإرتباط عملة الريال السعودي بالدولار الأمريكي وفق نظام الصرف الثابت

يتبين جليا أن الفائض المالي المتراكم لدى مؤسسة النقد العربي SAMA يتم إستثماره بالدولار الأمريكي للمدى القصير في الأوراق المالية الأمريكية (على سبيل المثال، أدونات الخزينة الأمريكية لثلاثة أشهر)¹.

2-1- طبيعة توزيع حيازات الأصول الإستثمارية لـ SAMA بالخارج: إصطحبت الزيادة في الأصول بالعملات الأجنبية المستثمرة من طرف مؤسسة النقد العربي SAMA خارجيا إلى زيادة في تنوع تلك الإستثمارات بالخارج ضمن المستوى المسموح به للمخاطر، و ذلك من خلال الإستثمار في فئات الأصول و الأوراق المالية الأقل تعرض لمخاطر الصرف و أسعار الفائدة و التخلف عن الدفع و الإيفاء، و بالتالي تخصيص التوظيف و الإستثمار على فئات الأصول(أنظر الجدول الموالي):

جدول رقم(13-III) تطور طبيعة توزع فئات إستثمارات SAMA بالخارج خلال الفترة 2013-2015

مليون دولار أمريكي			مليون ريال			السنوات
2015	2014	2013	2015	2014	2013	فئات الاستثمارات
63 231	44 688	39 300	237 191	167 620	147 385	1-الاستثمارات المباشرة
203 990	198 943	178 164	765 209	746 214	668 169	2- استثمارات الحافظة
110 292	110 999	98 950	413 696	416 348	371 093	1-2 حقوق ملكية و أسهم صناديق الاستثمار .
93 707	87 943	79 214	351 513	329 866	297 076	2-2 سندات الدين
111 225	93 227	84 699	417 229	349 685	317 647	3- استثمارات أخرى
1 257	1 441	1 886	4 717	5 405	7 073	1-3 القروض
105 419	85 289	75 948	395 447	319 911	284 827	2-3 العملة و الودائع
4 549	6 497	6 865	17 065	24 369	25 748	2-3 حسابات أخرى مستحقة القبض

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات النشرة الإحصائية الشهرية، مؤسسة النقد العربي السعودي، سبتمبر 2016 ، ص 146-145.

إستمرت حيازات الأصول الإستثمارية لمؤسسة النقد العربي SAMA بالخارج في الإرتفاع و لكن بوتيرة أقل تسارعا خلال الفترة 2013 - 2015، و هذا بفعل الإنخفاض الحاصل في أسعار البترول. غير أنه، ما يزال يلاحظ ميل مؤسسة النقد العربي SAMA نحو الإستثمار في حافظة الأوراق المالية الأجنبية مقارنة بالفئات الإستثمارية الأخرى، حيث بلغت نسبة إستثمارات SAMA في فئة حافظة الأوراق المالية الأجنبية حوالي 58.96% سنة 2013 من إجمالي إستثمارات SAMA في الخارج؛ لتسجل هذه النسبة إرتفاعا إلى حوالي 59.66% سنة 2014، ثم عرفت إستثمارات هذه الفئة لدى مؤسسة النقد العربي

¹ - مؤسسة النقد العربي السعودي : التقرير السنوي 2016 ، مرجع سابق ، ص 138 .

تراجعا سنة 2015، و ذلك ببلوغها نسبة 53.90% من إجمالي إستثمارات SAMA في الخارج. و بالنسبة إلى فئة الإستثمارات المباشرة في الخارج فكانت تحظى بأقل اهتمامات مؤسسة النقد العربي SAMA ، نجد أنها لم تشكل سوى نسبة 13.01% سنة 2013 و نسبة 13.07% سنة 2014 من إجمالي استثمارات SAMA في الخارج، لتنتقل هذه النسبة إلى حوالي 16% مع نهاية 2015.

أما فيما يخص فئة الإستثمارات الأخرى، فكان قيام مؤسسة النقد العربي SAMA لحيازة أصول إستثمارية لهذه الفئة أقل إهتماما مقارنة بالإستثمارات المحققة في حافظة الأوراق المالية الأجنبية، حيث كانت نسبة إستثمارات SAMA في هذه الفئة من الأصول الإستثمارية تمثل نسبة 28.03% سنة 2013 من إجمالي إستثمارات SAMA في الخارج، لترتفع هذه النسبة إلى حوالي 29.39% نهاية سنة 2015، و هذا بعد ما سجلت إنخفاضا محسوسا سنة 2014 (27.68%).

و من خلال ملاحظة تطور توزع حيازات إستثمارات SAMA في الخارج، يتضح تركيز هذه الأخيرة بشكل كبير على الإستثمار في كلا من فئة حقوق الملكية و أسهم صناديق الإستثمار، و فئة سندات الدين فضلا عن الإستثمار في فئة الودائع و العملة، و هذا ما يتبين من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(14-III) تطور توزيع نسبة حيازات SAMA بالخارج خلال الفترة 2013-2015

السنوات	2013	2014	2015
فئات الإستثمارات			
1-الإستثمارات المباشرة في الخارج	13.01%	13.27%	16%
2- إستثمارات الحافظة	58.96%	59.06%	53.90%
1-2 حقوق ملكية و أسهم صناديق الاستثمار .	32.75%	32.95%	29.14%
2-2 سندات الدين	26.22%	26.11%	24.76%
3- استثمارات أخرى	28.03%	27.68%	29.39%
1-3 القروض	0.62%	0.48%	0.33%
2-3 العملة و الودائع	25.13%	25.32%	27.86%
2-3 حسابات أخرى مستحقة القبض	2.27%	1.93%	1.20%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات النشرة الإحصائية الشهرية ، مرجع سابق ، سبتمبر 2016 ، ص 145-146 .

3- ممارسة الحكامة في إستثمار الفائض المالي بالنقد الأجنبي لـ SAMA: الدافع الأساسي لمؤسسة النقد العربي SAMA و هي تدير فائض الأصول بالنقد الأجنبي، هو " الحفاظ على رأس المال المستثمر و توفير السيولة اللازمة عند الحاجة، فضلا عن الحصول على عوائد تتناسب مع المخاطر المصاحبة لذلك؛ و نظرا لعدم وجود جهاز مؤسسي مستقل يدير الفائض المالي. و ضمن هذا الإطار تتضح أهمية

وجود نظام حكامه و رقابة فعال، يشمل وجود مؤشرات تحكم نزاهة و مهنية القائمين على إستثمارات مؤسسة النقد العربي SAMA، و توفير المعلومات الفصلية و السنوية حول الإستثمارات و أدائها و حجمها و توزيع تلك الإستثمارات جغرافياً؛ و بالتالي التأكد من أن رؤوس أموالها و الإحتياطات المتاحة تكفي لمواجهة المخاطر المترتبة على ما تقوم به المؤسسة من عمليات إستثمارات¹.

3-1 - ضوابط الحكامة المرتبطة بالجهد الإستثمارية لـ SAMA: يتضمن إطار العمل الإستثماري لمؤسسة النقد العربي SAMA مجموعة ضوابط تحكم الممارسة الإستثمارية، حيث يتم ذلك وفق:

- ضمان تدفقات النقد الأجنبي المتوقعة.

- الإستثمار في الأوراق المالية الجيدة ذات التقييم العالي.

- إستثمارات مؤسسة SAMA محكومة بإستراتيجية إستثمارية تنص على توزيع الأصول و تنويعها.

- تقع مسؤولية مراجعة الإستراتيجية الإستثمارية على عاتق لجنة الإستثمار بالمؤسسة.

3-2- لجنة الإستثمار لدى مؤسسة SAMA: إنطلاقاً من أهمية الأخذ في الإعتبار الإدارة الكفؤة للفائض المالي بالعملات الأجنبية لدى مؤسسة النقد العربي SAMA، يتم تفويض لجنة الإستثمار للإشراف على العمليات الإستثمارية الخاصة بالمؤسسة، و ذلك من خلال تحديد السياسات الإستثمارية وفق المبادئ المحددة من طرف قوة القرار في مؤسسة النقد العربي SAMA؛ حيث تجتمع لجنة الإستثمار بشكل دوري من أجل:

- مراجعة تنفيذ البرامج الإستثمارية المحددة سابقاً.

- تقييم أداء و سير الإستثمارات.

- مناقشة حالة الأسواق و المخاطر المتوقعة التي قد تتعرض لها إستثمارات المؤسسة و الإستفادة من توصيات الفريق الإستشاري.

- تقييم أداء مديري المحافظ الإستثمارية الموظفة بالخارج.

و تلجأ مؤسسة النقد العربي SAMA للإستعانة بالشركات العاملة في مجال الإستثمار على المستوى الدولي و خاصة الإستشارية منها، مما يسمح لها بتقييم بعض الفرص الإستثمارية المناسبة، علاوة على إتباع SAMA لضوابط محددة تتوافق مع ما هو معمول به لدى المؤسسات و صناديق الإستثمار دولياً. كما أن المؤسسة تطبق المسؤولية الأخلاقية أثناء تحقيق و تنفيذ إستثماراتها، و ذلك من خلال حظرها الإستثمار في نشاطات مثل: المقامرة، و الصناعات الكحولية، و صناعة التبغ.... إلخ.

¹ - مؤسسة النقد العربي السعودي : التقرير السنوي ، 2016 ، رقم 52، مرجع سابق ، ص 130 - 138.

3-3- توفر كادر محترف لإدارة و استثمار فائض الأصول بالعملة الأجنبية: يتولى مسؤولية تنفيذ إستراتيجية استثمار الفائض المالي بالعملة الأجنبية لدى مؤسسة SAMA، فريق عمل يتكون من كادر بشري (إطارات) وطني متخصص و محترف، يتمتع بخبرة عالية في مجال الإدارة و الاستثمار للأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية تم إكتسابها خلال سنوات عديدة من العمل. و في ضوء الصلاحيات المخولة له، يقوم فريق العمل بإستخدام الأدوات المالية المحددة في الخطط الإستثمارية من قبل لجنة الإستثمار لدى SAMA، بحيث يكون هذا المستوى من التسيير في إتصال مباشر مع الأسواق؛ و كذلك بيوت الإستثمار العالمية، كما يتمتع هذا المستوى من الإدارة بصلاحيات في إطار بنية قانونية محددة من طرف مركز القرار لدى SAMA.

3-4- تطبيق مبدأ الشفافية في تنفيذ الإستراتيجية الإستثمارية لـ SAMA: تحرص مؤسسة النقد العربي SAMA على تطبيق مبدأ الشفافية أثناء القيام بالمهام الإستثمارية المنوطة بها، و ذلك من خلال إصدار تقارير و سنوية و فصلية و شهرية بإستمرار و هذا من أجل التواصل مع الجمهور، حيث توفر تلك التقارير الصادرة عن SAMA؛ على المعلومات و البيانات الإقتصادية و المالية المتعلقة بنشاطات مؤسسة النقد العربي السعودي، فضلا عن تحليلات مفصلة حول الوضعية و المركز المالي لـ SAMA.

كما تقوم مؤسسة النقد العربي بإتاحة المعلومات حول سير الأنشطة المتعلقة بإستثمار الفائض المالي السعودي بالعملة الأجنبية مع الإفصاح عن الأدوات التي يستثمر بها الفائض المالي، فضلا عن إتاحت المعلومات حول التطورات بالزيادة أو النقص في حجم الإحتياطيات بالعملة الأجنبية و الأسباب من وراء ذلك.

المبحث الثالث: أثر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي على متغيرات الإقتصاد الكلي

حصول تراكم متزايد في صافي الأصول بالعملات الأجنبية لدى إقتصاد ما نتيجة تعاملاته مع إقتصاديات البلدان الأخرى يعبر عن مدى إدماج هذا الإقتصاد في الإقتصاد الدولي، و لكن قد يعبر أيضا عن هشاشة هذا الإقتصاد إتجاه الصدمة الخارجية، خاصة إذا كان يعتمد البلد بشكل عكسي في الحصول على النقد الأجنبي على مورد اقتصادي وحيد. فالتدفقات النقدية بالعملات الأجنبية إذا ما بلغت درجة معينة من الغزارة و عدم الإستقرار، أي تتم عملية الدخول في فترة زمنية قصيرة أو قصيرة جدا، فد يصبح إن لم نقل من المستحيل التحكم فيها و في تداعياتها الخطيرة؛ و ما قد تسببه من تأثيرات على متغيرات الإقتصاد الكلي، و بالتالي هنالك إشكالا جديا بالنسبة للإقتصاد المحلي بكل مالها من آثار سلبية، حيث يتوقف ذلك على الجزء من الأصول النقدية الأجنبية الذي سيخصص لتمويل الواردات. فعمليات التبادل الخارجية تتجسد في النهاية من خلال حسابات بالوحدات النقدية الأجنبية و بالتالي الوضعية النقدية المحلية تتأثر بتلك المعاملات الخارجية، حيث ينشأ عن التغير في حصيلة الأصول النقدية الأجنبية آثار عديدة على الوضعية الإقتصادية، و ذلك من خلال التغير في العرض النقدي و في الطلب على النقود و التضخم و حجم الإستهلاك، فضلا عن سياسة البنك المركزي في تجسيد الآثار السلبية لتراكم الأصول الأجنبية على الوضعية الإقتصادية المحلية، حيث سيتم التعرض في هذا المبحث إلى:

المطلب الأول: الإقتصاد المحلي و تغيرات وضعية الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية

إستمرار تدفق المعاملات التجارية بين العالم الخارجي و القطاعات الداخلية للإقتصاد المحلي يترتب عنه تغيرات دائمة في الرصيد الصافي للمعاملات الجارية و الرأسمالية معاً، و بالتالي التغير في حيازة الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية و التي تعبر في النهاية عن مركز البلد الخارجي بإتجاه بقية إقتصاديات البلدان الأخرى، حيث يظهر ذلك من خلال الفائض أو العجز الذي يسجل في بنود و حسابات ميزان المدفوعات. كما يمكن التمييز بين نوعين من التوازن لميزان المدفوعات، توازن حسابي (محاسبي) و توازن إقتصادي. فالتوازن المحاسبي ينتهي إلى أن حصيلة إيرادات البلد من النقد الأجنبي تتكافأ مع مدفوعاته الخارجية خلال فترة من الزمن، بينما ينظر " للتوازن الإقتصادي لميزان مدفوعات بلد ما عندما يتطابق العرض و الطلب على النقد الأجنبي، أي التركيز في هذه الحالة يكون على بنود معينة دون سواها، مما يجعل من تلك البنود المحور الذي يستند عليه للحكم حول ماهية التوازن لإقتصاد بلد¹".

كما أن الإختلال في علاقة البلد الخارجية شديدة الصلة بالإختلالات السائدة في الإقتصاد المحلي، حيث تكون في بعض الحالات الإختلالات الداخلية هي سبب الإختلالات الخارجية و في بعض الحالات

¹ - رعد حسن الصوان : أساسيات التجارة الدولية المعاصرة من الميزة المطلقة إلى العولمة و الحرية و الرفاهة الاقتصادية ، الجزء الأول ، دار الرضا للنشر ، 2000 ، ص338-342 .

العكس. ومن هنا تعتبر المعلومات التي توفرها بنود و حسابات ميزان المدفوعات ضرورية في تحديد وضعية رصيد المعاملات للإقتصاد المحلي.

1 - الحسابات الخارجية و تغيرات صافي الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية: لمعرفة حصيلة التحركات في صافي الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية نتيجة المعاملات الإقتصادية مع العالم الخارجي، يقوم كل بلد بإجمال معاملته الخارجية من خلال تبويبها و إظهارها في حسابات أو موازين فرعية، و ذلك في سجل يسمى ميزان المدفوعات. فمن وجهة نظر الأرصدة، يقسم ميزان المدفوعات إلى بنود و حسابات تتعلق بميزان العمليات الجارية و حسابات تتعلق بميزان العمليات الرأسمالية أو ما يسمى بميزان حركة رؤوس الأموال، حيث يميز صندوق النقد الدولي في الطبعة السادسة لدليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي لسنة 2009، بين الحسابات المختلفة حسب طبيعة الموارد الإقتصادية التي يتم توفيرها و الحصول عليها، و ذلك من خلال الحسابات التالية:

1-1 - الحساب الجاري و حركات الأصول النقدية بالعملة الأجنبية: ينظر للحساب الجاري على " مستوى ميزان المدفوعات بأنه أكثر الحسابات الفرعية أهمية، و هذا نظرا لعدة أسباب منها الحجم النسبي للمعاملات المقيدة في هذا الحساب مقارنة بالحسابات الأخرى، حيث يضم هذا الحساب كافة المعاملات التي تتضمن قيما إقتصادية تتم بين المقيمين داخل البلد المعني و المقيمين في باقي البلدان الأخرى، و يشمل كذلك القيود المعادلة للقيم الإقتصادية الجارية و المستلمة دون مقابل، و ينقسم هذا الحساب إلى بنود تتعلق بحركة السلع و الخدمات، الدخل، و التحويلات الجارية¹. و يدل رصيد الحساب الجاري عن حصيلة المعاملات الجارية للسلع و الخدمات، بالإضافة للتحويلات الجارية خلال فترة ما بين البلد المعني و بقية بلدان العالم، فهو يتمخض عن فائض أو رصيد موجب إذا فاقت حصيلة البلد من صادرات السلع و الخدمات في الفترة عن مدفوعاته باتجاه العالم الخارجي مقابل وارداته من السلع و الخدمات، و هذا يعني أن للبلد قدرة تمويلية بإعتباره إستطاع ادخار صافي تراكمي من العملات الأجنبية بفعل تحرك أصول بالنقد الأجنبي إلى داخل الإقتصاد المحلي.

كما يمكن " أن يتمخض الحساب الجاري عن عجز أو رصيد سالب إذا رجحت كفة مدفوعات البلد الجارية إلى العالم الخارجي عن حصيلة صادراته الجارية أو بالتالي تتحرك العناصر الإحتياطية بالنقد الأجنبي نحو الخارج، و قد يصبح البلد في حالة إحتياج لتمويل خارجي بالعملة الأجنبية، أي اللجوء إلى الإدخار الخارجي (إدخار الغير) في تمويل وارداته².

1-2 - الحساب الرأسمالي و المالي و حركة الأصول النقدية بالعملة الأجنبية: يتضمن هذا الحساب كل من الحساب الرأسمالي و الحساب المالي و ذلك وفق الأسلوب المتبع في نظام الحسابات الوطنية (القومي)

¹ - دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي: صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، واشنطن، 2009، ص09.

² - ميزان المدفوعات لعام (2004) : إدارة البحوث و الإحصاء ، مصرف ليبيا المركزي ، ص02-11 .

، حيث يسجل في هذا الحساب مجموع التغيرات التي تطرأ على حيازة أصول البلد أو حقوقه مقابل البلدان الأخرى، و كذلك خصوم البلد أو إلتزاماته في مواجهة بلدان العالم الخارجي. فالقروض الرأسمالية الأجنبية و أقساط سداد القروض الرأسمالية بالخارج، و كذلك الإستثمارات التي يقوم الأجانب بإقامتها برؤوس أموالهم تمثل أرصدة بالعملات الأجنبية تتدفق إلى داخل البلد و بالتالي تقيد في الجانب الدائن، و العكس بالنسبة للقروض الرأسمالية الوطنية إلى الأجانب و أقساط سداد القروض الرأسمالية الأجنبية من جانب المواطنين؛ بالإضافة للإستثمارات المباشرة التي يقوم بها المقيمون في البلدان الأجنبية، فهي تدفقات رأسمالية بالعملات الأجنبية نحو الخارج و بالتالي يتم تقيدها في الجانب المدين. بينما تعتبر الإستحقاقات المقيدة في هذين الحسابين على غير المقيمين بمثابة أصولاً، في حين تعتبر الإلتزامات باتجاه غير المقيمين خصوماً. فمن الناحية المبدئية تتم المعاملات للأصول و الخصوم بين المقيمين في البلد المعني و غير المقيمين، غير أن هنالك إستثناءات و التي قد تكون فيها كلا الطرفين مقيماً أو قد يكون كلاهما غير مقيم، و يستثنى من الحساب الرأسمالي و الحساب المالي كافة تغيرات التقييم و غيرها من التغيرات اللاحقة في الأصول و الخصوم دون أن يكون ذلك نتيجة القيام بمعاملات تجارية.

1-2-1- الحساب الرأسمالي: يقيد في هذا الحساب، " التحويلات في عنصرين رئيسيين و المتمثلة في التحويلات الرأسمالية و التغيرات في حيازة الأصول غير المالية غير المنتجة أو التصرف فيها، حيث تتشكل التحويلات الرأسمالية من كافة التحويلات التي تمثل تغيراً في قيمة ما للبد من أصولاً ثابتة أو تحويلات في الأحجام المرتبطة أو المشروطة بامتلاك أصولاً ثابتة أو التصرف فيها؛ أو التحويلات التي تنتج بسبب إسقاط (إعدام) الدائن لخصوم المدين بدون أي مقابل أو عائد¹. حيث يمكن حصر التحويلات الرأسمالية في عنصرين:

- الحكومة العامة، و تضم الإعفاء من الدين و التحويلات.

- القطاعات غير الحكومية، و تضم تحويلات المهاجرين و الإعفاء من إلتزامات الديون.

1-2-2- الحساب المالي: يتم تصنيف العناصر "الأساسية للحساب المالي وفق مجموعة معايير، حيث تقسم عناصر هذا الحساب حسب نوع و طبيعة تدفق الإستثمارات أو وفق تقسيم وظيفي (إستثمار مباشر، إستثمار المحافظ المالية؛ و إستثمارات في الأصول الاحتياطية بالإضافة لإستثمارات أخرى). حيث يتم التمييز على مستوى فئة الإستثمارات المباشرة على أساس حركة تدفق الإستثمارات (إلى خارج الإقتصاد المحلي أو إلى داخل الإقتصاد المحلي). بينما يتم التمييز على أساس الأصول و الخصوم بالنسبة لبند رأس المال المتعلق بحقوق الملكية و أنواع أخرى من حركة تدفق رأس المال في تكوين فئة الإستثمارات

¹ - دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي: صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص 10-09.

المباشرة، أما بالنسبة لفتني استثمار المحافظ و الإستثمارات الأخرى فيقوم التمييز على أساس معيار الأصول و الخصوم¹.

3-1 - رصيد الحساب الجاري و الرأسمالي و تغيرات وضعية احتياطات الصرف: يمثل " رصيد الحساب الجاري لدى معظم البلدان أهمية كبيرة، و هذا نظرا لأن إنتاجها من السلع و الخدمات يشكل الأساس المهم في نشاطاتها الإقتصادية، و بالتالي في حصيلة صادراتها السلعية و الخدمات و كذلك وارداتها و التي تشكل الأساس في ميزان المدفوعات. لذلك تسعى جميع البلدان إلى زيادة صادراتها و التقليل من وارداتها قدر الإمكان، و هذا من أجل تحقيق فائض أو رصيد موجب في الحساب الجاري، أو على الأقل تحقيق حصيلة بالنقد الأجنبي من خلال صادراتها في حسابها الجاري يسمح لها باستيراد ما تحتاج إليه من سلع و خدمات²". أما بالنسبة لرصيد حساب الرأسمالي فإن مكونات هذا الحساب و حركتها تشكل أهمية بمكان، خاصة في الوقت الحالي حيث يعكس هذا الرصيد حصيلة حركة رؤوس الأموال القصيرة و الطويلة الأجل، سواء كانت في شكل اقتراض دولي أو استثمار أجنبي مباشر أو غير مباشر، أو غيرهما من أشكال حركة رؤوس الأموال لأغراض أخرى مثل المضاربة و التحكيم.

و تظهر بنود هذا الحساب " كافة المعاملات التي تتضمن انتقال رؤوس الأموال سواء كانت حقيقية أو مالية، أي توضح التغيرات في مركز الدائنية و المديونية للأصول بالنسبة للبلد بالعملة الأجنبية³". و منه يتبين أهمية المعلومات التي يوفرها كلا من الحساب الجاري و الحساب الرأسمالي حول " حركة عناصر الأصول الاحتياطية بالنقد الأجنبي، و استخدام تلك المعلومات في بناء العديد من المؤشرات الإقتصادية المتعلقة بأداء الإقتصاد المحلي و مدى تبعيته للخارج، و من هذه المؤشرات: القابلية الإستيرادية، مؤشر الإنكماش الإقتصادي، مؤشر العجز في ميزان المدفوعات، نسبة مدفوعات خدمة الدين الخارجي لإجمالي الصادرات... الخ. و كل هذه المؤشرات مهمة لوضع السياسات الملائمة و تصحيح الإختلال الموجود، و بالتالي المساعدة في الإستفادة من المزايا النسبية المتوفرة.

و يتحقق العجز في ميزان المدفوعات " حينما يكون مجموع الجانب الدائن في ميزاني المعاملات الجارية و الرأسمالية أكبر من مجموع الدائن فيهما، كما يتحقق الفائض في حالة العكسية، ففي حالة عجز ميزان المدفوعات يحتاج الوضع إلى تسوية، و ذلك بالسحب من موجودات العناصر الإحتياطية بما يكفي لسد هذا العجز، منها:

- تخفيض الأرصدة التي يحتفظ بها البنك المركزي من عملات أجنبية.

- تخفيض الأصول المالية قصيرة الأجل التي يحتفظ به البنك المركزي مثل أدونات الخزنة الأجنبية.

¹ - دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي: صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص10.

² - فليح حسن خلف : العلاقات الإقتصادية الدولية ، مؤسسة الوراق ، 2001 ، ص140-142.

³ - وسام ملاك : الظواهر النقدية على المستوى الدولي (قضايا نقدية و مالية)، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2001، ص23 .

- زيادة الإلتزامات على البنك المركزي من خلال بيع أدونات خزانة للأجانب أو الإقتراض من الأسواق الدولية.

غير أنه في حالة تحقيق فائض في ميزان المدفوعات قد تتزايد العناصر الإحتياطية بالعملات الأجنبية إذا كافة بنود الجانب الدائن تفوق الجانب المدين، و عليه يتم تسوية الوضع من خلال:

- زيادة حيازة السلطات النقدية للبلد من الذهب النقدي.

- زيادة في الأصول الأجنبية قصيرة الأجل التي تمتلكها السلطات النقدية للبلد، أو نقص في الإلتزامات القصيرة الأجل للبلد باتجاه الأجانب.

و الجدير بالذكر أن التوازن الحسابي الحتمي ليس له أي دلالة من الناحية الإقتصادية لأن ما يهتم به الإقتصاديون هو الرصيد النهائي لمجموع العناصر الدائنة و المدينة في ميزان المعاملات الجارية (حساب الجاري) و المعاملات الرأسمالية (حساب الرأسمالي)، و إنطلاقاً من ذلك، فإن التوازن الخارجي لإقتصاد البلد يتم من خلال:

$$\text{الإستهلاك (C) + الإنفاق الحكومي + الإستثمار (I) = الإمتصاص (A) .}$$

$$\text{الإمتصاص (A) + رصيد الميزان التجاري (X-M) = الناتج الداخلي الإجمالي (PIB) .}$$

$$\text{الناتج الداخلي الإجمالي (PIB) + رصيد ميزان عناصر الإنتاج (SBRF) = الناتج القومي الإجمالي (PNB)"}^1$$

2 - آثار التغيرات الحاصلة في رصيد الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية على الوضع النقدي: في إطار العلاقة التجارية و المالية بين الإقتصاد المحلي و باقي إقتصاديات العالم، يوجد هنالك دائماً أداة ربط بين الإقتصاد المحلي و العالم الخارجي تتمثل في النقود، حيث تتأثر الوضعية و السياسة النقدية بالتغيرات الحاصلة في الحسابات الخارجية و في المركز المالي الخارجي للبلد، و ذلك حسب طبيعة النظام النقدي السائد محلياً. فخلال سيادة قاعدة الذهب كانت السلطات تحدد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب، و إرتبطت بها عملات الدول الأخرى التي كانت تسيّر وفق قاعدة الذهب و بأسعار صرف ثابتة، و للمحافظة على أسعار الصرف هذه؛ كان لا بد من توفر شروط أخرى تتلخص بحرية تصدير و إستيراد معدن الذهب للمحافظة على سعر واحد للذهب في الخارج و الداخل، مع وضع نظاماً صارماً على حرية السلطات النقدية في تحديد كمية النقود المتداولة، و هذا يعني أن حجم السيولة كان يتوقف على كمية الذهب الموجودة في حيازة السلطات النقدية². غير أنه بفعل التدفق المتواصل للمعاملات الإقتصادية بين مختلف

¹ - وسام ملاك : الظواهر النقدية على المستوى الدولي، مرجع سابق، ص 61.

² - بسام الحجار : نظام النقد الدولي و أسعار الصرف ، دار المنهل اللبناني ، بيروت، الطبعة الأولى ، 2009، ص 40.

البلدان، ينشأ تفاوت فيما بينها من حيث حيازة الأصول بالنقد الأجنبي و التي تعبر في النهاية عن مركز البلد الخارجي باتجاه بقية بلدان العالم الأخرى. فسواء كانت تلك البلدان متقدمة إقتصاديا أو متخلف، يمكن أن يكون مركز حساباتها الخارجية في إختلال، حيث يظهر ذلك من خلال حالة الفائض أو العجز و التي تسجل في بعض بنود ميزان مدفوعاتها. و هذا ما أكده الإقتصادي "Alain Samuelson" حيث أشار: " بأن كل التغيرات الحاصلة في رصيد المبادلات التجارية مع العالم الخارجي يكون لها تأثير على كل من الطلب و عرض النقد المحلي مقابل العملات الأجنبية¹ ".

و لمعرفة و إظهار تأثيرات رصيد العمليات التجارية و المالية أي صافي المركز المالي الخارجي على الوضعية النقدية لبلد ما، ينطلق " الدارسين للإقتصاد من أداة الربط بين الإقتصاد المحلي و إقتصاديات البلدان الأخرى و المتمثلة في سعر الصرف. و من أبرز الأمثلة في معالجة هذا النوع من الظواهر المتعلقة بالإقتصاد الكلي، نموذج ما يعرف بظاهرة (الداء الهولندي)² ". حيث يرتبط هذا المصطلح بما تعرض له الإقتصاد الهولندي خلال سنوات الستينات من القرن الماضي، بعد إكتشاف و إستغلال كميات كبيرة من الغاز الطبيعي في بحر الشمال و حصول إنعكاسات خطيرة على مجمل المجالات في الإقتصاد الهولندي، حيث أصبحت العملة الهولندية أكثر قوة و ما ترتب عنه من تأثيرات سلبية على القدرة التنافسية للصادرات الهولندية من السلع النمطية، و جعلها أقل تنافسية مقارنة بسلع بقية البلدان الأخرى.

ففي حالة تطور حصيلة صادرات بلد معين مصدر للسلع و المواد الأولية كالبتترول و بفعل ارتفاع أسعار هذه الأخيرة في السوق الدولي، يجعل ذلك حدوث زيادات في دخول البلد في البداية، و بالتالي زيادة تدفق النقد الأجنبي إلى داخل الإقتصاد المحلي، و مع القيام بطريقة تلقائية على إنفاق كل الأرصدة بالعملات الأجنبية على الواردات، فإن ذلك لا يؤثر بشكل مباشر على عرض النقود أو الطلب عليها داخل البلد، و هذا بالنسبة للسلع المنتجة محليا. و على إفتراض تنفيذ و تحويل النقد الأجنبي المتدفق إلى عملة محلية و إنفاقه على سلع غير متاجر بها دوليا، و من هنا تبرز أهمية نظام الصرف المتبع كمتغير له تأثير كبير على حجم تدفق الواردات و العرض النقدي، ففي حالة سعر الصرف في البلد (الاسمي) ثابت فإن تحويل النقد الأجنبي إلى عملة محلية يزيد من العرض النقدي داخل البلد، العامل الذي قد يتسبب في تسخين ضغط الطلب المحلي و رفع الأسعار المحلية بشكل يعادل رفع سعر الصرف الحقيقي، أي أن وحدة العملة الأجنبية بإمكانها الحصول على سلعا و خدمات " حقيقية" على مستوى الإقتصاد المحلي أقل مما كان عليه الوضع سابقا.

¹ Amin Samouelson : les grands courants de la pensée économique, Office des publication universitaire, Algérie, 1993, P471 .-

² - كريستين ابراهيم زادة: المرض الهولندي، ثروة كبيرة تدار بغير حكمة، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، العدد01، مارس 2003، ص50-51.

غير أنه في حالة سعر الصرف المتبع مرن فإن العرض المتزايد بالعملة الأجنبية يجعل من قيمة العملة المحلية ترتفع، و بالتالي ضمنياً زيادة سعر صرف الحقيقي، و كنتيجة لكل ذلك سيضعف ارتفاع قيمة العملة المحلية القدرة التنافسية لصادرات البلد النمطية، و إنكماش قطاع الصادرات التقليدية، أي حدوث ما يعرف بأثر الإنفاق.

3 – الموقف الجدلي القائم حول خارجية أو داخلية عرض النقود: إنطلاقاً من الأفكار النقدية التي ظهرت مع الرأسمالية الإقتصادية و التي كان من وراها " كلا من: "جون بودان" و "جون لوك" و "دافيد هيوم" بالإضافة لـ "جون ستيوارت ميل" إلخ، إذ كان في تقدير هؤلاء الإقتصاديين أن أي زيادة في الصادرات يؤدي إلى زيادة تدفق المعدن النفيس إلى داخل الإقتصاد المحلي، مما يترتب عنه زيادة عرض النقود المتداولة محلياً، و بالتالي فإن عرض النقود حسب هؤلاء الدارسين للإقتصاد هو عبارة عن محصلة للنشاط الإقتصادي. و على عكس ما ذهب إليه الإقتصاديين السابقين الذكر، يرى "فيشر" في نظريته المعروفة بـ : نظرية كمية النقود و حسب الصيغة المعروفة بصيغة المبادلات، بأن كمية النقود في المعادلة $(M.V=P.T)$ هي متغير خارجي، حيث ينظر إلى سلوك السلطات النقدية (البنك المركزي) فيما يخص إجراءات تدخله في تغيير عرض النقود بأنه سلوك مستقل خارج النموذج¹.

أما الإقتصادي "كينز" يفترض " خارجية النقد بالنسبة للنموذج، و هذا على إعتبار أنه يتم تحديده بقرارات إدارية يقوم البنك المركزي بالالتزام بها أو أي سلطة مسؤولة على إدارة الإئتمان داخل البلد"². كما أكد "فريد مان" أن آلية إنتقال التأثيرات النقدية إلى الإقتصاد " ترتبط أساساً بمصدر الزيادة للعرض النقدي، بينما يرى الإقتصادي "جاك ريف": إن كل الفكر الإقتصادي و كل السياسات النقدية المعاصرين مؤسسان على فكرة إستقلالية كمية النقد المتداول و يلاحظ في هذا أنه إذا لم تكن كمية النقود المتداولة متغيراً مستقلاً فإن النظرية العامة و الفائدة و النقد تفقد أهم أساس لها و لا تبقى بالتالي صحيحة"³.

و الملاحظ أن كلا الإتجاهين سواء لدى الكلاسيك أو لدى النقديين يؤكدون فرضية الأساس في نماذجهم، و بالتالي إثارة جدل واسع، غير أن " الفرضية المعاكسة تشير على أن عرض النقود متغير داخلي في النموذج و بالضبط هو متغير تابع لمجموعة من المتغيرات الإقتصادية الأخرى المستقلة، و بالتالي تجد لها الدعم النظري و العملي من خلال الدراسات المنجزة حول الإقتصاديات النامية و الإقتصاديات المتقدمة من أجل اختبار الفرضية. و من هذه الدراسات:

- دراسة العلاقة بين كمية النقود و الناتج لدى المملكة المتحدة، حيث وجد أن اتجاه السببية يأتي من الناتج إلى الكمية.

¹ - محمد عزت غزلات: إقتصاد النقود و المصارف ، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2001، ص188-189 .

² - أسامة بشير الدباغ: البطالة و التضخم، المقولات النظرية و مناهج السياسة الإقتصادية، دار الأهلية، عمان، الأردن، 2006، ص119.

³ - محمد الشريف إلمان: محاضرات في النظرية الإقتصادية الكلية، الدوال الكلية الأساسية، القطاع النقدي، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص116-117 .

- و فيما يخص الدراسات المنجزة حول بعض البلدان الآسيوية : باكستان ، ماليزيا ، تايلاندا ، و المتعلقة باختبار السببية بين النقود و الناتج ، تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن هنالك وجود علاقة ذات اتجاهين بين الدخل و النقود .

- من خلال دراسة أجريت في دولة قطر حول النقود و الناتج،توصل تلك الدراسة إلى أن التغيرات في كمية النقود لا تقدم تفسيراً حول التغيرات الحاصلة في الناتج، فحين التغيرات في الناتج تساعد في تفسير التغيرات الحاصلة في كمية النقود بالنسبة للمدى القصير و الطويل معاً، حيث تعليل هذه النتيجة المتوصل إليها في هذا السياق، هو أن الصادرات القطرية تتشكل أساساً من الموارد الطاقوية (البتروول و الغاز) و يتم تحصيل قيمتها بالدولار الأمريكي. هذا يعني زيادة الأصول الأجنبية بعملة الدولار الأمريكي لدى البنك المركزي القطري، و بالتالي ينعكس ذلك بزيادة العرض النقدي وفق متطلبات الإقتصاد المحلي¹.

غير أنه هنالك وجهة نظر " لأنصار المدرسة الكينزية لا بد من الإشارة إليها، حيث أن النموذج الخاص بالإقتصاد الكلي حسب أنصار هذه المدرسة يفترض أن عرض النقود متغير داخلي، كما تشير "جوان روبنسون" في محاولتها تفسير العلاقة السببية بين العرض النقدي و مستوى الإنتاج من خلال استخدام النظرية الكمية للنقود ($M.V = P.Y$)؛ و لكن وفق قراءة للمعادلة السابقة إبتداء من اليمين إلى اليسار، و تعليل ذلك بأن التغير في مستوى نشاط الإنتاج Y هو عامل الذي يحدث التوسع في عرض النقود M ، وليس العكس².

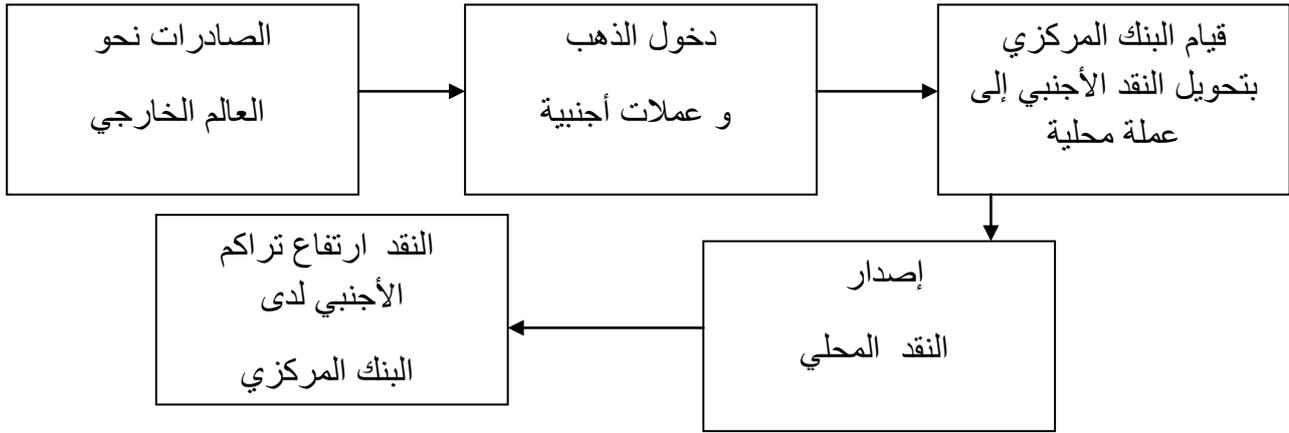
و إنطلاقاً من وجهات النظر الداعمة لفرضية أن عرض النقود متغير داخلي تابع، فإن أهم التغيرات في هذا يتمثل في الناتج المحلي الإجمالي كمتغير يؤثر في العرض النقدي، و من خلال استخدام النموذج الكينزي البسيط لإقتصاد مفتوح، حيث: $GDP = C + I + G + X - M = P.Y$

و وفقاً لما تقدم، يتبين أهمية الواردات و الصادرات كمكون أساسي بالنسبة للدخل، كما يعبر الفرق $(X-M)$ عن وضعية الميزان التجاري للبلد مع بلدان العالم الخارجي، و عليه نستطيع تمييز بأن الدخل متغير تابع للميزان التجاري، و أن قيام التبادل التجاري بين البلد و العالم الخارجي يترتب عنه حقوق و إلتزامات يمكن " توضيحها كالتالي :

¹ - خالد بن حدم عبد الله القدير: العلاقة بين كمية النقود و الناتج الإجمالي في دولة قطر، دراسات إقتصادية، السلسلة العلمية لجمعية الإقتصاد السعودي، المجلد الرابع، العدد08، 1423، الموافق لسنة 2011-2012، ص08-27.

² - أسامة بشير الدباغ : البطالة و التضخم ، المقولات النظرية و مناهج السياسة الإقتصادية، مرجع سابق، ص370.

الشكل رقم (III-4) محط توضيحي لحقوق و التزامات التبادل التجاري مع العالم الخارجي



غير أنه في حالة قيام البلد بالاستيراد من الخارج، يحدث العكس.

و من خلال المعادلة الكمية : $M.V = P.Y$

و إذا كان عرض النقود (M) متغير تابع للدخل ، تصبح الدالة وفق الشكل التالي :

$$M = f(GDP) \iff M = \frac{1}{V} (P.Y)$$

و حسب مطابقة الدخل لدى كينز فإن :

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$M = \frac{1}{V} (C + I + G + X - M) \quad \text{تصبح :}$$

و انطلاقاً من الدالة أعلاه ، يكون عرض النقود (M) دالة تابعة للميزان التجاري (X-M)

$$\text{أي : } M = f^+(X-M)^1$$

و يتبين مما سبق أن عرض النقود دالة موجبة في الميزان التجاري، أي تحقيق زيادة في فائض الميزان التجاري يجعل ذلك البنك المركزي يقوم بإصدار المزيد من النقود، غير أن هنالك حدود تقنية يلزم بها البنك المركزي في حالة قيامه بإصدار النقود.

المطلب الثاني: النموذج الاقتصادي البسيط المفتوح و تحليل ملامح أثر تراكم احتياطات الصرف

لا يمكن إهمال إسهامات كلا من "إيرزمان Airzenman" و "لي Lee" ، في إبراز أهمية دافع التحوط و دافع المبادلة لقيام بلد معين بتركيمة احتياطي الصرف من النقد الأجنبي عند مستويات ملائمة، و هذا من منطلق طبيعة الأصول النقدية بالعملات الأجنبية و إعتبارها وحدات نقدية يمكن إدارها كاحتياطات دولية، خاصة بالنسبة للبلدان النامية. و في هذا الصدد، قام الإقتصاديين المذكورين سنة

¹ - صالح مفتاح : النقود و السياسة النقدية ، دار الفجر ، الجزائر ، ص 162-163.

2005، ومن خلال النموذج المستخدم في دراستهم التجريبية؛ بالوصول لمعرفة سبب عدم قيام البلدان النامية ببذل الجهد لتخفيض ديونها الخارجية القصيرة الأجل، و ذلك بالمقارنة بين أهمية الدافع التحوطي لعملية تركيب احتياطات الصرف الأجنبي و دافع المبادلة. و من خلال النتائج المتوصل إليها، تؤكد أهمية الدور التحوطي وراء تركيب احتياطات الصرف الأجنبي لدى البلدان النامية، غير أن تركيزهم أثناء قيامهم بالدراسة على ما يحدد تركيب احتياطات الصرف الأجنبي، دون تناول التفاعل بين الديون الخارجية التي لا يعبر عنها كسيولة و دور احتياطات الصرف الأجنبي في منع حدوث أخطار السيولة.

و بالإعتماد على نفس جدول بنسلفانيا العالمي للمعطيات البيانية في البلدان المتقدمة، قام الباحثين Yoshifumi Kon - Fududa - Ichi - Shin من جامعة طوكيو، بإجراء دراسة حول أثر تركيب الأصول النقدية بالعملة الأجنبية كاحتياطات صرف على الإقتصاد الكلي، و هذا من خلال " نموذج إقتصادي بسيط و مفتوح.

1 - الفرضيات الأساسية للنموذج: لتبسيط التحليل يفترض إنتاج نوعين من السلع، سلع متاجر بها خارجيا يرمز لها بـ Y^T ، و سلع غير متاجر بها خارجيا و يرمز لها بـ Y^N ، و كل عون إقتصادي متواجد داخل الإقتصاد المعني يسعى لتعظيم دالة المنفعة.

$$1) \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j [u (C_{t+j}^T, C_{t+j}^N) - C (b_{t+j}^A, R_{t+j})]$$

حيث أن:

C_t^T : تعبر عن استهلاك السلع المتاجر بها .

C_t^N : تعبر عن استهلاك السلع غير المتاجر بها .

b_t^A : السيولة الصافية للديون .

b_t^B : السيولة الصافية للديون غير السائلة .

R_E : احتياطات الصرف الأجنبي .

و المتغير β يشمل معامل التحيين ، بحيث $0 < \beta < 1$. و المؤشر t يشير للمرحلة (الفترة) .

في حين :

- دالة المنفعة (C_{t+j}^T, C_{t+j}^N) تكون في حالة متزايدة و تأخذ الشكل المتقعر عند C_{t+j}^T

و تتناقص عند $t+j$. و بالتالي قيود الموازنة الملزمة للأعوان الإقتصاديين داخل الإقتصاد هي:

$$2) \quad b_{t+1}^A + b_{t+1}^B = (1 + v_A)b_t^A + (1 + v_B)b_t^B - Y^T - P_t^N Y^N + C_t^T + P_t^N C_t^N + T_t$$

حيث أن:

T_t : مجموع الضرائب و الرسوم المدفوعة .

P_t^N : سعر السلع غير المتاجر بها .

v_A : معدل الفائدة الحقيقي للديون السائلة .

v_B : معدل الفائدة الحقيقي للديون غير السائلة¹.

و بإفتراض أن $v_B = \left(\frac{1}{\beta}\right) - 1$ و $v_A < v_B$ ، يجعل ذلك معدل الفائدة الحقيقي

للكيون الخارجية السائلة أقل من معدل الفائدة على الكيون غير السائلة.

و بإفتراض أن $v_B = \left(\frac{1}{\beta}\right) - 1$ ، فإن معدل الفائدة على الكيون غير السائلة يصبح مساوي لمعدل

الفائدة التفضيلي لكل الفترات، و لتبسيط التحليل؛ لا يؤخذ في الإعتبار مدة تنامي (تطور) الميل نحو الإستهلاك و تأثير ذلك على وضعية الحساب الجاري. غير أن معدل الفائدة الحقيقي و سعر السلع غير المتاجر بها خارجيا تتحدد وفق القواعد المحددة لأسعار السلع المتاجر بها.

بالنسبة للخاصية المفتاحية في المعادلة رقم 1 ، تتمثل في أن صافي الكيون السائلة و الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي ، هما بمثابة متغيران ضمن دالة المنفعة في النموذج؛ كما يعتبر صافي الكيون الخارجية بما فيها ديون العائلات، دائما يساوي الصفر.

فإذا كان b_t^A تشير إلى صافي الكيون الخارجية السائلة، و بإفتراض أن حجم الكيون الخارجية

السائلة المتعلقة بتمويل إحتياطيات الصرف الأجنبي، يترتب عنها تكلفة إقتصادية تعمل على تقليص

المنفعة المستهدفة، و بالتالي إعتبار ذلك أبسط الأساليب الممكنة في تحديد التكلفة المرتبطة بالإستدانة

الخارجية. كما أن هنالك مخاوف مرتبطة بإحتمالية وقوع إضطرابات فجائية لوتيرة تدفق رؤوس الأموال

على مستوى الأسواق المالية الدولية، و تأثيرات ذلك السلبية على الإقتصاد المحلي و هو أمر مرجح

الحدوث أكثر في حالة وجود حجم مرتفع من الكيون الخارجية السائلة على عاتق البلد، بينما يحدث العكس

عند حيازة مستويات أعلى و ملائمة من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي.

و عندما تصبح b_t^A أكبر مقارنة بـ R_t ، فإن ذلك يترتب عنه دفع تكاليف الإستدانة أكبر لمنع حدوث

مخاطر السيولة المحتملة الوقوع.

¹- Shin-Ichi Fukuda and Yoshifumi Kon: Macro economier impacts of forei, gn exchange reserve accumulation , A theory and some international evidence, Decembre,2007, P.N^o 02-03.

$$\partial C(b_{t+j}^A, R_{t+j}) / \partial b_{t+j}^A > 0 \quad \text{و بإفتراض أن:}$$

و

$$\partial C(b_{t+j}^A, R_{t+j}) / \partial R_{t+j} < 0$$

فإن الدالة $C(b_{t+j}^A, R_{t+j})$ ، تسجل إنخفاض بفعل تحمل تكاليف الإستدانة، و بالتالي يمكن إعتبار الدالة $C(b_{t+j}^A, R_{t+j})$ كنموذج مع الزمن، سواء سجل إنخفاض لـ b_t^A أو حدوث إرتفاع في R_t ، و هذا ما يوفر إمكانية حفظ حدوث خطر السيولة.

غير أنه في إقتصاد مغلق، فإن النقود يكون لها أثر السيولة بما في ذلك نموذج دالة المنفعة، أما في إقتصاد مفتوح بسيط و الذي يكون فيه إحتمال حدوث مخاطر السيولة قائم، فإنه سواء إنخفض مستوى حجم الديون الخارجية أو إرتفع مستوى احتياطات الصرف الأجنبي، يمكن حصول نفس الآثار المماثلة.

$$\text{و حسب التحليل التالي و بإفتراض أن: } \partial^2 C(b_{t+j}^A, R_{t+j}) / \partial b_{t+j}^A < 0$$

حيث أن هذا الإفتراض يعكس حقيقة أن تراكم احتياطات الصرف الأجنبي يخفض من هامش التكاليف (الخسارة) الممكن تحملها في حالة زيادة حجم الديون الخارجية السائلة، كما أن إحتياطات الصرف الأجنبي R_t و الإقتطاعات الضريبية T ، هما محددان خارجيان بالنسبة للأعوان الإقتصاديين داخل الإقتصاد المعني.

2 - الشروط الأولية المطلوبة لتعظيم معادلة "لاقرانج lagrangien" : إنطلاقا مما سبق، تم وضع شروط أولية يستلزم تحقيقها للوصول إلى تعظيم معادلة "لاقرانج" و هذا وفق التحليل الجبري للمعادلة كالتالي:

$$4a) \partial u(C_t^T, Y^N) / \partial Y^N = M_t P_t^N ;$$

$$4b) \partial u(C_t^T, Y^N) / \partial C_t^T = M_t ;$$

$$4c) \partial u(b_{t+1}^A, R_{t+1}) / \partial b_{t+1}^A = (v_B - v_A) M_{t+1} ;$$

غير أنه منذ إرتباط الأرقام بالسلع المتاجر بها، فإن سعر السلع غير المتاجر بها P_t^N هو بمثابة مؤشر لسعر الصرف الحقيقي بالنسبة لإقتصاد بسيط مفتوح مع الزمن t ، حيث أن إنخفاض أسعار السلع غير المتاجر بها P_t^N يعني ذلك إنخفاض في سعر الصرف الحقيقي.

- المعادلة 4a تشير ضمناً لإنخفاض سعر الصرف الحقيقي و هذا عندما $(\partial u / \partial Y^N) / (\partial u / \partial C_t^T)$ تسجل إنخفاضا.

- بينما المعادلة 4b، تحدد كمية السلع المتاجر بها.

- المعادلة 4c، توضح بأن مقدار حجم الديون الخارجية السائلة b_t^A ترتبط إيجابيا بمقدار احتياطات الصرف الأجنبي R_t .

إذ أن تراكم الأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي يسمح بتقليل من احتمالية حدوث مخاطر السيولة، و بالتالي بإمكان الأعوان الإقتصاديين الحصول على ديون خارجية في حالة سائلة. و وفق الفرضية $1 - v_B = \left(\frac{1}{\beta}\right)$ ، فإن معدل الفائدة على الديون غير السائلة يكون يساوي معدل الفائدة المتحصل عليها في أفضل الفترات (مع الزمن)، حين مضاعف "لاقرانج" $M > 0$ ، هذا يجعل كل متغيرات الإقتصاد الكلي $b_t^A, b_t^B, C_t^T, P_t^N, b_t^A$ ثابت (مستقر) مع الزمن، و أي تغير غير متوقع في مخزون احتياطات الصرف الأجنبي يؤثر على المتغيرات الإقتصادية الكلية¹.

المطلب الثالث: الآثار الإقتصادية لتغير مستوى حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

بناء على ما سبق، و في حالة التوجه المفاجأ لسلطات بلد ما برفع مخزونها الإحتياطي بالعملة الأجنبية R_t ، يمكن لهذا الإجراء أن يترتب عنه أثر على مستوى الإقتصاد الكلي. فبالنسبة لسلطات بلد ما، هنالك العديد من الطرق و الأساليب البديلة الممكن اللجوء إليها لتمويل الزيادة في مخزونها الإحتياطي من النقد الأجنبي، و نظرا لتزايد الإهتمام بسياسات الإحتراز الكلي كمنهج لتحقيق إستقرار المتغيرات الإقتصادية؛ يتطلب الأمر وضع نماذج لأفضل الممارسات في تخصيص الموارد المالية، و بالشكل الذي يتم التناغم فيه مع إطار الإنفاق الحكومي.

1 - التغير في مخزون احتياطات الصرف الأجنبي و الإنفاق الحكومي الخارجي: إن الزيادة في الإنفاق الحكومي الناتج عن السياسة المالية التوسعية دون أية إجراءات تعويضية في الضرائب، ستولد " زيادة توسعية في الطلب الكلي، مما سيترك أثر في تفاقم الواردات التي ستزداد على الأرجح نسبة إلى حجم الصادرات لتولد ترديا على مستوى الحساب الجاري. فالعمليات المالية الحكومية تؤثر و تتأثر بصافي الحساب الجاري، و هذا وفقا لمكونات ميزان المدفوعات و ذلك من خلال التقلبات التي تنتاب سعر الصرف، فإذا كانت المصروفات التي تسيطر عليها العملة الأجنبية مثل (مدفوعات الفائدة على الدين الخارجي و مشتريات رأس المال)؛ تفوق العوائد على أساس السيولة من العملات الأجنبية (الرسوم القائمة على الإستيراد)، فإن ذلك يكون له الآثار السلبية على الإقتصاد الكلي².

¹ - Shin-Ichi Fukuda and Yoshifumi Kon : Macro economier impacts of foreign exchange reserve accumulation , Op-cit- P.N^o 04.

² - سالم توفيق النجفي و أحمد فتحي عبد المجيد : السياسات الإقتصادية و الفقر مع إشارة خاصة إلى الوطن العربي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، الطبعة الأولى ، 2008 ، ص138.

لذلك يتم التركيز في هذا الحالة على الإقتطاعات الضريبية كمورد وحيد لتمويل الزيادة في مخزون احتياطات الصرف الأجنبي، و هو ما يمكن الإستدلال عليه من خلال قيود الموازنة العامة للفترة t ، و التي " يمكن صياغتها وفق المعادلة التالية:

$$5)T_t = G^* + R_{t+1} - (1 + r)R_t ,$$

حيث أن :

G^* : الإنفاق الحكومي الخارجي .

r : معدل الفائدة الحقيقي لاحتياطات الصرف بالعملات الأجنبية¹.

و بإفتراض أن " نسبة العائد على توظيف إحتياطات الصرف الأجنبي منخفض للغاية في الأسواق

المالية دولياً ، حيث $r < r_A < r_B$ " ².

و بإفتراض أن " هنالك زيادة غير متوقعة في مخزون إحتياطات الصرف الأجنبي R_{t+1} للفترة

t ، في المقابل P_t^N و C_t^N فجأة ينتقلان إلى وضع توازني جديد للفترة t . بينما b_t^A و $b_t^A +$

b_t^B يأخذان وضع مستقر جديد للفترة t_{+1} .

غير أنه في حالة بلد يعاني عجز مستمر على مستوى ميزان مدفوعاته، و يلجأ إلى خفض عرض النقود و فرض زيادة في الضرائب فضلاً عن تخفيض الإنفاق الحكومي، يجعل ذلك حدوث إنخفاض في مستوى الطلب الكلي على السلع و الخدمات المستوردة.

في هذه الحالة سينخفض الطلب المحلي و معه الإنفاق على السلع و الخدمات المستوردة، حيث أن الإنخفاض في الإنفاق المحلي قد يخفض من الطلب الداخلي على السلع القابلة للتصدير، و من ثم يحرر سلعا أكثر من الإستهلاك المحلي نحو التصدير. و علاوة على ذلك قد يؤدي الإنخفاض في الإنفاق المحلي إلى الإنخفاض في الأسعار المحلية بالنسبة للأسعار و الخدمات الأجنبية، مسبباً تحويل إنفاق كلا من المواطنين و المقيمين الأجانب من السلع و الخدمات الأجنبية إلى تلك المنتجة محلياً، و نتيجة هذه العمليات كلها؛ يحدث تحسن على مستوى رصيد الحساب الجاري، و بالتالي تحسن ميزان المدفوعات بفعل إنخفاض الإنفاق بالنقد الأجنبي على السلع و الخدمات المستوردة³.

¹ - Shin-Ichi Fukuda and Yoshifumi Kon : Macro economier impacts of foreign exchange reserve accumulation, Op-cit- P.N° 05.

² - عندما $r = \left(\frac{1}{B}\right) - 1$ ، مضاعف اقتران M_t يتغير مع الزمن ، في المقابل بعض متغيرات الاقتصاد الكلي مثل C_t^T تأخذ اتجاه متغير بشكل مؤقت .

³ - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد:النقود و التمويل الدولي، ترجمة محمد حسن جسني، دار المريخ، الرياض، 2007، ص173-175-293.

2- الضغوطات المرتبطة بارتفاع حجم الديون الخارجية: في الوقت الذي تعد فيه القروض الخارجية أحد الأسس في تمويل العجز المالي و إستخدامها لمواجهة الطلب على السلع المحلية و الأجنبية من خلال الإستيراد، إلا أن " لجوء الحكومات إلى الإقتراض الخارجي لتمويل العجز يؤدي إلى تراكم الدين، و من ثم يترك ذلك أثره السلبية على النمو الإقتصادي نتيجة زيادة تدني حجم الموارد النقدية الأجنبية التي تتطلبها برامج التنمية؛ و هذا بفعل إرتفاع تكاليف الفائدة على الدين الخارجي، و بالتالي تتحول تأثيراته على العملة، و بعد ذلك على أسعار الصرف الحقيقية¹. كما أن تراكم الدين المحلي و الخارجي " يترك آثاره الحادة في الإقتصاد الكلي، ليباشر ضغوطاته على الإنفاق الحكومي سواء فيها تعلق الأمر بالإنفاق الإجتماعي أو بالنسبة للبنية التحتية، و ترتبط مشكلة المديونية بتوقف القطاع العام على سداد إلتزاماته مما يؤدي إلى هبوط حاد في تدفق رؤوس الأموال إلى داخل البلد²".

و من خلال إطار التوازن لميزانية البنك المركزي و المعبر عنها بالعلاقة التالية :

$$\Delta R + \Delta DC = \Delta H$$

فإن " الزيادة في القاعدة النقدية (ΔH) تتحقق بفعل التوسع في الإئتمان المحلي، أو حصول زيادة في مخزون احتياطات الصرف بالعملة الأجنبية نتيجة تحقيق فائض في ميزان المدفوعات³. حيث الفائض في ميزان المدفوعات يجعل السلطات النقدية تقوم " بشراء النقد الأجنبي مقابل العملة المحلية لتثبيت سعر صرف العملة المحلية المقومة بالعملة الأجنبية، و بالتالي تزيد كمية العملة المحلية المتداولة، و مع إستمرار ثبات العوامل الأخرى يزيد المكون المحلي للقاعدة النقدية، كما أن ثبات المضاعف النقدي يساهم في زيادة العرض النقدي⁴".

و في ظل سعي السلطات النقدية الحفاظ على إستقرار سعر صرف العملة المحلية، فإنها " تركز جهودها لتحسين وضعية ميزان المدفوعات و ذلك من خلال تقليص الإئتمان المحلي، أي إنتهاج سياسة نقدية تقييدية مما يفض لظهور فائض الطلب على النقود مسببا إرتفاع في سعر الفائدة، و حدوث إنخفاض في الإئتمان المحلي و الإستهلاك و بالتالي إنخفاض الطلب على السلع القابلة للتصدير و السلع المستوردة؛ مع تحسن في وضعية ميزان المدفوعات. حيث تتسبب تقلبات أسعار الصرف و تغيرات مخزون احتياطات الصرف الأجنبي في تأثيرات سلبية على الإستقرار الإقتصادي، غير أنه في ظل نظام التعويم المدار الذي يتميز بتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي، أو نظام الربط الزاحف و الذي تلجأ

¹ - Centra bank of indonesia(cbi), www.bi.go.id/web/en/perbankan/stabilitas"what is financial stability" access at 12sept.2012 .cbi "financial stability review N°:19 -septembre 2012 .le 20/11/2015 .

² - موردخاي كريباتين : الاقتصاد الدولي محل السياسات ، ترجمة : محمد ابراهيم منصور ، علي مسعود عطية ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، الطبعة الأولى ، 2010 ، ص296 .

³ - تومي صالح: مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع ، الجزائر، 2004، ص301-302-303.

⁴ - لعلو موسى بوخاري : سياسة الصرف و علاقتها بالسياسة النقدية ، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي ، مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع ، لبنان ، بيروت ، 2010 ، ص127.

فيه السلطات النقدية بتحديد سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية ثم تعبير من وقت لآخر، و الذي يمثل نوعاً من الربط القياسي مع القطاع الخارجي. حيث أن الزيادة في التوسع الائتماني المحلي يؤدي على العموم إلى ارتفاع معدل التضخم، و انخفاض في مخزون احتياطات الصرف الأجنبي و تدهور سعر صرف العملة المحلية، زيادة على ذلك المتغيرات النقدية المحلية لها تأثير مباشر في معدل التضخم المحلي و آثار مباشرة أقل على وضعية ميزان المدفوعات؛ و هذا كلما ارتفعت نسبة السلع المتاجر بها خارجياً في الإنفاق الكلي¹ . و بالتالي يمكن الوصول إلى تلك النسبة كما يلي :

$$11) \frac{\Delta b^A}{\Delta R} = -\frac{1+r_A}{1+r_B} \frac{\Delta b^A}{\Delta R} + \frac{1+r}{1+r_B}$$

حيث أن الزيادة المفاجئة في مخزون احتياطات الصرف الأجنبي لا تكون محل استخدامها كبديل للديون الخارجية غير السائلة، و إنما يترتب عنها آثار على الدخل و كذلك زيادة في إجمالي الديون الخارجية.

3 - تأثيرات تغير مخزون احتياطات الصرف الأجنبي على سعر الصرف و الإستهلاك: تشكل التغيرات في مخزون احتياطات الصرف بالعملات الأجنبية الناتج عن المعاملات الخارجية (التجارية) لبلاد ما، أثر على سعر الصرف و الإستهلاك. و إنطلاقاً " من كون عرض النقد المحلي عبارة عن دالة في الميزان التجاري، أي أنه كلما زاد فائض الميزان التجاري (صادات أكبر من الواردات) و بالتالي زيادة تدفق النقد الأجنبي إلى الإقتصاد المحلي و ارتفع مخزون الأصول الاحتياطية المتراكمة بالعملات الأجنبية، يدفع ذلك البنك المركزي القيام بإصدار المزيد من النقد المحلي؛ و هذا ضمن حدود تقنية تضبط عملية الإصدار. و يفترض أن (R) تمثل صافي الأصول الاحتياطية بالعملات الأجنبية، و أن علاقة (R) بالميزان التجاري (X-M) يمكن التعبير عنها وفقاً للمعادلة الجبرية كالتالي: $f+(X-M) = R$.

حيث (F): تمثل صافي إنسياب رأس المال المتدفق نحو القطاع غير المصرفي². كما أن التغير في " صافي الموجودات الخارجية بالعملات الأجنبية، هي من العوامل ذات الأثر الكبير و الهام على حجم و مستوى السيولة المحلية، و التي يعبر عنها من خلال المعادلة الآتية: $M = DC + R$.

كما أن (M) تمثل مستوى حجم السيولة المحلية، في حين يرمز للإئتمان المحلي بـ (DC)، و من خلال تحويل التغير في مستوى السيولة المحلية إلى معدل نمو السيولة، نجد أن: $\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta R}{M} + \frac{\Delta DC}{M}$. و عليه بالإمكان تجزئة نمو السيولة المحلية إلى قسمين: إحداها بفعل تعامل الإقتصاد المحلي مع باقي العالم الخارجي، و تتمثل في $(\frac{\Delta DC}{M})$.

¹ - Bumside A.Craig, Eichenbom Martin, Rebelo Sérgio: "Prosoective Deficits and the Ascom Currency Crises", CEPR Discussion Papers 2015, <http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/2015.html>

² - علي توفيق الصادق: العوامل الخارجية في إحداث الظاهرة التضخمية في البلاد العربية(التضخم المستورد)، بحوث و مناقشات الخبراء، تحرير: رمزي زكي، المؤسسة الجامعية للدراسات و التوزيع، بيروت، 1996، ص 91-96.

و من خلال ما سبق، يتبين بأن الزيادة غير المتوقعة في مخزون إحتياطيات الصرف الأجنبي يكون لها أثر على الإستهلاك و سعر الصرف الحقيقي.

و إنطلاقاً من المعادلات المذكورة سابقاً، وعندما يكون الإستهلاك على نحو $|C_{11}| > |C_{12}|$ ، و وفقاً لهذه المتراجحة، فإن نسبة التغير في الإستهلاك إلى التغير في مخزون الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي يكون أقل من الصفر، أي $\frac{\Delta C^T}{\Delta R} < 0$. و هذا يعني أن الزيادة غير المتوقعة في مخزون إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية يؤثر بشكل سلبي على الإستهلاك. بينما في حالة الإستهلاك عند الوضع $|C_{11}| > |C_{12}|$ و $u_{12} - \left(\frac{u_2}{u_1}\right)u_{22} > 0$ ، فإن نسبة التغير في سعر الصرف الحقيقي إلى التغير في مخزون الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي تكون أكبر من الصفر، أي $\frac{\Delta P^N}{\Delta R}$. كما أن عدم المساواة في المتطابقة و أخذها لقيمة أكبر من الصفر، يعبر ذلك عن حصول إنخفاض في سعر الصرف الحقيقي.

غير أنه في حالة تحقق الوضع $|C_{11}| > |C_{12}|$ ، يفسر ذلك بكون الزيادة غير المتوقعة في مخزون الموجودات الإحتياطية من الصرف الأجنبي، يؤدي إلى إنخفاض في حجم الإستهلاك فضلاً عن حدوث إنخفاض في سعر الصرف الحقيقي، و عليه يمكن التعبير عن رصيد الحساب الجاري وفق المعادلة الجبرية التالية:

$$12) CA_t \equiv [(b_t^A + b_t^B) - (b_{t+1}^A + b_{t+1}^B)] + (R_{t+1} - R_t).$$

قد يعرف أحياناً الحساب الجاري حالة من الإستقرار و التوازن، غير أنه في حالة حدوث تغير مفاجئ في حجم مخزون إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية، يؤثر ذلك بشكل مؤقت على وضعية رصيد الحساب الجاري خلال الفترة الممتدة من t إلى t+1. و عليه يمكن التعبير عن ذلك، كما يلي :

$$13) \frac{\Delta C_t}{\Delta R} = -\frac{\Delta(b^A + b^B)}{\Delta R + 1} = -\frac{r_B - r_A}{1 + r_B} \frac{\Delta b^A}{\Delta R} + \frac{r_B - r}{1 + r_B} = -\frac{\Delta C^T}{\Delta R}.$$

مما سبق، يمكن الإشارة على أنه طالما $\frac{\Delta C^T}{\Delta R} < 0$ ، فإن الزيادة في مخزون إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية ينشأ عنها تحسن في رصيد الحساب الجاري.

و من أجل القيام بالدراسات و التحاليل النظرية و كذلك إجراء المقارنات الإحصائية بهدف الوصول إلى معرفة الآثار المترتبة على متغيرات الإقتصاد الكلي، يتطلب الأمر استخدام نماذج دوال خاصة و محددة، و هذا وفق الصيغة الجبرية التالية:

¹ - Shin-Ichi Fukuda and Yoshifumi Kon: Macro economier impacts of foreign exchange reserve accumulation , Op-cit- P.N:06,07.

$$14) \quad u(C_t^T, C_t^N) \equiv \ln [(C_t^T)^\alpha (C_t^N)^{1-\alpha}],$$

و بالتالي : $0 < \alpha < 1$

كما يمكن صياغة عبارة جبرية أخرى كالتالي :

$$15) \quad C(b_t^A, R_t) \equiv \lambda (b_t^A - R_t)^2$$

و هذا في حالة : $b_t^A > R_t$

فالغرض من الدراسة و التحليل النظري للإرتفاع غير المتوقع لإحتياطات الصرف الأجنبي، هو إختبار الآثار بطريقة علمية و على وجه التحديد دراسة و تحليل العلاقة بين إستهلاك السلع المتاجر بها خارجيا و غير المتاجر بها خارجيا، و تغيرات سعر الصرف الحقيقي من جهة أخرى، فضلا عن تأثيرات ذلك على وضعية الحساب الجاري. و بإستخدام جدول البيانات بنسلفانيا العالمي، و من خلال تقدير المعادلات التالية:

$$16) \quad \text{Maturity}_{j,t} \equiv \text{constant term} + Q_1 \cdot \text{Foreign Reserve}_{j,t} / \text{GNI}_{j,t} + Q_2 \cdot \log \text{GNI}_{j,t},$$

$$17) \quad \text{Consumption}_{j,t} / \text{GNI}_{j,t} = \text{Constant terme} + b_1 \text{Foreign Reserve}_{j,t} / \text{GNI}_{j,t} + b_2 \log \text{GNI}_{j,t}$$

$$18) \quad \text{Ccurrent Account}_{j,t} / \text{GNI}_{j,t} = \text{constant terme} + C_1 \Delta (\text{Foreign Reserve}_{j,t} / \text{GNI}_{j,t})$$

حيث :

Consumption : الإستهلاك الإجمالي.

GNI : الناتج الوطني الإجمالي.

Foreign Reserve: إحتياطات الصرف الأجنبي.

Current Account : الحساب الجاري.

Maturity : متوسط أجل إستحقاق الإلتزامات الجديدة.

j : رمز دليل البلد.

t : عدد السنوات (الزمن).

و تأسيسا لما تقدم، يمكن القول بأن الزيادة في مخزون إحتياطات الصرف الأجنبي ترتبط سلبا مع الإستهلاك، أي أن الزيادة في إحتياطات الصرف الأجنبي تخفض الإستهلاك، كما تجعل إستحقاق الديون الخارجية أقصر، و على النقيض من ذلك، فإن تغير موجب في إحتياطي الصرف الأجنبي يرتبط إيجابيا مع وضعية الحساب الجاري و بالتالي تحسن رصيد الحساب الجاري مؤقتا.

خلاصة الفصل:

إستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية وفق المبادئ التوجيهية يجعل هدف السيولة في مقدمة الأهداف كتحقيق أعلى عائد و توفر الأمان، فضلا عن الأخذ في الإعتبار الفرق بين هامش الربح، و عائد الفرصة البديلة المتمثل في تحقيق عائد إجتماعي يساهم في زيادة رفاهية المجتمع، كما لو يتم إستخدام تلك الأصول بالعملات الأجنبية في تحقيق مزايا إقتصادية و إجتماعية لجميع أفراد المجتمع. و بفعل الزيادة الحادة في الأصول المتراكمة بالنقد الأجنبي، قامت البنوك المركزية في العديد من البلدان بتخصيص و تحويل جزء من تلك الفوائض المتراكمة إلى هيئات أو وسائط مؤسسية بهدف توظيفها و إستثمارها بطريقة غير إعتيادية بعيدا عن لتوظيف في سندات الخزانة الأمريكية عديمة المخاطر و ذات عائد منخفض.

غير أنه هنالك تجارب دولية رائدة في إدارة و إستثمار فائض الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، و ذلك بتحويل جزء من موجوداتها الإحتياطية بالعملات الأجنبية إلى هيئات سيادية أو لصناديق الثروة السيادية، و إستثمار تلك الأصول بالنقد الأجنبي في مجالات نشاط بعيدا عن التوظيف التقليدي عديم المخاطر و منخفض العائد. و من ضمن التجارب المتميزة في إستثمار الفوائض الإحتياطية بالنقد الأجنبي، التجربة الصينية من خلال الشركة الإستثمارية CIC، والتي تتلخص إستراتيجيتها الإستثمارية في المحافظة على قيمة الإحتياطيات و تعزيز وضعيتها من خلا الوصول إلى تحقيق عوائد مرتفعة على الإحتياطيات مقارنة بالعائد على المحافظ التقليدية. أما تجربة الإمارات العربية المتحدة و التي من التجارب الرائدة لدولة بترولية تسعى لتعزيز المحافظة على قيمة موجوداتها الإحتياطية و سلامتها، و ذلك من خلال إستثمارات بديلة عن مجال المحروقات و بواسطة هيئات إستثمارية سيادية، تتمثل في هيئة أبوظبي للإستثمار؛ و ذلك في شكل محافظ متنوعة التوزيع من حيث الآجال أو مكونات المحافظ الإستثمارية، و التي تقوم بإستثمار و توظيف فائض الإحتياطيات بالنقد الأجنبي في محافظ مختلفة التوزيع من حيث الآجال و متنوعة فيما يخص مكونات المحافظ الإستثمارية، مع تركيز إستثمار تلك المحافظ على الأسواق المتقدمة و الناشئة. أما فيما يخص إستثمارات مؤسسة النقد السعودي SAMA، و التي تتولى إدارة و إستثمار فائض الأصول الإحتياطية، يلاحظ تركيز إستثماراتها بشكل كبير على التوظيف في فئة حقوق الملكية و أسهم صناديق الإستثمار و فئة سندات الدين، زيادة على الإستثمار في فئة الودائع و العملة.

و من جهة أخرى، ففي حالة ما إذا كان فائض حساب العمليات الجارية و بالتالي فائض حسابات ميزان المدفوعات يتصف بالديمومة، و تجمع جزء كبير من الإحتياطيات الأجنبي لدى السلطات النقدية، قد يترتب عن ذلك تحول جزء معتبر من تلك الإحتياطيات المتراكمة إلى سيولة محلية و حدوث توسع نقدي؛ و زيادة الإنفاق داخل الإقتصاد، مما قد يتولد عنه ضغوطات سلبية على الإقتصاد المحلي، و هذا في حالة عدم وجود سياسة مالية و نقدية قادرة على معالجة الوضع و إمتصاص فائض السيولة.

الفصل الرابع (الدراسة التطبيقية)

مستوى إحتياطات الصرف الأجنبي و تأثيرها على
الإقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

تمهيد:

عرفت ظاهرة تراكم الإحتياطيات الرسمية بالعملات الأجنبية في الجزائر، نموا سريعا و مستمرا، خاصة خلال الفترة 2000-2013؛ ما جعل الجزائر تشبه بلدان الإقتصاديات الناشئة لشرق آسيا و أوربا الوسطى و أمريكا اللاتينية، و ذلك من حيث التراكم السريع لإحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي، أين وصلت إلى مستوى قياسي بحوالي 194.01 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2013. حيث أدت تلك الأصول الرسمية المتراكمة لدى بنك الجزائر، إلى فائض في السيولة و تراكم موارد مالية معتبرة على مستوى صندوق ضبط الإيرادات الذي أنشئ سنة 2001، بهدف التحكم و ضبط فائض السيولة و تعزيز الإدخار العمومي. كما أن التدفقات المالية بالنقد الأجنبي نحو الإقتصاد الجزائري بفعل الإرتفاع في عائدات تصدير المحروقات، و التي تجاوزت عتبة 900 مليار دولار أمريكي خلال الفترة المعنية بالدراسة، كان لها الأثر البارز على مختلف الجوانب الإقتصادية؛ و خاصة على مالية البلد و سياسة الموازنة، والذي تجسد في إقرار برامج للإنعاش الإقتصادي و زيادة الإنفاق الحكومي، و إنعكاس ذلك على أداء مؤشرات الإقتصاد الكلى و على الأوضاع الإجتماعية لأفراد المجتمع. غير أنه مع بداية سنة 2014، و بسبب الإنخفاض الحاد في حصة عائدات تصدير المحروقات و الزيادة القوية في وتيرة فاتورة الوردات السنوية، عرف احتياطي الصرف لدى بنك الجزائر تراجع شديد وصل إلى 97.33 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2017، أي بإنخفاض قدرت نسبته ب - 49.48 % خلال أربع سنوات. فضلا عن تراجع كبير في إيرادات الجباية البترولية. و نظرا لضعف الصادرات خارج المحروقات و محدودية الإنتاج الوطني، و هشاشة ميزان المدفوعات الجزائري المرتبط أصلا بتغيرات عائدات الصادرات البترولية، إحتدم النقاش حول مستوى الإحتياطيات الرسمية الواجب الإحتفاظ بها لدى بنك الجزائر و التكلفة الممكن تحملها من جراء ذلك، فضلا عن المخاطر المرتبطة بها في ظل دورية الأزمات المالية العالمية.

و بالتالي سيكون هذا الفصل، بمثابة دراسة تطبيقية لحالة تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر، و ذلك من خلال التطرق إلى الجوانب المتعلقة بمصادر تراكم الإحتياطيات لدى بنك الجزائر، و المقاييس المحددة للمستوى الملائم للإحتياطيات بالنسبة للإقتصاد الجزائري. مع التعرض للإستراتيجية المتبعة في توظيف الأصول الإحتياطية، مع التركيز على أثر المترتب من جراء تراكم الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي على أداء مؤشرات الإقتصاد الكلى، و التحويلات الإجتماعية و سياسة الدعم. و عليه إرتأينا تقسيم الفصل؛ إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: التحليل الوصفي لواقع وضعية إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر.

المبحث الثاني: المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف بالنسبة للإقتصاد الجزائري.

المبحث الثالث: أثر تراكم إحتياطيات الصرف على المؤشرات الكلية المرتبطة بالرفاهية الإقتصادية.

المبحث الأول : التحليل الوصفي لواقع وضعية إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر

عرفت الوضعية المالية الخارجية للجزائر إستقرارا نسبيا خلال السنوات 2000-2013، و ذلك نتيجة تسجيل رصيد موجب و مستمر على مستوى ميزان المدفوعات، أدى إلى الزيادة في صافي ثروة البلد على شكل عملات أجنبية متراكمة لدى بنك الجزائر وصلت مع نهاية 2013؛ إلى أكثر من 194 مليار دولار أمريكي¹*. و نظرا لإعتماد الجزائر بشكل كبير على إيرادات تصدير البترول في تغذية إقتصادها، إضافة إلى ما قد تواجهه من إحتتمالات تقلب أسعار البترول و تقلص في إيرادات البلد بالعملة الأجنبية، جعل ذلك الأخذ بضرورة الإحتفاظ بإحتياطيات الصرف الأجنبي عند مستويات مرتفعة من أجل دعم إقتصاد البلد، و تأمين الحد الأدنى من التوازن لميزان المدفوعات في الحالات الطارئة.

المطلب الأول: الفائض التجاري كمصدر لتراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر

حقق الإقتصاد الجزائري فائضا تجاريا مستمرا لأكثر من خمسة عشر سنة متتالية، و هذا بفعل إرتفاع أسعار برميل البترول و الزيادة في قيمة الصادرات و عائدات الفوائض البترولية، لتشهد سنة 2014 أول عجز له منذ عام 1998. في الوقت الذي تتميز فيه الصادرات الجزائرية بقلّة التنوع خارج المحروقات و التي تمثل نقطة الضعف الرئيسية بالنسبة لأداء الإقتصاد الجزائري، زيادة على وتيرة الواردات المتزايدة من السلع و الخدمات.

1 - تغيرات رصيد الحساب الجاري و تشكل إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية: يمثل حساب العمليات الجارية الجزء أو البند المحوري لميزان المدفوعات في الجزائر، و هذا نظرا لكون معظم التدفقات بين الإقتصاد الجزائري و الإقتصاديات الخارجية تتم في إطار حساب العمليات الجارية. حيث سجل هذا الحساب خلال السنوات المستهدفة بالدراسة، فائضا مستمرا وصلت ذروته سنة 2008 و ذلك بأكثر من 34 مليار دولار أمريكي، ليتراجع فائض الحساب الجاري إلى حوالي 0.402 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2008 (أنظر الجدول أدناه رقم 25). و بعد هذا التراجع، عرف حساب العمليات الجارية فائضا معتبرا من جديد خلال السنوات الموالية 2010، 2011 و 2012. حيث " بلغ فائض الحساب الجاري على التوالي، 12.15 مليار دولار، 17.77 مليار دولار و 12.42 مليار دولار²؛ الشيء الذي جعل الجزائر تراكم مستويات قياسية من النقد الأجنبي كإحتياطيات الصرف. ليتراجع فائض الحساب الجاري من جديد إلى مستوى 1.15 مليار دولار أمريكي سنة 2013. ليتراجع فائض الحساب الجاري من جديد إلى مستوى 1.15 مليار دولار أمريكي سنة 2013. و بحلول سنة 2014، " سجل حساب العمليات الجارية لميزان المدفوعات الجزائري أول عجز له بعد 15 سنة من الفوائض، زيادة على ذلك تدهور؛

* - لمزيد من الوضوح أنظر الجدول رقم 26.

² - Bank of Alegria: Rapport 2012, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2013, P N°54,55.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

العجز بشكل كبير ما بين سنتي 2014 و 2015، إذ انتقل العجز من - 9.28 مليار دولار أمريكي في 2014 إلى - 27.29 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2015، و هذا بفعل التدهور الشديد في الميزان التجاري. و بالتالي أدى هذا العجز القياسي في رصيد الحساب الجاري خلال 2014 و 2015 إلى انكماش في مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر، حيث تراجع الإحتياطي النقدي الأجنبي من 178.94 مليار دولار أمريكي في نهاية 2014؛ إلى حوالي 144.13 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2015، أي بإنخفاض مقداره - 38.81 مليار دولار أمريكي¹. ليصل "مخزون إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر إلى 97.33 مليار دولار مع نهاية 2017، أي بنسبة إخفاض قدرت ب - 49.48 % مقارنة برصيد إحتياطيات الصرف سنة 2013²".

الجدول رقم (V-1) تطور فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات الجزائري (2000-2017)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
البيان									
فائض الميزان التجاري	12.30	9.61	6.70	11.14	14.27	26.81	34.06	34.24	40.60
فائض الحساب الجاري	8.93	7.06	4.37	8.84	11.12	21.72	28.95	30.54	34.45
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
البيان									
فائض الميزان التجاري	7.78	18.20	25.96	20.17	9.88	0.459	-18.08	-20.13	-14.41
فائض الحساب الجاري	0.41	12.16	17.77	12.42	1.15	-9.28	-27.29	-26.22	-22.10

من إعداد الطالب بالإعتماد على :

- Bank of Alegria: Rapport2005, évolution économique et monétaire en Algérie, Avril2006, P.N°66.
- Bank of Alegria: Rapport2010, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2011, P.N°4-3.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، نوفمبر 2016، ص65.
- Bank of Alegria: Rapport2017, évolution économique et monétaire en Algérie, novembre 2018, P. N° 121.

1-1 - مسار تطور فائض الميزان التجاري في الجزائر: من الواضح أن حجم مخزون إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية لدى بنك الجزائر، يشير للوضعية المالية الخارجية للبلد، و بالتالي لرصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات؛ و من ثم تعتبر فوائض الميزان التجاري في الجزائر ذات أهمية بمكان، بل الرافد الأساسي في تغذية رصيد الحساب الجاري و مصدرا لتراكم إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي.

¹ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص64-66.

² -Bank of Alegria: Rapport2017, évolution économique et monétaire en Algérie, Cit-P.N°121.

الجدول رقم (V-2) مسار تطور رصيد الميزان التجاري في الجزائر خلال فترة (2000-2017)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

السنوات	البيانات	الصادرات	الواردات	رصيد الميزان التجاري	رصيد الميزان التجاري الصادرات
2000	21.65	9.35	12.30	56.81%	
2001	19.09	9.48	9.61	50.34%	
2002	18.71	12.01	6.70	35.80%	
2003	24.47	13.32	11.14	45.52%	
2004	32.22	17.95	14.27	44.52%	
2005	46.38	19.57	28.81	57.80%	
2006	54.74	20.68	34.06	62.22%	
2007	60.59	26.35	34.24	56.51%	
2008	78.59	37.99	40.60	51.66%	
2009	45.18	37.40	7.78	17.22%	
2010	57.09	38.89	18.20	31.87%	
2011	72.89	46.93	25.96	35.51%	
2012	71.74	51.57	20.17	28.11%	
2013	64.87	54.99	9.88	15.23%	
2014	60.13	59.67	0.459	0.76%	
2015	34.57	52.65	-18.083	-	
2016	29.31	47.44	-20.13	-	
2017	34.57	48.98	-14.41	-	

من إعداد الطالب بالإعتماد على :

- Bank of Alegria: Rapport2005, Op-cit, P. N°189.

- Bank of Alegria: Rapport2010, Op-cit, P. N°174.

- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص 168.

- Bank of Alegria: Rapport2017, Op-cit, P. N°121.

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ الوتيرة المتزايدة لفائض الميزان التجاري في الجزائر، و الذي بلغ أقصاه سنة 2008، و ذلك بتسجيل فائض تجاري سنوي قدره 40.60 مليار دولار أمريكي؛ أو ما يعادل نسبة 51.40% من إجمالي الصادرات لنفس السنة. و يفسر النمو المتزايد لفائض الميزان التجاري السنوي في الجزائر خلال العقد الأول من القرن الحالي، بالفارق الكبير بين قيمة الصادرات السنوية المرتفعة بفعل طفرة أسعار برميل البترول خلال الفترة المعينة وقيمة الواردات، رغم تسجيلها لزيادات متواصلة و بنسب مرتفعة؛ حيث بلغت نسبة إرتفاع الواردات 406% في نهاية 2008، مقارنة بواردات سنة 2000 (للتوضيح أكثر أنظر الجدول أعلاه).

غير أنه في سنة 2009، عرف فائض الميزان التجاري السنوي في الجزائر تراجعاً و ذلك بتسجيله فائضاً تجارياً بقيمة 7.78 مليار دولار أمريكي، و هذا نتيجة الإنخفاض المسجل في الصادرات بسبب الصدمة البترولية؛ فضلاً عن بقاء الواردات في الجزائر دون تغيير عند مستوى 37.40 مليار دولار أمريكي (واردات سنة 2008). و بداية من سنة 2010، حقق فائض الميزان التجاري السنوي في الجزائر نمواً متزايداً و بدرجة أقل خاصة خلال سنوات 2010، 2011 و 2012. و هذا بفعل إرتفاع أسعار برميل البترول إلى مستويات قياسية، و حدوث زيادة كبيرة في عائدات التصدير. كما أن قيمة الواردات في الجزائر خلال الفترة المعينة تضاعفت بشكل كبير، مما أثر سلباً على رصيد الميزان

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

التجاري، حيث بلغت تلك الواردات 51.57 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2012؛ أي بنسبة زيادة قدرها 138% مقارنة بواردات سنة 2009، و بنسبة قدرها 552% مقارنة بواردات سنة 2000. و في سنة 2013، انخفض فائض الميزان التجاري السنوي إلى حوالي 9.88 مليار دولار أمريكي ، أي ما يمثل نسبة 15.23% من قيمة إجمالي الصادرات لنفس السنة؛ حيث تعتبر سنة 2013 بداية مرحلة تراجع فائض الميزان التجاري في الجزائر. و يعود الانخفاض في الفائض التجاري السنوي إلى تراجع حصة الصادرات بسبب تقلب أسعار البترول، و إستمرار الزيادة الكبيرة في الواردات و التي بلغت قيمتها 54.99 مليار دولار أمريكي سنة 2013، أي بنسبة زيادة قدرها 106% مقارنة بسنة 2012. و بحلول سنة 2014، إنتقل فائض الميزان التجاري السنوي من 9.88 مليار دولار سنة 2013، إلى حوالي 0.459 مليار دولار أمريكي في نهاية السنة المعينة؛ و هو رصيد شبه متوازن. و بفعل صدمة إنخفاض أسعار البترول الجدة سنة 2015، و زيادة قيمة الواردات السنوية بشكل مفرط، سجل رصيد الميزان التجاري أول عجز له بعد عقدين متتاليين من الفوائض المتتالية برصيد - 18.083 مليار دولار أمريكي، ليتعمق العجز مع نهاية 2016 إلى حوالي - 20.13 مليار دولار أمريكي. ثم إلى - 14.412 مليار دولار مع نهاية 2017.

2 - إرتباط تغيرات وضعية مخزون إحتياطي الصرف بعوائد تصدير المحروقات: يرتبط أداء الإقتصاد في الجزائر " بالعوامل الخارجية و غالبا ما تقوده عوائد تصدير البترول و الغاز، و من ثم فإن أي إنخفاض في أسعار برميل البترول نتيجة إنخفاض الطلب عليه في بلدان المركز العالمية، و التي تنجم عن حالات الركود التي تصيبها؛ ينعكس سلبا على قيمة حصة الصادرات التي تعد المحرك الأساسي للتنمية الإقتصادية و الإجتماعية في الجزائر، و الداعم الرئيسي لإحتياطيات بنك الجزائر من العملات الأجنبية و المعزز الأساسي للفوائض في ميزانيتها¹ ". حيث أن التقلب في الحصة الإجمالية للصادرات في الجزائر هو أساسا تقلب في صادرات المحروقات، و هذا نظرا للتركيز السلعي للصادرات في الجزائر و التي تمثل فيها صادرات المحروقات نسبة تقدر بحوالي 98% (أنظر الجدول أدناه).

1-2 - تشخيص التغيرات المتعلقة بعوائد صادرات المحروقات في الجزائر: يتبين من خلال تحليل و دراسة الإحصائيات المنشورة في التقارير السنوية لبنك الجزائر، "المساهمة الكبيرة لصادرات المحروقات في مجموع الصادرات في الجزائر. فمع حلول سنوات العشرية الأولى من القرن الحالي، شهدت أسعار برميل البترول إرتفاعا حادا في الأسواق الدولية، حيث بلغ سعر برميل البترول ذروته في الأسبوع الثاني من شهر جويلية 2008 (145 دولار أمريكي لبرميل البترول)² ". و بالتالي بلغت عائدات

¹ - صندوق النقد العربي: التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل الخامس، التطورات في مجال النفط و الغاز، 2015، ص141.

² - Bank of Algeria: Rapport 2014, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2015, P N°49.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

تصدير المحروقات خلال هذه السنة مستويات قياسية على الإطلاق، و ذلك ب 77.19 مليار دولار أمريكي بعد ما كانت لا تتجاوز عتبة 21.06 مليار دولار أمريكي سنة 2000 . و أمام تزايد حدة الأزمة العالمية و تأثيرات الصدمة البترولية لسنة 2009 و خاصة خلال السداسي الثاني من السنة، سجلت " صادرات المحروقات في الجزائر تراجعاً شديداً، حيث انخفضت حصيله عائدات تصدير المحروقات إلى حوالي 44.41 مليار دولار أمريكي؛ أي ما يوافق انخفاض بنسبة 42.48% مقارنة بسنة 2008¹ ."

و مع بداية الثلاثي الرابع من سنة 2014، و "انخفاض متوسط سعر برميل البترول من 109.22 دولار أمريكي للبرميل خلال السداسي الأول لسنة 2014 إلى متوسط 75.38 دولار للبرميل خلال الثلاثي الرابع لنفس السنة، أدى ذلك إلى تراجع في حصيله تصدير المحروقات مقارنة بتلك المسجلة في سنة 2013. و مع إستمرار الإتجاه التنازلي لسعر برميل البترول خلال سنة 2015 و سنة 2016، أين سجلت عائدات تصدير المحروقات أدنى مستوى لها منذ عدة سنوات، حيث بلغت ما قيمته 27.66 مليار دولار أمريكي؛ أي بنسبة إنخفاض تساوي 64.17% مقارنة بسنة 2008، و بنسبة إنخفاض تساوي 43.12% مقارنة بسنة 2014² "؛ و بنسبة إنخفاض تساوي 16.38% مقارنة بسنة 2015.

الجدول رقم (V-3) تطور قيمة الصادرات في الجزائر خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

البيان السنوات	صادرات المحروقات	صادرات خارج المحروقات	إجمالي الصادرات	صادرات المحروقات إجمالي الصادرات	صادرات خارج المحروقات إجمالي الصادرات
2000	21.06	0.59	21.65	% 97.27	% 2.73
2001	18.53	0.56	19.09	% 97.07	% 2.93
2002	18.11	0.61	18.71	% 96.80	% 3.20
2003	23.99	0.47	24.47	% 98.04	% 1.96
2004	21.55	0.67	32.22	% 97.92	% 2.08
2005	45.59	0.79	46.38	% 98.30	% 1.70
2006	53.61	1.13	54.74	% 97.94	% 2.06
2007	59.61	0.98	60.59	% 98.38	% 1.62
2008	77.19	1.40	78.59	% 98.22	% 1.78
2009	44.41	0.77	45.18	% 98.29	% 1.71
2010	56.12	0.97	57.09	% 98.30	% 1.70
2011	71.66	1.23	72.89	% 98.31	% 1.96
2012	70.58	1.15	71.74	% 98.38	% 1.62
2013	63.81	1.05	64.87	% 98.36	% 1.64
2014	58.46	1.67	60.13	% 97.22	% 2.78
2015	33.08	1.48	34.57	% 95.71	% 4.28
2016	27.92	1.39	29.31	% 95.25	% 4.74
2017	33.20	1.37	34.57	% 96.04	% 3.96

من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات تقارير بنك الجزائر و المستخدمة في إنجاز الجداول و الأشكال السابقة.

¹ -Bank of Alegria: Rapport 2009, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2010, P N°70.

² - بنك الجزائر: مدخلة محافظ بنك الجزائر، حول التطورات المالية و النقدية لسنة 2016 و توجهات السنة المالية 2016 في ظرف إستمرار الصدمة الخارجية، أفريل 2017، ص 08-09.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

2-2 - علاقة مخزون إحتياطي الصرف بالتطور الحاصلة في عوائد صادرات المحروقات في الجزائر:

تعتمد الجزائر كما أشرنا سابقا بشكل كبير على المداخيل و العائدات التي تتلقاها من جراء تصدير المحروقات، حيث أن إيرادات قطاع المحروقات ما تزال تسيطر على تدفقات الإيرادات الحكومية بالعملة الأجنبية، و هذا بفعل التطورات الإيجابية لأسعار برميل البترول الذي تميزت باستقرار نسبي مع بداية سنة 2000؛ باستثناء سنوات الصدمات الخارجية و خاصة صدمة الثلاثي الرابع من سنة 2014 و إستمرارها خلال سنتي 2015 و 2016. كما نلاحظ أن الزيادات الكبيرة التي شاهدها إيرادات المحروقات ابتداء من سنة 2000، تمثل الرافد الأساسي في تغذية و حيازات بنك الجزائر للموجودات من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، و التي يمكن الإشارة إليها من خلال الشكل رقم (V-2).

الجدول رقم(V-4)تطور مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و صادرات المحروقات خلال(2000-

(2017)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

إحتياطي الصرف الأجنبي	قيمة صادرات خارج المحروقات	قيمة صادرات المحروقات	متوسط سعر برميل البترول بالدولار	البيان السنوات
11.90	0.59	21.06	28.50	2000
17.96	0.56	18.53	24.85	2001
23.11	0.61	18.11	25.24	2002
32.92	0.47	23.99	29.03	2003
43.11	0.67	21.55	38.66	2004
56.18	0.79	45.59	54.64	2005
77.78	1.13	53.61	65.85	2006
110.18	0.98	59.61	74.95	2007
143.10	1.40	77.19	99.97	2008
147.22	0.77	44.41	62.25	2009
162.22	0.97	56.12	80.15	2010
182.22	1.23	71.66	112.94	2011
190.66	1.15	70.58	111.04	2012
194.01	1.05	63.81	108.97	2013
178.94	1.67	58.46	100.23	2014
144.13	1.48	33.08	53.07	2015
114.14	1.39	27.92	45.0	2016
97.33	1.37	33.20	54.05	2017

من إعداد الطالب بالإعتماد على :

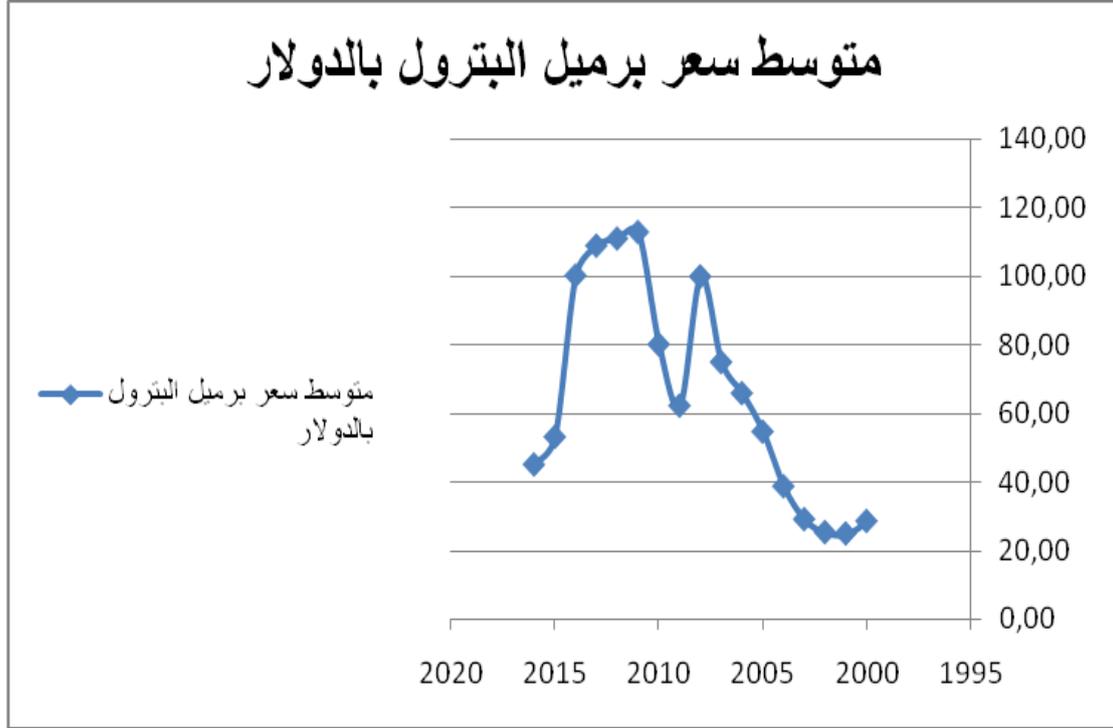
- Bank of Alegria: Rapport2005, Op-cit, P. N°66.

- Bank of Alegria: Rapport2010, Op-cit, P. N°43.

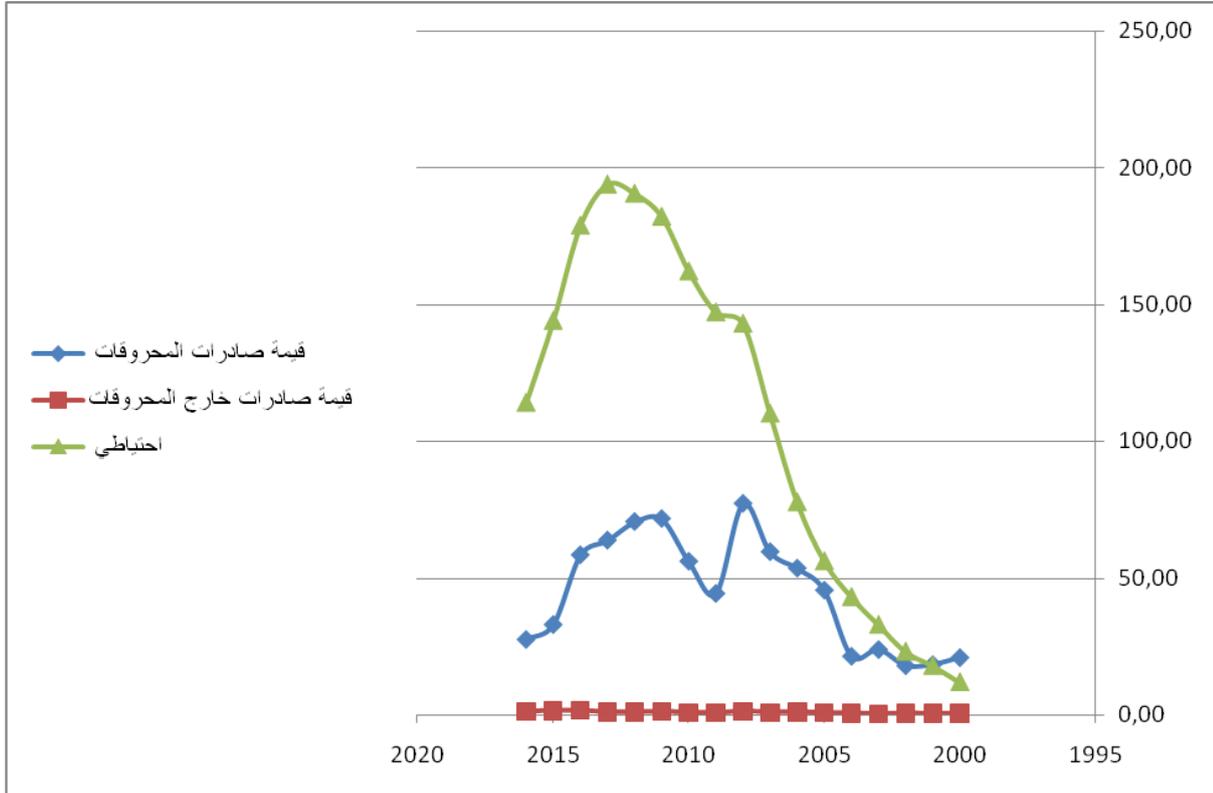
- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص 65.

-Bank of Alegria: Rapport2017, Op-cit, P. N°37.

الشكل رقم (V-1) تطور متوسط سعر برميل البترول بالدولار الأمريكي خلال الفترة 2000-2017



الشكل رقم (V-2) تطور حجم الصادرات البترولية و إحتياطيات الصرف الرسمية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017



يلاحظ من الشكل أعلاه، "الإرتفاع المتسارع الذي شهدته أسعار برميل البترول ما بين مطلع سنة 2000 و منتصف عام 2008، حيث شهدت أسعار البترول اليومية خلال هذه الفترة تفاوتاً كبيراً؛ أعقبها

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

إنخفاض في أسعار البترول مع حلول سنة 2009¹؛ لتسجل بعد ذلك أسعار البترول إرتفاعا من جديد خلال الأربع سنوات الموالية. غير " أن أسعار برميل البترول عرفت إنخفاضا شديدا إبتداءا من الثلاثي الرابع لسنة 2014² ". حيث إنعكست تلك التقلبات في أسعار البترول على حصيلة عوائد صادرات المحروقات في الجزائر، و بالتالي على وضعية مستوى حجم إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر.

و في سنة 2000، بلغت صادرات المحروقات في الجزائر مبلغ 21.06 مليار دولار أمريكي، في حين وصل مستوى إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر 11.90 مليار دولار أمريكي. ومع الإرتفاع التصاعدي لمتوسط سعر برميل البترول السنوي منذ عام 2000، إرتفعت حصيلة صادرات المحروقات في الجزائر إلى مستويات قياسية، إذ بلغت حجم 77.19 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2008؛ أي بنسبة زيادة تقدر بـ 266.52% مقارنة بصادرات المحروقات لسنة 2000. ما إرتفع مخزون احتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك في نفس السنة إلى 143.10 مليار دولار أمريكي بعد ما كان لا يتجاوز 11.90 مليار دولار أمريكي سنة 2000، أي بنسبة زيادة تقدر بـ 1102%. و رغم الانخفاض المسجل في صادرات المحروقات في الجزائر و إنتقالها إلى المستوى 44.41 مليار دولار أمريكي سنة 2009، بعدما كانت عند حجم 77.19 مليار دولار أمريكي سنة 2008، أي بنسبة انخفاض تساوي 42.43%. سجلت احتياطيات الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر إرتفاعا بنسبة تقدر بـ 2.88% و بلوغها مستوى 147.22 مليار دولار أمريكي.

و بعودة عوائد المحروقات في الجزائر للإرتفاع بفعل طفرة أسعار برميل البترول سنة 2010، سجلت صادرات المحروقات في الجزائر زيادات معتبرة خلال سنوات 2010، 2011، 2012 و 2013. كانت نسبها على التوالي 26.37%، 61.36%، 58.93% و 48.68%؛ مقارنة بصادرات المحروقات لسنة 2009. جعل ذلك تراكمات إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر تبلغ في نهاية سنة 2013؛ أعلى مستوى لها على الإطلاق و ذلك بوصولها لمستوى 194.01 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة نسبتها 35.58% مقارنة بسنة 2008، و نسبة 1.76% مقارنة بسنة 2012.

و نتيجة الصدمة البترولية للثلاثي الرابع من سنة 2014، و التراجع المسجل في حصيلة صادرات المحروقات في الجزائر من 63.81 مليار دولار أمريكي سنة 2013، إلى حوالي 58.46 مليار دولار أمريكي سنة 2014، أي بنسبة انخفاض تساوي 9.15%. بالإضافة لاستمرار تدفق الواردات في الجزائر وفق نسق تصاعدي و بلوغها أقصى مستوى لها سنة 2014 و ذلك بتسجيلها مبلغ 59.67 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة تقدر نسبتها 57.06% مقارنة بسنة 2008 و بنسبة زيادة قدرت بـ 08% مقارنة بسنة

¹ - Bank of Alegria: Rapport2009, Op-cit, P N° 65.

² - Bank of Alegria: Rapport2014, Op-cit, P N°45.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

2013. جعل ذلك، مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر ينخفض من مستوى 194.01 مليار دولار أمريكي سنة 2013، إلى حوالي 178.94 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2014، أي بنسبة إنخفاض تساوي 7.77%.

و مع إستمرار التدهور الشديد في أسعار برميل البترول، و بالتالي إنخفاض في حصيللة صادرات المحروقات إلى مستوى 27.66 مليار دولار أمريكي في نهاية 2016، و إستمرار تدفق الواردات في الجزائر عند مستويات مرتفعة (52.65 مليار دولار أمريكي سنة 2015 و 47.69 مليار دولار أمريكي سنة 2016)؛ شهد احتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر إنكماشاً حاداً، حيث تراجع مستواه إلى 114.14 مليار دولار أمريكي في نهاية 2016، أي بنسبة إنخفاض تساوي 41.17% مقارنة بسنة 2013، و بنسبة إنخفاض - 36.21% مقارنة بسنة 2014؛ و بنسبة إنخفاض - 20.80% مقارنة بسنة 2015. إذ تعكس هذه الأرقام و النسب المقدمة، بعض الحقائق المتعلقة بالإقتصاد الجزائري، و المتمثلة أولاً في ضعف تنوع الصادرات و اعتماده بشكل رئيسي على تصدير مورد وحيد و هي المحروقات. كما تعكس هذه الحقيقة، هشاشة المركز الخارجي للإقتصاد الجزائري، حيث أن مجرد وقوع صدمة خارجية بفعل إنخفاض في أسعار البترول، يؤدي إلى تدهور التوازنات الكلية للإقتصاد الجزائري؛ خاصة في ظل تطور غير مدروس في حجم تدفق الواردات. و هذا ما أكدته الصدمات الخارجية التالية:

- **الصدمة الخارجية (البترولية) لسنة 2009:** أمام تزايد حدة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، و في ظل شدة أثارها خلال سنة 2009، عرفت "أسعار البترول تقلبات حادة. حيث إنخفض متوسط السعر السنوي لبرميل البترول إلى 62.25 دولار أمريكي سنة 2009، مقابل متوسط سعر سنوي قدره 99.97 دولار أمريكي لبرميل البترول سنة 2008، و هذا بعد ما بلغ ذروته في الأسبوع الثاني من شهر جويلية 2008 (145 دولار أمريكي للبرميل من البترول)¹". و قد أدت هذه الصدمة الخارجية إلى تراجع كبير في عوائد صادرات المحروقات في الجزائر، إذ إنتقلت حصيللة عائدات تصدير المحروقات من 77.19 مليار دولار أمريكي في نهاية 2008 إلى أقل من 44.41 مليار دولار أمريكي في نهاية 2009 (أي بنسبة إنخفاض تساوي - 42.47%).

- **الصدمة الخارجية (البترولية) لسنة 2013:** بفعل تقلص الكمية المصدرة من البترول سنة 2013 في الجزائر (-7.37%) مقارنة بسنة 2012، بلغت "حصيللة إيرادات المحروقات ما قيمته 63.81 مليار دولار أمريكي سنة 2013، مقابل 70.58 مليار دولار أمريكي سنة 2012، أي بإنخفاض نسبته - 10.27%. و الملاحظ أن التراجع في قيمة صادرات المحروقات في الجزائر لسنة 2013 يعود لأثر تقلص حجم صادرات البترول أكثر من أثر إنخفاض سعر برميل البترول²".

¹ - Bank of Alegria: Rapport2009, Op-cit, P.N°66, P.N°67.

² - Bank of Alegria: Rapport2013, évolution économique et monétaire en Algérie, Octobre2014, P N°42.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

- **الصدمة الخارجية (البتروولية) لسنة 2014:** مع إستمرار الإتجاه التنازلي لأسعار البترول في الأسواق الدولية ، سجل " برميل البترول إنخفاضا حادا خلال سنة 2014. حيث إنتقل متوسط سعر برميل البترول من 109.55 دولار أمريكي خلال الثلاثي الأول من سنة 2014، إلى مستوى يقل عن 75.38 دولار أمريكي للبرميل من البترول خلال الثلاثي الرابع من نفس السنة. و بالتالي تراجع في قيمة صادرات المحروقات في الجزائر إلى مستوى 58.46 مليار دولار مع نهاية 2014، أي بإنخفاض سنوي يقدر ب 5.35 مليار دولار أمريكي مقارنة بسنة 2013، أو بنسبة تساوي - 8.38 % سنوية¹ .

- **الصدمة الخارجية (البتروولية) لسنة 2015:** عرفت أسعار البترول في الأسواق الدولية تطورات تنازلية و متسارعة خلال سنة 2015، حيث إنتقل متوسط سعر برميل البترول من 109.92 دولار أمريكي للبرميل خلال السداسي الأول من سنة 2014، إلى مستوى " لا يتجاوز 58.23 دولار أمريكي لبرميل البترول خلال السداسي الأول من سنة 2015، ليستمر الإنخفاض لمتوسط برميل البترول خلال الثلاثي الثالث و الرابع من نفس السنة على التوالي، 50.52 دولار و 43.49 دولار أمريكي للبرميل. و على نحو مماثل إنتقل المتوسط السنوي لسعر برميل البترول من 100.23 دولار أمريكي للبرميل إلى متوسط سعر سنوي يساوي 53.07 دولار أمريكي لبرميل البترول سنة 2015. و قد أدت هذه الصدمة القوية إلى تراجع شديد في حصيللة عائدات صادرات المحروقات في سنة 2015 (33.08 مليار دولار أمريكي)، مقابل عائدات بلغت 58.46 مليار دولار أمريكي سنة 2014 ، أي بإنخفاض نسبته تقدر ب 43.41%² . ليتواصل " الإتجاه التنازلي في أسعار برميل البترول خلال سنة 2016 و تسجيله متوسط سعر سنوي بلغ 45.00 دولار أمريكي للبرميل الواحد، و بالتالي تراجع شديد في مستوى إيرادات تصدير المحروقات التي نزلت إلى حوالي 27.92 مليار دولار أمريكي، أي بإنخفاض نسبته 52.24 % مقارنة بإيرادات سنة 2014. و مع حلول سنة 2017؛ عرفت أسعار برميل البترول إرتفاع مع وصول متوسط سعر برميل البترول السنوي إلى 54.05 دولار أمريكي، جعل حصيللة إيرادات تصدير المحروقات ترتفع إلى حوالي 33.20 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة نسبتها 18.91 % مقارنة بسنة 2016³ .

3- الرصيد الإجمالي السنوي لميزان المدفوعات و تغيرات وضعية إحتياطي الصرف في الجزائر: تكشف دراسة و تحليل وضعية ميزان المدفوعات في الجزائر، الأهمية النسبية للتطورات الحاصلة على مستوى الحساب الجاري و الحساب الرأسمالي و العمليات المالية في تحسين الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات في الجزائر. إذ أن التطورات الإيجابية على مستوى الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات في

¹ - Banque d'Algérie: Tendances Financières et Monétaires au Premier Trimestre 2015, Sous l'Effet du Choc Externe, Juin 2015, P N°01-02.

² - Banque d'Algérie: Tendances Financières et Monétaires au 4eme Trimestre de 2015, Sous l'Effet du Choc Externe, P N°01-02.

³ - Bank of Alegria: Rapport2009, Op-cit, P. N° 32.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الجزائر، كانت دائما النتيجة المباشرة لتحسين عائدات تصدير المحروقات و خاصة الإيرادات البترولية. و بفعل المستويات العالية لأسعار البترول في السوق الدولية خلال العقد الأول من القرن الحالي، و التي أدت إلى تشكل فائض متنامي في الحساب الجاري، و إنطلاقا من طبيعة العلاقات و الترابطات التي توجد بين أرصدة حسابات ميزان المدفوعات المختلفة؛ و مع " إستمرارية الوضعية المالية الإيجابية لميزان المدفوعات في الجزائر لأكثر من ثمانية سنوات متتالية 2008-2000¹ " ، أدى ذلك إلى تعزيز و دعم الإستقرار المالي الخارجي مع التراكم القوي للإحتياطيات الرسمية بالنقد الأجنبي إلى غاية نهاية سنة 2008، بحيث سمحت هذه العناصر بتطوير قدرة مقاومة آثار الصدمة الخارجية لسنة 2009 و المرتبطة بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

فرغم الميل التصاعدي لعائدات تصدير المحروقات خلال سنوات 2010، 2011، 2012 و 2013؛ كان أداء ميزان المدفوعات أقل شأنا خاصة مع نهاية 2013، و يرجع ذلك أساسا " للإرتفاع في حجم الواردات المرفوقة بتقلص في كمية تصدير البترول، و الذي إنعكس بأقل تراكم لفائض الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية خلال سنة 2013² ". و على ضوء " تسجيل الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات في الجزائر، عجز خلال سنة 2014 و سنة 2015 على التوالي يقدر بـ 5.881- مليار دولار أمريكي و بـ 27.535- مليار دولار أمريكي ن و هذا بفعل التدهور الشديد في الميزان التجاري³ ". و عليه كان لرصيد إحتياطيات الصرف الرسمية في شكل عملات أجنبية التي يحتفظ بها بنك الجزائر، المحور الإرتكازي في تسوية العجز القائم و مواجهة الصدمة لسنة 2014، و التي إشتدت آثارها خلال سنتي 2015 و 2016؛ مع تحسن نسبي سنة 2017.

¹ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2008، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر ، سبتمبر 2009 ، ص77-78-79 .

² - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2013، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر ، نوفمبر 2014 ، ص61-63.

³ - Tendances Financières et Monétaires au 4eme Trimestre de 2015,Sous l'Effet du Choc Externe, P N°04

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الجدول رقم (V-5) تطور الرصيد الإجمالى لميزان المدفوعات و تغيرات حجم إحتياطي الصرف فى

الجزائر خلال (2017-2000)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

التغير فى مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي	مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي	الرصيد الإجمالى لميزان المدفوعات	صادرات المحروقات	البيان السنوات
7.50	11.90	7.57	21.60	2000
6.06	17.96	6.19	18.53	2001
5.15	23.11	3.66	18.11	2002
9.81	32.92	7.47	23.99	2003
10.19	43.11	9.25	31.55	2004
13.07	56.18	16.94	45.59	2005
21.80	77.78	17.73	53.61	2006
32.40	110.18	29.55	59.61	2007
<u>32.92</u>	<u>143.10</u>	<u>36.99</u>	<u>77.19</u>	2008
4.12	147.22	3.86	44.41	2009
15.00	162.22	15.58	56.12	2010
20.00	182.22	20.141	71.66	2011
08.44	190.66	12.057	70.58	2012
03.35	<u>194.01</u>	0.133	63.81	2013
-15.07	178.94	-5.881	58.46	2014
-34.81	144.13	-27.537	33.08	2015
-29.99	114.14	-26.03	27.92	2016
-16.81	97.33	-21.762	33.20	2017

من إعداد الطالب بالإعتماد على :

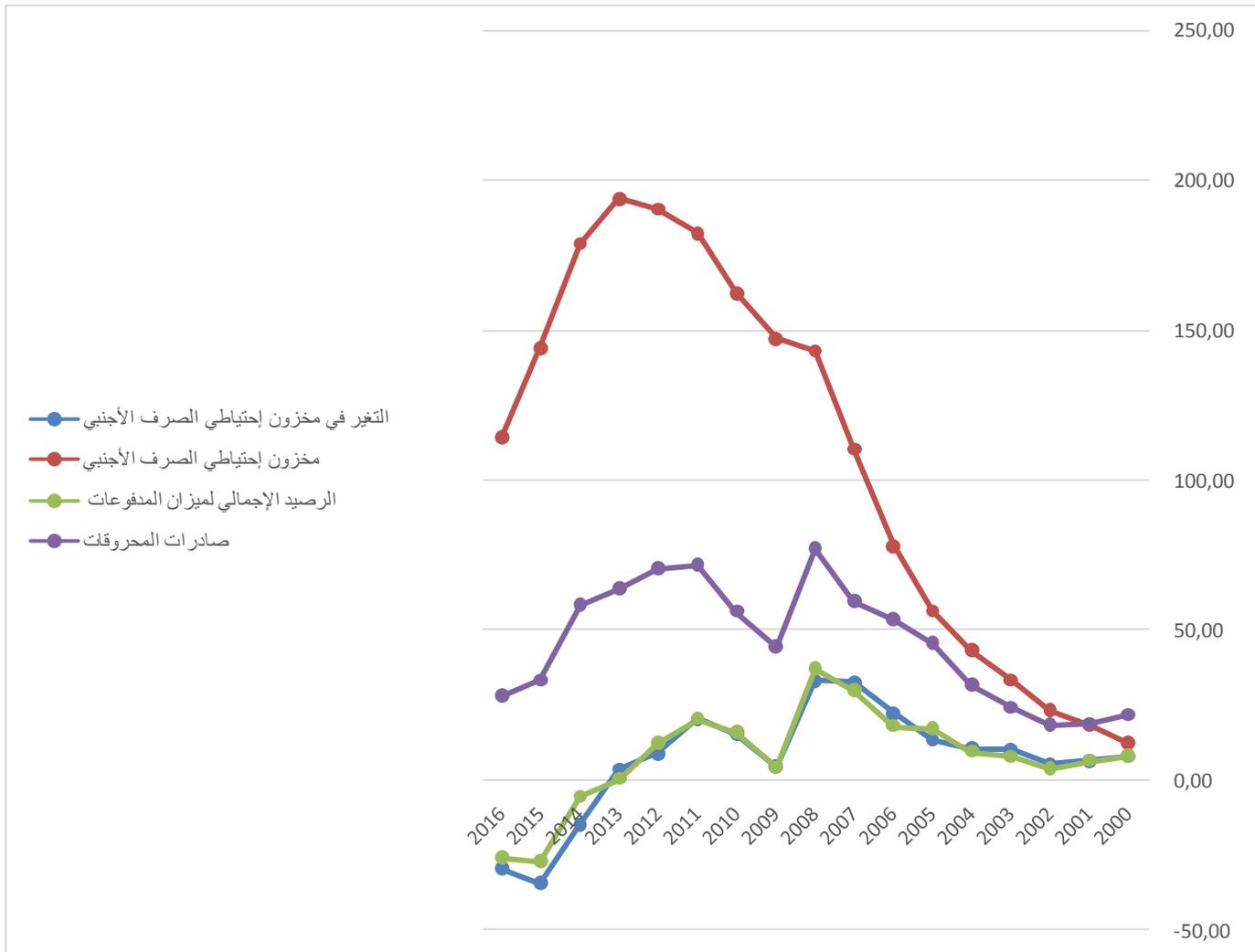
- Bank of Alegria: Rapport2005, Op-cit, P. N°189.

- Bank of Alegria: Rapport2010, Op-cit, P. N°174.

- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص 168.

- Bank of Alegria: Rapport2005, Op-cit, P. N°37.

الشكل رقم (V-3) تطور الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات و تغير وضعية الإحتياطيات الرسمية خلال الفترة 2000-2017



الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

من خلال الشكل السابق، يلاحظ أن الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات في الجزائر، قد أظهر فائض مستمر خلال الفترة 2000-2012؛ و الذي وصل إلى أقصاه في سنة 2008 و ذلك بتحقيق فائض قدره 36.99 مليار دولار أمريكي، و هو رصيد معتبر لم يتحقق من قبل. إلا أن هذه الوضعية الجيدة للرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات في الجزائر، يرتبط بشكل كبير بالتطورات الحاصلة في بند الميزان التجاري (تطور حصيلة عائدات تصدير البترول)، ليرجم ذلك على مستوى مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر. و قد عملت التطورات الإيجابية على مستوى رصيد الميزان التجاري خلال الفترة المعينة على تحسين وضعية الموجودات الإحتياطية من النقد الأجنبي لدى بنك الجزائر، حيث إنتقل مستوى حجم مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي من 11.90 مليار دولار أمريكي في سنة 2000¹ *، إلى 143.10 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2008 .

و بعد الصدمة الخارجية (البترولية) لسنة 2009، إنخفض الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات إلى 3.859 مليار دولار أمريكي، أي بإنخفاض نسبته تساوي 89.56% مقارنة بسنة 2008 (36.99 مليار دولار أمريكي). غير أن مخزون إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر سجل إرتفاعا بـ 4.12 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة نسبتها 2.9%. كما " واصل الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات في الجزائر إنخفاضه ليستقر عند رصيد 0.133 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2013 و هو رصيد شبه متوازن. في حين بلغ قائم إحتياطي الصرف الأجنبي بحوزة بنك الجزائر مستوى قياسيا قدره 194.01 مليار دولار أمريكي (تغطية أكثر من 35 شهرا من الواردات)، و هذا في نهاية 2013²."

و نتيجة الأزمة البترولية إبتداء من الثلاثي الرابع لسنة 2014 و إستمرارها خلال سنتي 2015-2016، سجل ميزان المدفوعات في الجزائر رقيدا سالبا بـ -5.881 مليار دولار أمريكي سنة 2014، ليتعمق العجز إلى -27.537 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2015 و -26.03 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2016؛ لينتقل إلى -21.762 مليار دولار أمريكي. و كان لهذا العجز القياسي لميزان المدفوعات الأثر السلبي على مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر، و تراجع حجمه إلى مستويات متدنية مع نهاية 2017 (97.33 مليار دولار أمريكي مقابل حجم 194.01 مليار دولار أمريكي سنة 2013)، أي بنسبة إنخفاض تساوي -49.83%. و للمزيد من التوضيح أنظر الشكل أعلاه.

المطلب الثاني: الملامح المميزة لتجربة الجزائر في إستخدام و توظيف إحتياطي الصرف الأجنبي

مما يجدر الإشارة إليه، أنه بفعل الطفرة البترولية مع بداية الألفية الثالثة، توفر لدى الجزائر مكون خارجي في شكل موارد بالنقد الأجنبي عند مستويات مرتفعة. و للمحافظة على تلك الموجودات

¹ * - سنة 2000 ، هي سنة إعادة تشكيل إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر .

² - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2013، مرجع سابق، ص66.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الإحتياطية بالعملات الأجنبية من التآكل و الإستنزاف و عدم تعرضها لخسائر الصرف، فضلا عن إلزامية ترشيد إستخدامها. فكان من الضروري على السلطات في الجزائر وضع مجموعة من الأهداف موضع التحقيق، و التي تتمثل في إستخدام مخزون إحتياطي الصرف و التدخل عند الحاجة لمنع التقلبات الحادة لسعر صرف الدينار و العمل على إستقراره، إطلاق برامج دعم الإنعاش الإقتصادي، إلى جانب القيام بإستثمار و توظيف جزء من مخزون إحتياطي الصرف في شكل أصول مالية عديمة المخاطر و المنخفضة العائد، و هذا من أجل تقليص تكلفة الإحتفاظ بمخزون إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية.

1 - إستخدام مخزون إحتياطي الصرف في تسيير إستقرار سعر صرف الدينار: يتميز سعر صرف الدينار الجزائري بكونه خاضع لهيمنة متغيرات الإقتصاد الوطني المحكومة بدورها بمتغيرات خارجية، دون سياسة جادة للتصدير خارج المحروقات و تجسيد الرشادة في ثلاثية هي: الإنتاج، التنافسية، فضلا عن التحكم في التضخم. كما أن رصيد ميزان المدفوعات من خلال معرفة الفرق بين موارده و إستخداماته فهو الذي يشكل تعبير في الصرف، لذا يجب التأكد من أن موارد الصادرات هي التي يجب أن تقابل تموين الإقتصاد الوطني، و أن مستوى مخزون إحتياطي الصرف هو الذي يشكل دعما لسعر الصرف، و أن التغيير في نظام تحديد سعر الصرف يأتي من تبني سوق الصرف بين البنوك.

و طالما "كان مخزون إحتياطي بالنقد الأجنبي كافيا لتدخل البنك المركزي، و إمتصاص كامل الكمية من العملة الوطنية (الدينار) في السوق لطلب العملات الأجنبية، فإنه بالإمكان الدفاع عن قيمة عملة الدينار الجزائري و منع سعر صرفها من التدهور"¹. و بالتالي يقوم بنك الجزائر بتوجيه سعر صرف الدينار دون اضطرابات، و بما يتوافق مع الأهداف المتعلقة بتسيير مخزون إحتياطيات الصرف و السياسة النقدية.

1-1 - مرحلة تولي بنك الجزائر تخصيص النقد الأجنبي المتاح: وفقا لدافع "تأمين إستخدام الموارد بالعملات الأجنبية المتوفرة و حتى المرتقب الحصول عليها للمصالح الوطنية، و السهر على عمليات التنازل و الحيازة للعملات الأجنبية المتدفقة نحو البلد"². إعتد البنك المركزي في الجزائر خلال سنوات السبعينات و الثمانينات من القرن الماضي، "سياسة تخصيص النقد الأجنبي المتاح و العائد في مجمله من تصدير المحروقات، و ذلك من خلال النظام المركزي لترخيص الإستيراد الممنوح. بالإضافة إلى نظام معقد لتعويضات الإستيراد، مع الإحتفاظ بمجموعة من علاوات الصرف الزائد عن الحدود المقررة مسبقا، مما شكل ممارسات متعددة للعملة كما لم يسمح للمصدرين الإحتفاظ بإيرادات التصدير في شكل

¹ - الطاهر لطرش: الإقتصاد البنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013، ص204-205.

² - محمود حميدات : مدخل للتحليل النقدي و البنكي، ديوان المطبوعات الجامعية 2005، ص171.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

عملات أجنبية مع إلزامية التنازل عنها لصالح بنك الجزائر، إلا بإستثناءات قليلة و تقييد بدلات السفر إلى الخارج¹.

و نتيجة الصدمة البترولية المعاكسة و الانخفاض الرهيب لأسعار البترول سنة 1986، و وصول الوضع الإقتصادي إلى حالة الإنسداد، و تزامن ذلك مع تدبب قيمة الدولار الأمريكي في أسواق الصرف العالمية، و بهدف "إمتصاص إختلال التوازن النقدية و المالية الكلية، إن على المستوى الخارجي أو الداخلي، لجأت السلطات في بداية 1987 إلى تعديل سعر صرف الدينار الجزائري بهدف تحقيق التوازن بين المتاح من النقد الأجنبي و حجم الطلب على السلع و الخدمات الأجنبية²". و ذلك بإتباع إجراءات مرحلية كالتالي :

- "السماح لقيمة الدينار بالإنزلاق بطريقة تدريجية و مراقبتها، حيث تم العمل بهذا الإجراء من سنة 1987 إلى غاية 1991، و يعود سبب اللجوء إلى عملية الإنزلاق؛ ضعف حجم إحتياطي الصرف المتاح، و زيادة ثقل خدمة الدين الخارجي³".

- المبادرة إلى "إعتماد جلسات التثبيت، و ذلك بداية من تاريخ 1994/10/01، حيث لجأ بنك الجزائر لعقد جلسات التثبيت و التي كانت تنظم أسبوعيا، سرعان ما أصبحت يوميا من أجل تحديد سعر صرف الدينار بالنسبة لجميع المعاملات⁴"؛ و ذلك "بناء على عروض البنوك التجارية في بداية كل جلسة، و في ضوء المتوفر من العملات الأجنبية. حيث تعتبر هذه المرحلة انتقالية قبل الوصول في النهاية إلى قيام سوق للصرف ما بين البنوك، كما ساعد على إنشاء هذا النظام الجديد:

- نجاح تطبيق برنامج الإستقرار الموقع مع صندوق النقد الدولي، و التحكم في الوضع النقدي.
- إتجاه معدلات التضخم نحو الإنخفاض .

- تحسن مستوى إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية⁵. كما أن الهدف من اللجوء إلى إعتماد جلسات التثبيت، كان من أجل الوصول إلى:

- تعزيز قابلية تحويل الدينار في إطار سعره الرسمي .

- تحديد سعر الدينار من خلال المناقصات .

- خفض قيمة الدينار على مستوى السوق الموازي.

و حتى يكون "الجلسات التثبيت مصداقية، كان لا بد على البنك المركزي إمتلاك مخزون إحتياطي من العملات الأجنبية، يكفي على الأقل تغطية كل العرض للنقود بمعناه الضيق⁶". و من أجل تعزيز هذا

¹ - كريم النشاشي و آخرون: "الجزائر: تحقيق الاستقرار و التحول إلى اقتصاد السوق"، صندوق النقد الدولي، واشنطن 1998، ص114 .

² - كريم النشاشي و آخرون: نفس المرجع، ص115 .

³ - خالد الهادي: المرأة الكاشفة لصندوق النقد الدولي، دار هومة، 1996، ص199 .

⁴ - Hiouna A.: "Le marché interbancaire des changes" media-Bank N°:24 Juin-Juillet 1996, P05.

⁵ - بربري محمد أمين : الإختيار الأمثل لنظام الصرف و دوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2011، ص234 .

⁶ - جواد أني - ماري و إينوش تشارلس: عمل مجالس العملة علاج لكل المشاكل النقدية، مجلة التمويل و التنمية، عدد ديسمبر 1998، ص42 .

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الغرض، "تم تحويل كل إيرادات الصادرات البترولية بالعملات الأجنبية إلى بنك الجزائر في أكتوبر 1994¹."

1-2 - إستحداث سوق الصرف البيئية و الإتجار بالعملات الأجنبية مقابل الدينار: من نتائج المراحل السابقة الذكر، بروز للوجود سعر صرف شبه حقيقي للدينار الجزائري، و هذا نتيجة تفاعل قوى العرض و الطلب الرسمي، غير أن عرض العملات الأجنبية بقى حكرا على بنك الجزائر فكان لا بد من إفساح المجال لسوق الصرف البيئية في تحديد قيمة الدينار الجزائري.

و في إطار تبني برنامج التصحيح الهيكلي الذي امتد من أفريل 1995 إلى مارس 1998 مع صندوق النقد الدولي، و إيمان السلطات بأهمية الدور الذي يمثله سوق صرف العملات الأجنبية في تأمين عمليات عرض و طلب العملات، و من ثم تحديد سعر صرف حقيقي للعملة الوطنية (الدينار). "أصدر بنك الجزائر في 1995/12/23، لائحة رقم 08-95 تتضمن إنشاء سوق صرف فيما بين البنوك، لبيع و شراء العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل الدينار بشكل حر و يوميا بين البنوك التجارية بما فيها بنك الجزائر و المؤسسات المالية"². و هو السوق غير محدد في إطار مكاني، حيث "يتم من خلاله المعالجة الفورية الآجلة بين العملة الوطنية و العملات الأجنبية القابلة للتحويل"³.

و تجدر الإشارة، أن "العملات المعروضة من طرف المتدخلين مصدرها الإيرادات المتأتية من الصادرات خارج المحروقات و المواد المنجمية و تلك المتأتية من القروض المالية بالعملات الأجنبية، أو سلفية بالنقد الأجنبي إستدانتها البنوك و المؤسسات المالية لإحتياجاتها الخاصة أو لفائدة زبائنها، أو تلك الناجمة عن القيام بعمليات الشراء على مستوى سوق الصرف أو مصدر آخر يحدده بنك الجزائر عند الحاجة"⁴. كما أن المتدخلون، فطلبهم للعملات الأجنبية قصد تغطية عملياتهم الجارية و المتمثلة أساسا في إعادة التمويل، و التسبيقات على الإيرادات المتأتية من صادرات خارج المحروقات و المواد المنجمية؛ و كذلك تغطية التسبيقات غير الممولة ذات العلاقة بعقود الإستيراد، منها إستيراد السلع و الخدمات التي تستفيد من التمويل الخارجي فضلا عن دفع مستحقات الديون الخارجية، بحيث الإلتزام بالدفع يتم وفق القوانين المعمول بها.

1-2-1 - التدخلات الرسمية لبنك الجزائر في سوق الصرف و إرساء إستقرار الدينار: يعتبر بنك الجزائر المصدر الأساسي لعرض العملات الأجنبية في السوق ما بين البنوك، و التي يتحدد فيها أسعار العملات الأجنبية وفق آليات العرض و الطلب بخصوص العمليات المبرمجة حسب القواعد و الممارسات

¹ - كريم النشاشي و آخرون: "الجزائر: تحقيق الإستقرار و التحول إلى إقتصاد السوق"، مرجع سابق، ص 116.

² - النظام رقم 08-95 المؤرخ في 30 رجب 1416 الموافق لـ 1995/12/23، و المتعلق بسوق الصرف.

³ - Instruction N°:79/95 du 27/12/1995 portant Organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.

⁴ - بربري محمد أمين: الإختيار الأمثل لنظام الصرف و دوره في تحقيق النمو الإقتصادي في ظل العولمة الإقتصادية - دراسة حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 239.

الفصل الرابع مستوى إحتياطات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

الدولية. بحيث تدخلات في سوق الصرف ما بين البنوك، يأتي "في إطار تسيير و ضبط الموارد الإحتياطية بالعملة الأجنبية و المتأتية أساسا من إيرادات تصدير المحروقات، و على إعتبار أن الجزء الأكبر من تلك الإيرادات بالنقد الأجنبي تغذي إحتياطات الصرف الرسمية، بالإضافة كون بنك الجزائر المتدخل الرئيسي في سوق الصرف البيني عرضا للعملة الأجنبية¹ ". إلى جانب "المحافظة على توازن سعر الصرف الفعلي الحقيقي (TCER) للدينار في الأجل الطويل من خلال التحكم في تذبذبات سعر الصرف الإسمي"². و بهدف تفادي كل من شأنه التأثير على السير العادي لسوق الصرف ما بين البنوك، قام بنك الجزائر بوضع " مجموعة من القواعد و المعايير التي جعلت سوق الصرف خاضع بإستمرار للمراقبة، و التي تتعلق بمراقبة مراكز الصرف (وضعية الصرف قصيرة الأجل و ذلك من خلال مطالبة البنوك و المؤسسات المالية بضرورة احترام نسبة قصى تقدر بـ 10% ما بين مبلغ وضعية البنك أو المؤسسة المالية بالنسبة لكل عملة أجنبية و مبلغ الأموال الخاصة، و بنسبة تقدر بـ 30% ما بين المبالغ في الوضعيات الطويلة أو القصيرة الأجل لجميع العملات"³.

و من القواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج و الحسابات بالعملة الأجنبية، "الإلزامية التنازل على جميع الموارد بالعملة الأجنبية و الناجمة عن تصدير المحروقات و المنتوجات المنجمية، و كذلك الموارد الناجمة عن القروض الثنائية أو المتعددة الأطراف أو المخصصة لتمويل ميزان المدفوعات"⁴. و التي تتمثل في :

أ - بالنسبة لنشاطات تصدير السلع و الخدمات، يتم التنازل عن العائدات بالعملة الأجنبية المستلمة من خلال البنوك و التنازل عنها لصالح بنك الجزائر بنسب مختلفة، و ذلك بإختلاف نشاط التصدير كالتالي:

- "فيما يخص تصدير المحروقات، و بموجب التنظيمات القانونية المعمول بها، فإن كل شركة أو مؤسسة تقوم بتصدير المحروقات أو لديها حيازات أو إمتيازات في الأملاك الوطنية المنجمية بما فيها الطاقوية، عليها بإعادة توطين حصيلة صادراتها بالعملة الأجنبية، و التنازل عنها وجوبا بنسبة 100% لصالح بنك الجزائر"⁵.

- بالنسبة لنشاطات تصدير السلع و الخدمات خارج المحروقات، يجبر القانون المؤسسات النشطة في هذا المجال بالتنازل عن 50% من حصيلة صادراتها بالعملة الأجنبية لصالح بنك الجزائر.

- فيما تعلق صادرات الخدمات، فالمؤسسات العاملة في هذا المجال من النشاط، فهي ملزمة وفق القانون المعمول به، التنازل عن 50% من مداخيل صادراتها بالعملة الأجنبية لصالح الجزائر.

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2011، التطورات الاقتصادية و النقدية للجزائر، أكتوبر 2012، ص 81-82 .

² - بربري محمد أمين: مرجع سابق، ص 247.

³ - نعمان سعدي: البعد الدولي للنظام النقدي، برعاية صندوق النقد الدولي، تقديم عبد المجيد قصي، دار بلقيس، دار البيضاء، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011، ص 243 .

⁴ - نظام رقم 01-07 المؤرخ في فيفري 2007، المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية و الحسابات بالعملة الصعبة، ص 03 .

⁵ - الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 26 أوت 2010، و المعدل و المتمم للأمر 11-03 المتعلق بالنقد و القرض، المادة 130، 05 .

3-1 - مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي كمتغير تعديلي لسعر صرف الدينار الجزائري: لقد عرف مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر نموا سريعا و متواصلا خلال العقد الأخير من القرن الماضي و أثناء العقد الأول من القرن الحالي، جعل الوضعية المالية الخارجية للجزائر شبيهة بوضعية بلدان الإقتصاديات الناشئة لجنوب شرق آسيا و أوروبا الوسطى و أمريكا اللاتينية، و ذلك من حيث التراكم السريع و الهام لمخزونات الإحتياطية من الصرف بالعملات الأجنبية. إذ مكن التحسن المتواصل للوضعية الخارجية للإقتصاد الجزائري، من المساهمة في تدعيم " سياسة صرف تتمحور على إستقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار الجزائري، و الذي عرف ثباتا نسبيا جراء إرتفاع عرض العملات الأجنبية على مستوى سوق الصرف البيني وضبط التضخم عند حدود دنيا.

و مع حلول بدايات سنوات القرن الحالي، واصل ميزان المدفوعات في الجزائر تحقيق فائض سنوي بفعل إرتفاع حصيللة إيرادات تصدير المحروقات، و بالتالي تدعيم وتقوية الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر، مما جعل هذا الأخير يتابع في ظل نظام التعويم المدار للدينار الجزائري؛ سياسة إستقرار سعر الصرف الفعلي مع تطبيق سياسة نقدية تهدف إلى الحفاظ على مستوى تضخم عند أقل من 03%¹.

و مع إستمرار إرتفاع أسعار برميل البترول خلال الفترة المعنية و تحصيل إيرادات قياسية بالنقد الأجنبي من عمليات تصدير المحروقات، إنعكس ذلك على مستوى سوق الصرف البيني سواء فيها "تعلق بعرض العملات الأجنبية من طرف بنك الجزائر، أو بالطلب عليها بدرجة أقل نظرا لعمليات التسديد المسبق للمديونية الخارجية"². بحيث يمكن ملاحظة تطورات سعر صرف الدينار مقابل الدولار للفترة المدروسة من خلال الجدول التالي:

¹ - نعمان سعيدي: البعد الدولي للنظام النقدي، برعاية صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص244 .

² -Bank-of-Algeria: Rapport annuel 2005,évolution économique et monétaire en Algérie,16Avril2006,P.N:°65, 66.

الجدول رقم (V-6) تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي (2005-2016)

الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنوات المؤشرات
110.53	107.13	87.90	78.15	78.10	76.06	74.39	72.73	71.18	66.83	71.16	73.38	سعر الصرف الاسمي نهاية الفترة
109.44	100.69	80.85	79.37	77.54	72.94	74.39	72.65	64.58	69.29	72.65	72.28	سعر الصرف الاسمي معدل الفترة
84.07	89.59	96.01	95.00	97.67	98.25	100.00	100.91	106.63	104.13	105.91	105.79	سعر الصرف الاسمي الفعلي حسب الشركاء التجاريين
99.38	108.60	105.40	103.29	104.82	99.42	100.00	99.53	100.66	96.40	97.40	97.80	سعر الصرف الفعلي الحقيقي
114.14	144.13	178.94	194.01	190.66	182.22	162.22	147.22	143.10	110.18	77.78	56.18	إحتياطيات الصرف الأجنبي (مليار دولار أمريكي)

المصدر:

- بالنسبة لأسعار صرف الدينار الجزائري، إحصاءات مالية الدولية IFS لصندوق النقد الدولي.
- بالنسبة لإحتياطيات الصرف الأجنبي، إحصائيات بنك الجزائر، التقارير السنوية حول التطورات الإقتصادية و النقدية للجزائر.

إنطلاقاً من المؤشرات الإحصائية في الجدول أعلاه، يلاحظ التزايد المستمر في مستوى حجم إحتياطيات الصرف الرسمية لدى بنك الجزائر و إنتقالها من 51.18 مليار دولار أمريكي نهاية 2005 إلى 194.01 مليار دولار أمريكي في نهاية 2013، و الذي جعل الجزائر تتبوأ مركزاً متقدماً بين أهم البلدان المالكة و المسيرة لإحتياطيات صرف رسمية بالعملات الأجنبية عند مستويات مرتفعة. و في المقابل، شكلت هذه الوضعية الإيجابية ضماناً للإستقرار و المساعدة على تحقيق النمو. كما تظهر التحليلات و التقييمات لسياسة الصرف المجسدة من خلال المعطيات الإحصائية للجدول السابق، على "تقارب سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري في السوق البيئي، إذ عرفت هذه الأخيرة عرض أكثر للعملات الأجنبية مقابل إرتفاع أقل للطلب عليها خلال سنة 2006، و هذا بسبب إتمام عمليات التسديد المسبق للدين الخارجي"¹.

¹ -Bank-of-Alegria: Rapport annuel 2006, évolution économique et monétaire en Algérie, Juin2007, P.N°. 64 .

كذلك يتضح من الجدول السابق، إستقرار نسبي لسعر صرف الدينار الإسمي و الفعلي خلال الفترة 2005-2013، و هذا نتيجة " إستمرار بنك الجزائر إتباع سياسة نشطة لسعر الصرف - التعويم الموجه - بغرض إستقرار معدل الصرف الفعلي الحقيقي للدينار الجزائري، و تعزيز الإستقرار المالي، رغم الظروف المتميزة بتقلبات حادة لأسعار صرف العملات الرئيسية¹ ". و رغم الوضع الدولي المتميز بالأزمة المالية و المسبب للصدمة الخارجية ذات الحجم الكبير لسنة 2009 بالنسبة للإقتصاد الجزائري، عرف مخزون احتياطي الصرف لدى بنك الجزائر تزايد أكثر فأكثر ليصل إلى 182.22 مليار دولار أمريكي في نهاية 2011. و نتيجة "التسيير الحذر لمخزون إحتياطي الصرف الأجنبي وفق مستوى يسمح بمواجهة آثار الصدمة الخارجية، حيث ترتب عن تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف البيئي من إبقاء سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار تقريبا عند مستواه شبه التوازني على المدى المتوسط بغرض تخفيض كل تخصيص غير فعال للموارد بالنقد الأجنبي"². حيث وصل سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار في نهاية سنة 2009 إلى 99.53 دينار جزائري للدولار الأمريكي الواحد، مقابل 97.80 دينار جزائري للدولار الواحد سنة 2005، ليستقر في نهاية 2011 عند مستوى 99.42 دينار للدولار الواحد (أنظر الجدول رقم V-6).

فتدخل بنك الجزائر في سوق الصرف مستخدما مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي، يندرج " في إطار تدعيم سعر صرف الدينار عند مستواه التوازني المحدد وفق أساسيات الإقتصاد الكلي و على قابلية الإستمرار الخارجية من جهة، و إلى تحييد آثار حركة سعر الصرف الإسمي على التوازن السعر المتوسط الأجل الفعلي الحقيقي للدينار من جهة أخرى؛ كما ساهم التسيير المرن لسعر صرف الدينار بطريقة فعلية في الإستقرار المالي خلال سنوات الصدمة. إذ أظهرت المعطيات الإحصائية لبنك الجزائر من خلال التقارير السنوية إنتقال سعر الصرف الإسمي للدينار الجزائري من 73.38 دينار للدولار الأمريكي الواحد في نهاية سنة 2005، إلى 76.06 دينار للدولار الواحد، أي بإنخفاض نسبته 3.65%. في حين بلغ سعر صرف الأورو مقابل الدينار أقصى حد له في نهاية 2011 بسعر 106.532 دينار للأورو الواحد³، و هذا بعد ما كان سعر الأورو الواحد يساوي 91.30 دينار سنة 2005، أي بإنخفاض نسبته 16.68% و يعود ذلك؛ لأثر إنخفاض الدولار الأمريكي أمام الأورو و خلال الفترة المعينة.

و أمام الحركات الواسعة التي عرفت أسعار العملات الأجنبية بفعل الأزمة المالية لسنة 2008، عزز بنك الجزائر " الآلية المرنة و الديناميكية لتسيير تدخلاته في سوق الصرف الإسمي للدينار تناسقا مع آفاق تطور الأسعار النسبية، و بالتالي و في الوضعية المتميزة بعدم الإستقرار سجل سعر الصرف الإسمي للدينار إنخفاض ب 2.73% من قيمته في نهاية 2013 مقارنة بقيمته لسنة 2011، حيث إستقر عند 78.15 دينار للدولار الأمريكي الواحد. و بالتوازي مع ذلك، فقد متوسط سعر صرف الدينار مقابل

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2011، مرجع سابق، ص 82 .

² - بنك الجزائر : نفس المرجع ، ص 83 .

³ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2011 ، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سابق، ص 84 .

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

الأورو 3.21% من قيمته في سنة 2012، منتقلا من 102.1627 دينار جزائري لوحد دولار في سنة 2012 إلى 105.4374 دينار جزائري لوحد دولار في سنة 2013 (1.3281 دولار لوحد أورو في 2013 مقابل 1.2848 دولار لوحد أورو 2012) ¹.

و في سياق التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات الرئيسية في الأسواق الدولية خاصة في سنة 2015 و إنخفاض أسعار برميل البترول، "واصل بنك الجزائر، بصفته المشتري و البائع الرئيسي للعملات الأجنبية مقابل الدينار الجزائري، تدخله النشاط في سوق الصرف ما بين البنوك؛ و هذا من أجل تحقيق هدفه المتمثل في المحافظة على سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار قريبا من مستواه التوازني. و كما هو معلوم، فإن تحديد المستوى التوازني لسعر الصرف الفعلي للدينار يتم تحديده حسب أهم الأساسيات المميزة للإقتصاد الجزائري، لاسيما التغيرات الحاصلة في أسعار برميل البترول، و مستوى حجم الإنفاق العام السنوي و الفارق في الإنتاجية بين الجزائر و شركائها التجاريين الأساسيين ²."

و نظرا للتراجع المسجل في أسعار البترول و تفاقم العجز السنوي للميزانية العامة و تزايد عجز ميزان المدفوعات، فضلا عن فارق التضخم المسجل بين الجزائر و شركائها التجاريين الأساسيين، و المصحوب بانخفاض حاد لعملات أهم الشركاء التجاريين للجزائر مقابل الدولار الأمريكي؛ ترتب "عنه بقاء مستوى سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار فوق مستواه التوازني، مما جعل بنك الجزائر يواصل تدخلاته اليومية النشطة في سوق الصرف البيئي مستخدما جزءا من إحتياطي الصرف خلال سنة 2015، و هذا لغرض المحافظة على سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار قريبا من مستواه التوازني. حيث إنتقل متوسط سعر الصرف السنوي للدينار من 80.57 دينار جزائري للدولار الواحد في 2014، إلى 100.46 دينار للدولار الواحد في 2015، أي بإنخفاض نسبته 19.81%. بينما سجل متوسط السعر السنوي للدينار مقابل الأورو انخفاض بـ 4.07%، أي منتقلا من 106.91 دينار لكل أورو في 2014 إلى 111.44 دينار مقابل الأورو الواحد في 2015 ³."

و أمام التراجع المسجل في حصيلة الإيرادات الكلية بالنقد الأجنبي بفعل التقلص في حصيلة تصدير المحروقات، حيث " إنتقلت حصيلة إيرادات هذه الأخيرة (إيرادات تصدير المحروقات) من 33.08 مليار دولار أمريكي سنة 2015، إلى 27.66 مليار دولار أمريكي في سنة 2016؛ أي بإنخفاض نسبته 16.38%. و في ظل هذه الوضعية المتدهورة و المتميزة بإنخفاض مخزون إحتياطي الصرف عند 114.14 مليار دولار أمريكي في نهاية 2016، و هو أضعف مستوى يسجل منذ سنة 2008. و بالتالي اللجوء إلى مرونة سعر صرف الدينار، كان بمثابة خط الدفاع الأول، إذ سمحت تدخلات بنك الجزائر على مستوى سوق الصرف البيئي عرضا للعملات الأجنبية مقابل الدينار؛ و إتباع نظام مرونة سعر الصرف، بالوصول لأداء مكن من إمتصاص آثار الصدمة الخارجية. الشيء الذي جعل سعر صرف

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2013، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، نوفمبر 2014، ص 78 . 79 .

² - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2015، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سابق، ص 71 . 72 .

³ - بنك الجزائر : نفس المرجع ، ص 73 . 74 .

الدينار مقابل الدولار يعرف إستقرارا واضحا مع نهاية سنة 2016 عند حدود 110 دينار للدولار الأمريكي الواحد . كما عرف الدينار تحسن مقابل الأورو ، أين انتقل سعره من 125.6 دينار للأورو الواحد في نهاية ماي 2016 إلى 116.4 دينار في نهاية ديسمبر 2016¹.

2 - التسديد المسبق للدين الخارجي و إقرار برامج الإنعاش الإقتصادي: لقد كان لتحسن الوضعية المالية الخارجية للإقتصاد الجزائري، وصول موجودات الصرف من النقد الأجنبي لدى بنك الجزائر عند مستوى كافي للضمان المالي الخارجي ابتداء من سنة 2000، و تزامن ذلك بتحصيل فوائض القيم الجبائية بشكل متزايد، الأثر الأكبر لتوجه السلطات في الجزائر للقيام بالتسديد المسبق للمديونية الخارجية من جهة؛ و إقرار برامج للإنعاش الإقتصادي من أجل تدعيم النمو و تحسين بعض مؤشرات الأداء الإقتصادي، كمعدلات النمو و كبح التضخم، و العمل على إستقرار معدلات البطالة.

1-2 - التسديد المسبق للمديونية الخارجية: تخفيف آثار المديونية الخارجية و ضغوطات مستحقات أعباء خدمة المديونية الخارجية التي تشكل عائق أمام تمويل التنمية للبلدان المعنية، و بالتالي معالجة هذه الإشكالية و التي تتمثل في إيجاد تمويلات جديدة؛ أو إعادة هيكلة و جدولة الدين الخارجي بما في ذلك تخفيض الدين و خدمة الدين، و هذا ما لجأت إليه السلطات الجزائرية في البداية، ثم التفاوض مع المؤسسات المالية المقرضة من أجل إقناعها بالقبول بإجراءات التسديد المسبق للمديونية.

1-1-2 - الدافع وراء قرار القيام بالدفع المسبق للمديونية الخارجية: لقد إستفادت " الجزائر من إعادة جدولة ديونها باتجاه نادي باريس و نادي لندن من تخفيض وطأة المديونية الخارجية على إقتصادها و كسب المزيد من الوقت، كما سمح إرتفاع أسعار البترول في السوق الدولية، من تكوين تراكم عند مستويات لا يستهان بها في مجال الإحتياطات الرسمية بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر² . و بالتالي تحسن المركز المالي الخارجي خلال الفترة (2000-2006)، حيث كان العامل الأساسي الذي جعل السلطات في الجزائر، تختار التخلص من عائق المديونية الخارجية و تحمل تكاليف خدمة الدين من خلال اللجوء إلى التسديد المسبق للدين الخارجي؛ و بالتالي عدم إضعاف الإقتصاد الجزائري بتحمل المزيد من أعباء خدمة الدين و توجيه موارد الإقتصاد لتعزيز النمو.

و مع شروع السلطات في الجزائر القيام بالتسديد المسبق للمديونية الخارجية بداية من سنة 2004، و إستمرار الدفع المسبق للدين الخارجي خلال سنتي 2005 و 2006، حيث عرف " قائم الدين الخارجي إتجاه تنازلي و إنخفاض كبير خاصة في 2006 و التي تعتبر سنة الإنخفاض القوي للدين الخارجي؛ و ذلك بواقع 11.580 مليار دولار أمريكي (أنظر الجدول أدناه). و بالتالي تراجع مؤشر نسبة الدين الخارجي إلى الناتج الإجمالي الداخلي إلى 3.6% سنة 2007، بعد ما كانت هذه النسبة حوالي 59% سنة

¹ - بنك الجزائر : مداخلة السيد المحافظ، أمام مجلس الأمة، حول التطورات المالية و النقدية لسنة 2015 و توجهات السنة المالية 2016، في ظل إستقرار الصدمة الخارجية، أبريل، 2017، ص 11-10-09.

² - لحو موسى بوخاري : سياسة الصرف الأجنبي و علاقتها بالسياسة النقدية/ مرجع سابق، ص 240.

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

1999، في حين أصبحت نسبة خدمة الدين الخارجي إلى صادرات السلع و الخدمات 2.26% فقط مع نهاية سنة 2007. هذه المؤشرات تظهر مدى نجاح سياسة التسديد المسبق للدين الخارجي في تحقيق مستوى أعلى للأمن المالي الخارجي¹. إذ إنعكس ذلك على قابلية الدين و كذا الأداء التاريخي في هذا المجال، فضلا عن التحسن في وضعية المديونية الخارجية للجزائر، في محيط خارجي يتميز بأزمة الدين السياسي في البلدان المتطورة و إحتياجات التمويل الدولي المتزايد من البلدان الناشئة و البلدان النامية. و لقد أظهرت تطورات مؤشرات المديونية بالنسبة للجزائر خلال السنوات القليلة الماضية التوجهات السليمة للسلطات فيما تعلق بتسيير المديونية الخارجية، حيث واصلت "نسبة الديون المتوسطة و الطويلة الأجل لإجمالي الناتج الداخلي تراجعها إلى 0.72% في 2015، مقابل 0.82% في 2014 (0.98% 2013 و 1.19% (2012 - 2012)². و هذا "مقابل 35.2% في 2003 و 16% في 2005"³. كما بقي حجم الدين الخارجي للجزائر عند مستوى ضعيف، إذ إستقرت نسبة "إجمالي الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج الداخلي في نهاية 2016 عند 2.45% مقابل 1.83% في سنة 2015"⁴. بينما عرفت نسبة إجمالي الدين الخارجي إلى الصادرات مسار تصاعدي و ذلك بإنتقالها إلى 13.7% في سنة 2015، بعد ما كانت خلال سنوات 2013 (6.2%)، 2014 (5.2%) و في سنة 2015 (8.7%). و هذا نتيجة تقلص إيرادات التصدير، و خاصة إيرادات تصدير المحروقات بفعل انخفاض متوسط سعر برميل البترول في الأسواق الدولية.

الجدول رقم (V-7) حجم مبالغ الدفع المسبق للدين الخارجي خلال الفترة (2006-2004)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

البيان	سنوات الدفع المسبق	2004	2005	2006
حجم المبالغ المدفوعة		1.2	1.94	11.580
باقي الدين بعد الدفع المسبق		21.821	17.192	5.612

Source : Bank of Algeria , Rapport annuels 2004, 2005, 2006.

2-1-2 - التوزيع الهيكلي للدين الخارجي للجزائر قبل مرحلة التسديد المسبق: لقد سمحت إعادة جدولة المديونية الخارجية و التطورات الإيجابية للوضعية المالية الخارجية للجزائر، من تحسن مؤشرات وضعية مديوناتها الخارجية، لاسيما قائم الدين الخارجي المتوسط و الطويل الأجل؛ و الذي عرف إتجاه

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2008، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر ، سبتمبر 2009-ص 98 - 99 .

² - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2015 ، مرجع سابق ، ص 70 .

³ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2013 ، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر ، نوفمبر 2014 ، ص 74 .

⁴ - بنك الجزائر : مداخلة السيد المحافظ أمام مجلس الأمة ، حول التطورات المالية و النقدية لسنة 2016 في ظرف استمرار الصدمة الخارجية، أفريل 2017 ، ص 09-08 .

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

تتازلي منتقلا من 33.230مليار دولار أمريكي نهاية 1996 (و الذي كان يمثل 98.74% من إجمالي الدين الخارجي المقدر بـ 33.561 مليار دولار أمريكي) إلى حوالي 21.410 مليار دولار أمريكي في نهاية 2004، و الذي يمثل 98.17% من إجمالي الدين الخارجي للجزائر و الذي يقدر بـ 21.821 مليار دولار أمريكي. بينما رصيد الدين الخارجي المستحق للأجل القصير لنفس السنة كان يقدر بـ 0.410 مليار دولار أمريكي، أي بنسبة 1.87% من إجمالي الدين الخارجي (أنظر الجدول أدناه). حيث كان الإتجاه نحو " التحسن مستمرا بطريقة معززة خلال الفترة المعينة، خصوصا مع السير الحازم لإستراتيجية تقليص المديونية الخارجية¹". إذ كان هيكل قائم الدين الخارجي المتوسط و الطويل الأجل للجزائر في نهاية 2004 ، يتوزع حسب الدائنين كالتالي :

- " ديون متعاقد بشأنها مع نادي باريس و نادي لندن، و تمثل 53.1% من إجمالي الدين الخارجي.
- قروض متعددة الأطراف بلغت نسبتها 19.7% من إجمالي الدين الخارجي. حيث تتوزع قيمة هذه الديون المعتمدة أساسا بين صندوق النقد الدولي بنسبة 15.4% و مؤسسة البنك الدولي 24.7%، بنك الإستثمار الأوربي بـ 29.5% ، فضلا عن بنك التنمية الإفريقي 10.7% . إذ تم إستخدام الجزء الأكبر من هذه القروض لدعم ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1994 - 1998.
- قروض ذات طابع ثنائي، و تمثل 24.3% من إجمالي الديون الخارجية، حيث تتوزع هذه الديون ما بين قروض تجارية مضمونة بنسبة 64.8% و الأخرى قروض انتمان الحكومة بنسبة 35.2%² ."

الجدول رقم (V-8) تطور هيكل الدين الخارجي للجزائر خلال الفترة 1996-2004

الوحدة = مليار دولار أمريكي

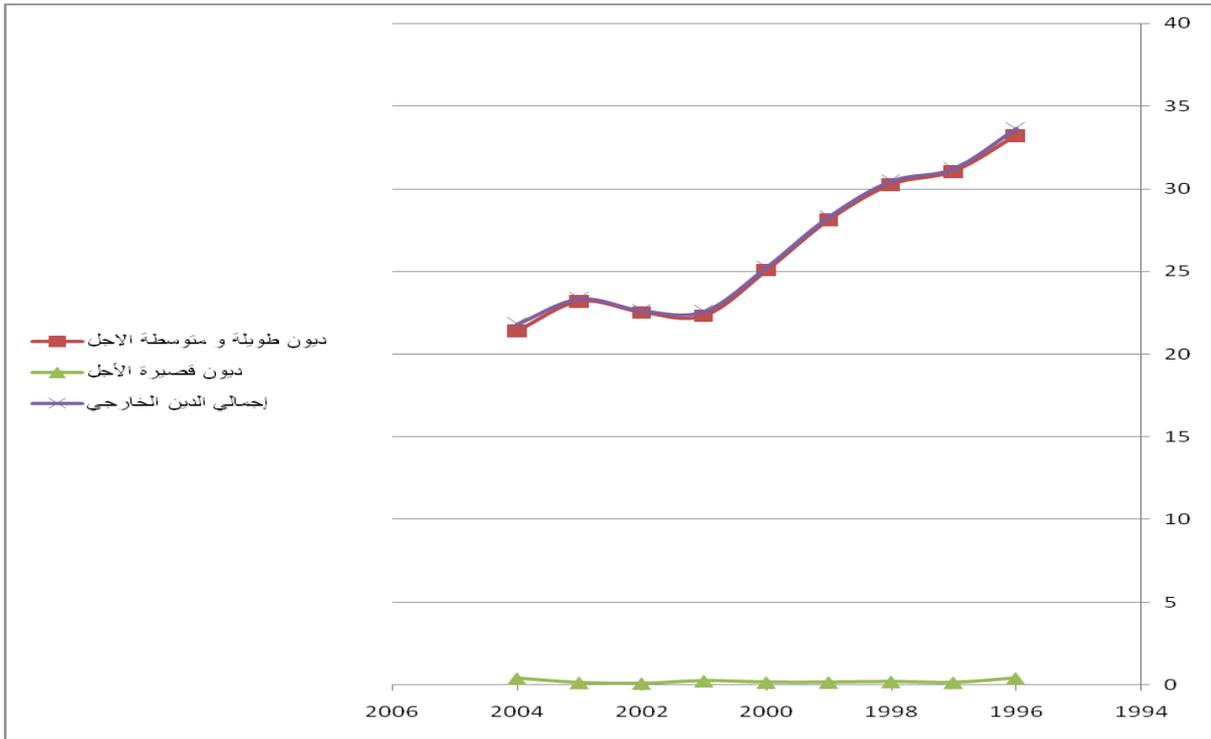
السنوات	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
البيان									
ديون طويلة و متوسطة الأجل	33.230	31.060	30.261	28.140	25.088	22.331	22.540	23.203	21.410
ديون قصيرة الأجل	0.421	0.162	0.212	0.175	0.175	0.260	0.102	0.150	0.410
إجمالي الدين الخارجي	33.651	31.222	30.473	28.315	25.261	22.591	22.642	23.353	21.821

Source : www.Bank-of-algeria.dz : Evolution de la dette extérieure de l'Algérie, 1994-2004.

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2011 ، التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر ، أكتوبر 2001، ص75 .

² -Bank-of-Alegria: Rapport annuel 2004, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2005,P.N° 54-57.

الشكل رقم (4-V) تطور وضعية هيكل الدين الخارجي للجزائر خلال الفترة 1996-2004



2-1-3 - كفاءة خيار اللجوء لعمليات التسديد المسبق للمديونية الخارجية: تجدر الإشارة إلى أن تجاوز مشكلة ضغط المديونية الخارجية بالنسبة للجزائر، إنطوت على خيار الدفع المسبق للدين الخارجي مثل كل من روسيا و الأرجنتين و البرازيل، و ذلك من خلال تعبئة و إستخدام جزء من مخزونها الإحتياطي بالعملات الأجنبية في عملية الدفع المسبق لديونها الخارجية؛ و هذا خلال النصف الثاني من العقد الماضي. بحيث شكل قرار التسديد المسبق للدين الخارجي إختيار سليم تميز بالكفاءة، خاصة "أنه تم قبل ظهور الأزمة المالية الدولية بزمن قليل، مما شكل عنصرا هاما للسلامة اتجاه العدوى المالية التي مست العديد من البلدان منذ 2008؛ و المرفوقة بصعوبة الوصول إلى أسواق رأس المال العالمية¹. فتفضيل خيار إستخدام جزء من الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي في تقليص حجم المديونية الخارجية، يعتبر قرار واقعي (إيجابي) في ظل بيئة تميزت بانخفاض العائد على الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية الموظفة. حيث " أظهر قياس تكلفة الفرصة البديلة لإحتياطيات الصرف لدى بنك الجزائر، و هذا من منظور الدفع المسبق للدين الخارجي بدل الإستمرار في إستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية بالعملات خارجيا. و من خلال الفرق بين معدلات العائد على الإحتياطيات بالنقد الأجنبي و معدلات الفائدة المترتبة على الدين الخارجي للجزائر، تبين أنه من الكفاءة عدم الإستمرار في توظيف الموارد بالعملات الأجنبية في أدوات إستثمارية تحقق عوائد مالية أقل (بمتوسط عائد 3.4%)، مقابل موارد بالعملات الأجنبية

¹ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2013، مرجع سابق، ص 68-69.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

موجهة لتسديد الدين الخارجي بمتوسط فائدة 5.8%¹. فمن وجهة نظر مالية بحثه ، يبرز بوضوح أن قرار التسديد المسبق مبرر إقتصاديا إستنادا لإعتبارات العائد / التكلفة ، و للتوضيح أكثر أنظر الجدول أدناه.

الجدول رقم (V-9) تكلفة الفرصة البديلة للأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي الموظفة خلال الفترة

2003-2000

الوحدة = مليار دولار أمريكي

السنوات	2000	2001	2002	2003
العوائد المحققة على إحتياطيات الصرف	0.38	0.85	0.68	0.82
معدل العائد على إحتياطيات الصرف %	3.19	4.73	2.94	2.49
الفوائد المدفوعة و المترتبة على الدين الخارجي	1.678	1.471	1.228	1.118
معدل الفوائد المطبق على الدين الخارجي	6.64	6.51	5.42	4.78
تكلفة الفرصة البديلة لإحتياطيات الصرف الأجنبي	-3.45	-1.78	-2.48	-1.84

المصدر : التقارير السنوية لبنك الجزائر حول التطورات الإقتصادية و النقدية.

2-2 - إقرار برامج الإنعاش الإقتصادي: إن عودة إرتفاع أسعار البترول إبتداء من الثلاثي الأخير من سنة 1999 و إستمرار إرتفاعها مع بداية الألفية الثالثة، أدى إلى تدفق موارد مالية هائلة بالعملة الأجنبية إلى داخل البلد إنعكس إجابا على الجوانب المختلفة للإقتصاد الجزائري. حيث تم إستغلال جزء من تلك الموارد المالية أو الفوائض في بعث النشاط الإقتصادي من خلال سياسة مالية تنموية، عبر عنها بإرتفاع حجم الإنفاق العام ضمن برامج الإنعاش الإقتصادي، و الرامية لرفع معدلات النمو بهدف تحسين بعض مؤشرات الأداء الإقتصادي؛ كتقليص معدلات التضخم و العمل على إستقرار معدلات البطالة نسبيا. إذ تركزت "مجهودات السلطات العمومية بشكل جاد في تعبئة جزء من مواردها المالية الفائضة و إستخدامها في تمويل برامج الإنعاش الإقتصادي، و التي أدت إلى الزيادة السريعة للإنفقات الرأسمالية و النفقات الجارية، و تجسيدها في عدد من المشاريع و انجاز الهياكل القاعدية مع تخصيص لها موازنات معتبرة"². و التي سمحت بإعادة " إنطلاق النشاطات المؤدية إلى تغطية الإحتياجات الضرورية للسكان خصوصا ما تعلق بالعنصر البشري و ذلك بتبني سياسات موازنية توسعية، و سياسة نقدية رغم محدوديتها"³. و التي تجلت من خلال جدية البرامج الحكومية التالية:

¹ - بوكريدي عبد القادر: متطلبات كفاءة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية، دراسة حالة بنك الجزائر، أطروحة دكتوراه لنيل شهادة الدكتوراه علوم، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، 2015-2016، ص 206.

² - Daniel Solana : L'Algérie construite l'avenir, Revue : Le MOCI, N°: 1706, Alger, Juin2005, P:07.

³ - كيداني سيدي أحمد: أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، دراسة تحليلية و قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة تلمسان، السنة الجامعية 2012-2013، ص 251.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

2-2-1 - البرامج لدعم الإنعاش الإقتصادي * PSRE 2001-2004: رصدت السلطات العمومية في الجزائر لهذا البرنامج "غلاف مالي قدر بـ 525 مليار دينار جزائري أو ما يعادل حوالي 7 مليار دولار أمريكي، و هذا قبل أن ترتفع المخصصات المالية المرصدة لهذا البرنامج الثلاثي إلى حوالي 1216 مليار دينار جزائري، و هذا بعد إضافة مجموعة من المشاريع الجديدة و إعادة التقييم المالي للمشاريع المبرمجة سابقا. حيث يعتبر هذا البرنامج ضخم مقارنة بحجم موجودات احتياطيات الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر في سنة 2000 و المقدرة بـ 11.9 مليار دولار أمريكي¹. و كان الهدف من إقرار هذا البرنامج أساسا، هو الوصول إلى دعم المشاريع الخاصة بالإنتاج الفلاحي، و تحسين مستوى الخدمة العمومية في مجالات الرعي و النقل و تقوية الهياكل القاعدية، فضلا عن إستهداف تنمية الموارد البشرية و تحسين الإطار المعيشي للسكان من خلال دعم التنمية المحلية؛ و ضمن التركيز على أربع قطاعات أساسية يحتوي كل قطاع على مجموعة من القطاعات الفرعية، و للتوضيح أكثر أنظر الجدول أدناه :

الجدول رقم (V-10) تصور توزيع المخصصات القطاعية لبرنامج الإنعاش الإقتصادي (2001-2004)

الوحدة = مليار دينار جزائري

القطاعات	السنوات					المجموع	%
	2001	2002	2003	2004	المجموع		
الأشغال الكبرى و الهياكل القاعدية	100.7	70.2	37.6	2.0	210.5	40.1	
تنمية محلية و بشرية	71.8	72.8	53.1	6.5	204.2	38.8	
دعم قطاع الفلاحة و الصيد البحري	10.6	20.3	22.5	12.0	65.4	12.4	
دعم الإصلاحات	30.0	15.0	-	-	45.00	8.6	
المجموع	205.4	185.9	113.9	20.5	525.0	100	

المصدر: المجلس الوطني الإقتصادي و الإجتماعي، تقرير حول الوضعية الإقتصادية و الإجتماعية للجزائر خلال السداسي الثاني لسنة 2004، ص87.

و يعتبر هذا البرنامج مرافق للإصلاحات التي باشرتها السلطات في الجزائر قبل ذلك من أجل تهيئة محيط ملائم للإندماج في الإقتصاد العالمي، إذ يتبين من خلال المخصصات القطاعية المبينة في الجدول أعلاه بالنسبة للبرنامج المعني، حيث إستحوذ قطاع الأشغال الكبرى و الهياكل القاعدية على حصة الأسد من المخصصات المالية الإجمالية للبرنامج و التي بلغت نسبة 40%، من إجمالي المخصصات؛ في حين تم تخصيص نسبة 39% من المخصصات لقطاع التنمية المحلية و البشرية، بينما نسبة المخصصات لقطاع الفلاحة و الصيد البحري حوالي 12.5% و أخيرا دعم الإصلاحات بنسبة 8.6%.

* PSRE هي اختصار لعبارة Programme de Soutien à la Relance Economique.

¹- نبيل بوفليج: "دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الإقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010"، مجلة الاكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد9، 2013، ص43.

حيث كانت توجهات السلطات العمومية تهدف إلى تحقيق تنفيذ البرنامج في أقصر مدى ممكن، و هذا ما يتأكد من خلال توزيع حجم المخصصات المالية لسنوات تنفيذ البرنامج و التي ترتبت على التوالي 39.12%، 35.0%، 21.74% و 3.9%. و بالتالي هذا التوزيع السنوي للمخصصات المالية يشير إلى نية السلطات العمومية في تدارك النقائص المسجلة في المراحل السابقة إثر الأزمة و وصول الجزائر إلى حافة الإختناق المالي.

2-2-2 - المخطط الخماسي الأول لدعم النمو الإقتصادي *PCSC 2005-2009: نظرا للنتائج المحققة في برنامج الإنعاش الإقتصادي، و إستمرار الراحة المالية للجزائر بفضل " إرتفاع أسعار برميل البترول في السوق العالمية و تجاوزها 38.5 دولار أمريكي للبرميل، و ما نتج عنه من زيادة في موجودات البلد من احتياطيات الصرف الأجنبي إلى ما يقارب 43.11 مليار دولار أمريكي، أو ما يعادل تغطية 24 شهر من الواردات مع نهاية 2004. بالإضافة للارتفاع المعتبر في إيرادات الجباية البترولية و التي كانت نسبتها 89.1% من إيرادات العامة للدولة و بلوغها حجم 578.5 مليار دينار جزائري مع نهاية 2004، مقابل 519.9 مليار دينار جزائري في سنة 2003، في حين تضاعفت موارد صندوق ضبط الإيرادات إلى حجم 623.5 مليار دينار جزائري مع نهاية 2004". الشيء الذي دفع بالسلطات في الجزائر، مواصلة سياسة تنموية ذات طابع كينزي من أجل تنشيط الطلب الكلى من خلال إستخدام جزء من الموارد المتاحة لديها، إذ تم " إعتقاد برنامج تكميلي لدعم النمو للفترة 2005-2009 حيث تم رصد له ميزانية بلغت 4203 مليار دينار جزائري أو ما يعادل 55 مليار دولار أمريكي 2 ". حيث كان سعي السلطات من هذا البرنامج، الوصول " إلى تحسين المستوى المعيشي للأفراد من خلال مشاريع تحديث و توسيع الخدمات العامة التي تمس بصورة مباشرة الفئات المحدودة أو المنعدمة الدخل، و ذلك بإشراكهم في الإنتاج و تحسين إنتاجيتهم بتطوير رأسمالهم البشري بمشاريع الصحة و التكوين و التعليم، زيادة عن التدريب و التمكين من إستخدام التكنولوجيات الحديثة، حتى تساهم هذه الفئات في النمو الإقتصادي و الرفع من معدلاته³". كما تم إضافة برنامجين أحدهما خاص بمنطقة الجنوب و الآخر خاص بالهضاب العليا بقيمة 432 و 668 مليار دينار جزائري على التوالي، و تحويل 1071 مليار دينار المتبقية من المخطط السابق لحساب المخطط الخماسي الأول، فضلا عن تحويل أرصدة الصناديق الإضافية بقيمة 1191 مليار دينار، زيادة عن التحويلات الخاصة بحسابات الخزينة العمومية بقيمة 1140 مليار دينار. و هذا ما جعل حجم المبالغ المرصودة للبرنامج الخماسي الأول تبلغ 8705 مليار دينار جزائري كما هو مبين في الجدول أدناه:

* PCSC هي إختصار لعبارة Programme Complémentaire de Soutien a la Croissance .

¹ - Bank-of-Alegria: Rapport annuel 2004, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2005, P.N:54,55,66 .

² - مجلس الأمة البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009، أفريل 2005، ص06-07 .

³ - كبداني سيد أحمد: أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، مرجع سابق، ص256.

الجدول رقم (V-11) المخصصات المالية النهائية للمخطط الخماسى الأول للفترة (2005-2009)

الوحدة = مليار دينار جزائري

المجموع	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات البيان
1071	/	/	/	/	/	1071	مخطط دعم الإنعاش
5394	206	206	206	3341	1273	/	البرنامج التكميلي لدعم النمو الأصلي
432	/	/	182	250	/	/	برنامج الجنوب
668	/	/	391	277	/	/	برنامج الهضاب العليا
1140	160	205	244	304	227	/	تحويلات حسابات الخزينة
8705	420	465	1077	4172	1500	1071	المجموع

Source: World Bank, a public expenditure review, report N°:36270, vol 01, 2007, (http://siteresources.worldbank.org/inalgeria/resources/algeriaper_eng_volume_I.pdf).

لقد تم تقسيم هذا البرنامج، إلى خمس برامج فرعية تغطي القطاعات الرئيسية و ذات التأثير على حياة السكان، إذ نجد " أن 45.5% من مخصصات البرنامج تم رصدها لدعم تنمية الموارد البشرية؛ و خاصة قطاعات التربية و التعليم العالي و التكوين المهني أين تم تخصيص لها 400 مليار دينار جزائري، و ذلك بهدف توفير ما تحتاجه هذه القطاعات من وسائل عصرية لتحسين جودة مخرجاتها، تماشيا مع متطلبات مرحلة النمو و التنمية و ما وصل إليه البلد. كما أن قطاع الهياكل القاعدية إستحوذ على 40.5% من المخصصات المالية للبرامج ، و هذا نظرا للنقص الواضح المسجل في هذا المجال ، و لأهمية القطاع الكبير في إيجاد مناصب الشغل و إمتصاص البطالة، زيادة على تنشيط الأداء الاقتصادي من خلال زيادة الطلب على المنتجات الرأسمالية و الوسيطة ، بالإضافة للمنتجات الإستهلاكية¹ ". حيث إستحوذا هذين القطاعين على حصة الأسد من المخصصات المالية للبرنامج الخماسي الأول، و هذا بغرض تهيئة الظروف المناسبة لدخول البلد اقتصاد السوق و ما يتطلبه من وجود يد عاملة مدربة و مؤهلة، و مناخ مناسب للإستثمار من هياكل قاعدية عصرية لتمويل الأنشطة الاقتصادية و المتجددة بنمو الناتج الإجمالي الداخلي. بينما كانت المخصصات المالية المرصودة لكل من نشاطات دعم التنمية الاقتصادية، و قطاعات تطوير الخدمة العمومية و تطوير التكنولوجيات الحديثة للإعلام و الاتصال على التوالي 08%، 4.8% و 1.2% من إجمالي مخصصات البرنامج الخماسي الأول.

2-2-3 - برنامج توظيف النمو الإقتصادي أو المخطط الخماسي الثاني PCCE (2010-2014):

مع إستنباط السلطات العمومية في الجزائر أنه لا خيار لديها من أجل الوصول إلى الأهداف التنموية ذات الأولوية، إلا بمواصلة تنفيذ البرامج التنموية السابقة، لذا أقرت السلطات برنامج لتوظيف و تعزيز النمو

¹ - مجلس الامة: البرنامج التكميلي لدعم النمو 2009-2005 ، مرجع سابق ، ص 07 .

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الإقتصادي، حيث تم " رصد ميزانية ضخمة قدرها 21214 مليار دينار جزائري أو ما يعادل 286 مليار دولار أمريكي، بما فيها المخصصات المالية الباقية و المحولة من برنامج الخماسي الأول بقيمة 9680 مليار دينار جزائري، أو ما يعادل 130 مليار دولار أمريكي¹ ". إذ سعت السلطات في الجزائر من خلال هذا البرنامج الحفاظ على معدلات النمو الإقتصادي المحققة خلال البرامج السابقة ، و الوصول إلى معدلات نمو مقبولة بالنسبة لمؤشرات التنمية البشرية، فضلا عن الدفع بمستويات معيشة السكان و دخولهم. حيث إشتهل برنامج توطيد النمو الإقتصادي على ثلاثة برامج فرعية تخص قطاعات رئيسية كما هو مبين في الجدول أدناه :

الجدول رقم (V-12) توزيع المخصصات المالية حسب البرامج الفرعية للمخطط الخماسي 2010-2014

الوحدة = مليار دينار جزائري

المخصصات المالية	البرامج الفرعية	%
3700	1 - برنامج	
1898	تحسين	
619	ظروف	
1800	معيشة	
1369	السكان	
9387	مجموع المخصصات المالية (1)	44.25%
5900	2 - برنامج	
2000	تطوير الهياكل	
500	القاعدية	
8400	مجموع مخصصات (2)	39.76%
1000	3- برنامج	
2000	دعم للتنمية	
428	الاقتصادية	
3428	مجموع مخصصات (3)	16.22%
21214	مجموع المخصصات المالية للبرنامج الخماسي الثاني	100%

من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات المتضمنة في بيان مجلس الوزراء بتاريخ 24 ماي 2010 .

يلاحظ من خلال المعطيات الإحصائية المبينة في الجدول أعلاه، تخصيص 3387 مليار دينار جزائري أو ما نسبة 44.25% من حجم الموارد المالية المرصودة للبرنامج لقطاع تحسين ظروف معيشة السكان، و التي تخص مجالات السكن؛ التربية و التعليم العالي، و التكوين المهني. إذ استحوذ هذا القطاع الفرعي على أكبر حجم من المخصصات المالية للمخطط الخماسي الثاني، مما يدل على رغبة السلطات العمومية للإرتقاء بالعنصر البشري في إطار التنمية البشرية، و ذلك من خلال وضع برامج للتنمية

¹ - بيان مجلس الوزراء الصادر في 24 ماي 2010، و المتضمن الموافقة على برنامج خماسي 2010-2014، ص 02 .

الفصل الرابع مستوى إحتياطات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

المحلية و تخصيص لها حجم من الموارد المالية المعتبرة لتطوير تلك المجالات المرتبطة بحياة السكان، كالصحة و تحسين الخدمات المقدمة للأفراد. كما أن الوصول لمعدلات نمو إقتصادي موجبة ذات مسار متزايد و مستمر، لا يمكن تحقيقه دون بنية تحتية متطورة و سليمة، و هو ما دفع السلطات في الجزائر إلى وضع برنامج لتطوير الهياكل القاعدية رصد له مخصصات مالية بلغت 8400 مليار دينار جزائري، موجهة لتطوير قطاع الأشغال العمومية و شبكة النقل و المواصلات و التهيئة العمرانية. و هذا من أجل تحقيق مؤشرات نوعية كالصرف الصحي و نظافة المحيط فضلا عن محاربة التلوث، و هو ما يشغله قطاع التهيئة العمرانية و المدينة و قطاع تسيير المياه.

و إستكملت السلطات في الجزائر برنامجها التنموي، بمواصلة الإهتمام لقطاع دعم التنمية الإقتصادية من خلال التركيز على تنمية القطاع الفلاحي و التهيئة الريفية و الصيد البحري، بالإضافة لقطاع الصناعة العمومية، حيث تعتبر هذه المجالات الإقتصادية الأكثر قدرة على إيجاد مناصب الشغل و توظيف اليد العاملة. كما حضي مجال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بإهتمام متزايد، و هذا بإعتباره من الرهانات المستقبلية المعول عليها في تطوير الإقتصاد و المضي به قدما نحو تحقيق التنمية الإقتصادية و الإجتماعية المنشودة، إذ تم رصد لهذا القطاع إعتمادات مالية بـ 3500 مليار دينار جزائري أي بنسبة 16.22% من إجمالي مخصصات المخطط.

3 - بنك الجزائر و القيام بتوظيف و استثمار احتياطي الصرف الأجنبي: يسعى البنك من وراء القيام بتوظيف و استثمار جزء من موجوداته الإحتياطية الرسمية بالعملات الأجنبية، الوصول إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة وفق إدارة حافظة الأصول الإحتياطية، إدارة مربحة دون أن يعرضها للخطر إنطلاقا من ضمان سلامة رأس المال، و كذلك العمل على تنويع العملات المشكلة للمحافظ الإحتياطية الموظفة لتجنب المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار العملات، كما يتخذ إجراءات إدارة الحواظ المالية الإحتياطية بزيادة العائد إلى أقصى حد ممكن، فضلا عن إمكانية وضع إستراتيجيات إحتياطية بديلة لضمان عائد أكبر من الثروة للأجيال القادمة.

1-3 - أهداف بنك الجزائر من جراء توظيف و استثمار احتياطي الصرف الأجنبي: إنطلاقا من الحرص على التسيير الحذر لمخزون احتياطي الصرف الرسمي، و توطيد مكاسب إستقرار الوضعية المالية الخارجية للجزائر، و إرساء القدرة على مقاومة الصدمات الخارجية؛ يشكل مستوى إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية المتاح صمام الأمان أمام الصدمات الخارجية المحتملة الوقوع. و عليه يرتكز " الإستقرار المالي الخارجي، بكونه الحالة التي ينتفي فيها وجود أية عوامل من شأنها إحداث تقلبات مفاجأة

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

و غير مبررة في المدى المتوسط و الطويل¹، فضلا عن " مواصلة التسيير الحذر لمخزون إحتياطي الصرف الرسمي من طرف بنك الجزائر، و بصفة عامة يسعى بنك الجزائر من توظيف و إستثمار موجوداته من الأصول الإحتياطية بالعملة الأجنبية، تحقيق مجموعة من الأهداف التالية:

- **المحافظة على قيمة رأس المال**: يتركز هذا المسعى في العمل على التقليل من مخاطر خسارة القيمة السوقية للأصول، و بالتالي وضع محفظة الأصول الإحتياطية الموظفة في منأى عن التقلبات السوقية و خسائر القيمة، مع توجيه المدخرات بالنقد الأجنبي نحو الإستثمار في محافظ تتميز بنوعية عالية (فيما يخص تنقيط و نوع المصدر) و متابعة تطبيق كافة الإجراءات للحد من المخاطر.

- **الحفاظ على درجة عالية من السيولة**: نظرا لإعتبارات الأخذ بمتطلبات السيولة بالعملة الأجنبية، توظف إحتياطيات الصرف الأجنبي في أصول و أدوات تستحق لفترة زمنية قريبة الأجل و بالتالي أكثر سيولة، مع إمكانية إعادة بيعها و التنازل عنها دون فقدان القيمة.

- **البحث عن العائد أو المردود الأمثل**: يمثل تحقيق أمثل عائد أو مردود من الأولويات عند توظيف و إستثمار الأصول الإحتياطية بالنسبة لبنك الجزائر، غير أنه يبقى عنصر الأمان و السيولة على رأس الأولويات و المبادئ التي تحكم عملية توظيف و إستثمار المدخرات الإحتياطية الرسمية بالنقد الأجنبي².

2-3 - الشرائح المكونة لمحفظة إحتياطيات الصرف لدى بنك الجزائر: تحقيقا لمستوى مرتفع من السيولة و الأمان، فضلا عن الحصول على المردود الأمثل، و بناء على المعايير الإستراتيجية و خاصة معيار العوائد/المخاطر؛ تجهد مديرية تسيير الأصول الخارجية DGAE على مستوى بنك الجزائر على تقسيم و تجزئة محفظة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي إلى ثلاثة شرائح احتياطية هي :

أ - **شريحة رأس المال العامل**: إنشاء هذه الشريحة الإحتياطية، يكون لغرض المعاملة اليومية و توفير السيولة الفورية إستنادا إلى تقييم إحتياجات البنوك التجارية من النقد الأجنبي. و عادة ما تتألف هذه الشريحة من الأدوات المالية السيادية و الودائع، بالإضافة للودائع المهيكلة.

ب - **شريحة السيولة**: يمثل حجمها النسبي 10% من إجمالي محفظة إحتياطيات الصرف لبنك الجزائر، و المشكلة أساسا من الأدوات النقدية و أدوات الدخل الثابت. بحيث الهدف من إنشاء هذه الشريحة، توفير غطاء و قائي إحترازي في المدى القصير و المتمثل في الوفاء بتغطية واردات الدين الخارجي.

ج - **شريحة الإستثمار**: تشكل الجزء الأكبر في تركيبة المحفظة الإحتياطية، و من المعتاد يتم إستثمارها في أدوات الدخل الثابت و بمعدلات عوائد متغيرة، و ذات إستحقاق قصير الأجل بأقل من 52 أسبوع، و طويلة الأجل تستحق خلال سنتين أو أكثر، و هذا وفق أفضل إستراتيجيات الشراء و الإحتفاظ. و الغاية من تجسيد تلك الإستراتيجيات، هو الوصول للتقليل من حجم التعرض لمخاطر السوق و التحوط ضد

¹ - أحمد شفيق الشاذلي: الإطار العام للاستقرار المالي و دور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، 2014، ص09.
² - محمد لكعاسي: عرض التقرير السنوي للتطور الإقتصادي و النقدي لـ2010 من طرف محافظ بنك الجزائر، في 25 أوت 2010، ص02.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الخسارة الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة، كما يسعى بنك الجزائر من إنشاء شريحة الاستثمار تحقيق قدر أكبر من العائد و تعظيمه؛ و كذلك الأمان و تلبية احتياجات السيولة في المدى المتوسط¹ .

3-3 - الأدوات المستخدمة في توظيف إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر: نظرا لأهمية تأثيرات إدارة و تسيير إحتياطيات الصرف الرسمية على أداء الإقتصاد الكلى، و إرتباط نشاط تسييرها ببنك الجزائر، يعهد عادة لمجلس النقد و القرض مسؤولية تحديد الأصول القابلة للإستثمار و إختيار أهم الأدوات الممكن استخدامها في عمليات التوظيف، منها :

أ - الأوراق المالية : تضم السندات السيادية و أوراق الوكالات الحكومية (أوراق مالية سيادية)، فضلا عن أوراق جهات رسمية أخرى و المنظمات المتعددة الأطراف، بحيث لا توجد بدائل أفضل منها، زيادة على "تميزها بأفضل تنقيط لدى الوكالات الدولية AAA²". و في معرض حديثنا على هذا النوع من الأوراق، لا بد من الإشارة إلى :

- **السندات السيادية :** بإمكان بنك الجزائر تعبئة و توجيه إداراته الرسمية من النقد الأجنبي نحو الاستثمار في أوراق مالية سائلة يتم إصدارها من طرف بلدان أخرى.

- **أوراق الوكالات الحكومية و الجهات الرسمية و المنظمات المتعددة الأطراف:** تتميز هذه الأخيرة بكونها مضمونة من جهات إصدارها، سواء الحكومات أو المنظمات المتعددة الأطراف.

ب - الودائع: يستطيع بنك الجزائر القيام بإيداع موجوداته الإحتياطية بالعملات الأجنبية على شكل ودائع أو ودائع مهيكلة، و هذا على مستوى أي مؤسسة مالية، شرط أن تحمل تصنيفا إنتمانيا لا يقل عن درجة A وفق تصنيف وكالات الائتمان العالمية المؤهلة من طرف لجنة الإستثمار. حيث تودع تلك المدخرات الرأسمالية خصوصا لدى البنوك المركزية و المؤسسات المالية الدولية مثل بنك التسويات الدولية، و البنوك الدولية ذات الطابع التجاري و التي تحظى بأعلى تنقيط في مجال القرض و الإئتمان. و مع إندلاع الأزمة المالية العالمية و ظهور أزمة الدين السيادي الأوربي خلال العقد الأول من القرن الحالي، نتج عن ذلك مخاوف كبيرة متعلقة بالملاءة المالية للبنوك التجارية الدولية، أدى إلى إعادة توجيه التوظيفات الموجودة على هيئة ودائع مالية على مستوى البنوك التجارية نحو البنوك المركزية؛ و بالتالي حدوث إنخفاض في نسبة تخصيصات رؤوس الأموال المودعة لدى البنوك التجارية بالنسبة لإجمالي الإحتياطيات الدولية في سنة 2010 بـ 0.25% لتبلغ نسبة الودائع المالية بالبنوك المركزية إلى إجمالي الإحتياطيات سنة 2012 حوالي 06% . و تتوزع " التوظيفات المالية المودعة على مستوى البنوك

¹ -Djane-Ahmed Norimane: Gestion des réserves de changes, DSEB, Banque d'Algérie ,Ecole supérieure de banque, Décembre2014, P63, 64.

² - محمد لكباسي: عرض التطور الإقتصادي و النقدي لـ 2010 ، مرجع سابق ، ص02 .

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

المركزية وفق مزيج من العملات الرئيسية، خاصة الدولار الأمريكي بحوالي 61% و 28% بعملة الأورو، بالإضافة لعملات أخرى كالدولار الكندي¹.

4-3 - العوائد المترتبة عن توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر: الغاية العظمى من الإستثمارات الخارجية لبنك الجزائر، هي إستثمارات بالدولار الأمريكي فقصيرة الأجل في الأوراق المالية الأمريكية (على سبيل المثال، أدونات الخزينة الأمريكية لثلاثة أشهر). و على الرغم من أن الإستراتيجية لإستثمار الأصول الإحتياطية تحد من التعرض لمخاطر سعر الصرف، و أسعار الفائدة و التخلف عن الدفع و الإيفاء، إلا أنه لا يترتب عن ذلك عوائد مالية ذات مرد ودية عالية، و هو ما يظهر من خلال متابعة تطور العائد السنوي على توظيف الإحتياطيات بالنقد الأجنبي لبنك الجزائر على إمتداد الفترة 2000-2015 كما يتبين في الجدول أدناه :

الجدول رقم (V-13) تطورات عوائد توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (2000-2015)

الوحدة = مليار دولار أمريكي

السنوات								البيان
2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
3.81	2.43	1.43	0.99	0.82	0.68	0.58	0.38	العائد السنوي عن الإحتياطيات
110.18	77.78	56.18	43.11	32.92	23.11	17.96	11.9	إجمالي إحتياطيات الصرف الأجنبي
السنوات								البيان
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
2.19	3.23	3.54	3.73	4.45	4.60	4.74	5.13	العائد السنوي عن الإحتياطيات
144.13	178.93	194.01	190.66	182.22	162.22	148.91	143.10	إجمالي إحتياطيات الصرف الأجنبي

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر حول التطورات الإقتصادية و النقدية للجزائر .

إنطلاقاً من المعطيات الإحصائية المتوفرة في الجدول أعلاه، نلاحظ الإتجاه المتزايد لقيمة العائد السنوي على توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي ما بين 2000-2008، حيث إرتفع العائد السنوي على

¹ - بوكريد عبد القادر : متطلبات كفاءة إدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية ، دراسة حالة بنك الجزائر - أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، السنة الجامعية 2015-2016 ، ص198 .

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الإحتياطيات المقدره بـ 11.9 مليار دولار أمريكي سنة 2000، من 0.38 مليار دولار أمريكي إلى 5.13 مليار دولار أمريكي سنة 2008 و هو ما يمثل أعلى عائد محقق خلال الفترة المعينة بالدراسة، في حين كان مستوى إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر لسنة 2008، في حدود 143.10 مليار دولار أمريكي (مقارنة بـ 194.01 مليار دولار أمريكي في نهاية 2013). ليأخذ العائد السنوي على الإحتياطيات بعد هذه الفترة، إتجاه تنازلي و ذلك بتسجيل تراجع في قيمة العائد السنوي الذي أصبح على التوالي 3.54 مليار دولار أمريكي، 3.23 مليار دولار أمريكي و 2.13 مليار دولار أمريكي خلال سنوات 2013، 2014 و 2015 (أنظر الجدول أعلاه). و يعزى هذا الإنخفاض في قيمة العائد السنوي على توظيف إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر، إلى " الإنخفاض في معدل الفائدة إلى دون 03% ، مقابل أكثر من 03% قبل 2010 خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ¹ ."

و إذا أخذنا في الإعتبار، الوضع المتميز " بإنخفاض في معدلات الفائدة على مستوى البلدان المتقدمة و المعدلات التوجيهية القريبة من الصفر في الولايات المتحدة الأمريكية ² "، يمكن القبول بالأداء المحقق من جراء الإستثمار في الأوراق المالية من طرف بنك الجزائر. كما تجدر الإشارة إلى مساهمة " سياسة التنويع المتبعة من طرف بنك الجزائر منذ 2004 في تحسين الأداء الإستثماري، سواء من خلال اختيار العملات و توزيع الأصول الإحتياطية على مستوى المحافظ الإستثمارية، أو فيما تعلق بالأوراق المالية و درجة الخطر ³ ."

3-5 - توزيع العملات المشكلة لبنية إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر: يحرص بنك الجزائر عند تشكيل و إدارة بنية مخزون إحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية، الأخذ " في الإعتبار العملة الأكثر إستخداما في المعاملات المالية الخارجية للجزائر و بالخصوص تركيبة مختلف العملات المكونة لقائم الدين الخارجي، و التي توزعت في نهاية 2016 إلى 13.40% عملة الدولار الأمريكي، عملة الأورو 80.93% ، الين الياباني 1.27% و باقي العملات الأخرى 4.4% . بالإضافة لعملات التعاملات التجارية الخارجية، و خاصة الواردات التي توزعت على عملة الأورو بحوالي 41% و الدولار الأمريكي بـ 59% " ⁴؛ بينما خلال سنة 2017، لوحظ " إنخفاض في حصة الدين المحررة بالدولار الأمريكي إلى 9.6%، في حين إرتفع قائم الدين المحرر بالأورو إلى 85.5%؛ بينما إستقرت الحصة النسبية للعملات الأخرى عند مستوى صغير جدا، كالريال السعودي 2.22% و اليوان الصيني 1.45% ⁵ . أما بالنسبة لمحفظه الأوراق المالية المستثمرة بما فيها الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي، فهي تتوزع على الدولار الأمريكي بـ 52%، الأورو بـ 37% و العملات الأخرى بـ 9.6%، في حين يأخذ توزيع

¹ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص 24-25.

² - Bank-of-Algeria: Rapport Annuel 2014, op-cit -P.50.

³ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2008، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، سبتمبر 2009، ص 84.

⁴ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2016، التطورات الإقتصادية و النقدي للجزائر، سبتمبر 2017، ص 57-58-59.

⁵ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2017، التطورات الإقتصادية و النقدي للجزائر، جويلية 2018، ص 50-51.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

هيكمل العملات المشكلة لمحفظة الودائع 61% دولار أمريكي، 28% عملة الأورو، بالإضافة لعملات أخرى بنسبة 11%، (أنظر كمثل ذلك هيكمل توزيع هيكمل العملات المكونة للدين الخارجى).

الجدول رقم (V-14) تطور هيكمل العملات الأجنبية المشكلة للدين الخارجى للجزائر خلال الفترة (2017-2004)

السنوات							العملات
2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
%44	%40	%43	%40	%43	%44	%39	الدولار الأمريكى
%47	%51	%49	%49	%47	%40	%39.9	الأورو
%03	%03	%04	%04	%05	%08	%10.6	الدين
%06	%06	%04	%07	%05	%08	%10.5	عملات أخرى
السنوات							العملات
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
%9.64	%13.40	%29.90	%40.41	%38	%42	%46	الدولار الأمريكى
%85.50	%80.93	%59.10	%50.41	%53	%50	%47	الأورو
%-	%1.27	%0.80	%0.61	%0.61	%0.66	%0.6	الدين
%4.86	%4.40	%10.20	%8.57	%8.39	%7.34	%6.4	عملات أخرى

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر .

المطلب الثالث: سياسة تعقيم تدفق الأصول بالعملات الأجنبية لدى بنك الجزائر

مع بداية القرن الحالى، تميز التطور النقدي و الإقتصادى فى الجزائر بعدة تغيرات أفرزت العديد من التحديات و الصعوبات أمام السلطات و بخاصة بنك الجزائر و هو يدير السياسة النقدية. و كان من أهم تلك التطورات، التراكم المستمر و المتزايد لموجودات صافى الأصول بالنقد الأجنبي مع تزايد أهميتها كمصدر أساسى للإصدار النقدي. كما أن هيمنة قطاع المحروقات على الإقتصاد الجزائرى، جعله المؤشر الأساسى بالنسبة لإقتصاد البلد، فمن جهة يساهم قطاع المحروقات بشكل كبير فى تكوين الناتج المحلى؛ بالإضافة لمساهمته الشبه الوحيدة فى تحصيل العملة الأجنبية و التأثير القوي للجباية البترولية التى مصدرها هذا القطاع، و أهميتها فى تمويل الموازنة العامة من جهة أخرى. ما جعل تدخلات بنك الجزائر تتضاعف على مستوى السوق النقدي (إرساء سياسة التعقيم) لإمتصاص فائض السيولة إبتداءا من سنة 2002.

1 - حدود سياسة التعقيم و تحليل مؤشراتها فى الجزائر: نظرا لعدم إمكانية إستيعاب و إستغلال الموارد الغزيرة المتدفقة بالعملات الأجنبية، و متطلبات مواجهة الوضع القائم مع تجنيب الإقتصاد الجزائرى للمخاطر التضخمية المستقبلية، كان السبيل الوحيد أمام السلطات النقدية فى الجزائر إعتماد سياسة تعقيم

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

نشطة و ذلك من خلال وسائل محددة. حيث تعبر سياسة التعقيم على " الدرجة التي يصل إليها تضيق البنك المركزي لحجم الإئتمان المحلي من أجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية المرتبطة بتراكم الأصول بالعملات الأجنبية، أو المدى الذي يمكن أن يصل إليه إستطاعة البنك المركزي على تحصين السيولة من أجل التدخل في أسواق النقد الأجنبي¹ ". و يقصد بسياسة التعقيم، " قيام البنك المركزي بتقليص صافي أصوله المحلية بشكل يمنع تأثير الزيادة لصافي أصوله الإحتياطية بالعملات الأجنبية على القاعدة النقدية، و هذا من خلال إستخدام أدوات للتدخل"².

1-1 - تحليل مؤشرات تعقيم الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي المتدفقة: هنالك العديد من المؤشرات يمكن إستخدامها لقياس درجة تعقيم الأصول الإحتياطية المتراكمة بالنقد الأجنبي، منها الذي يستند إلى معامل في الانحدار السنوي وفق طريقة المربعات الصغرى العادية، و ذلك بإجراء مشاهدات 12 شهرا وفق العلاقة التالية:

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} ANFA_{i,t,m} + M_{i,t,m}$$

حيث $\Delta NDA_{i,t,m}$ ، هو التغير الشهري في صافي الأصول المحلية بالنقد الأجنبي لدى البنك المركزي في البلد ، في الشهر m ، في السنة t ، و يقيس هذا المؤشر " جهد البنك المركزي من اجل تعقيم أثر الزيادة في الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية"³ ، على القاعدة النقدية عن طريق تخفيض رصيد الأصول المحلية. إذ يحدث هذا أثناء قيام البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة أو من خلال تدابير سحب الودائع من البنوك التجارية و نقلها إلى البنك المركزي أو بطريقة أخرى.

فعندما $\beta = -1$ ، يعني هذا حدوث التعقيم الكامل ، بينما $\beta = 0$ يفسر ذلك بعدم وجود تعقيم، و في حالة β تأخذ قيم أعلى من -1 ، يشير ذلك إلى حالة الأفراد في التعقيم "Over Sterilization" .

إلى جانب ذلك، يمكن تقدير " مؤشر أوسع للتعقيم يعكس جهد البنك المركزي في منع زيادة القاعدة النقدية في توسع العرض النقدي، حيث يتم زيادة نسبة الاحتفاظ الإلزامي لدى البنوك التجارية، و تخفيض مضاعف النقود، و يصبح بالنسبة للسنة t هذا المؤشر هو المعامل في الانحدار السنوي على أساس 12 شهرا⁴ " ، حسب العلاقة التالية :

$$\Delta M2_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \delta_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + M_{i,t,m}$$

¹ - روبرتو كردار بيلي و سليم إيد كداغ :إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة، آفاق الإقتصاد العالمي ، العولمة و عدم المساواة ، صندوق النقد الدولي ، واشنطن، أكتوبر 2007، ص116 .

² - Joshua Aizenmam and Reuven Gliel : Sterilization , Monetary, Policy, and Global international économics, Septembre 2008, P06.

³ - Reberto cardarelli and other's, capital inflaw: marcoeconomic and policy repones, IMF working paper, IMF, march 2009, P17.

⁴ - روبرتو كردار بيلي و سليم إيد كداغ :إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة، مرجع سابق، ص130 .

حيث $\Delta M2_{i.t.m}$ هو التغير الشهري لعرض النقود لدى البلد i ، في الشهر m و السنة t . ففي حالة δ تساوي القيمة صفر يدل على التعقيم النقدي الكامل، بينما δ تأخذ قيمة الواحد الصحيح يشير لعدم وجود تعقيم، كما تقاس درجة التعقيم من خلال معامل التعقيم (α) بناء على العلاقة التالية:

$$\Delta(\Delta C) = \alpha \Delta(FR)$$

حيث (ΔC) : يمثل الأصول المحلية للبنك المركزي، و (FR) حجم الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية، و تجدر الإشارة أنه في حالة $\alpha = -1$ ، نستطيع القول أن هنالك إستقلالية نقدية، كما يمكن قياس النشاط التعقيمي، و ذلك باللجوء إلى مؤشر نسبة الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي إلى القاعدة النقدية (FR/H) ، حيث أن إرتفاع قيمة (FR/H) يشير على أن هنالك سياسة تعقيم نشطة.

(2005 - 2017)

الوحدة = ألف مليار دينار

المؤشر (FR/H)	المؤشر (α)	تغير في الأصول Δ (FR) دج ³¹⁰	تغير في الأصول Δ (DC) دج ³¹⁰	صافي الأصول المحلية (DC) دج ³¹⁰	صافي الأصول الأجنبية (FR) دج ³¹⁰	القاعدة النقدية (H) دج ³¹⁰	البيان السنوات
%356.81	1.00-	1042.4	1039.2-	2988.2-	4151.3	1163.3	2005
%413.86	0.87-	1374.8	1202.8-	4191.0-	5526.3	1335.3	2006
%427.00	0.79-	1856.0	1762.8-	5653.8-	7382.9	1729.0	2007
%531.16	0.93-	2844.6	2648.4-	8302.2-	10227.5	1925.5	2008
%490.71	0.55-	637.4	349.5-	8651.7-	10865.2	2214.2	2009
%460.69	0.66-	1140.4	748.0-	9399.7-	12005.6	2606.0	2010
%442.94	0.72-	1875.0	1342.9-	10742.6-	13880.6	3138.0	2011
%402.78	0.45-	1059.4	480.9-	11223.5-	14940.0	3709.2	2012
%367.95	0.33-	285.2	94.1-	11129.4-	15225.2	4137.8	2013
%336.70	0.04-	509.0	22.1-	11151.5-	15734.2	4673.0	2014
%294.52	2.37-	480.9-	849.5	10302.0-	15375.4	5220.5	2015
%233.21	1.08-	2779.3-	3008.9	7293.1-	12596.1	5401.1	2016
%197.96	5.83-	368.6-	2149.00	5144.1 -	12227.4	6176.6	2017

من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات :

- Bank of Algeria: Rapport annuel 2006, évolution économique et monétaire en Algérie, Juin 2007, P.170, P.171.

- Bank of Algeria: Rapport annuel 2010, Op-cit, P.171, P.172.

- بنك الجزائر : التقرير السنوي 2016، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، سبتمبر 2017، ص 156 .

- Bank of Algeria: Rapport annuel 2017, Op-cit, P.121.

بناء على تطور مؤشر التعقيم (FR/H) حسب الجدول أعلاه، يتبين أن مصدر القاعدة النقدية هو صافي الأصول الخارجية بالعملة الأجنبية المتراكمة لدى بنك الجزائر، و التي تجاوزت نسبة 300% على إمتداد الفترة 2005-2014. إذ أصبحت تغطي الكتلة النقدية بالكامل، و هذا نتيجة التراكم المتزايد للأصول الخارجية بالنقد لدى بنك الجزائر.

بالنسبة لمؤشر التعقيم (α)، يوضح مقدار التعقيم لصافي الأصول الخارجية بالعملة الأجنبية (FR) بإستخدام صافي الأصول المحلية (DC). فعلى سبيل المثال في سنة 2008، كانت قيمة المؤشر (α) تساوي -0.93، معنى ذلك أن كل زيادة حاصلة في صافي الأصول الخارجية بالنقد الأجنبي بوحد

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

واحدة، تعقم بصافي الأصول المحلية بمقدار 0.93 وحدة. غير أنه في سنة 2009 أخذ المؤشر (α) قيمة -0.55، و بالتالي ما يشير إلى عدم إستطاعة بنك الجزائر تعقيم الأصول المتدفقة بالنقد الأجنبي بشكل كبير، رغم الجهود المبذولة لامتناس فائض السيولة نتيجة التراجع المسجل في قيمة الصادرات الجزائرية بفعل أثار الأزمة المالية لسنة 2008.

كما أخذ مؤشر التعقيم (α) خلال سنوات 2012، 2013، 2014؛ القيم -0.46، -0.28، -0.04 على التوالي، ما يترجم ذلك بتراجع بنك الجزائر عن سياسة التعقيم. و يتأكد هذا التوجه خلال سنوات 2015، 2016 و 2017 (α أقل من -1)، و هذا نظرا " لتقص حصيلة الصادرات و خاصة البترولية بفعل إنخفاض سعر برمىل البترول في الأسواق العالمية و تسجيل عجز قياسي في ميزان المدفوعات (-) 27.54 مليار دولار أمريكي¹". من جهة أخرى، فإن مؤشر التعقيم وفق نسبة الأصول الخارجية بالعملات إلى القاعدة النقدية (FR/H) كانت قيمته تساوي نسبة 531% سنة 2008، أي أن مقدار صافي الأصول الخارجية بالعملات الأجنبية يفوق الأصول المحلية كمقابل للقاعدة النقدية بما يزيد عن خمسة أضعاف؛ لتصبح هذه النسبة أكثر من ثلاثة أضعاف في نهاية 2014 (336%)، ثم إلى أقل من ثلاثة أضعاف مع نهاية 2016 (233%) و أقل من ضعفين مع نهاية 2017. و من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن القاعدة النقدية بالكامل أصبحت تغطى بصافي الأصول الإحتياطية من النقد الأجنبي.

2 - التعقيم من خلال التدرج في إستخدام أدوات السياسة النقدية: أمام فائض السيولة و الضغوطات التضخمية المتزايدة، فضلا عن عدم قدرة الإقتصاد الجزائري على إستيعاب الموارد النقدية المتاحة و إستغلالها، إضطر بنك الجزائر إلى " تعقيم جزء هام من السيولة من أجل إحتواء الوضع؛ و ذلك بواسطة عمليات السوق المفتوحة و مختلف الوسائل الممكنة الأخرى للحد من نمو الإئتمان مثل إدخال تعديلات في الإحتياطي الإجباري بالنسبة للودائع المصرفية، أو الودائع المنتقاة مع تقليص إمكانية الوصول إلى تسهيلات إعادة الخصم²". كما يمكن إجراء عمليات التعقيم عن طريق تحويل الودائع الحكومية أو ودائع صناديق المعاشات الحكومية، أو عائدات عمليات خصصة أصول القطاع العام من النظام المصرفي و نقلها إلى البنك المركزي.

1-2 - التدرج في إستخدام أدوات السياسة النقدية: لقد كان إستخدام أدوات السياسة النقدية من طرف بنك الجزائر، متدرجا وفق مراحل في ممارسة سياسة تعقيم الأصول النقدية بالعملات الأجنبية المتدفقة، سواء بالنسبة لألية السوق المفتوح أو معدل إعادة الخصم أو وسيلة الإحتياطي الإجباري. فمنذ سنة 2001، و مع " ظهور وضعية نقدية جديدة تماما تتمثل في السيولة المرتبطة بتدفقات متزايدة للعمالات

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص 65.
² - طيبة عبد العزيز : فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، العدد 12، جوان 2014، ص31-32.

الفصل الرابع مستوى احتياطات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

الأجنبية بفعل تزايد إيرادات المحروقات، جعل بنك الجزائر يقوم باستخدام أدوات جديدة و أكثر فاعلية لإمتصاص فائض السيولة ابتداء من سنة 2002¹.

و مع إنتقال الوضع سنة 2002، إلى وجود فائض هيكلي في السيولة على مستوى السوق النقدي، أصبح اللجوء إلى إعادة التمويل بإستخدام أداة معدل إعادة الخصم أقل نشاطا. حيث لم " تعد هذه الآلية مستعملة من طرف البنوك التجارية، أي اللجوء لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر أصبح لا معنى له، سواء لتلبية حاجة السيولة بالنسبة للبنوك التجارية، أو فيما يخص إدارة السياسة النقدية. و لم تلجأ البنوك التجارية إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر منذ سنة 2000، أي من عشرية كاملة².

كما تعتبر المادة السادسة من التعليمات رقم 28-95 الصادرة في أفريل 1995، و المتعلقة بتنظيم السوق النقدي، الأساس القانوني و التنظيمي لإدانة عمليات السوق المفتوحة، و ذلك من خلال بيع الجزائر لسندات الخزينة العمومية، تستحق لفترة لا تتعدى سنة أو سندات قابلة لإعادة الخصم أو تسبيقات تحصل في السوق النقدي. و رغم أهمية آلية عمليات السوق المفتوح، إلا أنها لم تعرف نجاحا في السوق النقدي الجزائري، حيث تم " تداول أول عملية وفق آلية السوق المفتوح في ديسمبر 1996، بشراء بنك الجزائر سندات عمومية بقيمة 14 مليار دينار جزائري بمعدل فائدة يساوي 14.95% تستحق في 27 فيفري 1997³.

و نظرا لتحسن الوضعية المالية للخزينة العمومية و توفرها على فائض السيولة خلال الفترة المعينة بالدراسة، جعل بنك الجزائر لا يمكنه إستعمال هذه الأداة رغم أهميتها في ضبط السيولة. كما تجدر الإشارة، أن هذه الأداة تستمد فعاليتها من خلال حجم التداول لسندات الخزينة العمومية و سعة نطاق التعامل بها. حيث " بلغت قيمة إصدار سندات الخزينة العمومية عن طريق المناقصة مبلغ 575 مليار دينار جزائري سنة 2015 (منها 369.6 مليار دينار جزائري مقدار الأوراق المالية القصيرة الأجل، مقارنة بمبلغ 243 مليار دينار جزائري سنة 2014). مقابل إجمالي السندات العمومية حوالي 545 مليار دينار جزائري سنة 2014⁴. و ب 357 مليار دينار جزائري سنة 2013، و حجم إصدار سندات عمومية 781 مليار دينار سنة 2012. إذ مثلت السندات القصيرة الأجل 57.3% سنة 2015، "مقابل 44% سنة 2014 و 73% سنة 2013 و 85% سنة 2012. و تعتبر أحجام قائم إصدار السندات العمومية ضئيلا مقارنة بحجم فائض السيولة لدى النظام البنكي و المقدرة بحوالي 2730 مليار دينار جزائري نهاية ديسمبر 2014، مقابل 2693 مليار دينار جزائري نهاية 2013 و 2877 مليار دينار جزائري نهاية

¹ - محمد لكصاسي: الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004، ص 04.

² - Bank of Algeria: Rapport annuel 2014, Op-cit, P 110-111.

³ - Banque d'Algérie : Media Banque, Le journal interne de la banque d' Algérie, N°:27, Décembre-Janvier 1997,P12.

⁴ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2015، ص 139.

الفصل الرابع مستوى إحتياجات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

2012¹ ". و بالتالي هذا الوضع المتميز للسيولة قلص من فاعلية أداة السوق المفتوحة في إمتصاص فائض السيولة و تعقيم الأصول الأجنبية بالنقد الأجنبي المتدفقة.

و مع تفاقم "العجز في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات الجزائري لسنة 2015، أدى ذلك إلى إنخفاض في حجم السيولة المصرفية إلى حوالي 1827 مليار دينار جزائري، أي بنسبة إنخفاض قدرة بـ 33% مقارنة بسنة 2014² ".

و في ظل حالة فائض السيولة، إضطر بنك الجزائر في أبريل 2002، إلى إستخدام أدوات جديدة للتعقيم و إمتصاص فائض السيولة، و هذا بالموازاة مع الأدوات التقليدية المستخدمة في تجسيد السياسة النقدية. إذ تتمثل هذه الأداة في إسترجاع السيولة لسبعة أيام (منذ أبريل 2002) و لثلاثة أشهر (منذ أوت 2005). كما تم تثبيت " المبلغ الإجمالي لإمتصاص فائض السيولة عند 1350 مليار دينار جزائري سنة 2013، و هذا بعد تعديله نحو الإرتفاع في أبريل 2012 (من 1100 مليار دينار جزائري إلى 1350 مليار دينار جزائري)، لتعرف عتبة إمتصاص السيولة بعد ذلك عدت تعديلات و تستقر عند حجم 700 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2015³. بالإضافة لذلك، عرفت سنة 2013 تعزيز لآليات إسترجاع فائض السيولة من خلال قيام بنك الجزائر في منتصف جانفي لنفس السنة بإدخال آلية إسترجاع لستة أشهر بمعدل 1.5%، إضافة إلى تمديد فترة نضج إسترجاع السيولة إبتداء من جانفي 2013؛ و ذلك " بالمزيد من إمتصاص للسيولة الموجودة لدى البنوك التجارية"⁴.

و زيادة عن الأدوات المستخدمة في عمليات التعقيم، تم في سنة 2005 إدخال و إستخدام أداة جديدة غير مباشرة في إمتصاص فائض السيولة، تسمى تسيل الودائع المغلة للفائدة (تعليمية بنك الجزائر رقم 04-05 و المؤرخة في 14/06/2004). و هي ودائع لدى بنك الجزائر على مدى يوم واحد، مصنفة على بياض و بمبادرة من البنوك التجارية، بحيث يتم مكافأتها بمعدل ثابت يحدده بنك الجزائر. إذ " قدرة الحصة النسبية لهذه الأداة في إمتصاص فائض السيولة خلال السنوات 2012، 2013 و 2014 على التوالي؛ 33.3%، 26.2% و 25.77%⁵ ".

بالموازاة للوسائل المستخدمة في عمليات التعقيم، لجأ بنك الجزائر إلى إستخدام أداة أخرى لتعقيم فائض السيولة، تتمثل في تحويل و نقل ودائع الخزينة العمومية (الحساب الجاري و صندوق ضبط الموارد) من البنوك التجارية إلى بنك الجزائر. و " أمام ضعف القدرة التمويلية للخزينة العام و الإنخفاض الشديد في قائم إيداعات صندوق ضبط الإيرادات، و الذي بلغ رصيد موجوداته النقدية 2072.2 مليار دينار جزائري مع نهاية سنة 2015 مقابل 4408.5 مليار دينار جزائري سنة 2014، و

¹ - Bank of Algeria: Rapport annuel 2014, Op-cit, P.123.

² - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، نفس المرجع، ص141.
³ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، ص141.

⁴ - Bank of Algeria: Rapport annuel 2013, Op-cit, P.130.

⁵ - Bank of Algeria: Rapport annuel 2014, Op-cit, P.126.

5563.4 مليار دينار جزائري سنة 2013 . جعل الوضعية المالية للبلد تتحول من دائنا صافيا للنظام البنكي الوطني إلى مدين باتجاه هذا الأخير برصيد 567.5 مليار دينار جزائري مع نهاية 2015¹ .

2-2 - إيجاد صندوق ضبط الموارد كآلية لتعقيم الأصول المتدفقة بالنقد الأجنبي: لمواجهة آثار " التذبذبات و اللايقين بالنسبة للإيرادات البترولية في الجزائر، لجأت السلطات لإنشاء صندوق ضبط لموارد² "، و هذا بناء على القانون رقم 02-2000 و المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ 27 جوان 2000، و المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2000. إذ نصت المادة العاشرة من هذا القانون على: " يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان: صندوق ضبط الموارد. حيث يقيد في هذا الحساب: في باب الإيرادات:

- فوائض القيم الجبائية على مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية.
- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

و يقيد في باب النفقات:

- ضبط نفقات و توازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي.

- تخفيض الدين العمومي³ ."

كما صدرت العديد من القوانين و المراسيم التي حددت و عدلت أسس تنظيم و تسيير الصندوق، بحيث يعتبر تعديلي سنتي 2004 و 2006 أهم التعديلات المتعلقة بسير عمل صندوق ضبط الموارد، إذ أضافت المادة 66 من قانون المالية لسنة 2004 من جانب النفقات : "تسييفات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية ، ليكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق"⁴ . بينما التعديل الثاني يتمثل في نص المادة رقم 25 من قانون المالية التكميلي لسنة 2006، و الذي تم بموجبه تعديل الهدف الرئيسي للصندوق، بحيث أصبح "تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد صندوق ضبط الإيرادات عن عتبة 740 مليار دينار جزائري"⁵ . و بالتالي الإقتطاع من الصندوق لتمويل أي عجز للخزينة العمومية مهما كان سبب وقوع العجز. كما ينظر لصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر على أنه:

- يعتبر الصندوق من الحسابات الخاصة للخزينة، و بالضبط لحسابات التخصيص الخاصة المستقلة عن الموازنة العامة للدولة.

¹ - بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015، مرجع سابق، 84، 85، 134.

² - Romuold Yonga : "Guide des fonds souverains Africains" , African Markets, derniere mise a jour : septembre 2014, P15, téléchargé le : 27/12/2016 à 18h32 .

³ - القانون رقم 03-22 المؤرخ في 04 ذو القعدة 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003 قانون المالية لسنة 2004، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 37، ص07.

⁴ - القانون رقم 03-22 المؤرخ في 04 ذي القعدة 424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003، و المتضمن قانون المالية لسنة 2004، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 83، ص28.

⁵ - الأمر رقم 06-04 المؤرخ في 19 جمادى الثانية 1427 الموافق لـ 15 يوليو 2006، و المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 47، ص80.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

- يمول الصندوق من خلال فائض قيمة الجباية البترولية في حالة تجاوزها لتقدير قانون المالية، فضلا عن الإيرادات المتعلقة بتسيير الصندوق، و تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية .
- يتمثل دور الصندوق، في تمويل عجز الموازنة العامة للبلد في حالة إنخفاض إيرادات الجباية البترولية و تسجيلها مستوى أقل من المتوقع في قانون المالية، كما يمكنه تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري، فضلا عن تقليص حجم الدين العام.
- وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بإدارة و تسيير الصندوق، حيث أوضحت نصوص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لصندوق ضبط الموارد.
- يتركز عمل الصندوق على المستوى الداخلي باعتبار أن مهامه الرئيسية، تتمثل في إمتصاص فائض الجباية البترولية و إستخدامها لتمويل أي عجز يحدث في المستقبل على مستوى الموازنة العامة من جراء انخفاض أسعار البترول مستقبلا. مع العلم أن مجال عمل الصندوق قد إمتد إلى خارج الحدود الوطنية و هذا ما حدث من خلال مساهمته في التنسيق مع بنك الجزائر، و القيام بالتسديد المسبق للمديونية الخارجية. كما يظهر النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الموارد من خلال الجدول أدناه :

الجدول رقم (V-16) واقع تطور النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الإيرادات الفترة (2000-2017)

الوحدة = مليار دينار جزائري

السنوات	إقتطاعات فائض القيمة الجبائية الممولة للصندوق (1)	إجمالي الجبائية البترولية المحصلة (2)	نسبة الإقتطاعات لإجمالي الجبائية البترولية (1) / (2)
2000	453.2	1213.2	%37.36
2001	115.8	1001.4	%11.56
2002	26.5	1007.9	%02.63
2003	292.9	1350.0	%21.70
2004	623.5	1570.7	%39.70
2005	1368.8	2352.7	%58.18
2006	1798.0	2799.0	%64.24
2007	1738.8	2796.8	%62.17
2008	2288.2	4088.6	%55.97
2009	400.70	2412.7	%16.61
2010	1318.3	2905.0	%45.38
2011	2300.3	3979.7	%57.80
2012	2535.0	4184.0	%60.59
2013	2062.2	3678.2	%56.07
2014	1810.6	3388.4	%53.44
2015	550.5	2373.5	%23.19
2016	98.6	1781.1	%05.5
2017	00	2372.5	-

من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر لسنوات، 2003، 2008، 2011، 2013 و 2017.

على الرغم من أن الهدف العملي لصندوق ضبط الإيرادات كأداة مالية، هو ضبط و استقرار الإيرادات العامة و الحفاظ على توازن الموازنة العامة من آثار تقلبات أسعار برميل البترول. غير أن لصندوق ضبط الإيرادات دور ذات أهمية في تفعيل السياسة النقدية، و ذلك من خلال نشاطه التعقيمي و المتمثل في إقتطاعات سنوية من قيمة إيرادات الجبائية البترولية المتحصل عليها، و الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي و المرجعي المتوقع لبرميل البترول عند إعداد الموازنة العامة .

من خلال قراءتنا لمعطيات الجدول أعلاه، نلاحظ أن الإقتطاعات المحولة لصندوق ضبط الإيرادات، إرتبطت بشكل كبير بحجم إجمالي الإيرادات الجبائية البترولية المتحصل عليها سنويا. حيث شهدت نسبة الإقتطاعات السنوية المحولة لصندوق ضبط الإيرادات إرتفاعا بلغت نسبته 64.24% سنة 2006 (وهي أكبر نسبة محولة على الإطلاق منذ إنشاء الصندوق)، مقارنة بنسبة 11% لسنة 2001. و مع حلول سنة 2009، عرفت الإقتطاعات المحولة لصندوق ضبط الإيرادات إنخفاضا شديدا مسجلة نسبة قدرها 16.61% من إجمالي إيرادات الجباية البترولية المتحصل عليها، و هذا بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية على مداخل تصدير المحروقات في الجزائر. و بعد عودة الإستقرار لأسعار برميل البترول و تحسن مداخل تصدير المحروقات في الجزائر خلال سنوات 2010، 2011، و 2012؛ عرفت نسبة الإقتطاعات من إجمالي الجباية البترولية المحولة لصندوق، إرتفاعا محققة نسب 45.38%، 57.80% و 60.59% على التوالي.

و نظرا لإستمرار إنخفاض أسعار البترول منذ النصف الثاني من 2014، و إنخفاض إيرادات الجباية البترولية، جعل ذلك نسبة الإقتطاعات السنوية المحولة لصندوق ضبط الإيرادات تنتقل إلى نسبة 23.19% من إجمالي الجباية البترولية المتحصل عليها سنة 2015؛ لتتقلص تلك النسبة إلى حوالي 05.5% مع نهاية سنة 2016، لتصبح معدومة في نهاية سنة 2017، و هذا بعد ما كانت هذه النسبة 53.44% سنة 2014. كما لا بد من الإشارة أن المبالغ المحولة لا تدخل في هيكله الكتلة النقدية M2.

3 - معوقات سياسة التعقيم النقدي: بالرغم من الوصول إلى أداء يمكن إعتباره مقبولا لسياسة التعقيم النقدي لبنك الجزائر، و هذا نتيجة الإستخدام النشط و المتزايد للأدوات النقدية، غير أن ذلك " لا يخلو من وجود بعض الصعوبات و الموانع و المعوقات، تحول دون الوصول إلى تجسيد سياسة التعقيم بشكل عام¹ ". إذ يمكن الإشارة لتلك المعوقات كالتالي:

3-1 - تكاليف القيام بسياسة التعقيم: نتيجة التراكم المتواصل لإحتياطي الصرف بالعملات الأجنبية و إستمرار عملية تنقيدها، و هذا نظرا، أن تدفق و دخول النقد الأجنبي إلى داخل البلد يترتب عنه تلقائيا قيام بنك الجزائر بتنفيذ ذلك التدفق و لا يعترضه في ذلك أي عائق. فتعرض البلد لتدفقات بالنقد الأجنبي يفوق طاقاته الإستيعابية، تطلب " الأمر تدخل بنك الجزائر في السوق النقدي لتعقيم تلك التدفقات بالعملات الأجنبية، و هذا من خلال إستخدام أدوات نقدية تقليدية، الشيء الذي نجم عنه تكاليف تحملتها السلطات حسب معدلات فائدة قررها بنك الجزائر بالنسبة لكل أداة من الأدوات المستخدمة في سياسة التعقيم؛ و التي تتمثل في:

¹ - لحول موسى بوخاري : سياسة الصرف الأجنبي و علاقتها بالسياسة النقدية ، دراسة تحليلية للأثار الإقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي ، مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع ، بيروت، لبنان، 2010 ، ص203.

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

أ - **معدل التعويض المكافأ للإحتياطي الإجباري:** يتمثل " معدل الفائدة الذي يمنحه بنك الجزائر لصالح البنوك التجارية، مقابل التزام هذه الأخيرة بالإحتفاظ بجزء أو نسبة معينة من أصولها النقدية ودائع في شكل رصيد دائم لدى بنك الجزائر، أي تجميد جزء من أصولها النقدية¹؛ مما يقلل من مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الإقراض. غير أن اللجوء " لإستخدام هذه الأداة في تناقص منذ سنة 2001، و هذا رغم تعبير معدلات تكوين الإحتياطي الإلزامي و معدلات الفائدة المكافئة لها عدة مرات بهدف تعزيز فعالية السياسة النقدية في إمتصاص فائض السيولة².

ب - **معدلات الفائدة على إسترجاع السيولة الثلاث:** تعبر عن " تكلفة إسترجاع السيولة عند مستويات مختلفة، فضلا عن كونها متغيرة بين الزيادة و النقصان³.

ج - **معدل الفائدة المكافأة على تسهيلة الودائع الدائمة:** تفتح " لصالح البنوك فقط، فهي ودائع على بياض تتم بمبادرة من البنوك التجارية لدى بنك الجزائر، و تؤخذ لمدة 24 ساعة، و التي يتم مكافأتها بمعدل ثابت يقرره بنك الجزائر حسب ظروف السوق⁴.

2-3 - الفارق الكبير بين السعر المرجعي و الفعلي للبتترول: وجود " فارق كبير بين السعر المرجعي لإعداد الموازنة العامة و السعر الفعلي للبتترول في الأسواق الدولية، مما جعل معظم إيرادات الجباية البترولية تنفق خارج نظام الموازنة العامة، أي بعيدا عن الرقابة و المسائلة البرلمانية؛ و بالتالي ترتب عن ذلك ضعف أداة سياسة التعقيم في ظل الفساد الإداري و عدم التحكم في الإنفاق العام⁵ .

3-3 - عدم وجود التنسيق بين الخزينة العمومية و بنك الجزائر: نظرا للزيادة المعتبرة و المتزايدة في الإنفاق العام، لجأت الخزينة العمومية منذ سنة 2006، الإعتماد على الإقتطاع المباشر من صندوق ضبط الإيرادات من أجل تمويل عجز الموازنة العامة، الإجراء الذي ترتب عنه زيادة في مستوى العرض النقدي، الأمر الذي أوجد صعوبة لدى السلطات للتحكم في عملية إسترجاع السيولة و أصبحت مكلفة بالنسبة للإقتصاد الجزائري.

¹ - بنك الجزائر: التطورات الاقتصادية و النقدية للجزائر لسنة 2013، مرجع سابق، ص163.

² - الطاهر لطرش : الاقتصاد النقدي و البنكي ، مرجع سابق ، ص 410 .

³ - تعليمية بنك الجزائر رقم 02-2002 المؤرخة في 11/04/2002، و التعليمية رقم 04-05 المؤرخة في 14/06/2004.

⁴ - Bank of Algeria: Rapport annuel 2007, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2008, P.161.

⁵ - نبيل بوفليح: "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع و الآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، فرع نقود و مالية ، جامعة الجزائر ، 2011/2012 ، ص 215 .

المبحث الثاني : المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف بالنسبة للاقتصاد الجزائري:

الحجم الكافي لإحتياطيات الصرف الأجنبي يتوقف بصورة أساسية على الأهداف الموجودة من تشكيلها، حيث أن تحديد المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف كميًا يتم على ضوء واقع كل بلد و ما يحيط به من ظروف و مشاكل إقتصادية يعاني منها. و نظرا للتراكم المتواصل و المعتبر لإحتياطيات الصرف الرسمية للجزائر خلال الفترة 2000-2015، و وصولها لمستويات ضخمة بفعل إرتفاع أسعار برميل البترول، جعل الجزائر تتمكن من إحتواء آثار الصدمة ذات الحجم الكبير لسنة 2009، و تداعيات الصدمة البترولية لمنتصف سنة 2013؛ و إستمرار أثارها خلال المرحلة 2014 – 2016. و بالتالي الأخذ بأهمية الإحتفاظ بحجم كافي من الإحتياطيات في شكل عملات أجنبية، و الذي أثار مجموعة من التساؤلات حول مدى كفاية حجم مخزون إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر و المستوى الواجب الإحتفاظ به. غير أن هنالك إجماع لدى الإقتصاديين و كذا صانعي السياسة الإقتصادية، بأن لجوء بنك الجزائر لتكوين إحتياطيات الصرف عند مستويات كافية من أجل تحقيق أغراض وقائية، و هنا تبرز أهمية بعض المقاييس التي من خلالها يتم تحديد المستوى الكافي لمخزون إحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي.

المطلب الأول : المقاييس التقليدية و تحديد المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف الأجنبي

هنالك مجموعة من " المقاييس أو المؤشرات الإقتصادية العامة، يمكن الإسترشاد بها للدلالة على مدى كفاية حجم إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية التي يمكن الإحتفاظ بها لدى السلطات النقدية"¹. إذ تترتب تلك المقاييس حسب أهميتها النسبية إلى:

1 - نسبة تغطية الإحتياطيات الرسمية المتاحة للواردات (R/IM): من المعروف أن " الإقتصاد الجزائري يتميز بدرجة تركيز سلعي مرتفعة للصادرات و بدرجة تنوع عالية بالنسبة للواردات، و بالتالي من الملائم الأخذ في الإعتبار مؤشر نسبة تغطية الإحتياطيات إلى الواردات (R/IM)، كمقياس على مدى كفاية مخزون احتياطي الصرف بالعملات الأجنبية بالنسبة للاقتصاد الجزائري"². مع الإشارة، بأن عدد شهور الواردات التي يمكن للإحتياطيات تغطيتها و التي تعتبر كافية هي ستة أشهر. و يقاس هذا المؤشر، عدد شهور الواردات السلعية و الخدمية التي يستمر مخزون إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر، تغطيتها و تسديد ثمنها في حالة تغير مفاجئ في شروط التبادلات التجارية الخارجية، أو نقص تدفق النقد الأجنبي بفعل حدوث حالات طارئة. و الملاحظ من حساب نسبة الإحتياطيات الرسمية إلى الواردات في الجزائر،

¹ - أحمد شفيق الشاذلي : طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية ، مرجع سابق ، ص 13 .
² - زايري بلقاسم : كفاية الإحتياطيات الدولية في الجزائر ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا - جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف ، الجزائر ، العدد السابع ، السداسي الثاني ، 2009 ، ص 58-59 .

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

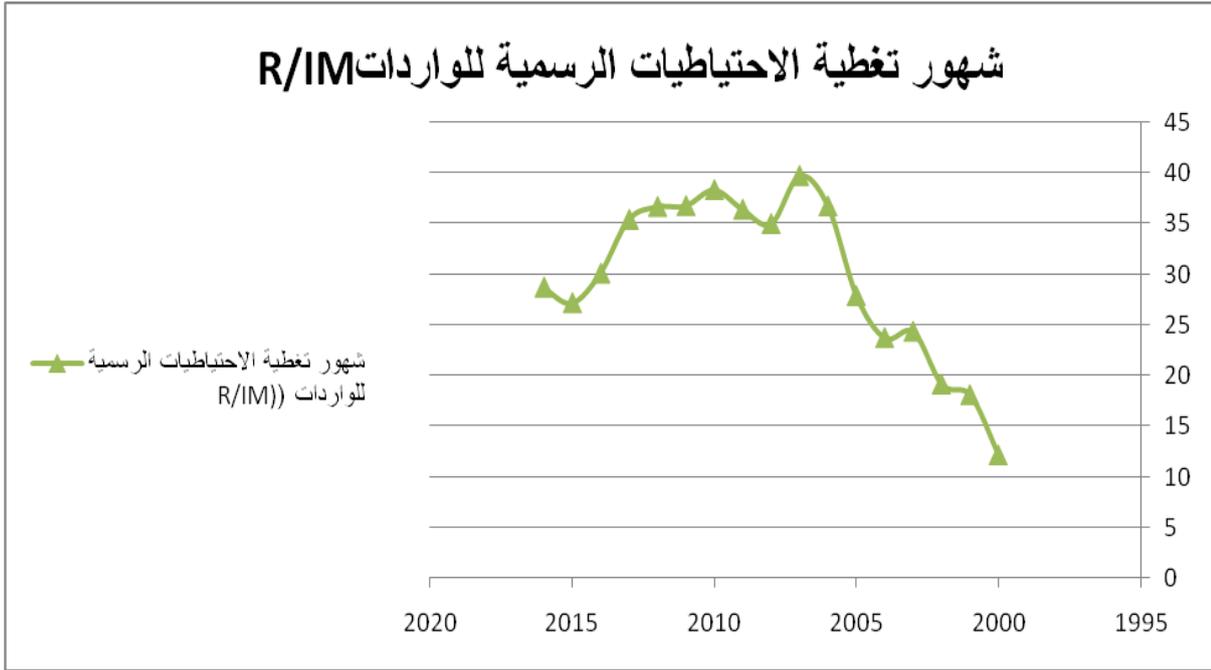
بأن مستوى حيازة إحتياطيات الصرف أعلى من المعدل الذي يعتبر كافي خلال الفترة المعنية بالدراسة، و هذا ما يتبين من الجدول الموالي :

الجدول رقم (V-17) تطور نسبة الإحتياطيات الرسمية إلى الواردات فى الجزائر الفترة 2000-2017

الوحدة = مليار دولار أمريكي

شهور تغطية الإحتياطيات الرسمية للواردات (R/IM)	حجم الواردات السنوية (IM)	إحتياطيات الصرف الرسمية (R)	البيان السنوات
12.12	9.35	11.90	2000
18.08	9.48	17.96	2001
19.14	12.01	23.11	2002
24.34	13.32	32.92	2003
23.72	17.95	43.11	2004
27.87	19.57	56.18	2005
36.73	20.68	77.78	2006
39.73	26.35	110.18	2007
34.99	37.99	143.10	2008
36.40	37.40	147.22	2009
38.33	38.89	162.22	2010
36.76	46.93	182.22	2011
36.67	51.57	190.66	2012
35.40	54.99	194.01	2013
30.08	59.67	178.94	2014
27.17	52.65	144.13	2015
22.75	49.34	114.14	2016
19.41	48.98	97.33	2017

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات التقارير السنوية لبنك الجزائر، حول التطور الإقتصادي النقدي للجزائر .



يتبين من الجدول أعلاه، أن معدل تغطية إحتياطيات الصرف الرسمية للواردات في الجزائر خلال الفترة المستهدفة بالدراسة، تتميز بمستوى أعلى من المعدل الذي تعتبر فيه الإحتياطيات المتاحة كافية تغطية ستة أشهر من الوردات)، و باتجاه متزايد باستمرار. حيث إنتقل معدل تغطية إحتياطي الصرف إلى الوردات من 12.9 شهرا سنة 2000 إلى معدل تغطية للواردات قياسي قدر بحوالي 40 شهرا سنة 2007، و هو مستوى مبالغ فيه مقارنة بمعايير قياس كفاية الإحتياطيات.

و مع حلول سنة 2013، تراجع معدل تغطية إحتياطي الصرف للواردات في الجزائر إلى 35.40 شهرا، ثم إلى 30.08 شهرا و إلى 27.17 شهر على التوالي خلال سنتي 2014 ، 2015؛ ليواصل معدل تغطية الوردات إنخفاضه عند 22.75 شهرا في نهاية سنة 2016، ليستقر هذا المعدل عند 19.71 شهر مع نهاية 2017. و هذا بسبب الإنخفاض الحاد في رصيد الحساب الجاري للجزائر و تحوله إلى عجز، بفعل إستمرار الإنخفاض الشديد في قيمة الصادرات من المحروقات و الوتيرة المتزايدة في حجم قيمة الوردات السنوية خلال السنوات الأخيرة و هذا ما يلاحظ في (جدول تطور فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات خلال المبحث الأول من هذا الفصل).

2 - نسبة الإحتياطيات الصرف الرسمية المتاحة إلى عرض النقود بمعناه الواسع (R/M2):
المؤشرات التقليدية التي يتم إستخدامها كدلالة على كفاية الموجودات من الصرف الأجنبي، نسبة الإحتياطيات الرسمية إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M2)، حيث يركز هذا المعيار التقليدي على الروابط بين المتاح من الإحتياطيات بالعملة الأجنبية و القطاع المالي الوطني، و المؤشر الذي يمكن اللجوء إليه عند مقارنة الإحتياطيات بحوزة البنك المركزي إلى المجاميع النقدية كالنقود بمعناها الواسع. و

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

بالتالي من خلال هذه النسبة، نستطيع تقييم مدى قدرة بنك الجزائر على تمويل الخصوم المترتبة عليه و إمكانية الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية (الدينار الجزائري)، خاصة في حالة فقدان الثقة في النظام المالي المحلي، و لجوء المقيمون لتحويل الدينار الجزائري إلى عملات أجنبية و تهريب رؤوس الأموال نحو الخارج. و من أجل تحليل تطور مؤشر إحتياطيات الصرف الأجنبي الرسمية في الجزائر إلى العرض النقدي بمفهومه الواسع M2، نستخدم المعطيات الإحصائية للجدول أدناه.

الجدول رقم (V-18) تطور مؤشر إحتياطيات الصرف الرسمية إلى العرض النقدي M2 فى الجزائر

خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة = مليار دينار جزائري

البيان السنوات	إحتياطيات الصرف الرسمية (R)	المعرض النقدي بمعناه الواسع (M2)	$\left(\frac{R}{M_2}\right)$
2000	774.3	2022.5	%38.28
2001	1313.6	2473.5	%53.11
2002	1742.7	2901.5	%60.06
2003	2325.9	3354.4	%69.34
2004	3109.1	3738.0	%83.18
2005	4151.5	4146.5	%100.11
2006	5526.3	4933.7	%112.01
2007	7382.9	5994.6	%123.16
2008	10227.5	6955.9	%147.03
2009	10865.9	7173.1	%151.48
2010	12005.6	8280.7	%144.98
2011	13880.6	9929.2	%139.80
2012	14940.0	11015.1	%135.63
2013	15225.2	11941.5	%127.49
2014	15734.2	13686.7	%114.96
2015	15375.4	13704.5	%112.19
2016	12596.1	13816.3	%91.17
2017	11227.4	14974.6	%74.97

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات تقارير بنك الجزائر السنوية، حول التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر.

من خلال الجدول السابق، يتبين التراكم السريع و المتزايد لصافي الموجودات الإحتياطية الخارجية المعبر عنها بالدينار لدى بنك الجزائر، و نتيجة لذلك " برزت ظاهرة جديدة على مستوى الاقتصاد الجزائري، تتمثل في تجاوز حجم إحتياطيات الصرف المعبر عنها بالدينار الجزائري العرض النقدي بالمفهوم الواسع M2. حيث بلغت نسبة الإحتياطيات الرسمية المعبر عنها بالدينار الجزائري إلى العرض النقدي M2 حوالي 151.48% سنة 2009، و هذا بعد ما كانت هذه النسبة لا تتجاوز 38.28% سنة 2000 و نسبة 100.78% سنة 2005، و هو ما يشير إلى حيازة بنك الجزائر للموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي عند القدر الكافي؛ و نوعية الإستقرار النقدي و قدرة بنك الجزائر خلال هذه الفترة على التوسع النقدي¹ ". و رغم إستقرار مؤشر إحتياطيات الصرف الرسمية المعبر عنها بالدينار الجزائري إلى العرض النقدي M2 عند مستويات مرتفعة، إلا أن هذا المؤشر أخذ إتجاها تنازليا و ذلك بإنتقال نسبته من 127.49% في نهاية سنة 2013 إلى نسبة 114.96% نهاية 2014؛ ثم إلى نسبة 91.17% مع نهاية 2016، و هذا بعد ما كانت هذه النسبة 144.98% سنة 2010، و خلال سنتي 2016، 2017؛ أصبح مؤشر إحتياطيات الصرف على العرض النقدي M2 91.17% و 74.97% على التوالي. و يفسر هذا التنازل " بالتراجع المسجل في رصيد محزون إحتياطيات الصرف الرسمية، و بأن المجمع (الصافي الموجودات بالنقد الأجنبي) منذ 2014 لم يصبح المصدر الوحيد للتوسع النقدي²".

3 - نسبة إحتياطيات الصرف الرسمية إلى الدين الخارجي القصير الأجل (R/STED):

من خلال هذا المؤشر، يتم مقارنة الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية لدى البنك المركزي بحجم الدين الخارجي القصير الأجل، فهو من المؤشرات الشائعة الإستخدام للحكم على متانة المركز المالي الخارجية للبلد؛ أي " تقييم قدرة بنك الجزائر على الوفاء بالإلتزامات الخارجية في مواقيت قصير الأجل بالنقد الأجنبي، خاصة في حالة التوقف المفاجئ للتمويل Sudden stop³ ". حيث ينظر لهذه النسبة كمؤشر الأكثر ملائمة لقياس مدى كفاية الإحتياطيات في الأسواق الناشئة، لأن عادة ما تتعلق الديون القصيرة الأجل بالتعاملات التي يحتاج إليها الإقتصاد الوطني، و لا يمكن توقيفها أو الحد منها إلا في حالات قليلة، و هذا لإرتباطها بالإئتمان التجاري و الخاص بالواردات من السلع و الخدمات. و يكون في الغالب مستوى الإحتياطيات مقبول عندما تساوي نسبة الإحتياطيات إلى الدين القصير الأجل حوالي الواحد، و يبين الجدول نسبة إحتياطيات الصرف الرسمية إلى قائم الدين القصير الأجل في الجزائر:

¹ - Bank of Algéria : Rapport annuelle 2009, l'évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2010, P N°166, 167, 168.

² - طيبة عبد العزيز : فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، مرجع سابق، ص 28-29.

³ - I ALGERIA: MF Country Report N°. 14/32, February 2014, P.N°18.

الوحدة= مليار دولار أمريكي

R/STED (%)	حجم الديون الخارجية القصيرة الأجل STED	إحتياطيات الصرف الرسمية (R)	البيان السنوات
6878.61	0.173	11.90	2000
8718.15	0.206	17.96	2001
22656.86	0.102	23.11	2002
21946.66	0.150	32.92	2003
10514.63	0.410	43.11	2004
7946.25	0.707	56.18	2005
14141.82	0.550	77.78	2006
15366.80	0.717	110.18	2007
10973.93	1.304	143.10	2008
9867.29	1.492	147.22	2009
9123.73	1.778	162.22	2010
15956.22	1.142	182.22	2011
15822.41	1.205	190.66	2012
14609.19	1.328	194.01	2013
9060.25	1.975	178.94	2014
7906.20	1.823	144.13	2015
5746.73	1.986	114.14	2016
4643.70	2.096	97.332	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات التقارير السنوية لبنك الجزائر، حول التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر.

بالرجوع إلى الجدول أعلاه، و من خلال ملاحظة تطور مؤشر نسبة إحتياطيات الصرف الرسمية إلى حجم الدين القصير الأجل خلال الفترة 2000-2017، يتبين أن بنك الجزائر كان لديه مخزون إحتياطي صرف كافي بالعملات الأجنبية؛ يضمن الوفاء بالالتزامات البلد للأجل القصيرة. إذ يشير ذلك لإمكانية بنك الجزائر دون اللجوء إلى الإقتراض من الأسواق الدولية على تغطية سداد الديون الخارجية القصيرة الأجل، و المتصلة بالإئتمان الخارجي المتعلق بواردات السلع و الخدمات. كما يؤكد تطور وضعية مؤشر نسبة الإحتياطيات الرسمية إلى الديون الخارجية القصيرة الأجل، على وفرة معتبرة في

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي خلال الفترة المعنية، و الإستدامة الجيدة للديون الخارجية للجزائر. و هذا رغم التراجع الشديد في مخزون إحتياطي الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر، و إرتفاع قائم الدين الخارجي القصير الأجل من 1.986 مليار دولار أمريكي إلى 20.096 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة قدره ب 5.54 % مع نهاية 2017.

المطلب الثاني: المستوى الكافي لإحتياطيات الصرف وفق المقياس المركب لـ FMI 2011:

لا بد من الإشارة بأن الحجم الكافي لمستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي لبلد ما، يتوقف بصورة أساسية على الأهداف المرجوة من تكوينها و إلى التوقعات بحدوث الأزمات و مدى خطورتها على الإقتصاد المحلي. و في هذا الإطار إقترح صندوق النقد الدولي سنة 2011، " مقياس يمكن إستخدامه لتقييم مدى كفاية الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي بالنسبة لبلد ما و ذلك من مرحلتين :

حيث يتم في المرحلة الأولى، تقدير الخطر النسبي إستنادا لأربع مؤشرات أساسية تتمثل في (قيمة الصادرات، العرض النقدي بمعناه الواسع، قائم الدين القصير الأجل فضلا عن محفظة الإلتزامات الأخرى). و يستند في تحديد الخطر النسبي على توزيعات ملاحظات خروج التدفقات الرأسمالية لكل مصدر من المصادر خلال فترات حدوث ضغوطات على سعر الصرف. حيث يتم إنطلاقا من تلك المعلومات إنشاء المخاطر بطريقة مرجحة للإلتزامات مع الأخذ في الإعتبار أساسا الإلتزامات التاريخية التي تم ملاحظتها في المئين العاشر لكل التوزيعات، و هذا حسب نظام الصرف، حيث حدد المقياس المركب لصندوق النقد الدولي؛ كالتالي :

$$\text{Fixed} : 30\% \text{STD} + 15\% \text{OPL} + 10\% \text{M2} + 10\% \text{X}$$

$$\text{Floating} : 30\% \text{STD} + 10\% \text{OPL} + 5\% \text{M2} + 5\% \text{MX}$$

حيث:

STD = الدين القصير الأجل.

OPL = إستثمارات المحفظة، بالنسبة للجزائر قيمتها تساوي صفر نظرا لإنعدام إستثمارات غير المقيمين في الأسهم و السندات.

M2 = عرض النقود بمعناها الواسع.

X = صادرات السلع و الخدمات¹.

¹ - Algeria: selected issues paper, Optimal international reserves in Algeria, IMF country report, N°:12/22 Janury2012, P30.

بينما في " المرحلة الثانية يكون المقياس المركب المناسب لتقييم المستوى الكافي لاحتياطيات الصرف، يركز أساسا على الخبرة من الأزمات السابقة. لهذا تم إختيار المقياس المقترح بالنظر إلى ثلاثة معلمات هي :

- تقليل من إحتمال الأزمة .

- تجنب إنخفاض مفاجئ في الإستهلاك خلال الأزمة .

- العلاقة مع خسائر الإحتياطي أثناء الأزمة .

و يتبين من خلال التحليل، بأن المقياس المقترح هو أكثر نجاعة مقارنة بالمقاييس الأخرى من حيث المعلمات الثلاث، في حين أن إقتراح مستوى التغطية ما بين 100% و 150% من المقياس المقترح لا بد أن يعتبر كافيا لبلد نموذجي¹.

1 - التقدير الدالي للإحتياطيات وفق المقياس المركب لـ2011 و نظام الصرف المرن: في ظل ممارسات السوق لنظام الصرف المرن، و إنطلاقا من العلاقة الرياضية لحساب المستوى الكافي لاحتياطيات الصرف لبلد ما وفق المقياس المركب المقترح من طرف صندوق النقد الدولي سنة 2011، و باللجوء إلى الإحصائيات السنوية للإقتصاد الجزائري المعبر عنها في تقارير بنك الجزائر. و بعد القيام بالعمليات الحسابية اللازمة، يتبين من الجدول أدناه مقدار المستوى الكافي لإحتياطيات الواجب توفرها بالنسبة لدى بنك الجزائر خلال الفترة المعينة بالدراسة، و التي يمكن الإشارة إليها كالتالي:

¹ - Algeria: selected issues paper, IMF country report, N°:12/22, Op-cit- P33.

الوحدة = مليار دولار أمريكي

مقدار الإحتياطيات المطلوب توفرها وفق نظام الصرف المرن	30% de STD	5% de M2	5% de x	البيان السنوات
2.44	0.05	1.30	1.08	2000
2.57	0.06	1.56	0.95	2001
2.76	0.03	1.79	0.94	2002
3.63	0.05	2.36	1.22	2003
4.26	0.12	2.52	1.61	2004
5.36	0.21	2.83	2.32	2005
6.37	0.17	3.47	2.74	2006
7.73	0.22	4.49	3.03	2007
9.30	0.39	4.88	3.93	2008
7.64	0.45	4.93	2.26	2009
8.95	0.53	5.57	2.85	2010
10.51	0.34	6.53	3.64	2011
11.00	0.36	7.05	3.69	2012
11.28	0.40	7.64	3.24	2013
11.37	0.59	7.78	3.01	2014
8.67	0.55	6.40	1.73	2015
8.29	0.59	6.25	1.45	2016
9.12	0.62	6.77	1.73	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات الجداول السابقة.

يلاحظ مما سبق، أن مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2015، كان يتجاوز المعايير التقليدية بشكل كبير. كما أنه من الواضح، أن تراكم إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر، كان بفعل إرتفاع إيرادات تصدير المحروقات نتيجة إرتفاع سعر برميل البترول خلال الفترة 2000-2013، فضلا على أن الزيادة في قيمة الصادرات و بشكل خاص البترولية ترتب عنه زيادة في مخزون إحتياطي الصرف. و يتبين من الجدول أعلاه أن هنالك إفراط في تراكم إحتياطيات الصرف بالنسبة للاقتصاد الجزائري بشكل يفوق كثيرا المعدل الذي يعتبر كافيا لأغراض الإستقرار الإقتصادي. كما أن مستوى حيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة المشار

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

إليها في الجزائر، كان " يدعو إلى إجراء تقييم حول كيفية إدارة المخزون الإحتياطي لضمان الحفاظ على قيمة تلك الأصول الإحتياطية مع مرور الزمن، و كذلك الحفاظ على جزء من الأصول بالنقد الأجنبي المتاحة لفائدة الأجيال القادمة؛ زيادة على ذلك، لا بد على بنك الجزائر و هو يدير محزون إحتياطي الصرف بوضع معالم إستراتيجيات بديلة لضمان عائد أكبر للإحتياطيات المتراكمة بالنقد الأجنبي¹.

المطلب الثالث: مستوى إحتياطيات الصرف الوقائية و تنامي حجم الإحتياطيات الفائضة في الجزائر

تقتضي الضرورة من السلطات النقدية أن تتحوط لمواجهة الصدمات الخارجية، الإحتفاظ بكميات مناسبة من وسائل الدفع بالنقد الأجنبي و هذا في الأمد القصير و المتوسط لتجنب آثار الصدمات الطارئة، و بالتالي ضمان تدفق الواردات و الدفاع عن سعر صرف العملة و تحقيق الأهداف الإقتصادية و الإجتماعية للبلد. فحيازة " بنك الجزائر لحجم ملائم من الأصول بالعملات الأجنبية كإحتياطيات وقائية، يهدف إلى ضمان الإستمرار في أداء المدفوعات الخارجية بالكفاءة و السرعة و الوقت المناسب، مع عدم الإخلال بعمل الآليات المتعلقة بالحد من المخاطر المرتبطة بالإنتمان التجاري الخارجي و السيولة². و بالتالي إحتياطيات الصرف بإعتبارها رصيد نقدي لمواجهة العجز و لتجنب ما عسى أن يضطر إليه البلد من سياسات غير مرغوبة، لا ينبع من تأمين المعاملات، و إنما من باب التحوط أو الإحتياط، يستلزم الإحتفاظ بمخزون إحتياطي عند مستويات حسب التغيرات المتوقعة للعجز بميزان المدفوعات، أي أن حجم الإحتياطيات المتاحة يجب أن ينمو وفق توقعات العجز.

1 - تقدير إحتياطيات الصرف الوقائية بالنسبة لحالة الإقتصاد الجزائري: لقد ذكرنا سابقا أن بنك الجزائر يلجأ إلى تكوين محزون إحتياطي من العملات الأجنبية حتى يواجه حالات العجز في ميزان المدفوعات مستقبلا، و من هنا القدرة على التنبؤ بإحتمالات العجز و مدى إستعداد البلد لمواجهةها يؤثران على حجم طلب البلد على الإحتياطيات. و لهذا " يجب أولا تحديد المستوى المناسب للإحتياطيات الواجب الإحتفاظ بها ثم تقدير الإحتياطيات الفائضة و التي يمكن توظيفها و إستثمارها. و بذلك يتم ضمان للإقتصاد الجزائري قدر كافي من وسائل الدفع بالعملات الأجنبية لتمويل المدفوعات الدولية في حالات العجز الطارئة في ميزان المدفوعات و تحقيق إستقرار الدينار³. حيث يمكن ملاحظة تطور حجم الإحتياطيات الوقائية و الإحتياطيات الفائضة في الجزائر كما هو مبين في الجدول أدناه:

1 - بوكريد عبد القادر ، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر، مرجع سابق ، ص 195.
2 - زايري بلقاسم : كفاية الإحتياطيات الدولية في الإقتصاد الجزائري ، مجلة شمال إفريقيا ، مرجع سابق ، ص 70.
3 - تقرير عن ورشة عمل حول : "الإحتياطيات الأجنبية و سعر الصرف و أثرهما في السياستين المالية و النقدية " ، مجلة بحوث اقتصاد عربية العدد 61-62 مركز الدراسات الوحدة العربية ، لبنان ، ربيع 2013 ، ص 242.

الجدول رقم (V-21) تطور حجم إحتياطيات الصرف الوقائية و الفائضة فى الإقتصاد الجزائري

خلال الفترة 2000-2017

الوحدة = مليار دولار أمريكي

إحتياطيات الصرف الفائضة	مقدار إحتياطيات الصرف الوقائية	قيمة الواردات السنوية IM	إحتياطيات الصرف الرسمية	البيان السنوات
6.04	5.86	9.35	11.90	2000
12.00	5.96	9.48	17.96	2001
15.86	7.24	12.01	23.11	2002
24.81	8.12	13.32	32.92	2003
32.20	10.90	17.95	43.11	2004
44.08	12.09	19.57	56.18	2005
65.05	12.73	20.68	77.78	2006
93.54	16.64	26.35	110.18	2007
118.65	24.54	37.99	143.10	2008
122.95	24.27	37.40	147.22	2009
136.83	25.39	38.89	162.22	2010
152.48	29.74	46.93	182.22	2011
159.46	31.20	51.57	190.66	2012
161.13	32.88	54.99	194.01	2013
143.25	35.69	59.67	178.94	2014
112.18	31.95	52.65	144.13	2015
90.29	23.85	49.34	114.14	2016
67.24	30.09	48.98	97.33	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات الجداول السابقة.

يتضح من الجدول أعلاه، أنه بالرغم من الإرتفاع المتسارع في قيمة الواردات السنوية، فإن إحتياجات الإقتصاد الجزائري لوسائل الدفع بالنقد الأجنبي؛ كانت أقل من الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية منذ سنة 2000. فإذا كانت قيمة الواردات سنة 2017 هي 48.98 مليار دولار أمريكي، فالإقتصاد الجزائري كان يحتاج إلى 30.09 مليار دولار أمريكي كإحتياطيات وقائية، مقارنة بحجم إحتياطيات الصرف المتركمة لدى بنك الجزائر و التي وصلت إلى أزيد من 97.33 مليار دولار أمريكي لنفس السنة، أي تسجيل إحتياطيات صرف فائضة تقدر بـ 67.24 مليار دولار أمريكي. و لتجنب حالة الإكتناز و إستثمار المخزون الإحتياطي من الصرف في أصول أجنبية آمنة قصيرة الأجل لضمان

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

سيولتها تجنباً للمخاطر فيها، و طبقاً لمفاهيم تكلفة الفرصة البديلة على أساس الإستخدام البديل لإحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي الفائضة، يمكن:

- إستثمارها في أصول خارجية قصيرة الأجل تدير عائد أكبر مما تديره عملية التوظيف في أصول قصيرة الأجل، و تكلفة الفرصة البديلة في هذه الحالة، "الفرق بين العائد الأدنى المحقق من توظيف الإحتياطيات في أصول قصيرة الأجل و العائد الممكن تحقيقه من الإستثمار في أصول طويلة الأجل"¹.
- إمكانية إستثمار تلك الأصول الإحتياطية في إستيراد المزيد من واردات السلع الرأسمالية و الوسيطة، و هذا من أجل زيادة قدرة المؤسسة الوطنية و تحسين النمو الإقتصادي. و بالتالي "الفرصة البديلة تتمثل في قيمة الإنتاج الممكن الوصول إليه من جراء إستيراد المدخلات الضرورية لزيادة الإنتاج"².
- إستخدامها في تمويل المشروعات المحلية و المساهمة في دفع عجلة التنمية، فضلاً عن إحداث فرص العمل للجزائريين و تحقيق قدر أكبر من العدالة في التنمية الإقتصادية.

غير أنه مع حلول سنة 2014، كان هنالك تراجع في حجم إحتياطيات الصرف الفائضة و إنتقالها من 163.13 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2013، إلى حوالي 143.25 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2014، و إلى 90.18 مليار دولار أمريكي مع نهاية سنة 2016؛ ثم إلى 67.24 مليار دولار أمريكي بحلول نهاية 2017. و هذا بفعل الإنخفاض الشديد في عائدات تصدير المحروقات و التي تمثل مصدر التراكم لإحتياطيات الصرف بالنسبة للإقتصاد الجزائري، بالإضافة لإستمرار وتيرة تدفق الواردات عند مستويات مرتفعة.

¹- جوسلين لانديل-مليز: التكلفة المالية للإحتفاظ بالإحتياطيات، مرجع سابق، 1989.
²- زكي رمزي: الإحتياطيات الدولية و الأزمة الإقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن إقتصاد مصر، مرجع سابق، ص 290.

المبحث الثالث: أثر تراكم الإحتياطيات الصرف على المؤشرات الكلية المرتبطة بالرفاهية الإقتصادية

بعد القفزات التي عرفتها أسعار البترول مع نهاية القرن الماضي و خلال العقد الأول من القرن الحالي، إستطاعت الجزائر كغيرها من البلدان البترولية ذات الفوائض المالية الإحتفاظ بمستويات متنامية من الأصول الإحتياطية بالعملات الأجنبية من أجل الوقاية من الصدمات الخارجية.

حيث صاحب الزيادات المستمرة في مخزون إحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر خلال الفترة المعينة بالدراسة، إرتفاعات واضحة في حجم الإيرادات العامة و برامج الإنفاق التي تنظم في الموازنة العامة، و التي تم تجسيدها من خلال تمويل مشاريع التنمية و الإنفاق على قطاع التعليم و الصحة و قطاع الخدمات العمومية؛ فضلا عن تمويل السكن الإجتماعي و دعم الفئات المحدودة الدخل. حيث كان هدف السلطات في الجزائر إستغلال الموارد المالية المتاحة لتحقيق متطلبات، تتمحور حول الرفاهية و التنمية الإجتماعية من خلال إستخدام موارد الموازنة العامة كأحد أهم الوسائل للتأثير على الوضع الإقتصادي لأفراد المجتمع.

المطلب الأول: نمو مخصصات الموازنة العامة و حجم الإنفاق العام

كأداة للسياسة الإقتصادية الكلية، حضي موضوع الموازنة العامة بأهمية كبيرة لدى السلطات الحكومية في الجزائر من أجل التأثير في حجم النشاط الاقتصادي و تكوين الناتج الوطني، و كذلك التأثير في وضعية العمالة و البطالة و مسار تطور الأسعار ... إلخ.

فالإستخدام المتعمد للموازنة كوسيلة للحفاظ على العمالة الكاملة و إستقرار الأسعار على مستوى الإقتصادي الكلي، هو خاصية مميزة للإقتصاديات الوطنية خلال العقود الزمنية الماضية بعد قيام الإقتصادي J.M.Keynes بنشر كتابه الشهير (النظرية العامة للإستخدام ، الفائدة و النقود)، حيث " تزايد الإهتمام بالسياسة المالية و الموازنة العامة نظرا للأسباب التالية :

- عدم فعالية السياسة النقدية في معالجة و إزالة ظاهرة البطالة الجماعية خلال أزمة الكساد العظيم في سنوات الثلاثينيات من القرن الماضي.

- تطوير " الاقتصاد الجديد New Economies" من طرف J.M.Keynes مع تأكيده على دور الطلب الكلي الفعال.

- تزايد الإهتمام بموضوع الإنفاق الحكومي و الضرائب فيما يتعلق بالدخل و الناتج القوميين¹ . و بالتالي يمكن الإشارة بأن الموازنة: "تتعلق بإستخدام خزينة الدولة أو مالية الحكومة لتحقيق أهداف

¹ - M.C.VAISH:"Essentials of Maeroéconomie Management", VIKAS publishing House PVT.LTD.New Delhi,2009, P347 .

الفصل الرابع مستوى إحتياطات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

إقتصادية كلية معينة¹. و في العموم، تتعلق الموازنة العامة " بإستخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق العام و الإيرادات العامة، لتحريك متغيرات الإقتصاد الكلي مثل الناتج القومي و العمالة و الإستثمار لتحقيق الأثر المرغوب"².

و بصفة عامة، يمكن القول أن الموازنة العامة هي برنامج الحكومة لإجراء تغييرات تقديرية في نمط و مستوى إيراداتها و نفقاتها، مستوى الضرائب و القروض العامة بهدف الوصول إلى تحقيق أهداف معينة للسياسة الإقتصادية الكلية مثل: معدل النمو الإقتصادي، العمالة الكاملة، تقليص البطالة؛ عدالة توزيع الدخل و بالتالي تحقيق الإستقرار الإقتصادي.

1 - تحليل تطور الإيرادات و الإنفاق العاميين في ظل تراكم إحتياطات الصرف: إن عودة إرتفاع أسعار برميل البترول إبتداء من الثلاثي الأخير من سنة 1999، أدى إلى تدفق موارد مالية بالعملة الأجنبية إلى داخل الإقتصاد الجزائري و إنعكاس ذلك على الجوانب المختلفة للإقتصاد. حيث تم إستغلال تلك الموارد المالية في بعث النشاط الإقتصادي من خلال سياسة مالية إنفاقية تنموية، عبر عنها بإرتفاع حجم الإنفاق العام ضمن ما يسمى " بمخططات الإنعاش الإقتصادي و تعزيز النمو. و بغض النظر عن طبيعة الدوافع إن كانت إقتصادية أو إجتماعية من وراء تبني سياسة إنفاقية توسعية، فإن محصلات الأداء الإقتصادي و الإجتماعي للفترة السابقة المحققة أثناء تطبيق برامج التعديل الهيكلي الذي كان أكثر تأثيرا على الفئات المحدودة الدخل، جعل السلطات في الجزائر تلجأ إلى تسطير برامج إنفاق متميزة من حيث المشاريع و موازنتها"³. و يمكن عرض تطور أهم مؤشرات المالية العامة للجزائر خلال الفترة المعنية بالدراسة كالتالي:

¹ - D.N.Dwivedi " : "Macroéconomies: théory and policy", 3er ed, Tato Megraw-Hill Education private limited, New Delhi, India, 2010, P60.

² - محمود حسين الوادي ، زكرياء أحمد عزام : المالية العامة و النظام المالي ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان، 2006، ص182.

³ - رئاسة الحكومة، البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009، و مضمون البرنامج الخماسي 2010-2014، الموقع الإلكتروني

www.cg.gov.dz/psve

الجدول رقم(V-22) تطور أهم مؤشرات المالية العامة للجزائر خلال الفترة 2000-2017

الوحدة = مليار دينار جزائري

إجمالي الإنفاق (%)----- PIB	إجمالي الناتج المحلي PIB	إجمالي الإنفاق العام	إجمالي إيرادات الموازنة العامة	إحتياطيات الصرف المتراكمة	البيان السنوات
%28.74	4098.8	1178.1	1578.1	775.9	2000
%31.00	4260.8	1321.0	1505.2	1310.7	2001
%34.17	4537.7	1550.6	1603.2	1755.7	2002
%32.11	5264.2	1690.2	1974.4	2342.6	2003
%30.87	6126.7	1891.8	2229.7	3119.2	2004
%26.41	7519.0	1985.9	3081.7	4151.5	2005
%28.81	8514.8	2453.0	3639.8	5526.3	2006
%33.19	9366.6	3108.5	3687.8	7382.9	2007
%37.95	11043.7	4191.0	5190.5	10227.5	2008
%42.60	9968.0	4246.3	3676.0	10865.9	2009
%37.25	11991.6	4466.9	4392.9	12005.6	2010
%40.12	14588.5	5853.1	5790.1	13880.6	2011
%43.54	16209.9	7058.1	6339.3	14940.0	2012
%36.25	16647.9	6024.1	5957.5	15225.2	2013
%40.60	17228.6	6995.7	5738.4	15734.2	2014
%45.84	16702.1	7656.3	5103.1	15375.4	2015
%41.92	17406.8	7297.4	5110.1	12596.1	2016
%39.81	18906.6	7389.3	6182.8	11227.4	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات تقارير بنك الجزائر السنوية.

1-1 - الأثر على حجم الإيرادات العامة للموازنة: لقد سجلت الإيرادات العامة الفعلية للجزائر زيادات مستمرة و دون إنقطاع على العموم خلال الفترة 2002-2012، و هذا نتيجة حجم الطفرة في أسعار البترول و الذي يعد الممول الرئيس للإيرادات العامة بالنسبة للجزائر. و الجدول الموالي يتيح لنا الإضطلاع على حجم المبالغ التي تم توريدها فعلا للموازنة العامة خلال الفترة المعنية بالدراسة كما يلي :

الجدول رقم(V-23) تطور إجمالي إيرادات الموازنة العامة خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة = مليار دينار جزائري

البيان السنوات	إجمالي إيرادات الموازنة	إيرادات الجباية البتروولية	تطور إجمالي إيرادات الموازنة (%)	تطور إيرادات الجباية البتروولية (%)
2000	1578.1	1213.2	-	-
2001	1505.2	1002.4	-4.62 %	-17.46 %
2002	1603.2	1007.9	6.51 %	0.65 %
2003	1974.4	1350.0	23.14 %	33.94 %
2004	2229.7	1570.7	12.94 %	16.35 %
2005	3081.7	2352.7	38.21 %	49.79 %
2006	3639.8	2799.0	18.11 %	18.97 %
2007	3687.8	2796.8	01.32 %	0.08 %
2008	5190.5	4088.6	40.75 %	46.19 %
2009	3676.0	2412.7	-29.18 %	-40.99 %
2010	4392.9	2905.0	19.50 %	20.40 %
2011	5790.1	3979.1	31.81 %	36.97 %
2012	6339.3	4184.3	09.49 %	05.23 %
2013	5957.5	3678.1	-06.02 %	-12.16 %
2014	5738.4	3388.4	-03.68 %	-07.88 %
2015	5103.1	2373.5	-11.07 %	-29.95 %
2016	5110.1	1781.1	0.13 %	-24.96 %
2017	6182.8	2372.5	20.99 %	33.20 %

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على إحصائيات الجداول السابقة.

بالرجوع إلى الجدول أعلاه، يلاحظ أن حصيلة الإيرادات السنوية للموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 2000-2008، تضاعفت بـ 3.29 مرة. حيث بلغ إجمالي إيرادات الموازنة العامة 5190.5 مليار دينار جزائري سنة 2008، مقابل 1578.1 مليار دينار جزائري سنة 2000، و هذا بفعل الإرتفاع المسجل في إيرادات الجباية البتروولية نتيجة التأثير المباشر لإرتفاع أسعار البترول و للمزيد من التوضيح أنظر (الجدول السابق). و مع "صدمة الإنخفاض الشديد المسجل في سعر برميل البترول

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

سنة 2009 بفعل الأزمة المالية العالمية¹، سجل تراجع كبير في إيرادات الموازنة العامة في الجزائر بلغت نسبتها 29.08%، و هذا بسبب التراجع الكبير في إيرادات الجباية البترولية خلال 2009، حيث إنتقل إجمالي الإيرادات العامة للموازنة إلى 3676.0 مليار دينار جزائري في نهاية 2009 مقابل 5190.5 مليار دينار جزائري سنة 2008.

و على إثر التحسن في أوضاع السوق البترولية الدولية و الإرتفاع المتسارع لأسعار البرميل خلال الفترة 2010-2012، عرفت حصيلة إيرادات الموازنة العامة زيادات سنوية متتالية، و ذلك بوصولها في سنة 2012 إلى مستوى غير مسبوق بـ 6339.9 مليار دينار جزائري، أي بزيادة نسبتها 72% مقارنة بإيرادات سنة 2009. و تعزى هذه الزيادة بالأساس إلى " الإرتفاع في مقدار الجباية البترولية السنوية بفعل القفزات القياسية لسعر برميل البترول"² (أنظر الجدول أعلاه). غير أنه مع بداية سنة 2013، عرفت حصيلة إيرادات الموازنة العامة في الجزائر مسار تنازلي قدرت نسبته خلال سنوات 2013، 2014 و 2015 على التوالي بـ -06.02%، -03.68% و -11.07%. حيث " يرجع هذا الإنخفاض في إيرادات الموازنة العامة، بسبب الإنخفاض المعتبر في إيرادات الجباية البترولية و ذلك بنسب سنوية قدرت بـ -12.16%، -07.88% و -29.95%، خلال سنوات 2013؛ 2014 و 2015 على التوالي"³؛ و بنسبة زيادة ضعيفة قدرة بـ 0.13% في سنة 2016. لتسجل " زيادة قدرة نسبتها بـ 20.99% سنة 2017، مقارنة بسنة 2016 و هذا نتيجة الإرتفاع المسجل في إيرادات الجباية البترولية و التي عرفت زيادة بنسبة 33.23% في سنة 2017، مقارنة بحجم الإيرادات الجباية البترولية لسنة 2016"⁴.

2-1 - الأثر على تطور حجم الإنفاق العام خلال الفترة 2000-2017: أدت الطفرة في أسعار برميل البترول خلال نهاية سنوات التسعينات من القرن الماضي و خلال العقد الأول من القرن الحالي، إلى نمو متزايد لمخزون إحتياطيات الصرف الأجنبي لمستويات قياسية لدى بنك الجزائر، و كذلك تضاعف حصيلة إيرادات الموازنة العامة بفعل الإرتفاع الكبير المسجل في الجباية البترولية، و الذي إنعكس بشكل واضح في حدوث زيادات معتبرة لحجم الإنفاق العام السنوي بشقيه الجاري و الإستثماري. حيث إتبعَت السلطات في الجزائر مع بداية الألفية الثالثة توجهات إنفاقية تجلت معالمها في إعتقاد و إطلاق برامج تنموية خلال الفترة 2000-2017، و ذلك من خلال الإنفاق على تطوير البنية التحتية و الخدمات العمومية، مع زيادة الإنفاق على تطوير التعليم و التكوين و

¹ - بن رمضان أنيسة: تطاير أسعار البترول و دورية السياسة المالية في الدول المصدرة للبترول، دراسة حالة الجزائر، مجلة الإستراتيجية و التنمية، جامعة ابن باديس- مستغانم، العدد 09، جويلية 2015، ص 25.

² - بنك الجزائر: مداخلة محافظ بنك المركزي أمام مجلس الأمة، حول التطورات المالية و النقدية لسنة 2015 و الإقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سابق، ص 11-12.

³ - Ministère des finances: Rapport de Présentation du Projet de la loi de finances pour 2016, P. N° 14, 15, 33.

⁴ - Ministère des finances: Rapport de Présentation du Projet de la loi de finances pour 2018, P. N° 23, 24.

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

الخدمات الصحية، فضلا عن الزيادة في التحويلات و الإعانات ذات الطابع الاجتماعي. و بالتالي العمل على الزيادة في دخل الأفراد، أي الزيادة في مستوى المنفعة المطلقة للطبقة المحدودة الدخل وفقا لإعتبرات مؤشرات الرفاهية الإقتصادية. كما أن التحسن في الوضع الإجمالي للموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة المعنية بالدراسة جعل السلطات تقرر تمويل البرامج الإنفاقية ذات الطابع الإستثماري العمومي و الاجتماعي، دون اللجوء إلى الإستدانة الخارجية، و هذا نتيجة التراكم المتزايد للأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر.

2 - إيجاد صندوق ضبط الإيرادات كوسيلة لتنظيم الفوائض المالية و ضبط الإنفاق العام: إقتداء بالبلدان البترولية الأخرى و بالإستفادة من تجارب السنوات السابقة (إنهيار أسعار البترول سنة 1986)، أنشئ صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر من أجل عزل الآثار السلبية لتقلبات أسعار البترول على الموازنة العامة. تم إيجاد هذا الصندوق بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، كألية لإمتصاص الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الإيجابية لأسعار البترول، و الإحتفاظ بها في شكل مدخرات إحتياطية لمواجهة حالات النقص في الإيرادات العامة أثناء وقوع الصدمات السلبية التي يمكن أن يتعرض لها الإقتصاد الجزائري. غير أنه تم توسيع أهداف الصندوق لتشمل تخفيض الدين العمومي، فضلا عن التسديد المسبق للمديونية الخارجية.

إذ أن تحقيق إستقرار المالية العامة و خاصة الإنفاق العمومي، كان الهدف الرئيسي من إيجاد صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، كخطوة جديدة إتخذتها السلطات لإدارة الفوائض المالية البترولية للبلد؛ و إنطلاقا من حقيقة أن البترول هو المغذي الأساسي لإيرادات الموازنة العامة، و بالتالي كانت السلطات أمام تحديات تأثر مسار الإنفاق العام و كيفية تحييد آثار التذبذبات و اللايقين في الأجل القصير بالنسبة لذلك الإنفاق. و لقد ساهم صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجوزات الخزينة العمومية الناتج عن الإرتفاع القوي في نفقات التجهيز، و خاصة المرتبطة بالبرامج الخماسية الإستثمارية ذات الطابع العمومي للفترة 2005-2009 و الفترة 2010-2014. و الجدول أسفله يبين تطور الأرصدة السنوية و متاحات صندوق ضبط الإيرادات للفترة 2008-2016، كالتالي:

الوحدة = مليار دينار جزائري

الرصيد بعد الإقتطاع	تمويل عجز الموازنة	تسديد تسبيقات بنك الجزائر	أساس للدين العمومي	متاحات قبل الإقتطاع	فائض القيمة	الجباية البترولية المحصلة	الجباية البترولية المعبوة في الموازنة	الرصيد المرحل	البيان السنوات
4280.1	758.2	0	465.4	5503.7	2288.2	4003.6	1715.48	3215.5	2008
4316.5	364.3	0	0	4680.7	400.7	2327.7	1927.0	4280.1	2009
4842.8	791.9	0	0	5634.8	1318.3	2820.0	1501.7	4316.5	2010
5381.7	1761.5	0	0	7143.2	2300.3	3829.7	1529.4	4842.8	2011
5633.7	2283.3	0	0	7917.0	2535.3	4054.3	1519.0	5381.7	2012
5563.7	2132.5	0	0	7695.9	2062.2	3678.1	1615.9	5633.7	2013
4408.2	2965.7	0	0	7373.8	1810.3	3388.1	1577.7	5563.7	2014
2073.8	2886.5	0	0	4960.4	552.2	2275.1	1722.9	4408.2	2015
784.5	1387.9	0	0	2172.4	98.6	1781.1	1682.6	2073.8	2016
0	784.5	0	0	784.5	0	2126.9	2126.9	784.5	2017

المصدر: تقارير قوانين المالية من 2008 إلى 2016، الموقع الرسمي لوزارة المالية الجزائرية: www.imf.dz.

من الجدول أعلاه، نلاحظ بأن رصيد صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر بلغ 4280.1 مليار دينار جزائري سنة 2008، و هو ما يمثل ما نسبة 20% من مجموع إيرادات الموازنة العامة لنفس السنة، أي ما يعادل نسبة 38.9% من إجمالي الناتج المحلي لسنة 2008. بينما خلال سنة 2009، سجل رصيد عمليات الخزينة العمومية عجز بعد تسعة سنوات من التوازن، و هذا بفعل التدهور الحاد المسجل في أسعار برميل البترول، و ما سببه من تراجع شديد في إيرادات الجباية البترولية. و رغم من ذلك، كانت تحويلات فائض القيمة للجباية البترولية نحو صندوق ضبط الإيرادات وصلت إلى 400.7 مليار دينار جزائري، حيث تم إقتطاع منها 364.3 مليار دينار لتمويل قائم عجز الخزينة كإجراء مضاد للإتجاه غير الملائم للدورة البترولية خلال السنة المعنية. و رغم العجز النسبي المسجل في الموازنة العامة خلال سنة 2010، عرف صندوق ضبط الإيرادات زيادة قدرت بـ 1318.3 مليار دينار جزائري، و هذا بفعل التحسن المسجل في قيمة حصيلة الإيرادات البترولية نتيجة إرتفاع أسعار برميل البترول، و إنعكاس ذلك إيجابا على رصيد

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

صندوق ضبط الإيرادات ببلوغة مستوى 4842.8 مليار دينار جزائري، أي بزيادة نسبتها 13% مقارنة برصيد 2009.

ومع التطورات السلبية في سوق البترول الدولي منذ سنة 2013، وزيادة وطأتها خلال السنوات المالية، عرفت تحويلات فائض القيمة بإتجاه صندوق ضبط الإيرادات تراجعاً كبيراً، حيث تم تحويل 1810.3 مليار دينار جزائري فقط خلال 2014، وهذا بعدما كان حجمها يقدر بـ 2026.2 مليار دينار جزائري سنة 2013، أي بنسبة إنخفاض تساوي 13.89%. لتراجع تلك التحويلات خلال سنتي 2015 و 2016 على التوالي، إلى 552.2 مليار دينار و 98.6 مليار دينار جزائري، أي بنسبة تراجع سنوية تساوي 69.50% و 82.14%؛ لتصبح تلك التحويلات معدومة مع نهاية سنة 2017.

كما شكلت المدخرات المالية على مستوى صندوق ضبط الإيرادات هوامش وقائية ضد الأثر السلبية للصدمات الخارجية على سير المالية العامة في الجزائر، حيث مكنت المتاحات المتوفرة من تغطية العجز الحاصل في الموازنة العامة و ذلك باقتطاع ما قيمته 2965.7 مليار دينار، 2886.5 مليار دينار و 1387.2 مليار دينار على التوالي، خلال سنوات 2014، 2015 و 2016.

3 - تآكل القدرة التمويلية لصندوق ضبط الإيرادات و إمكانية نضوب موارده: لقد كان لصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر دوراً هاماً في تنظيم تدفق الإيرادات العامة و ضبط الإنفاق العام، و إسقاط ذلك على الموازنة العامة. حيث كان يحتوي فائض الإيرادات العامة في فترات الفوائض، و ممتصاً للسيولة الفائضة التي تكون سبب في تزايد معدلات التضخم بفعل إرتفاع حصيلة الصادرات البترولية، أي مكافحة الآثار التضخمية المحتملة الوقوع.

بينما في فترات العسر المالي و تقلص الإيرادات العامة، كان لصندوق ضبط الإيرادات دور الحاجز الدفاعي ضد الصدمات الخارجية، و ذلك من خلال اللجوء لإستخدام موارد الصندوق في تغطية العجز الناشئ في رصيد الخزينة العامة بسبب تقلص إيرادات الجباية البترولية؛ و هو الدور أو الغرض الذي أنشأ من أجله صندوق ضبط الإيرادات، و بالتالي مكن ذلك السلطات في الجزائر من مواصلة الإنفاق و تمويل برامج ما يسمى دعم الإنعاش الإقتصادي و النمو.

إلا أن الأمر الخطير الذي يمكن الإشارة إليه، هو أن الموارد المالية المتراكمة كمدخرات احتياطية على مستوى الصندوق، قد تتآكل بشكل متزايد و لا يمكنها الصمود أمام الصدمات البترولية الحادة في الأجل المتوسط و الطويل، خاصة مع لجوء السلطات في الجزائر إلى الإعتماد الكبير على موارد الصندوق لتمويل البرامج الخماسية، و المصحوب بتسجيل عجز مستمر و متزايد في رصيد الموازنة العامة بداية من سنة 2010، بفعل إقرار من جانب السلطات للأنظمة التعويضية المرتبطة بقوانين العمل الأساسية للوظيفة العمومي، فضلا عن الزيادة الحاصلة في النفقات العمومية و المتعلقة بتسيير

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

مختلف مصالح الدولة، بحيث تجاوز العجز الإجمالي للخرينة العمومية ما يعادل نسبة 25% من إجمالي الناتج المحلي الخام لسنة 2010. و من جهة أخرى، عرف قائم صندوق ضبط الإيرادات إقتطاعات قياسية قدرت بحوالي 22.8 مليار أورو سنة 2012، و ذلك من أجل إستخدامها في تمويل عجز الموازنة العامة، مقابل إقتطاع سنة 2011 قدر بما يعادل 17.61 مليار أورو، أي بزيادة نسبتها 29.5%. كما عرف الصندوق إقتطاعات قدرت بحوالي 41 مليار أورو خلال سنتي 2013 و 2014. ومع " تزايد آثار الصدمة البترولية و التراجع الشديد في متوسط سعر برميل البترول إلى 53.06 دولار أمريكي سنة 2015، مقابل متوسط سعر للبرميل 100.23 دولار أمريكي سنة 2014، أي بنسبة تراجع قدرت بـ 47.17%¹. و نتيجة المزيد من " التآكل في موارد الصندوق و إنخفاض موجوداته النقدية إلى مستوى 740 مليار دينار جزائري مع نهاية 2016، أي ما يعادل 7.1 مليار دولار أمريكي، أين بلغت متاحات الصندوق مستواها الأدنى القانوني فضلا عن إستمرار عجز الموازنة العامة، و نظرا لحالة العجز المستمرة في رصيد الموازنة العامة قررت السلطات الحكومية اللجوء لإستخدام موجودات الصندوق في تغطية عجز الموازنة لسنة 2017²". بالإضافة لذلك، تقرر رفع السعر المرجعي لبرميل البترول عند 50 دولار أمريكي في إعداد الموازنة العامة و مشاريع قوانين المالية بداية من سنة 2016، مما يجعل إحتماالية تصفية الصندوق قد يكون واردا مستقبلا، و الجدول أسفله يوضح تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات كما يلي :

الجدول رقم (V-25) التطور السنوي لوضعية رصيد صندوق ضبط الإيرادات بالدولار خلال الفترة

(2016-2011)

الوحدة = الدولار الأمريكي

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الرصيد السنوي	56.3	53.08	52.41	41.85	18.67	7.1

المصدر: من إعداد الطال بالإعتماد على إحصائيات المتوفرة بالدينار في تقارير بنك الجزائر، و تحويلها للدولار الأمريكي.

لا بد من الإشارة، أن تقييم رصيد صندوق ضبط الإيرادات بالدولار الأمريكي، تم بعد تحويل الرصيد السنوي للصندوق بالدينار إلى عملة الدولار على أساس متوسط سعر صرف الدولار يساوي حوالي 71 دينار للدولار الواحد للفترة 2011-2014، و على أساس 102 دينار للدولار الواحد للفترة 2015-2016.

¹ - بنك الجزائر : التقرير السنوي 2015، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سابق ، ص 168.
² - بنك الجزائر : مداخلة محافظ البنك حول التطورات المالية و النقدية للجزائر لسنة 2015 و توجهات السنة المالية 2016، في ظرف إستمرار الصدمة الخارجية ، مجلس الأمة ، أفريل 2017 ، ص 13، 12.

المطلب الثاني: أثر تراكم الإحتياطيات الرسمية على سياسة الدعم و رصيد الموازنة العامة

ينطوي على تطبيق سياسة الدعم الإقتصادي من طرف السلطات الحكومية في الجزائر، تحمل تكاليف و إتمادات مالية كبيرة ترتبط أساسا بتمويل برامج الدعم و المساعدات المقدمة في مجال السكن و التحويلات الإقتصادية، و دعم أسعار المواد الغذائية المستوردة الواسعة الإستهلاك، فضلا عن دعم أسعار الطاقة. حيث تحرير التجارة يترتب عنه تحرير الأسواق و إرتفاع أسعار السلع و المنتجات خاصة المستوردة، و بالتالي إزالة الدعم عن تلك السلع و المنتجات و لاسيما الأساسية التي تعتبر ذات أهمية لدى الفقراء و أصحاب الدخل المنخفضة، سوف يترتب عنه إرتفاع في أسعار تلك السلع و المنتجات، مما يؤدي إلى تفاقم الأثار السلبية على الوضع الاجتماعي للأفراد و حدوث تقلص في رفاهية هؤلاء. و لمواجهة الأوضاع ذات الأثار غير المرغوبة للأفراد، تلجأ السلطات في الجزائر إلى إعادة تخصيص الموارد المالية للموازنة السنوية، و من أجل إستعدادات التوازنات الإقتصادية و الإقتصادية للأفراد، تلجأ السلطات في الجزائر إلى إعادة تخصيص الموارد المالية للموازنة العامة السنوية، و هو الشيء الذي يترتب عنه تآكل في القدرة التمويلية للإيرادات العامة، و إخلال في توازن رصيد الموازنة العامة، خاصة في ظروف الصدمة الخارجية و شح في الموارد المالية.

1 - الأثر المترتب عن سياسة دعم الأسعار: تحظى سياسة دعم أسعار المواد و المنتجات الغذائية و أسعار الطاقة و الوقود، بإهتمام بالغ لدى السلطات الحكومية في الجزائر، و هذا بوصف العملية إجراء أو أداة يمكن إستخدامها من طرف السلطات لتغيير أسعار السلع المرتفعة الثمن نسبيا، بإتجاه تخفيضها.

1-1 - الأثر على سياسة دعم أسعار واردات السلع و المواد الغذائية: دعم أسعار الواردات الغذائية هو إجراء تلجأ إليه السلطات في الجزائر من أجل التدخل للتأثير على أسعار المواد و السلع الغذائية المستوردة، و هذا نظرا لإرتفاع أسعارها نسبيا. حيث " يمارس التغيير في أسعار السلع و المنتجات الغذائية المستوردة أثر مباشر على تطور أسعار الإستهلاك، سواء تم بيع هذه السلع على حالها أو تم تحويلها، خصوصا أسعار الواردات من الحبوب و منتجات الحليب التي تستوردها الجزائر بكميات كبيرة، و التي تتميز بإرتفاع أسعارها و عرضة للتقلبات الشديدة في الأسواق العالمية¹". كما أن واردات السلع و المواد الغذائية تشكل نسبة معتبرة مقارنة بإجمالي الواردات السنوية للجزائر، و هو ما يترتب عنه تخصيص إتمادات مالية هامة بالنقد الأجنبي لتسوية تلك الواردات، بالإضافة لمخصصات مالية سنوية للدعم المقدم في هذا المجال، و هو ما يتبين من الجدول الموالي:

¹ - رابيس فضيل: التغييرات في الحسابات الخارجية و آثارها على الوضعية النقدية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، جامعة الحاج لخضر - باتنة، السنة الجامعية 2012/2013، ص228.

الجدول رقم (V-26) تطور حجم الدعم المقدم للمواد الغذائية خلال الفترة (2009-2017)

الواردات = مليار دولار أمريكي
حجم الدعم = مليار دينار جزائري

دعم المواد الغذائية	إجمالي الدعم	الدعم الموجه للمواد الغذائية	الواردات الغذائية	إجمالي الواردات	واردات السلع و مواد الغذائية	البيان السنوات
			إجمالي الواردات			
%15.95	1205.86	192.28	%14.73	37.42	5.51	2009
% 7.44	1239.26	96.15	%14.67	38.86	5.70	2010
%13.52	2065.07	279.12	%19.73	46.93	9.26	2011
%11.54	1868.50	215.63	%16.45	51.57	8.48	2012
%12.54	1574.36	197.40	%16.39	54.99	9.01	2013
%13.28	1609.12	213.69	%17.68	59.67	10.55	2014
%13.49	1830.14	246.82	%16.99	52.65	8.95	2015
%12.19	1841.57	224.50	%15.93	49.34	7.86	2016
%11.21	1624.82	182.13	%16.48	48.98	8.07	2017

من إعداد الطالب بالإعتماد على :

- إحصائيات تقارير السنوية لبنك الجزائر فيما يتعلق بالواردات .

- إحصائيات وزارة المالية الموجودة على الموقع الإلكتروني للوزارة، بما يتعلق بالدعم،

www.mf.gov.dz:rapport de présentation du projet de loi de finances pour 2016,Op-cit - P 34.

www.mf.gov.dz:rapport de présentation du projet de loi de finances pour 2017,Op-cit – P48.

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن حجم الدعم الموجه للسلع و المواد الغذائية في الجزائر كان نسبته تتراوح ما بين 11.54% و 15.95% من إجمالي الدعم السنوي خلال الفترة المعينة بالدراسة، بإستثناء سنة 2010، أين سجل الدعم الموجه للسلع و المواد الغذائية أقل نسبة و التي قدرت بـ 7.44% من مجموع مخصصات الدعم السنوي.

إذ أن سياسة دعم الواردات من السلع و المواد الغذائية، يمكن أن يكون لها آثار سلبية تنطوي عن تكاليف يتحملها الإقتصاد الجزائري، كما أن الطلب المرتفع على السلع و المواد الغذائية يزيد من حدة تدهور معدلات التبادل التجاري، كالتأثير على إرتفاع أسعار الواردات. و بالتالي " تمويل دعم الواردات الغذائية سوف يؤدي بالسلطات الحكومية إلى سن و وضع رسوم لسد فجوة الدعم المتنامية، مما يتطلب

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

بالضرورة تشجيع إقامة الإستثمارات في القطاع الزراعي للحد من فاتورة إستيراد المواد الغذائية و الوصول للإكتفاء الذاتي¹، و توفير موارد مالية بالنقد الأجنبي.

2-1 - أثار تكاليف دعم أسعار الطاقة و الوقود: من أشكال الدعم الأخرى التي تلتزم السلطات الحكومية في الجزائر تجسيدها، التخصيصات المالية الموجهة لدعم أسعار الوقود و الكهرباء، فحسب " مكتب الدراسات البريطاني Control risks بتاريخ 12 أكتوبر 2016، تبين أن مخصصات دعم الجزائر لمواد الطاقة يكلفها 11% من الناتج الداخلي الخام". و من خلال الجدول أدناه نلاحظ تطور واردات الوقود في الجزائر، و تكاليف دعم الكهرباء خلال الفترة 2009-2017، كما يلي:

الجدول رقم (V-27) تطور حجم الدعم المقدم للمواد الطاقوية خلال الفترة (2009-2017)

الواردات = مليار دولار أمريكي

حجم الدعم = مليار دينار جزائري

البيان	واردات الوقود	إجمالي الواردات	واردات الوقود	دعم الكهرباء و الغاز	إجمالي الدعم السنوي	دعم الكهرباء و الغاز إجمالي الدعم السنوي
			إجمالي الواردات			
2009	0.516	37.422	%1.38	144.60	1205.86	%11.99
2010	0.898	38.885	% 2.3	90.45	1239.26	% 7.30
2011	1.094	46.927	% 2.33	82.40	2065.07	% 3.99
2012	4.659	51.569	% 9.03	76.02	1868.50	% 4.06
2013	4.139	54.987	% 7.5	65.97	1574.36	% 4.19
2014	2.720	59.670	% 4.6	62.96	1609.12	% 4.20
2015	2.247	52.649	% 4.27	81.52	1830.31	% 4.45
2016	1.224	49.34	% 2.48	62.84	1841.47	% 3.41
2017	1.899	48.98	%3.88	65.11	1624.92	%4.00

من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- إحصائيات تقارير السنوية لبنك الجزائر فيما يتعلق بالواردات.

- إحصائيات وزارة المالية الموجودة على الموقع الإلكتروني للوزارة، بما يتعلق بالدعم،

- www.mf.gov.dz:rapport de présentation du projet de loi de finances pour 2016, Op-cit - P 34

- www.mf.gov.dz:rapport de présentation du projet de loi de finances pour 2017, Op-cit - P. 48

التحليل الوصفي للمعطيات الإحصائية المتعلقة بسياسة الدعم الموجه للطاقة في الجزائر من خلال الجدول السابق، يتبين الإتجاه التنازلي في حجم المخصصات المالية الموجهة لدعم الطاقة، حيث إنتقل حجم الدعم من 144.60 مليار دينار جزائري و الذي كان يمثل 11.99% من مجموع الدعم السنوي

¹ - عبد المجيد قدي: مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص246.

سنة 2009؛ إلى 65.11 مليار دينار جزائري و الذي أصبح يمثل 4.00% من إجمالي الدعم السنوي مع حلول سنة 2017. و يفسر هذا الإنخفاض " بالتدابير المتخذة من طرف السلطات الحكومية و المتمثلة في تخفيض حجم الدعم بطريقة متدرجة عن أسعار المواد الطاقوية، من أجل ترشيد إستهلاك المواد الطاقوية و الوصول بأسعارها إلى مستوى يمكن من تغطية تكاليف إنتاجها¹. و بالتالي توفير مخصصات دعم الطاقة " لإنفاقها على جوانب أخرى مثل البنية التحتية و التعليم و الصحة، و هو ما يمكن من إعطاء دفعا قويا للنمو الإقتصادي و توظيف للعمالة². غير أن دعم الوقود في الجزائر له طابع تنازلي، أي يفيد الأغنياء أكثر من الفقراء، و بالتالي كلما زاد المرء ثراء زادت درجة إستفادته من الدعم لأن الأغنياء هم من يمتلكون السيارات الفخمة ذات الإستهلاك المرتفع للوقود. إذ أن الدعم الموجه لأسعار إستهلاك الكهرباء في الجزائر له طابع تنازلي أيضا، و هذا وفق درجات متفاوتة بحيث يعود بالنفع بشكل غير مناسب على جميع أفراد المجتمع، فالأغنياء يحصلون على إمدادات الكهرباء بحصص أكبر على الأرجح من شبكة التوزيع الوطنية للكهرباء، و هذا نظرا لإمتلاكهم عقارات سكنية كبيرة. كما أن دعم أسعار الطاقة قد يؤدي إلى:

- الدعم يشجع على زيادة الإستهلاك و الإهدار للموارد.

- الدعم قد يتسبب في إلحاق الضرر بالبيئة، فضلا عن عدم الكفاءة في خيارات الإستثمار و المشاكل المرتبطة بالقدرة التنافسية، حيث أسعار الطاقة المنخفضة عند الإستهلاك يؤدي إلى الإرتفاع المتسارع في إستهلاك الطاقة محليا، و بالتالي تقلص في القدرات التصديرية للبترول و الغاز بالنسبة للجزائر و إنخفاض في حصيلة الصادرات بالنقد الأجنبي، و إنخفاض حجم الجباية البترولية مع إمكانية ظهور عجز موازني؛

- الدعم قد يفرض قيودا على موارد الموازنة العامة و يفاقم العجز؛

- الدعم يشجع الأنشطة المبددة للموارد المالية من منظور إجتماعي، فكثافة الدعم لبعض السلع و المنتجات تؤدي إلى إيجاد حوافز للتهريب نحو البلدان المجاورة، كما أن إرتفاع حجم الواردات من الموارد الطاقوية سنويا يؤدي إلى إنعكاسات سلبية على الوضعية المالية الخارجية للبلد؛ و ذلك من خلال التخصيص أكثر للموارد المالية بالنقد الأجنبي لتسوية تلك الواردات، و بالتالي إستنزاف لمخزون الإحتياطي بالعملة الأجنبية.

2- تزايد موجودات النقد الأجنبي و تطور حجم التحويلات الإجتماعية في الجزائر: لقد كان للفائض المحقق في الرصيد الخارجي بفعل إرتفاع أسعار البترول، السمة المميزة لعلاقات الجزائر الإقتصادية بالعالم الخارجي مع بداية الألفية الثالثة، و إن سجل عجز في بعض السنوات بسبب حدوث التذبذبات في

¹ - محمدي طيب محمد : قنوات استنزاف إحتياطي الصرف الأجنبي ، و أساليب الحد منها ، حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية ، تخصص : نقود و مالية ، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف ، الجزائر ، 2016-2017 ، ص 211 .

² - أندرو جوبل : ضرورة إصلاح نظام الدعم في الجزائر ، الصفحة الرئيسية لمدونة صندوق النقد الدولي على الإنترنت 22/08/2013 le blog-montada.imf.org

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

أسعار برميل البترول. فالوضعية الموجبة لرصيد البلد الخارجي سمح بتشكيل مستويات هامة من النقد الأجنبي كإحتياطيات صرف لدى بنك الجزائر، و إنعكاس ذلك أساسا على رصيد الموازنة العامة و الرصيد الجاري، أين أصبحت الجزائر تتوفر على الإحتياطيات اللازمة (مدخرات صندوق ضبط الإيرادات). حيث دفع ذلك السلطات للمحافظة و الإستمرار في سياسة الدعم الإجتماعي بمختلف أشكاله، و تهدف السلطات في الجزائر من خلال سياسة الدعم إلى تحسين القدرة الشرائية للمواطنين بسبب ارتفاع الأسعار، خاصة بعد قيامها بتجسيد الإصلاحات الإقتصادية و تحرير الأسواق. و تتضمن التحويلات و المخصصات المتعلقة بسياسة الدعم الإجتماعي: الدعم الموجه للسكن الإجتماعي، الدعم الموجه للعائلات، الدعم الموجه للمتقاعدين، و الدعم الموجه للمجاهدين، فضلا عن الدعم الموجه لقطاع الصحة و التعليم، و شريحة المحرومين. و تسعى السلطات في الجزائر من خلال إعتماد " سياسة الدعم الإجتماعي، الوصول إلى إعادة توزيع الثروة بين أفراد المجتمع"¹. و الجدول الموالي يوضح حجم التحويلات الإجتماعية المقدمة خلال الفترة 2009-2017، كالتالي:

¹ - أحمد مسعود : دعم الأسعار - أحببنا أم كرهننا ، دقة التوجيه هي الأفضل ، الصفحة الرئيسية لمدونة صندوق النقد الدولي على الانترنت -blog-montada.imf.org.le06/04/2013

الجدول رقم (V-28) تطور حجم التحويلات الإجتماعية خلال الفترة 2009-2017

الوحدة = مليار دينار جزائري

2013	2012	2011	2010	2009	السنوات البيان
250631	461709	754145	324517	195620	دعم السكن
405579	423243	492365	318630	459342	دعم العائلات
41892	41405	41642	44429	44155	التعويضات العائلية
100308	90186	89234	87603	78359	دعم التربية
197406	215630	279115	96151	192223	دعم أسعار الحبوب و الحليب
65973	76022	82374	90447	144605	دعم الكهرباء ، الغاز و الماء
257936	249950	139519	144030	149247	دعم المعاشات
263708	364852	367823	199275	176948	دعم الصحة
171938	156925	125695	124050	111284	دعم المجاهدين
224569	211821	185527	128758	15414	دعم المعوزين ، المعاقين ، ذوي المداخل الضعيفة
1574361	1868500	2065074	1239260	1207855	مجموع التحويلات
22.9	24.1	34.8	26.6	28.8	التحويلات الإجتماعية ميزانية الحكومة (%)
9.5	11.5	14.2	10.3	12.1	التحويلات الإجتماعية الناتج الداخلي الخام (%)

المصدر:

www.imf.gov.dz:rapport de présentation du projet de la loi finance pour 2016, Op-cit-P.34.

www.imf.gov.dz:rapport de présentation du projet de la loi finance pour 2017, Op-cit-P.48.

تابع الجدول رقم (V-28) تطور حجم التحويلات الإجتماعية خلال الفترة 2009-2017

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	البيان
	255192	357075	471294	304930	396107	دعم السكن
	422140	451120	443612	405542	414373	دعم العائلات
	42478	42559	42717	41585	36354	التعويضات العائلية
	103012	109484	113557	116721	113059	دعم التربية
	213693	225499	224499	182129	183215	دعم أسعار الحبوب و الحليب
	62957	73578	62839	65107	81745	دعم الكهرباء ، الغاز و الماء
	252097	251308	243516	236781	270912	دعم المعاشات
	320478	323204	321344	330186	331710	دعم الصحة
	180557	198219	197719	197859	200446	دعم المجاهدين
	178659	169674	163036	149625	146470	دعم المعوزين ، المعاقين ، ذوي المداهيل الضعيفة
	1609123	1750600	1840518	1624923	1760018	مجموع التحويلات
(%)	21.0	20.0	23.0	22.8	24.4	التحويلات الإجتماعية ميزانية الحكومة
(%)	9.4	9.6	9.8	8.4	8.4	التحويلات الإجتماعية الناتج الداخلي الخام

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن حجم التحويلات الإجتماعية قد عرفت إرتفاع بشكل لافت للإنتباه خلال الفترة 2009-2016. حيث إرتفاع إجمالي التحويلات ذات الطابع الإجتماعي من 1208 مليار دينار جزائري سنة 2009، إلى حوالي 2065 مليار دينار جزائري سنة 2011، أي بزيادة قدرة نسبتها ب 41.50%. و هو أعلى مستوى (قياسي) بلغته التحويلات الإجتماعية خلال الفترة 2009-2016. حيث بلغت التحويلات الإجتماعية 34.8% من حجم الإنفاق الحكومي (ميزانية الحكومة) سنة 2011، بعدما كانت نسبتها لا تتجاوز 28.8% سنة 2009. في حين وصلت نسبة التحويلات الإجتماعية إلى الناتج الداخلي الخام نسبة 14.2 سنة 2011 (مقابل 12.1% نهاية سنة 2009).

و بالرغم من الإنخفاض المسجل في حجم التحويلات الإجتماعية، إلا أن السلطات في الجزائر واصلت الإستمرار في سياسة القيام بالتحويلات ذات الطابع الإجتماعي عند مستويات مرتفعة، إذ كان حجم التحويلات الإجتماعية في جميع الأحيان لا يقل عن نسبة 20% من الإعتمادات المخصصة المعتمدة لميزانية الحكومة، لتستقر تلك التحويلات عند حجم 1840 مليار دينار جزائري سنة 2016،

أي بإنخفاض نسبته 10.89% مقارنة بحجم التحويلات الإجتماعية لسنة 2011. ليعرف حجم التحويلات بعد ذلك إنخفاض سنة 2017 بنسبة قدرة ب - 1.71% مقارنة بحجم التحويلات لسنة 2016، ثم تعود تلك التحويلات الإجتماعية للإرتفاع من جديد سنة 2018 بنسبة زيادة قدرة ب 8.31% مقارنة بسنة 2017.

غير أن نفقات الدعم الإجتماعي، أصبحت تفرض قيود و ضغوطات على موارد الموازنة العامة في الجزائر، مما جعل العديد من المحللين الإقتصاديين يوصون بضرورة إتخاذ إجراءات مناسبة من أجل تخفيف العبء الضغط على الموازنة العامة، و ذلك بخفض الدعم المعمم تدريجيا و إبداله بمنظومة الدعم المباشرة موجه للأسر ذات الدخل المنخفض، بحيث تكون التحويلات الإجتماعية نقدا الموجهة سبيلا أكثر كفاءة لحماية الفقراء و أقل تكلفة من الدعم المعمم.

كما أن مراجعة سياسة الدعم المنتهجة حاليا قد تكون محفزة للإستثمارات، بإعتبار سياسة الدعم المعمم المطبقة في الجزائر، هي من الأسباب المباشرة في زيادة تفاقم فاتورة الواردات السنوية في الجزائر و التي بلغ حجمها حوالي 48.98 مليار دولار أمريكي مع نهاية 2017. و هذا ما جعل شركات الإتحاد الأوربي و الشركات الآسيوية و الشركات الأمريكية، المستفيد الأكبر من سياسة الدعم المطبقة في الجزائر و إستنزاف مخزون إحتياطي الصرف لدى بنك الجزائر. غير أن الطريق ما زال طويل أمام السلطات في الجزائر من أجل تحسين إستهداف المستحقين للدعم الإجتماعي و تطبيق نطاق الدعم، حتى يتسنى لها تحقيق وفورات صافية و إستخدامها بالشكل الذي يعزز النمو.

3 - العلاقة بين الرصيد الإجمالي لإحتياطيات الصرف الرسمية و رصيد الموازنة العامة: دراسة العلاقة بين الرصيد الإجمالي للحسابات الخارجية أو إجمالي الإحتياطيات الرسمية بالنقد الأجنبي ممثلا لسياسة ميزان المدفوعات، و رصيد الموازنة العامة ممثلا للسياسة المالية أو الموازنة، تهدف إلى معرفة القناة التي تربط القطاع الخارجي بقطاع الداخلي. إذ تعتبر هذه العلاقة ذات أهمية كبيرة بالنسبة لحالة الإقتصاد الجزائري ذو معدل الإنكشاف الإقتصادي العالي، فضلا عن كون القطاع العام في الجزائر يحتل حيزا واسعا ضمن الإقتصاد المحلي.

حيث يعتبر " الإقتصاد الجزائري ريعي و ذو إنكشاف إقتصادي واسع يعبر عنه من خلال إتماده على تصدير المحروقات في الحصول على النقد الأجنبي من جهة، و ضخامة حجم الواردات السنوية من السلع الصناعية و المواد الغذائية من جهة أخرى، بالإضافة لسيطرة القطاع العام على النشاط الإقتصادي المحلي¹". و يظهر ذلك من خلال " الحجم المتزايد للإنفاق العام سنويا، و بالتالي فإن الموازنة العامة للبلاد يتجلى محتواها في الأهداف الإقتصادية النهائية للسلطات، من أجل تحقيق النمو

¹ - الأخضر أبو علاء عزي : سعر صرف الدينار الجزائري بين الواقعية السوق و التعديل الهيكلي ، مقارنة توقعية و احتياطية ، دار الخلدونية ، 2010 ، ص78-77-71.

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

الإقتصادي و إستمراره للوصول إلى رفاهية المجتمع¹. حيث " تختزل وضعية الحسابات الخارجية الجهد الإدخاري و الإستثمائي و تتعداه لتصبح موقع لتوزيع و إعادة توزيع الثروة، و المتمثلة أساسا في الريع البترولي و المواد الإستخراجية²". إذ أن حصيلة إيرادات تصدير المحروقات السنوية تشكل رصيد الحساب المهيمن في هيكل ميزان المدفوعات الجزائري، و المصدر الوحيد للنقد الأجنبي الذي يؤمن الحصول على السلع و الخدمات التي لا يمكن إنتاجها محليا.

و يتجسد فائض أو عجز الحساب الجاري من الفرق ما بين مجموع أرصدة البنود الدائنة و مجموع أرصدة البنود المدينة، و التي تتضمن ميزان تجارة السلع و الخدمات و صافي دخل عوائد عناصر الإنتاج، فضلا عن التحويلات المالية. و بالتالي الإرتفاع في أسعار برميل البترول و إنعكاساته الإيجابية. على حصيلة تصدير البترول و الغاز، و هي بمثابة العامل المرجح لفائض الحساب الجاري، في المقابل يمثل رصيد الموازنة العامة (عجز أو فائض) حصيلة الفرق ما بين الإيرادات العامة و حجم الإنفاق السنوي. غير أنه في حالة الإقتصاد الجزائري، تشكل الجباية البترولية الممول الأساسي للإيرادات العامة، في نفس الوقت يغلب على الإنفاق الحكومي التخصيصات المالية الموجهة لبند التسيير و مستوى الإستهلاك في القطاع العام .

إذ عملت التطورات الإيجابية لمستوى الحساب الجاري، إلى تحسن كبير في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات الجزائري، و تحقيق فائض مستمر خلال الفترة القليلة الماضية، و إن حدث عجز في بعض السنوات بفعل تذبذب أسعار البترول عالميا. بينما الوضع يختلف نسبيا فيما تعلق بتسجيل العجز أو تحقيق الفائض على مستوى الموازنة العامة. غير أن العجزات و الفوائض المتراكمة خلال الفترة المعنية بالدراسة، و إقترابها من بعضها البعض، تشير لوجود علاقة واضحة بين رصيد الموازنة العامة و رصيد الإحتياطيات الرسمية؛ تؤثر على عناصر أخرى داخل الإقتصاد الجزائري، و الجدول أدناه يبين تطور كلا من رصيد الإحتياطيات الرسمية و رصيد الموازنة لعامة في الجزائر، و هذا تبعا لتطور سعر برميل البترول.

¹ - Ministre des finances: rapport de présentation du projet de la loi de finances pour 2016, Op-cit- PN 10-11-12 .
² - رايس فضيل: التغييرات في الحسابات الخارجية و أثرها على الوضعية النقدية في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، مرجع سابق الذكر، ص 232 .

الجدول رقم (V-34) تطور الأرصدة الخارجية و رصيد الموازنة العامة فى الجزائر خلال الفترة

2017-2000

السنوات	البيان	حجم الصادرات البتروولية بالدولار الأمريكي	رصيد المعاملات الجارية بالدولار الأمريكي	حجم الإحتياطيات الرسمية بالدولار الأمريكي	رصيد الموازنة العامة بالدينار الجزائري
2000		21.06	8.93	11.90	400.00
2001		18.53	7.06	17.96	184.5
2002		18.11	4.37	23.11	52.6
2003		23.99	8.84	32.92	284.6
2004		31.55	11.12	43.11	337.9
2005		45.59	21.72	56.18	1030.6
2006		53.61	28.95	77.78	1153.6
2007		59.61	30.54	110.18	579.3
2008		77.19	34.45	143.10	999.5
2009		44.41	0.41	147.22	-570.3
2010		56.12	12.16	162.22	-74.0
2011		71.66	17.77	182.22	-63.5
2012		70.58	12.42	190.66	-718.8
2013		63.81	1.15	194.01	-6.66
2014		58.46	-9.28	178.94	-1257.3
2015		33.08	-27.29	144.13	-2553.2
2016		27.92	-26.22	114.14	-2341.5
2017		33.20	-22.09	97.33	-1206.5

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر.

يلاحظ من البيانات المتوفرة في الجدول أعلاه، العلاقة الواضحة بين تطورات الرصيد الخارجي و تطورات رصيد الموازنة العامة من ناحية، حيث أن رصيد الحساب الجاري يرتبط إرتباط قويا بحصيلة عائدات تصدير المواد البترولية و تطورات سعر برميل البترول في الأسواق الدولية، و بالتالي رصيد الموازنة العامة يتحدد وفق ما يحدث من تغيرات في الرصيد الخارجي. و من ناحية أخرى، فإن إنخفاض المحروقات يؤدي إلى تراجع إيرادات الموازنة بفعل إنخفاض حصيلة الجباية البترولية، مما يدفع بالسلطات اللجوء إلى الإقتراض من النظام المصرفي الجزائري، و هذا ما تم الإشارة إليه خلال المطلب الأول من هذا المبحث الثالث، على أن إنخفاض إيرادات تصدير

الفصل الرابع مستوى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلي (حالة الجزائر)

المواد البترولية يجعل المقابل الرئيسي للكتلة النقدية في الجزائر تتمثل في القروض المصرفية الموجهة للدولة. كما أن رصيد الحساب الجاري يتأثر بجانب الواردات حيث إرتفاع حجم قيمتها السنوية، و خاصة واردات المواد الأساسية (المواد الغذائية مثلا)؛ يؤدي إلى تقلص الفائض الخارجي. زيادة عن ذلك، فإن إرتفاع أسعار السلع المستوردة يدفع بالسلطات لزيادة حجم الدعم الموجه لأسعار السلع الأساسية؛ و منه في كل الحالات، الفائض أو العجز الخارجي هو المحدد للفائض أو العجز في الموازنة العامة.

كما يمكن الإشارة بأن عودة أسعار البترول للإرتفاع مع حلول الألفية الثالثة، سمح بتشكيل مستويات هامة من الإحتياطيات الرسمية بالعملة الأجنبية، و تحسن كبير في رصيد الموازنة العامة مع تسجيل فائض في الحسابات الخارجية باستمرار. فالتحسن في حصيلة عائدات تصدير المحروقات و تحقيق فائض في الحساب الجاري، كان يقابله تسجيل فائض في رصيد الموازنة العامة في الجزائر، بينما التذبذبات في أسعار برميل البترول المصحوبة بتراجع في حصيلة عائدات تصدير المحروقات سنويا، يحدث عجز في الحساب الجاري و يقابله عجز في رصيد الموازنة العامة في الجزائر. و منه فإن التطورات في حصيلة عائدات تصدير المحروقات في الجزائر يعتبر العامل الأساسي المؤثر على التوازن الداخلي و الخارجي.

و بالعودة إلى بيانات الجدول السابق، و خلال سنوات الإرتفاع في حصيلة عائدات تصدير المحروقات، سجل تحسن كبير في وضعية الخزينة رصيد الموازنة العامة في الجزائر بفعل إرتفاع إيرادات الجباية البترولية؛ ما جعل الخزينة العمومية في وضعية دائنة صافيا للنظام المصرفي الجزائري. و بالتالي التقليل من إعتداد الخزينة العمومية على تسبيقات بنك الجزائر في تمويل عملياتها الإنفاقية.

فخلال الفترة 2000-2013، عرفت مالية البلد تحسن مستمر في أغلب السنوات و فوائض مالية معتبرة، سواء بالعملة الأجنبية متراكمة عند مستويات هامة في شكل إحتياطيات صرف رسمية؛ أو فوائض على مستوى الموازنة العامة؛ دفع السلطات الحكومية إلى إنشاء صندوق ضبط الإيرادات للتحكم أكثر في فائض السيولة و تعزيز الإدخار العمومي.

و مع تسجيل الحساب الجاري لميزان المدفوعات في الجزائر عجز ب - 9.28 مليار دولار أمريكي، - 27.48 مليار دولار أمريكي و - 26.32 مليار دولار أمريكي على التوالي؛ خلال سنوات 2014، 2015 و 2016؛ ليستقر رصيد الحساب الجاري عند - 22.09 مليار دولار أمريكي في نهاية 2017. و هذا على خلفية التدهور الشديد في الميزان التجاري للمدفوعات الجزائري، بسبب الإنخفاض الحاد في أسعار البترول. نتج عنه تآكل في قائم إحتياطيات الصرف الرسمية بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر، و إنخفاض حجمها إلى مستوى 97.33 مليار دولار أمريكي مع نهاية سنة 2017، بعد ما سجل مخزون الإحتياطيات الرسمية مستوى قياسي بلغ 194.10 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2013؛ أي بإنخفاض بلغت نسبته - 49.86% (بحجم إنخفاض يقدر ب 96.77 مليار دولار أمريكي). بالإضافة لذلك، عرفت إيرادات الجباية البترولية في الجزائر إنخفاض شديد في حصيلتها

الفصل الرابع مسد توى إحتياطيات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الاقتصاد الكلى (حالة الجزائر)

السوية و عودة العجز لرصيد الموازنة العامة، إذ بلغ العجز - 1257.3 مليار دينار جزائري في نهاية 2014؛ - 2553.2 مليار دينار جزائري في نهاية 2015 و - 2341.5 مليار دينار جزائري مع نهاية 2016؛ ليصبح - 1205.6 مليار دينار جزائري نهاية 2017. مقابل رصيد موجب ب 999.5 مليار دينار في نهاية 2008. حيث تم تمويل عجوزات الموازنة المعتمدة خلال سنوات 2014، 2015 و 2016؛ أساسا بإقتطاعات من قائم صندوق ضبط الإيرادات، ما أدى إلى المزيد من التآكل في موارد الصندوق و إنخفاض قوي في مستوى موارد و ذلك بإقتراب رصيده إلى الحد الأدنى القانوني ب 784.5 مليار دينار (الحد الأدنى القانوني 740 مليار دينار). و بالتالي تدني الوضعية المالية للبلد باتجاه النظام المصرفي خلال الفترة 2014-2016، جعلت الخزينة العامة تتحول من دائن صافيا إلى مدين باتجاه النظام المصرفي الجزائري.

المطلب الثالث: الدراسة القياسية لأثر إحتياطي الصرف الأجنبي على الناتج المحلي PNB كمؤشر للرفاهية الإقتصادية

يقوم الجزء على دراسة العلاقة التي تبين أثر إحتياطي الصرف على الناتج المحلي الخام وفقا للنظريات الإقتصادية، حيث نحاول إسقاط العلاقة النظرية بالجانب التطبيقي وذلك من خلاله دراسة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع كما يلي:

(1) - التعريف بمتغيرات النموذج: من أجل تحليل و توصيف أثار إحتياطيات الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام، إذ يتم التمييز بمتغيرات النموذج وفق كالتالي:

المتغير المستقل: يمثل في إحتياطي الصرف RES: و هو كل ما يمتلكه البلد من عملات أجنبية والتي يحتفظ بها على مستوى البنك المركزي، و بالتالي أكثر العملة الأجنبية التي تستخدم كإحتياطي صرف، عملة الدولار الأمريكي؛ اليورو والجنيه الإسترليني وكذلك عملة الين الياباني بطبيعة الحال. حيث لا يمكن أن نتصور بلد ما بدون إحتياطي صرف أجنبي لما له من دور الهام، حيث تستخدم تلك الإحتياطيات في تمويل واردات البلد، وكذلك في تسديد الديون فضلا عن دوره في إستقرار العملة المحلية.

المتغير التابع: يتمثل في الناتج المحلي الخام LNPIB.

(2) - فترة الدراسة: تمت الدراسة خلال الفترة الزمنية من 1997-2017.

(3) - مصادر المعلومات: الإعتماد في الدراسة على المعطيات من مصادر متعددة منها البنك الدولي و التقارير الصادرة عن بنك الجزائر.

4- النموذج القياسي: تعتمد الدراسة القياسية التي نحن بصدد القيام بها على نموذج الإنحدار الذاتي البسيط وذلك بإتباع الطريقة التالية:

- ❖ إختبار إستقرارية المتغيرات وتحديد درجة التكامل؛
- ❖ إختبار العلاقة السببية بين المتغيرات؛
- ❖ تقدير الإنحدار البسيط؛
- ❖ إختبار مدى سلامة النموذج المقدر؛

4-1 - صياغة النموذج العام للدراسة: بعد تحديد المتغير المستقل والمتغير التابع، فإن النموذج المستخدم يكون كما يلي:

$$PIB = F(RES) \dots \dots \dots (1)$$

بإدخال اللوغاريتم إلى طرف المعادلة (1) حتى تصبح كل متغيرات النموذج متجانسة من حيث التركيبية نحصل على المعادلة الجديدة التالية :

$$PIB_t = a_0(RES)^{a_1} \dots \dots \dots (2)$$

بإدخال اللوغاريتم على طرفي المعادلة (2) نحصل على:

$$\text{Log}(PIB) = a_0 + a_1 \text{Log}(RES)_t + \epsilon_t \dots \dots \dots (3)$$

حيث: ϵ_t بواقي الدالة.

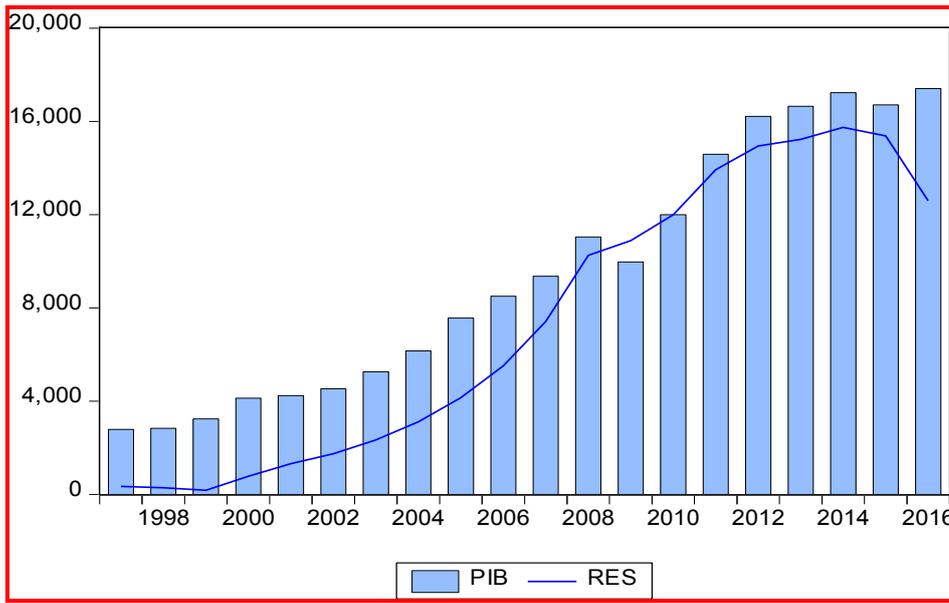
إن صياغة النماذج على شكل لوغاريتم تساعد على تجنب مشكلة عدم التجانس بين مكونات النموذج 1 إضافة إلى أنه يقضي على مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

4-2 - تحليل ومناقشة النتائج:

4-2-1- طبيعة العلاقة بين احتياطي الصرف الأجنبي والنتاج المحلي الخام: من أجل دراسة العلاقة أو تأثير إحتياطي الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام كمؤشر للرفاهية، وبناء على معطيات المتوفرة للفترة 1997-2017، تمّ رسم البيان التالي:

الشكل رقم (V-6) طبيعة العلاقة بين إحتياطي الصرف الأجنبي والنتاج المحلي الخام خلال (1997-

(2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الملحق ومخرجات Eviews9

من خلال الشكل البياني، يتضح أنه كلما ارتفع إحتياطي الصرف الأجنبي أدى ذلك إلى زيادة الناتج المحلي، مما يشير إلى التأثير الإيجابي لإحتياطي الصرف الأجنبي (RES) على الناتج المحلي الخام (PIB) كمؤشر على الرفاهية الإقتصادية؛ وهذا ما سوف نستند عليه في الدراسة التطبيقية.

2-2-4- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: يهدف إجراء التحليل الوصفي للمتغيرات، من أجل دراسة الإختبارات الإحصائية للسلاسل الزمنية محل الدراسة مثل حساب المتوسط و الوسيط و المنوال، و كذا إختبار التوزيع الطبيعي لها من خلال إحصائية معامل التناظر و معامل التفلطح و كذا إحصائية

Jarque-bara؛ من خلال الشكل التالي:

الجدول رقم (V-30): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	PIB	RES
Mean	9516.500	7402.680
Median	8927.500	6465.250
Maximum	17407.00	15734.50
Minimum	2780.000	172.6000
Std. Dev.	5376.957	6009.270
Skewness	0.252653	0.131959
Kurtosis	1.571836	1.371309
Jarque-Bera	1.912489	2.268571
Probability	0.384333	0.321652
Sum	190330.0	148053.6
Sum Sq. Dev.	5.49E+08	6.86E+08
Observation	20	20

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الملحق ومخرجات Eviews9

من خلال دراسة التحليل الوصفي للمتغيرات يتضح أن:

- المتغير التابع المتمثل في الناتج المحلي الخام PIB له قيمة عظمى تساوي 17407 مليون دولار وقيمة دنيا تقدر ب 2780 مليون دولار، بينما بلغت قيمة الوسيط 9516 و الإنحراف المعياري 5376.95.
- بالنسبة لإحتمالية jarque-bera=0.38 تشير إلى أن الناتج المحلي يتبع التوزيع الطبيعي.
- المتغير المستقل المتمثل في إحتياطي الصرف RES له قيمة عظمى 15734 مليار دينار جزائري 172.6 كأقل قيمة، كما أن إحتمالية jarque-bera=0.32 < 0.05، مما يدل على أن المتغير المستقل يتبع التوزيع الطبيعي أيضا.

4-3)- دراسة إستقرارية المتغيرات: بعد دراسة الإحصاء الوصفي للمتغيرات و التحليل البياني، نحاول بعد هذا، دراسة إستقرارية المتغيرات والناتج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم(V-31) : إختبار إستقرارية المتغيرات بإستعمال إختبار فيليب بيرون

At Level			
		LNPIB	LNRES
With Constant	t-Statistic	-1.7906	-1.8230
	Prob.	0.3733	0.3588
		n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-0.8073	-0.3390
	Prob.	0.9467	0.9823
		n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	4.3525	1.7468
	Prob.	0.9999	0.9758
		n0	n0
At First Difference			
		d(LNPIB)	d(LNRES)
With Constant	t-Statistic	-4.0072	-3.8783
	Prob.	0.0074	0.0096
		***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.3029	-10.9215
	Prob.	0.0026	0.0000
		***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-2.0479	-3.1458
	Prob.	0.0418	0.0035
		**	***

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الملحق ومخرجات Eviews9

من خلال إختبار الإستقرارية لفيليب بيرون، نجد أن :

- الناتج المحلي الخام غير مستقر في المستوى لأن إحتماليات القبول في الثلاث مستويات (بوجود الثابت C، بوجود الثابت والزمن @C+، بدون ثابت وبدون الزمن NONE) أكبر من 0.05، بينما تستقر بعد إجراء الفرق الأول وفي المستويات الثلاث حيث تصبح $prob > 0.05$.
- المتغير المستقل إحتياطي الصرف الأجنبي RES المحلي غير مستقر في المستوى، لأن إحتماليات القبول في الثلاث مستويات أكبر من 0.05، بينما تستقر بعد إجراء الفرق الأول وفي المستويات الثلاث حيث تصبح $prob > 0.05$.

4-4- درجة تكامل المتغيرات : بعد إجراء إختبار الإستقرارية لفيليب بيرون PP، يمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:

الجدول رقم(V-32): درجة تكامل المتغيرات

المتغيرات	في المستوى	الفرق الأول	درجة التكامل
LNPIB	غير مستقر	مستقر	I(1)
LNRES	غير مستقر	مستقر	I(1)

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الإستقرارية

- الناتج المحلي الخام LNPIB غير مستقر في المستوى ولكنه يستقر في الفرق الأول مما يعني انه متكامل من الدرجة الأولى I(1)؛

- إحتياطي الصرف الأجنبي LNRES غير مستقر في المستوى ولكنه يستقر في الفرق الأول مما يعني أنه متكامل من الدرجة الأولى I(1)؛

5-4- تقدير الإنحدار البسيط : بما أن متغيرات الدراسة مستقرة في نفس المستوى I(1)، فإنه بإمكاننا إجراء تقدير العلاقة الخطية بين المتغير التابع والمستقل عن طريق إختبار الإنحدار البسيط، والنتائج يوضّحها الجدول التالي:

الجدول رقم (V-33): إختبار الإنحدار البسيط

Variable	Coefficien t	Std. Error	t- Statistic	Prob.
LNRES	0.419117	0.02828	14.8171	0.0000
C	5.522850	0.23692	23.3110	0.0000
R-squared	0.924226	Mean dependent var	8.980868	
Adjusted R-squared	0.920016	S.D. dependent var	0.645235	
S.E. of regression	0.182482	Akaike info criterion	-	0.469693
Sum squared resid	0.599393	Schwarz criterion	-	0.370119
Log likelihood	6.696925	Hannan-Quinn criter.	-	0.450255
F-statistic	219.5476	Durbin-Watson stat	0.673277	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews9

من خلال نتائج الانحدار البسيط يتبين أن :

- هناك تأثير إيجابي ومعنوي لإحتياطي الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام بمعامل 0.41، أي أن زيادة إحتياطي الصرف الأجنبي بوحدة واحدة يؤدي إلى إرتفاع الناتج المحلي ب 0.41 وحدة. و هو ما يتوافق والنظرية الإقتصادية التي تنصّ على أن إرتفاع إحتياطي الصرف الأجنبي، يساهم في زيادة الناتج المحلي.

- قيمة معامل الارتباط $R^2=0.92$ ، مما يدل على أن إحتياطي الصرف الأجنبي يشرح المتغير التابع بنسبة 92%. النموذج له معنوية إجمالية بالنظر إلى إحتتمالية $\text{prob}(F\text{-statistic})=0.0000$.
- قيمة داربين واتسون $dw=0.67 < R^2=0.92$ يشير إلى أن هذا الانحدار زائف، وهو ما يدل على أن نتائج التقدير غير مؤكدة. مما يدفعنا إلى إجراء تقدير الانحدار الذاتي بإدخال المتغير التابع المبطن بفترة واحدة إلى نموذج التقدير $\text{LNPIB}(-1)$. وهذا للقضاء على مشكلة الانحدار الزائف، نتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

4-6)- تقدير الانحدار الذاتي البسيط :

الجدول رقم (V-34): تقدير العلاقة بين إحتياطي الصرف الأجنبي والنتاج المحلي الخام

Dependent Variable: LNPIB

Method: Least Squares

Date: 03/14/19 Time: 10:52

Sample (adjusted): 1998 2016

Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	nt			
LNRES	0.077301	0.041754	1.851344	0.0827
C	1.297861	0.508056	2.554566	0.0212
LNPIB(-1)	0.793177	0.092293	8.594107	0.0000
R-squared	0.984235	Mean dependent var		9.03616
				6
Adjusted R-squared	0.982264	S.D. dependent var		0.61229
				3
S.E. of regression	0.081543	Akaike info criterion		-
				2.03143
				1
Sum squared resid	0.106388	Schwarz criterion		-
				1.88230
				9
Log likelihood	22.29859	Hannan-Quinn criter.		-
				2.00619
				4
F-statistic	499.4430	Durbin-Watson stat		2.15772
				8
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Eviews9

بعد إجراء إختبار الإنحدار الذاتي، نلاحظ أن نتائج التقدير قد تحسنت، كما أن مشكلة الإنحدار

الزائف قد تم القضاء عليها من خلال:

- معامل الارتباط أصبح $R^2=0.98$ بعدما كان في النموذج الأول 0.92 .
- إحصائية $w=2.15 > R^2=0.98$ ، مما يدل على مشكلة الإنحدار الزائف قد تم القضاء عليها.
- بالنسبة لإرتباط الأخطاء و اعتمادا على الجدول الإحصائي لديربن واتسن، تبين أن $d1=1.20$ و $d2=1.42$ و بالتالي فإن قيمة $dw=2.15$ تقع في المجال.

الجدول رقم (V-35): إختبار إرتباط الأخطاء بواسطة قيمة dw

إرتباط موجب بين الأخطاء	منطقة الشك		غياب إرتباط الأخطاء	منطقة الشك		إرتباط سالب بين الأخطاء
0	d1	d2	2	4-d2	4-d1	4
	1.20	1.42		2.58	2.80	

$$dw = 2.15$$

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على جدول DW

نلاحظ بأن قيمة $DW=2.15$ تقع في المجال $(d2=1.42-----4-d2=2.58)$ وهو ما يناسب المجال الأوسط الذي يشير إلى غياب إرتباط الأخطاء فيما بينها، وبالتالي قد تخلصنا من مشكلة إرتباط الأخطاء.

7-4- العلاقة السببية بين إحتياطي الصرف الأجنبي و الناتج المحلي الخام: سنقوم في هذه المرحلة بتحديد إتجاه التأثير من خلال العلاقات السببية، و ذلك بإجراء إختبار السببية ل Granger causality & Block Exogeneity Wald test و كانت نتائج التقدير كالآتي:

الجدول رقم(V-36): إختبار السببية لغرانجر بين المتغيرات

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/16/19 Time: 20:23			
Sample: 1997 2016			
Lags: 2			
LNRES does not Granger Cause LNPIB	18	3.12867	0.0778
LNPIB does not Granger Cause LNRES		1.36004	0.2909

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Eviews9

نتائج إختبار السببية لغرانجر، بيّنت غياب علاقة سببية بين الناتج المحلي الخام و إحتياطي الصرف الأجنبي، لأن الإحتمالية $prob>0.05$.

8-4- إختبار سلامة النموذج: سنحاول في هذا الجزء، إجراء مجموعة من الإختبارات لإختبار مدى سلامة النموذج المقدر من خلال:

8-4-1- إختبار إرتباط البواقي: أو يمكن إختبار إرتباط الأخطاء بطريقة الإختبار الجزئي correlogram ، كما يوضحه البيان التالي :

الشكل رقم (V-7) إختبار إرتباط الأخطاء correlogram

Date: 03/14/19 Time: 11:10

Sample: 1997 2016

Included observations: 19

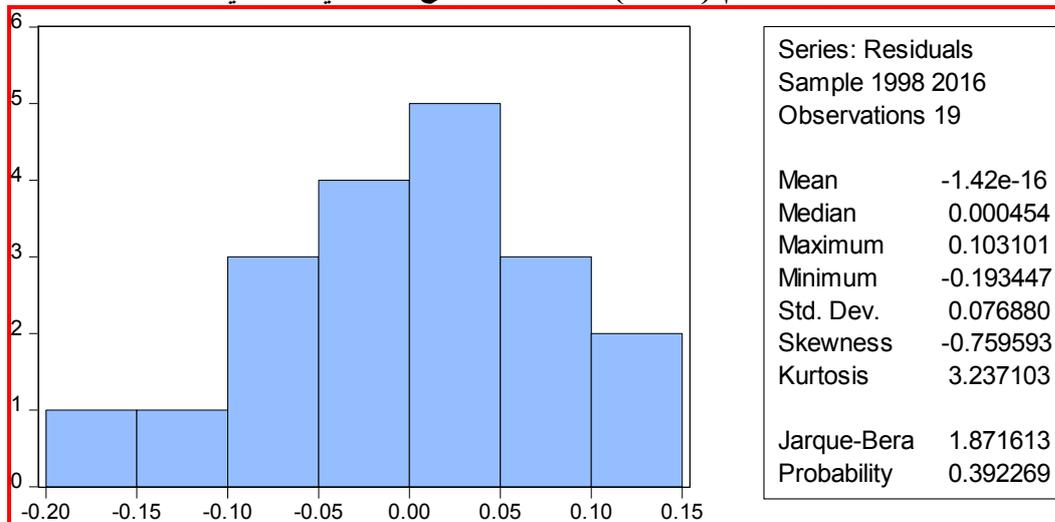
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. .	. .	1	0.011	0.011	0.0027	0.958
. .	. .	2	0.052	0.051	0.0653	0.968
** .	** .	3	-0.207	-0.209	1.1330	0.769
* .	* .	4	-0.140	-0.143	1.6552	0.799
** .	** .	5	-0.295	-0.290	4.1275	0.531
* .	** .	6	-0.177	-0.256	5.0843	0.533
* .	** .	7	-0.100	-0.221	5.4141	0.610
.* .	. .	8	0.162	-0.037	6.3613	0.607
.* .	. .	9	0.176	-0.008	7.5956	0.575
.* .	* .	10	0.111	-0.109	8.1401	0.615
. .	* .	11	0.034	-0.129	8.1993	0.695
. .	* .	12	-0.004	-0.117	8.2003	0.769

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Eviews9

من خلال نتائج الشكل 05، توضح دالة إرتباط البواقي لنموذج الإنحدار الذاتي، على غياب إرتباط الأخطاء نظرا لأن قيم الإحتمالات P-value أكبر من 0.05، وهذه النتيجة تؤكد على قبول النموذج من الناحية الإحصائية.

4-8-2)- إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي : يقتصر إختبار التوزيع الطبيعي على دراسة معامل التناظر ومعامل التفلطح بالإضافة إلى إتمالية JARQUE-BERA ، والنتائج ملخصة في الشكل التالي:

الجدول رقم (V-37): إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Eviews9

من خلال هذا الإختبار يتبين أن إحتمالية $jarque-bera=0.39 > 0.05$ ، مما يدل على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي المعياري.

3-8-4- إختبار تجانس البواقي ARCH: نتائج الإختبار Hétéroscédasticité موجودة في الشكل الموالي:

الجدول رقم (V-38): إختبار تجانس البواقي Hétéroscédasticité

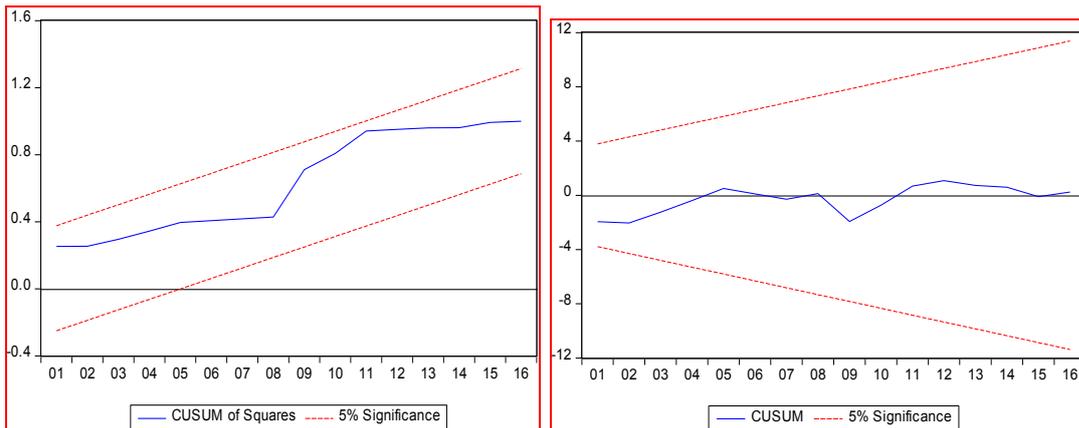
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.002013	Prob. F(1,16)	0.9648
Obs*R-squared	0.002264	Prob. Chi-Square(1)	0.9621

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Eviews9

بالنظر إلى قيمة $prob(Obs*R-squared=0.50 > 0.05)$ فإن الأخطاء متجانسة.

4-8-4- إختبار التوزيع الهيكلى للمعالم: يجب التأكد من خلو نموذج الانحدار الذاتي من وجود أي تغيرات هيكلية، وللقيام بذلك يجب إجراء إختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة Cusum squares. ويستعمل هذين الإختبارين لتبيان وجود أي تغير هيكلى في البيانات، ومدى إستقرارية المعالم الطويلة الأمد مع المعلمات قصيرة الأمد، وشرط تحقيق الإستقرار الهيكلى هو إنحصار الشكل البياني للإختبارين داخل المجال عند مستوى 5%.

الشكل رقم (V-8) التوزيع الهيكلى لمعالم النموذج



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Eviews9

من خلال الشكلين السابقين، نلاحظ أن إختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة Cusum squares، تقع داخل المجال عند 5%؛ و

بالتالى فالنموذج خال من أى تغيرات هيكلية وبيبن كذلك إستقرار المعلمات الطويلة الأمد مع المعلمات القصيرة الأمد.

نتائج الدراسة القياسية: من خلال الدراسة يمكن تلخيص النتائج كما يلي:

- الناتج المحلى الخام و إحتياطي الصرف الأجنبي غير مستقران فى المستوى، بينما تستقر بعد إجراء الفرق الأول. مما يعنى أنها متكاملة من الدرجة الأولى، وهذا ما دفعنا إلى إجراء إختبار الإنحدرا البسيط و إختبار العلاقة السببية.
- بيّنت نتائج الإنحدار البسيط وجود إنحدار زائف وبعد إدخال الناتج المحلى المبطن بفترة واحدة (-1) LNPIB، تخلصنا من مشكلة الإنحدار الزائف وكذا إرتباط الأخطاء.
- بيّنت نتائج الإنحدار البسيط وجود تأثير إيجابي ومعنوي لإحتياطي الصرف الأجنبي على الناتج المحلى الخام، وهو ما يتوافق والنظرية الإقتصادية وكذا الدراسات السابقة التي تطرقنا لها فى الجانب النظرى.
- إختبار العلاقة السببية لغرانجر بيّن غياب علاقة سببية بين إحتياطي الصرف الأجنبي والناتج المحلى.
- مجمل إختبارات سلامة النموذج وصلت إلى أن النموذج لا يعانى من أى مشاكل فى إرتباط الأخطاء، التوزيع الهيكلى للمعالم، التوزيع الطبيعى للبواقي.

لقد سمحت لنا دراسة تطور وضعية الموجودات الإحتياطية بالعملات الأجنبية لدى بنك الجزائر في هذا الفصل، بالوقوف على بعض الحقائق و النتائج التي تميز الإقتصاد الجزائري. فبلوغ تراكمات إحتياطيات الصرف الرسمية في الجزائر مستويات غير مسبوقه وصلت إلى سقف 194.01 مليار دولار أمريكي نهاية 2013، أو ما يعادل تغطية أكثر من 41 شهرا من الواردات، ساهم في تلافي الصدمة الخارجية لسنة 2009؛ علاوة على الصدمة الحادة المرتبطة بإنخفاض أسعار برميل البترول لسنتي 2013-2014، و إستمرار أثارها خلال سنتي 2015 و 2016، و هو ما يدل على صلابة الوضعية المالية الخارجية للبلد حينها.

غير أنه مع حالة إستمرار التراجع في إيرادات تصدير المحروقات، و بقاء وتيرة حجم الواردات السنوية عند مستويات مرتفعة، قد يؤدي إلى إستنزاف مخزون إحتياطيات الصرف الرسمية لدى بنك الجزائر. كما يمكن الإشارة، بأن إيرادات تصدير المحروقات، تشكل المصدر الأساسي في تكوين قائم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر. و من جهة أخرى، فإن الزيادات المستمرة في مستويات إحتياطيات الصرف الرسمية، كان لها الأثر الواضح على الإدخار المحلى من خلال زيادة ودائع مؤسسات القطاع البترولي لدى البنوك التجارية خلال الفترة المعنية بالدراسة. كما أن تجمع جزء كبير من الإحتياطيات على مستوى صندوق ضبط الإيرادات، قد ساهم في زيادة المدخرات المحلية من خلال تحويل جزء من تلك الإحتياطيات إلى سيولة محلية أدت لتوسع نقدي داخل الإقتصاد المحلي.

أما فيما تعلق بتوظيف إحتياطي الصرف الأجنبي، فكانت الإختيارات تنصب على التوظيف في أصول عديمة المخاطر و العائد المنخفض أو في بعض الحالات العائد. ما جعل بنك الجزائر يتحمل على عاتقه، تكاليف معتبرة مرتبطة بتكلفة التعقيم و تكلفة الفرصة البديلة.

كما أن دراسة و تحليل المعطيات الإحصائية لتطور ظاهرة تراكم إحتياطيات الصرف الرسمية في الجزائر، و المؤشرات المرتبطة بالأداء الإقتصادي، و منها الناتج الداخلي الخام كمؤشر على الرفاهية الإقتصادية؛ فضلا عن حجم الإنفاق العام و التحويلات المالية المتعلقة بسياسة الدعم الإجتماعي، و بينت نتائج الإنحدار البسيط وجود تأثير إيجابي و معنوي لإحتياطي الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام، و هو ما يتوافق و النظرية الإقتصادية. و فيما يخص تطور سعر صرف الدينار الجزائري، يتأثر بمتغيرين أساسيين هما: فرق الإنتاجية بين الجزائر و شركائه التجاريين في المدى الطويل، و تطورات سعر برميل البترول في المدى القصير و المتوسط. و بالنسبة للتحويلات الإجتماعية، قد عرفت إرتفاع كبير خلال الفترة 2009-2017، و لم تتأثر بالتطورات غير الملائمة في الوضع المالي للبلاد.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

تلعب إحتياطيات الصرف الأجنبي، دورا محوريا في علاقة البلد الإقتصادية مع العالم الخارجي كونها تمثل الجانب النقدي للمدفوعات الدولية و الوسيلة التي يتم من خلالها إعادة التوازن لميزان المدفوعات، لذلك غالبا ما ترتبط الصدمة الخارجية بسبب عدم كفاية الموجودات الإحتياطيات من الصرف الأجنبي. و عليه تحتفظ البنوك المركزية لمختلف بلدان العالم بحجم معين من العملات و وسائل الدفع المقبولة في الوفاء، يضاف إليها جزء من الذهب لكي تكون جاهزة عند الطلب حينما تقتضي الضرورة ذلك، و حتى تتجنب الحكومات اللجوء إلى سياسات غير مرغوبة إجتماعيا و ذات الكلفة المرتفعة في حالة عدم توفر هذه الإحتياطيات. فمن البديهي أن تحرص البلدان على تكوين تلك الإحتياطيات لكي تستخدمها عند الحاجة القصوى كحدوث عجز طارئ في ميزان مدفوعاتها (عدم قدرة الصادرات على تغطية الواردات أو تسوية التزاماتها بالنقد الأجنبي).

فكما كان هنالك نفع من تكوين إحتياطيات بالنقد الأجنبي، سيكون هنالك طلب عليها. و لكن نظرا لأن الإحتفاظ بهذه الإحتياطيات ينطوي على تكلفة (لأن هذه الإحتياطيات يجب أن تكون سائلة أو أقرب إلى السيولة حتى تكون جاهزة في حالة اللجوء إليها عند الضرورة و بسرعة) فلا بد أن تكون هنالك مقارنة أو تعادل، بين حجم المنافع المتوقعة و بين التكلفة. فإذا كانت المنافع المتوقعة أقل من كلفة الإحتفاظ بهذه الإحتياطيات، إذن نحن أمام حالة فيها إفراط في تكوين هذه الإحتياطيات، و بالتالي مستوى مخزون إحتياطيات الصرف يكون أقل من اللازم و الوضع الأمثل بالطبع هو أن تحرص البنوك المركزية على المعادلة بين التكلفة و المنافع. فطرح القضية على هذا النحو، كان من الطبيعي أن يثير أولا جدل حول طبيعة المؤشر المستخدم في التحليل و تحديد المستوى الأمثل و الملائم لحيازة إحتياطيات الصرف الأجنبي.

كما ينبغي مراعاة مجموعة من المبادئ عند إدارة الحوافظ الإحتياطية، منها الحرص تماما على تقليل درجة المخاطر و التحوط من عدم الأداء عند إختيار الأوراق أو الأصول(الصكوك) الإستثمارية، و الإختصار على السندات الحكومية، و السندات التي تصدرها الوكالات الدولية المتعددة الأطراف. و إختيار الوسائل التي يترتب الإستثمار فيها عدم وجود خطر واضح مع تحديد نسبة المخاطر و التوزيع الجغرافي لهذه الإستثمارات، من أجل تحقيق المزيد من الكفاءة في إستخدام هذه الإحتياطيات بما يخدم أفضل تطور الإقتصاد و المجتمع. و كذلك الحرص على توفير السيولة على درجة مخاطر مقبولة، و هي مخاطر تنجم عن تقلبات السوق(مخاطر أسعار الفائدة) و المخاطر الإئتمانية (إحتمالات عدم الوفاء).

و ضمن هذا السياق جاءت الدراسة مهيكلة في أربعة فصول، تم إستعراض في الفصل الأول من الدراسة، الأدبيات المتعلقة بمفهوم إحتياطيات الصرف الأجنبي و مكوناتها و أهميتها و الدوافع من وراء حيازتها فضلا عن قنوات تراكمها. إذ يتبين أن إحتياطيات الصرف بالعملة الأجنبية تتشكل بفعل التراكم التاريخي لفائض الأصول بالنقد الأجنبي، حيث تؤول عملية تكوين إحتياطيات الصرف و إستخدامها من خلال السياستين المالية و النقدية من أجل تحقيق أهداف إقتصادية و نقدية؛ و التي تتمثل في دعم الثقة في الساسة النقدية و سعر صرف العملة الوطنية، و العمل على الحد من الصعوبات الإقتصادية و تداعيات الصدمات الخارجية، مع الإشارة لوجود أصول بالنقد الأجنبي مساندة للعملة المحلية. بالإضافة لتقديم المساندة للحكومة من خلال تلبية إحتياجاتها بالنقد الأجنبي لتأمين واردات البلد التموينية و مستلزمات الإنتاج المستوردة. كما تتجلى أهمية الإحتفاظ بالأصول الإحتياطية من أجل مواجهة الحالات الإستثنائية و الكوارث الطارئة.

في حين خصص الفصل الثاني، لدراسة و التعرض بالتحليل لكفاية إحتياطيات الصرف و تحديد المستوى الأمثل مع الإشارة لمقاييس المستخدمة في تحديد المستوى الكافي و الأمثل، و الظروف المرتبطة بتكوين إحتياطيات الصرف الأجنبي؛ فضلا عن التعرض للمبادئ التوجيهية المتبعة في إدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي؛ و التي تتطلب الإلتزام بمجموعة من الإجراءات و التدابير المحددة. فالممارسات السليمة لإدارة الإحتياطيات، تستلزم القيام بالمتابعة الدائمة و المستمرة لرصد المعلومات و إستخدام نماذج التنبؤ الحديثة لتغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية، و أسعار الأصول (السندات الحكومية)؛ فضلا عن تطورات أسعار المواد الأولية. و بالتالي القيام بالإدارة الحذرة و الذكية لإحتياطيات الصرف من أجل تفادي عمليات التآكل و خسارة القيمة، أي السعي إلى تعظيم قيمة الإحتياطيات ضمن حدود معقولة للمخاطر التي تمثل إطار لإدارة الأصول الإحتياطية حتى تكون متاحة دائما عند الطلب عليها.

أما في الفصل الثالث، حاولنا تسليط الضوء على الخيارات الممكنة لتخصيص و توظيف إحتياطيات الصرف الأجنبي، و ذلك من خلال الإشارة لأشكال التخصيص و التقسيمات المتعلقة بمحافظ الأصول الإحتياطية أهمها: توظيف الإحتياطيات في سندات الخزينة الحكومية و التوظيف في شكل ودائع مصرفية دولية، أو إنشاء صناديق الثروة السيادية كوسيلة لتوظيف الأصول المتركمة بالعملات الأجنبية؛ مع عرض ثلاثة تجارب دولية متميزة في إستثمار و توظيف الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي تتمثل في تجارب كل من الصين، الإمارات العربية المتحدة و التجربة السعودية.

بينما الفصل الرابع التطبيقي، تم محاولة إسقاط ما سبق على واقع الإقتصاد الجزائري بإعتباره إقتصاد في طور التحول. حيث سعت الدراسة في هذا الفصل، إلى إبراز الملامح المميزة لتشكل و

تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر و أثر ذلك على المتغيرات الإقتصادية الكلية؛ و إستعراض تجربة بنك الجزائر في إدارة و توظيف إحتياطيات الصرف الرسمية المتراكمة لديه، مع محاولة الوصول إلى تحديد المستوى الأمثل و الكافي للإحتياطيات بالنسبة للإقتصاد الجزائري. كما تعرضت الدراسة من خلال هذا الفصل، إلى توضيح أثر تراكم إحتياطيات الصرف بالنقد الأجنبي في الجزائر على المؤشرات المرتبطة بالرفاهية الإقتصادية، كالأثر على حجم الإنفاق العام؛ التوسع النقدي المحلي و تطور حجم التحويلات المالية الموجهة للدعم الإجتماعي؛ فضلا عن إبراز الأثر المترتب عن إمتلاك بنك الجزائر لمستويات قياسية من إحتياطيات الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام كمؤشر على الرفاهية الإقتصادية.

نتائج الدراسة:

لقد أظهرت النتائج المتوصل إليها و التي يمكن إعتبارها بمثابة إجابة عن التساؤلات المطروحة و التي يمكن حصرها في:

- إحتياطيات الصرف الأجنبي أصول مالية سائلة يمتلكها البنك المركزي و تخضع لسيطرته، و هو الذي يشرف على تسييرها و إدارتها. كما يمكن إعتبارها عامل تأمين ذاتي ضد الصدمات الخارجية و وسيلة تستخدم لإدارة أسعار الصرف و التنويع الإقتصادي؛

- من خلال الجداول الإحصائية للفصل الأول، يتبين أن الدولار الأمريكي لا يزال العملة القيادية المسيطرة، سواء فيما تعلق بتشكيل الإحتياطيات الدولية؛ أو في إصدار السندات السيادية، أو في أسواق الصرف الدولية و فوترت المبادلات التجارية عالميا، ثم يليه العملات القوية الأخرى. و من البدائل المطروحة في هذا المجال، عملة اليوان الصيني، و الذي أصبح رسميا ضمن العملات المكونة لسلة تقييم حقوق السحب الخاصة بإعتبارها الوحدة الحسابية المعتمدة لدى صندوق النقد الدولي؛ و هذا يعني أن اليوان مرشح لمنافسة العملتين القويتين الدولار الأمريكي و الأورو إلى جانب الجنيه الإسترليني و الين الياباني؛

- تتمثل أهداف إدارة إحتياطيات الصرف في الأمان، السيولة، تحقيق العائد؛ و تشمل أدوات التوظيف الأوراق المالية أساسا في السندات الحكومية و أدوات الخزينة و أوراق الوكالات، فضلا عن الودائع الموظفة على مستوى البنوك التجارية و البنوك المركزية على المستوى العالمي؛

- يتم تحديد هيكل الإحتياطيات اعتمادا على التركيبة الهيكلية لعملات المدفوعات الخارجية سواء بالنسبة للدين الخارجي أو الواردات، بالإضافة لدافع العائد و المخاطر المتوقعة؛

- تعتبر عملية تجزئة الإحتياطيات إلى شرائح أداة مهمة في تسيير الإحتياطيات و السعي لتعظيم العائد على الأصول الإحتياطية المستثمرة، كما أن اللجوء إلى الدفع المسبق للدين الخارجي، كانت بمثابة أداة لتخفيض تكاليف حيازة إحتياطيات الصرف الفائضة؛

- شركات إستثمار الأصول الإحتياطية يمكن إعتبارها من صناديق الثروة السيادية تدخل ضمن تنوع الإطار المؤسسي لتسيير و إدارة إحتياطيات الصرف الأجنبي، و من أهم التجارب المميزة في هذا المجال دوليا، تجارب الصين و الإمارات العربية المتحدة؛

- تعتبر عائدات المحروقات أهم مصدر لتراكم إحتياطيات الصرف بالعملات الأجنبية بالنسبة للإقتصاد الجزائري خلال الفترة 2000-2013، و بالتالي يشكل هذا الوضع إختلالا هيكليا يصعب علاجه من خلال إيجاد مصادر بديلة للنقد الأجنبي، و هذا ما يجعل السلطات الحكومية تكثر الحديث عن تنويع الإقتصاد و قد تتخذ إجراءات تفشيفية إلا عند إنخفاض أسعار برميل البترول و تقلص في حصيله الصادرات بالعملات الأجنبية؛

- إدارة الفوائض المالية بالنقد الأجنبي المتركمة لدى بنك الجزائر، يكون تحقيقا لثلاثة أهداف: حماية الأصول الإحتياطية، تحقيق عوائد في إطار مخاطر متدنية و الحفاظ على سيولة مرتفعة. حيث يتم توظيف الإحتياطيات في الأوراق المالية بنسبة 98%، و الباقي في ودائع البنوك المركزية، و يتكون هيكل العملات الأجنبية بشكل أساسي من عملة الدولار الأمريكي و الأورو فضلا عن عملات أخرى و هذا إستنادا لدفع المعاملات؛

- تعقيم الأصول الإحتياطية من الصرف الأجنبي في الجزائر، يتم من خلال حساب الحزينة العمومية لدى بنك الجزائر و المتمثل في صندوق ضبط الإيرادات، و الودائع المغلة لفائدة، و إسترجاع السيولة؛

- تستجيب الواردات في الجزائر لمستوى الإحتياطيات بدرجة كبيرة، بحيث تعتبر إحتياطيات الصرف المتركمة المصدر الرئيسي لتمويل الواردات، و بالتالي تعمل على إستنزاف و تآكل الإحتياطيات الرسمية المتركمة إذا لم تكن مدروسة مع إفتراض العوامل الأخرى ثابتة؛

- مستويات إحتياطيات الصرف في الجزائر، بلغت حجما قياسيا للغاية، و نظرا لشذوذ نسبة الإحتياطي فلا حاجة لنا إلى إستخدام أية نماذج أو إجراء أية حسابات للتدليل على أن هذه النسبة قد تجاوزت بكثير المستوى الأمثل، حتى لو إعتدنا على مؤشرات غير مألوفة مثل نسبة الإحتياطيات إلى عجز الميزان التجاري أو رصيد الحساب الجاري؛

- التدفق الكبير للعملات الأجنبية إلى داخل الإقتصاد الجزائري، جعل الأصول الإحتياطية المتدفقة المصدر الأساسي و الشبه الوحيد للتوسع النقدي المحلي، و ظهرت في الإقتصاد الجزائري ظاهرة جديدة تتمثل في تجاوز قيمة إحتياطيات الصرف العرض النقدي؛ و إمتناع البلد عن اللجوء إلى التمويل بالعجز و إلى الإصدار النقدي ذات الطبيعة التضخمية خلال الفترة المعنية بالدراسة؛

- وجود إرتباط قوي بين الرصيد الخارجي و تطور رصيد الموازنة العامة من ناحية، و حصيلة عائدات تصدير المواد البترولية من ناحية أخرى، و بالتالي وضعية الموازنة العامة تتأثر إلى حد كبير بتغيرات الحاصلة في رصيد الحساب الخارجي؛

- الوضعية الموجبة لرصيد الحسابات الخارجية للبلد، كان له الأثر الكبير في تراكم مستويات قياسية من النقد الأجنبي خلال 2000-2013، و تجمع جزء كبير من الإحتياطيات في صندوق ضبط الإيرادات كمدخرات عمومية محلية، مما سمح للسلطات الحكومية بالإستمرار في سياسة الدعم الإجتماعي من خلال المحافظة على وتيرة حجم التحويلات المالية المخصصة لذلك.

- الدراسة القياسية و من خلال نتائج الإنحدار البسيط، بينت عن وجود تأثير إيجابي و معنوية لإحتياطيات الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام في الجزائر، و هو ما يتوافق و النظرية الإقتصادية.

إختبار الفرضيات:

الفرضية 1:- تلعب إحتياطيات الصرف الأجنبي دورا مهما في مواجهة الصدمات الخارجية و تداعيات أثار الأزمات الإقتصادية و المالية، و بالتالي تحقيق الإستقرار المالي و الإقتصادي. هذا ما تأكد بالنسبة للإقتصاد الجزائري الذي تأثر بشكل كبير من تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 و شدة صدمة إنهيار أسعار برميل البترول بداية من جوان 2014، و إستمرار أثارها خلال سنتي 2015 و 2016؛ مصحوبة بتقلص في حصيلة إيرادات الصادرات و خاصة البترولية منها و التي أصبحت دون مستوى تغطية حجم الواردات. و تحت أثر اللجوء المعتبر للمحزون الإحتياطي من الصرف الأجنبي لدى بنك الجزائر، إستطاعت السلطات عزل الأثار السلبية للصدمة البترولية، و ضمان تدفق الواردات من السلع و الخدمات إلى داخل الإقتصاد الجزائري و بالتالي تحقيق الإستقرار المالي و الإقتصادي.

الفرضية 2:- الإدارة الكفوءة للموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي تتطلب تحقيق عائد و المنافع المالية و الإقتصادية، و تقليل قدر الإمكان من الخسائر في ظل المخاطر و تسربات لهذه الموارد الحيوية، وهي من أساسيات مهام البنوك المركزية.

الفرضية 3:- تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر، كان بفعل المستويات المرتفعة لسعر برميل البترول في السوق الدولية لمدة خمسة عشرة سنة متتالية، أي تراكم الموجودات الإحتياطية بالعملة الأجنبية في الجزائر يتم أثناء فترات إرتفاع أسعار برميل البترول لا غير. في حين تتآكل تلك الإحتياطيات في حالة إستمرار الإتجاه التنازلي لأسعار برميل البترول.

فالمشكلة الأساسية للنموذج الإقتصاد الجزائري، تتمثل في غياب إستراتيجية و سياسات إقتصادية مدروسة، و يستند إلى السلطات بأن تناور بالموجودات الإحتياطية المتركمة من الصرف الأجنبي و إعتماها على مداخل تصدير المحروقات في إدارة إقتصاد البلد.

الفرضية 4:- أدت الطفرة البترولية إلى حدوث زيادات معتبرة في مستويات الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي في الجزائر، و تحسن الوضع الإجمالي للموازنة العامة بفعل إرتفاع إيرادات الجباية البترولية، و بالتالي زيادة حجم الإنفاق العام من خلال تنفيذ برامج ذات الصبغة الإنفاقية (برنامج الإنعاش الإقتصادي، برنامج دعم النمو و برنامج توطيد النمو)؛ حيث تضاعف حجم الإنفاق العام ليصبح 46.14% من إجمالي الناتج المحلي PIB سنة 2015، و هذا بعد ما كانت نسبته 28.14 % سنة 2000. كما عرف حجم التحويلات المالية الموجهة للدعم الإجتماعي إرتفاع بشكل لافت للإنتباه خلال الفترة 2009-2017، فضلا عن وجود هنالك أثر إيجابي من جراء تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي على الناتج المحلي الخام. و لمزيد من التوضيح أنظر الفصل الرابع من الدراسة.

و من ناحية أخرى، كان لتحسن وضعية الموجودات الخارجية الصافية للجزائر، الأثر الأكبر في نمو مجاميع القطاع النقدي، و هذا نتيجة تنفيذ جزء من الأصول الإحتياطية بالنقد الأجنبي لتصبح في النهاية جزء مهم من العرض النقدي المحلي.

الفرضية 5:- لجوء السلطات في الجزائر لإستخدام أدوات حماية للحد من الواردات التي تمثل القناة الرئيسية لإستنزاف الموجودات الإحتياطية بالنقد الأجنبي، و هذا من خلال إعتما تراخيص الإستيراد و نظام الحصص من أجل حماية الإحتياطيات الرسمية من التآكل و الإستنزاف.

الفرضية 6:- هنالك عدة مؤشرات لقياس كفاية إحتياطيات الصرف الأجنبي، إلا أن الأكثر إستعمالا هي المؤشرات التقليدية لبساطتها. كما تتمثل تكاليف حيازة الموجودات الإحتياطية في تكاليف الفرصة البديلة.

التوصيات:

كان لتراكم إحتياطي الصرف بالنقد الأجنبي لدى بنك الجزائر إنعكاسات إيجابية على مختلف جوانب النشاط الإقتصادي في الجزائر، و ذلك من خلال إقرار سياسة مالية إنفاقية ذات طابع تنموي و إجتماعي. كما أن التوسع النقدي المعتبر خلال فترة 2005-2013، كان مصدره الزيادة الكبيرة في الموجودات الإحتياطية الرسمية، و الذي تزامن بتسجيل إرتفاعات متواضعة لمعدلات التضخم في الجزائر خلال فترة الدراسة. غير أن تقلص تدفق النقد الأجنبي نحو الإقتصاد الجزائري و تراجع مستوى الإحتياطيات الرسمية بفعل الصدمة البترولية لسنة 2013، و إستمرارها خلال سنوات 2014، 2015 و 2016؛ كان لها أثار سلبية على أداء المؤشرات الكلية للإقتصاد الجزائري. و لتفادي حدوث نفس النقائص مستقبلا، نقترح التوصيات التالية:

- إستثمار جزء من الأصول الإحتياطية الفائضة في شكل أصول خارجية طويلة الأجل و أعلى عائد (هذا النوع من الإستثمارات سينزع عن هذا الجزء من الإحتياطيات صفة كونه إحتياطيات دولية، و هذا نظرا لغياب شرط السيولة و الأمان)، و إستثمار الجزء الباقي منها بشكل مريح و حذر في أصول خارجية قصيرة الأجل و أقل عائدا (هذا النوع من الإستثمارات لا ينزع عن هذا الجزء من الإحتياطيات صفة كونه إحتياطيا دوليا لأنه يضمن له شرط السيولة و يجنبه المخاطر، و عليه يمكن للسلطات النقدية للجوء إلى هذا الجزء من الإحتياطيات كلما دعت الحاجة لذلك).

- كذلك هنالك خيار آخر، و هو إستثمار جزء من الإحتياطيات الفائضة في تمويل القطاع الخاص المحلي (تمويل المشروعات الصغيرة)، بشكل مباشر لما لهذه المشروعات من أهمية في الإقتصاد الوطني؛ و إستثمار الجزء الباقي في شكل أصول قصيرة الأجل تدير عائد مضمون يستخدم أيضا في تمويل القطاع الخاص المحلي.

- إعادة تصميم السياسة التجارية للجزائر من أجل حماية أكثر للمحزون الإحتياطي بالنقد الأجنبي من التآكل و الإستنزاف.

- العمل على الخروج من التبعية لقطاع المحروقات عن طريق إستخدام الموارد المالية الفائضة لتنويع الإقتصاد، و الصادرات و إيجاد مداخل بديلة لتحسين وضعية ميزان المدفوعات في ظل عدم إستقرار أسعار البترول.

- إنشاء سندات بنك الجزائر لتعقيم إحتياطيات الصرف لما لها من مميزات عن أدوات التعقيم الأخرى.

- الإفصاح الدوري و الإبلاغ عن حجم و مستويات إحتياطيات الصرف لدى السلطات النقدية، و هذا من تقاليد الحكم الراشد و تعزيز مستويات الشفافية.

أولاً- المراجع باللغة العربية:

(I)- الكتب:

- أحمد أبو الفتوح على الناقاة: نظرية النقود و الأسواق المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
- أحمد الأشقر: الإقتصاد الكلي، الدار العلمية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2002، ص 271.
- أحمد شعبان محمد علي: إنعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي و دور البنوك المركزية، الدار الجامعية، مصر 2006.
- أحمد شفيق الشاذلي: طرق تكوين و إدارة الإحتياطات النقدية الأجنبية ، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية، صندوق النقد العربي ، أبوظبي، 2014.
- أحمد صلاح عطية: مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- عبد العال حماد: المشتقات المالية، المفاهيم – إدارة المخاطر- المحاسبة، الإسكندرية، مصر، 2001.
- أحمد فريد مصطفى – سهير محمد السيد حسن: السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة – الإسكندرية- الطبعة 2000.
- أسامة بشير الدباغ: البطالة و التضخم، المقولات النظرية و مناهج السياسة الإقتصادية، دار الأهلية، عمان، الأردن، 2006.
- الأخضر أبو علاء عزي: سعر صرف الدينار الجزائري بين الواقعية السوق و التعديل الهيكلي، مقارنة توقعية و إحتياطية، دار الخلدونية، 2010.
- الخضري محسن أحمد: الإقتصاد العالمي و الدولار، الجيزة ، هلا للنشر و التوزيع، 2008.
- الداغر محمود: الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005.
- الطاهر لطرش: الإقتصاد البنكي، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2013.
- إيمان عطية ناصف و هشام محمد عمارة: مبادئ الإقتصاد الدولي، دار الفتح للتجليد الفني، الإسكندرية، 2008.
- برايان كوبل: السندات الحكومية، قسم الترجمة، دار الفاروق، مصر، 2006.
- بسام الحجار: نظام النقد الدولي و أسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009.
- بسام الحجاز: نظام النقد العالمي و أسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009.
- بول آ. سامويلسون و آخرين: الإقتصاد، ترجمة هاشم عبد الله، الدار الأهلية للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة 2001.
- بول سامويلسون و نورد هاوس و يليام: الإقتصاد - ترجمة هشام عبد الله، مراجعة أسامة بشير الدباغ ، دار الأهلية للنشر و التوزيع، الأردن ، عمان.
- تم وضع هذا التعريف من طرف الاقتصادي هانز هيلر H.Héller سنة 1966 ، و ذلك من خلال مقال عنوانه
- تومي صالح : مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2004.
- جان دنيرت: "الدولار"، ترجمة هشام متولي، دار طلاس 1989.
- جون كنيث جاليريت: تاريخ الفكر الإقتصادي، الماضي صورة الحاضر، ترجمة أحمد فؤاد بليبع، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، 2001.
- حازم السلاوي: النظام الإقتصادي الدولي المعاصر، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الأداب، الكويت، 2000.
- حون وايت ، ترجمة خالد العامري: الإستثمار في السندات و الأسهم، دار الفارق، مصر.
- خالد الهادي: المرأة الكاشفة لصندوق النقد الدولي، دار هومة، 1996.
- ديفيد كودي: إستجابة المالية العامة إزاء الزيادات الأخيرة في أسعار السلع الأولية دراسة تقييمية، تقرير آفاق الإقتصاد العالمي، أكتوبر 2008.
- رعد حسن الصوان: أساسيات التجارة الدولية المعاصرة من الميزة المطلقة إلى العولمة و الحرية و الرفاهة الإقتصادية، الجزء الأول، دار الرضا للنشر، 2000.
- رعد حسن صوان: أساسيات التجارة الدولية المعاصرة، من الميزة المطلقة إلى العولمة و الحرية و

- الرفاهة الإقتصادية، الجزء الأول، دار الرضا للنشر، 2000.
- رمزي زكي: الإحتياطات الدولية و الأزمة الإقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الإقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1994.
- رمزي زكي: الإقتصاد العربي تحت الحصار، دراسات في الأزمة الاقتصادية و تأثيرها في الإقتصاد العربي مع إشارة خاصة عن الدائنية و المديونية العربية، القاهرة، مركز دراسات الوحدة العربية 1989.
- زكريا الدوري ، يسرى السامرائي: البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن 2006.
- زينب حسين عوض الله: الإقتصاد الدولي، دار الجامعية الجديدة ، 2004.
- سمير صارم: "اليورو" ، دار دمشق، الطبعة الأولى، 1999.
- سي بول هالورد و رونالد ماكدو ترجمة محمود حسن حسني: النقود و التمويل الدولي، دار المريخ للنشر الرياض، 2007.
- سي بول هالورد: النقود و التمويل الدولي، ترجمة: محمومة حسن حسني، دار المريخ، الرياض، 2007.
- سي بول هالورد، رونالد ماكدونالد: النقود و التمويل الدولي، ترجمة محمد حسن حسني، دار المريخ، الرياض، 2007.
- شقيري نوري موسى و آخرون: إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان / الطبعة الأولى 2012.
- صالح تومي: مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع 2004.
- صالح مفتاح : النقود و السياسة النقدية، دار الفجر للنشر و التوزيع، مصر، 2005.
- ضياء مجيد الموسوي : "الاقتصاد النقدي" ، دار الفكر، 1993.
- ضياء مجيد الموسوي: عولمة رأس أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013.
- عادل أحمد حشيش و آخريين: سياسات الإقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2003.
- عادل أحمد حشيش: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، طبعة 1999.
- عاطف وليم أندراوس: أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- عبد الحسين خليل و عبد الحسن الغالي: سعر الصرف و إدارته في ظل الصدمة الإقتصادية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع، 2011.
- عبد الرحمن يسرى أحمد: الإقتصاديات الدولية، الدار الجامعية، الطبعة 2000.
- عبد العزيز هيكل فهيمي: موسوعة المصطلحات الإقتصادية و الإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1981.
- عبد الكريم جابر العيساوي: التمويل الدولي مدخل حديث، دار صفا للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
- عبد الكريم جابر شنجار: مكونات السيولة الدولية و احتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو ، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، القاهرة، المجلد رقم 05، 2001.
- عبد الكريم شنجار العيساوي و عبد المهدي رحيم العويدي: السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية و المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014.
- عبد المجيد قدي: مدخل إلى السياسات الإقتصادية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2004.
- عبد المجيد قدي: مدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2003.
- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسي: النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار حامد للنشر و

التوزيع، الأردن، 2004.

- عرفان تقي الحسن: التمويل الدولي، الطبعة الأولى، عمان، دار مجدلاوي للنشر 1999.

- عرفان تقي الحسني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2002.

- عفيقي حاتم سامي: دراسات في الإقتصاد الدولي، القاهرة، الدار المصرية - اللبنانية، 1987.

- علي توفيق الصادق: العوامل الخارجية في إحداث الظاهرة التضخمية في البلاد العربية (التضخم المستورد)، بحوث و مناقشات الخبراء، تحرير: رمزي زكي، المؤسسة الجامعية للدراسات و التوزيع، بيروت، 1996.

- فليح حسن خلف: الإقتصاد الكلي، جدار للكتاب العالمي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2007.

- فليح حسن خلف: التمويل الدولي، الوراقة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2004.

- فليح حسن خلف: العلاقات الإقتصادية الدولية، مؤسسة الوراق، 2001.

- كامل بكري: التنمية الإقتصادية، دار النهضة، بيروت، 1986.

- كامل بكري: علم الإقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1989.

- كريم النشاشيبي و آخرون: "الجزائر: تحقيق الاستقرار و التحول إلى اقتصاد السوق"، صندوق النقد الدولي، واشنطن 1998.

- كويل برايان: أسواق العملات الأجنبية، الطبعة العربية الثانية، مصر، دار الفاروق للنشر و التوزيع، 2007.

- كينين بيتر و ترجمة الشهابي ابراهيم يحي: الإقتصاد الدولي، القسم الأول و الثاني، دمشق، منشورات وزارة الثقافة 1999.

- لعلو موسى بوخاري: سياسة الصرف و علاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الإقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع، لبنان، بيروت، 2010.

- ماهر كبح شكري و مروان عوض: المالية الدولية، العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين (النظرية و التطبيق)، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 2004.

- مجدي محمود شهاب: أساس العلاقات الإقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006.

- مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية، دار الجامعية الجديدة للنشر - الاسكندرية - 1988.

- مجدي محمود شهاب: الإتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1998.

- محسن الخضيرى: اليورو و الإطار الكامل و الشامل للعملة الأوروبية الموحدة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2002، ص 25-27.

- محمد الشريف إلمان: محاضرات في النظرية الإقتصادية الكلية، الدوال الكلية الأساسية، القطاع النقدي، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.

- محمد زكي الشافعي: مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت.

- محمد عزت غزلات: إقتصاد النقود و المصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2001.

- محمود حسين الوادي، زكرياء أحمد عزام: المالية العامة و النظام المالي، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2006.

- محمود حميدات: مدخل للتحليل النقدي و البنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005.

- محمود رضا فتح الله: إقتصاديات الطلب على الواردات، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006.

- مروان عطون: أزمت الذهب في العلاقات النقدية، دار الهدى، 1992.

- مروان عوض: دراسة تطبيقية و عملية في التعامل بالعملات الأجنبية و عمليات الإستثمار، 1985، ص 199.

- مصطفى رشيد شيحة: الإقتصاد النقدي و المصرفي، الدار الجامعية للطباعة و النشر - بيروت، 1981، ص 148-149.

- مورد خاي كريانين ترجمة محمد ابراهيم منصور: الإقتصاد الدولي مدخل السياسات، دار المريخ للنشر، الرياض 2007.
- موردخاي كريانين: الإقتصاد الدولي محل السياسات، ترجمة: محمد ابراهيم منصور، علي مسعود عطية، دار المريخ للنشر، الرياض، الطبعة الأولى، 2010.
- ميشل تودارو، تعريب و مراجعة محمود حسن و محمود حامد محمود: التنمية الإقتصادية، المملكة العربية السعودية، دار المريخ، 2006.
- نعمان سعدي: البعد الدولي للنظام النقدي، برعاية صندوق النقد الدولي، تقديم عبد المجيد قصي، دار بلقيس، دار البيضاء، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011.
- هاشم حيدر: السيولة النقدية الدولية و البلدان النامية، الأهلية للنشر و التوزيع، بيروت، 1988.
- هجير عدنان زكي أمين: الإقتصاد الدولي، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- هزاع مفلح: التمويل الدولي، منشورات حلب، سوريا 2007.
- وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي (قضايا نقدية و مالية)، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2001.
- وهبة الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، سورية، 2002.

(II) - المقالات:

- أتيش غوش : 'إعادة العملات لوضعها الطبيعي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية، واشنطن، 2008.
- أتيش غوش: إعادة العملات لوضعها الطبيعي، مجلة التمويل و التنمية، واشنطن، جوان 2007.
- أحمد بريهي العلي: الأزمة المالية الدولية الراهنة على مسار دورات الائتمان و أسعار الأصول، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، الجامعة المستنصرية، عدد خاص بالأزمة 2009.
- أديب قاسم شندي: الأسواق المالية و أثرها في التنمية الإقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
- إعتصام الشكرجي و محمد العامري: إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي بإستخدام أدوات التحوط المالي دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد الثامن، العدد 23، جامعة بغداد، العراق، 2013.
- بابل و دراك و أحرون: ضرر الضمان، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر 2015.
- بلغزوز بن علي و طيبة عبد العزيز : السياسة النقدية و استهداف التضخم خلال الفترة 1990-2006، مجلة بحوث إقتصادية، العدد 41، شتاء 2008.
- بن رمضان أنيسة: تطاير أسعار البترول و دورية السياسة المالية في الدول المصدرة للبترول، دراسة حالة الجزائر، مجلة الإستراتيجية و التنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس- مستغانم، العدد 09، جويلية 2015، ص 25.
- بن جامين كوهين: مستقبل عملات الإحتياطي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، سبتمبر 2009.
- جواد أني - ماري و إينوش تشارلس: عمل مجالس العملة علاج لكل المشاكل النقدية، مجلة التمويل و التنمية، عدد ديسمبر 1998.
- جورج إيفان كاناليس و أحرون: ركوب النمر، كيف تستطيع البنوك المركزية في البلدان النامية أن تتدخل على أفضل وجه في أسواق الصرف الأجنبي المتقلبة، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 40، سبتمبر 2003.

- جوسبين لانديل ميلز: التكلفة المالية للإحتفاظ بالإحتياطيات، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، عدد ديسمبر، 1989.
- جيورجي زايلري : إختيار نظام سعر الصرف في الدول الإقتصادية الإنتقالية في أثناء عضوية الإتحاد الإقتصادي و النقدي الأوربي، مجلة التمويل و التنمية، 2001.
- زايري بلقاسم : كفاية الإحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، العدد السابع، السداسي الثاني 2009.
- زايري بلقاسم: إدارة إحتياطيات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد31، 2008.
- ستفن بارنيت و رولاندو أوسوكس: ما الذي ينبغي للدول المنتجة للنفط أن تحافظ على موالدها، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن العدد01، مارس 2003.
- سلطان عبد الرحيم: مدخل الطاقة الإستيعابية، مجلة النفط و التنمية، العدد 26 مارس 2011.
- طيبة عبد العزيز: فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم إحتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، العدد 12، جوان 2014.
- عبد الكريم جابر شنجار: مكونات السيولة الدولية و إحتتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو، مجلة الوحدة الإقتصادية العربية، القاهرة، العدد1-2001، 2.
- عبد المجيد قدي: الأزمة الإقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 36، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، 2009.
- عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، العدد السادس، السداسي الأول، 2009.
- كريستين ابراهيم زادة :المرض الهولندي، ثروة كبيرة تدار بغير حكمة، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، العدد01، مارس 2003.
- لقمان معزوز و شريف بودوري: المنافسة بين الدولار و الأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي، مجلة الباحث، عدد 9، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011.
- ماجد المنيف: مركز دراسات الوحدة العربية، منتدى التنمية، صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الإيرادات النفطية، طبعة الأولى، بيروت، 2009.
- محمد راتول و صلاح الدين كروش: تقييم فعالية السياسية النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة (2000-2010)، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 66، ربيع 2014.
- مخامرة وجدي: الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبلات، مجلة البنوك في الأردن، العدد 3 ، المجلد 19، أبريل 2000.
- ترقو محمد: أثر إختيار نظام الصرف و وضعية حساب رأس المال على سلوك الإحتياطيات الدولية في الدول النامية- دراسة قياسية بإستخدام نماذج معطيات Panal، مجلة أبحاث إقتصادية و إدارية، العدد الثامن عشر، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2015.
- مريم آيت بارة و محمد صاري: تسيير خطر الصرف في المؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة، مجلة الباحث، عدد 14، جامعة ورقلة، 2014.
- مظهر محمد صالح: صناديق الثروة السيادية تقييم أولي لتجربة صندوق التنمية العراقي، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، العدد2008، 16، ص01-02.
- نبيل بوفليح : "دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الإقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010" ، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد9، 2013.
- هيروكو أورا و ليليانا: بنوك تحت الضغط مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، يونيو 2013.
- ياسر الحويش: حقوق السحب الخاصة، مفهوم ، واقع و مستقبل، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 30، جامعة دمشق، سورية، 2014.

(III)- التقارير الدورية و المنشورات:

- صندوق النقد الدولي: المبادئ التوجيهية لإدارة إحتياطيات النقد الأجنبي، المجلس التنفيذي، سبتمبر 2001.
- البنك المركزي المصري: النشرة الإحصائية الشهرية، العدد 27، أبريل 2005.
- صندوق النقد العربي: التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبوظبي، 2012.
- صندوق النقد العربي: التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، أبوظبي، 2006.
- صندوق النقد العربي: التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبوظبي، 2016.
- صندوق النقد العربي: التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبوظبي، 2015، الفصل الخامس، التطورات في مجال النفط و الغاز.
- صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات و وضع الإستثمار الدولي، الطبعة السادسة، 2009.
- دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.
- صندوق النقد الدولي: تقرير آفاق الإقتصاد العالمي، واشنطن، عدد أكتوبر 2008.
- التقرير السنوي لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية (UNCTAD) حول الإستثمار العالمي 2013.
- شفيق الشاذلي: طرق تكوين و إدارة الإحتياطيات الأجنبية، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2014.
- هنري توفيق عزام: العملات العربية: أسعار صرف ثابتة أم مرنة، إتحاد المصاريف العربية، جويلية / أوت 2003.
- صندوق النقد الدولي: دراسة إستقصائية للأوضاع الإقتصادية و المالية العالمية، آفاق الإقتصاد العالمي: تحولات و توترات، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، أكتوبر 2013.
- فيليب كرم: تطور نظم الصرف و أدائها، معهد الصندوق النقدي الدولي، عمان، 2005.
- أحمد طلفاح: التدفقات المالية الدولية، سلسلة البرامج التدريبية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.
- رمزي زكي : الإقتصاد العربي تحت الحصار، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان ، 1989.
- محمد الحسن الشيع: تحييد تدفق رأس المال الأجنبي، مجلة المصرفي ، البنك المركزي السوداني، العدد 32 السودان 2004.
- ماجد المنيف : صناديق الثروة السياسية و دورها في إدارة الإيرادات النفطية، مركز دراسات الوحدة العربية، منتدى التنمية ،نوفمبر 2009.
- روبرتو كارداريللي و سليم ايلكداغ : إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة، تقرير آفاق الإقتصاد العالمي، العولمة و عدم المساواة، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2007.
- البنك المركزي العراقي، البيانات المالية، 31 كانون الأول، 2009.
- صندوق النقد الدولي: الإحتياطيات الدولية و السيولة بالعملات الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2013.
- ماجد المنيف: الطفرة النفطية الثالثة و إنعكاسات الأزمة المالية العالمية ، منتدى التنمية ، مركز دراسات الوحدة العربية، 2009.
- مظهر محمد صالح قاسم: السياسة النقدية للعراق بناء الإستقرار الإقتصاد الكلي و الحفاظ على نظام مالي سليم ، البنك المركزي العراقي، بغداد، مارس 2012.
- أوديبيراس و آخرون: اقتصاديات صناديق الثروة السيادية - قضايا لصناع السياسات، صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، 10 ديسمبر 2010.
- مهران حاتم: التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الإستقرار الإقتصادي، الكويت، المعهد العربي للتخطيط ، 2008.
- جان فرانسوا سيزنيك: صناديق الثروات السيادية في منطقة الخليج، مركز الدراسات الدولية و الإقليمية، كلية الشؤون الدولية بجامعة جورجتاون في قطر، 2012، تقرير 3 .
- مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي 2015، رقم 51.
- مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي 2016، رقم 52.
- ميزان المدفوعات لعام (2004): إدارة البحوث و الإحصاء، مصرف ليبيا المركزي.

- خالد بن حدم عبد الله القدير: العلاقة بين كمية النقود و الناتج الإجمالي في دولة قطر، دراسات إقتصادية، السلسلة العلمية لجمعية الإقتصاد السعودي، المجلد الرابع، العدد08، 1423، الموافق لسنة 2011-2012.
- سالم توفيق النجفي و أحمد فتحي عبد المجيد: السياسات الإقتصادية و الفقر مع إشارة خاصة إلى الوطن العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، الطبعة الأولى، 2008.
- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2017. التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، جويلية، 2018.
- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2015. التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر.
- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2008، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، سبتمبر 2009.
- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2013، التطور الإقتصادي و النقدي للجزائر، نوفمبر 2014.
- بنك الجزائر: التقرير السنوي 2011، التطورات الإقتصادية و النقدية للجزائر، أكتوبر 2012.
- أحمد شفيق الشاذلي: الإطار العام للإستقرار المالي و دور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، 2014.
- بنك الجزائر: النشرة الإحصائية رقم 05، ديسمبر 2008.
- بنك الجزائر: النشرة الإحصائية رقم 21، مارس 2013.
- تقرير عن ورشة عمل حول: "الاحتياطات الأجنبية و سعر الصرف و أثرهما في السياستين المالية و النقدية"، مجلة بحوث إقتصاد عربية العدد 61-62 مركز الدراسات الوحدة العربية، لبنان، ربيع 2013.
- كارلا أهيلز: كيف تجارب منظمة التجارة العالمية الحمائية، مكتب برامج الإعلام الخارجي بوزارة الخارجية الأمريكية، 3 ديسمبر 2011.

(V)- مداخلات:

- نبيل محمد الطيري: دور تحويلات العاملين في تمويل التنمية في الجمهورية اليمنية 1990-2010، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي العاشر حول التوجهات الحديثة في تمويل التنمية، المعهد العربي للتخطيط، بيروت، الجمهورية اللبنانية، 11-12 أبريل 2011، ص 05.
- وليد عيدي: ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الإقتصادي، المديرية العامة للإحصاء و الأبحاث، البنك العراقي، بغداد.
- خاتم مهران: التضخم في مجلس التعاون الخليجي و دور صناديق النفط في الإستقرار، ورقة عمل، API/WPO702، المعهد العربي للتخطيط.
- عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية و الأزمات المالية الراهنة، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر الأزمة العالمية و كيفيات علاجها من منظور الإقتصاد العربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس 13-14 مارس 2009.
- بنك الجزائر: مدخلة محافظ بنك الجزائر، حول التطورات المالية و النقدية لسنة 2016 و توجهات السنة المالية 2016 في ظرف إستمرار الصدمة الخارجية، أبريل 2017.
- محمد لكصاسي: عرض التقرير السنوي للتطور الإقتصادي و النقدي لـ2010 من طرف محافظ بنك الجزائر، في 25 أوت 2010.
- محمد لكصاسي: الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004.

(IV)- أطروحات الدكتوراه:

- محمد جعفر هني: إدارة احتياطات الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الإقتصادية الإقتصادية، فرع: مالية و إقتصاد دولي، 2016-2017.
- خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا: المشتقات المالية دراسة فقهية، أطروحة دكتوراه، منشورات كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية رقم 03-32، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2013.
- رابيس فضيل: التغيرات في الحسابات الخارجية و آثارها على الوضعية النقدية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، جامعة الحاج لخضر- باتنة، السنة الجامعية 2012/2013.

- بربري محمد أمين: الإختيار الأمثل لنظام الصرف و دوره في تحقيق النمو الإقتصادي في ظل العولمة الإقتصادية - دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2011.
- بوكريدي عبد القادر: متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية، دراسة حالة بنك الجزائر، أطروحة دكتوراه لنيل شهادة الدكتوراه علوم، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015-2016.
- كبداني سيدي أحمد: أثر النمو الإقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، دراسة تحليلية و قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة تلمسان، السنة الجامعية 2012-2013.
- نبيل بوفليح: "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية الواقع و الآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2012/2011.
- سمير آيت يحي: التحديات النقدية الدولية و نظام الملازم للجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013-2014.
- محمدي طيب محمد: قنوات إستنزاف احتياطي الصرف الأجنبي، و أساليب الحد منها، حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود و مالية ، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2016-2017.
- Youssef MAYAKI: Demande de réserves et prevision de déficit dans une union monétaire, Thèse Doctor(Ph.D) , université de monteréal, Mars 1989.

(IIV) - القوانين التنظيمات:

- النظام رقم 95-08 المؤرخ في 30 رجب 1416 الموافق لـ 1995/12/23، و المتعلق بسوق الصرف.
- نظام رقم 07-01 المؤرخ في فيفري 2007، المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية و الحسابات بالعملة الصعبة.
- الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 ، و المعدل و المتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض، المادة 130، 05.
- مجلس الأمة البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009، أبريل 2005.
- بيان مجلس الوزراء الصادر في 24 ماي 2010، و المتضمن الموافقة على برنامج خماسي 2010-2014.
- القانون رقم 03-22 المؤرخ في 04 ذو القعدة 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003 قانون المتلية لسنة 2004 ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 37.
- الأمر رقم 06-04 المؤرخ في 19 جمادى الثانية 1427 الموافق لـ 15 يوليو 2006، و المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 47.
- تعليمة بنك الجزائر رقم 02-2002 المؤرخة في 11/04/2002، و التعليمة رقم 04-05 المؤرخة في 14/06/2004 .
- رئاسة الحكومة، البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009، و مضمون البرنامج الخماسي 2010-2014، الموقع الإلكتروني www.cg.gov.dz/psve
- Instruction N°:79/95 du 27/12/1995 portant Organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.
- Ministère des finances: Rapport de Présentation du Projet de la loi de finances pour 2016.
- Ministre des finances: rapport de présentation du projet de la loi de finances pour 2016.

(IIIV) - المواقع الإلكترونية:

- <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> .
- <http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr.ir.aspx>:

- The russia-china investment fund <http://www.reif.com>
- أندرو جوبل : ضرورة إصلاح نظام الدعم في الجزائر ، الصفحة الرئيسية لمدونة صندوق النقد الدولي على الانترنت 22/08/2013 le.blog-montada.imf.org
- <http://www.die-gdi.de> Ulrich volz&Aldo coliar: regional and Global liquidity arrangement, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik GmbH TulpenfeldG, Germany, P2.
- Jocelyn Horn et Dehoon Nohm: International reserves and liquidity ,Arrestment, The Australian research council (DRC) , P10 , www.econ.mq.edu.au/ecoh.../5-2000-Aproo.pdf
- McKinsey Global Institute :<<http://www.mckinsey.com/mgi>>.
- Sovereign wealth fund institute.what a sovereign wealth "<http://www.swfinstitute.org/swf.php>" .
- China economic update-june 2016, PN°16, www.worldbank.org/chino.
- Central Huijin Ltd. website, <http://www.huijin-inv.en/wps/portal/ut>.
- Central bank of indonesia(cbi), www.bi.go.id/web/en/perbankan/stabilitas"what is financial stability" access at 12sept.2012 .cbi "financial stability review N°:19 - September 2012 .
- Bumside A.Craig, Eichenbaum Martin, Rebelo Sérgio: "Prospective Deficits and the Ascom Currency Crises", CEPR Discussion Papers 2015, <http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/2015.html>

ثانيا- المراجع باللغات الأجنبية:

I)- Les Ouvrages :

- Busher Martin and Von Michel hauff: Development Aid Between cultural Encounter and General Conditions of Economic,1995.
- Ibrahim Awad: International Migration Program, The Global économique criss and migrant Worker :Impact and respance, International labour Office,Gerevu, 2009. -
- Christophe Fourel: d' autre monnaies pour une nouvelle prospérité, le Bord de l'eau,2015.
- Grigori A.marchenko :« glob as a reserve asset « , the LBMA precious metals conference 2003,Lisbon.
- Elena Flor : **THE DEBATE ABOUT THE SDR AS A GLOBATE RESERVE CURRENCY AND SDR DENOMINATED SECURITES**,The Federalist Debate, Year XXIII,Number 1, February,2010.
- Muhammad Tahir Khan : Exchange Rate As a Determinant Of Fluctuation In Foreign Exchange Reserves: Evidence Form Economy Of Pakistan, Journal of SAVAP International, Part-II: Social Sciences and Humanities,Vol. 4 No. 2, Academic Research International, Marche 2013.
- Jone williamson : “ Exchange reserves as shock absorbers”, serie in Economic development, Oxford university prees, 1988.

- Ker Alexander: International Law And the Lend of lout report, Seminar on Currency Development Monitory and financial Low, Washington, D.C October 2006.
- Mohmud Haddad : What are the advantages and disadvantages of both fixed exchange Rate regime and flexible exchange Rate regime, University of Tennesse-Marten,P.6(bltp.edu: m).
- Fernando J. Cardim de Carvalho : The Accumulation of International Reserves as Defensive Strategy. Reasons and Limitation of Self "Insurance" Paper prepared for the Financial Market Reform, Acampo for the Oxford University Press, USA, 2009.
- Mohmud Haddad : What are the advantages and disadvantages of both fixed exchange Rate regime and flexible exchange Rate regime, University of Tennesse-Marten,P.6(bltp.edu: m).
- Hance Genberg, Alexander sobado: The provision of international liquidity in The Breton woods, Shicago prees,1993.
- Ronald Ossowski,(et al), Managing the revenue Boom : The dole fiscal institutions, Occasional paper, 260 (Washington, DC: International monetary fund ,2008) .
- MAURICE DENIS: LEXIQUE DE L'ECONOMIE ET DE LA GETION, EDITION LABOR 1976.
- DICTIONNAIRE D'ECONOMIE ET DE SCIENCES SOCIALES: EDITION NOTHON, PARIS, 1999.
- DICTIONNAIRE D'ECONOMIE ET DE SCIENCES SOCIALES: EDITION BERTI, ALGER, 2009.
- Bernard Guillochbn, Annie Kawchi: Economie international, Dunad, 4eme édition, Paris2003.
- Jean-Pierre Allorget, Bernard Courbais: Monnaies, Finances et Mondialisation, DynaSup, librairie Vuibert 2003.
- Patrik Artus et Marie Paule Virard: la liquidité incontrôlable ,Person ,Paris 2010.
- Paul.R Krugman et Maurice Obstfeld :Economie international, 9eme édition, Pearson Education, France, 2012.
- Lindert P.H et Kind leberger C.P: économie international, 7eme édition , Paris ,economica,1983.
- JEAN-PIERRE ALLEGRET,BENNARD COURBIS: Monnaies ,finance et mondialisation, Dyna'sup, librairie Vuibert, 2003.
- Stéphane Colliac et Cyril Rebillard : Trésor-Eco- N°87 juin 2011.
- Jean Pierre Alleget: Les régimes de change dans les marches émergentes, Vuibert, Paris ,2005.
- Paul Krugman et Autres: Economie internationale, 3eme édition, Housseaux Horizons,2012.
- Michel AGLIETTA : le FMI de l'ordre monétaire au désordre financier, Economeca, 2000.
- Linane M.C :Note de travail sur l'opportunité de dévaleur le Dinars Algérie, les cahiers de la réforme , Tome05 , 2eme édition, ENAG ,1990.
- Frederic Mishkim: Monnaie banque et Marchés financiers, Nouveaux Horizons, 10 émé édition,2013.

- Michel Devoluy: Théories macro économique, ARMAND colin, 2ème édition, Paris 1998.
- Mohamed Haddar : macroéconomie, centre de publication universitaire, 2ème édition, Tunis,2006.
- HERVE ALEXANDER : banque et intermédiation financière, Economoca 2013.
- Luce Rapp: ces fonds que l'on dit SOUVERAINS fonds d'état et SAUVERAINES, Vuibert,2010.
- Patrick Artus et Marie-Paule Virard: La liquidité incontrôlable, Pearson Education ? France, Paris, 2010.
- RAMU ALLAH-Kouadio : développement durable et émergence de l'Afrique, GRANDYBAUX ,2016.
- Patrik Artus : économie des taux de change ,economica, paris, 1997.
- Henri Bourquiraat :Finance internationale, Edition Dalloz, 2007.
- Ch.Kindleberger : l'économie internationale , Economica, Paris 1993.
- Jacques -Henri David, Philippe Jaffré :la Monnaie et la politique monétaire, 3eme édition, economica, France1990.
- Kenneth G. jone. p.: Les systèmes d'information de gestion, organisation de réseaux et Stratégique, 6 ème édition, France, paris, 2001.
- Amin Samouelson : les grands courants de la pensée économique, Office des publication universitaire, Algérie, 1993.

II)- Les Revues et les Articles :

- Anney KESTER: International Reserves and Foreign currency liquidity, guidelines for a data template,IMF2001.
- Patrik Artus : Aquoi ont servi les réserves de change, Revue de l'association d'économie finance, N°:95, Novembre 2009.
- Malhar Nabar et Olof unterober doerseter :l'excédent extérieur de la chair diminué ,et ses partenaires commerciaux d'Asie en voient les effets ,finance et développement, septembre2012.
- Patrik Artus :PAYS EMERGENTS ,Revue D'économie Financière, N°95, Novembre 2009.
- Alain Bétoine : les politique économiques conjoncturels enjeux et limites, Revue les cahiers français, N°335, France, 2006.
- Norman Loyaza : The Structurol déterminant of external vulnerability, economie review vol21 ,N°3 .
- Jacquemont pierre : Rôle du taux de change dans l'ajustement d'une économie à faible revenu , Revue Tiers mande, N°118 , plif 1989.
- Newman C. Oputa and Toyin S. Ogunleye-External Reserves Accumulation and the Estimation of the Adequacy Level for Nigeria, Central Bank of Nigeria, Economic and Financial Reviw,Volume 48/3 September 2010.
- John, Williamson 1988: Exchanges Reserves as Shock absorbers, in,R.Dornbusch and F.L.C.H Helmers(eds): The open Economy, Oxford University Press.

- Violet PREDESCU: Le niveau des réserves de change des émergents est-il adéquat en cas d'aggravation de la crise financière ? Natixis. 21 October 2011, N° 788.
- Eduardo Levy Yeyati : The Cost of Reserves, July 2006.
- DANI RODRIK: The Social Cost Foreign Exchange Reserves, International Economic Journal, Vol.20, N°.3, 253-266, Septembre 2006.
- Eric Swanso: What We Do and Don't Know about the Term Premium, FRBSF ECONOMIC LETTER, Federal Reserve Bank of San Francisco, Number 20-21, July 2007.
- Roberto Frenkel: The Sustainability of Sterilization Policy, Center for Economic and Policy Research Washington, September 2007.
- Roberto Cardarelli: Capital inflows, Implication and policy responses, imf working paper, 2009.
- Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor: globalization and capital markets, NBER working paper series 3 NBER, March 2002.
- Jong Yung Lee: sterilizing capital inflow, international monetary fund, economic issues, 1997.
- Jacobo De León : La gestion des réserves de change de la Banque du Canada, Revue De La Banque Du Canada, Hiver 2000-2001.
- Olorunfemi Sola and Adebayo A. Fatukasi: An Appraisal of Foreign Exchange Resources Generation and Management, Journal of Social Sciences 7 (4), 2011.
- Tsvetan Manchev : International Foreign Exchange Reserves, Bulgarian National Bank, 2009.
- Benaroya c Dissaux: Comment détecter les pays à risque le MOCI repris in problème économique, N°2548, 1998.
- Michel Rochette : la gestion des risque du Compte du fonds de change, REVUE DE LA BANQUE DU CANADA, 2001, 2002.
- Opérationnel Risk, Basel Committee on Banking Supervision, January 2001.
- Rudy Wytenburg: Central banks need to define clear role for operational risk, Central Banking Journal, 28 Feb 2013.
- Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath : FX reserve management, trends and challenges, BIS Papers N° 40, May 2008.
- Pierre Cadon and Joachim Coche : Strategie asset allocation for foreign exchange reserves European Central Bank, May 2004.
- Public Debt Strategy in Mexico, 3rd OECD-china forum on public management and government securities markets, September 2006, Beijing, China.
- Lamido A. Yuguda: Strategic Asset Allocation, Waifem Regional Course on Optimising Reserves and foreign Exchange Management for Income Generation Accra, Ghana, May 11-15, 2009.
- Black Rock Asset Management in Search of a new Official investment paradigm Rethinking "safety, liquidity and return" , June 2013.
- Discussion paper on Defining liquid assets in the LCR under the draft CRR, European banking authority, 21 February 2013.
- Andrew Crocett: "Market liquidity and financial stability" , Banque de France-financial stability review-special issue on liquidity, N°:11, February 2008.

- Claudio Bozio, FX reserve management: elements of a framework, BIS paper N°: 38, march2008.
- Basel III : international frame work for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Bank for international settlement's , Décembre2010.
- Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexander Heath: FX reserve management: trends and challenges BIS Papers N° 40, Switzerland, May 2008.
- Carine Abdelnour: Managing the Growth in international reseves-establishing investment objectives, Asset allocation and Benchmark selection, managing the Growth papers and proceedings, DIC 2007.
- UBS Global Asset Management: Newsletter for sorvering investors, june2012, Issue 3.

- Stefan Lecher, Neil Olympia and Max Castelli Asset Allocation for sovereign institution , UBS Global Asset management, Newsletter for sovereign investars,Issue3, June2012.
- Callum Henderson and Others, Reserves management: A new strategies framework, global research, Standard chartered bank, 30 April 2014.
- Philip D.Wooldridge: the changing composition of official reserves, BTS quarterly review, September2006.
- A. Blundell Wignall-Yu-We; Hu.Juon yermo: Sovereign wealth and prison fund issues, OECD working papers on insurance and private pension wo; 14n2008, OECD publishing France.
- S.Das Adman Mazarei, And Hanvan der hoorn: economics of sovereign wealth funds : Issues for policy maker, international monetary, IMF publication,2010.
- Helmut reisen: How to spend it commodity and non-commodity sovereign wealth funds, policy brief n°38, OECD, France, 2008.
- SOVEREIG WEALTH FUNDS: MARCH2013, THECIYUK RESEARCH CENTRE.
- Département of the treasury: Foreign portfolio holiding of us. securities, April2014.
- Shin-Ichi Fukuda and Yoshifumi Kon : Macro economies impacts of foreign exchange reserve accumulation , A theory and some international evidence, Decembre,2007.
- Hiouna A.: "Le marché interbancaire des changes" media-bank N°:24 Juin-Juillet 1996.
- Daniel Solano : L'Algérie construire l'avenir, Revue : Le MOCI, N°: 1706, Alger, Juin2005.
- Joshua Aizenmam and Revue Glielk : Sterilization ,Monetary, Policy, and Global international économics, September 2008.
- Roberto cardarelli and other's, capital inflow: macroeconomic and policy repones, IMF working paper, IMF, march 2009.
- Romuold Yonga : "Guide des fonds souverains Africains", Africain Markets, dernière mise a jour : septembre2014,
- L' ALGERIA: MF Country, Report N°. 14/32, February 2014.

- Algeria: selected issues paper, Optimal international reserves in Algeria, IMF country report, N°:12/22 January 2012.
- M.C.VAISH:"Essentials of Macroéconomie Management", VIKAS publishing House PVT. LTD .New Delhi, 2009.
- D. N. Dwivedi: "Macroéconomies: théorie and policy", 3er ed, Tata McGraw-Hill Education private limited, New Delhi , India, 2010, P60.
- Taline Koranchelin : The equilibrium real exchange rate in commodity exporting country, Algeria's experience, IMF working paper, July 2005.

III)- études :

- Organization of OPEC, Annual statistical Bulletin 2007,2012.
- centre d'études prospectives et d'information internationales : l'économie mondiale 2000, Edition la découverte, 2002.
- Zsofia : « l'expérience des nouveaux membres de l'union européenne dans la libération des mouvements de capitaux », Bulletin de FMI, 27 Février 2006.
- Central Bank : diversification strategies-rebalancing from the dollar and the euro, World Gold Council.
- Fiche Technique : FMI, Avril 2008.
- De Beaufort Wijnholds, J.A.H. and A. Kapteyn: Reserve Adequacy in Emerging Market Economies WP/01/143 – IMF.
- Newman C. Oputa and Toyin S. Ogunleye-External Reserves Accumulation and the Estimation of the Adequacy Level for Nigeria, Central Bank of Nigeria, Economic and Financial Review, Volume 48/3 September 2010.
- Onno de Beaufort Wijnholds.J & Arend Kateyn.(2001).Reserves Adequacy in Emerging Market Economics. IMF Working Paper.SEP.
- Kaminsky, G.L.(1999) : “ Currency and Banking Crises: the Early Warnings of Distress”, IMF Working Paper 99/178.
- World Bank: Global Development finance, External Debt of developing countries, Washington DC, 2011.
- J. Onno de Beaufort Wijnholds and Arend Kapteyn: Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, IMF Working Paper, September 2001.
- J.Onno de Beaufort Wijnholds and Sondergaard: Reserve Accumulation Objective or By-product? Occasional paper Series N: 073 / September 2007, European Central Bank, Germany,2007.
- ASSESSING RESERVE ADEQUACY- FURTHER CONSIDERATION: IMF POLICY PAPER, November 13/2013.
- CALCULATING OPTIMAL INTERNATIONAL RESERVES: A CAUTIONARY NOTE ON OPPORTUNITY COSTS, May 2007.
- Leslie Lipschitz, Miguel Messmacher and Alexandros Mourmouras: Reserve Adequacy Much higher than you thought? IMF Institute seminar, April 2006.
- Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadji :Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? IMF Working Paper, August 2008.

- Fabian CANDAU(et al), « Taux de change réel et compétitivité de l'économie réunionnaise », document de travail de la série CERDI. Disponible sur site :< www.cerdi.ogr/uploads/ed/2010/2010.29.pdf >
- BUBULA A. AND OTKER- ROBE I.:" The Evolution of Exchange Rate Regimes Since1990:Evidence from De Facta Policies", IMF Working Paper,N° 02/155, Washington, International Monetary Fund,2002.<http://www.imf.org/external/pubs/cost/longres.chm>?= 16014.o.
- Banque de France : Discours de M. Le Gouverneur au « Salzburg Séminaire » , Les implication de systématiques des réserves de change, 2007.
- Angelika lagerblom : la gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés, bulletin de la banque de France, N°:148, Avril 2006.
- Hanan GHARBI(2005) : « la gestion des taux de change dans les payes émergents : la leçon des expériences récents », document de travail, OFCE, N°2005-06,P.03. site Internet :www.ofce.seiences-po.fr/pdf/dtravail/wp.2005-06.pdf.
- Enrique Aliberola: monetary policy and reserve accumulation, work paper,n°0706, 2007,bank of espana.
- Jong Yung Lee: sterilizing capital inflon, economic issues, international monetary fund,1997.
- Enrique Aliberroha: Monetary policy and reserve accumulation, Work Paper,N° :0706 ,2007.
- Peter dattels and others: assessing risks to global financial stability report - Market turbulence causes, consequences and policies, IMF, October 2007 .
- ghiath Shabsigh and Nadeem ilahi, looking beyond the filscol: Do oil funds bving macroeconomie stability , IMF Working paper, Wp/07/96, 2007IMF.
- Roberto Cardarelli and Other's: Capital Inflows, Macroeconomie Implications and policy responses, IMF working paper, IMF, Marché 2009.
- Half Yearly : Report on Management of Foreign Exchange Reserves, Reserve Bank of India, March 2013.
- THE USE OF PROTFO LICREDIT RISK MODELSIN CENTRAL BANKSOCCASIONAL PAPER SERIES, European Central Bank, N°64/ JULY 2007.
- Stéphanie Gautrieaud ; LE RISQUE PAYS: APPROCHE CONCEPTUELLE ET APPROCHE PRATIQUE, Centre d'Economie du Développement-Université Montesquieu Bordeaux IV, DOCUMENTE DE TRAVAIL, N° 72 .
- Rama Cont : « Credit default swaps and financial », Banque de France, Financial Stability Review,N°14- Derivatives-Financial innovation and stability, July 2010.
- Stefan Ingves ,IMF-Guidelines For Foreign Exchange Reserve Management : Accompanying Document, Marche26,2003.
- Stefan Ingves: Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, Accompanying Document Monetary and Exchange Affairs Department INTERNATIONAL MONETARY FUND, March 2003.
- Hajime Takizowa, Edword Kenichi Ueda : "Are Developing countries Better off Spending their Oil weelth up format ?" IMF, working paper No.wp/04/141 (August 2004).

- Daniel Leigh and Jon-peter Others: "Natural-Resource depletion ,habit formation and sustainable fiscal Polic: lessons form Gabon" .IMF, working paper no.06/193.
- Hajime Takizowa, Edword Kenichi Ueda : "Are Developing countries Better off Spending their Oil wealth up format ?" IMF, working paper No.wp/04/141 (August 2004.)
- Ilesia Lipschitz: reserve adequacy, IMF institue, April2006.
- Club de Paris : Rapport annuel 2006, France.
- Laurent Daniel, Arnoud Manas: Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de Rachat de créances par prépaiement, Bulletin de Banque de France , N°:152, Aout2006.
- Angelika LAGERBLOM: La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés, Bulletin de la Banque de France, N° 148 , Avril 2006.
- Sovereign wealth fund-Generally Accepted principles and practices, the international working groupe of sovereign wealth funds, IFM, October2008.
- Lowery clay: sovereign wealth funds the international financial system, Reworks at the fesor of reserve bank of sofrancisco, conference on the financial crisis revisited.
- Djane-Ahmed Norimane: Gestion des réserves de changes, DSEB, Banque d'Algérie, Ecole supérieure de banque, Décembre2014.
- Banque d'Algérie : Media Banque, Le journal interne de la banque d'Algérie, N°:27, Décembre-Janvier 1997.

V)- Rapports :

- Report to congress on the USA of SDRs, by IMF member coteries-august, 2010.
- International reserves: IMF Annual Report April 30, 2014.
- IMF: enhancing International Monetary Stability-Areole for the, SDRs, Jonuary. 7. 2011.
- Risk Management Report, Central Bank of Brazil, 1st Quarter 2013.
- IMF: Global Financial Stability Report safe assets: financial system cornerstone, April2012.
- International Monetary Fund, long-term investars and their asset allocation; where are they now? , Global financial report, septembre2011.
- José vinals: Revised guidelines for foreign exchange management, international monetary fund, Februaray2013.
- International monetary fund: Global financial stability report "swf", October 2007.
- International monetary funds: Global financial stability report 2011.
- china investment corporation: Annual report2008, Beijing, china.
- china investment corporation: Annual report2011, Beijing, july2012.
- china investment corporation: Annual report2013, Beijing, china.
- china investment coporation: Annual report2015, Beijing, china.
- Abu Dhabi investment Authority: Annual review 2012, Abu Dhabi, United Arab Emirates, 2013.

- Abu Dhabi investment Authority : Annual ADIA review 2015.
- Bank-of-algeria: Rapport annuel 2004, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2005.
- Bank-of-Algeria: Rapport annuel 2005, évolution économique et monétaire en Algérie, 16 Avril 2006.
- Bank-of-algeria: Rapport annuel 2006, évolution économique et monétaire en Algérie, Juin 2007.
- Bank of Algeria: Rapport annuel 2007, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2008.
- Bank of Alegria: Rapport 2009, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2010.
- Bank of Alegria: Rapport 2012, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2013.
- Bank of Alegria: Rapport 2013, évolution économique et monétaire en Algérie, Octobre 2014.
- Bank of Alegria: Rapport 2014, évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2015.
- Banque d'Algérie: Tendances Financières et Monétaires au Premier Trimestre 2015, Sous l'Effet du Choc Externe, Juin 2015.
- Banque d'Algérie: Tendances Financières et Monétaires au 4eme Trimestre de 2015, Sous l'Effet du Choc Externe.

ملخص الأطروحة باللغة العربية:

يندرج موضوع الأطروحة ضمن الدراسات الاقتصادية و تحديدا في العملات الأجنبية و وسائل الدفع ذات القبول الدولي. حيث تهدف الدراسة إلى تحليل الآثار المترتبة من وراء تراكم الأصول الاحتياطية بالنقد الأجنبي على إقتصاد ما، و ذلك من خلال القيام بدراسة تحليلية على مستوى النظري ثم إسقاط ذلك على الواقع الإقتصادي الجزائري. و من أجل تحقيق أهداف الدراسة، تم تناول البحث في شقين، شق نظري تناولنا من خلاله أدبيات احتياطات الصرف الأجنبي، ثم التعرض بدراسة لممارسة الإدارة على الأصول الاحتياطية و المخاطر المرتبطة بذلك؛ فضلا عن الآليات المستخدمة في تخصيص و توظيف الأصول الاحتياطية بالنقد الأجنبي. أما الشق التطبيقي و الذي خصص بالتحليل و الدراسة لمسار تطور ظاهرة تراكم احتياطات الصرف الأجنبي و تأثيرها على الإقتصاد الكلي بالنسبة للإقتصاد الجزائري، و ذلك من خلال التعرض للتجربة الجزائرية في تخصيص و توظيف الأصول الاحتياطية، و تحديد المستوى الكافي للأصول الاحتياطية بالنسبة لإقتصاد الجزائري؛ بالإضافة على تحليل و قياس أثر تراكم الاحتياطات الرسمية في الإقتصاد الجزائري على المؤشرات الكلية المرتبطة بالرفاهية الإقتصادية.

و قد توصلت الدراسة، بأن تراكم احتياطات الصرف الرسمية في الجزائر، ساهم في زيادة الإدخار الحكومي و أن الأصول الاحتياطية المتراكمة أصبحت المصدر شبه الوحيد للتوسع النقدي خلال فترة الدراسة؛ فضلا عن تطور حجم الإنفاق العام.

الكلمات المفتاحية: تراكم، احتياطات الصرف الأجنبي، التعقيم، كفاية الاحتياطات، صناديق الثروة، الشريحة الاحتياطية.

Résumé de la thèse en Français :

La thèse relève l'objet d'étude économique plus particulièrement dans les monnaies étrangères et les méthodes de paiement dans les relations économiques internationales. L'étude vise à analyser les implications des dernières accumulations des réserves de change sur l'économie afin de parfaire l'étude analytique sur le plan théorique en vue, d'adapter la réalité de l'économie Algérienne. L'objectif est de réaliser l'étude en deux volets notamment sur le plan théorique. Pour ce faire, on a débattu la littérature liée aux réserves de change. Dès lors, on a exposé la thématique de la gestion pratique sur cette dernière et les risques associés dans ce contexte.

C'est ainsi que la littérature spécifique réservée à la gestion des placements des actifs aux monnaies étrangères, et maintient la valeur des réserves. Ce volet pratique est consacré à l'étude et à l'évolution du phénomène de l'accumulation de réserves de change et son l'impact sur l'intégralité de l'économie Algérienne à travers la présentation de l'expérience Algérienne sur la gestion des réserves de change, les placements des avoirs étrangers et délimiter le niveau adéquat des réserves de change pour l'économie Algérienne.

A cela s'ajoute, l'analyse de l'accumulation des réserves de change officiel en Algérie, pour déterminer l'impact de l'accumulation des réserves officielles sur les indicateurs macro-économiques inhérents au confort et au bien-être économique. Ce faisant, l'étude a démontré que l'accumulation des réserves officielles, participe à l'épargne publique. Les actifs officiels sont l'unique source d'extension quasi-monétaire à travers la période d'étude et de l'évolution des dépenses publiques.

les mots clés: L'accumulation, les réserves de change, la stérilisation ; l'adéquation des réserves, Les fonds souverains, sauvegarde de diapositives.

The abstract of the thesis:

The subject of the thesis can be classified within economic studies specially in foreign currencies and the means of payment acceptance in the world. The aim of the study is to analyse the effects due to the accumulation form behind the original reserves with the foreign money of a certain economy, and that from an analytical study at the theoretical level after we project it on the real economy of Algeria. To concretize the aims of the study, we started the research into axes: in the theoretical of axe we treated some lectures foreign exchange. We moved after to study the administration on the original reserves and the risk linked to, as well as the mechanisms used in specialising and functioning the original reserves with the foreign money.

The practical axe which dedicated to the analysis and the study of the path of the evolution phenomenon of accumulation of the foreign cash reserves and its impact on the whole economy in Algerian economy, and this through the exposure to Algeria experience in the allocation and recruitment of reserve assets, and determining the enough level of the asset reserves according to the Algerian economy; in addition to analysis and measuring the effect of accumulation of official reserves in the Algerian economy on the whole indicators linked to economic well-being.

The study arrived to conclude that the accumulation of official foreign exchange reserves in Algeria, contributed to the increase in government savings and accumulated reserve assets became the only source of quasi-monetary expansion in during the study period; as well as the evolution of public expenditure.

Key words: Accumulation, foreign reserves exchange, sterilization, sufficiency reserves, wealth funds, backup chip