

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية
- دراسة حالة بنك الجزائر -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم

تخصص: علوم اقتصادية

إشراف:

إعداد الطالب:

الأستاذ الدكتور: بلعزوز بن علي

بوكرديد عبد القادر

أعضاء لجنة المناقشة:

إسم ولقب الأستاذ	الرتبة	الصفة	الجامعة الأصلية
راتول محمد	أستاذ	رئيسا	جامعة الشلف
بلعزوز بن علي	أستاذ	مقرا	جامعة الشلف
زايري بلقاسم	أستاذ	مناقشا	جامعة وهران
شريط عابد	أستاذ	مناقشا	جامعة تيارت
فرحي محمد	أستاذ	مناقشا	جامعة الاغواط
بوفليح نبيل	أستاذ محاضر قسم (أ)	مناقشا	جامعة الشلف

السنة الجامعية: 2015-2016

إهداء

إلى من تفرح لأفراحي وتتألم لأحزاني... أمي الغالية
إلى من كافح من أجل تربيتي وتعليمي... أبي الكريم
إلى كل أفراد أسرتي، إخوتي :

إلى أعز الأصدقاء:

الاستاذ عبوره حسام الدين

وإلى رواد العلم، من طلبة ودارسين وباحثين

والذين ساروا بأنفسهم في طريق العلم منها وتعلما وتعلما

مبتغاهم الأسمى نشر المعرفة، حبا لخير البشرية وطمعا في رضاء رب

البشرية .

بوكرديد عبد القادر

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 الباحثين في هذا المجال. كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الاستاذ الدكتور " بلعزوز بن علي " الذي أشرف على هذا العمل منذ البداية والذي لم ييخل علينا بمعلوماته القيمة ونصائحه وتوجيهاته الفعالة وحسن متابعته التي مهدت لي الطريق لإتمام هذا العمل.

كما اشكر اعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الرسالة

إلى كل من قدم لي عوناً أو مساعدة أثناء مراحل إعداد هذه الدراسة

واخص بالذكر جامعة الشلف ممثلة بالقائمين عليها،

وأخيراً فإنني اعتبر هذا الشكر شكراً خالصاً لكل من أعانني وأبدى لي نصحاً ولم يتسع المقام لذكره، لهم جميعاً صادق الدعوات وعظيم الامتنان والتقدير

بوكرديد عبد القادر

ملخص الأطروحة باللغة العربية

يهدف بحثنا إلى التعرف على متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية ، وتطبيق ذلك على بنك الجزائر. ولأجل تحقيق أهداف البحث ارتأينا تناول موضوع أطروحتنا في شقين، شق نظري قدمنا من خلاله ادبيات احتياطات الصرف الاجنبي ، ثم تطرقنا بعدها إلى عناصر كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي، بعدها حاولنا تقديم اليات ادارة فوائض احتياطات الصرف الاجنبي. أما الشق التطبيقي والذي خصصنا لبحث متطلبات كفاء ادارة الاحتياطات ببنك الجزائر، وكنا قد طرحنا اربعة فرضيات كأرضية للوصول إلى النتائج المبحوث عنها. وبعد التحليل لكافة المعطيات، خلصنا إلى استنتاج: رفض الفرضية الأولى حيث لا يمكن اعتبار وظيفة الاحتياطات كتأمين ذاتي فقط بل كذلك التنويع الاقتصادي والادخار للأجيال القادمة، وقبول الفرضية الثانية ، كما توصلنا إلى إن من أساليب توظيف الاحتياطات أيضا إنشاء الصناديق السيادية والاستثمار في الآجال الطويلة، وتجزئة الاحتياطات والتسديد المسبق للدين الخارجي. كما وجدنا أيضا أن المخاطر المرتبطة بالاحتياطات تتمثل في مخاطر القرض والسيولة ومخاطر السوق والمخاطر التشغيلية.

الكلمات المفتاحية: بنك الجزائر، احتياطات الصرف الأجنبي، كفاية الاحتياطات، الصناديق السيادية، تجزئة الاحتياطات.

ملخص الأطروحة باللغة الإنجليزية

Our research aim to study the determinants of an efficient foreign exchange reserve management at central banks, than apply it on bank of Algeria, to realize the objectives of the research we divide the study on two sections, the first section talk about theoretical literature of foreign exchange reserve , component of foreign exchange reserve efficiency, mechanism of foreign exchange reserve surplus management .in section two, we work for the determinants of an efficient foreign exchange reserve management in bank of Algeria.

We posed four hypothesis to get the result , after the analysis of available data we found : we refuse the first hypothesis because we cannot consider the function of reserves as just self insurance but also as economic diversification and saving for future generation , we accept the second one , we find that the placement of reserves can be through establishing sovereign wealth fund and investing in long terms , retailed reserves and prepaid foreign debt . finally we found that risks related to reserves are : credit risk , liquidity risk, market risk, operational risk .

Keywords : Bank of Algeria, the foreign exchange reserves, the adequacy of reserves, sovereign funds, reserves tranching.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

	إهداء
	شكر
	ملخص الأطروحة باللغة العربية و الإنجليزية
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول والأشكال والمخططات
	قائمة الملاحق
أ-هـ	مقدمة عامة
الفصل الأول : أدبيات احتياطات الصرف الأجنبي	
02	تمهيد
03	- المبحث الأول : احتياطات الصرف الأجنبي وإدارتها
03	المطلب الأول: السيولة الدولية و احتياطات الصرف الأجنبي
09	المطلب الثاني : خصائص احتياطات الصرف الأجنبي
12	المطلب الثالث : البنك المركزي ووظيفة إدارة الاحتياطات
16	- المبحث الثاني : مكونات احتياطات الصرف الأجنبي
16	المطلب الأول : احتياطات الذهب النقدي
22	المطلب الثاني : حقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي لدى الصندوق
26	المطلب الثالث: العملات الاحتياطية
31	-المبحث الثالث : قنوات واليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية
31	المطلب الأول: فوائض ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي
36	المطلب الثاني : التدخل الرسمي في سوق الصرف لبناء احتياطات الصرف الأجنبية
40	المطلب الثالث : تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي
46	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : عناصر كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي	
48	تمهيد
49	المبحث الأول : تحديد المستوى الكافي من احتياطات الصرف الأجنبي
49	المطلب الأول : منافع حيازة احتياطات الصرف الأجنبي
52	المطلب الثاني: قياس كفاية احتياطات الصرف الأجنبي

فهرس المحتويات

59	المطلب الثالث : تكاليف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي
66	المبحث الثاني تخصيص احتياطات الصرف الأجنبي
66	المطلب الأول : أهداف توظيف احتياطات الصرف الأجنبي
72	المطلب الثاني : أدوات توظيف احتياطات الصرف الأجنبي
78	المطلب الثالث : محددات هيكل عملات احتياطي الصرف الأجنبي
85	المبحث الثالث : إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي
85	المطلب الأول : إدارة الخطر بالبنك المركزي
87	المطلب الثاني : المخاطر المالية لاحتياطات الصرف الأجنبي
96	المطلب الثالث : إدارة المخاطر التشغيلية لاحتياطات الصرف الأجنبي
102	خلاصة الفصل
الفصل الثالث : آليات إدارة فوائض احتياطات الصرف الأجنبي	
104	تمهيد
105	المبحث الأول : زيادة التركيز على العائد و التسديد المسبق للدين الخارجي
105	المطلب الأول : التركيز على العائد
112	المطلب الثاني : شرائح الاحتياطات
120	المطلب الثالث : التسديد المسبق للدين الخارجي
125	المبحث الثاني : صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة فائض الاحتياطات
125	المطلب الأول : أدبيات صناديق الثروة السيادية
125	المطلب الثاني : الإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية
132	المطلب الثالث : الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية
146	المبحث الثالث : تجارب دولية في إنشاء شركات استثمار احتياطات الصرف الأجنبي
146	المطلب الأول : عرض تجربة شركة الاستثمار الصين
155	المطلب الثاني : عرض تجربة شركة الاستثمار كوريا الجنوبية
164	المطلب الثالث : الشركة الوطنية للاستثمار للبنك الوطني كزاحستان
172	خلاصة الفصل
الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بنك الجزائر	

فهرس المحتويات

174	تمهيد.....
175	المبحث الأول: مصادر واليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بينك الجزائر.....
175	المطلب الأول: فوائض ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي بينك الجزائر.....
181	المطلب الثاني: إدارة موارد العملات الصعبة في الجزائر.....
184	المطلب الثالث: أدوات تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي.....
187	المبحث الثاني: كفاءة بنك الجزائر في إدارة الاحتياطات.....
187	المطلب الأول: الإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطات بينك الجزائر.....
191	المطلب الثاني: سياسة إدارة احتياطات بنك الجزائر.....
202	المطلب الثالث: إدارة مخاطر الاحتياطات بينك الجزائر خلال الأزمة العالمية.....
205	المبحث الثالث: إدارة فائض احتياطات الصرف الأجنبي بينك الجزائر.....
205	المطلب الأول: التسديد المسبق للدين الخارجي من الاحتياطات.....
207	المطلب الثاني: تنويع الإطار المؤسسي لتسيير احتياطات الصرف الأجنبي لبنك الجزائر.....
213	المطلب الثالث: استثمار احتياطات الذهب لبنك الجزائر.....
217	خلاصة الفصل.....
219	الخاتمة عامة.....
	المراجع
	الملاحق

**قائمة الجداول
والأشكال**

قائمة الجداول والاشكال والمخططات

<u>قائمة الجداول</u>	
14	الجدول 1-1: جدول حسابات النتائج للبنوك المركزية .
17	الجدول 2-1:الطلب على الذهب حسب الفئات بالطن2005-2014.
18	الجدول 3-1:احتياطيات أكبر 10 بنوك مركزية احتفاظا بالذهب
24	. الجدول 4-1: نصيب حقوق السحب الخاصة إلى إجمالي الاحتياطيات خلال الفترة 2008 - 2014 %
25	الجدول 5-1- نصيب وضع الاحتياطي لدى الصندوق إلى إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي عالميا 2009-2014 %
26	الجدول 6-1:مصفوفة وظائف العملات الدولية
28	الجدول 7-1- نصيب العملات الاحتياطية إلى إجمالي الاحتياطيات العالمية خلال الفترة2008-2014
29	الجدول 8-1: حصة العملات الاحتياطية في إجمالي الحيازات الرسمية من النقد الأجنبي 2006- 2014 (%)
34	الجدول 9-1: هيكل ميزان المدفوعات حسب الطبعة السادسة
41	الجدول 10-1: هيكل ميزانية البنك المركزي على ضوء التعقيم
52	الجدول 1-2: دوافع حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي % من عدد المجيبين
59	الجدول 2-2: المناهج التي تستخدمها البلدان لقياس مدى كفاية الاحتياطيات.
61	الجدول 3-2- التكلفة السنوية للاحتياطيات لبعض الأسواق الناشئة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي جوان 2007.
62	الجدول 4-2- التكلفة السنوية للاحتياطيات لبعض الأسواق الناشئة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2005
63	الجدول 5-2: الفرق بين العائد على سندات الأمريكية 10 سنوات و اذونات الخزينة 3 اشهر (%)
65	الجدول 6-2: تقدير التكلفة المالية للتعقيم ديسمبر 2007.
75	الجدول 7- 2: نسبة الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل التي تحتفظ بها المؤسسات الرسمية الأجنبية . كنسبة مئوية من إجمالي الحيازات الأجنبية .
76	الجدول 8-2: نسبة الأوراق المالية الأمريكية القصيرة الأجل التي تحتفظ بها المؤسسات الرسمية الأجنبية . كنسبة مئوية من إجمالي الحيازات الأجنبية .

قائمة الجداول والاشكال والمخططات

83	الجدول 2-9: الاعتبارات الرئيسية في تحديد تركيبة عملات احتياطات الصرف الأجنبي. 2013
91	الجدول 2-10- تكوين محفظة استثمارية احتياطات النقد الأجنبي بواسطة مخاطر الائتمان % في 31 ديسمبر 2012
108	الجدول 3-1-: أنواع الأصول المستثمر فيها لتعزيز العائد على الاحتياطات (إلى عدد المجيين)
110	الجدول 32- استخدام مدير خارجي (نسبة استجابة البنوك المركزية لاستخدام مدير خارجي)
114	الجدول 3-3: أوزان مقترحة لفئات أصول شريحة الاحتياطي (%)
115	الجدول 3-4: أوزان مقترحة لفئات أصول شريحة الاستقرار (%)
116	الجدول 3-5: أوزان مقترحة لفئات أصول شريحة الادخار (%)
124	الجدول 3-6-: المقارنة بين معدلات الفائدة: (%)
130	الجدول 3-7-: الفرق بين الاستثمارات السيادية
131	الجدول 3-8- : بعض صناديق ثروة سيادية مختارة ديسمبر 2014
143	الجدول 3-9: تخصيص أصول الصناديق السيادية ، حسب نوع الصندوق ديسمبر 2012.
144	الجدول 3-10: نسبة صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في كل فئة من فئات الأصول 2010-2013 (%)
145	الجدول 3-11: الاستثمار المشترك من قبل صناديق الثروة السيادية (% من القيمة الإجمالية بالدولار الأمريكي)
147	الجدول 3-12- مساهمات Central Huijin في الشركات المالية الصينية 2013 (%).
152	الجدول 3-13: توزيع الأسهم العامة حسب القطاعات الاقتصادية 2010-2013. %
152	الجدول 3-14: تنوع أدوات الدخل الثابت 2012-2013 %
153	الجدول 3-15: توزيع محفظة الاستثمار العالمي 2013/12/31
154	الجدول 3-16: توزيع الأصول بإدارة داخلية مقابل الأصول بإدارة خارجية 2009-2013 (%)
155	الجدول 3-17: العائد السنوي على محفظة الشركة الصينية للاستثمار %.
160	الجدول 3-18: هيكل المحفظة الاستثمارية للشركة %
161	الجدول 3-19: فئات أصول محفظة الأصول التقليدية %
162	الجدول 3-20: هيكل محفظة الاستثمارات الخاصة (نهاية ديسمبر 2011)
162	الجدول 3-21: العائد السنوي على إجمالي الأصول المدارة (%).
166	الجدول 3-22: أصول الصندوق في نهاية كل فترة بالمليار دولار أمريكي.

قائمة الجداول والاشكال والمخططات

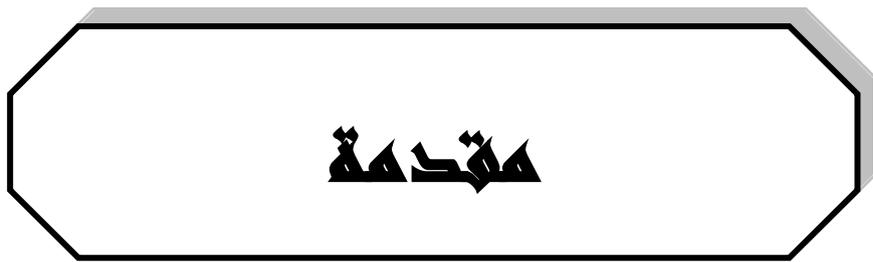
167	الجدول 3-23: عوائد الصندوق 2001-2013 (%)
175	الجدول 4-1 : فوائض الحساب الجاري بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014.
176	الجدول 4-2: صادرات المحروقات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014
177	الجدول 4-3: صادرات الجزائر خارج المحروقات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014 .
178	الجدول 4-4 : واردات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014.
179	الجدول 4-5: رصيد حساب رأس المال بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014.
185	الجدول 4-6 : ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر بملايير الدينارات خلال الفترة 2000-2013
185	الجدول 4-7: تسهيله الودائع المغلة لفائدة (المبالغ بالمليار دينار / المعدل %):
186	الجدول 4-8: الاحتياطات الإجبارية (المبالغ بالمليار دينار / المعدل %)
195	الجدول 4-9 كفاية احتياطات بنك الجزائر 2000-2014
199	الجدول 4-10 : عوائد احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2014 العائد بالمليار دولار
199	الجدول 4-11: هيكل العملات المكونة للدين الخارجي خلال الفترة 2002-2013 (%)
205	الجدول رقم 4-12: الدين الخارجي الجزائري في 31 ديسمبر خلال الفترة 1997-2004 بالمليار دولار أمريكي.
206	الجدول 4-13: إجراءات الدفع المسبق للدين الخارجي الجزائري بالمليار دولار خلال الفترة 2004-2006
206	الجدول 4-14 تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات % خلال الفترة 2000-2003

قائمة الجداول والاشكال والمخططات

الصفحة	قائمة الأشكال
21	الشكل 1-1: سعر إيجار الذهب خلال الفترة جانفي 2005-جانفي 2015
112	الشكل 1-3: الموازنة بين هدف العائد وهدف السيولة, تجزئة محفظة احتياطات الصرف الأجنبي
131	الشكل 3-2-: توزيع صناديق الثروة السيادية حسب سنوات التأسيس.
177	الشكل 1-4: العلاقة بين أسعار النفط بالدولار الأمريكي للبرميل واحتياطات بنك الجزائر بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014
180	الشكل 2-4 : العلاقة بين الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات و التغير في احتياطات الصرف الأجنبي .
192	الشكل 3-4 نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (أشهر من واردات السلع والخدمات). 2000-2014
193	الشكل 4-4 نسبة الاحتياطيات إلى الدين القصير الأجل (% من الديون قصيرة الأجل). 2000-2014
194	الشكل 4-5 نسبة الاحتياطيات إلى النقد بمعناه الواسع (% إلى M2). 2000-2014
214	الشكل رقم 3-4: بيانات احتياطات الذهب لبنك الجزائر (كمية الذهب بالطن، قيمة الذهب بالمليون دولار، الذهب إلى إجمالي الاحتياطات (%)

قائمة الجداول والاشكال والمخططات

<u>قائمة المخططات</u>	
20	المخطط 1-1: إقراض الذهب: الزمن t: الودائع من طرف البنك المركزي، والبيع الأجل من قبل المنتجين.
20	المخطط 1-2: الزمن t+1: عائد الودائع وتسليم الذهب.
35	المخطط 1-3: العلاقة بين ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف الأجنبي .
40	المخطط 1-4: قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي.
41	المخطط 1-5: إجراءات التعقيم:
85	المخطط 1-2: تصنيف مخاطر البنوك المركزية.
90	المخطط 2-2: هيكل التدفقات النقدية في مقايضة العجز عن سداد الائتمان CDS.
125	المخطط 1-3: عملية السداد المسبق للدين الخارجي من خلال احتياطات الصرف الأجنبي
135	المخطط 2-3: نماذج الأطر المؤسسية لصناديق الثروة السيادية
139	المخطط 3-3: الأفق الاستثماري للاستثمارات السيادية.
165	المخطط 3-4: وظيفة الشركة الوطنية للاستثمار.
189	المخطط رقم 1-4: الهيكل التنظيمي لمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية بينك الجزائر
189	المخطط رقم 2-4: الهيكل التنظيمي لمديرية تسير الأصول الخارجية بينك الجزائر
202	المخطط رقم 3-4: هيكل مديرية تسير الخطر والأداء بينك الجزائر.
209	المخطط رقم 4-4: الهيكل التنظيمي المقترح للصندوق الوطني للاستثمار - صندوق سيادي
211	المخطط 4-5- مراحل إنشاء NSF



أولاً - الهدف من الدراسة: نهدف من خلال هذه الدراسة الإحاطة بما يلي:

إبراز أهمية الاحتياطات والبحث في محددات الطلب على الاحتياطات ومعايير تحديد المعدل الكافي، كما يبحث في أساليب توظيف الاحتياطات المصرف لتوليد عائدات معقولة على المدى المتوسط والطويل على الأموال المستثمرة مع الأخذ بعين الاعتبار قيد السيولة والمخاطر، كل ذلك من خلال دراسة تجارب بعض البنوك المركزية بالإضافة إلى تجربة الجزائر، مما يمكننا من تحديد إطار سليم وكفاء لإدارة احتياطات المصرف.

ثانياً- أهمية الدراسة :

تستمد الدراسة أهميتها من خلال الاهتمام المتزايد بموضوع إدارة الاحتياطات والثروة السيادية وإدارتها، خصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية، فالأهمية البالغة لهذا البحث تكمن في البحث في متطلبات الإدارة الكفؤة لاحتياطات بنك الجزائر، والتي تجعل الاحتفاظ بتلك الأصول عند اقل تكلفة ممكنة، لذا فإننا نعتقد لان عملنا هذا سيساهم في إثراء النقاش الدائر في الجزائر حول الأساليب المثلى لإدارة الاحتياطات، من خلال دراسة تجارب دولية في هذا المجال، مما سيوفر للمهتمين نظرة شاملة حول تجارب البنوك المركزية للاستفادة منها وتقويم إدارة الاحتياطات واستغلالها كأداة لتنويع الاقتصاد.

ثالثاً- أسباب اختيار الموضوع: ترجع أسباب اختيار الموضوع في مجملها إلى:

- الرغبة في مواصلة البحث في موضوع احتياطات المصرف الأجنبي.
- المستوى المرتفع الذي بلغته احتياطات بنك الجزائر والحاجة إلى الإدارة الكفؤة لهذا المستوى.
- محاولة من الباحث في توجيه رسالة أكاديمية لمتخذي القرار ببنك الجزائر من خلال عرض الإطار النظري للإدارة الكفؤة للاحتياطات والاستفادة من بعض التجارب الدولية في الإدارة السليمة لاحتياطات بنوكها المركزية.

رابعاً: أسئلة الدراسة: من خلال ما سبق ذكره من أهمية لموضوع البحث وحتى نتمكن من تحقيق أهداف الدراسة نطرح الإشكالية التالية: ما هي متطلبات كفاءة إدارة احتياطات المصرف الأجنبي ببنك الجزائر؟

وللإجابة على التساؤل الرئيسي نطرح الأسئلة التالية :

- ما دوافع الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية؟
- ما هو المستوى الكافي من الاحتياطات الواجب توافره بالبنوك المركزية ؟
- ما هي أساليب توظيف احتياطات الصرف الأجنبي؟
- ما هي المخاطر المتعلقة بالاحتياطات وكيف يتم إدارتها؟

خامسا- الفرضيات : أما الفرضيات التي اعتمدت للإجابة على هذه الأسئلة فكانت كالاتي:

- يعتبر تراكم الاحتياطات كتامين ذاتي ضد الصدمات الخارجية وعاملا مهما في إدارة أسعار الصرف.
- يتحدد المستوى الكافي للاحتياطات من خلال محددات الطلب على الاحتياطات وعلى خصائص كل بلد.
- تشمل أساليب توظيف الاحتياطات في السندات السيادية والودائع بالبنوك الأجنبية .
- تتمثل مخاطر الاحتياطات في مخاطر الائتمان والسيولة ومخاطر الصرف و أسعار الفائدة ،والمخاطر التشغيلية ويتم إدارة المخاطر من خلال المحفظة المرجعية.

سادسا-حدود الدراسة : نظرا لسعة موضوع البحث نحاول وضع حدود زمنية ومكانية للبحث حتى نتمكن من تحقيق الأهداف السابق ذكرها ،فالدراسة التطبيقية تتعلق بنك الجزائر المسؤول عن إدارة الاحتياطات ،مع التركيز على الفترة 2000-2014، حيث يتم تجميع البيانات اللازمة للدراسة وتحليلها.

سابعا: منهج الدراسة:

محاولة منا للإجابة على التساؤلات الرئيسية وبغية اختبار صحة الفرضيات التي صغناها فإننا سنعتمد في دراستنا على كل من المنهج الاستنباطي وأداته الوصف والتحليل ،الذي يساعدنا على وصف الموضوع ،كما سنعتمد على المنهج الاستقرائي عن طريق استقراء وتحليل للبيانات المتعلقة بموضوع بحثنا .

ثامنا: الدراسات السابقة:

نظرا لخصوصية الموضوع ،فان غالبا ما يتم تقديم الدراسات والبحوث في هذا المجال على شكل أوراق عمل يمكن ذكر بعضها فيما يلي :

- احمد شفيق الشاذلي ،طرق تكوين وإدارة احتياطات الصرف الأجنبي تجارب بعض الدول العربية والأجنبية ، العربية والأجنبية في تسيير احتياطاتها من الصرف الأجنبي ،وخلص إلى عدم اعتبار وهي دراسة اقتصادية صادرة عن صندوق النقد العربي 2014،حاول فيها الباحث عرض تجارب بعض الدول الصناديق السيادية بديلا لاحتياطات الصرف الأجنبي .

- central bank reserves management new trend from liquidity to return:

دراسة صادرة عن مجلة المصارف المركزية بإنجلترا بعنوان: إدارة احتياطيات البنوك المركزية الاتجاه الجديد من السيولة للعائد،وخلصت هذه الدراسة إلى إمكانية استثمار الاحتياطيات في الآجال الطويلة من خلال التحول من التركيز على السيولة إلى التركيز على العائد من خلال عدة أدوات .

-La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés:

دراسة صادرة عن البنك المركزي الفرنسي بعنوان: تسيير احتياطيات الصرف وأثارها على الأسواق، وخلصت الدراسة إلى تزايد تنوع كل من العملات و الأدوات و الإطار المؤسسي بعد التراكم الكبير لاحتياطيات الصرف بالبنوك المركزية.

-Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis:

دراسة صادرة عن صندوق النقد الدولي سنة 2010 بعنوان : تقلبات الدورية في إدارة احتياطيات البنك المركزي :أدلة من الأزمة، وخلصت الدراسة إلى أهمية سياسة إدارة الاحتياطيات المسايرة للاتجاهات الدورية .

تاسعا- أقسام الدراسة: سنعمد في دراستنا لهذا الموضوع على الخطة التالية:

الفصل الأول: الذي يبحث في مفاهيم احتياطيات الصرف الأجنبي وخصائصها، ومكوناتها ومصادر وقنوات تراكمها، وعمليات تعقيمها .

الفصل الثاني: يبحث في تحديد المستوى الكافي من احتياطات الصرف الأجنبي، ومنافع وتكاليف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي، وأدوات توظيف هذه الاحتياطات، وإدارة المخاطر المرتبطة بهذه التوظيف.

الفصل الثالث: يبحث في تحديد آليات إدارة الفوائض من الاحتياطات، المتمثلة في شرائح الاحتياطات، أو التسديد المسبق للدين الخارجي، وتجارب كل من الصين وكوريا وكازاخستان في إنشاء صناديق سيادية من الاحتياطات.

الفصل الرابع: يبحث في دراسة احتياطات بنك الجزائر من خلال مصادر قنوات تراكمها، وحساب المستوى الكافي من الاحتياطات، وأدوات التوظيف الجيد، وإدارة المخاطر المرتبطة بالتوظيف، واليات إدارة الفائض من احتياطات بنك الجزائر.

الفصل الأول :

أدبيات احتياطات الصرف

الأجنبي

تمهيد:

تحتفظ الأعوان الاقتصادية بالنقد الأجنبي لتسوية معاملاتها مع الآخرين، أو كمقياس للقيمة أو كمخزن للقيمة لمواجهة الطوارئ غير المتوقعة في المستقبل، كذلك الحال بالنسبة للبنوك المركزية، ومن اجل سد الخلل المؤقت في ميزان المدفوعات توجب عليها الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي لمواجهة الظروف المستقبلية حيث شهدت الساحة المالية العالمية تسارع مستويات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي المدفوعة بالارتفاع الكبير في فوائض ميزان المدفوعات والتي مصدرها فوائض الحساب الجاري او فوائض حساب راس المال، والتي تجعل تدخل البنوك المركزية في اسواق الصرف اكثر من ضرورة لتحقيق اهدافها، مما ادى الى تراكم احتياطات الصرف الاجنبي بميزانية البنوك المركزية .

ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بالإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبي، حتى يتم توضيح بعض المفاهيم وهذا من خلال ثلاثة مباحث :

- المبحث الأول: احتياطات الصرف الأجنبي وإدارتها.
- المبحث الثاني : مكونات احتياطات الصرف الأجنبي.
- المبحث الثالث : قنوات واليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية.

المبحث الأول: احتياطات الصرف الأجنبي وإدارتها

من المهم التفريق بين احتياطات الصرف الأجنبي وبعض المفاهيم الأخرى، من خلال التطرق إلى خصائص احتياطات الصرف الأجنبي ووظيفة ادارة الاحتياطات.

المطلب الأول: السيولة الدولية و احتياطات الصرف الأجنبي

ظل مصطلح "السيولة الدولية" مستخدماً لعدة سنوات، كمرادف لـ "الاحتياطات الدولية"، كمقياس لقدرة البلاد على تمويل عجز في المدفوعات وتجنب اللجوء إلى تدابير التكيف، فمفهوم السيولة الدولية يعتبر مفهوماً أوسع من مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي، حيث تتضمن السيولة الدولية احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية المشروطة .

اولا-السيولة الدولية وأنواعها:

1-تعريف السيولة الدولية: تتكون السيولة الدولية من جميع الموارد المتوفرة للسلطات النقدية للبلدان لغرض التوازن في ميزان المدفوعات، هذه السيولة تتراوح بين الأصول المتاحة بسهولة إلى الموارد التي تصبح متاحة إلا بعد التفاوض واسعة النطاق¹، ويتخذ أشكالاً عديدة: احتياطات من الذهب والنقد الأجنبي؛ الأصول الأخرى، الاقتراض صندوق النقد الدولي أو من المؤسسات الدولية الأخرى؛ ترتيبات مختلفة مع البنوك المركزية الأجنبية أو الحكومات، ويشمل أيضاً، من الناحية النظرية، العناصر التي لا تخضع بسهولة للقياس الإحصائي، وقدرة البلاد على الاقتراض في أسواق المال من بلدان أخرى، ومركز الاحتياطي.

2-أنواع السيولة الدولية : تشتمل على السيولة التي تمتلكها السلطات النقدية ملكية مطلقة بالإضافة إلى العناصر التي تقتربها من العالم الخارجي²، ويميز صندوق النقد الدولي بين نوعين من السيولة الدولية³ :

أ-السيولة الدولية المملوكة (غير المشروطة):وهي السيولة الحرة الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما، ويمكن استخدامها بمحض إرادتها، دون قيد أو شرط، وتشمل في الأساس ما تملكه السلطات النقدية في البلد من عملات أجنبية قابلة للتحويل، ومن رصيد ذهبي نقدي، ومجموع الموارد التي يحق للبلد سحبها بشكل تلقائي غير مشروط من صندوق النقد الدولي، وهي مرادفة لمصطلح احتياطات الصرف الأجنبي، وتعتبر أفضل مؤشر لقياس السيولة الدولية للبلد.

¹ - Imf ,ANNUAL REPORT, 1964,p25.

² -هشام حيدر ،السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية ،الأهلية للنشر و التوزيع،لبنان،1977،ص19.

³ -Imf ,ANNUAL REPORT,OP-CIT,p26.

ب- السيولة الدولية غير المملوكة (المشروطة): تتمثل في كافة الموارد التي يحصل عليها البلد عن طريق الاقتراض الخارجي، ولها تاريخ استحقاق معين، ويتحمل الاقتصاد تكلفة للحصول عليها وبشروط معينة .

3- تقنيات توفير السيولة الدولية : إن احتياطات الصرف الأجنبي ليست هي الشكل الوحيد كصمام أمان ضد الصدمات الخارجية، وتشمل أشكالاً بديلة : كخطوط الائتمان (العامة والخاصة) ، وخطوط مقايضة البنك المركزي، يعتقد أن خطوط المقايضة وخطوط الائتمان الطارئ التي توفرها المؤسسات المالية الدولية لها ميزات الاحتياطي¹، وتحرص الكثير من البنوك المركزية على امتلاك أو إمكانية الحصول على قدر أكبر من السيولة الدولية لمواجهة أي أزمة مستقبلية ويمكن التمييز بين ثلاث تقنيات لتأمين السيولة الدولية² : تقنيات متعدد الأطراف، ثنائية الأطراف، أحادية الجانب³ :

أ- الإجراءات متعددة الأطراف: تتضمن كل التقنيات المتعددة الأطراف إجماع مجموعة من بلدان على توفير السيولة لبعضها البعض في حالة الضرورة، ففي ترتيبات تجميع الاحتياطي⁴، حيث يمكن للبلدان المشاركة الاعتماد على المجمع عندما يحتاجون إلى السيولة، فوجود التجميع يمكنهم الحصول على رؤوس الأموال الدولية أفضل من عدم وجوده ومع ذلك، قد يتم فقدان ميزة التجميع في أزمة السيولة العامة إذا كان معظم الدول المشاركة أو الكل يريد أن يسحب السيولة في نفس الوقت.

ب- الإجراءات الثنائية : تشمل قبول مؤسسة واحدة الالتزام بتوفير السيولة على الطلب للبنوك المركزية الأجنبية، فخطوط المبادلات بين البنوك المركزي الثنائية لديها ميزة أنها يمكن أن توفر السيولة الكافية، وهناك تقنية ثنائية ثانية هي بلد يعينه يوفر السيولة بالعملة الأجنبية إلى بلد آخر من احتياطات النقد الأجنبي الخاصة به، على سبيل المثال، في الأزمة العالمية الأخيرة، البنوك المركزية في الدنمارك والنرويج والسويد قدمت سيولة باليورو للبنك المركزي أيسلندا عن طريق خطوط المقايضة، ومع ذلك، فإنها لم تقدم أي التزام مسبق لتوفير السيولة، فالبلدان ذات احتياطات الصرف الأجنبي الكبيرة يمكن أن تكون في وضع يمكنها من تقديم عملات أجنبية إلى عدة بلدان، شريطة غياب الخطر الأخلاقي.

ج- الإجراءات أحادية الجانب : إن الإجراءات المتعددة الأطراف أو الثنائية لا توفر للبلدان السيولة الكافية وبالشكل المطلوب، ثم فمن المرجح أن تلجأ إلى الإجراءات من جانب واحد، فبإمكانها بناء احتياطات الصرف الأجنبي والتي يمكن استخدامها لتوفير السيولة من العملات الأجنبية في أوقات أزمة للبنوك المركزية المحلية، فخلال الأزمة

¹ - imf ,staff survey of membership on reserves 2013.p8.

² - Richhild Moessner, Options for meeting the demand for international liquidity during financial crises ,BIS Quarterly Review, September 2010 ,p53.

³ -Multilateral techniques ,Bilateral techniques, Unilateral actions.

⁴ - reserve pooling schemes.

الأخيرة، الدول النفطية ، من بين بلدان أخرى، تدخلت باحتياطاتها لمواجهة الطلب على الصرف الأجنبي، فالتأمين الذاتي هو أن البلد لديه اليقين من الوصول إلى السيولة بالعملة الأجنبية، و ليس هناك حاجة للتنسيق، ومن عيوب هذا الخيار تكاليف احتياطات الصرف الأجنبي .

ثانيا- احتياطات الصرف الأجنبي والمفاهيم المرتبطة بها

1-تعريف احتياطات الصرف الأجنبي : إن تعريف احتياطات الصرف الأجنبي يتطلب وضع حدود لها عن طريق إعداد تعريف شامل ودقيق يسمح بالتفريق بين الأصول الاحتياطية والأصول الأخرى في النظام النقدي والمالي الدولي، وعلمنا إن هذا التعريف يعتمد على تعاريف المنظمات النقدية الدولية والبنوك المركزية الدولية والباحثين الاقتصاديين ،وتسمى الاحتياطات بمسميات مختلفة :الاحتياطات الخارجية، الاحتياطات الدولية، الاحتياطات الأجنبية، أو احتياطات الصرف الأجنبي.

تم تعريفها من قبل John: بأنها" أصول السلطات النقدية للبلد التي يمكن استخدامها بشكل مباشر أو من خلال ضمان قابلية التحويل إلى أصول أخرى، لدعم سعر الصرف عند عجز في المدفوعات الخارجية¹ .

ويعرفها روبرت هيللر: بأنها تلك الأصول التي تمتلك ميزتين ،الأولى أن تكون مقبولة في كل الأوقات من قبل الاقتصاديات الخارجية كوحدة لسداد الالتزامات المالية والتجارية ،ثانيا أن قيمتها كوحدة حساب معروفة على وجه اليقين.²

يعرف جون وليامسون: احتياطات الصرف الأجنبي أنها :بمثابة صمام امن يحتفظ به البلد ويلجأ إليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من أثار الصدمات الخارجية والتي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني من جراء علاقته الاقتصادية مع الخارج³ .

ويعرفها رمزي زكي :يجب أن تكون احتياطات الصرف الأجنبي تحت تصرف السلطات النقدية أو البنك المركزي لاستخدامها عند الضرورة وبالسرعة المطلوبة وبالتالي يستبعد منها ما في حوزة الأفراد والبنوك من ذهب وعملة أجنبية⁴ .

¹- John Williamson ,**international liquidity**,p59.

²- Heller, H.R. ,**Optimal International Reserves**,, Economic Journal, Vol.76,June, 1966,p296-297.

³- Jone williamson, **exchange reserves as shock absorbers** , series in economic development , oxford university press, 1988 ,p 165.

⁴ - رمزي زكي , الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري ،دار المستقبل العربي ،القاهرة ،1994،ص 79.

ويعرف البنك المركزي المصري: الاحتياطات الدولية الرسمية بأنها إجمالي الأصول الاحتياطية الأجنبية الرسمية والأصول الأخرى بالعملة الأجنبية والتي توجد إما لدى البنك المركزي أو مستثمرة في الخارج أي لدى غير المقيمين¹.

يعرف صندوق النقد الدولي احتياطات الصرف الأجنبي بأنها: تلك الأصول الخارجية المتاحة للسلطات النقدية في أي وقت والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات أو لضبط حجمها بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التدخل في سوق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة أو لأغراض أخرى ولكل هذه الأغراض مجتمعة².

تعريف قاموس أكسفورد: أصول سائلة مملوكة لحكومة البلد أو بنكها المركزي لأغراض التدخل في أسواق الصرف الأجنبي³.

إن التعريفات السابقة تبين أن هناك إجماعاً على أن احتياطات الصرف الأجنبي: "هي تلك الأصول الأجنبية المملوكة من طرف السلطات النقدية والمتاحة لها في أي وقت لمعالجة الخلل المؤقت في ميزان المدفوعات، وذلك تميزاً لها عن الأصول الأجنبية الأخرى". لذا يجب أن تتوفر في أصول احتياطات الصرف الأجنبي ثلاث خصائص مهمة: ملكية السلطات النقدية، السيولة، بعملات قابلة للتحويل.

2: بعض المفاهيم المرتبطة باحتياطات الصرف الأجنبي: تم تجميع هذه المفاهيم في فئات واسعة لتبيان الاختلاف بين هذه المجموع من الأصول الأجنبية:

أ- الاحتياطات الدولية الإجمالية (GIR)⁴: إجمالي الاحتياطات الدولية، أو إجمالي احتياطات العملات الأجنبية، أو إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي، وهو التعريف القياسي المستخدم في دليل ميزان المدفوعات أو في النموذج القياسي لبيانات الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملات الأجنبية مع بعض التغيرات، على سبيل المثال، الاحتياطات الدولية متضمنة الذهب والأصول من صناديق الثروة السيادية، الاحتياطات الدولية مع استبعاد الذهب وأصول الصناديق السيادية.

ب- صافي الأصول الأجنبية (NFA)⁵: يشار إلى أن صافي الأصول الأجنبية للبنك المركزي، والذي هو عادة أوسع من مفهوم صافي الاحتياطات الدولية (انظر أدناه) في أنه يتضمن الالتزامات القصيرة الأجل وطويلة الأجل على

¹ - البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية العدد 98 أبريل 2005.

² - **Balance of payments manual**, international monetary fund, washington, USA march 2008, p150.

³ - **SHERIFFDEN A.TELLA, OVERVIEW OF EXTERNAL RESERVES MANAGEMENT IN NIGERIA**, PUBLICATION OF THE CENTRAL BANK OF NIGERIA, Volume 31 No. 2, April - June 2007, P5.

⁴ - Gross international reserves.

⁵ - Net foreign assets.

الاحتياطات في جانب الخصوم ، في حين أن الجانب من الأصول يشمل غيرها من الأصول بالعملة الأجنبية (بما في ذلك الاستثمارات الأكثر خطورة) التي لا تدرج ا وعادة ما تدرج في الاحتياطات¹.

ج-صافي الاحتياطات الدولية (NIR)²: تعبر عن إجمالي احتياطي مطروحا منها الالتزامات القصيرة الأجل المرتبطة بالاحتياطي، لا توجد تعريفات قياسية للالتزامات المتعلقة بالاحتياطي (عادة الالتزامات المتعلقة بالاحتياطي على المدى القصير، وهي تخصم من الاحتياطي الإجمالي)، واحد الأهداف الرئيسية لإدخال مفهوم الخصوم المرتبطة بالاحتياطات³ RRL لمعالجة القلق من أن بيانات إجمالي الأصول الاحتياطية منفردة، دون تحديد المطلوبات النظرية، يمكن أن توفر مؤشرا مضللا لقوة موقف الاحتياطي، فعلى سبيل المثال، إذا كانت حصيلة الاقتراض بالعملات الأجنبية من قبل السلطات النقدية ترد في الأصول الاحتياطية، فهذا يعزز موقف الاحتياطات، أما موقف صافي الاحتياطي هو دون تغيير⁴.

د- صافي وضع الاستثمار الدولي (NIIP)⁵: هو رصيد الأصول الخارجية ناقص رصيد الخصوم الخارجية، وبعبارة أخرى، هي قيمة الأصول الأجنبية التي يملكها القطاع الخاص والعام في بلد ناقص قيمة الخصوم الأجنبية.

ه-صافي الدين الخارجي⁶ (NED): أو صافي الالتزامات الخارجية، يعرف عادة بأنه الاحتياطات الدولية الإجمالية الإجمالية ناقص الدين الخارجي، فصافي الدين الخارجي السلي " يبين أن البلد يملك أصولا أجنبية تزيد عن المخزون من الدين الخارجي ويسمى البلد مقرض صاف والعكس يسمى مقترض صاف⁷.

و-موقف العملة الأجنبية (FCP)⁸: يعرف كذلك بصافي المركز المفتوح من العملات الأجنبية، وضع السيولة الدولية، أو الموقف الآجل، يتم تعريفه عادة بصافي الاحتياطات الدولية ناقص صافي الالتزامات الآجلة بالعملات الأجنبية للبنك المركزي.

ي-الأصول الأجنبية الإجمالية (GFA)⁹: هذا المفهوم يركز فقط على الجانب من الأصول ويشمل كلا من الأصول الأصول السائلة وغير السائلة من العملات الأجنبية للبنك المركزي¹.

¹ -احمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين وإدارة احتياطات الصرف الأجنبي تجارب بعض الدول العربية والأجنبية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي 2014، ص5.

²-Net international reserves.

³- Reserve Related Liabilities.

⁴- **Reserve Related Liabilities: Presentation in the International Accounts Framework** ,Nineteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics Frankfurt, October 23–26, 2006., p4.

⁵-Net International Investment Positions

⁶ - Net external debt.

⁷ - Angana Banerji, **IMF Bilateral Surveillance on Reserves**, IEO Background Paper August 13, 2012,P36.

⁸ - Foreign currency position.

⁹ - Gross foreign assets.

ك-الأصول الأجنبية السائلة(LFA)²: وتشمل عادة الاحتياطات الدولية الإجمالية بالإضافة إلى الأصول بالعملة الأجنبية السائلة للنظام المصرفي.

3: السيولة بالعملة الأجنبية والاحتياطات :

إن مفهوم السيولة بالعملة الأجنبية هو مفهوم أوسع من مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي ويشير إلى الموارد من النقد الأجنبي التي تتوافر للسلطات النقدية والحكومة المركزية³ لتلبية الزيادة المفاجئة في الطلب على النقد الأجنبي وصافي المسحوبات المحددة سلفاً أو المحتملة على الموارد بالعملة الأجنبية نتيجة الطلب على الصرف الأجنبي على المدى القصير والأنشطة خارج الميزانية للسلطات.⁴

1-السيولة بالعملة الأجنبية والاحتياطات الدولية: ويُعد مفهوم السيولة بالعملة الأجنبية أوسع من مفهوم الاحتياطات الدولية على الأقل من ثلاثة أوجه:

- تشير الأصول الاحتياطية للأصول الخارجية للسلطات النقدية، أما السيولة بالعملة الأجنبية فتتصل بموارد النقد الأجنبي وقنوات التسرب من تلك الموارد لدى السلطات النقدية والحكومة المركزية، ويشار إليهما معا فيما بعد بعبارة «السلطات» تمييزاً لهما عن استخدام تعبير «السلطات النقدية» على انفراد.

- بينما تمثل الأصول الاحتياطية مطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين، فإن السيولة بالعملة الأجنبية تتعلق بمطالبات السلطات على المقيمين وغير المقيمين والتزاماتها نحوهم بالعملة الأجنبية.

- بينما يركز مفهوم الأصول الاحتياطية على إطار الميزانية العمومية، فإن مفهوم السيولة يشمل تدفقات العملات الأجنبية الداخلة والخارجة التي تتولد عن أنشطة السلطات داخل الميزانية العمومية وخارجها.

ب-السيولة بالعملة الأجنبية وصافي الاحتياطات الدولية: هو مفهوم أوسع من فكرة صافي الاحتياطات الدولية. ورغم عدم وجود تعريف موحد لصافي الاحتياطات الدولية، ويقصد به صافي الأصول الاحتياطية مطروحا منها الخصوم المتعلقة بالاحتياطات، ولا تُدرج عادة سوى الخصوم قصيرة الأجل في نقطة زمنية معينة، حيث تمثل هذه الأصول والخصوم مطالبات السلطات النقدية المتاحة للتصرف على غير المقيمين والتزاماتها تجاههم، ويراعي مفهوم السيولة بالعملة الأجنبية قنوات التسرب من موارد العملات الأجنبية الموجودة والناشئة عن الأنشطة المالية

¹ - **Features of Compilation of International Reserves and Net Foreign Assets of the Central Bank of Armenia** , Manual on Compilation of Monetary and Financial Statistics in Armenia, P67.

² - Liquid foreign assets.

³ - يعرف النموذج الحكومة المركزية على أنها جميع الإدارات الحكومية والمكاتب والمنشآت وغير ذلك من الهيئات التي تعتبر وكالات أو أجهزة في السلطة المركزية للبلد ويستثنى التعريف صناديق الدولة والحكومات المحلية والتأمين الاجتماعي على كل المستويات الحكومية .

⁴ - IMF, **International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template**, 2011, P 4.

للسلطات تجاه المقيمين وغير المقيمين في فترة 12 شهرا التالية، ويمكن استخدام المعلومات المتعلقة بحجم قنوات التسرب من العملات الأجنبية لدى البلد المعني مقارنة بموارده من هذه العملات، بالإضافة إلى معلومات أخرى، وذلك لتحليل مدى تعرض ذلك البلد للمخاطر الخارجية¹.

المطلب الثاني: خصائص احتياطات الصرف الأجنبي

أولا - معايير احتياطات الصرف الأجنبي: يستند مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي إلى ثلاث معايير حتى يدرج أي أصل كأصل احتياطي²:

1- خاضعة للسيطرة الفعلية من طرف السلطات النقدية³: يمكن فقط تبويب المطالبات الخارجية التي تملكها السلطات النقدية كأصول احتياطية، وبالرغم من ذلك، فإن الملكية ليست هي الظرف الوحيد الذي تمنح بموجبه السيطرة، ففي الحالات التي تكون فيها وحدات مؤسسية عدا السلطات النقدية في الاقتصاد لها حق الملكية في أصول خارجية بالعملة الأجنبية ولا يمكنها إجراء معاملات في هذه الأصول إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية أو بموافقتها الصريحة، فإن هذه الأصول تعتبر أصولا احتياطية لأنها تحت السيطرة المباشرة والفعلية للسلطات النقدية، وفيما يلي الظروف التي يتعين توفيرها لاحتساب الأصول ضمن احتياطات الصرف⁴:

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

- يحق للسلطات بمقتضى طلب منها استخدام هذه المطالبات المستحقة على غير المقيمين لتلبية احتياجات

تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة؛

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

1- المفهوم الوظيفي للسلطات النقدية: يركز تعريف احتياطات الصرف الأجنبي على المفهوم الوظيفي للسلطات النقدية، وتتألف السلطات النقدية من البنك المركزي الذي يتضمن وحدات مؤسسية أخرى متضمنة في القطاع الفرعي للبنك المركزي، مثل مجلس العملة وبعض العمليات التي تُعزى في العادة إلى البنك المركزي ولكن تتولى تنفيذها مؤسسات حكومية أخرى أو بنوك تجارية في بعض الأحيان⁵، ومن بين هذه العمليات إصدار العملة؛

¹ - IMF, **International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template**, 2013, P 9-

² - أن ي . كيستر ، **تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية** ، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي ، العدد 2، جولية 2000، ص50.

³ - مستمدة من التعريف الوظيفي الذي قدمه صندوق النقد الدولي للاحتياطات .

⁴ - صندوق النقد الدولي ، **دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي** ، الطبعة السادسة ، العربية ، 2009 ص112.

⁵ - صندوق النقد الدولي ، **دليل الإحصاءات النقدية والمالية**، 2000 ، ص17.

والاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية وإدارتها، بما في ذلك الاحتياطيات الناتجة عن المعاملات مع صندوق النقد الدولي؛ وتشغيل صناديق تثبيت أسعار الصرف، وفي الاقتصاديات التي تحتفظ بأصول احتياطية كبيرة خارج البنك المركزي، ينبغي توفير معلومات تكميلية عن حيازات القطاع المؤسسي من الأصول الاحتياطية.

2- إتاحة الاستخدام: لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية متاحة بسهولة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن، ومن المبادئ التي يمكن أن توفر تفسيراً لمفهوم "متاحة للاستخدام" وتشمل هذه المبادئ كل من¹: المشروطة، والعملية الأجنبية، السيولة، ونوعية الأصول.

أ- المشروطة: تأخذ بعين الاعتبار الأصول المملوكة التي تتوفر على الفور كأصول في الشكل الأكثر غير المشروط كأصول الاحتياطية، شريطة أن تستوفي المعايير الأخرى، ففي بعض الحالات تقوم السلطات النقدية بترتيب إقراض من الأصول إلى طرف ثالث التي لن تكون متاحة للدائن حتى تاريخ استحقاق القرض، وقبل الاستحقاق هذه الأصول ليست متاحة بسهولة ولا ليتم تضمينها في الأصول الاحتياطية، ولا تكون الأصول المرهونة متاحة بسهولة في المعتاد، وينبغي استبعاد هذه الأصول المرهونة المثقلة بالالتزامات.

ب- جودة الأصول: ينبغي أن تكون الأصول الاحتياطية عموماً ذات جودة عالية حتى تكون متاحة بسهولة للسلطات لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة في الظروف المعاكسة.

ج- السيولة: ويكون الأصل الاحتياطي سائلاً، حيث يمكن شراؤه وبيعه وتصفيته بالنقد الأجنبي نقداً بالحد الأدنى من التكلفة وفي أقل وقت ممكن، وبدون التأثير في قيمة الأصل، حيث لا يوجد حد زمني، ولكن حتى يكون الأصل مؤهلاً لاعتباره من الاحتياطيات، ينبغي أن يكون متاحاً خلال فترة زمنية قصيرة نظراً لسرعة نشوء الحاجة إلى النقد الأجنبي في الظروف المعاكسة، حسبما يتضح من التجارب، والمقصود بالأصول السائلة تلك الأصول التي يمكن شراؤها وبيعها وتصفيتها بأقل تكلفة وخلال أقصر وقت دون تأثير ذا أهمية على قيمة الأصل، ويشمل هذا المفهوم الأصول غير القابلة للتداول، مثل الودائع تحت الطلب، والأصول القابلة للتداول، كالأوراق المالية التي تتوفر لتسويقها بائعون ومشتركون مستعدون لذلك وراغبون فيه.

د- أصولاً بالعملية الأجنبية: إن أصولاً بالعملية الأجنبية فقط هي المؤهلة كأصول احتياطية، والعملية الأجنبية غير القابلة للتحويل لن يتم تضمينها كاحتياطي، لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية مقومة وتتم تسويتها بالعملية الأجنبية نظراً لأن الغرض منها يتمثل في تلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات ودعم أسعار الصرف، وإضافة

¹ - **Revision of BPM5: Issues on International Reserves**, Eighteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington D.C., June 27—July 1, 2005-p5.

إلى ذلك حتى تكون الأصول الاحتياطية سائلة، لا بد أن تكون مقومة وتتم تسويتها بعملات أجنبية قابلة للتحويل، أي عملات قابلة للاستخدام بحرية في تسويات المعاملات الدولية.

3- مطالبات السلطة النقدية على غير المقيمين: تعتبر الوحدة المؤسسية مقيمة في الإقليم الاقتصادي الذي ترتبط به أكثر من غيره، أي الإقليم الذي يمثل مركز المصلحة الاقتصادية الأغلب لها، وتقيم كل وحدة اقتصادية في إقليم اقتصادي واحد فقط يحدده يمثل مركز المصلحة الاقتصادية الأغلب لها، قائما داخل الإقليم الاقتصادي. ويُستخدم الموقع الفعلي أو المقصود لمدة سنة أو أكثر كتعريف عملي؛ ورغم أن اختيار فترة عام واحد كفترة زمنية محددة يعد اختيارا جزافيا إلى حد ما، يتم اعتماد هذا الاختيار لتجنب عدم اليقين وتيسير الاتساق على المستوى الدولي.

وفقا لمفهوم الإقامة، لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية، عدا سبائك الذهب، مطالبات على غير مقيمين. وعلى العكس من ذلك، نجد أن مطالبات السلطات بالعملة الأجنبية على المقيمين، بما في ذلك المطالبات على البنوك المقيمة، ليست بمثابة أصول احتياطية، ومع ذلك، فإن المطالبات بالعملة الأجنبية على البنوك المقيمة يمكن أن تكون تحت تصرف السلطات النقدية ويمكن تعبئتها بسهولة لتلبية الطلب على النقد الأجنبي.¹

وتكون الوحدة المؤسسية مقيمة في إقليم اقتصادي ما عندما يوجد، داخل هذا الإقليم، موقع، أو مسكن، أو مكان إنتاج، أو مبان أخرى تمارس الوحدة فيها أو منها قدرا مهما من الأنشطة والمعاملات الاقتصادية وتعتمد الاستمرار في ذلك إما لأجل غير مسمى أو لفترة زمنية محددة ولكنها طويلة.

ثانيا- معالجة بعض الأصول

1- العوامل المحددة لاعتبار صناديق الثروة السيادية ضمن احتياطات الصرف الأجنبي: إن إنشاء صندوق ثروة سيادي ذي غرض خاص يثير مسألة إدراج أصول هذه الصناديق ضمن احتياطات الصرف الأجنبية بالبنوك المركزية من عدمه وعموما يتم ادراج شركات استثمار الاحتياطات ضمن الاحتياطات، ومن أهم العوامل المحددة لذلك ما يلي:²

- إذا كانت هناك إرشادات قانونية أو إدارية تحول دون إتاحة هذه الأصول للبنك المركزي بسهولة فلا تدرج ضمن الأصول الاحتياطية.

- إذا كانت هذه الأصول المحتفظ بها في الصناديق مقيدة في دفاتر البنك المركزي أو جهة تابعة للحكومة المركزية، بما يسمح للبنك المركزي السيطرة على كيفية التصرف فيها فتدرج ضمن احتياطياته مع استيفائها كافة المعايير التي

¹ - يتم عرض هذه المطالبات كبنود تكميلي لوضع الاستثمار الدولي.

² - دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مرجع سابق، ص 115-116

تجعلها أصولاً احتياطية، وإذا كان يحتفظ بهذه الأصول في صناديق تستثمر في الأجل الطويل وذات كيان قانوني مستقل فلا تدرج ضمن احتياطات البنوك المركزية وذلك لأسباب ليس أقلها ضعف احتمالات استيفاء معيار سهولة إتاحتها.

- إن هدف احتياطات الصرف الأجنبي هو تمويل العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، لذا فإن الاستثمار في الآجال الطويلة وفي أصول أقل سيولة يمنع صناديق الثروة السيادية من دعم ميزان المدفوعات بالسيولة في أوقات الأزمات، فبعض الدول أنشئت ترتيبات تمكن من دعم صناديق الثروة السيادية لأغراض ميزان المدفوعات أوقات الحاجة، وكمثال على ذلك صندوق بولا (pula fund) ببتسوانا يسمح بتمويل عند حدوث تعديلات في الاقتصاد الكلي لما تكون محفظة السيولة غير كافية لتحقيق الاستقرار، وفي كوريا الجنوبية شركة الاستثمار الكورية أصولها مؤهلة كاحتياطي وتستخدم لأغراض تمويل ميزان المدفوعات¹.

2- الأصول الاحتياطية المجمعة: يمكن للبنوك المركزية أن تدير احتياطياتها من الصرف الأجنبي على أساس تعاوني من خلال مجمع للأصول (pooling assets)²، ومثل هذه الترتيبات عبارة عن أنظمة استثمار جماعي³ يحتفظ بموجبها بالأصول المقدمة من طرف البنوك المركزية المشاركة في شركة لتوظيف هذه الأصول وتكون عادة غير مقيمة في بلدان البنوك المركزية المشاركة، وتتولى تسير عمليات التوظيف والاستثمار لاحتياطات الصرف الأجنبي، ويترتب على هذه الاتفاقية نشوء مطالبات للأطراف المشاركة على مجمع الأصول⁴، ويجب مراعاة الشروط التالية لاعتبار هذه الأصول ضمن احتياطات الصرف الأجنبي:

- يجب أن تكون هذه المطالبات سائلة بالعملة الأجنبية على كيانات غير مقيمة.

- القدرة على استخدام الأصول المجمعة لتعبئة السيولة الخارجية بالعملة الأجنبية.

المطلب الثالث : البنك المركزي ووظيفة إدارة الاحتياطات

تعد وظيفة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أحد الوظائف المهمة للبنوك المركزية، إلى جانب الوظائف الأخرى .

¹ - Christian Mulder, and Amadou Sy, **Setting up a Sovereign Wealth Fund** IMF Working Paper ,International Monetary Fund , August 2009 p8,9 .

² - نجحت دول الانديز في أمريكا اللاتينية في إنشاء صندوق احتياطي ينتمي إليه سبعة اقتصاديات تربطها علاقات ثقافية قوية ومجموعة كبيرة من المصالح المشتركة، والذي ظل مستمرا في نشاطه لفترة تجاوزت ثلاثة عقود في تمويل موازين مدفوعات الدول الأعضاء خلال فترة الصدمات ، بالإضافة إلى مبادرة- شيانغ ماي - في آسيا والتي تشمل رابطة الآسيان+ الصين واليابان وكوريا في أعقاب الأزمة الآسيوية 1997-1998.

³ -صناديق الاستثمار.

⁴-Hidetoshi Takeda, **TREATMENT OF POOLED ASSETS**, IMF Statistics Department, December 2005, p1.

أولاً-البنك المركزي

1-تعريف البنك المركزي: قدم العديد من الاقتصاديين تعريفات مختلفة للبنوك المركزية، وارتبطت هذه التعاريف بوظائف البنك المركزي ومن أهمها هذه التعاريف: **تعريف دي كوك:** البنك الذي يقنن ويحدد الهيكل النقدي والمصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني من خلال قيامه بوظائف متعددة كتقنين العملة، القيام بإدارة العمليات المالية للحكومة، الاحتفاظ باحتياطات البنوك التجارية، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي للبلد، خدمة البنوك التجارية من خلال إعادة الخصم الملاذ الأخير للإقراض والمقاصة، تنظيم الائتمان والتحكم فيه، بما يتلاءم ومتطلبات الاقتصاد وتحقيق أهداف السياسة النقدية.

كما يعرف البنك المركزي بأنه عبارة عن مؤسسة مركزية نقدية تقوم بوظائف بنك البنوك، والوكيل المالي للحكومة ومسؤولة عن إدارة النظام النقدي للبلد، ويجب ألا تقوم بالأعمال التي تقوم بها البنوك التجارية .

كما يعبر عن: المؤسسة المالية الوطنية التي تمارس الرقابة على الجوانب الرئيسية في النظام المالي وتقوم بأنشطة مثل: إصدار العملة المحلية وإدارة احتياطات الصرف الأجنبي وإجراء المعاملات مع صندوق النقد الدولي وتوفير الائتمان لشركات الإيداع الأخرى وفي بلدان أخرى تقوم بقبول الودائع من الشركات غير المالية وتوفير الائتمان لشركات غير المالية، وتعرف بأسماء مختلفة مثل: البنك المركزي، البنك الاحتياطي، البنك الوطني، بنك الدولة¹.

2-خصائص البنك المركزي: هناك عدة خصائص للبنوك المركزية تميزها عن البنوك الأخرى²:

-البنك المركزي مؤسسة نقدية ذات ملكية عامة، والدولة هي التي تتولى الإشراف عليها من خلال قانون البنك المركزي .

-تمثل البنوك المركزية الصدارة في قمة الجهاز المصرفي لكونها تتمتع بسلطة رقابية على البنوك ولها القدرة على خلق النقود وجعل جميع البنوك تستجيب للسياسة النقدية التي يرغب في تنفيذها.

-لا يهدف البنك المركزي إلى تحقيق الربحية وإنما تحقيق النفع العام، وان حدث تحقيق الربح فانه من قبيل عمل عرضي، كما يتمتع بالقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية .

- المؤسسة المحتكرة لعمليات إصدار النقد، وفي كل بلد هناك مؤسسة مصرفية مركزية وحيدة.

¹ - صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، مرجع سابق، ص 17.

² -زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الطبعة العربية، دار اليازوري، 2006، ص 26.

3- جدول حسابات النتائج للبنك المركزي: إن بيان الدخل للبنك المركزي مماثل لبيان الدخل في المؤسسات المالية الأخرى ويشمل¹:

أ- التكاليف البنكية الرئيسية:

- الفائدة على المطلوبات بالعملات الأجنبية،

- الفائدة على متطلبات الاحتياطي.

- الفوائد المستحقة على السندات الصادرة،

- خسائر الصرف .

- الخسائر المتعلقة انخفاض قيمة الاحتياطات الأجنبية الناتج عن انخفاض قيمة الذهب والعملات الأجنبية.

ب- النواتج البنكية الرئيسية تأتي من:

- الفوائد المكتسبة من استثمار الاحتياطات الأجنبية، والمطالبات على القطاعين المصرفي و العام.

- ارتفاع في معاملات الصرف الأجنبي، والتحكيم، وموقف العملاء.

- مكاسب غير محققة ناتجة عن إعادة تقييم الأصول الاحتياطية مرتبطة ارتفاع قيمة الذهب والعملات.

جدول 1-1 جدول حسابات النتائج للبنوك المركزية

السنة n	السنة n-1	
		نتيجة عمليات تسيير احتياطات الصرف الأجنبي نتيجة عمليات السياسة النقدية نتيجة العمليات الأخرى
		نتيجة الأنشطة
		التكاليف العامة للاستغلال
		النتيجة الإجمالية للاستغلال
		نتيجة غير جارية الضريبة على النتيجة
		النتيجة الصافية

المصدر : ، البنك المركزي المغربي، التقرير السنوي، 2013 ص181.

¹ - **LA SITUATION FINANCIÈRE DES BANQUES CENTRALES** DOCUMENT PÉDAGOGIQUE
BANQUE DE FRANCE Institut Bancaire et Financier International N°3 – NOVEMBRE 2009p9.

ثانياً: وظيفة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي: إن وظيفة البنك المركزي في الاحتفاظ بالاحتياطات اشتقت من وظيفته كمصرف إصدار وكقيم على الاحتياطات النقدية للمصارف التجارية¹، أصبح البنك المركزي في العديد من البلدان بنكا مركزيا للتحويل، إذ يحصل على الفائض من الصرف الأجنبي عندما يكون ميزان المدفوعات فائضا ويسد النقص الواجب مواجهته، عند العجز، ومنذ التخلي عن قاعدة الذهب أخذت البنوك المركزية للعب دور مهم في تنظيم احتياطات البلد من العملات الأجنبية ومراقبة عمليات التحويل الخارجي، ساعدت هذه الأصول البنوك المركزية من تلافي الهزات².

1-تعريف إدارة الاحتياطات: هي عملية تكفل إتاحة قدر كاف من احتياطات الصرف الأجنبي الرسمية للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق طائفة محددة من الأهداف لبلد أو اتحاد نقدي³، وفي هذا السياق يعهد إلى الجهاز المعني بمسؤولية إدارة الاحتياطات وجميع المخاطر المصاحبة.

كما يمكن للسلطات النقدية أحيانا توظيف مديري صناديق لإدارة الأصول الاحتياطية. وفي مثل هذه الترتيبات، يعمل مديرو الصناديق كوكلاء وتُدفع لهم رسوم نظير خدماتهم.

2-أهداف إدارة احتياطات الصرف الأجنبي: ينبغي أن تسعى إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الكفؤة إلى التأكد مما يلي⁴:

- كفاية احتياطات الصرف الأجنبي لتلبية مجموعة محددة من الأهداف وتكلفة اقل .
- السيطرة على مخاطر السيولة والسوق والائتمان بأسلوب سليم .
- توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأموال المستثمرة، مع أخذ قيود السيولة والمخاطر الأخرى في الاعتبار.

¹ -دي كوك، ترجمة عبد الواحد المخزومي، الصيرفة المركزية، دار الطليعة بيروت، 1987، ص70.

² -ضياء مجيد موسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2002، ص259.

³ - احمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص19.

⁴ - صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، 2001، ص7.

المبحث الثاني : مكونات احتياطات الصرف الأجنبي

تشكل احتياطات الصرف الأجنبي للبنك المركزي حسب تصنيف آخر دليل لميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الصادر عن صندوق النقد الدولي من: الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي والعملات الاحتياطية.

المطلب الأول :احتياطات الذهب النقدي

كانت البنوك المركزية، أكبر حائزي الذهب لأكثر من 100 سنة، وبلغت ذروتها في 1960s، وبلغ المخزون من الذهب الرسمي 38 000 طن، أي ما يمثل حوالي 50٪ من جميع المخزون العالمي، وأبقت البنوك المركزية على الذهب، على الرغم من انهيار قاعدة الذهب، وإلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب 1971، وكان دور الذهب في نظام سعر الصرف العائم احد الأصول الاحتياطية.

اولا-تعريف الذهب النقدي: هو أصل مالي لا تقابله خصوم مالية، ويقتصر الذهب النقدي على حيازات الذهب التي تمثل جزءا من الاحتياطات الرسمية لدى البنك المركزي أو الحكومة أو لدى أطراف أخرى تحت السيطرة الفعلية للبنك المركزي أو الحكومة¹، أما حيازات الذهب التي ليست أصولا احتياطية رسمية، فتصنف ضمن الأصول غير المالية، وتفيد مشتريات (مبيعات) الذهب النقدي في حسابات البنك المركزي كزيادات (انخفاضات) في الأصول الاحتياطية، فهو ذهب تملكه السلطات النقدية أو أي جهات أخرى تخضع للسيطرة المباشرة والفعلية للسلطات، وتحتفظ بجزءه كأصل احتياطي أما الذهب الأخر (غير النقدي) الذي تملكه أي هيئة، والذي قد يتضمن أي أرصدة ذهب تجارية تحوزها السلطات لأغراض التجارة فلا يدرج ضمن احتياطات الصرف الأجنبي، ولا تنشأ المعاملات في الذهب النقدي إلا بين السلطات النقدية والسلطات النظرية في الاقتصاديات الأخرى أو المنظمات النقدية الدولية.

الذهب النقدي هو الذهب الذي تملكه السلطات النقدية أو أطراف أخرى خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية وتحتفظ به كأصول احتياطية ويتكون من سبائك الذهب بما في ذلك النقود الذهبية والقوالب والسبائك التي تصل درجة نقائها 995 جزءا في 1000 على الأقل وسبائك الذهب في حسابات الذهب المخصصة بغض النظر عن مكان الحساب وحسابات الذهب غير المخصصة لدي غير المقيمين التي تعطي حق المطالبة بتسليم الذهب، ويتم تداول الذهب في أسواق منظمة أو من خلال ترتيبات ثنائية للبنوك المركزية، وحتى تكون حسابات الذهب مؤهلة لتبويبها كأصول احتياطية لا بد أن تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية عند الطلب²

¹ صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، واشنطن، وم الأمريكية، 2000، ص26.

² صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، 2009، ص113..

ثانياً-الطلب على الذهب من طرف البنوك المركزية: بعد عمليات الشراء الكبيرة في السنوات الأخيرة وابتداء من سنة 2010 (انظر الجدول 1-2) ،واصلت البنوك المركزية تعزيز حيازاتها من الذهب بحثا عن التنوع بعيدا عن الدولار الأمريكي، واستوعبت 477.2 طن من الذهب في عام 2014 مقارنة بسنة 2010، 77 طن ، وفي المقام الأول كان مصدر الطلب على الذهب من طرف البنوك المركزية لرابطة الدول المستقلة¹، حيث أضاف البنك المركزي الروسي إلى مخزونه الكبير من الذهب 173 طن، وتقدر مشترياته في جانفي حوالي 1207.7 طن ، وهو ما يمثل 13٪ من احتياطي الصرف الأجنبي، كما تمت زيادات أخرى في كل من العراق ب10طن ،أذربيجان10طن ،كازاخستان 48 طن.

الجدول 1-2:الطلب على الذهب حسب الفئات بالطن 2005-2014

الفئات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المجوهرات	2.721	2.302	2.425	2.306	2.816	2.020	2.030	2.004	2.384.6	2.152.9
التكنولوجيا	440	472	478	465	414	470	458	416	408.2	389
الاستثمار	626	690	691	1239	1455	1604	1754	1622	885.6	904.6
بنوك المركزية	663-	665-	484-	235-	34-	77	457	544	469	447

Source: **Gold Demand Trends Full year 2014** World Gold Council ,February 2015, p24.

ويوضح الجدول 1-3 احتياطات أكبر عشرة بنوك مركزية من الذهب، ونسبة احتياطي الذهب إلى إجمالي الاحتياطات من الصرف الأجنبي ، والملاحظ من الجدول أن احتياطي الذهب إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي للبنوك المركزية للدول المتقدمة يعتبر مرتفعة نسبياً لاعتبارات تاريخية، بينما نجد أن احتياطي الذهب للبنوك المركزية لاقتصاديات الناشئة تعد منخفضة كنسبة من إجمالي احتياطاتها، فعلى سبيل المثال فإن البنك المركزي الصيني يمثل حالياً سادس أكبر بنك مركزي يحتفظ بالذهب في العالم، ومع ذلك فإنه عند مقارنة ما يحتفظ به البنك المركزي الصيني من ذهب بإجمالي احتياطياته من الصرف الأجنبي ، نجد أن هذه النسبة لا تزيد حالياً على 1.1 في المائة ، وهو ما يعني أن الوزن الذي يمثله الذهب في إجمالي احتياطات البنك المركزي الصيني أقل كثيراً من ذلك الذي نراه في البنوك المركزية الأخرى ، و الأمر نفسه ينطبق على البنك المركزي الياباني والروسي والهندي.

¹ هي منظمة دولية أورو-آسيوية مكونة من 12 جمهورية سوفياتية سابقة ومقرها في مينسك روسيا البيضاء. تكوّنوا كل من روسيا وبيلاروسيا وأوكرانيا ومولدافيا وجورجيا وأرمينيا وأذربيجان وتركمانستان وأوزبكستان وكازاخستان وطاجكستان وقيرغيزيا. والرابطة ليست مجرد تنظيم رمزي بحث، وإنما منظمة تتحد بتعاون متميز وتشمل مجالات التجارة والتمويل والقوانين، والأمن.

الجدول 1-3: احتياطات أكبر 10 بنوك مركزية احتفاظا بالذهب

الترتيب الدولي	البلد	الكمية بالطن	نصيب الذهب إلى احتياطي الصرف الأجنبي
1	وم الأمريكية	8.133.5	74.0%
2	ألمانيا	3.384.2	68.7%
4 ¹	إيطاليا	2.451.8	67.7%
5	فرنسا	2435.4	66.8%
6	روسيا	1207.7	13.0%
7	الصين	1.059.1	1.1%
8	سويسرا	1.040.0	7.7%
9	اليابان	765.2	2.5%
10	هولندا	612.5	57.2%
11	الهند	557.7	6.9%

Source :Imf ,International Financial Statistics, March 2015

ثالثاً-العائد على الذهب النقدي: إن العائد على احتياطات البنك المركزي يتأتى من إعادة تقييم الذهب في حالات ارتفاع أسعار الذهب في السوق، حيث ينبغي أن يقيم الذهب النقدي على أساس السعر السوقي للذهب وان تسجل في حسابات إعادة التقييم التغيرات في قيمة الذهب النقدي أرباح أو خسائر، وعموما يتم تقييم الذهب بسعر أوقية الذهب على أساس السعر بالدولار الأمريكي الذي تم تحديده عند التسعير في سوق لندن، في آخر يوم عمل من السنة المالية. وكذلك يتأتى العائد من تأجيله في أسواق إقراض الذهب، حيث يمكن تنفيذ قروض الذهب (ودائع الذهب) للحصول على عائد من الذهب، ويظل الذهب مقيدا في دفاتر جهة الإقراض أي التي وظفت الذهب، وتتحمل مخاطر السوق الناشئة عن تحركات سعر الذهب في الأسواق، ويعتبر إقراض الذهب كمعاملة خارج الميزانية².

¹- المرتبة الثالثة تعود إلى صندوق النقد الدولي ب:2814.0 طن.

²- صندوق النقد الدولي، نفس المرجع السابق، ص32.

1-تعريف قروض الذهب: هي عبارة عن تقديم الذهب لفترة زمنية محددة، وهذه القروض قد تكون متعلقة بالذهب المادي أو بحسابات الذهب غير المخصصة، وتنتقل ملكية الذهب القانونية ، بينما تظل المخاطر والمزايا الناتجة عن تغير الأسعار من نصيب المقرض، ومقترضو الذهب (وسطاء وسماسرة السوق بالإضافة إلى منتجي الذهب والجهات التي تستخدم الذهب لأغراض صناعية) عادة ما يستخدمون هذه المعاملات لتغطية مبيعاتهم إلى أطراف ثالثة خلال الفترات المؤقتة لنقص الذهب، ويحصل مالك الذهب على ملائمة نظير السماح باستخدام الذهب وتحدد قيمة الرسوم على أساس القيمة الأساسية للأصل والمدة المستغرقة في العملية العكسية¹. وتختلف قروض الذهب عن مبادلات الذهب، إذ تعبر هذه الأخيرة ، عن احد أشكال اتفاقات إعادة الشراء الشائعة في البنوك المركزية أو بين البنوك المركزية وأنواع أخرى من المؤسسات المالية، وتحدث هذه المبادلات عند مبادلة الذهب بنقد أجنبي بسعر محدد مع الالتزام بإعادة شراء الذهب بسعر ثابت في تاريخ لاحق محدد، مما يجعل الطرف الأصلي يظل معرضاً لتقلبات سوق الذهب .

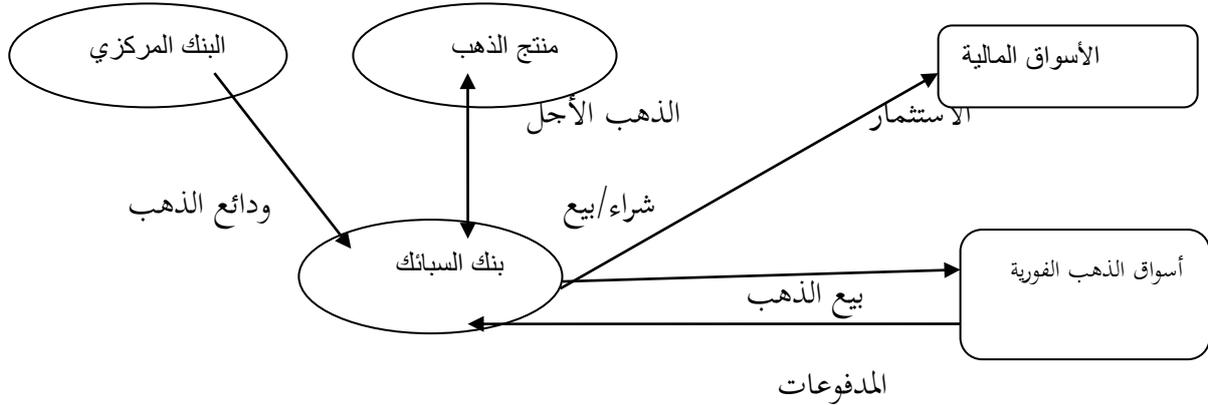
2-آلية تأجير الذهب: إن وضع الذهب كأصل احتياطي يثير أسئلة مهمة تتمثل في تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الذهب، ومن أجل كسب بعض الدخل على الاحتياطي من الذهب وتعويض عن الخسائر الدفترية الناجمة عن إعادة التقييم، بدأ عدد من البنوك المركزية بوضع جزء من الاحتياطيات في الودائع لدى المؤسسات التجارية (عمليات التأجير)، حيث بلغت إيداعات البنوك المركزية حوالي 1000 طن في عام 1991 ووفي سنة 2001 بلغ حجم الودائع، 4800 طن، سمحت المخزونات الكبيرة من احتياطات الذهب بالبنوك المركزية بإقراضها ، المقصود هنا بالبيع ليس البيع بشكل مباشر وإنما من خلال آلية التأجير لبنوك السبائك Bullion Bank ويأخذ إقراض الذهب شكل ودائع الذهب ومبادلات، ولسوق إقراض الذهب عادة ثلاثة مشاركين: المقرض، والذي غالبا ما يكون البنك المركزي؛ منتج الذهب وبنك السبائك كوسيط²، البنك المركزي يقرض الذهب (أو مبادلة الذهب) إلى بنوك السبائك لفترة زمنية محددة (عادة لا تتجاوز سنة واحدة)، ويكسب الفائدة على الإيداع تسمى معدل الإيجار lease rate مع تجنب أي مخاطر أسعار ، والدافع الرئيسي لإقراض الذهب من طرف البنك المركزي هو لتوليد الدخل على الحيازات من الذهب الرسمي، أو في حالة مفاوضة، لتعزيز السيولة من احتياطياتها³، ويوضح الشكل 1 الميزات الأساسية لسوق إقراض الذهب ، بنك السبائك يغطي مشترياته الآجلة من الذهب من منتج للذهب في الزمن أو يبيع الذهب المقترض من البنك المركزي في السوق الفورية ويستثمر العائدات في الأدوات المالية، يتم سداد قروض الذهب من قبل بنك السبائك للبنك المركزي في الزمن $t + I$.

¹- صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص197.

²- وفقا لمجلس الذهب العالمي، بنوك السبائك هي بنوك الاستثمار التي تعمل بوصفها موردي الجملة تتعامل بكميات كبيرة من الذهب، وجميع بنوك السبائك أعضاء في جمعية السبائك لسوق لندن.

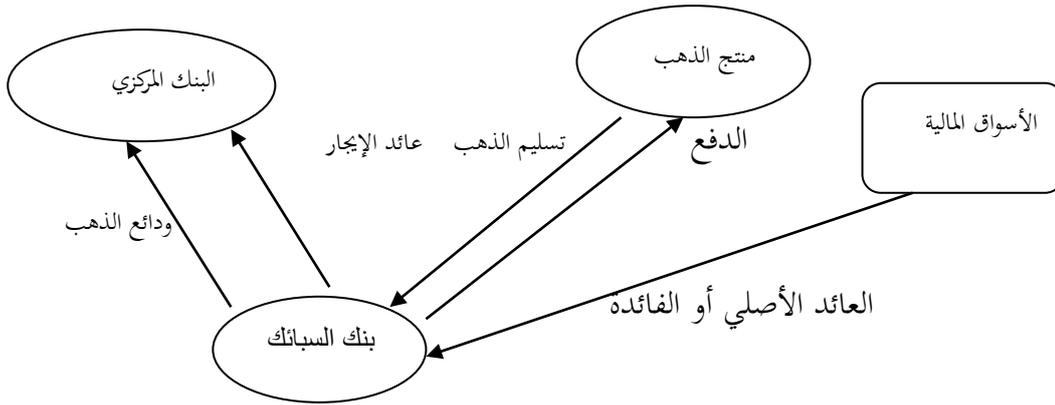
³ - David Williams ,The Gold Market, IMF ,June 30, 1999,. 26-27

المخطط 1-1: إقراض الذهب: الزمن t: الودائع من طرف البنك المركزي، والبيع الأجل من قبل المنتجين:



Source: David Williams, The Gold Market, IMF, June 30, 1999, . 26-27.

المخطط 2-1 الزمن t+1: عائد الودائع وتسليم الذهب



Source: David Williams, The Gold Market, IMF, June 30, 1999, . 26-27.

يتم تحديد سعر الإيجار من خلال الفرق بين سعر الفائدة على الأدوات المالية والعلاوة الآجلة على الذهب، فالبنوك المركزية على استعداد لتقديم الذهب لبنوك السبائك فقط على المدى القصير، وعادة لا تزيد عن ستة أشهر رغم وجود فترات تأجير تصل إلى اثني عشر شهرا، ومع تطور سوق الإقراض الذهب، وطدت بنوك السبائك علاقات طويلة الأمد مع البنوك المركزية، ونتيجة لذلك، عدد كبير من البنوك المركزية تنشط في سوق إقراض الذهب، و بنوك السبائك الرئيسية عموما لها رسمية جيدة، تتمتع بتصنيفات ائتمانية عالية وخبرة طويلة في التعامل في سوق الذهب، وإدارة محفظة متنوعة من الأنشطة المالية، على الرغم من ذلك فمخاطر الطرف المقابل هي أحد العوامل التي تحتاج البنوك المركزية أن تأخذ في الاعتبار عند الإقراض في السوق.

3- سعر تأجير الذهب: إن معدل تأجير الذهب I هو العائد R في السوق النقدي ناقص علاوة الذهب F،

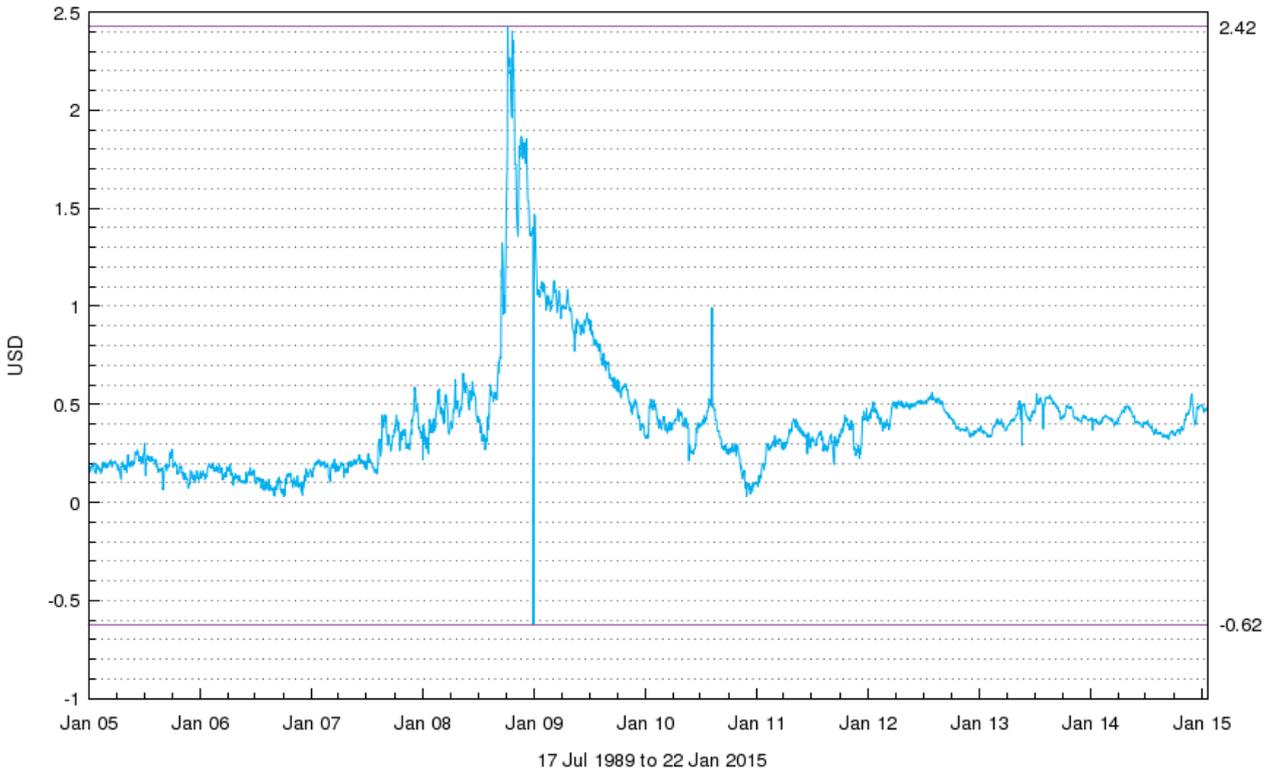
$$I = R - F$$

والتي تمثل الفرق بين سعر الأجل والسعر الفوري في المائة¹.

ففي معاملة إقراض نموذجية تحدث المعاملات التالية: البنك المركزي من شأنه أن يقرض الذهب إلى بنك السبائك فيكسب معدل التأجير (I)، أما بنك السبائك فيبيع الذهب المقترض من البنك المركزي ويستثمر العائدات في السوق المالية، ويحصل على معدل الفائدة في السوق (R)، في نفس الوقت، بنك سبائك يشتري الذهب من السوق الآجل بعلاوة (F)، وعملياً معدل الإيجار للذهب = ليبور LIBOR - سعر الذهب لأجل السائد GOFO، انظر الشكل (3-1).

LIBOR² ليبور هو سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن، وهو معدل الفائدة الخالي من المخاطر الدولية المستخدم على نطاق واسع، GOFO³ سعر الذهب لأجل السائد: وهو المعدل الذي يجعل أعضاء رابطة السبائك سوق لندن على استعداد لمبادلة الذهب مقابل الدولار الأمريكي⁴، وشهدت سنة 2008 تقلبات كبيرة في معدلات الإيجار، ولوحظت أعلى معدلات منذ ماي 2001. (انظر الشكل 1-1).

الشكل 1-1: سعر إيجار الذهب خلال الفترة جانفي 2005-جانفي 2015.



: المصدر: بيانات مجلس الذهب العالمي.

¹ - David Williams, **op-cit**, p30.

² - the London Inter-Bank Offered Rate.

³ - the Gold Forward Offered rate.

⁴ - International and Financial Accounts Branch, **THE NATURE OF LEASE PAYMENTS ON GOLD LOANS**, Australian Bureau of Statistics, November 2004, p3.

المطلب الثاني: حقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي لدى الصندوق :

أولاً- حقوق السحب الخاصة : تم إنشاء حقوق السحب الخاصة في سنة 1969 من قبل صندوق النقد الدولي لدعم نظام بريتون وودز لسعر الصرف الثابت ،وعلى وجه الخصوص، كان هدفها تكملة الاحتياطيات الرسمية للدول الأعضاء من أجل التغلب على احتمال والمخاوف من نقص السيولة الدولية التي يمكن أن تعرقل النمو ،ففي في الواقع ،ثبت أن العرض الدولي من الأصول الاحتياطية الرئيسية (الذهب والدولار الأمريكي) غير كافية لدعم التوسع في التجارة العالمية والتنمية المالية ،وكان الحل لمشكلة عدم كفاية نمو الاحتياطي عالميا يكمن في إنشاء أصل دولي سمي حقوق السحب الخاصة لتكملة الاحتياطي من دولار والذهب ،ويمكن أن تعقد من قبل الحكومات والبنوك المركزية وصندوق النقد الدولي ¹.

1-تعريف حقوق السحب الخاصة : فهي أصول احتياطية دولية ينشئها صندوق النقد الدولي ويخصصها لأعضائه لاستكمال الاحتياطيات الرسمية الموجودة، وتقتصر حيازة حقوق السحب الخاصة على السلطات النقدية الأعضاء في صندوق النقد الدولي وعدد محدود من المؤسسات المالية الدولية المصرح لها بالحيازة، وتمثل حيازات حقوق السحب الخاصة حقوقا غير مشروطة في الحصول على النقد الأجنبي أو أصولا احتياطية أخرى من أعضاء الصندوق الآخرين ².

2-تقييم حقوق السحب الخاصة :في البداية تم تقييم حقوق السحب الخاصة بما يعادل 0.888671 جرام من الذهب الخالص(معادل للقيمة الاسمية للدولار الأمريكي في ظل نظام بريتون وودز)، وفي عام 1974 تم إعادة تقييم حقوق السحب الخاصة بسلة عملات 16 عضو في صندوق النقد الدولي ذات مساهمة كبيرة في حجم التجارة العالمية ، وفي سنة 1981 تم تغيير معايير التقييم إلى العملات الخمس للدول الأعضاء التي لديها أكبر الصادرات من السلع والخدمات في السنوات الخمس السابقة، وشملت هذه السلة العملات التالية: الدولار الأمريكي والين الياباني والمارك الألماني، الفرنك الفرنسي والجنيه الإسترليني³، ويتم مراجعة مكونات هذه السلة وأوزانها الترجيحية كل خمس سنوات، وذلك بناء على حجم التجارة الدولية، والاحتياطيات المحتفظ بها، وخصص هذه العملات في الصفقات المالية والمصرفية الدولية ،وفي 2010 واصل الصندوق تقييم SDR على أساس متوسط مرجح لقيم سلة من العملات تضم الدولار الأمريكي ،اليورو الأوروبي ،الين الياباني، الجنية الإسترليني ،واعتبارا من

¹- ليس من حق المؤسسات الخاصة أو الأفراد الاحتفاظ بهذه الأداة.

²- صندوق النقد الدولي ، دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي ، مرجع سابق،ص86.

³- ضياء مجيد موسوي ،الاقتصاد النقدي ،دار الفكر،الجزائر،1993،ص317،316.

جانفي 2011 ، أعطيت للعملة الأربعة أوزاناً استناداً إلى دورها في النشاط التجاري والمالي الدولي :الدولار 41.9 %، اليورو 37.4 %، الجنية 11.3 % ،الين 9.4 %¹.

3- سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة: في البداية كان يحدد من قبل صندوق النقد الدولي بسعر ثابت (1.5٪ في السنة، ثم 5٪)، والآن معدل الفائدة على SDR يضبط أسبوعياً كمتوسط مرجح لأسعار الفائدة على الأدوات القصيرة الأجل في أسواق العملات الداخلة في السلة ،وتتمثل في أسعار الفائدة على اذونات الخزانة بأجل استحقاق 3 أشهر على اذونات الخزانة الأمريكية واليابانية والبريطانية ،وسعر الفائدة السائد ما بين البنوك الأوروبية لمدة 3 أشهر²، و يبلغ الآن 0.05٪³، وهو مهم أساساً لحساب الفائدة التي تحصل من البلدان الأعضاء على قروض الصندوق العادية غير الميسرة، والفائدة التي تسدد للأعضاء على حيازتهم من حقوق السحب الخاصة والفائدة التي تحصل على مخصصاتهم من هذه الحقوق، والفائدة التي تسدد للأعضاء على نسبة من اشتراكات عضويتهم .

4- تخصيص حقوق السحب الخاصة : بموجب اتفاقية تأسيسية لصندوق النقد يتيح للصندوق أن يوزع مخصصات من حقوق السحب الخاصة على البلدان الأعضاء بالتناسب مع حصص عضويتها ،ويتيح هذا التوزيع حصول كل بلد عضو على أصل احتياطي دولي دون تكلفة أو شروط، وتتسم آلية حقوق السحب الخاصة بالتمويل الذاتي حيث تفرض رسوماً على التوزيعات يتم استخدامها لاحقاً في سداد الفائدة على حيازات حقوق السحب الخاصة ،وإذا لم يستخدم بلد عضو أيًا من حيازات حقوق السحب الخاصة المخصصة له، تصبح الرسوم مساوية للفائدة المتلقاة، أما إذا زادت حقوق السحب الخاصة لدى البلد العضو فتجاوزت المقدار المخصص له، فإنه يكتسب فوائد فعلية على المقدار الزائد، وبالعكس، إذا كانت حيازاته أقل من هذا المخصص يصبح عليه دفع فوائد على مقدار النقص⁴.

ويجب أن تكون التوزيعات العامة لحقوق السحب الخاصة قائمة على احتياج عالمي طويل الأجل لتكميل الأصول الاحتياطية المتوافرة⁵، وتُتخذ القرارات المتعلقة بالتوزيعات العامة على فترات أساسية متعاقبة تصل إلى خمس

¹ - صندوق النقد الدولي ،نحو نمو متكافئ ومتوازن ،التقرير السنوي ،2011،ص30.

² - Elena Flor ,**THE DEBATE ABOUT THE SDR AS A GLOBAL RESERVE CURRENCY AND SDR DENOMINATED SECURITIES** ,The Federalist Debate ,Year XXIII, Number 1, February 2010,p5.

³ - يقوم imf بنشر أسعار الفائدة على sdr على موقعه :http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx.

⁴ - صندوق النقد الدولي ، **حقوق السحب الخاصة** ، صحيفة الوقائع ، 30 سبتمبر 2014،ص3.

⁵ - ادخل التعديل الرابع لاتفاقية تأسيس الصندوق 10 / 8 / 2009 ونص على إجراء توزيع خاص لحقوق السحب الخاصة يقتصر على مرة واحدة بقيمة 21.5 مليار وحدة حقوق سحب خاصة. وكان الغرض من هذا التعديل هو تمكين كافة أعضاء الصندوق من المشاركة في نظام حقوق السحب الخاصة على أساس عادل .

سنوات، وإن كانت هذه التوزيعات قد تمت ثلاث مرات فقط، الأولى بقيمة إجمالية قدرها 9.3 مليار وحدة تم توزيعها في الفترة 1970-1972، والثانية بقيمة 12.1 مليار وحدة تم توزيعها على أقساط سنوية في الفترة 1979-1981. ونتيجة لهذين التوزيعين أصبح المقدار التراكمي لتوزيعات حقوق السحب الخاصة 21.4 مليار وحدة. وللمساعدة في تخفيف آثار الأزمة المالية، تم إجراء توزيع عام ثالث لحقوق السحب الخاصة بقيمة 161.2 مليار وحدة في 28 أوت 2009.

5- تقييم دور حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي :

إن الهدف الرئيسي من إنشاء وحدة حقوق السحب الخاصة ، هو إحلالها محل الدولار الأمريكي، والذهب وجعلها الأصل الأساسي كأصل احتياط دولي، كما أن جاذبيتها كأصل احتياطي تنبع من التزام الدول بقبولها، واستخدامها كمعيار لربط العديد من العملات¹، للقدر الكبير من الاستقرار التي تتمتع به هذه الوحدات لأنها لا تتبع أي بلد، ولكن ذلك لم يتحقق رغم المحاولات والتعديلات، فرغم تمتع sdr بقدر كبير من الاستقرار كأصل احتياطي دولي، إلا أن الواقع يدل على فشل تحقيق هذا الهدف، ويتضح هذا القصور من خلال تدني النصيب النسبي لحقوق السحب الخاصة إلى إجمالي الاحتياطات عالمياً²، انظر الجدول 1-4، فدورها يبقى هامشياً لأسباب عدة منها³ :

- قدرة العملات الدولية القوية (الدولار -اليورو) فرض نفسها كعملة احتياط دولي رئيسية فهي تمثل 85% من إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي العالمية في سنة 2014.

-لازال الذهب يلعب دوراً مهماً في تكوين احتياطات الصرف الأجنبي العالمية، حيث شكل الذهب 17.1% من إجمالي احتياطات الدول المتقدمة، و3.2% من احتياطات الاقتصاديات الناشئة والنامية في سنة 2013.

-استخدام sdr حصراً على السلطات النقدية وعدم السماح بتحويل ملكيتها إلى جهات غير رسمية يحد من انتشارها .

-رغم تحديد قيمة sdr بسلة من العملات إلا أن سيطرة الدولار عليها أساساً يجعل من قيمتها تتأثر بالتقلبات المستمرة في الدولار .

الجدول 1-4: نصيب حقوق السحب الخاصة إلى إجمالي الاحتياطات خلال الفترة 2008-2014%

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
نصيب ح س خ / إجمالي الاحتياطات	0.35	3.68	3.18	2.79	2.58	2.42	2.39

المصدر : من إعداد الطالب ، بالاعتماد على التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي 2013.

¹- مورد خاي كريتاني، ترجمة إبراهيم منصور ، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات، دار المريخ، السعودية ، 2007، ص295.

² - International reserves , Imf Annual Report April 30, 2014, p1.

³-وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل، لبنان، 2001، ص400.

ثانيا- وضع الاحتياطي في صندوق النقد الدولي: يشمل شريحة الاحتياطي التي تعبر عن أي مبالغ العملات الأجنبية التي يجوز للبلد العضو سحبها من صندوق النقد الدولي خلال فترة وجيزة، بالإضافة إلى أي مديونية على صندوق النقد الدولي بموجب اتفاقية قرض (في حساب الموارد العامة تكون تحت تصرف البلد العضو بما في ذلك إقراض البلد المبلّغ لصندوق النقد الدولي بموجب الاتفاقات العامة للاقتراض والاتفاقات الجديدة للاقتراض¹ .

1- تعريف مركز الاحتياطي لدى الصندوق: مراكز شريحة الاحتياطي لدى الصندوق هي مطالبات سائلة مستحقة للبلدان الأعضاء على الصندوق، وهي لا تنشأ فقط من مدفوعات الأصول الاحتياطية مقابل حصص الاكتتاب في رأسمال الصندوق، ولكنها تنشأ أيضا من مبيعات الصندوق من عملات البلدان الأعضاء لتلبية الطلب على استخدام موارد الصندوق من بلدان أعضاء أخرى في حاجة لتمويل موازين مدفوعاتها، ويؤدي سداد موارد صندوق النقد الدولي بهذه العملات إلى خفض الاستحقاقات السائلة للبلدان الأعضاء التي تم توفير عملاتها لأعضاء آخرين، فهي عبارة عن حق الدولة في السحب من صندوق النقد الدولي في حدود الشريحة الائتمانية المخصصة لها²، فهي تسهيلات ائتمانية غير مشروطة.

2- مدى مساهمة وضع الاحتياطي لدى الصندوق إلى إجمالي الاحتياطات:

إن الملاحظ من الجدول 1-2 الذي بين مدى مساهمة مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي إلى إجمالي احتياطات الصرف عالميا خلال الفترة 2009-2014 ما يلي انظر الجدول 1-5:

-ضآلة مساهمة وضع الاحتياطي لدى الصندوق في حجم احتياطي الصرف الأجنبي العالمي حيث لم تتعدى هذه المساهمة 1.08%، و 0.4% في البلدان النامية في 2013، ويرجع ذلك إلى سيطرة العملات الأجنبية على مكونات الاحتياطي في هذه البلدان .

-ارتباط هذا الوضع بحصة البلد في صندوق النقد الدولي وهذه الحصص لا يتم زيادتها سنويا، فالوضع لدى الصندوق في البلدان الصناعية أعلى منه في البلدان النامية نظرا لأنه يتناسب مع حصة هذه الدول الكبيرة في الصندوق، حيث وصل نصيب البلدان الصناعية في 2013 حوالي 2.15% .

الجدول 1-5- نصيب وضع الاحتياطي لدى الصندوق إلى إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي عالميا 2009-2014%

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014
وضع الاحتياطي/إجمالي الاحتياطات	0.64	0.69	1.25	1.23	1.13	1.08

المصدر: من إعداد الطالب ، بالاعتماد على التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي 2013.

¹ صندوق النقد الدولي ، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملات الأجنبية، مرجع سابق،، 2013، ص18.

² - البنك الاهلي المصري ، تطور الاحتياطات الدولية في مصر في ظل الإصلاح الاقتصادي ، النشرة الاقتصادية ، العدد4، 200.5، ص29.

المطلب الثالث: العملات الاحتياطية

إن العملات الاحتياطية لها جذور في أدبيات نظرية النقود الدولية المحدثه من قبل مجموعة من الاقتصاديين إن Swboda 1969 ، Cohen 1971 ، Mckinnon 1977 ، Kindlberger ، 1981 ، 1984 ، Krugman ، فالعملة الدولية هي تلك العملة التي تستخدم من جانب الوحدات الاقتصادية خارج الدولة التي تصدرها .

اولا-الاستخدامات الدولية للعملة: إن الاستخدام الدولي للعملة يعني استخدام غير المقيمين لها ، وتبين مبادئ الاقتصاد النقدي انه يجب أن تقوم النقود بثلاثة وظائف أساسية ، كوسيط للتبادل ، مقياس للقيمة ، كمخزن للقيمة ، وقياسا على الوظائف النقدية التقليدية ، واعتمادا على التعريف الذي قدمه ترومان 1999 للعملة الدولية انطلاق من وظائفها "أن العملة الدولية هي العملة المستخدمة من قبل غير المقيمين كوسيط للتبادل ، وحدة حساب ، ومخزن للقيمة" ¹ .

وقد قام الاقتصادي كروغمان بوضع مصفوفة تبين الدور الدولي للعملة الدولية من خلال الوظائف الثلاثة للنقد، والفرقة بين الاستخدام الرسمي والاستخدام الخاص ² ، انظر الجدول 1-6 .

1- كوسيط للتبادل: ينطلق من أن المبادلات التجارية والمالية بين الأطراف من بلدان مختلفة العملات، لا يتم إلا بالاتفاق على عملة للتسوية، وهذا إما باختبار عملة احد البلدين أو عملة طرف ثالث، ويتم استخدامها من قبل القطاع الخاص كعملة وسيطة لتنفيذ المبادلات المالية والتجارية، ويستخدمها القطاع الرسمي كعملة وسيطة للتدخل في أسواق الصرف الأجنبي وتمويل ميزان المدفوعات .

2- كوحدة قياس: إن العملة الدولية تستخدم كوحدة قياس لتحديد قيم السلع والخدمات وتحديد الفواتير وتحديد تعادل سعر الصرف، فتستخدم من جانب القطاع الخاص لأغراض تسعير المعاملات التجارية وتسمية المعاملات المالية، ومن قبل القطاع الرسمي لغرض تحديد تعادلية أسعار الصرف كربط العملة.

3- كمخزن للقيمة: أي استخدامها كاداء ادخار، فيستعملها القطاع الخاص في اختيار الأصول المالية، ويستخدمها القطاع الرسمي لغرض الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي .

الجدول 1-6: مصفوفة وظائف العملات الدولية

الوظيفة / القطاع	الاستعمال الخاص	الاستعمال الرسمي
كوسيط للتبادل	كعملة لتسوية المبادلات	كعملة تدخل
كمقياس للقيمة	عملة فوتره	عملة ربط
كمخزن للقيمة	عملة توظيف/تمويل	عملة احتياط

Source: krugman, currency and crises, cambridge, U.K, 1997-p 128.

¹ -Truman , the evolution of international system , Tokyo, Japan .1999. p65

² -Krugman , currency and crisis , Cambridge , UK, 1997 .p128

ثانيا- عملة الاحتياطي ومحدداتها:

1-تعريف عملة الاحتياطي :عملة احتياطية هي العملة التي تقوم العديد من الحكومات والمؤسسات الاحتفاظ بها بكميات كبيرة كجزء من احتياطياتها من النقد الأجنبي¹، فعملة الاحتياط هي العملة المستخدمة من قبل البنوك المركزية غير المقيمة كمخزن للقيمة .

2- محددات عملة الاحتياط :احتلت محددات العملة الدولية التي تستخدم في تكوين احتياطات الصرف الأجنبي وذلك منذ كتابات Swboda1969 ، Mckinnon1977، فيجب توافر عدة محددات لكي تلعب العملة دور عملة احتياط دولي، وهذه المتطلبات إما تتعلق بالعملة نفسها أو بالبلد المصدر لهذه العملة، ويمكن حصر هذه المحددات في ما يلي:

ا-توفر الثقة في قيمة العملة : يقصد بالثقة في قيمة العملة تحقيق الاستقرار الداخلي (استقرار المستوى العام للأسعار)، والاستقرار الخارجي (استقرار أسعار الصرف)، ويعتبر شرطا ضروريا لكي تستخدم العملة كمخزن للقيمة، فانعدام الاستقرار يجعل من الاحتفاظ بالعملة مقترن بمخاطر شديدة وبذلك تفقد العملة دورها كعملة احتياط².

ب- توافر الاستقرار السياسي :من الضروري توافر الاستقرار السياسي للبلد المصدر للعملة، فهناك ارتباط بين قوة البلد وقوة العملة وهو ما يدعم جانب الطلب على العملة .

ج-أسواق مالية متطورة :انه من الضروري أن بتوافر للبلد المصدر للعملة سوقا مالية متطورة واسعة وعميقة، فهيمنة الجنيه الإسترليني في القرن 19 كانت بسب بروز سوق لندن كسوق مالي متطور واسع وعميق، فالأسواق المالية المتطورة تساهم في زيادة الطلب على الأدوات المالية المصدرة والمتداولة في هذه الأسواق، فيجب أن تتسم الأسواق المالية للبلد المصدر للعملة بالعمق والسيولة، أي أن تكون أسواقها المالية وخاصة سوق السندات الحكومية فيه أعداد كبيرة من المشترين والبائعين، لتوفر أصولا أمنة يمكن للبنوك المركزية من بلدان أخرى حيازتها، ومن العوامل المهمة أيضا حجم التداول.

ويدخل تطور الأسواق المالية في البلد المصدر للعملة ضمن المحددات الحاسمة لمكانة العملة الدولية، وتشمل الجوانب المهمة لتطور الأسواق المالية، الاتساع: توافر مجموعة واسعة من الأدوات المالية، بما في ذلك أسواق اللوابة

¹ - Matteo Maggiori ,**Reserve Currencies and International Finance**، June 9, 2013،p1.

² - Gabriele Galati ,The euro as a reservecurrency: a challenge to thepre-eminence of the US dollar?, BIS Working Papers No 218, October 2006,p2.

من المخاطر؛ العمق: توافر مقدار كبير من الأدوات المالية في أسواق محددة؛ السيولة: ارتفاع مستوى حجم التداول¹.

د- حجم الاقتصاد والانفتاح: يعبر عنه بالخصائص الاقتصادية للبلد المصدر للعملة، فكلما كانت حصة البلد في التجارة الدولية أكبر، كلما كانت عملة هذه البلد مألوفة وتكون أكثر نفعا كمقياس للقيمة ووسيط للتبادل، وكلما كان حجم الاقتصاد كبير أي حجم الناتج المحلي الإجمالي كبير كلما زاد التأثير الاقتصادي المحتمل الذي يمارسه البلد على الاقتصاد العالمي.

هـ- تكلفة المعاملات: تلعب التكلفة دورا مهما في دعم استخدام العملة الدولية كعملة احتياط، وتقوية شبكة وفورائها الخارجية، فانتشار دور العملة كوسيط، يقود إلى تخفيض تكلفة المعاملات في استخدامها، فمع انتشار العملة دوليا تنخفض تكلفة المعاملات المرتبطة بذلك، بسبب إمكانية الوصول إلى نقطة تحقيق اقتصاديات الحجم في التكلفة².

و- ظاهرة الاعتياد: تلعب ظاهرة الاعتياد دورا مهما في استخدام العملة دوليا، فمعناها وجود احتمال كبير بان يستخدم وكيل عملة ما في تعاملاته إذا ما استخدمت من قبل وكيل آخر، فانتشار استخدام العملة في التجارة يرفع من استعمالها في المعاملات المالية، كما أن انتشارها في المعاملات المالية يروج لاستخدامها في معاملات الصرف الأجنبي وهكذا³.

وكخلاصة إذا توافرت الشروط السابقة في عملة بلد ما، فإن تلك العملة تكون مؤهلة لان تلعب دور عملة احتياط دولي، وسوف تسعى البنوك المركزية العالمية للاحتفاظ بما ضمن احتياطاتها من الصرف الأجنبي.

ثالثا- هيكل عملات الاحتياطي: يتسم هيكل احتياطات الصرف الأجنبي بصفه عامة بسيطرة العملات الاحتياطية الدولية على باقي عناصر احتياطات الصرف من الذهب وحقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي وهو ما بينه الجدول 1-7.

الجدول 1-7- نصيب العملات الاحتياطية إلى إجمالي الاحتياطات العالمية خلال الفترة 2008-2014

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	مارس 2014
نصيب العملات / إجمالي الاحتياطات	90.3	85.97	85.06	84.84	84.47	88.24	87.90

المصدر: من إعداد الطالب، بالاعتماد على التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي 2014.

¹- اسوار برسناد، هل يسيطر اليوان، مجلة التمويل والتنمية، ص ن الدولي، عدد مارس 2012، ص 27.

²- أكسل بير توش، اليورو الأكثر عالمية دائما، مجلة التمويل والتنمية، ص ن الدولي، مارس 2007، ص 48.

³- عمر سلمان، مستقبل الدولار كعملة مهيمنة، مجلة المحاسبة والادارة والتأمين، جامعة القاهرة العدد 68، 2007، ص 251.

ومن جهة أخرى يتسم هيكل العملات الاحتياطية الدولية بسيطرة عملة عملتين على باقي العملات الأخرى
انظر الجدول 8-1.

الجدول 8-1: حصة العملات الاحتياطية في إجمالي الحيازات الرسمية من النقد الأجنبي 2006-2014 (%)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
60.93	60.89	61.9	62.3	61.8	62	64.1	الدولار الأمريكي
24.48	24.74	23.9	24.7	26	27.7	26.4	اليورو
3.98	3.85	3.9	3.6	3.7	2.9	3.1	الين الياباني
3.86	3.99	4	3.8	3.9	4.2	4	الجنيه الاسترليني
1.27	0.27	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	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	عملات أخرى

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات :

-Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves COFER 2014

لقد تغيرت تركيبة هيكل عملات احتياطات الصرف الأجنبي عالمياً تدريجياً على مدى السنوات الماضية، ففي السنوات الأربع الماضية قد استقرت حصة الدولار في حين انخفضت حصة اليورو ونمت الحيازات من عملات أخرى¹، فحصة الدولار بلغت ذروتها في سنة 2001 بـ 75.1% ثم تراجعت هذه الحصة إلى 62% في 2009 مدفوعة بانخفاض في قيمة الدولار والتنوع التدريجي إلى عملات أخرى خلال هذه الفترة ومع ذلك خلال الأربع السنوات الماضية قد تغيرت الحصة قليلاً وانتهت سنة 2013 عند 6.89% .

تزايدت حصة اليورو في احتياطات الصرف الأجنبي العالمية بشكل حاد خلال سنتي 1999 و 2003 ثم انخفضت إلى 27.7% في 2009 ثم انخفضت إلى 26% خلال سنة 2010 و 23.9% في 2011 وذلك بسبب ضعف قيمة اليورو وأنهت سنة 2013 بـ 24.7% .

و ارتفعت حصة الاحتياطات من النقد الأجنبي المقومة بالين الياباني من 2.9% في 2009 لتبلغ 3.7% في 2010 و 3.9% في 2012، أما حصة الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري لم يطرأ أي تغير يذكر ففي عام 2012 بلغت 4% حيازات الجنيه الإسترليني و 0.1% حيازات الفرنك السويسري، كما شهدت حصة العملات الأخرى

¹ - IMF, ANNUAL REPORT 2013, **PROMOTING A MORE SECURE AND STABLE GLOBAL ECONOMY**, IMF2013, Appendix I, **International reserves**, p 2.3.

ارتفاعا خلال الفترة 2009-2011 من 2.2% في 2008 إلى 5.4% في 2011 إلى 3.23% في 2012، كما شهدت سنة 2012 بداية نشر بيانات عن الحيازات من الدولار الكندي والاسترالي حيث سجل الدولار الكندي في سنة 2013 نسبة تقترب من 1.9%، كما سجل الدولار الاسترالي نسبة 1.73% .

ولقد تزايدت العملات غير التقليدية بشكل ملحوظ منذ بداية الأزمة المالية العالمية حيث تضاعفت ما بين منتصف 2007-ونهاية 2012 بثلاث مرات تقريبا أي من نحو 2.1% إلى 2.6% في 2012 أي ما يعادل 372 مليار دولار أمريكي، وبالنسبة لاقتصاديات الأسواق الناشئة باعتبارها من أكبر حائزي احتياطات الصرف الأجنبي تزايدت استثماراتها في العملات الاحتياطية غير التقليدية أكثر من 3 مرات في خمس سنوات فقط من 1.9% منتصف 2007 إلى 7.6% في نهاية 2012، وفي الدول المتقدمة والاقتصاديات الناشئة على حد سواء ظهرت هذه الزيادة الحادة بعد الربع الثالث من 2009.¹

¹-. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves COFER, imf, 2014, p8.

المبحث الثالث : قنوات واليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية :

يمكن بناء احتياطات الصرف الأجنبي إذا كان البنك المركزي يشتري العملة الصعبة من السوق، أو من الحكومة، أو إذا كانت الحكومات تتنازل عنها للبنك المركزي كجزء من رأسمال البنك المركزي، وقد تكون هذه الأصول كبيرة، إذا كان جزءا كبيرا من دخل الحكومة بالعملة الأجنبية، سواء كانت كما ذكرنا في السابق تدفقات جارية أو رأسمالية رسمية، أو كانت تدفقات جارية أو رأسمالية للقطاع الخاص ويرغب البنك المركزي في منع ارتفاع سعر صرف العملة.

إن التراكم الكبير والسريع في احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية أثار العديد من النقاشات سواء ما تعلق منها بمختلف القنوات التي يتراكم من خلالها الاحتياطي الرسمي (مصادر التراكم) والآليات المتبعة من طرف البنك المركزي في مراكمته في ميزانيته .

المطلب الأول: فوائض ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي :

إن احتياطات الصرف الأجنبي تتكون نتيجة العلاقات الاقتصادية (التجارية والمالية والرأسمالية) مع الخارج ضمن ما يسمى بميزان المدفوعات، فالتغيرات في صافي الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية هي انعكاس للتطورات الحاصلة في ميزان المدفوعات، فالعجز الإجمالي في ميزان المدفوعات مثلا يخفض حيازات السلطات النقدية من الأصول الخارجية، وبالعكس إذا توفر فائض في ميزان المدفوعات ازدادت الأصول الخارجية لها.

أولا- عرض مكونات ميزان المدفوعات :

1- تعريف ميزان المدفوعات: تلخص الحسابات الدولية لاقتصاد ما العلاقات الاقتصادية بين المقيمين وغير المقيمين في هذا الاقتصاد، من خلال ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى وضع الاستثمار الدولي وحساب التغيرات الأخرى في الأصول والخصوم المالية.

إن ميزان المدفوعات هو الأساس الذي يقوم عليه أي تحليل للوضع الخارجي للبلد ومدى متانته¹، فهو البيان الإحصائي الذي يلخص المعاملات بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ووفق نظام القيد المزدوج الذي يركز عليه ميزان المدفوعات، يُسجّل لكل معاملة قيدان، ومجموع القيود الدائنة يساوي

¹ - أصبحت أهمية إنتاج إحصاءات شاملة ومتناسكة وقابلة للمقارنة دوليا وفي الوقت المطلوب حول ميزان المدفوعات (BOP) وضع الاستثمار الدولي (IIP) وغيرها من إحصاءات القطاع الخارجي الأخرى ذات الصلة، أكثر وضوحا في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة من منظور تحليلي للسياسة النقدية، ونقاط الضعف الخارجي والاستقرار المالي.

مجموع القيود المدينة ويتم التمييز بين الحسابات المختلفة في ميزان المدفوعات حسب طبيعة الموارد الاقتصادية التي يتم توفيرها والحصول عليها¹.

أما "وضع الاستثمار الدولي" فهو كشف إحصائي يوضح رصيد اقتصاد ما من الأصول والخصوم المالية الخارجية عند نقطة معينة، وهذا الرصيد هو نتاج للمعاملات الخارجية السابقة المقيسة حسب القيم السوقية الجارية (أي أسعار السوق وأسعار الصرف الجارية) وعوامل أخرى (كالشطب أو إعادة التصنيف) عند نقطة معينة². ويمثل حساب التغيرات الأخرى في الأصول والخصوم المالية بيانا يوضح التدفقات الأخرى، مثل فروق التقييم، ويطابق بين بيانات ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي عن فترة معينة من خلال عرض التغيرات الناتجة عن الأحداث الاقتصادية عدا المعاملات بين المقيمين وغير المقيمين، وتتوزع على كل من تغيرات في الحجم، تغيرات في الأسعار الأخرى، تغيرات في سعر الصرف.

وتوفر الحسابات الدولية الثلاث إطارا متكاملا يمكن من خلاله تحليل العلاقات الاقتصادية الدولية للاقتصاد المعني، بما في ذلك الأداء الاقتصادي الدولي، و سياسة سعر الصرف، وإدارة الاحتياطيات، ومدى التعرض للمخاطر الخارجية.

2- مكونات ميزان المدفوعات : يتألف ميزان المدفوعات من الحسابات التالية³ انظر الجدول 1-9:

1- الحساب الجاري: يعرض الحساب الجاري تدفقات السلع والخدمات والدخل الأولي والدخل الثانوي بين المقيمين وغير المقيمين⁴، ويتكون الحساب الجاري من مجموعة مهمة من الحسابات ضمن ميزان المدفوعات، ويُعرف رصيد هذه الحسابات بأنه رصيد الحساب الجاري، وهو عبارة عن الفرق بين مجموع الصادرات والدخل مستحق القبض من ناحية ومجموع الواردات والدخل مستحق الدفع من ناحية أخرى وتشير الصادرات والواردات إلى السلع والخدمات على السواء، بينما يشير الدخل إلى الدخل الأولي والدخل الثانوي.

2- حساب السلع والخدمات : يقيد حساب السلع والخدمات المعاملات في البنود التي تمثل مخرجات من أنشطة الإنتاج، وينصب التركيز في هذا الحساب على المرحلة التي يجري خلالها تبادل السلع والخدمات بين وحدة اقتصادية مقيمة و أخرى غير مقيمة، ويميز هذا الحساب بين السلع والخدمات . فالسلع تشمل: البضائع العامة، سلع قيد المتاجرة، الذهب غير النقدي.

1 - صندوق النقد الدولي ، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ،مرجع سابق، ص9.

2 - صندوق النقد الدولي ، إحصاءات وضع الاستثمار الدولي ،الطبعة العربية، 2005، ص4.

3 - أدرج صندوق النقد تعديلا على ميزان المدفوعات الطبعة الخامسة، ولغرض التحليل العملي أخذنا بأخر تصنيف لمكونات ميزان المدفوعات من دليل ميزان المدفوعات الطبعة السادسة 2009.

4 -منهجية إعداد ميزان المدفوعات ،مكتب الصرف، المملكة المغربية، 2011،ص21.

أما الخدمات فتشمل : خدمات الصناعة التحويلية للمدخلات المملوكة لآخرين، خدمات الصيانة والإصلاح غير المدرجة في موضع آخر ،النقل ،السفر ،البناء ،خدمات التأمين ومعاشات التقاعد، الخدمات المالية، رسوم استخدام حقوق الملكية الفكرية غير المدرجة في موضع آخر ،خدمات الاتصالات والكمبيوتر والمعلومات ،خدمات الأعمال الأخرى ، الخدمات الشخصية والثقافية والترويجية ،السلع والخدمات الحكومية غير المدرجة في موضع آخر.

-حساب الدخل الأولي : يبين حساب الدخل الأولي تدفقات الدخل الأولي فيما بين الوحدات المؤسسية المقيمة وغير المقيمة، ويتمثل الدخل الأولي في العائد الذي يستحق للوحدات المؤسسية نظير مساهمتها في عملية الإنتاج أو مقابل توفير الأصول المالية وتأجير الموارد الطبيعية لوحدات مؤسسية أخرى.

والدخل الأولي نوعان: الدخل المرتبط بعملية الإنتاج: تعتبر تعويضات العاملين دخلا عن المساهمة بمُدخل العمل في عملية الإنتاج، وتعد الضرائب والدعم على المنتجات والإنتاج من قبيل الدخل المرتبط بالإنتاج، أما الدخل المرتبط بملكية الأصول المالية وغيرها من الأصول غير المنتجة: يعتبر دخل الملكية هو العائد من توفير الأصول المالية وتأجير الموارد الطبيعية. أما دخل الاستثمار فهو العائد من توفير الأصول المالية، حيث يتضمن توزيعات الأرباح والمسحوبات من دخل أشباه الشركات والأرباح المعاد استثمارها والفائدة.¹

-حساب الدخل الثانوي: يبين التحويلات الجارية بين المقيمين وغير المقيمين، حيث يقيد فيه مختلف أنواع التحويلات الجارية لبيان دورها في عملية توزيع الدخل فيما بين الاقتصاديات، وقد تتخذ التحويلات شكلا نقديا أو عينيا.

ب- الحساب الرأسمالي: يعرض القيود الدائنة والقيود المدينة للأصول غير المنتجة غير المالية والتحويلات الرأسمالية بين المقيمين وغير المقيمين²، ويعني ذلك أنه يسجل عمليات اقتناء الأصول غير المالية غير المنتجة والتصرف فيها، مثل بيع الأراضي إلى السفارات وبيع عقود الإيجار والتراخيص، وكذلك التحويلات الرأسمالية، أي قيام أحد الأطراف بتوفير موارد ل لأغراض الرأسمالية دون حصوله في المقابل على أي قيمة اقتصادية كعائد مباشر.

ج- الحساب المالي: يبين صافي قيمة عمليات اقتناء الأصول والخصوم المالية والتصرف فيها، وتظهر معاملات الحساب المالي في ميزان المدفوعات، وكذلك في البيان المتكامل لوضع الاستثمار الدولي نظرا لتأثيرها على رصيد الأصول والخصوم، ويمثل مجموع رصيدي الحسابين الجاري والرأسمالي صافي الإقراض أي الفائض أو صافي الاقتراض أي العجز الذي سجله الاقتصاد المعني في معاملاته مع العالم الخارجي، ويساوي ذلك من الناحية

¹ - يمكن الاستفادة ببيانات الدخل من الأصول الاحتياطية في دراسة معدلات العائد على الاحتياطيات، و ضمان استبعاد الاحتياطيات من حساب معدلات العائد على الفئات الأخرى.

² -وليد عيدي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، بغداد، ص15.

المفاهيمية صافي رصيد الحساب المالي، وبعبارة أخرى، يقيس الحساب المالي كيفية تمويل صافي الإقراض المقدم إلى غير المقيمين أو صافي الاقتراض منهم، يسجل الحساب المالي المعاملات التي تنطوي على أصول وخصوم مالية وتتم بين المقيمين وغير المقيمين، ويشير الحساب المالي إلى الفئات الوظيفية، والقطاعات، والأدوات، وآجال الاستحقاق المستخدمة في صافي معاملات التمويل الدولية، ويضم العناصر التالية: الاستثمار المباشر، استثمار الحافظة، المشتقات المالية، الاستثمارات الأخرى، الأصول الاحتياطية.

الجدول 1-9: هيكل ميزان المدفوعات حسب الطبعة السادسة

مدين	دائن	ميزان المدفوعات
		<p>1- الحساب الجاري</p> <p>أ- السلع والخدمات</p> <p>ب- الدخل الأولي</p> <p>ت- الدخل الثانوي</p> <p>2- الحساب الرأسمالي:</p> <p>أ- تحويلات رأسمالية</p> <p>ب- رصيد حساب رأس المال</p> <p>ت- ميزان الحساب الجاري والرأسمالي صافي الإقراض / صافي الاقتراض</p>
		<p>3- الحساب المالي:</p> <p>- الاستثمار المباشر</p> <p>- استثمار الحافظة</p> <p>- المشتقات المالية</p> <p>- الاستثمارات الأخرى</p> <p>- الأصول الاحتياطية.</p> <p>- رصيد الحساب المالي</p> <p>الرصيد النهائي لميزان المدفوعات</p> <p>صافي السهو والخطأ</p> <p>بنود للتذكرة - التمويل الاستثنائي</p>

المصدر: ص ن الدولي، دليل ميزان المدفوعات، الطبعة السادسة، 2009، ص 301.

ثانيا- فوائض ميزان المدفوعات والتغير في الاحتياطات

تشير الأدلة العملية إلى أن مصادر تراكم الاحتياطي تختلف بين البلدان، ففي دول أمريكا اللاتينية عجز الحساب الجاري المستمر يوازن من قبل فائض الحساب الرأسمالي، وفي دول مثل البرازيل وفنزويلا ساعدت فوائض حساب رأس المال على تكديس الاحتياطات كبيرة، ومنذ أزمة عام 1997، تدير شرق آسيا العجز في حساب رأس المال مع استمرار فوائض الحساب الجاري، وأما في البلدان النفطية الفائض في الحساب الجاري يوازن العجز في الحساب الرأسمالي.

يستند التحليل العلاقة بين فوائض ميزان المدفوعات والتغير في الاحتياطات على¹:

$$CA + CFA = -\Delta RES \text{ أو } CA + CFA + \Delta RES = 0$$

حيث CA هو ميزان الحساب الجاري، CFA ميزان الحساب الرأسمالي و المالي، ΔRES تغيير في الاحتياطات.

ويمكن أيضا تعريف الحساب الجاري على النحو التالي:

$$CA = GSB + IB + TB$$

حيث GSB هو ميزان السلع والخدمات، IB ميزان الدخل، TB ميزان التحويلات.

ويعطى الحساب الرأسمالي والمالي:

$$CFA = KA + FA$$

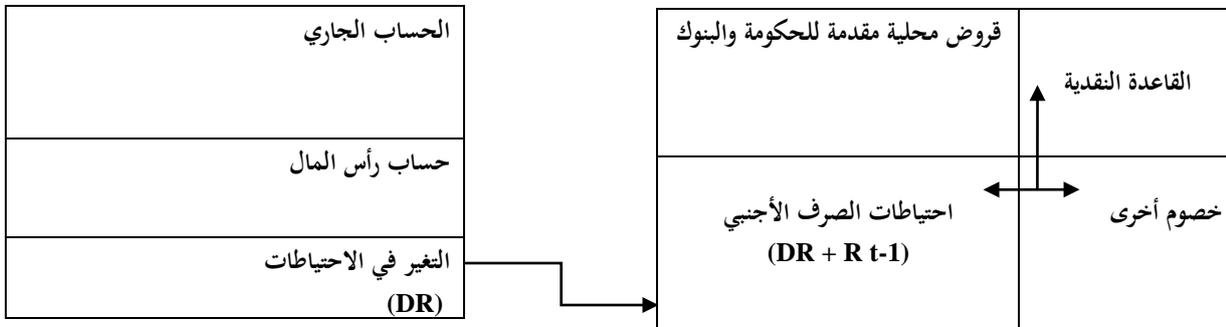
حيث KA هو رصيد حساب رأس المال، FA الحساب المالي.

وحاصل هذه العلاقات يشكل ببساطة التغير في الاحتياطي والذي يضاف إلى الأصول الخارجية للبنك المركزي²، والتي تتكون أساسا من العملات الأجنبية التي يشتريها البنك المركزي بالعملة المحلية للبلد ليذهب إلى جانب الأصول في ميزانية البنك المركزي، وتكون العملة المصدرة للتداول وللمصارف في جانب الخصوم من ميزانية البنك المركزي انظر المخطط (3-1).

المخطط 3-1: العلاقة بين ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف الأجنبي

ميزان المدفوعات

ميزانية البنك المركزي



Source: Martin redrado ,The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence, working paper n-13 September, 2006, Banco Central de la República Argentina, p 23.

¹ - Adam Elhiraika and Léonce Ndikumana, Reserves Accumulation in African Countries: Sources, Motivations, and Effects, Working Paper, UNECA and University of Massachusetts, Amherst, USA2007, p4.

² - Martin redrado ,The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence, working paper n-13 September, 2006, Banco Central de la República Argentina, p 23.

المطلب الثاني : التدخل الرسمي في سوق الصرف لبناء احتياطات الصرف الأجنبية:

تواجه الدول تحديات اقتصادية كلية كبيرة في الأجل القصير في إدارة التدفقات من العملة الصعبة فإذا كانت مرونة سعر الصرف محدودة فإن الزيادة الكبيرة في هذه التدفقات يمكن أن تتولد عنها خسارة في القدرة التنافسية والحد من فرص التصدير مما ينتج عنه تحديا لصناع السياسة الاقتصادية للبلد فيتدخل البنك المركزي في السوق الصرف الأجنبي وقد يؤدي ذلك إلى تراكم احتياطات الصرف الأجنبي.

أولاً-دوافع التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي:

1-أنواع التدخل : يتألف سوق الصرف الأجنبي عموماً من سوق للتداول بالجملة بين البنوك حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين عادة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وسوق للتداول بالتجزئة حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين والعملاء النهائيين كقطاع العائلات والشركات ،وفي ظل نظم الربط، تستند عادة العمليات الرسمية لشراء وبيع النقد الأجنبي بهدف سد فجوة العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين إلى قواعد محددة، أي تحديد توقيت التدخل وحجمه سلفاً، وفي المقابل، نجد أنه في ظل مرونة سعر الصرف قد يكون التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي إما على أساس اختياري أو تقديري، مع بقاء السلطات قادرة على التدخل، وتدخلها بالفعل، في المعتاد لتصحيح الانحرافات عن المسار المحدد، وتهدة الأسواق المضطربة، وتوفير النقد الأجنبي، ومراكمة الاحتياطيات ومن ثم، فإن أي حكومة تتحرك نحو مرونة سعر الصرف لا بد لها من صياغة سياسات تعنى بأهداف التدخل وتوقيته ومقداره¹ ، وتعرف التدخلات في سوق الصرف الأجنبي بأنها تشمل مجموعة من عمليات البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي، وأساسها هي مبيعات أو مشتريات الأصول الأجنبية التي تهدف إلى التأثير على المستوى و / أو تقلب سعر الصرف²، إذا رأى البنك المركزي أنه هناك انحرافا لمعدل الصرف بشكل مفرط عن توازنه، فإنه يبيع (شراء) العملة المحلية خلال فترات الضغوط ،إلا أن التدخل يمكن أن يأخذ الأشكال التالية³ :

1- **التدخل المحدود:** تسمى معاملات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي "تدخلًا" إلا إذا (1) تم تعقيمها، أي إلغاء تأثير المعاملات المصرفية المركزية على المعروض النقدي؛ (2) والغرض من ذلك هو التأثير على سعر الصرف.

¹ -روبا دوتاغوبتا، التحرك نحو مرونة أسعار الصرف ، كيف ومتى وبأي سرعة، قضايا اقتصادية ،صندوق النقد الدولي ،2006،ص8.

²-Carmen Broto, **THE EFFECTIVENESS OF FOREX INTERVENTIONS IN FOUR LATIN AMERICAN COUNTRIES**, Documentos de Trabajo, N.º 1226, 2012 ,BANCO DE ESPAÑA.

³ - Ramon Moreno, **Motives for intervention** ,BIS Papers ,No 24,p9.

ب- التدخل الواسع: بالإضافة إلى ما سبق يشمل أيضا المعاملات الفنية الصغيرة، وشراء احتياطي الصرف الأجنبي الممول عن طريق الاقتراض بالعملة الأجنبية، أو المعاملات الأساسية مثل استخدام الاحتياطات الأجنبية للشراء نيابة عن الحكومة، ومعاملات التدخل التي تهدف أساسا إلى تنظيم كمية الاحتياطات الأجنبية، وخاصة إذا كانت تلقائية أو بناء على القواعد.

ج- التدخلات "السلبية": هنا البنك المركزي يأخذ العملات الأجنبية مباشرة من الهيئات العامة أو الخاصة خارج السوق، في بعض الحالات نتيجة لمتطلبات التسليم¹، والسبب التقليدي لمثل هذا التدخل هو أن الحكومة ترغب في السيطرة على احتياطات النقد الأجنبي، وهناك سبب آخر هو لعزل سوق الصرف الأجنبي من تأثير كبير جدا لتدفقات النقد الأجنبي (أي لكبح تقلبات سعر الصرف).

2-دوافع التدخل في سوق الصرف الأجنبي : هناك ثلاثة محددات رئيسية للتدخل تستشهد بها الأدبيات والممارسات²:

- أ) تمهيد التقلبات القصيرة الأجل لسعر الصرف، ولاسيما في الحالات التي يكون فيها سعر الصرف هو مبالغا فيه أو تم تقييم من قبل السلطات النقدية بطريقة خاطئة.
- ب) تراكم احتياطات الصرف الأجنبي لأغراض وقائية.
- ج) تراكم احتياطات الصرف الأجنبي لأسباب القدرة التنافسية.

من الأسباب المعلنة من طرف البنوك المركزية للتدخل في سوق الصرف الأجنبي نجد³: التأثير على مستوى سعر الصرف، التأثير على سرعة ارتفاع قيمة العملة أو انخفاضها؛ احتواء تقلب سعر الصرف، بناء احتياطات الصرف الأجنبي، أو لأسباب أخرى، ولعل من أهم الدوافع للتدخل نجد دافع بناء احتياطات الصرف الأجنبي ودافع احتواء تقلبات أسعار الصرف، ومن نتائج المسح أن الأسباب التي ذكرت في معظم الأحيان للتدخل: الأول لبناء مخزون من احتياطي الصرف، فالدافع لعمليات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي هو التأثير على مستوى احتياطات الصرف الأجنبي، وقد سعت العديد من البنوك المركزية إلى تركيب الاحتياطات، وهي سياسة اتبعت باستمرار من قبل عدد من الاقتصاديات الآسيوية منذ أزمات أواخر 1990s، ومن قبل عدد من البنوك المركزية في أمريكا اللاتينية، والثاني لاحتواء تقلب أسعار الصرف، أما إبطاء سرعة الانخفاض هو الدافع الذي

¹ - بعض البنوك المركزية تلزم حكوماتها بتسليم النقد الأجنبي، كالدول النفطية التي تتنازل لبنوكها المركزية عن عائدات النفط بالعملة الصعبة.

² - Matthew Malloy-Factors Influencing Emerging Market Central Banks' Decision to Intervene in Foreign Exchange Markets, IMF Working Paper, March 15, 2013, p3.

³ - Gustavo Adler, Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?, IMF Working Paper, July, 2011, p7.

ذكر فقط من قبل البنك المركزي في كولومبيا، و عدد كبير من البنوك المركزية ذكرت أسباب "أخرى" للتدخل، ومعظمها غامضة إلى حد ما: كتصحيح الاختلالات، ومعالجة أوضاع السوق غير المنضبط، وإدارة السيولة في أسواق العملات، وذكرت بعض البنوك المركزية أكثر من دافع في نفس الوقت.

ثانيا- إطار التدخل في سوق الصرف و أدواته:

1-إطار التدخل في سوق الصرف:تعتمد البنوك المركزية على نوعين رئيسيين من القواعد لإجراء مشتريات النقد الأجنبي: (ا) القواعد القائمة على سعر الصرف (يهدف عادة تعديل تقلب أسعار الصرف)؛(ب) القواعد القائمة على الكمية (التي تهدف عادة إلى تراكم الاحتياطيات الدولية).

أ- على أساس سعر الصرف: هذه القواعد عادة تحدد نقطة انطلاق لشراء العملة عند تجاوز تحركات سعر الصرف العتبة، و العناصر الرئيسية لهذه القاعدة: عتبة يحددها تحرك متوسط أسعار الصرف؛ ونطاق التسامح حوله، ومقدار التدخل، فمثلا في كولومبيا يأذن البنك المركزي في مزاد الخيارات المطروحة بشراء مبلغ محدد (حاليا 180 مليون دولار أمريكي) كلما انخفض سعر صرف أكثر من 5 تحت المتوسط من 20 يوم عمل سابقة.

ب- على أساس الكمية: و تستند إلى قاعدتين، نافذة يقوم البنك المركزي بشراء العملات الأجنبية في السوق الفورية، والثاني هي آلية مزادات البنك المركزي التي تمنح المشاركين في السوق الحق في بيع الدولار للبنك المركزي إذا تم استيفاء شروط معينة.

2- أدوات التدخل في أسواق الصرف الأجنبي: للبنوك المركزية مجموعة من الأدوات للتدخل بشكل مباشر في سوق الصرف، وتتضمن شراء الفوري للصرف الأجنبي، الشراء الآجل، المبادلات، والخيارات.

أ- مشتريات الصرف الأجنبي الفورية: هي معاملات البنك المركزي ذات تسليم " فوري"¹، وأظهرت نتائج المسح الذي أجراه بنك التسويات الدولية في 2003 أن الغالبية العظمى من التدخلات تجري في السوق الفورية².

ب- مشتريات الصرف الأجنبي الآجلة:تنطوي على الشراء المستقبلي للصرف الأجنبي بسعر صرف متفق عليه، مع التسليم أو عدم التسليم.

ث- المقايضة عبر شراء العملة في وقت واحد وبيع عملة بأخرى في تاريخين مختلفين،وتتكون التدخلات بواسطة هذه الأداة من الشراء العاجل للصرف الأجنبي والبيع في المستقبل بسعر الصرف السائد في ذلك الوقت.

¹ - في مسح لعدد كبير من اقتصاديات الأسواق الناشئة والنامية الذي أجري في عام 2001، ذكر صندوق النقد الدولي أن 82٪ من التدخل في اقتصاديات الأسواق الناشئة أجريت في السوق الفورية.

²-David Archer, **Foreign exchange market intervention: methods and tactics**, BIS Papers, No, 24,2005p44.

د- الخيارات هي العقود التي تعطي حاملها الحق في بيع النقد الأجنبي للبنك المركزي تحت بعض الظروف وعموما تعتبر البنوك المركزية السوق الفوري الطبيعي للتدخلات¹.

ثالثا - عمليات تراكم الاحتياطات: يتطلب بناء احتياطات الصرف الأجنبي تدخلا من جانب البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي، من خلال شراء العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، فالعملة التي يستخدمها البنك المركزي لشراء العملات الأجنبية لا تسحب من الدخل المحلي ولا تمول من الضرائب ولا بالاقتراض ولكن تنشئ من عملية الإصدار النقدي، ويزيد شراء العملات الأجنبية في حجم العملة المحلية وينعكس هذا في ميزانية البنك المركزي كزيادة في صافي الأصول الأجنبية وكذلك في جانب الخصوم كزيادة في القاعدة النقدية، أما من حيث مصدر العملات الأجنبية فالبنوك المركزية تراكم الاحتياطات من خلال قانتين انظر المخطط 1-4²:

1- الاحتياطات المقترضة: أي أن التغير في صافي الأصول الأجنبية ($\Delta NFA = 0$) ولها عدة أشكال:

أ- عندما تكون إيرادات الصرف الأجنبي معدومة أو متدنية تقوم البنوك المركزية بالاقتراض لنفسها لزيادة النقد الأجنبي وهذه العملية ليس لها تأثير على القاعدة النقدية بحيث يحتفظ البنك المركزي بالنقد الأجنبي في ميزانيته، واقتراض البنك المركزي لبناء الاحتياطات له عدة صيغ في سوق رؤوس الأموال الدولية.

ب- باعتبار البنك المركزي وكيل الحكومة فيما يتعلق باحتياجاتها من الصرف الأجنبي يقوم البنك المركزي بالاقتراض لحساب الحكومة ومن ثم تقوم الحكومة ببيع الصرف الأجنبي للبنك المركزي مقابل منحها العملة المحلية. - إن الاحتياطات المقترضة من طرف القطاع الخاص تكون على عدة أشكال، إما استثمارات أجنبية، أو استثمارات أجنبية غير مباشرة، أو عن طريق القروض المباشرة، حيث يقوم هذا القطاع بالتنازل عن النقد الأجنبي في سوق الصرف، مقابل حصوله على العملة المحلية.

2- الاحتياطات غير المقترضة: أي أن التغير في صافي الأصول الأجنبية أكبر من الصفر ($\Delta NFA > 0$) وله شكلين:

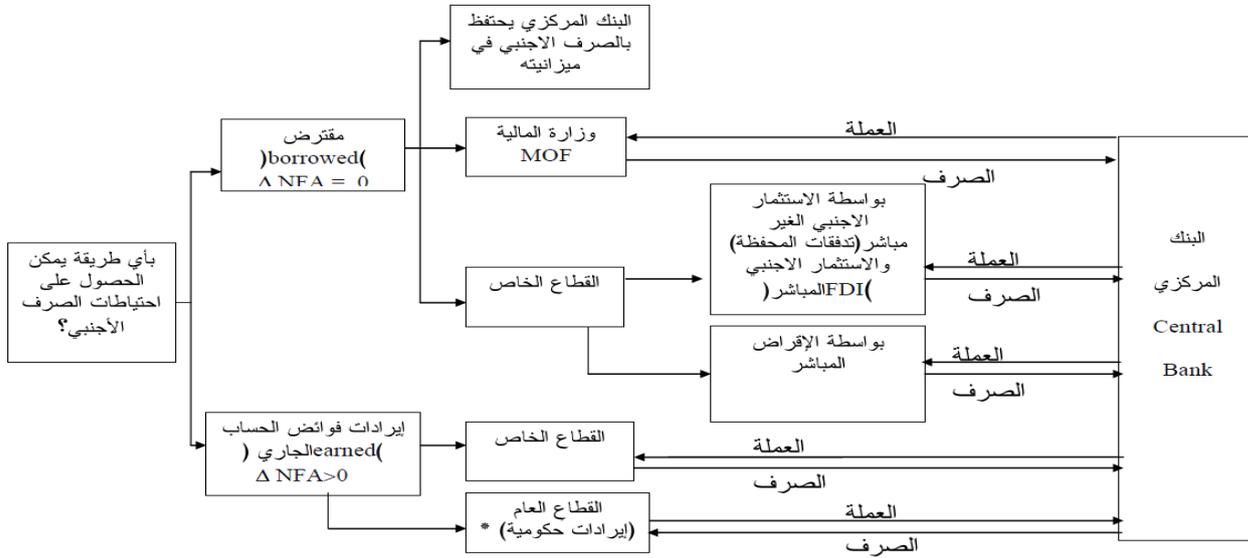
أ- في الاقتصاديات التي تعتمد على القطاع الخاص كمصدر للنقد الأجنبي، الذي يعتبر المسؤول عن تحقيق الفوائض في الحساب الجاري، أي كونه قطاع مصدر أو تحويلات أحادية الجانب كتحويلات العاملين في الخارج، حيث يقوم بطرح هذه الفوائض في سوق الصرف للبنك المركزي مقابل تسلمه العملة المحلية.

¹ - هناك عدد من الاعتبارات يمكن أن تؤثر على اختيار الأدوات فعلى سبيل المثال: استخدام المشتقات يقلل من درجة الشفافية في عمليات البنك المركزي، مقارنة مع المعاملات الفورية، المشتقات تحجب موقف العملة الأجنبية بميزانية البنك المركزي، كم أن المشتقات تحمل خطر الطرف المقابل وخطر السيولة.

² - J. Onno de Beaufort Wijnholds and Iars Sondergaard, Reserve Accumulation Objective or By-product? Occasional paper Series N: 073 / September 2007, European central Bank, Germany. ,2007 P 23.

ب- أما في الاقتصاديات التي يكون مصدر فوائض الحساب الجاري القطاع العام، كالبلدان المصدرة للسلع الأساسية كالنفط، أو نتيجة تدفق المعونات الأجنبية، حيث تحول حصيلة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي مقابل العملة المحلية .

المخطط 1-4: قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي



SOURCE : J.Ommo de Beaufort Wijnholds and Iars Sondergaard, Reserve Accumulation Objective or By-product? Occasional paper Series N: 073 / September 2007, European central Bank, Germany 2007 P 23

المطلب الثالث : تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي:

إن التغيرات في احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية هي انعكاس للتطورات الحاصلة في ميزان المدفوعات فعند حدوث فائض في ميزان المدفوعات تزداد الأصول الخارجية للبنك المركزي عن طريق التدخل في سوق الصرف لشراء الفائض وقد تزداد أيضا القاعدة النقدية، مما يشكل تحديا للسياسة النقدية في ظل تراكم احتياطي الصرف الأجنبي ويمكن للبنوك المركزية التخفيف من آثار تراكم الاحتياطات على القاعدة النقدية و المعروض النقدي من خلال سياسة التعقيم .

أولا- تعريف سياسة التعقيم:

يعرف محمود حميدات سياسة التعقيم على أنها : عدم السماح للتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأصول الخارجية بان تنتقل إلى القاعدة النقدية فإذا لم يسمح للتغيرات القاعدة النقدية أن تؤثر في المخزون النقدي نقول عندئذ بان التغيرات في الاحتياطات الدولية قد تم تعقيمها انظر الجدول 1-10¹. ويعرفها Cardarelli Roberto على أنها²: العملية النقدية التي من خلالها ذلك الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية يقابله انخفاض في صافي الأصول المحلية وبالتالي الحفاظ على القاعدة النقدية ثابتة.

¹ - محمود حميدات ،مدخل للتحليل النقدي ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر 1996،ص20.

² - Roberto Cardarelli, **capital inflows: Implications and policy responses**, imf working paper, 2009, p17.

وتعرف كذلك بأنها:¹ محاولة المصارف المركزية منع التغيرات في الموجودات الأجنبية من أن تؤثر بالنقود المحلية عن طريق إجراء تغييرات موازنة أو معادلة في الائتمان المحلي وهي سياسة تعرف بالتعطيل النقدي Sterilization. ويعرف التدخل النقدي من قبل البنوك المركزية لبناء احتياطات الصرف الأجنبي والذي يسمح بعرض النقود في دولة ما بالتدخل غير المعقم insterilized intervention، ويسمى التدخل النقدي لبناء احتياطي صرف و الذي يسمح بعرض النقود بالتدخل بالتعقيم sterilized intervention² انظر المخطط 1-5، حيث يعمل البنك المركزي على موازنة التأثير النقدي لعمليات الصرف الأجنبي لدية، فقد يقوم البنك المركزي ببيع العملة المحلية ويشترى العملة الصعبة ليمنع ارتفاع سعر العملة المحلية ومن ثم يعقم الزيادة الناجمة في العرض النقدي مثلا عن طريق بيع أوراق نقدية أو وسائل أخرى، وهذه النتائج يمكن ملاحظة أثرها من خلال الميزانية المختصرة للبنك المركزي .

الجدول 1-10: هيكل ميزانية البنك المركزي على ضوء التعقيم

الأصول	الخصوم
صافي الأصول الأجنبية (تغيير)	القاعدة النقدية (لا تغيير)
الإقراض للحكومة	عمليات تصريف السيولة النقدية (تغيير)
الإقراض للبنوك	رأس المال

المصدر : سايون غراي، العمليات النقدية، مركز الدراسات المصرفية المركزية، الطبعة العربية، بنك إنجلترا، لندن، 2006، ص.28
المخطط 1-5: إجراءات التعقيم:

في حالة عدم التعقيم

- توسع المعروض النقدي

- التضخم

- نمو سريع في الائتمان

- فقاعات الأصول



مالكي الصرف الأجنبي
البنك المركزي
المعروض النقدي

في حالة التعقيم: إذا كان كاملا

- لا توسع في عرض النقود

Sources: J. Onno de Beaufort Wijnholds Reserve Accumulation: Objective or Byproduct, p24.

¹ - صبحي حسون عباس، المضامين النقدية لسياسة التعطيل النقدي في الدول النامية دراسة حالة كوريا، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية السنة السادسة العدد 17 2008 ص3.

² - موردخاي كرياني، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، ترجمة محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، دار المريخ، السعودية، 2007، ص280.

ثانياً- مؤشر التعقيم: يشير هذا المؤشر إلى المدى الذي تصل إليه قدرة البنوك المركزية على تحسين السيولة المحلية من التدخل في سوق الصرف الأجنبي، وعلى وجه التحديد يقيس هذا المؤشر الدرجة التي وصل إليها تضيق البنوك المركزية للائتمان المحلي من اجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية المرتبط بتراكم احتياطات الصرف الأجنبي¹. هناك الكثير من الأدبيات المقترحة لقياس درجة التعقيم ويمكن تقسيمها إلى² :

ا- مؤشرات على أساس نسب بسيطة إما نسبة التغير في النقود بمعناه الواسع إلى التغير في الاحتياطات ($\Delta M2 / \Delta NFA$)، أو نسبة التغير في صافي الأصول المحلية إلى صافي الأصول الأجنبية ($\Delta NFA / \Delta NDA$)³.

ب- هناك دراسات تستخدم منهج الانحدار البسيط بواسطة المربعات الصغرى: بالنسبة للبلد i في السنة t يستند مؤشر التعقيم إلى المعامل β في الانحدار السنوي بطريقة المربعات الصغرى العادية وباستخدام مشاهدات 12 شهراً.

حيث⁴ :

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + u_{i,t,m}$$

$\Delta NDA_{i,t,m}$: هو التغير الشهري في صافي الأصول المحلية لدى لبنك المركزي في البلد i في الشهر m من السنة t ، و يقيس جهد البنك المركزي من اجل تعقيم اثر الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي على القاعدة النقدية، وذلك عن طريق تخفيض رصيد الأصول المحلية عن طريق أدوات التعقيم. عندما تكون قيمة المؤشر مساوية -1 أو اقل منه فإنها تعني التعقيم الكامل بينما تعني قيمته عند الصفر عدم التعقيم.

ج- وهناك تقدير لمؤشر أوسع للتعقيم يعكس جهد البنك المركزي من اجل منع تسبب الزيادة في القاعدة النقدية في توسيع عرض النقود عن طريق أدوات التعقيم⁵ ، بالنسبة للبلد i في السنة t يصبح هذا المؤشر الأوسع هو المعامل d في الانحدار السنوي استناداً إلى مشاهدات 12 شهراً:

$$\Delta M2_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \delta_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + u_{i,t,m}$$

حيث:

$\Delta M2_{i,t,m}$: هو التغير الشهري في عرض النقود بمفهوم M2 لدى البلد i في الشهر m من السنة t .

¹ - صندوق النقد الدولي ، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن، وم الأمريكية، أكتوبر 2007 ص116.

(VAR)الذاتي الانحدار متجه - هناك دراسات تستخدم نموذج²

³ - احمد طلفاح، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها، المعهد العربي للتخطيط، ص52.

⁴ - Roberto Cardarelli, op-cit, p 17.

⁵ - صندوق النقد الدولي ، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، 2007، مرجع سابق، ص130.

ثالثاً- أدوات التعقيم: إن تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية يتم عبر نوعين من الأدوات¹ :
أدوات سوقية وأدوات غير سوقية .

1-الأدوات السوقية : من خلال استعمال السندات الحكومية أو سندات البنك المركزي والتي تؤدي الزيادة في الخصوم (سندات التعقيم sterilisation bonds) ، أو استخدام اتفاقيات إعادة الشراء والمبادلات وتسهيلات الودائع لليلة واحدة.

1- سندات التعقيم: تواجه العديد من المصارف المركزية تحدياً متمثلاً في تحقيق أهدافها في ظل وجود السيولة الفائضة² في نظامها المصرفي المحلي ، حيث يمكن للسيولة الفائضة أن تضعف من قدرة البنوك المركزية على تحقيق أهدافها التشغيلية وتحقيق الربحية .

إن سندات البنك المركزي هي أدوات سوقية تصدر من طرف البنوك المركزية لتخفيف مقابلات الاحتياطات الفائضة³ ، ويمكن استعمال أوراق البنك المركزي باعتبارها أداة استيعاب للسيولة غير المرغوب فيها ، ومن أهم خصائص أوراق البنك المركزي⁴ :

- تاريخ الاستحقاق: إن اقصر مدة ممكنة يمكن إصدارها بأوراق البنك المركزي هي ليلة واحدة وتصدر مثلاً من طرف البنك المركزي الشيلي لمدة 20 سنة.

- سعر الفائدة: يمكن إصدارها بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة.

- عملة الإصدار: تصدر إما بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية ، فإذا كان هدف السياسة النقدية تخفيض مقابلات الاحتياطات الفائضة فتصدر بالعملة المحلية لغرض التعقيم ، وتصدر بالعملة الصعبة لغرض التدخل في أسواق الصرف .

- الهيكل القانوني: تواجه العديد من المصارف المركزية مشكلة إقناع الطرف الآخر من أجل المشاركة في عمليات امتصاص فائض السيولة.

إن البنوك في المركزية في منطقة آسيا الناشئة لها تاريخ طويل في استعمال سندات البنك المركزي لأغراض التعقيم (كاندونيسيا وكوريا)⁵ في كوريا سندات التعقيم (MSBs), monetary stabilisation bills, استعملت لأول مرة في

¹ -Enrique Aliberola , **monetary policy and reserve accumulation** , work paper , no 0706 ,2007 , bank of espana , p 32.

² - السيولة الفائضة : هي نتيجة لاستدامة النمو في موجودات البنك المركزي والأكثر شيوعاً في هذه الموجودات هي صافي الأصول الأجنبية عن طريق التدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي لمقاومة ضغوطات أسعار الصرف وإقراض الحكومة حيث يقوم البنك المركزي بتغطية العجز في الموازنة والتي لا يمكن تليتها من خلال الضرائب ، يمكن التفرقة بين الفائض في السيولة والعجز في السيولة من خلال ثلاثة عناصر أساسية: إجراءات تدخل البنك المركزي ف السوق النقدي ، آليات انتقال السياسة النقدية، تدخل البنك المركزي.

³ -Garreth Rule, **Issuing central bank securities**, Handbook – No. 30, Centre for Central Banking Studies ,Bank of England London.,2011,p7.

⁴ - Garreth Rule **op-cit** ,p8.

⁵ -Aaron Mehrotra, On the use of sterilisation bonds in emerging Asia, BIS Papers No 66 ,P115-116.

في 1961 كأداة مهمة في تعقيم السيولة الفائضة، وبلغت قيمتها حوالي 20٪ من الناتج المحلي الإجمالي في 2005، وانخفضت إلى 15٪ من الناتج المحلي الإجمالي في 2011، وفي اندونيسيا اذونات وسندات البنك المركزي لأغراض التعقيم عرفت قبل الأزمة الآسيوية واستعملت كذلك الاحتياطات الإلجبارية كوسيلة لامتناس السيولة الفائضة وأدوات أخرى، أما في الصين بدأ التعقيم من خلال اذونات البنك المركزي متأخرا واستعملت أيضا أدوات أخرى لتعقيم الاحتياطات منها: الاحتياطات الإلجبارية، عمليات السوق المفتوحة، سندات حكومية خاصة مبادلة العملات مع البنوك التجارية، إن البنك المركزي الصيني بدأ في استعمال اذونات البنك المركزي ل3 أشهر، 6 أشهر، سنة واحدة وسندات البنك المركزي لمدة 3 سنوات في سنة 2004، وبلغت حجمها كأداة تعقيم خلال الفترة 2006-2008 15٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وانخفضت لتصل في منتصف 2011 إلى 6٪ من الناتج المحلي الإجمالي.

2- الأدوات غير السوقية:

أ- وذلك من خلال ودائع الحكومة لدى البنك المركزي، أو بيع الاحتياطات للحكومة من اجل تسديد الدين الخارجي، وصناديق التعقيم، إن التعقيم من خلال السياسات المالية، مثل الودائع الحكومة لدى البنك المركزي، لا تحدث تشوهات مباشرة على الاقتصاد، ومع ذلك، فإنها قد تقلل من استقلالية البنك المركزي، وتعرض البنك المركزي لزيادة مفاجئة في القاعدة النقدية، أما مبيعات الاحتياطات الأجنبية للحكومة التي تدفع نقدا فهي وسيلة جيدة للتعقيم.

ب- ومن خلال معدلات الاحتياطي الإلجباري: فمتطلبات الاحتياطي بمثابة ضريبة على النظام المصرفي، ويمكن أن تحدث تشوهات في النظام المصرفي التجاري.

رابعاً- اختيار أدوات تعقيم احتياطات الصرف: إن الاختيار يعتمد على الأدوات المتاحة، والتكلفة النسبية لاستخدام مختلف الأدوات.

1- الأدوات السوقية مقابل الأدوات غير السوقية: إن الأدوات التي لديها درجة عالية من التسويق، مثل الأوراق الحكومية و أوراق البنك المركزي، فهي عموماً أكثر ملائمة من الأدوات غير السوقية لأنها تساعد البنوك المركزية لسحب السيولة دون أن يؤثر ذلك سلباً على عمق الأسواق المالية ودون تشويه لقدرة المؤسسات المالية على الاقتراض، أما عيوب الأدوات غير السوقية كمعدل الاحتياطي الإلجباري يساعد على إلغاء الوساطة البنكية من خلال تمرير هذه التكاليف إلى المقترضين¹.

2- الأوراق الحكومية مقابل أوراق البنك المركزي: كلاهما يعتبر التزامات على القطاع الرسمي، ومع ذلك قد تكون هناك أسباب لتفضيل إصدار على آخر، وعموماً هناك ثلاث مقاربات يمكن التمييز بينها، غالبية البنوك المركزية تصدر أوراق مالية خاصة بما بدلا من الاعتماد على حكوماتهم لإصدار مثل هذه الأوراق، وبعض البنوك المركزية

¹ - M S Mohanty, Intervention: what are the domestic consequences?, BIS Papers No 24, 2005 p69.

تعتمد بشكل حصري على الحكومة في عمليات التعقيم، ونهج ثالث يستخدم كل من أوراق الحكومة والبنك المركزي¹، إن الكثير من البنوك المركزية تفضل أوراق البنك المركزي في عمليات التعقيم، والسبب يعود إلى افتقارها إلى مخزون من السندات الحكومية خاصة التي لها فوائض مالية، وقد يكون تفسير آخر أن البنك المركزي مسؤول عن إدارة أسعار الصرف وتفضل إصدار أوراق مالية خاصة بما لتمويل التدخل، وإما أن الحكومات قد تكون غير راغبة في إظهار تكاليف التعقيم في ميزانيتها .

3-أوراق طويلة الأجل مقابل القصيرة الأجل: إن إصدار أوراق مالية طويلة الأجل يكون مفيدا في الحالات التي تكون فيها تدفقات النقد الأجنبي الطويلة .

خامسا- تحديات التدخل بالتعقيم: يمكن أن يكون للتدخل آثارا غير مرغوب فيها تتمثل فيما يلي :

1- التكاليف المالية للتدخل: إن تدخل البنوك المركزية في البلدان حيث تكون أسعار الفائدة المحلية أعلى بكثير من المستويات الدولية، مما يحمل البنك المركزي تكاليف تعقيم² .

2- الاختلالات النقدية المستقبلية فعالية التدخل المعقم على المدى الطويل في التعامل مع فائض السيولة تعتمد على الأدوات المستخدمة في التعقيم، فتراكم الاحتياطي على نطاق واسع يثير عادة وضع السيولة للنظام المصرفي³ .

3- الاختلالات في القطاع المالي: إن التدخل لمنع ارتفاع في سعر الصرف يمكن أن يبرز الاختلالات الاقتصادية الكلية والمالية، فهناك العديد من القنوات الممكنة لهذا، وزيادة الإقراض المصرفي الناتجة عن جزئي أو التعقيم غير فعالة يمكن تمويل به الاستثمار المفرط في بعض القطاعات مثل أسواق العقارات. ويمكن أيضا أن تكون مرتبطة هذه الآثار مع قناة ممكنة أخرى هي أن توقعات ارتفاع قيمة العملة في المستقبل يمكن أن تجتذب تدفقات رأسمالية كبيرة على المدى القصير، مما أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

4- الآثار على الوساطة المالية: يمكن أن يؤدي اللجوء إلى الأدوات غير السوقية لاستنزاف السيولة الزائدة، التي قد يكون لها الآثار السلبية للنظام المالي، فعلى سبيل المثال، في العديد من اقتصاديات شرق آسيا كميات كبيرة من الأموال العامة كودائع تم نقلها من النظام المصرفي إلى البنك المركزي، وغالبا بأسعار أقل من أسعار الفائدة في السوق، وكذلك متطلبات الاحتياطي، وبالتالي تشجيع إلغاء الوساطة المالية، في حين الضوابط الائتمانية المباشرة تعرض خطر كفاءة تخصيص الموارد.

¹ -Obert Nyawata, **Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations**, IMF Working Paper, January 2012,p20.

² - سيتم التطرق إلى تكاليف التعقيم بالتفصيل في الفصل الثاني.

³ -M S Mohanty,- **Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?** ,BIS Quarterly Review, September 2006 ,p44 .

خلاصة :

إن احتياطات الصرف الأجنبي هي أصول يمتلكها البنك المركزي وخاضعة لسيطرته والمتاحة له بسهولة لغرض علاج الخلل في ميزان المدفوعات، وتتكون احتياطات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي المملوك للسلطات النقدية، وحقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي، والعملات الأجنبية المتمثلة في الدولار واليورو والجنيه الإسترليني والفرنك السويسري والين الياباني، وعملات احتياطية جديدة بدأت البنوك المركزية العالمية في الاحتفاظ بها كالدولار الاسترالي والدولار الكندي كعملات احتياطية غير تقليدية، وتمثل العملات الأجنبية النصيب الأكبر في الحيازات من احتياطات الصرف الأجنبي .

إن تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية هو دالة في فوائض ميزان المدفوعات الناتجة إما عن فوائض في الحساب الجاري أو في فوائض الحساب المالي أو كليهما مدعوما بتدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، فمشتريات البنك المركزي من سوق الصرف الأجنبي هي قناة هذا التراكم، ولعل من أهم الأسواق المستخدمة من طرف البنوك المركزية للتدخل في سوق الصرف الأجنبي هي الأسواق الحاضرة، وتعمل البنوك المركزية على إدارة احتياطاتها من الصرف الأجنبي من خلال هيئة إدارة احتياطات الأجنبي

إن الإدارة السليمة لاحتياطات الصرف الأجنبي وكفاءتها أمر مهم لتحقيق أهداف حيازة الاحتياطات، وهو ما سيكون محور الفصل الثاني .

الفصل الثاني:

عناصر كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي

تمهيد

إن إدارة الاحتياطات الصرف الأجنبي والمحافظة على سلامتها وتنميتها من الوظائف الأساسية للبنك المركزي نظرا للدور الذي تلعبه الاحتياطات فهي تدعم الثقة في سياسات إدارة سعر الصرف، وتحد من التعرض للاقتصاد للتقلبات الخارجية السلبية، كما ان تراكم هذه الاحتياطات مكلف للبنوك المركزية وبالأخص عند تسارع عمليات التراكم، من هنا يتوجب على البنوك المركزية العمل على التوفيق بين المنافع والتكاليف، من خلال العمل على التسيير الحسن لها .

كما تعمل الإدارة السليمة للاحتياطات الأجنبية على زيادة قدرة الاقتصاد على تحمل الصدمات الخارجية، ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بمتطلبات كفاءة إدارة لاحتياطات الصرف الأجنبي ، وهذا من خلال ثلاثة مباحث :

المبحث الأول: تحديد المستوى الكافي من احتياطات الصرف الأجنبي .

المبحث الثاني: توظيف احتياطات الصرف الأجنبي .

المبحث الثالث: إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الأول: تحديد المستوى الكافي لاحتياطات الصرف الأجنبي

نمت احتياطات الصرف الأجنبي العالمية بسرعة خلال العقد الماضي وبالأساس في اقتصاديات الأسواق الناشئة والدول النفطية، ففي بعض البلدان كان الاحتفاظ بالاحتياطات لأسباب احترازية لتأمين ضد الصدمات، بما في ذلك تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، والحفاظ على الاستقرار المالي، و في بلدان أخرى، تراكمت الاحتياطات نتيجة السعي لتحقيق أهداف السياسة المتعلقة بسعر الصرف والقدرة التنافسية، أو الرغبة في ادخار العائدات الاستثنائية الناتجة من ارتفاع أسعار السلع الأساسية، وتعزيز العدالة بين الأجيال، لكن الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لا يخلو من تكلفة، لذا يعتبر تحديد الحجم الملائم لاحتياطات البلد من الصرف الأجنبي من الشواغل المهمة لوضعي السياسات، إذ يعتبر متطلبا مهما للحكم على كفاءة إدارة البنك المركزي لاحتياطاته من الصرف الأجنبي.

المطلب الأول: منافع حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

هناك عدة منافع لاحتفاظ البنوك المركزية باحتياطي الصرف الأجنبي تتمثل في:

أولاً- تلبية احتياجات المعاملات: يتم الاحتفاظ بالاحتياطات لتمويل الطلب على عمليات الصرف أجنبي من القطاعين العام والخاص، في حين أن دافع المعاملة يعتبر هامشي في الاقتصاديات المتقدمة و الاقتصاديات التي لها إمكانية الوصول إلى الأسواق الدولية، ولكن من المرجح أن يكون أكثر أهمية في البلدان النامية، نظرا لمحدودية الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية وموسمية إيرادات النقد الأجنبي ورقابة كبيرة على الصرف، ونسبة كبيرة من معاملات الصرف الأجنبي يتم توجيهها من خلال البنك المركزي¹، ففي مثل هذه الحالات يكون الاقتراض أكثر تكلفة من الاعتماد على الاحتياطات.

ثانياً- كتمانين ذاتي ضد الصدمات Self-Insurance: في حالة عجز مؤقت في ميزان مدفوعات البلد، السحب من الاحتياطات يمكن أن يساعد في تجنب التعديلات المكلفة في سعر الصرف أو الاستهلاك المحلي والاستثمار، و يشار إلى تراكم احتياطات الصرف لهذا الغرض عموما الطلب التحوطي على الاحتياطات، فمن منظور التأمين تملك الدول الاحتياطات لتحقيق مجموعة من الأهداف تشمل²: الحد من التقلبات في سعر الصرف؛ توفير السيولة لصرف العملات الأجنبية، مما يجعل نظام سعر الصرف العائم أكثر كفاءة، صمام أمان للاقتصاد المحلي ضد صدمات ميزان المدفوعات؛ وتوفير السيولة للأسواق المالية المحلية والقطاع المصرفي، وخاصة إذا كان هناك دولة

¹ - Roger, Scott, "The Management of Foreign Exchange Reserves," BIS Economic Paper No. 38 (Basel: Bank for International Settlements), 1993,P11.

² - Raghuram G. Rajan, Country Insurance: The Role of Domestic Policies ,IMF discussion paper,June 19, 2006,p21.

كبيرة، وأخذت نماذج التأمين الذاتي عدة أشكال¹: ركزت أولاً على الاحتياطيات الدولية واستقرار الناتج (Ben-Bassat, Gottlieb 1992؛ Aizenman, Lee 2007). وفقاً لذلك، يمكن للاحتياطيات الصرف الأجنبية أن تقلل من احتمال حدوث انخفاض الناتج الناجمة عن توقف مفاجئ² sudden stop، النموذج الثاني من التأمين الذاتي ركز على أن تراكم احتياطي الصرف يكون حسب الحاجة لتحقيق الاستقرار في النفقات المالية في البلدان النامية (انظر Aizenman, Marion 2004)، وهي بلدان تتميز بتقلب الإنتاج، والطلب غير المرن للنفقات المالية، وتكاليف الضرائب العالية، وهو مزيج يسمح للبلد بضمنان سلاسة الاستهلاك عند تقلب الإنتاج.

ثالثاً- تعزيز الثقة في إطار سياسة الحكومة وقدرتها على تلبية الالتزامات الخارجية: إن المخزون العالي من احتياطي الصرف يمكن أن يساعد في تقليل تكاليف الاقتراض الخارجي عند حدوث التوقف المفاجئ في تدفقات رأس المال، أو وقوع أزمة العملة.

رابعاً- الاحتياطيات كناتج ثانوي (by-product) للتدخل النشط في أسعار الصرف: ترى المركنتيلية النقدية بان الزيادة في الاحتياطيات هي نتيجة لتخفيض قيمة سعر الصرف والتضييق على ارتفاع سعر الصرف من خلال بيع العملة المحلية من قبل البنك المركزي، ويهدف هذا الإجراء إلى الحفاظ على تحسين القدرة التنافسية للصادرات (Aizenman 2007).

فمذهب التجار (mercantilist) يرى أن التدخل في سوق الصرف للحفاظ على تخفيض أسعار الصرف يمكن أن يكون استراتيجية تنمية رشيدة ومستدامة، فتراكم احتياطي الصرف في هذه الحالة ينظر إليه على أنه نتيجة ثانوية لسياسة تشجيع التصدير، أي تراكمات احتياطات الصرف نجمت عن مخاوف بشأن القدرة التنافسية للصادرات، وقد قدم هذا التفسير من قبل Dooley, Folkerts-Landau (2003)، وخاصة في حالة الصين³، وهي تفسر تراكم الاحتياطي باعتباره ناتج ثانوي لترويج الصادرات، الذي هو ضروري لخلق وظائف أفضل، وبالتالي امتصاص العمالة الزائدة في القطاعات التقليدية كالزراعة وهذه النزعة التجارية الحديثة صالحة بالنسبة لمعظم بلدان شرق آسيا، بحجة أنها تتبع استراتيجيات تنمية مماثلة.

خامساً- تلبية احتياجات التدخل في سوق الصرف الأجنبي: يعتبر التدخل أهم مصدر للطلب على الاحتياطيات، وخاصة بالنسبة لتلك البلدان المفتوحة جداً على أسواق رأس المال وأسواق السلع و / أو أسعار الصرف الثابتة، إن التخفيف من تقلب سعر الصرف الحقيقي له أهمية كبرى لتنمية البلدان، خاصة الأكثر اعتماداً على السلع،

¹ - Joshua Aizenman and Hans Genberg, **Research on the Demand for International Reserves: Developments in Academia, the Contribution of IMF Researchers, and Influence on IMF Surveillance**, IEO Background Paper, 2012, p.6.7

² - من الناحية النظرية، "التوقف المفاجئ" لتدفقات رأس المال الدولي يشير إلى حدث في الاقتصاد المحلي الذي يفقد الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية. لذا توقف مفاجئ هو تحول جذري في منحى عرض الأموال الأجنبية، والذي ينشأ بسبب الاضطراب المالي في الاقتصاد المحلي، أو آثار العدوى بسبب الأزمات في أماكن أخرى، الأزمات المالية يمكن أن تتم في شكل: أزمات العملة، الأزمات المصرفية أو أزمات الديون.

³ - Joshua Aizenman and Jaewoo Lee, **International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence**, IMF Working Paper, October 2005, p.3.

فالأدلة المقدمة أن تملك احتياطات كافية يمكن من خفض تقلبات سعر الصرف، والذي بدوره قد يسمح بسلسلة الإنتاج والمحتمل أن يكون معدل النمو أعلى فكثر من بلدان الأسواق الناشئة أكدت قيمة استقرار سعر الصرف، حيث أنهم يعتقدون أن الكثير من التقلبات يمكن أن تكون مكلفة، وأشاروا إلى أن التقلبات المفرطة يمكن أن تحدث بسبب أسواق الصرف الأجنبي الضعيفة وسهولة التلاعب بها، و لعدم وجود فرص للتحوط من مخاطر سعر الصرف، والمستويات عالية من الدولار، والتعرض لصدمات أسعار السلع الأساسية.

سادسا-تنويع الثروة : تراكم بعض البنوك المركزية الثروة وتستخدمها في محفظة احتياطي خارجية كمخزن للقيمة لتراكم الثروة الفائضة لأغراض الاستهلاك في المستقبل¹، إن مثل هذه البنوك المركزية تفصل محفظة احتياطي إلى شريحة السيولة وشريحة الثروة التي تشمل الأوراق المالية الطويلة المدى مثل السندات والأسهم وتدار بمعايير مختلف عن محفظة السيولة هو تعظيم العائد.

سابعاً- الاستقرار المالي: العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة تستخدم الاحتياطات لإدارة عدم الاستقرار النظامي من خلال توفير السيولة من العملات الأجنبية والضمانات للكيانات المالية وغير المالية خلال الأزمات .

وبصفة عامة يرى IMF 2000² إن الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي هدفه تحقيق مايلي:

- الدعم والحفاظ على الثقة في سياسات النقدية وإدارة سعر الصرف، بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية أو عملة اتحاد.

- الحد من التأثير بالعوامل الخارجية من خلال الحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية لاستيعاب الصدمات في أوقات الأزمات أو عندما يتم تقليص الوصول إلى الاقتراض. وفي القيام بذلك؛ توفير مستوى من الثقة أن البلد يمكن أن تلي في الحاضر والمستقبل الالتزامات الخارجية.

- إظهار الدعم للعملة المحلية من حيث الأصول الخارجية؛ مساعدة الحكومة في تلبية احتياجات النقد الأجنبي والتزامات الديون الخارجية؛ الحفاظ على احتياطي لحالات الطوارئ أو الكوارث الوطنية.

وفي نتائج استطلاع لصندوق النقد الدولي لمديري الاحتياطات (2009) يغطي دول OECD، الدول الناشئة وأفريقيا، يسلط الضوء على أن السبب الرئيسي لبناء الاحتياطات يشمل كل من دافع صمام أمان للاحتياجات السيولة، وتمهيد تقلبات أسعار الصرف وإدارة سعر الصرف (انظر الجدول 1-2).

¹ - Roger, Scott, op-cit ,p13.

² - José Viñals, **INTERNATIONAL MONETARY FUND Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management**, February 1, 2013,p3.

الجدول 1-2:دوافع حيازة احتياطات الصرف الأجنبي % من عدد المجيبين

الادخار للاجيال القادمة	صمام امان لاحتياجات السيولة	الادخار ضد صدمات الاسعار /المداخيل	تسيير اسعار الصرف	تمهيد تقلبات اسعار الصرف	اعادة البنك رسملة	اخرى (كمجلس العملة).
%18	%80	%19	%30	%60	%10	%20

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (2009) IMF survey of reserves managers

المطلب الثاني: قياس كفاية احتياطات الصرف الأجنبي:

من أهم متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أن يكون لمدراء البنوك المركزية تقديراً لما يعتبر مستوى ملائماً، فإذا كان مستوى احتياطاتها اقل من المستوى الكافي المطلوب عرضت اقتصاداتها للصدمات أما إذا كان مستوى احتياطاتها أكبر من المستوى المطلوب يواجه البلد تكاليف مختلفة، من هنا وجب أن تحرص إدارة البنك المركزي على المعادلة بين تكاليف ومنافع حيازة هذه الاحتياطات حتى تكون إدارة احتياطات الصرف الأجنبي إدارة سليمة ، فما هو المستوى الملائم الذي يتعين على المصارف المركزية الاحتفاظ به حتى تكون في وضع امن تجاه الصدمات الخارجية وفي الوقت نفسه تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطات مقبولة اقتصادياً؟ لقد أجابت العديد من الأدبيات عن هذه المسألة وهو ما سيتم تبيانه في جذور كفاية الاحتياطات الدولية .

اولا-المنهج القائم على المؤشرات التقليدية: هناك نوعان من المؤشرات، المؤشرات التجارية والمؤشرات المالية فتحليل المؤشرات التقليدية يقدم معلومات حول البعد المالي والتجاري للاقتصاد، بالإضافة إلى المقاييس التي تجمع بين المؤشرات المالية والتجارية(مقاييس مركبة) .

1- المقاييس التجارية (ضعف أو هشاشة الحساب الجاري): تلك المؤشرات التي لها القدرة على وصف حالة العلاقات التجارية بين البلد والخارج، وتصميم المؤشرات يقوم على طبيعة الحساب الجاري عجز أو فائض، وتعكس هذه المؤشرات تأثير الحساب الجاري بالعوامل الخارجية، وهناك مقياسين: نسبة الاحتياطات/ الواردات، للحكم على تغطية الاحتياطات للواردات، ونسبة الاحتياطي /الناتج المحلي الإجمالي وتوفر هذه النسبة معلومات عن حصة الاحتياطات من ثروة البلد، حيث اكتست أهمية الاحتياطات في التخفيف من الضعف الخارجي external vulnerability اهتماماً متزايداً بعد الحرب العالمية الثانية تحت تأثير الكساد الكبير، وكتابات كينز واقتراحه مخطط لاتحاد المقاصة الدولي كمصدر مقترح للسيولة الدولية يرتبط بقيمة التجارة¹، كما تم التعرف على أهمية تأثير العوامل الخارجية في حساب الحصص بصندوق النقد الدولي، كما كان مؤشر تغير الصادرات export variability واحد من خمسة متغيرات لحساب قدرة البلد على المساهمة والتصويت واستحقاق موارد الصندوق، وذهب (Triffin (1947 ابعده من ذلك وجادل بان الطلب على الاحتياطات ينبغي أن ينمو ويتماشى مع

¹ - Jürgen Odenius , Arvind Rajan, Central Bank FX Reserve Adequacy ,A Historical Perspective,— September 2013,p1.

التجارة بحيث يمكن أن تؤخذ نسبة الاحتياطات /الواردات كمقياس لكفاية الاحتياطي¹، في 1953 طلب لأول مرة من IMF قياس كفاية الاحتياطات حيث جادل موظفوا الصندوق أن الكفاية ليست مسألة بسيطة وان هذا مرتبط بكفاءة نظام الائتمان الدولي ونظام سعر الصرف القائم ومدى ملائمة السياسة المالية والنقدية وأهداف السياسة ومستوى التنمية، و1958 IMF أشار موظفو الصندوق إلى أن التجارة الخارجية هي أكبر عنصر في ميزان المدفوعات ولذلك من البديهي أن يكون لها مكانة في القياس وأظهرت تحليل البيانات تحقيق نسبة الاحتياطات /الواردات 30% - 50% . ويمكن لهذه النسبة أن تعطي إشارة أولية فقط عن الكفاية ،وفي نهاية 1966 انتقد Triffin هذا المعيار وجادل بان 3 اشهر واردات ستكون منخفضة نظرا للظروف الاقتصادية للبلدان أو اقل من هذه المستويات ونسبة 35% كانت كادني حد ممكن .

1-تغطية الواردات: هو مؤشر يبين القدرة على تمويل واردات الاقتصاد في حال نقص الصادرات، وينظر إلى غطاء استيراد كمقياس لعدد أشهر الواردات التي تضمن الاستمرارية عند توقف التدفقات مثل عائدات التصدير، ويتم تطبيقها عموما على صدمات البلدان التي تنشأ من الحساب الجاري ، حيث قد تكون معاملات الحساب الرأسمالي والمالي صغيرة أو مقيدة، تقليديا يستند هذا الإجراء لأشهر من الواردات المتوقعة، أي تقيس عدد الأشهر التي قد يستمر البنك المركزي في تسوية جميع الواردات من السلع و الخدمات إذا توقفت تدفقات النقد الأجنبي ، مثل تغير مفاجئ في معدلات التبادل التجاري، أو حدث غير متوقع، مثل كارثة طبيعية، ويشير صندوق النقد الدولي (1953) وتريفين (1947) أن مستوى الحد الأدنى المقبول هو أن تمثل الاحتياطات ثلاثة أشهر واردات²:

$$RA = Rs/M$$

حيث : RA: الاحتياطي الكافي /Rs: مخزون الاحتياطات/ M: الواردات.

ب- الناتج المحلي الإجمالي : احتياطات الصرف الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي³ أحيانا تستخدم ولكن لديها القليل من الدعم النظري أو التجريبي؛ ويستخدم كعامل للتحليل والمقارنة مع البلدان المناظرة، و توفر هذه النسبة معلومات عن حصة الاحتياطات من ثروة البلد.

2- المقاييس المالية : في أعقاب الأزمة الآسيوية لعام 1997 وما نتج من أزمات حساب رأس المال "التوقف المفاجئ" ، تحولت المناقشة حول كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في 2000s ، إلى الأخذ في الاعتبار نقاط الضعف المنبثقة ليس فقط من الحساب الجاري، ولكن من حساب رأس المال أيضا.

¹ - De Beaufort Wijnholds, J.A.H. and A. Kapteyn, **Reserve Adequacy in Emerging Market Economies** - WP/01/143 - IMF,p5.

² 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, p6.

³ Dariusz Urban-**Macroeconomic Considerations and Motives of Sovereign Wealth Funds Activity**, Vol. 5 I, ssue 2 ,2011,p48.

1- قاعدة غرينسبان- غويدوتي: كانت الخطوات الأولية لتوسيع مفهوم كفاية احتياطي الصرف في عام 2001، وأشار Kapteyn و Wijnholds أنه في أعقاب بداية الأزمة الكورية، ناقش المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي مقياساً أوسع من كفاية الاحتياطي السابق، والذي من شأنه أن يعكس الاقتراض الخارجي على المدى القصير، وأصبح هذا الإجراء يعرف باسم قاعدة غويدوتي- غرينسبان¹، أي نسبة احتياطات الصرف الأجنبي إلى الدين الخارجي قصير الأجل² والتي تقيس قدرة البلد على سداد الديون بسرعة و المعيار الدولي هو 1، وهو ما يعادل 100٪ من الدين القصير الأجل، من أجل ضمان أن يتم سداد الديون الخارجية قصيرة الأجل لسنة واحدة بالكامل وعلى وجه السرعة، دون الحاجة إلى الاعتماد على مصادر خارجية، وقد تأسس هذا المفهوم في تجربة الأزمة الآسيوية حيث في 1997، كانت احتياطات العملات الأجنبية، غير كافية لتغطية الديون الخارجية قصيرة الأجل في اندونيسيا وتايلاند وكوريا.

$$RA = Rs/M + Dt$$

حيث :

Dt: الديون الخارجية قصيرة الأجل

ب- **النقود بمعناها الواسع M2:** أول من أشار إلى نسبة الاحتياطات / القاعدة النقدية (1999) Kaminsky³، وتوفر هذه النسبة تغطية احتياجات السيولة عن طريق الاحتياطات التي يحتفظ بها البنك المركزي، وبالنظر إلى أن العديد من أزمات حساب رأس المال الأخيرة قد رافقها تدفق خارجي للودائع من المقيمين، هذا المقياس يقصد به عادة علاج مخاطر هروب رؤوس الأموال، ويتسم معدل تغطية الاحتياطات للقاعدة النقدية بأنه مفيد⁴، خاصة في البلدان ذات الحسابات الراسمالية المفتوحة، لأنه يعكس الطلب على النقد الأجنبي الذي قد ينشأ عن تحويل ودائع البنوك التجارية. ويشير معدل تغطية ودائع النقد الأجنبي إلى القدرة على تلبية احتياجات النظام المصرفي من السيولة في حالة أزمة، حيث: **M2:** النقود بمعناها الواسع.

$$RA = Rs/M2$$

¹ - Guidotti-Greenspan Rule.

² - مؤشر آخر قدمه براون 1964،:نسبة احتياطات الصرف الأجنبي إلى إجمالي الدين الخارجي، وتعكس هذه النسبة قدرة البلد على سداد إجمالي دينها الخارجي باحتياطات الصرف الأجنبي و نسبة المتلى 40٪.

³ - Kaminsky, G.L.(1999), **"Currency and Banking Crises: the Early Warnings of Distress"**, IMF Working Paper 99/178.p16.

⁴ - وفي كثير من البلدان ذات حساب رأسمالي غير مفتوح، تكون هذه النسبة مرتفعة نظراً لارتفاع مستوى الاحتياطات ومحدودية التنمية المالية، فإن صافي احتياطات الصرف الأجنبي لدى البنك المركزي يغطي أكثر من 100 % من القاعدة و من النقود بالمفهوم الواسع أو أضعاف حجم ودائع النقد الأجنبي، ومن حيث المبدأ، سوف تكفي احتياطات البنك المركزي بالتالي لتغطية الدولة الكاملة للاقتصاد. بالإضافة إلى ذلك .

3- المقاييس المركبة: من المقياس الأكثر شيوعاً نجد:

أ- توسيع لقاعدة غرينسبان- غيدوتي للدين القصير الأجل بالإضافة إلى عجز الحساب الجاري، ليعكس الإمكانيات لتمويل 12 شهراً من الالتزامات الكاملة .

ب-: قواعد بسيطة **rules of thumb** : يتم استخدامها في الممارسة العملية كمقاييس مركبة ، وتمثل في احتياطات أعلى من ثلاثة أشهر من الواردات، و 100٪ من الدين القصير الأجل و 20٪ من M2.

ج- المقياس الذي اقترحه **Kapteyn و Wijnholds (2001)**: والذي يستخدم الدين القصير الأجل و M2 في نموذج تسديد الديون وتدفقات رأس المال كدوافع لبناء الاحتياطات مع الأخذ في الاعتبار نظم سعر الصرف ومخاطر البلد، فقواعد الكفاية أكثر تطوراً تشمل أيضاً احتمال هروب رأس المال المقيمين¹ (جزء من المعروض النقدي M2) التي تواجه خطر انخفاض وتحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية، يمكن للبنوك المركزية أن تختار بدلاً من ذلك تعويم عملاتها بمجرد ضمان تمويل خدمة الديون، ولكن انخفاض سعر الصرف يمكن أن يكون مزعزعا للاستقرار، من هذا المنطلق تم الجمع بين عدد من مؤشرات الضعف (المشاشة) لصياغة القاعدة التالية: "البلد يجب أن يمتلك مستوى احتياطي على الأقل يغطي ديونه الخارجية القصيرة الأجل، وجزء من النقود يحدده نظام سعر الصرف ومخاطر البلد المتوقعة".
واقترحا الباحثان المقياس التالي² :

نسبة كفاية (إذا كان سعر الصرف معوماً، مجلس عملة) = 100٪ الدين القصيرة الأجل + 5 - 10٪ M2 نسبة الكفاية (إذا كان سعر الصرف ثابتاً، تعويم مدار) = 100٪ الدين القصيرة الأجل + 10-20٪ M2

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

مع R* تدل على الاحتياطات الكافية، E الديون الخارجية القصيرة الأجل حسب الاستحقاق المتبقي، و a يشكل جزء اعتماداً على نظام سعر الصرف (5،-، 10، عنه؟ الأنظمة و، 10-20٪ للأنظمة الوسيطة)، M النقود بمعناها الواسع، و C مؤشر خطر البلد³.

¹ - هو ذلك الجزء من الرصيد البلد من الأصول الأجنبية الذي لا يعطي عائداً مسجلاً كدخل استثمارات، كما يعرف بأنه فقط رأس المال القصير الأجل والأموال الساخنة، وكذلك يمكن قياسه ليشمل السهو والخطأ في ميزان المدفوعات.

² - J. Onno de Beaufort Wijnholds and Arend Kapteyn, **Reserve Adequacy in Emerging Market Economies**, IMF Working Paper, September 2001, p20,21,22.

³ - J. Onno de Beaufort Wijnholds and Lars Søndergaard, op-cit, p10.

د - مقياس IMF 2011: من أجل تقييم مدى كفاية الاحتياطات، اقترح صندوق النقد الدولي (2011) مقياس مركبا جديدا في محاولة لوضع مؤشر أكثر تجريبيا استنادا إلى الالتزامات المحتملة الواسعة، مع المحافظة على البساطة وسهولة الاستخدام للمقاييس التقليدية.

ويعتمد خطوتين: في المرحلة الأولى، يتم تقدير المخاطرة النسبية لمختلف المصادر المحتملة لاستنزاف الاحتياطات، تستند في البداية على التوزيعات الملاحظة من التدفقات الخارجة من كل مصدر خلال فترة ضغوطات في سوق الصرف EMP¹، ويتم إنشاء مخزون للالتزامات المرجحة للمخاطر، أما المرحلة الثانية، فإن نسبة هذا المخزون المتوقع أن يمتلك كاحتياطي سائل والذي يمكن معرفته على أساس الخبرة الماضية من الأزمة وهو نصح مشابه للمتطلبات التنظيمية لرأس مال المصرف التجاري، و يسعى إلى توسيع قاعدة تحليلية لتحديد مستوى الاحتياطات اللازمة لأغراض وقائية، وتم تصميم هذا المقياس ليعكس مجموعة أوسع من الضغوط المحتملة في محاولة لتحقيق التوازن بين الحاجة إلى كل من البساطة والشفافية في القياس، ويركز على أربعة مصادر محددة لهذا الاستنزاف والتي تلعب أدوارا متداخلة غير منفصلة وجوهرية و تغطي ما يلي²:

- دين قصير الأجل STD (فترة الاستحقاق المتبقية).
- الالتزامات المتوسطة وطويلة الأجل من الديون والأسهم OPL .
- النقود بمعناها الواسع M2 : مخاطر هروب رأس المال، يتم استخدام النقود بمعناها الواسع لتمثيل المخزون من الأصول المحلية السائلة التي يمكن بيعها ونقلها إلى الأصول الأجنبية خلال الأزمة.
- عائدات التصدير X : تعكس الخسائر المحتملة من انخفاض في الطلب الخارجي أو صدمة معدلات التبادل التجاري أو كلاهما والتي لا تزال ذات صلة بكثير من اقتصاديات الأسواق الناشئة.

تستند أوزان المخاطر النسبية لكل مصدر محتمل للتدفقات الخارجية المستخدمة في المقياس على أساس التدفقات الخارجية المرصودة في الاقتصاديات الناشئة أثناء فترات ضغوطات سوق الصرف، على وجه التحديد يتم احتساب التدفقات المحتملة من توزيع النسبة السنوية للخسائر من إيرادات التصدير، الديون القصير المدى والمطلوبات الأخرى على المدى الطويل، والنقود بمعناها الواسع والتي لوحظت خلال أحداث ضغوطات سوق الصرف ويتم

¹ - مصطلح "Exchange Market Pressure" ضغوط سوق الصرف "EMP" يشير عموما إلى الحركات في متغيرين للقطاع الخارجي رئيسية هي: احتياطي الصرف الأجنبي وسعر الصرف الاسمي. لمزيد حول مؤشر مقاومة ضغوطات لصرف انظر:

EVAN TANNER ,Exchange Market Pressure and Monetary Policy Asia and Latin America in the 1990s, IMF Staff Paper ,Vol. 47, No. 3,2001.

² -ASSESSING RESERVE ADEQUACY – FURTHER CONSIDERATIONS IMF POLICY PAPER,November 13, 2013,p30.

تقدير توزيعات منفصلة لنظم أسعار الصرف الثابتة والعائمة، وتحديد مستويات المخاطر المتباينة، مع الأوزان النهائية بناء على الملاحظة للمئين العاشر¹ للتدفقات الخارجية .

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

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

كما أن هناك أيضا ارتباط كبير بين هذه الأنواع من التدفقات الخارجية وتعتبر الاحتياطات في نطاق 100-150 في المائة من هذا المقياس المركب كافية للأغراض الوقائية.

ويتم كتابة قاعدة الكفاية المقترحة من imf على النحو التالي في حالة سعر صرف معوم ونفس الشيء بالنسبة لسعر الصرف الثابت يتغير فقط البسط:

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

هـ-التعديل الذي اقترحه Violeta PREDESCU على مقياس imf 2011: نقطة انطلاقه هي امتداد للقاعدة المقترحة من imf ، مع بيئة أكثر تطلبا، وهذا يشمل إمكانية صدمة عنيفة بشكل خاص، مثل تلك التي ضربت الاقتصاديات الناشئة بعد إفلاس بنك ليمان براذرز، وتنطوي القاعدة على تغيير في عدة متغيرات رئيسية هي:

-الديون قصيرة الأجل: في حين توصي قاعدة imf بمستوى احتياطات الصرف التي يمكن أن تغطي 30٪ من الدين الخارجي قصير الأجل، اختارت الدراسة قاعدة أكثر تحفظا، حيث يجب أن تغطي نصف هذا الدين 50٪، ولاحظ أنه خلال الأزمة العالمية، هناك نقص في التمويل الخارجي والذي استمر ربعين على التوالي.

-استثمارات الحافطة (PI): لاحظ أن حصة السندات والأسهم من قبل غير المقيمين التي تقلصت خلال أزمة 2008 ، ونصف استثمارات الأسهم تستثمر في الأسواق الناشئة قد تقلصت، 5 مرات أكثر مما هو مفترض في قاعدة صندوق النقد الدولي 10٪ .

-المعروض النقدي: ان صندوق النقد الدولي يدعم إنشاء احتياطات تصل إلى 5٪ M2 في البلدان ذات نظام الصرف العائم، و لاحظت الدراسة خلال الأزمة، في حالة روسيا (- 10٪ على أساس سنوي في Q1 2009).

-الصادرات: في أوقات الأزمات انخفاض في السعر وحجم صادرات يقلل من المعروض من دولار و يضغط على الاحتياطات، فبعد الأزمة عام 2008 لاحظ انكماش حاد في التجارة العالمية Q1 2009 / Q4 2008 قيمة

¹ - هذا المقياس يقوم بتقسيم البيانات إلى مائة جزء وذلك بعد ترتيب البيانات ترتيبا تصاعديا ويمكن الحصول على سبيل المثال على المئين العاشر وهو المفردة العاشرة في البيانات المرتبة تصاعديا ويستخدم المقياس المئيني للتعرف على المفردات المتطرفة في البيانات وذلك لأنه عند ترتيب البيانات ترتيبا تصاعديا فان المفردات الصغيرة تأتي في أول الترتيب والمفردات الكبيرة تأتي في آخر البيانات ويمكن استخدام المعادبة التالية لحساب ترتيب المئين المطلوب: $i = \frac{P}{100} = (n)$ حيث P هو الترتيب المئيني المطلوب n هو عدد المفردات.

الصادرات تراجمت 15% في المتوسط خلال هذه الفترة، بعد هذه التغيرات الملاحظة اقترح مقياس كفاية احتياطات الصرف الأجنبي كما يلي¹:

$$\frac{50\% \text{ of } STD + 50\% + 5\% \text{ of } M2 + 15\% \text{ of } X}{Reserves} \times 100$$

ثانيا- تحليل السيناريو (Scenario analysis): هو منهج آخر يستخدم لتحديد الاحتياجات من احتياطات الصرف الأجنبي، يتم تطبيق السيناريو السلي للصددمات في ظل مختلف الضغوط الخاصة بالبلد والمتعلقة بحساب رأس المال والحساب الجاري على مدى فترة من الزمن، وتم استخدامها من طرف العديد من مديري الاحتياطات، ويتم تحديد مقادير هذه الصدمات عادة من قبل التجارب السابقة والتوقعات وخصائص البلد، و يتم إجراء مزيد من التقييم أيضا على مدى طبيعتها المؤقتة و الفجوة التمويلية الناتجة عن ذلك، بالمقارنة مع التوقعات الأساسية، ومن ثم ترجمتها إلى الاستنزاف المحتمل من الاحتياطات²، مما يسفر عن معلومات عن كفاية الاحتياطات، ولكن لا تزال هناك مخاوف بشأن استخدام الحصري لهذا المنهج، بما في ذلك صعوبة تحديد المستوى المناسب من الإجهاد (الضغوط)، وغياب المحاسبة الواضحة لتكاليف بناء الاحتياطات .

ج- المنهج القائم على النماذج: -Heller1966 أول من قدم تحليل الاحتياطات من ناحية الامثلية، وعرف المستوى الأمثل لاحتياطي على انه عندما تتساوى التكلفة الحدية مع الإنتاجية الحدية، وسلط الضوء على الدافع الوقائي لامتلاك الاحتياطات مع منافع الاحتياطي التي تنبع من القدرة على تسهيل الاستهلاك والإنتاج خلال عجز ميزان المدفوعات والاهم من ذلك تضمن تحليلا لتكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات وافترض أن العائد على الاحتياط يجب مقارنته مع العائد الاجتماعي على رأس المال والذي يمكن استبداله بمتوسط تقريبي لعائد السندات الطويلة الأجل، ففي نموذج الطلب على الاحتياطات يحدده تكلفة التكييف مع الاختلال الخارجية وتكلفة الفرصة البديلة واحتمال استخدام الاحتياطات³، و جادل هيلر أن نهجه أدى إلى مؤشر أكثر موثوقية من النسبة البسيطة لكفاية احتياطي (الاحتياطي / الاستيراد) ، وركز عموما على أربعة متغيرات الرئيسية التي تؤثر على الطلب على الاحتياطات: تقلب المدفوعات الخارجية ، والميل الحدي للاستيراد، الناتج المحلي الإجمالي أو الواردات، وتكلفة الفرصة البديلة.

-تم تطوير عدة نماذج في السنوات الأخيرة للتوصل إلى المستوى المناسب من الاحتياطات من خلال حل مشكلة الامثلية، تحتوي هذه النماذج عادة على الافتراضات فيما يتعلق بفوائد بناء الاحتياطات وخفض احتمال حدوث أزمة وتمهيد الاستهلاك خلال الأزمة والتكاليف، ومن الأمثلة البارزة لهذه النماذج (Caballero and Panageas)

¹ - Violeta PREDESCU, **Le niveau des réserves de change des émergents est-il adéquat en cas d'aggravation de la crise financière ?** Natixis ,21 octobre 2011 – N° 788,p5,6.

² Reza Moghadam, Jonathan D. Ostry and Robert Sheehy, **Assessing Reserve Adequacy** , IMF February 14, 2011,P16.

³ -Heller, R., 1966; "**Optimal International Reserves**", *The Economic Journal*, Vol. 76,P 299.

(2004) الذي يركز على التكاليف الحقيقية للتوقف مفاجئ في تدفقات رأس المال، (Garcia and Soto 2004) الذي يفترض أن الاحتياطات تؤثر على كل من احتمال حدوث أزمة وتكلفتها.

- نموذج **Jeanne and Rancière 2006** : هو نموذج يفترض أن صناع القرار تجنباً للمخاطر تختار مستوى الاحتياطات لتعظيم الرفاه في اقتصاد صغير مفتوح عرضة للتوقف المفاجئ في تدفقات رأس المال، وفي حالة وجود حادثة التوقف المفاجئ، عندما الديون الخارجية لا يمكن ترحيلها، فوجود مستوى أعلى من الاحتياطات للتخفيف من الانخفاض في الإنتاج والاستهلاك على نحو سلس أمر مهم، ويفترض النموذج أيضاً تكلفة لحيازة احتياطات بعائد أقل من تلك الموجودة على الأصول الأخرى في الاقتصاد، ويتم تحديد المستوى الأمثل من الاحتياطات حسب حجم واحتمال التوقف المفاجئ، والخسائر المحتملة في الإنتاج والاستهلاك، وتكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات ، ودرجة النفور من المخاطرة¹ .

وفقاً للمسح الذي أجراه صندوق النقد الدولي مع مديري الاحتياطي 2009، الموضح في الجدول 2-2 أن الأساليب التقليدية، وخاصة تغطية الواردات هي الأكثر استخداماً من قبل الدول التي تسعى لقياس مدى كفاية الاحتياطات الأجنبية ثم تليها نسبة الدين القصير الأجل ونسبة أقل استخداماً في المؤشرات التقليدية نسبة إلى المعروض النقدي ، مقارنات النظراء تستخدم على نطاق واسع من قبل المشاركين ، كما تظهر نتائج المسح أيضاً بدرجة أقل المقاييس المركبة وتقنيات الأمثلة.

الجدول 2-2: المناهج التي تستخدمها البلدان لقياس مدى كفاية الاحتياطات.

مقاييس مركبة	نماذج الامثلية	المقارنة مع النظراء	نسبة إلى المعروض النقدي	نسبة إلى الدين القصير الأجل	نسبة إلى الواردات	مقاييس تقليدية
20	14	37	37	47	48	48

Source: IMF survey of reserve managers.2009

المطلب الثالث: تكاليف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

إن تراكم الاحتياطات على مستوى البنوك المركزية يمكن أن يكون مكلفاً للغاية، لذلك تحتاج القرارات المرتبطة بتحديد مستوى الاحتياطات المطلوبة العلم بالتكاليف المحتملة، فقياس تكاليف الاحتياطات هو ممارسة معقدة، وفي هذا الإطار محاولة قياس تكلفة احتياطات الصرف تعتمد على منظورين ومن المفيد التمييز بين منظور الاقتصاد الكلي، ومنظور الميزانية العمومية .

أولاً- قياس تكلفة الاحتياطات من منظور الاقتصاد الكلي: والذي يركز على التكاليف التي يتحملها الاقتصاد ككل بغض النظر عن يراكم الاحتياطات ومن يشغلها، وهناك طريقتان لحساب هذه التكلفة، اعتماداً على

¹ -Olivier Jeanne and Romain Rancière, **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries:Formulas and Applications**, IMF Working Paper October 2006,p22.

الكيفية التي يأخذها تراكم الاحتياطات¹، إما أنه يمكن افتراض أن البلد يمكن أن يشعر بالقلق من "استعارة" الاحتياطات (أي احتياطات مقترضة) ، أو يمكن افتراض أن هذا البلد لا يمكنه استعارة الاحتياطات وأنها تتراكم عن طريق الفائض في الحساب الجاري (أي "احتياطات مكتسبة"). ومن هنا يبرز اثنين من طرق لتقدير تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطي وهذا التمييز يقوم اعتمادا على ما إذا "الاقتراض" أو "كسب" هو السائد وراء عملية تراكم الاحتياطي.

1- الفرق بين أسعار فائدة الاقتراض الأجنبي ومعدل العائد على الاحتياطات: يرى كل من رودريك (2005) وإدواردو ليفي (2006)² بأن التكلفة الاجتماعية الحقيقية للاحتياطات يتم حسابها بواسطة الفرق بين المعدلات التي يمكن للقطاع الخاص اقتراض موارد قصيرة الأجل من الخارج ناقص المعدل الذي يتم به استثمار الاحتياطات "تكلفة الفرصة البديلة الاجتماعية"³ ، هذا في حالة الاحتياطات المقترضة مصدرها القطاع الخاص، أما إذا كان مصدرها اقتراض البنك المركزي أو الحكومة فنأخذ تكلفة الاقتراض العام، إذ هناك العديد من الدول التي تقوم بالاقتراض من أجل بناء الاحتياطات سواء كان المقترض لبنك المركزي أو وزارة المالية أو القطاع الخاص، وتقدر تكلفتة من حيث النسبة المئوية من الناتج المحلي الإجمالي 0.03% في بولندا 0.48% في فنزويلا. 0.09% في الصين (انظر الجدول 2-3).

إن الدراسة التي أجراها سياستيان ادواردز بالمكتب الوطني للأبحاث الاقتصادية طرحت افتراضا بان تكلفة الفرصة البديلة الصحيحة هي صافي اقتراض البلد أي المعدل الذي تستطيع به الاقتراض من السواق المالية الدولية مطروحا منه معدل ما تدره عليها الأصول التي تستثمر فيها احتياطاتها، فعادة ما يتم الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية في شكل أصول مدرة للفوائد على المدى القصير، وتكلفة الفرصة المناسبة هي التكلفة الصافية التي ينبغي حسابها مثل الدخل الإجمالي الضائع من خلال امتلاك الاحتياطات مطروحا منها العائد المحصل عليه من الاحتياطات، أي تمثل الفرق الموجود بين تكلفة التمويل الخارجي للاحتياطات والعائد على الأصول الأجنبية السائلة.

¹ - تم التطرق إلى ذلك بالتفصيل في الفصل الأول (آلية تراكم الاحتياطات بالبنوك المركزية) .

² -Eduardo Levy Yeyati, **The Cost of Reserves**, 1 July 2006, p1.

³ -DANI RODRIK ,**The Social Cost of Foreign Exchange Reserves** ,International Economic Journal,Vol. 20, No. 3, 253– 266, September 2006,p262.

الجدول 2-3- التكلفة السنوية للاحتياطات لبعض الأسواق الناشئة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي جوان 2007.

التكلفة نسبة الى GDP	الفرق	العائد على الاحتياطات	تكلفة الاقتراض	
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

Sources: J. Onno de Beaufort, **RESERVE ACCUMULATION OBJECTIVE OR BY-PRODUCT?** , Ecb OCCASIONAL PAPER SERIES , NO 73 / SEPTEMBER 2007, P25.

فالتكلفة المالية للاحتياطات تقدر بالعملة المحلية تساوي تكاليف الاقتراض ناقص الدخل المستحق على الأصول الاحتياطية (إيرادات الفوائد بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية أو خسائر)، وتضيف جوسبين لاندليل -ميلز انه عندما يستخدم صافي تكلفة الاقتراض في حساب تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطات فان هذه التكاليف قد تكون مرتفعة نسبيا من زاوية مصدر هام للعائدات بالصرف الأجنبي¹.

2: تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات : وبشكل عام فإن تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost² للاحتياطات تعرف بأنها الفرق بين العائد على الاحتياطات والفرص البديلة، الاعتماد على هذا النهج هو أكثر اتساقا مع الدول التي تراكم احتياطاتها عن طريق فوائض الحساب الجاري بدلا من اقتراض احتياطاتها، إن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطي تقاس عن طريق تقدير تكاليف الفرصة البديلة التالية :

1- الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وأسعار الفائدة الأجنبية : عرفها إدواردز (1985) بأنها "واحدة من أصعب المشاكل في التحليل التحريبي للاحتياطات الدولية ويخلص إلى: " إن المقياس الصحيح لهذه التكلفة تكون تكلفة الفرصة الصافية، التي قدمها: بالفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال أي الدخل الإجمالي الضائع من تملك الموارد في شكل احتياطات دولية والعائد المحصل عليه من الاحتياطات"³، ودليل استخدام الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال⁴ والعائد على الاحتياطات هو أن الاحتياطات يمكن أن توجه ليتم استخدامها في

¹ - جوسبين لاندليل ، ميلز، التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات ،مجلة التمويل والتنمية، صندوق لنقد الدولي ، عدد ديسمبر 1989، ص 18.

² - تسمى أيضا (كلفة الفرصة الضائعة) وهي مصطلح مستمد من الفكر الاقتصادي ويستخدم في مجال اتخاذ القرار ويقصد بها (أقصى عائد مساهمة تفقد الوحدة الاقتصادية نتيجة اختيارها بديلا معينا ورفض بديل أو بدائل أخرى) ، لذلك لا تدخل تكلفة الفرصة البديلة في مجال القواعد التي تحكم المحاسبة لأنها تقديرية مفترضة فهي تكاليف تحسب فقط عند اتخاذ القرارات وتقدر من واقع العمليات المماثلة والخبرة السابقة).

³ - **CALCULATING OPTIMAL INTERNATIONAL RESERVES: A CAUTIONARY NOTE ON OPPORTUNITY COSTS** ,May 2007,P6.

⁴ - ان معامل رأس المال الحدي هو عبارة عن عدد الوحدات من رأس المال التي تلزم لزيادة الانتاج بمقدار وحدة واحدة .

الاستثمار المنتج، فعادة البنوك المركزية لا تقوم بالاستثمار مباشرة، وبالتالي فإن استثمار الاحتياطات معظمه غير مباشر، وتعمل هذه الآلية إذا كان البنك المركزي سوف يتبع سياسات نقدية أقل تقييدا من خلال خفض سعر الخصم أو خفض شراء السندات الحكومية بالنقد الجديد، ففي كلتا الحالتين من شأنه تقليل أسعار الفائدة ويتجه إلى ارتفاع في الاستثمار وخسارة في الاحتياطات، وتجدر الإشارة إلى أنه فقط من خلال الحفاظ على انخفاض أسعار الفائدة المحلية و من خلال فقدان الاحتياطات يمكن للبنك المركزي توليد زيادة الاستثمار في هذا السيناريو.¹

بدلا من ذلك، يمكن للحكومة نقل رؤوس الأموال من البنك المركزي واستخدامها لتمويل عملياتها، مع آثار سلبية على صافي الثروة للبنك المركزي، يتم استخدام نقل رأس المال لتمويل عجز معين أو لزيادة الاستثمار العام، ففي الحالة الأولى فإن الحكومة تستخدم ثروتها لتمويل العجز، وتحرير موارد للاستثمار من قبل القطاع الخاص، والتي مرة أخرى سوف تتحقق من خلال انخفاض أسعار الفائدة، في الحالة الثانية فإن الحكومة تستثمر دون مزاحمة للاستثمار الخاص، واستخدام احتياطات الصرف يمكن أن يؤدي إلى استثمارات إضافية إذا كانت معدلات الفائدة في انخفاض أو تبقى ثابتة مع ارتفاع الإنفاق الحكومي ولذلك فإن استخدام الاحتياطات يمكن أن يؤدي إلى زيادة الاستثمار إلا إذا كان البنك المركزي لا يعقم أي تخفيضات في أسعار الفائدة (هذا في حالة إذا كان هدفه الأول زيادة الاستثمار وليس تخفيض التضخم والتوسع المفرط في الائتمان)، وكثيرا ما يتم تبرير استخدام الاحتياطات لأغراض الاستثمار من أن العائد على الاستثمار المادي في الأسواق الناشئة هو أكبر بكثير من العائد على الاستثمارات في البلدان الصناعية، ويستند قياس تكلفة الفرصة البديلة الإجمالية للاحتياطات الوارد في الجدول 2-4 على تقديرات منخفضة وعالية من الإنتاجية الحدية لرأس المال في الأسواق الناشئة والمقدرة بين (10-20٪) بطرح عائدات الاستثمارية المقدرة 5.45٪.

الجدول 2-4 التكلفة السنوية للاحتياطات لبعض الأسواق الناشئة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2005

	نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2005		تكلفة الفرصة البديلة %	
	أعلى	أدنى	أعلى	أدنى
المكسيك	1.3	0.41	14.55	4.55
ماليزيا	7.9	2.48	14.55	4.55
الفلبين	2.5	0.78	14.55	4.55
روسيا	4.4	1.37	14.55	4.55

Sources: J. Onno de Beaufort, **RESERVE ACCUMULATION OBJECTIVE OR BY-PRODUCT?**, Ecb OCCASIONAL PAPER SERIES, NO 73 / SEPTEMBER 2007, P26

¹ Leslie Lipschitz, Miguel Messmacher and Alexandros Mourmouras, op-cit, p13.

ونتيجة لصعوبات الحصول على بيانات مناسبة للإنتاجية الحدية لرأس المال، الكثير من الباحثين اعتمدوا نهجا آخر في القياس هو الفرق بين تكاليف الاقتراض الخارجية لأي دولة مثل معدل الليبور والعائد على الاحتياطات. ب- علاوة الأجل: يعرف إريك سوانسون علاوة الأجل بأنها العائد الزائد الذي يجعل المستثمرين يقومون بالاستثمار في السندات طويلة الأجل بدلا من السندات القصيرة الأجل¹، ويعرفها جين بالفرق بين العائد على الأصول الدولارية طويلة الأجل والأصول الدولارية السائلة².

يشير مارتا رويز³ إلى أن تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات هي ببساطة الفرق بين أسعار الفائدة الأجنبية طويلة الأجل (مثل معدل الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية لمدة 10 سنوات) وأسعار الفائدة الأجنبية القصيرة الأجل (مثل معدل الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية لمدة ثلاثة أشهر أو سعر الفائدة على الأموال الاتحادية) انظر الجدول 2-5.

الجدول 2-5: الفرق بين العائد على سندات الأمريكية 10 سنوات و اذونات الخزينة 3 اشهر (%)

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	اذونات الخزينة 3 اشهر
2.29	1.71	2.73	3.08	3.17	2.29	0.27	0.07	تكلفة الفرصة البديلة

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

ثانيا- قياس تكلفة الاحتياطات من منظور الميزانية العمومية للبنك المركزي: والذي يركز حصريا على آثار الاحتياطات على الميزانية العمومية للبنك المركزي، واهم هذه التكاليف تكلفة تعقيم الاحتياطات.

1- الفرق بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار الفائدة الأجنبية (تكلفة التعقيم): يتم احتساب التكلفة المالية للتعقيم (التكاليف الشبه مالية Quasi-fiscal costs) بالفرق بين معدل التمويل المحلي الذي يدفعه البنك المركزي لسحب السيولة من الأسواق المحلية نتيجة لتراكم الاحتياطي والعائد من الاحتياطات الأجنبية (يفترض أن يكون العائد على سندات الخزانة الأمريكية لمدة سنة 1 أو معدل الأجنبي آخر قصيرة الأجل)⁴.

¹- 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, p1.

² - OLIVIER JEANNE, **International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?**,Brookings Papers on Economic Activity ,International Monetary Fund ,2007,p27.

³ --Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadzil,op-cit , p11.

⁴ -Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadzil,**Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?** ,IMF Working Paper,August 2008,p13.

ويرى Roberto Frenkel إن تكلفة وحدة التعقيم $s = i - r - e$ هي¹ :
حيث s هي تكلفة التعقيم، i هو معدل الفائدة المحلي،

$e = dE/E$ هو سعر الفائدة الدولي، هو معدل نمو السعر المحلي للعملة الأجنبية. و تكلفة التعقيم s تكون صفرا إذا كان $i = r + e$ ، أي إذا كان معدل الفائدة المحلي مساويا لمجموع سعر الفائدة الدولي بالإضافة إلى معدل نمو أسعار الصرف، ومن الواضح أن سياسة التعقيم تكون مستدامة إذا كانت تكلفة التعقيم صفرا أو سالبة إذا كان هذا شرط الاستدامة، فسياسة التعقيم ستكون مستدامة إذا: $i \leq r + e$.

ومن أهم المشاكل التي يطرحها استخدام الفرق بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية أنه مع حسابات رأس المال المفتوحة والمستثمرين محايدين للمخاطر، العائد على الأصول المحلية يجب أن يكون نفس العائد على الأصول الأجنبية (تعديل وحدة القياس)².

ويقدم الجدول 2-6 عملية حسابية بسيطة جدا لمقارنة هذه التكاليف في بعض البلدان، ويظهر العمود الأول معدل التمويل المحلي، وعادة ما يمثل العائد على أدوات التعقيم بالبنك المركزي، ونظرا لأن بيانات عوائد حيازات الاحتياطي بالبنك المركزي غير متوفرة على نطاق واسع، يفترض سعر الفائدة على الحيازات من الاحتياطات الأجنبية ليكون العائد على سندات الخزانة الأمريكية لسنة واحدة (3.34٪) خلال نهاية 2007. ويبين العمود الثاني "تكلفة تعقيم احتياطي الصرف الأجنبي لكل بنك المركزي، مع رقم سالب يشير إلى التكلفة على البنك المركزي في تراكم احتياطات الصرف الأجنبية، ويعرض العمود الثالث الأرباح السنوية أو الخسارة من تحمل سعر الفائدة على كامل الحيازات من احتياطي البنك المركزي، والملاحظ أن في إندونيسيا، حيث معدل التعقيم تجاوز بأكثر من 4 في المائة من العائد على الاحتياطات و بعض الاقتصاديات مثل الصين وسنغافورة، شهدت مكاسب دخل إيجابي خلال عام 2007، كما كانت تكلفة التمويل المحلي أقل من معدل العائد على الاحتياطات الأجنبية.

¹ - Roberto Frenkel , **The Sustainability of Sterilization Policy** , Center for Economic and Policy Research Washington, September 2007, p4.

² - Leslie Lipschitz, Miguel Messmacher and Alexandros Mourmouras, **Reserve Adequacy: Much higher than you thought?** ,IMF Institute Seminar ,April 2006, p11.

الجدول 2-6: تقدير التكلفة المالية للتعميم ديسمبر 2007.

البلدان	تكلفة التمويل المحلي سعر التعميم	العائد على الاحتياطات	تكلفة التعميم	تكلفة الترحيل إلى GDP
الصين	3.24	3.43	0.10	0.05
الهند	6.00	3.43	-2.66	-0.7
اندونيسيا	8.00	3.43	-4.66	-0.6
كوريا	5.00	3.43	-1.66	-0.5
ماليزيا	3.50	3.43	-0.16	-0.1
الفلبين	5.25	3.43	-1.91	-0.4
سنغافورة	0.98	3.43	2.36	2.5
تاوان	3.38	3.43	-0.04	0.0
هونكونغ	5.75	3.43	-2.41	-1.8
تايلاند	3.25	3.43	0.09	0.0

Sources: Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadzil, Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? ,IMF Working Paper, August 2008, p12.

المبحث الثاني: توظيف احتياطات الصرف الأجنبي

تمتلك البنوك المركزية احتياطات الصرف الأجنبي لأسباب متنوعة منها: الحفاظ على القدرة على التدخل في أسواق العملات في الظروف الاستثنائية و توفير السيولة لدعم مجالس العملة ونظم أسعار الصرف الثابتة، كما تهدف للحد من التأثير بالعوامل الخارجية، و تسديد الدين الخارجي للبلاد. وعلاوة على ذلك، الاحتياطات بمثابة مخزن للثروة الوطنية، لذا يجب على البنوك المركزية أن يكون لديها تخصيص أصول احتياطات الصرف الأجنبي مناسب يتفق مع أهداف السياسة العامة.

المطلب الأول: الأهداف الاستثمارية لاحتياطات الصرف الأجنبي : يمكن تعريف استراتيجية تخصيص الأصول (SAA) strategic asset allocation بأنها تخصيص طويل الأجل لرأس المال (الثروة) لمختلف فئات الأصول والهدف هو تدنيه الخطر /وتعظيم العائد على ضوء ميول وأهداف الفرد أو منظمة معينة ، أما بالنسبة لمخاطر احتياطات الصرف الأجنبي للبنوك المركزية، فاستراتيجية تخصيص الأصول تتمثل في التعرض إلى فئات الأصول المؤهلة بطريقة تهدف إلى تحقيق أهداف الطويلة الأجل للبنك المركزي والقيود¹، فعملية تخصيص الأصول تتألف عادة من القرارات بشأن هيكل العملات ، وتخصيص الأدوات الاستثمارية بالنسبة لكل عملة من فئات الأصول ذات الدخل الثابت، وخاصة السندات الحكومية وغيرها من أنواع الأصول الآمنة ذات السيولة العالية²، وتستند فلسفة استثمار احتياطي الصرف على ثلاثة معايير هي³:

اولا- الأمان: تعتبر سلامة الاحتياطات (المحافظة على رأس المال) الهدف الأهم والرئيسي نظرا لأنها أصول عامة ولها دورا استراتيجي في تعزيز السياسات والأهداف الاقتصادية، أي يجب أن تجري الاستثمارات بطريقة تسعى للمحافظة على رأس المال خلال الأفق الاستثماري والخاضعة للقيود المناسبة، فبالنسبة للمستثمرين المتحفظين⁴ الأصول الآمنة تعتبر كمخزن للقيمة أو كنوع من أنواع التأمين خلال الاضطرابات المالية، أما بالنسبة لمدراء الاحتياطات الصرف الأجنبي وصناديق الثروة السيادية القدرة على مقابلة الالتزامات الطارئة في الأجل القصير، يبرر تركيزها على الخطر السوقي المنخفض والسيولة العالية والتي هي من مظاهر الأمان، ويستخدم مديري

¹ -Lamido A. Yuguda, **STRATEGIC ASSET ALLOCATION**, WAIFEM Regional Course on Optimising Reserves and Foreign Exchange Management for Income Generation Accra, Ghana, May 11 –15, 2009p3.

² -Pierre Cardon and Joachim Coche **Strategic asset allocation for foreign exchange reserves** European Central Bank, May 2004p1.

³ -صندوق النقد الدولي ، **المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي** ، سبتمبر 2001، ص 11.

⁴ - **المستثمر المتحفظ** : وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه ، وبالتالي يكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة.

الاحتياطي الرسمي الأصول الآمنة في تخصيص المحفظة، وبوضع أولوية السلامة على السيولة و على العائد، فمديرو الاحتياطات وضعوا علاوة على السلامة على المدى القصير من أجل تلبية الالتزامات الطارئة قصيرة الأجل المرتبطة بميزان المدفوعات والاستقرار المالي، ويتضمن تحقيق الأمان اختيار الأدوات الاستثمارية بدقة، وإقرار مستوى معين من المخاطر المقبولة، حيث تهدف خيارات التصرف في الاحتياطات من قبل البنوك المركزية إلى الحفاظ على رأس المال من خلال الحد من مخاطر الائتمان وكذا المخاطر التشغيلية.

1-تعريف الأصول الآمنة : من الأهمية بمكان إدراك انه لا يوجد أصل خالي من الخطر والذي يقدم الأمان المطلق، فمن الناحية النظرية توفر الأصول الآمنة المكافئات الحقيقية، والمرغوب فيها من طرف المستثمرين، لأنها توفر لهم الحماية الكاملة من مخاطر الائتمان والسوق والعملية والتضخم، بالإضافة إلى سيولتها العالية مما يسمح للمستثمرين من تصفية مراكزهم المالية بسهولة، أما من الناحية التطبيقية جميع الأصول تخضع للمخاطر، ففي عالم مثالي ينبغي أن يعكس المفهوم الضمني للسلامة المطلقة في أسعار الأصول¹، وتتميز الأصول التي تعتبر آمنة بعدم الحساسية إلى المعلومات².

ومن أهم الوظائف التي تؤديها الأصول الآمنة نجد: استعمالها في بناء محافظ البنوك المركزية- البنوك التجارية- الصناديق السيادية.. الخ ، استعمال الأصول الآمنة كضمانات ، استعمالها في التنظيم الاحترازي (رأسمال البنوك وشركات التأمين والسيولة) ، استعمالها كأصل مرجعي في تسعير الأصول المالية .

في الواقع يمكن النظر إلى الأصول الآمنة نسبيا من خلال استيفائها المعايير التالية: انخفاض مخاطر الائتمان والسوق ، السيولة العالية ،محدودية مخاطر التضخم ،مخاطر سعر الصرف منخفضة ،بالإضافة إلى انخفاض شدة الحساسية للمخاطر ،و من أجل الحفاظ على الاحتياطات، تقوم البنوك المركزية بتنفيذ سياسة اختيار صارمة للأسواق والأصول ونظرائهم، وبالإضافة إلى ذلك، نظام تحكم يعمل على مراقبة حدود التعرض لمخاطر الائتمان ومخاطر السوق.

¹ - IMF -GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT Safe Assets: Financial System Cornerstone . April 2012.p10.

² - Raréfaction des actifs « sans risque » :estimations et perspectives ,TRÉSOR-ÉCO – n° 117 ,Septembre 2013 , p.2

لقد حدد تقرير الاستقرار المالي العالمي 2012 لصندوق النقد الدولي ، ثماني فئات من الأصول التي توفر السلامة "المحتملة"¹ لمديري الاحتياطات تتمثل في²:

- الدين الحكومي لدول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD المصنف في AAA / AA .
- الدين الحكومي لدول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD المصنف في A / BBB .
- الديون فوق وطنية.
- ديون الوكالات للولايات المتحدة الأمريكية.
- ديون الأوراق المالية المدعومة برهونات العقارية للولايات المتحدة الأمريكية .
- السندات المغطاة.
- ديون الشركات من الدرجة الاستثمارية .
- الذهب.

ثانيا- السيولة : لتحقيق مبدأ السيولة يتم استثمار احتياطات العملات الأجنبية في الصكوك المالية القابلة للتداول ، المتداولة في الأسواق المالية بأحجام كبيرة و يومية، أي الأدوات التي يمكن صرفها فوراً، ومن خلال استهداف الأدوات الاستثمارية المناسبة وهيكل العملة وفقاً لهيكل عملة ميزان التسوية، وكذلك المطلوبات البنك المركزي والحكومة، لتسوية جميع الالتزامات الخارجية الحالية والمستقبلية في الوقت المناسب، كضمان تمويل الاختلالات في المدفوعات الخارجية والتدخل في السوق، وذلك لتجنب تعديلات حادة في سعر صرف.

على البنوك المركزية أن تكون قادرة على توفير السيولة اللازمة عند الاقتضاء وبأقل التكاليف قصد الوفاء بالتزاماتها الخارجية ،. يجب أن تسعى إدارة الاحتياطات إلى ضمان أن تكون الاحتياطات الصرف الأجنبي كافية لتلبية الالتزامات عند تاريخ استحقاقها ، و من أجل الحفاظ على السيولة الكافية، يجب أن تتم الاستثمارات بشكل أساسي في الأوراق المالية مع الأسواق الثانوية النشطة.

إن الموجودات السائلة تلعب دوراً هاماً في النظام المالي، وتعرف بصفة عامة أنها الأصول المالية، مثل النقد والأوراق المالية الحكومية، التي يمكن استخدامها بسهولة لتمويل المدفوعات، وحتى في ظروف السوق المضطرب ، وهي

¹ - اختار صندوق النقد الدولي مصطلح "محمتمل" لأنه "لا يوجد أي أصل خالي من المخاطر -السلامة المطلقة- ، بل هي امر نسبي تماما.

² - Black Rock Asset Management **In Search of a New Official Investment Paradigm Rethinking "Safety, Liquidity and Return"** , , june 2013, p 9.

تستخدم عادة كضمان للحصول على التمويل قصير الأجل وإدارة مخاطر الائتمان الطرف المقابل، ولا سيما تلك التي لديها أيضا تصنيف ائتماني و مخاطر سوق منخفضة ، كما تعتبر أيضا فئة أصول مهمة لمجموعة من المستثمرين المؤسساتيين، مثل القطاع الرسمي و مديري احتياطات النقد الأجنبي.، وصناديق التثبيت السيادية والمعاشات التقاعدية، وعلى سبيل المثال، مديري احتياطات الصرف الأجنبي يميلون إلى الاحتفاظ بحصة كبيرة من الاحتياطات في الأصول الآمنة والسائلة بالعملة الأجنبية التي تمكنهم من إجراء التدخل حسب الحاجة، بينما في كثير من صناديق الاستقرار السيادية يتم التركيز على السلامة والحفاظ على رأس المال.

1-تعريف السيولة: يعتبر الأصل سائلا إذا كان أمكن تحويله بسرعة إلى نقدية مع انخفاض تكاليف المعاملات عند التصفية ولا تحرك لهذه السوق عند التصفية، يعتبر كينز (1930) الأصل على أنه أكثر سيولة "إذا كان من المؤكد تحقيقه في وقت قصير دون خسارة، كما حدد أوهارا (1995) السوق السائل هو الذي يمكن المشتري والبائعين المتاجرة بسرعة دون الحاجة إلى التأثيرات الكبيرة في الأسعار"¹، وضمينا هذه التعريفات تشير إلى فكرة أن سوق السائل لديه القدرة على استيعاب مطالب السيولة الكبيرة دون توليد التقلبات المفرطة، وقدم هاريس (1990) تعريفا عملي، واقترح أن السيولة يمكن تعريفها من خلال أربعة أبعاد مترابطة. العرض والعمق، الفورية والمرونة².

- "ضيق" أو الفجوة بين المزايدة و أسعار العرض، اما العمق يشير لكمية السيولة الموردة، وعادة ما تقاس بالحجم المقدم من العرض والطلب على العملات.

- تشير الفورية إلى السرعة التي يمكن أن تحقق حاجات تجارية كبيرة، ففي معظم الأسواق المستمرة عادة تنفذ أوامر صغيرة على الفور، ومع ذلك، الأوامر الكبيرة (مثلا عن طريق التجار المؤسساتيين) قد يستغرق وقتا للتنفيذ دون تكبد تكاليف كبيرة، و في سوق غير سائلة، قد يتكبد تاجر كبير تكاليف تأخير كبيرة إذا تحركت الأسعار خلال الوقت الذي يستغرقه لبناء وضعيته، ويشار إلى هذه التكاليف عادة باسم نقص التنفيذ، وتشير المرونة إلى الوقت الذي يستغرقه السعر للعودة إلى مستوى التوازن قبل المتاجرة .

¹ - **Discussion Paper on Defining Liquid Assets in the LCR under the draft CRR** European Banking Authority, 21 February 2013, p24.

² -Andrew Crockett: **"Market liquidity and financial stability"**- Banque de France • Financial Stability Review – Special issue on liquidity • No. 11 • February 2008p19.

ويتضمن مصطلح السيولة اثنين من المفاهيم ذات الصلة¹:

أ- سيولة السوق: تعتبر أداة سائلة إذا كانت المعاملات فيها تتم بسرعة دون أي تأثير يذكر على الأسعار، وهذه الفكرة في الواقع تغطي شكل تكاليف المعاملات.

ب- سيولة التمويل: تعرف على أنها القدرة على رفع الأموال في وقت قصير، إما من خلال بيع أحد الأصول أو الحصول على تمويل خارجي، أو عن طريق استخدام أحد الأصول كضمان، من أجل تلبية مطالب التمويل.

2-الأصول السائلة عالية الجودة: high-quality liquid assets

تشمل الأصول التي يمكن تحويلها بسهولة وعلى الفور إلى نقد عند خسارة ضئيلة أو معدومة القيمة، والسيولة للأصل تعتمد على سيناريو الضغط، وحجم التنقيط والإطار الزمني، ومع ذلك، هناك بعض الأصول التي هي أكثر عرضة لتوليد أموال دون تكبد تخفيضات كبيرة حتى في أوقات الشدة، وتشمل نوعين من الخصائص: الخصائص الأساسية والخصائص المرتبطة بالسوق².

أ-الخصائص الأساسية:

- انخفاض مخاطر الائتمان و السوق: الأصول التي هي أقل خطورة تميل إلى أن تكون أعلى سيولة، و ارتفاع درجة الائتمانية للجهة المصدرة يزيد من سيولة للأصل، وانخفاض المدة، و تقلبات منخفضة ومخاطر التضخم المنخفض والتسمية بعملة قابلة للتحويل مع انخفاض مخاطر الصرف الأجنبي جميع ذلك يعزز السيولة للأصل .

- سهولة التقييم: تزيد السيولة للأصل إذا كان هناك اتفاق بين المشاركين في السوق على تقييمها، كما يجب أن تكون صيغة تسعير الأصول السائلة عالية الجودة سهلة الحساب ولا تعتمد على افتراضات قوية، كما يجب أن تكون المدخلات و صيغة التسعير متاحة للجمهور، و في الممارسة العملية، يستبعد إدراج معظم المنتجات المهيكلة .

- ارتباط منخفض مع الأصول الخطرة: الأصول السائلة عالية الجودة لا ينبغي أن يكون لها ارتباط مع الأصول المحفوفة بالمخاطر .

- مدرجة في سوق الصرف متقدم ومعترف به: مما يزيد من الشفافية للأصل.

¹ -Claudio Borio **FX reserve management: elements of a framework**, BIS PapersNo 38 ,March 2008, p4.

² - **Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring** ,Bank for International Settlements, December 2010 p5.

ب- الخصائص المرتبطة بالسوق:

- سوق نشط وكبير: ينبغي أن يكون السوق نشط في كافة الأوقات وهو ما يعني وجود عدد كبير من المشاركين في السوق وحجم التداول المرتفع، يجب أن تكون هناك أدلة تاريخية من اتساع السوق وعمق السوق .
- انخفاض تركيز السوق: فمجموعة متنوعة من المشترين والبائعين في السوق للأصل يزيد من موثوقية السيولة لديها.

- الهروب إلى الجودة: تاريخياً، أظهرت السوق اتجاهات للانتقال إلى هذه الأنواع من الأصول في الأزمات النظامية.

ثالثاً- العائد: يمثل العائد على احتياطات الصرف الأجنبي احد النتائج المهمة لإدارة الاحتياطات ،فهو يقوم بدور الموازنة بين التكاليف المقترنة بسياسيات البنك المركزي وعملياته النقدية المحلية التي تمول اكتساب الاحتياطات (كتكاليف التعقيم)،وفي حالات الدول التي تقتض لبناء الاحتياطات (احتياطات مقترضة) ،حيث تقوم العائدات بدور مهم في تقليل تكلفة حفظ أصول الاحتياطي إلى ادني حد ممكن ،لذلك يجب أن يكون هدف تحقيق مستويات معقولة من العائدات هدفا ذا أولوية في إطار قيود السيولة والأمان ،فهو يخضع لقيود المحافظة على رأس المال والسيولة، ويجب أن تكون احتياطات استثمارت بهدف تعظيم العوائد المعدلة للمخاطر، حيث يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية حسب أفاق أسعار الفائدة وأسعار الصرف لأهم العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي مع التقيد بضوابط سلامة وسيولة الاحتياطات.

حيث تهدف البنوك المركزية لتعظيم عائد محفظة الاحتياطات مع الخضوع لقيدي السيولة والأمان، مع تركيز سياسة الاستثمار على التخصيص الجيد للاحتياطات، وذلك باستخدام الأدوات المسموح بها، وذلك تمشياً مع توقعات أسواق رأس المال الدولية.

وبصفة عامة ولضمان توفر احتياطات الصرف الأجنبي عند الحاجة إليها (العجز المؤقت في ميزان المدفوعات)، يتم إعطاء الأولوية لهدف السيولة، مما ينتج عنه قبول مدراء الاحتياطات بأدوات استثمارية تغل عائدات اقل ،ويلي ذلك مباشرة الحاجة إلى الأمان لحماية قيم الأصول من خلال إدارة المخاطر، وأخيراً فان العائدات تمثل إحدى النتائج المهمة لإدارة الاحتياطات، فإدارة احتياطات الصرف الأجنبي يجب أن تسعى إلى تعظيم قيمة الاحتياطات ضمن الحدود المعقولة للمخاطر ،وحتى تكون هذه الأصول متاحة .

المطلب الثاني : أدوات توظيف احتياطات الصرف الأجنبي

إن قرار تحديد الأصول القابلة للاستثمار هو استراتيجية أساسية مهمة، و، ولذلك تتخذ هذا القرارات عادة في أعلى مستويات الإدارة، وأحيانا حتى خارج نطاق سيطرة البنك المركزي كمدير الاصول، فهي من مسؤولية وزارة المالية (حيث أن البنك المركزي يتصرف كوكيل لها) أو يجري النص عليها في نظامها الأساسي أو تشريعات أخرى، وعموما يتم تجميع الأصول التي تستثمر فيها احتياطات النقد الأجنبي إلى محفظتين رئيسيتين: المحفظة الاستثمارية والمحفظة النقدية، وتشمل المحفظة الاستثمارية والتي هي أكبر من المحفظة النقدية المحافظ الأجنبية القصيرة الأجل والطويلة الأجل، و تنقسم إلى محفظة السيولة على المدى القصير، ومحفظة السيولة على المدى المتوسط ومحفظة التنويع، والهدف الرئيسي من محفظة السيولة على المدى القصير هو ضمان تغطية الاحتياجات القصيرة الأجل، وبالتالي فإن مدة المحفظة أقل من سنة، ويقتصر الاستثمار على أدوات عالية السيولة، ويستند حجم المحفظة على احتياجات السيولة المتوقع وإذا لزم الأمر، يمكن زيادة حجمها عن طريق نقل الموارد من المحافظ الأخرى، مع تكاليف معاملات منخفضة نسبيا، وتهدف محفظة السيولة المتوسطة الأجل لتغطية الميزانية العمومية للبنك المركزي، فحجمها أكبر وتفسير ذلك الحاجة إلى تغطية التزامات البنك، وترتبط مدتها بفترة الاستحقاق المتبقية من هذه الالتزامات، أما محفظة التنويع الغرض من هو زيادة العائد على احتياطات الصرف الأجنبي ومدتها أطول، ومنذ 1970s نوعت البنوك المركزية احتياطاتها تدريجيا إلى الأدوات ذات العوائد المرتفعة، وذات المخاطر العالية، ومع ذلك، لا تزال الاحتياطات الرسمية تستثمر في الغالب في الموجودات السائلة جدا، مع مخاطر ائتمان محدودة¹، وتشمل الأدوات الاستثمارية ذات الجودة العالية (المرتبة الاستثمارية) ما يلي²:

اولا- الأوراق المالية: وتشمل حقوق الملكية وسندات الدين التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة والقابلية للتداول، وكذلك الأوراق المالية الطويلة الأجل التي تتمتع بالسيولة والقابلية للتداول، كسندات الخزانة الأمريكية ذات استحقاق يبلغ 30 سنة، تشمل سندات الملكية الأسهم والأدوات المماثلة كالأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح والأسهم في صناديق الاستثمار المشترك والأسهم في شركات رؤوس الأموال المغلقة، أما سندات الدين فتشمل السندات والأذون والسندات المضمونة³، وأدوات السوق النقدي كأذونات الخزانة والأوراق النقدية، وشهادات القبول المصرفي، وشهادات الإيداع القابلة للتداول وذات اجل استحقاق أصلي يبلغ سنة أو اقل

¹ Philip D Wooldridge, The changing composition of official reserves-BIS Quarterly Review, September 2006, p30.

² ص ن الدولي الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملات الأجنبية، مرجع سابق، ص 15.

³ - تمثل في السندات الصادرة عن جهات تضمنها الحكومة .

،فبصفة عامة تمثل السندات السيادية الصادرة عن البلدان الأكثر نمواً، والسندات الصادرة عن المؤسسات المالية والسندات التي تصدرها الوحدات الاتحادية من أكثر البلدان تقدماً و المؤسسات المالية التي تدعمها تلك البلدان، وكذلك السندات الممتازة.

1- تعريف السندات الحكومية: تشكل السندات الحكومة أهم مكون استثماري في احتياطات الصرف الأجنبي، وهي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها تمثل اقتراضاً تحصل عليه من الأفراد والمؤسسات الرسمية كالمصارف المركزية والصناديق الحكومية وهي صكوك مديونية، وتختلف عن اذونات الخزينة باعتبارها استثمار متوسط وطويل الأجل وقابلة للتداول والتصرف¹، ومن أهم أسواق سندات الحكومية نجد سندات الخزينة الأمريكية، البريطانية، اليابانية، السويسرية، السندات الأوروبية الصادرة باليورو، ومن أهم خصائص السندات الحكومية نجد²:

أ- من حيث المخاطرة: تكاد تخلو من المخاطرة ومن هنا يتم اعتبار عائدها عائداً خالي من الخطر ويعتبر منطلقاً لتقدير عوائد الأدوات الاستثمارية الأخرى. حيث من أهم مخاطر السندات نجد خطر عدم الوفاء فكلما زادت هذه المخاطرة كلما قلت رغبة المستثمرين في تملكها، ويتم عموماً إدراج اذونات الخزينة وسندات الخزينة في المراتب الأولى من الناحية الدرجة الائتمانية، ولكن على الرغم من ذلك يمكن أن تواجه عوائد هذه الأدوات مخاطر العملة التي يتم إصدارها بهذه السندات.

ب- من حيث العائد: من الطبيعي أن تكون عوائدها منخفضة نظراً لانخفاض مخاطرها، حيث تشكل مقياساً لمعدلات الفائدة الأخرى، وتمتد السندات ذات فترات استحقاق أطول للمستثمرين بعائد يفوق عائد السندات ذات فترة استحقاق قصيرة.

ج- من حيث السيولة: عادة ما تتميز أسواق السندات الحكومية المقامة على أسس سليمة بوجود السيولة، حيث تضمن لهم البيع عند الرغبة في ذلك بأسعار سوق معقولة، وعرض كبير للسندات، ولوائح تنظيمية تشجع على الاستثمار فيها.

2- أسواق السندات الحكومية: من أهم أسواق السندات الحكومية التي تستثمر فيها البنوك المركزية احتياطياتها :

¹ - الداغر محمود، الأسواق المالية، دار الشروق عمان 2005 ض-113.112.

² - برايان كويل، السندات الحكومية، ترجمة دار الفاروق، مصر، 2006، ص8.

أ- سوق سندات الخزنة الأمريكية: تتميز بأنها ضخمة وأكثر سيولة، وحركة بيع/شراء متزايدة، وعموماً يشار إلى الأوراق المالية الحكومية الأمريكية بسندات الخزنة، وتتميز بدرجة ائتمانية عالية، وتسمى الأوراق ذات تاريخ استحقاق أقل من سنة بأذونات الخزنة، وسندات الخزنة القصيرة الأجل تتراوح بين سنتين إلى عشر سنوات، وسندات الخزنة الطويلة الأجل التي يمتد تاريخ استحقاقها إلى أكثر من 10 سنوات.

ب- سوق السندات الحكومية البريطانية: تعرف بالسندات المضمونة أو السندات من الدرجة الأولى، وتشمل السندات المضمونة القصيرة الأجل، والسندات المضمونة المتوسطة والطويلة الأجل، وتتميز هذه السوق بسيولة عالية¹.

ج- سوق السندات الحكومية الألمانية: هي سوق السندات الأوربية الرئيسية، وتعد سندات الحكومة الفدرالية خالية من الخطر، وتتراوح تواريخ استحقاقها من 5 إلى 30 سنة.

د- سوق السندات الحكومية اليابانية: هي سوق مهمة لكن تفتقر إلى التنوع، ويتم إصدار السندات بتواريخ استحقاق مختلفة، لمدة 2،3،5،10،20 سنوات.

هـ- سوق السندات الحكومية الفرنسية: تصدر الحكومة الفرنسية نوعين من السندات، سندات خزنة فرنسية وتصدر بتواريخ استحقاق بين 4-30 سنة، وأذونات و سندات خزنة قابلة للتداول و تصدر بتواريخ استحقاق 13-16-52 أسبوعاً (مخصومة)، و من 2-5 سنوات (بفائدة).

إن الجزء الأكبر من احتياطات الصرف الأجنبي العالمية من العملات الأجنبية يستثمر في الأوراق المالية، وبلغت حوالي 70% نهاية مارس 2006، كما أصبح مديري الاحتياطي أكثر تخصيصاً لمحافظ الأوراق المالية على المدى الطويل، وبلغت السندات الطويلة الأجل 73% من إجمالي الحيازات الأوراق المالية في نهاية ديسمبر 2004، وبلغت أدوات السوق النقدي 25%، حيث يستثمر مدراء الاحتياطي بشكل كبير في الأوراق ذات مخاطر الائتمان والسيولة المنخفضة أما الأوراق المالية الحكومية شكلت الاستثمار الأكبر في سنة 2005، حيث بلغت 73% من حيازات الرسمية للسندات الأمريكية.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية بلغت حيازات غير المقيمين كنسبة مئوية من الديون الاتحادية 48% في نهاية عام 2011، مقابل 31% في بداية 1998، كما لدول منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية أعلى معدلات

¹ - جون وايت، ترجمة خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق، مصر، ص165.

الحيازات الرسمية الأجنبية، ومنذ عام 2002، " القطاع الرسمي"¹ يمثل الغالبية العظمى من حيازات غير المقيمين²، حيث بلغت حيازات البنوك المركزية /الحكومات الأجنبية في كل من و م الأمريكية 35 % ، اليابان 2 % ، بريطانيا 5 % ، الاتحاد الأوربي 17 % إلى إجمالي الدين الحكومي نهاية 2011، ويرجع ذلك إلى الزيادة في المخزونات الاحتياطية من قبل البنوك المركزية للدول الناشئة ، والتي استثمرت بشكل رئيسي في أذون الخزانة للولايات المتحدة المستحقة لدور الدولار باعتباره عملة احتياطي الدولية.

والملاحظ من الجدول 2 -7 أن نسبة الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل التي تحتفظ بها المؤسسات الرسمية الخارجية كنسبة من المبلغ الإجمالي الذي احتفظ به من قبل المستثمرين الأجانب انخفض قليلا بين 2012 و 2013 إلى 37 %، في حين ارتفعت هذه النسبة بشكل مطرد من 28 % في 2006 إلى ما يقرب من 40 % في عام 2010، إن حصة الحيازات الأجنبية المملوكة من قبل المستثمرين الرسميين ظلت مستقرة نسبيا خلال السنوات الثلاثة الأخيرة 2010-2012-2013، أما سندات الخزانة والأسهم، والأوراق المالية للوكالات جميعها تظهر نمطا مماثلا، فالحيازات الرسمية تنمو بسرعة أكبر من ملكية القطاع الخاص للأوراق المالية الولايات المتحدة حتى عام 2010، ثم يتباطأ. مقتنيات رسمية من الولايات المتحدة كانت سندات الشركات جزء مستقر وصغير نسبيا من المجموع³.
الجدول 2-7: نسبة الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل التي تحتفظ بها المؤسسات الرسمية الأجنبية كنسبة مئوية من إجمالي الحيازات الأجنبية .

نوع الورقة	2006	2007	2008	2010	2012	2013
إجمالي الأوراق المالية طويلة الأجل	27.9	28.1	33	39.7	38.3	37.1
الأسهم	8.9	8.5	12.2	15.1	14.9	15.8
ديون الخزينة	7.2	73.9	.76.2	78.3	74.7	74.2
ديون الوكالات	48.1	57.5	66	66.4	54.8	51.7
ديون الشركات	4.8	3.6	3.8	4.4	4.3	4.7

المصدر : من إعداد الطالب ، بالاعتماد على تقارير الخزانة الأمريكية 2008، 2013.

إن المؤسسات الرسمية الأجنبية تستثمر في المقام الأول على المدى الطويل في سندات خزانة الولايات المتحدة في 2006 إلى 2013 ، لكنها أيضا قامت بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية للوكالات في السنوات التي سبقت الأزمة المالية لعام 2008 ، أما الملكيات الرسمية الأجنبية من الديون قصيرة الأجل الأمريكية ، فنلاحظ من

¹-يشمل البنوك المركزية والحكومات الأجنبية .

² - ECONOTE, **DEVELOPED COUNTRIES: WHO HOLDS PUBLIC DEBT?**, , Société Générale Economic studies department, N°16, APRIL 2013,p6.

³ Department of the Treasury ,**Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities**, April 2014, p14.

الجدول 2-8، إن المستثمرون الرسميون تملكوا حوالي 43٪ من إجمالي الأوراق المالية قصيرة الأجل الأمريكية التي تملكها الأجانب 2013، أكثر من النصف في شكل سندات الخزانة الأمريكية، حيث بلغت سندات الخزانة التي تحتفظ بها المؤسسات الرسمية الأجنبية 53.4٪ إلى إجمالي سندات الخزانة التي يحتفظ بها الأجانب.

الجدول 2-8: نسبة الأوراق المالية الأمريكية القصيرة الأجل التي تحتفظ بها المؤسسات الرسمية الأجنبية كنسبة مئوية من إجمالي الحيازات الأجنبية.

نوع الورقة	2006	2007	2008	2010	2012	2013
الأوراق المالية القصيرة الأجل	40.4	40.3	43.5	50.6	46.5	43.4
ديون الخزانة	72.3	69.4	59.6	61.2	57.5	53.4
ديون الوكالات	74.8	73.4	74.7	38.7	17.2	11.9
ديون الشركات	5.6	5.7	3.7	3.9	3.8	3.7

المصدر: من إعداد الطالب، بالاعتماد على تقارير الخزانة الأمريكية 2008، 2013.

أما الحيازات قصيرة الأجل من الأوراق المالية للوكالات تراجعت بشكل كبير. اعتباراً من 2010، ويستثمر المستثمرون الأجانب الرسميون بشكل أقل في ديون الشركات الأمريكية على المدى القصير.

2- شهادات الإيداع البنكية الدولية عبارة عن وثيقة دين تصدرها البنوك، يثبت فيها قيام المستثمر بإيداع مبالغ مالية لديها، لأجل معين يبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وينتهي عند تاريخ الاستحقاق وبسعر فائدة معين وهي قابلة للتحويل من شخص لأخر والتعامل فيها يتم عن طريق البنوك الكبرى، وهي التزام مالي على البنك الذي أصدرها بالنسبة لقيمتها الاسمية والفوائد المستحقة عليها، ويتم إصدار هذه الشهادات بطريقتين: طريقة إصدار الشهادة بطلب من المستثمر حسب شروط متفق عليها بين المستثمر والبنك، أو بطريقة الإصدار المعلن حيث يقوم المصرف بإصدار الشهادات ويدعوا الجمهور للاكتتاب، وغالبا ما يتم إصدارها بآجال قصيرة تكون بتاريخ استحقاق شهر واحد، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة واحدة، أما الصادرة لأكثر من سنة إلى خمس سنوات فهي شهادات متوسطة الأجل.

ومن أهم الخصائص التي توفرها شهادات الإيداع¹: لمديري الاحتياطات الصرف الأجنبي ما يلي²:

- تتميز هذه الشهادات بسرعة قابلية للتداول والصرف وهو مالا توفره الاستثمارات البنكية الأخرى، مثل الودائع البنكية لأجل، إذ من السهل الشراء والبيع بالكميات المطلوبة مما يوفر للمستثمر السيولة.

¹ - أول إصدار لشهادات إيداع تم في سوق نيويورك في 1961. وهناك نوعان من الشهادات الإيداع: الدولية: شهادات مصدرة بالدولار الأمريكي تتداول خارج وم الأمريكية، وشهادات إيداع أمريكية مقومة بالدولار الأمريكي تتداول داخل وم الأمريكية.

² - مروان عوض، دراسة تطبيقية وعملية في التعامل بالعملة الأجنبية، وعمليات الاستثمار، 1985، ص 199.

- درجة عالية من الشفافية وسهولة إجراءات التسوية والمقاصة من خلال أنظمة متعارف عليها دوليا مثل يورو كلير Euroclear ووكليير ستريم Clear Stream في اوريا ودي تي سي DTC في وم الأمريكية .
- تنوع أجالها إذا يتم إصدارها بأجال مختلفة تناسب وفئات محفظة احتياطات الصرف الأجنبي .
- هناك درجة عالية من الأمان في شهادات الودائع الصادرة عن مؤسسات مالية ذات السمعة، و لكن كنتيجة لعدم وجود مخاطرة، فإنهم عادة ما يقدمون معدلات منخفضة على العوائد على الاستثمار لصاحب الحساب، مقارنةً بالاستثمارات الأكثر مخاطرة مثل أسهم و سندات الشركات.

3-الودائع المصرفية: تعبر عن الودائع المتاحة عند الطلب والتي تشمل الودائع المحددة الأجل القابلة للاسترداد عند الطلب خلال الأجل القصير، دون التأثير على قيمة الودائع تماشياً مع مبدأ السيولة، وتشتمل الودائع التي تستثمر فيها الاحتياطات على الودائع الموظفة بالبنوك المركزية الأجنبية وبنك التسويات الدولية وغيرها من شركات تلقي الودائع غير المقيمة¹، ففي منتصف 1970s تحول جزء أوسع من إعادة التخصيص للأصول الاحتياطية من الذهب نحو الأصول بالعملة الأجنبية التي ينظر إليها أكثر جاذبية للعوائد وتعديلاً للخطر، حيث بدأ مديرو الاحتياطات التنوع نحو سندات الخزانة الأمريكية والودائع المصرفية وكان ذلك في محافظ الدولار الأمريكي، وخلال الفترة 1980 - 1990s²، تم تمديد استحقاق الأدوات المستثمر فيها الاحتياطي بشكل كبير، والاستثمار في أوراق المالية ذات الأجل الطويل والحد من التخصيص نحو الودائع المصرفية.

إن الودائع المصرفية لم تعد مهمة كما كانت، لكنها لا تزال تشكل نسبة كبيرة من الاحتياطات العالمية، فالحصة المخصصة للودائع المصرفية من إجمالي احتياطات العملات الأجنبية (أي باستثناء الذهب والوضعية لدى IMF)، حيث بلغت ذروتها في عام 1980 ما يقرب من 50٪ ثم انخفضت تدريجياً بين 1996 و2002، حيث تراوحت نسبة احتياطات التي تستثمر في الودائع حوالي 23٪، ثم ارتفعت حصة الودائع إلى 30٪ في نهاية مارس 2006.

إن البلدان النامية تخصص نسبة أكبر من احتياطاتها في ودائع مصرفية بالدول المتقدمة وتشير بيانات SDDS لسنة 2006، أن البلدان النامية وظفت نحو ثلث احتياطاتها، على سبيل المثال، في نهاية مارس 2006، كان لدى الهند 76٪ من احتياطاتها تستثمر في الودائع البنكية واتفاقيات إعادة الشراء العكسي، وروسيا 69٪ من احتياطاتها، على

¹ - صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ط6، مرجع سابق، ص114.

² - Philip D Wooldridge, **The changing composition of official reserves**, BIS Quarterly Review, September 2006, p31.

النقيض من ذلك، فإن البلدان الصناعية خصصت فقط 21٪ من احتياطاتها إلى الودائع، وبصفة عامة، لا تزال البنوك المركزية كمجموعة المستثمرين المحافظين التي تستثمر الجزء الأكبر من الاحتياطيات في الودائع المصرفية والأوراق المالية الحكومية .

المطلب الثالث: محددات هيكل عملات احتياطي الصرف الأجنبي

يواجه مدراء احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية مشكلة أساسية متمثلة في تكوين هيكل عملة أو عملات احتياطات الصرف الأجنبي، لهذا يتعين عليهم توخي الحذر في اختيار العملات المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي، إن الطلب على الاحتياطيات الدولية وتكوين عملتها بشكل خاص حظي باهتمام كبير في أدبيات الاقتصاد الدولي، فالأدبيات الأكاديمية المتعلقة بالعوامل المحددة لهيكل عملات احتياطي الصرف يمكن تقسيمها إلى ثلاثة فئات: أدبيات تجريبية والتي ترتبط بمحفظة الاحتياطيات للبنوك المركزية في البلدان الملاحظة وخصائص عملات الاحتياطي وأدبيات نظرية تستعمل نماذج المحفظة لاشتقاق التكوين الأمثل لعملات احتياطات الصرف الأجنبي، وأدبيات تدمج بين الأدبيات التجريبية والنظرية .

اولا-الأدبيات التجريبية :في الجانب التجريبي الكثير من الباحثين ممن يملك الوصول إلى خصوصية بيانات imf دولة بدولة للعملات المكونة لاحتياطي الصرف وثقوا أهمية دوافع المعاملات في تحديد هيكل عملات الاحتياطي¹، وفي هذا الجانب سنذكر أهم الدراسات التجريبية² التي تناولت موضوع مكونات هيكل عملات احتياطي الصرف:

1-دراسة³ Heller and Knight (1978): قبل (1978) ركزت الأدبيات على خيارات أوسع بين الذهب، والعملات الأجنبية و أصول صندوق النقد الدولي، نظرا لقلة المعلومات متاحة بشأن تشكيلة عملات الاحتياطي⁴، في الدراسة التي أجراها الباحثان خلال الفترة 1970 - 1976، تم التوصل الى اثنين من العوامل التي لها أهمية في تحديد مكونات عملات احتياطي الصرف لبنوكها المركزية: (ا) نظام سعر الصرف في البلد و (ب) نمط التجارة الدولية، فوزن ربط العملة مهم ، وكذلك حصة عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين، فالنتيجة المحققة

¹ -European Central Bank, **annual review of the international role of the euro**, Frankfurt, JULY 2008,p59.

² -صندوق النقد الدولي ينشر فقط أرقام إجمالية في قاعدة بياناته حول المعلومات المكونة للاحتياطيات البنوك المركزية cofer database أما المعلومات الخصوصية دولة بدولة أحيانا تكون متاحة للباحثين المنتسبين للصندوق فقط .

³ - HELLER AND KNIGHT , **RESERVE-CURRENCY PREFERENCES OF CENTRAL BANKS**, ESSAYS IN INTERNATIONAL FINANCE,No. 131, December 1978,P11.

⁴-European Central Bank, **annual review**, op-cit, p59.

أدت بالباحثين إلى استنتاج أن دوافع المعاملات الناجمة عن احتياجات التدخل وتغطية الواردات وتمويل الدين الخارجي ظهر أنها تلعب دورا مهما في تحديد هيكل العملات المكونة للاحتياطي.

2- دراسة (Dooley and Lizondo and Mathieson (1989)¹: في الدراسة التي تغطي بيانات أثناء الفترة 1976-1985 ، تشير بأن عوامل مثل ترتيبات أسعار الصرف للبلد، وتدفقات التجارة مع بلدان عملة الاحتياطي وعملات مدفوعات خدمة الديون هي حاسمة لتخصيص عملات الاحتياطي، وبالتالي دعم النتائج التي توصلنا إليها هيلر ونايت.

3- دراسة رمزي زكي 1994 إن مسألة الخيار بين العملات المكونة لاحتياطي الصرف تحكمها بالإضافة إلى تقلبات سعر الصرف عوامل مهمة منها² : نمط التجارة الخارجية للبلد من حيث التوزيع الجغرافي للصادرات والواردات، التركيب الهيكلي للدين الخارجي للبلد وتوزيعه فيما بين العملات المختلفة، بالإضافة إلى انه ينبغي أن يكون هذا التوزيع قادرا على الحفاظ على القوة الشرائية للاحتياطات .

4- دراسة³ Eichengreen and Mathieson(2000) في الفترة ما بين 1979-1996 وجدا أن استهداف سعر الصرف والتدفقات التجارية والمالية هي محددات لهيكل عملات الاحتياطي ل: 84 بلد ناشئ ومتحولا.

5-دراسة⁴ Chinn and Frankel (2006) : باستعمال بيانات إجمالية لهيكل عملات الاحتياطات وجدا الباحثان دليل على أن حجم الاقتصاد للبلد ومعدل التضخم وتغير سعر الصرف وحجم مراكز أسواق المالية لعملة الاحتياط محددات بالغة الأهمية في تحديد هيكل عملات محفظة الاحتياطات.

بصفة عامة لقد وجدت الدراسات التجريبية دليل على أن دوافع المعاملات تلعب دورا مهما في تحديد هيكل عملات الاحتياطي.

¹ - Eichengreen and Donald J. Mathieson, **The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves Retrospect and Prospect**, imf Working Papers ,No. 181 ,April 2000,p2.

² - رمزي زكي ،مرجع سابق ،ص254.

³ - Eichengreen and Donald J. Mathieson, op-cit ,p16.

⁴ -Menzie Chinn and Jeffrey A. Frankel, **Will the Euro Eventually Surpassthe Dollar as Leading International Reserve Currency?**, National Bureau of Economic Research2007,p23.24.

ثانيا- الأدبيات النظرية: إن الجزء الأكبر من الدراسات النظرية أهملت دوافع المعاملات واستمدت الهيكل الأمثل للعمليات المكونة للاحتياطي من المحفظة الدولية لماركويتز ، و دارت مناقشة أساسا حول الطريقة الصحيحة لتطبيق المحفظة المثلى في سياق دولي، مع الأخذ في الاعتبار حقيقة أن البنوك المركزية لها أهداف مختلفة عن المستثمرين من القطاع الخاص و من ثم يتم مقارنة المحفظة المثلى الناتجة مع المحفظة الفعلية والفرق الصغير بين المحفظتين يفسر على أن البنوك المركزية تتابع أهداف المحفظة، وفي هذا الجانب سنذكر أهم الدراسات النظرية التي تناولت محددات هيكل عملات الاحتياطيات .

1-دراسة¹ Ben-Bassat 1980: باستخدام بيانات للفترة 1976-1980، قدم نموذجا لاختيار المحفظة المثلى للبلدان النامية نصف الصناعية، ومع التركيز على بعض الدوافع الكامنة. يجد أن اختيار المحفظة متعلق بأهداف امتلاك الاحتياطيات مثل الحماية ضد عدم استقرار ميزان المدفوعات والحفاظ على قيمة الاحتياطيات، ويخلص إلى أن تكوين الاحتياطيات في الدول نصف الصناعية والنامية يتأثر باعتبارات المخاطر والعائد و تركيبة عملة الواردات، هذا يعني أن المحافظ الفعلية تشابه المحفظة الكفؤة التي تقدر من خلال منهج متوسط التباين الأمثل (mean-variance optimisation)² ، ويضيف أن تكوين احتياطي الدول الصناعية الكبرى يتأثر أكثر باعتبارات الاستقرار فيما يتعلق بالنظام النقدي الدولي وأقل من دافع العائد، وتم تطوير نموذج متوسط-التباين لوصف كيف يمكن للمستثمرين من القطاع الخاص تنويع أصولهم وذلك لتقليل المخاطر في محافظهم بواسطة ماركويتز (1952) وتوبين (1958)، هنا يستخدم هذا النموذج لوصف التكوين الأمثل للاحتياطيات الأجنبية، في هذه الحالة يختار البنك المركزي الأوزان النسبية للعملة بحيث يتم التقليل من الخطر على محفظة للحصول على العائد على الاحتياطيات ،وقدم ماركويتز (1952) أول نموذج لتوزيع الأصول، فمجرد تحديد عوائد المتوقعة والتباين المشترك، يمكن أن تتولد مجموعة من المحافظ الكفؤة وللمستثمرين اختيار التخصيص وفقا لاحتياجاتهم، ويمكن تلخيص هذا المنهج على النحو التالي:

$$\min \frac{1}{2} a^T V a \quad E(R_a) = a^T X$$

¹ -Ben-Bassat, A. (1980), “The optimal composition of foreign exchange reserves”, Journal of International Economics, May 1980, 10, p.35

² - متوسط التباين الأمثل للمحفظة هي نظرية ماركويتز (1952، 1959) باعتبارها واحدة من أهم النظريات الرئيسية في الاقتصاد المالي.

X:متجه¹ العوائد المتوقعة، a:متجه التخصيصات ، V:مصفوفة التباين- التباين للعوائد

2- دراسة(1981) Healy² : وجدت بأن الهدف الملائم للعديد من البنوك المركزية هو تقليل تباين العوائد الحقيقية. وبالتالي المحفظة المثلى هي الحد الأدنى لتباين المحفظة، يكمن التركيز على عوائد حقيقية مقلصة بواسطة مكمش أسعار الواردات، هذا مهم بشكل خاص للبلدان النامية لأنها في كثير من الأحيان يجب السحب من الاحتياطات لتمويل الواردات الأساسية إذا تراجعت عائدات التصدير في الأجل القصيرة مثل انخفاض أسعار السلع الأساسية.

3- دراسة Dellas (1989)³: الذي درس سلوك الاحتياطات الأجنبية الرسمية لكل من البلدان الصناعية والبلدان النامية في الفترة 1977 - 1984 وجد أدلة على أن البنوك المركزية تطبق منهج متوسط التباين في اختيار محافظهم، لكن هذا لا يقلل من النقد العملي الموجه لمتوسط التباين.

4- دراسة⁴ Dellas and Yoo (1991) :تم استخدام بيانات عن عملات الواردات وتكوين احتياطي الصرف لكوريا الجنوبية لاختبار كلا من نموذج متوسط-التباين الأمثل و نموذج (CAPM) والتي تظهر أن محفظة البنك المركزي الفعلية كانت قريبة جدا من حدود الكفاءة المحسوبة وأن القيود التي ينطوي عليها CAPM لا يمكن رفضها، ولكن أعترف بأن قوة هذه الاختبارات منخفضة، في محاولة لإعادة الاعتبار لدوافع المعاملات للبنوك المركزية.

5-دراسة⁵ Dooley (1983) and Dooley, Lizondo Mathieson (1989) : تم استخدام نموذج بسيط لإظهار أن تكوين الأصول الإجمالية يعتمد على هيكل تكاليف المعاملات، والعوائد المتوقعة والتباين المشترك في حالة متوسط-التباين الأمثل.

¹ - بقصد ب :متجه vector هو مصفوفة تتكون من عمود واحد وسطر واحد .

² - Kaija-Leena Rikkonen, **THE OPTIMA LCURRENCY DISTRIBUTION OF A CENTRAL BANK'S FOR EIGN EXCHANGE RESERVES** ,Bank of Finland, 1989,p9.

³ -- Kaija-Leena Rikkonen, op-cit ,p11.

⁴-Roland Beck, OPTIMAL RESERVE COMPOSITION IN THE PRESENCE OF SUDDEN STOPS, WORKING PAPER SERIES, NO 916 / JULY 2008 ,ECB publications,P10.

⁵ - European Central Bank, **annual review**, op-cit, p60.

6-دراسة¹ Papaioannou, Portes , and Siourounis (2006) : بالتحقيق في متوسط التباين الأمثل للمحفظة على مستوى العالم باستخدام الأساليب المتنوعة لتقدير مصفوفات التباين المشترك وتوقعات العائد ومختلف العملات المرجعية، مع فرض القيود المختلفة التي تعكس اعتبارات المعاملة.

7- دراسة (Wong (2007)²: درس تكوين عملات الاحتياطيات من زاوية مختلفة، وتم دراسة تأثير تغيرات سعر الصرف الماضية على نصيب العملة في احتياطيات النقد الأجنبي وتوثيق أن التنوع في العملات استجابة للتغيرات سعر الصرف لديها تؤدي إلى استقرار أسواق الصرف الأجنبية.

ثالثاً- نموذج التكوين الأمثل لمحفظة الاحتياطي مع دمج دوافع المعاملات: تم استعراض في الأدبيات السابقة انه قد تكون لدوافع المعاملات اعتبارات هامة في إدارة احتياطي البنك المركزي. ومع ذلك، الدراسات النظرية قد تجاهلت إلى حد كبير هذه الدوافع، و على خلفية ذلك (Beck, Rahbari (2008 اقترحا مؤخرًا نموذج محفظة يجمع بين دوافع المعاملات (تسديد الدين الخارجي القصير الأجل) و نموذج محفظة في إطار واحد، في هذا النموذج يمكن للبنوك المركزية الاستثمار في السندات بالدولار أو باليورو، و البنك المركزي يهدف إلى تقليل تباين المحفظة³.

ومن الناحية العملية، نستنتج أن الاعتبارات المستخدمة في التوصل إلى تركيبة العملة تختلف اختلافًا كبيرًا تبعًا لطبيعة البلد، من الجدول (2-9) ووفقًا للمسح الذي أجراه صندوق النقد الدولي نجد⁴:

- الدول المتقدمة : تمتلك وضعية كبيرة في السوق واحتياطياتها من الصرف الأجنبي صغيرة نسبيًا بالمقارنة مع أسواق رأس المال، وبالتالي عمق وسيولة أسواق الأصول وإلى حد ما أسواق العملات لها اعتبار هام نسبيًا لضمان السيولة و ثم القدرة على التدخل، وتنظر بعض الدول المتقدمة أيضًا في الخصوم بالعملة الأجنبية للبنك المركزي كمحدد مهم ، وتشمل هذه البنوك المركزية التي تقتصر احتياطياتها (من الخزينة أو من الأسواق الدولية) و برامج صندوق النقد الدولي.

¹ - Papaioannou, Portes and Siourounis , **OPTIMAL CURRENCY SHARES IN INTERNATIONAL RESERVES** European Central Bank ,WORKING PAPER SERIES,NO 694 / NOVEMBER ,2006 ,P18.

²- Anna Wong, **Measurement and Inference in International Reserve Diversification** Peterson Institute for International Economics Working Paper, J U L Y 2 0 0 7,p13.

³ - Beck, R. and E. Rahbari , op-cit,p12.

⁴ - Aideen Morahan and Christian Mulder, **SURVEY OF RESERVE MANAGERS: LESSONS FROM THE CRISIS** ,IMF Working Paper, May 2013,p16,17.

- البلدان منخفضة الدخل: يستند تكوين هيكل عملات احتياطاتهم على المزيد من العوامل الهيكلية مثل هيكل عملة الخصوم الخارجية للبنوك المركزية والحكومات، وتكوين التجارة، و ربط العملات أيضا يلعب دورا كبيرا، فالبلدان منخفضة الدخل قد يكون لها احتمال أكبر في حاجة للدفاع عن عملاتها وربما أكثر عرضة لتدفقات رأس المال في أوقات الأزمة.

- البلدان المتوسطة الدخل: هي أقرب إلى البلدان المنخفضة الدخل من حيث الدوافع .

الجدول 2-9: الاعتبارات الرئيسية في تحديد تركيبة عملات احتياطات الصرف الأجنبي 2013.

الاختيار	الإجمالي	الدول المتقدمة	مرتفعة الدخل	منخفضة الدخل
1	48.5%	39.1%	54.2%	52.6%
2	39.4%	17.4%	41.7%	63.2%
3	40.9%	17.4%	54.2%	52.6%
4	4.5%	13.0%	0.0%	0.0%
5	28.8%	17.4%	20.8%	52.6%
6	40.9%	17.4%	50.0%	57.9%
7	30.3%	8.7%	37.5%	47.4%
8	50.0%	82.6%	45.8%	15.8%
9	31.8%	47.8%	25.0%	21.1%
10	21.2%	17.4%	16.7%	31.6%
11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12	13.6%	26.1%	12.5%	0.0%
13	66	23	24	19

source: Aileen Morahan and Christian Mulder, SURVEY OF RESERVE MANAGERS: LESSONS FROM THE CRISIS, IMF Working Paper, May 2013, p16

وبصفة عامة، إن النتائج الرئيسية المتوصل إليها المتعلقة بهيكل العملات المكونة احتياطي هي:

- تميل السلطات النقدية لعقد حصة كبيرة من احتياطاتها بعملة الشريك التجاري الرئيسي.
- تكوين العملة من الدين الخارجي هو عامل مهم في تخصيص احتياطات البنوك المركزية.
- البنك المركزي الذي يربط عملته المحلية إلى عملة معينة يميل إلى عقد أكبر حصة لاحتياطاته بهذه العملة.

- البنوك المركزية تتبع استراتيجيات لتنويع المحفظة، ولكن مع ارتفاع معدلات كره المخاطرة والرغبة في الحصول على السيولة خاصة خلال فترات الاضطرابات.

إن الهدف العام للبنوك المركزية هو تنويع الاحتياطيات إلى عملات مختلفة تساعد على حماية قيمة احتياطي الصرف ضد المخاطر كالتضخم الدولي، هذا أحد الأسباب المهمة للبنوك المركزية لتنويع حيازاتها من الاحتياطيات إلى عملات مختلفة، اعتمادا على حجم النسبي للعملات وأهمية كل منها ، فمن الممكن للبنوك المركزية تحديد نطاقات مقبولة للعملات المختلفة التي تشكل الاحتياطيات.

المبحث الثالث :إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية:

إن البنوك المركزية لها تفضيلات وقيود مختلفة عن البنوك الخاصة(التجارية)،وللبنك المركزي أهداف يتم تعريفها في النظام الأساسي للبنك المركزي والتي تحدد بالحفاظ على استقرار الأسعار كهدف أولي،وكي تكون سياسات البنك المركزي ناجحة فإنها تحتاج إلى أن تبقى ذات مصداقية وذلك عن طريق التأكد من استيفاء شرطين أساسيين على الأقل¹ :

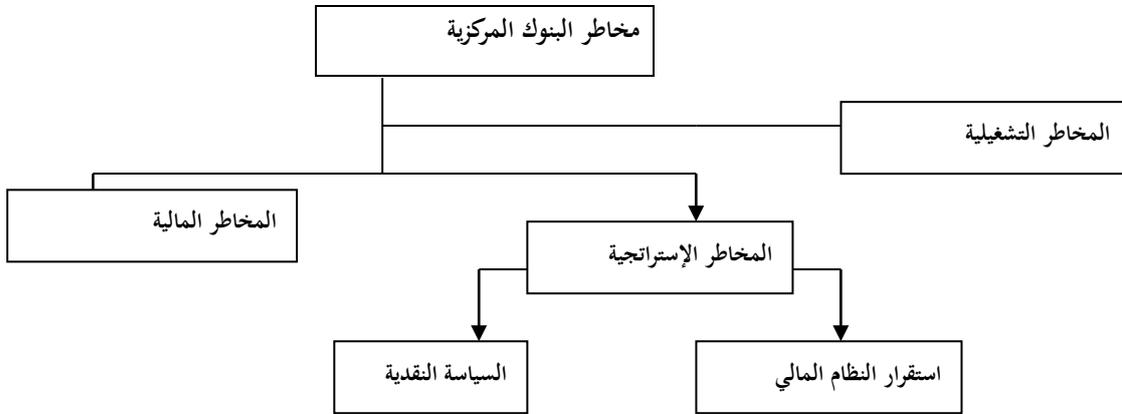
- رأس المال :ينبغي على البنك المركزي أن يشغل رأس مال كافي كي يكون مستقلا ماليا والذي يساعد في إبقاء التدخلات الخارجية بعيدة عن التدخل على نحو غير ملائم في إدارة السياسة النقدية .
- الربحية :الحاجة إلى تأمين الربحية على المدى الطويل للبنك المركزي .

المطلب الأول :إدارة الخطر بالبنك المركزي

اولا- تصنيف مخاطر البنوك المركزية: تصنف مخاطر البنوك المركزية إلى² (انظر المخطط1-2) :

- 1- المخاطر المالية الناشئة عن إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وعمليات الأسواق المالية .
- 2- المخاطر الاستراتيجية للمؤسسات المالية والسياسة النقدية .

المخطط1-2: تصنيف مخاطر البنوك المركزية



sours:Amporn Sangmanee, A General Concept of Central Bank Wide Risk Management,p1.

3- المخاطر التشغيلية الناشئة عن ضعف الأنظمة الداخلية بالبنوك المركزية : ليس هناك تعريف متفق عليه عالميا للمخاطر التشغيلية¹ والعديد من البنوك المركزية تربط المخاطر التشغيلية بمخاطر نماذج الاقتصاد الكلي ومخاطر التسوية والمخاطر القانونية، والبشرية، مخاطر المعلومات ونظم الدفع .

¹-Lorenzo BiniSmaghi,**Risk Management in Central Banking**,International Risk Management Conference 2011, Free University of Amsterdam, 15 June 2011,p3.

²- Amporn Sangmanee and Jarumane Raengkhum, **A General Concept of Central Bank Wide Risk Management**, Central Banking Publications, UK,p 1.

عادة ما تتعرض البنوك المركزية لمجموعة متنوعة من المخاطر بما في ذلك مخاطر السوق والائتمان وسعر الفائدة ومخاطر السيولة (بالرغم من أن هذا الخطر الأخير يمكن التخفيف منه عن طريق إصدار العملة)²، و المخاطر المرتبطة بحالات التعرض لخسارة في الموجودات الأجنبية (احتياطات الصرف الأجنبي) والخصوم الأجنبية للبنك المركزي، وبالإضافة إلى ذلك يتعرض البنك المركزي إلى مخاطر السمعة وأهمها المخاطر التشغيلية والمخاطر القانونية ازدياد تطور المؤسسات والأسواق واعتماد التكنولوجيا من قبل المصارف المركزية أدى ذلك إلى خلق، مخاطر إضافية .

إن إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي هي جزء لا يتجزأ من كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية ، فيجب أن يكون هناك إطار يحدد و يقيس مخاطر احتياطات ويسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات ومستويات مقبولة ، فإدارة احتياطات الصرف الأجنبي تتعرض إلى عدد من المخاطر المالية والتشغيلية، ويكون الغرض من ذلك تحديد الأثر المحتمل لهذه المخاطر على قيم المحافظ الاستثمارية لاحتياطات الصرف الأجنبي، وإدارة تلك المخاطر من خلال قياس حجم الانكشاف وإجراء ما يلزم من خلال إجراءات مساندة لتخفيف الآثار الممكنة لتلك المخاطر.

إن المخاطر الناجمة عن أنشطة البنوك المركزية يجب أن يتم تحليلها بطريقة شاملة، والنظر في التفاعل بين المحافظ والعمليات المختلفة، لهذا الغرض هناك حاجة إلى إطار للرصد الشامل للمخاطر وإعداد التقارير مما يجعل المقارنة بين الممارسات المصرفية المركزية مع معايير إدارة المخاطر المطلوبة للمؤسسات المالية الخاصة يبدو واضحاً. ومع ذلك، فإنه ليس من السهل دائماً أن تأخذ أفضل الممارسات في المؤسسات المالية الخاصة كمقياس للمقارنة بأطر إدارة المخاطر في البنوك المركزية، لأن هناك عدداً من الاختلافات ذات الصلة والتي تجعل مثل هذه المقارنات غير ملائمة، و تتعلق هذه الاختلافات ببنية ومكونات البيانات المالية والمخاطر المقابلة لها، فضلاً عن الأهداف والقيود التي تواجهها في استراتيجية تخصيص الأصول والقرارات الأخرى لإدارة المخاطر.

ثانياً- مستوى الوعي بالمخاطر في البنوك المركزية :

وجدت دراسة صادرة عن منشورات البنوك المركزية في 1999³ أن الوعي بالمخاطر في البنوك المركزية منخفض حيث: 15% فقط من البنوك المركزية التي شملتها الدراسة هي التي لديها وحدة مستقلة لإدارة الخطر مسؤولة عن رصد وإدارة الخطر، فنتائج التركيز بشأن التحكم في المخاطر بدلا من إدارة نشطة ومستقلة يرجع ذلك إلى أن

¹ - Amporn Sangmanee and Jarumanee Raengkhum op-cit,p 10.

² - Robert pringl, and Nick carver, **new horizons in central bank risk management**, central banking publications, london,2004,p76.

³ - JERMY FOSTER, **central bank risk managment and international standards**, central banking publications, london,2004,p6.

العديد من البنوك المركزية ترى انه ليس للبنك المركزي مصلحة خاصة في الإدارة الفعالة للمخاطر (تضارب المصالح) .

وساهمت التطورات العالمية من سنة 2000 إلى تطور الوعي بالحاجة إلى تحديد وقياس وإدارة المخاطر على جميع مستويات المنظمة ، فعدة بنوك مركزية في الدول النامية أنشئت وحدات لإدارة المخاطر تراقب المخاطر على مستوى البنك المركزي ،والملاحظة الرئيسية من دراسة لحالات قطرية هو ارتفاع مستوى الوعي بإدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي ،حيث جميع الدول التي شملها الاستطلاع حددت المحفظة المرجعية ومستوى الانحرافات المقبولة عنها¹ .

المطلب الثاني :المخاطر المالية لاحتياطات الصرف الأجنبي :

تطورت إدارة المخاطر أكثر لتشمل مخاطر السوق والائتمان، ففي السابق الهدف العام يتمثل في حفظ الاحتياطات في الأدوات الاستثمارية التي تكون سائلة ، إن المخاطر المالية هي معقدة للغاية، وفي كثير من الحالات أيضا سريعة الحركة، في حين أنها قابلة للقياس الكمي، مما يعني أن الحلول التكنولوجية لمنع ذلك أكثر من مناسبة ،ولهذه الأسباب فإن البنوك المركزية تنفق عادة طاقات كبيرة للسيطرة على هذه المخاطر، مع أنظمة إدارة مخاطر معقدة للغاية.

أولا-مخاطر الائتمان:

1- تعريف مخاطر الائتمان :يمكن تعريفها بأنها مخاطر الخسائر بسبب الأحداث الائتمانية (الفشل)، أي الملتزم غير راغب أو غير قادر على سداد الديون ،أو حدوث تغيير في نوعية الائتمان (تغير التصنيف الائتماني²)،وتعرض البنوك المركزية لخطر الائتمان من مصدرين مختلفين ،الأول يتعلق بعمليات السياسة النقدية، فالبنوك المركزية تقرض البنوك التجارية ،أما المصدر الثاني يتعلق بعمليات استثمار احتياطات الصرف الأجنبي³ .

تعبر مخاطر الائتمان المرتبطة باستثمار الاحتياطات عن مخاطر عدم الأداء أو التخلف في الأداء من جانب المقترضين للقروض أو غيرها من الأصول المالية، أو عدم الأداء أو التخلف في الأداء من جانب الطرف المقابل لالتزاماته في العقود المالية، أي عدم اليقين المتعلق بوقوع حوادث ائتمانية تتمثل في انخفاض الدرجة الائتماني (migration) أو الفشل والتقصير (default) لأي طرف مقابل (الوكالات الحكومية ،البنوك المركزية ،المؤسسات المالية

¹-Stefan Ingves ,**IMF Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document** ,March 26, 2003,p25.

² - التصنيف الائتماني هو تصنيف يتعلق بقدرة الجهة المصدرة للديون على الوفاء بالتزاماتها تصدر من قبل الوكالات الدولية المتخصصة ستاندرد آند بورز وموديز وفيتش.

³-**THE USE OF PORTFOLIO CREDIT RISK MODELS IN CENTRAL BANKS** OCCASIONAL PAPER SERIES, European Central Bank NO 64 / JULY 2007 p6.

الحكومات المركزية ،الكيانات فوق القومية) مما يؤدي إلى خسارة في الحيازات من احتياطات الصرف الأجنبي للبنك المركزي.

فقد تنجم خسائر عن استثمار الاحتياطات في أصول مرتفعة العائد دون إيلاء الاعتبار الواجب لمخاطر الائتمان المرتبط بجهة الإصدار لهذه الأصول¹ ، كما يتمثل في عدم التزام احد أطراف الأدوات المالية من الوفاء بالتزاماته الأمر الذي ينتج عنه تحمل الطرف الأخر لخسائر مالية².

2- مصادر مخاطر الائتمان: إن مخاطر الخسارة بسبب الأحداث الائتمانية يمكن أن تنتج إما عن تدهور في نوعية الائتمان للمصدر و / أو التقصير و الفشل ،وهناك مصدرين لمخاطر الائتمان المرتبطة باستثمار احتياطات الصرف الأجنبي هي :

أ-أرصدة لدى البنوك الأجنبية: يتعرض البنك المركزي لمخاطر الائتمان المتعلقة بالإيداع لدى البنوك الدولية والمؤسسات المالية وتشمل فئة البنوك التجارية وبنوك الاستثمار بما في ذلك البنوك المراسلة ،ويتم اختيار هذه البنوك بناء على التصنيفات الائتمانية التي يتم الحصول عليها من طرف مؤسسات التصنيف الائتماني مثل ستاندرد أند بورز أو موديز أو فيتش، ويضع مجلس إدارة البنك المركزي حدودا للتصنيف الائتماني للبنوك التي يتم الانكشاف عليها ،إذ لا يتم الإيداع في بنوك يقل تصنيفها عن تلك الحدود، ويتم مراقبة هذه التصنيفات ورفع التقارير إلى لجنة الاستثمار في حال الانحراف عن هذه الحدود يتم اتخاذ الإجراءات التصحيحية المناسبة .

ب- الاستثمارات في السندات : تصدر الحكومات المركزية سندات الديون السيادية لتمويل الأنشطة الحكومية، وتحدث المخاطر السيادية عندما تقوم حكومة أجنبية ذات سيادة الحد من قدرة حائز على الحصول على أصوله أو عائدات بيع تلك الأصول ،فالمخاطر السيادية هي سمة حتمية لإدارة الاحتياطي ،حيث أن الأصول بالضرورة تكون محفوظة في البلدان الأجنبية، وغالبا في الأوراق المالية الحكومية السيادية بالعملة الاستثمارية الرئيسية، لعدم توفر بدائل أفضل متاحة للاستثمار.

ينبغي على إدارة مخاطر الائتمان عدم الاعتماد فقط وتلقائيا على تقييم وكالات التصنيف الائتماني، فمديري الاحتياطي لديهم القدرة على التحليل داخليا وفهم قدر من المخاطر الائتمانية التي كانوا قد تعرضوا إليها نتيجة لأنشطة إدارة الاحتياطي، وذلك لتجنب الاعتماد المفرط على وكالات التصنيف الائتماني.³

ج-الوكالات الحكومية: هي الكيانات التي ترعاها الحكومة الوطنية، تم إنشاؤها بهدف دعم قطاعات معينة من الاقتصاد من خلال إصدار ضمانات.

- المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي ، صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، 2001 ص28¹

23، ص2009 كانون الأول 31- البنك المركزي العراقي ،البيانات المالية²،

³ - José Viñals, Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, IMF ,February 2013,p28.

د- الكيانات فوق الوطنية: هي كيانات متعددة الأطراف مثل البنك الدولي وبنك التسويات الدولية، صندوق النقد الدولي، والتي تقوم بإصدار سندات، و في بعض الحالات، تكون بمثابة وسطاء ماليين.

3- إدارة مخاطر الائتمان: تتعرض إدارة احتياطات بالبنوك المركزية لمخاطر الائتمان على جميع الودائع والاستثمارات والمعاملات خارج الميزانية العمومية للبنك المركزي، وتشمل إدارة مخاطر الائتمان مايلي¹ :
 1- الحدود الائتمانية: من خلال وضع حدود كما يلي :

- تقييم مخاطر البلدان، وتعرف بأنها "خطر حوادث الدفع (الوقف الاختياري، وعدم الاعتراف بالدين) الناجمة عن الإجراءات أو سلوك الدولة المدين"²، وذلك من خلال وضع حدود لمخاطر البلدان، وهذا نتيجة التعرض لخطر المصدر وخطر الطرف المقابل، وتعتمد الحدود لمخاطر البلدان المشاركة في الأنشطة الاستثمارية للاحتياطات على الجودة الائتمانية ووزن البلد من حيث الناتج المحلي الإجمالي.

- تحديد الحد الأدنى لجودة الائتمان المقبولة للأطراف المقابلة: كجزء من إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، يتم وضع حدود على مخاطر الطرف المقابل، حدود معينة تنطبق على الودائع المضمونة وغير المضمونة للطرف المقابل، وتعتمد هذه القيود على نوعية الائتمان للأطراف المقابلة (أو الضامن لهم)، وكذلك رؤوس أموالها، وبالإضافة إلى ذلك، يتم تطبيق الحد الأقصى لكل طرف مقابل.

- تحديد الحد الأدنى لجودة الائتمان المقبولة لمصدري أدوات الدين (الأوراق المالية): يتم وضع حدود للمخاطر المرتبطة ببيانات الأوراق المالية الصادرة من قبل مصدر أو مجموعات من المصدرين، وتعتمد هذه الحدود على حجم المصدر، الجدارة الائتمانية وحجم الأوراق المالية .

- تحديد حدود لكل مؤسسة ووضع حدود للمحافظة بين القطاعات والبلدان، وكذلك تحديد قيود على استحقاقات الودائع المصرفية.

- معرفة جميع أشكال مخاطر الائتمان الناشئة، مخاطر التسوية، والتي تتمثل في الخسارة نتيجة فشل الطرف المقابل في التسوية لأي سبب عدا التخلف عن السداد، والمواقف المضطربة أو المعلقة.

وعموما يرتبط حجم الحدود بالتصنيفات الائتمانية أو احتمالات الفشل، وهناك اعتبارات أخرى في تحديد الحجم فضلا عن جودة الائتمان، كمستوى رأس المال أو رزمة السوق للطرف المقابل/المدين، وعند البلوغ إلى

¹ - Stefan Ingves, **Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document**, IMF, March 26, 2003, p31.

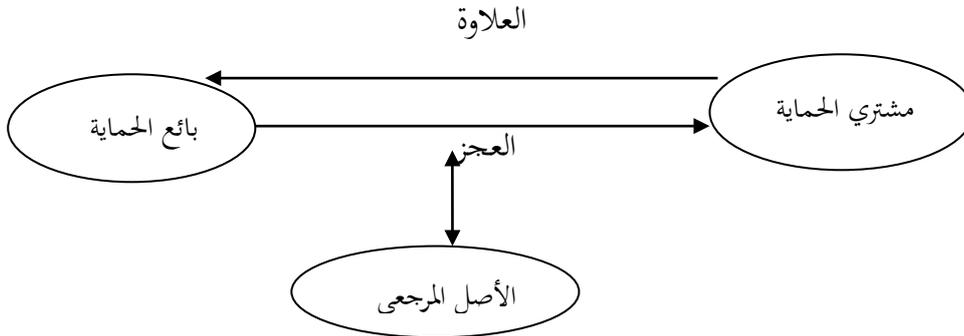
² -Stéphanie Gautrieaud, **LE RISQUE PAYS : APPROCHE CONCEPTUELLE ET APPROCHE PRATIQUE** Centre d'Economie du Développement – Université Montesquieu Bordeaux IV, DOCUMENT DE TRAVAIL ,N° 72, p 3.

عتبة الحد الأدنى للتصنيف الائتماني ، يحتاج لأن يقطع التعرض تلقائيا في غضون فترة زمنية معينة، أو يقرر المحافظ أو اللجنة ما إذا كان الاستمرار على الموقف على أساس كل دراسة حالة بحالة¹.

ب- استخدام عقود مقايضة العجز الائتماني: تعد عقود مقايضة العجز الائتماني (CDS)²، أحد أنواع عقود المشتقات، بغرض السداد في حالة العجز عن الوفاء بالتزامات، وحينما تتسع هوامش مقايضات العجز الائتماني، يعني أن المستثمرين يرغبون في دفع مزيدٍ لحماية أنفسهم من أخطار التخلف عن السداد.

تعتبر الأدوات المالية التي من خلالها يمكن شراء أو بيع التأمين ضد العجز عن السداد من الأصول التي تصدرها الشركات أو الدول، وقدم في عام 1997 بواسطة جي بي مورغان، وأصبحت أكثر أشكال المشتقات الائتمانية شيوعا، فهو عقد بين اثنين من الطرفين، مشتري حماية وبائع الحماية، حيث يتم تعويض مشتري الحماية للخسارة الناتجة عن حدث ائتماني في أصل مرجعي وفي المقابل فإن مشتري الحماية يدفع قسط، أي ما يعادل نسبة مغوية سنوية إلى بائع الحماية ويسمى انتشار³ CDS، إن CDS تعمل كوسيلة للتحوط ضد العجز ضد التخلف عن السداد .

المخطط: 2-2 هيكل التدفقات النقدية في مقايضة العجز عن سداد الائتمان (CDS)



Source: Banque de France ,Financial Stability Review, No. 14.p35.

حيث يعتبر انتشار CDS على نطاق واسع إجماعا للسوق على الجدارة الائتمانية للأصل، وتعمل كإشارات على نوعية الائتمان، فبعض الدول تستخدم اتفاقيات و ضمانات مساعدة لتخفيف خطر الائتمان، ومن منظور مخاطر الائتمان الدافع الرئيسي لتنفيذ مثل هذه الوثائق التعاقدية هو حماية مصالح هيئات إدارة الاحتياطات في حالة حدوث إعسار الطرف المقابل، فالكثير من الهيئات ترصد عن كثب مخاطر الائتمان من اجل الاستجابة بسرعة لأية تغييرات في نوعية الائتمان أو تصنيفات.

¹-AideenMorahan, **SURVEY OF RESERVE MANAGERS: LESSONS FROM THE CRISIS**, IMF Working Paper, May 2013, p25.

² - **Credit default swaps.**

³-Rama Cont: **“Credit default swaps and financial stability**, Banque de France , Financial Stability Review ,No. 14 – Derivatives – Financial innovation and stability , July 2010 35”p35.

ومع ذلك نظم إدارة مخاطر الائتمان لا تزال تعتمد بشكل كبير على التصنيفات الائتمانية باعتبارها الأداة الرئيسية لتقييم مخاطر الائتمان، رغم استمرارية تغيرات التصنيف الائتماني ليكون لها تأثير رئيسي على قرارات إدارة الاحتياطي، وعلى الرغم من انتشار استخدام CDS بشكل كبير.

4- إدارة خطر الائتمان بالبنك المركزي الشيلي: وكمثال عن إدارة خطر الائتمان المرتبط باستثمار الاحتياطات يظهر الجدول 2-10 تكوين المحفظة الاستثمارية لاحتياطات الصرف الأجنبي للبنك المركزي الشيلي عن طريق نوع مخاطر الائتمان والتصنيف الائتماني، ففي نهاية 2012، تم استثمار 92.0% من الاحتياطات في الأوراق المالية الصادرة عن الكيانات السيادية مع تصنيف ائتماني AAA، ما تبقى أي 8.0%، تم استثمار 1.5% في الأوراق المالية مع تصنيف ائتماني من AA، 6.1% في الأوراق المالية مع تصنيف ائتماني AA- و 0.4% في الأوراق المالية مع تصنيف ائتماني A+، وتم استثمار 2.2% في البنوك توزعت بين حصة 1.8% في بنوك ذات تصنيف ائتماني AA-، والباقي في بنوك ذات تصنيف ائتماني A+.

الجدول 2-10- تكوين محفظة استثمارية احتياطات النقد الأجنبي (مخاطر الائتمان) % في 31 ديسمبر 2012

خطر الائتماني/التصنيف	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	الإجمالي
الوكالات	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
البنوك	0.0	0.0	0.0	1.8	0.4	0.0	2.2
السيادية	92.0	0.0	1.5	4.3	0.0	0.0	97.8
الفوق قومية	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
الإجمالي	92.0	0.0	1.5	6.1	0.4	0.0	100.0

.Source: Central Bank of Chile.

ثانيا-مخاطر السيولة:

1- تعريف مخاطر السيولة: هي المخاطر التي تكمن في عدم قدرة البنك المركزي على الوفاء بالتزاماته عند تاريخ استحقاقها، وتنشأ عن الصعوبات التي تظهر عن بيع أو تسيل قدر كبير من الموجودات بسرعة¹، وربما في أوضاع سوق غير مواتية مما يؤدي إلى خسائر وتحركات سلبية لأسعار هذه الموجودات.

نتيجة لرهن الاحتياطات كضمان إضافي لدى مؤسسات مالية أجنبية لمساندة القروض المقدمة إلى أجهزة محلية أو لفروع خارجية لهيئة إدارة الاحتياطات، أصبحت هذه الاحتياطات غير سائلة إلى أن يتم سداد القروض، كذلك يمكن أن تنشأ مخاطر السيولة من إقراض الاحتياطات مباشرة إلى مثل هذه المؤسسات، وفي وقت أدت فيه

-البنك المركزي العراقي، تقرير البيانات المالية، 31 كانون الأول 2013، ص 22.

الصدمات التي واجهت الاقتصاد إلى عجز المقترضين عن سداد التزاماتهم ومن ثم تعطيل إمكانية تسهيل الأصول الاحتياطية¹.

2- إدارة خطر السيولة: تعتبر السيولة إحدى الركائز الثلاث لسياسة استثمار احتياطيات الصرف الأجنبي، وإدارة السيولة هي القدرة على توفير مبالغ نقدية كبيرة من احتياطيات الصرف الأجنبي في وقت قصير وبتكلفة مقبولة، فهىئات إدارة الاحتياطي تولي اهتماما خاصا للسيولة بسبب كل المخاطر المختلفة التي يواجهها كيان إدارة الاحتياطي كمشتر، فالسيولة مهمة لأنه يحتفظ بالاحتياطيات على وجه التحديد لتلبية احتياجات غير متوقعة، من خلال اتخاذ قرار بشأن مقدار السيولة اللازم وبأي شكل، فهي معقدة وتنطوي على تقييم التدخل المحتمل في المستقبل والطلبات المستقبلية على الاحتياطيات، فالمتطلبات المحتملة في ظروف الأزمة من الصعب للغاية توقعها.

أ- اختبار السيولة: هي اختبارات القدرة على تحمل الضغوط، بتقييم ما إذا كانت لدى المؤسسة القدرة على أداء مدفوعاتها في ظل أوضاع معاكسة للسوق، سواء باستخدام النقد، أو بيع أصول سائلة، أو إعادة تمويل التزاماتها، وتتسم أوضاع السوق المعاكسة بعدم القدرة على بيع الأصول السائلة بسعر معقول وبسرعة معقولة (مشكلات سيولة السوق) أو الإخفاق في إعادة تمويل الالتزامات أو الحصول على تمويل إضافي (سيولة التمويل)²، لذا لا بد من العمل على تحليل الاحتياجات المحتملة للسيولة في الأوقات العادية والأزمات على أساس التدخلات السابقة واختبارات الضغط (السيناريوهات) في أسوأ الحالات، وهناك عدة بنوك مركزية تجري اختبارات الضغط لتقييم السيولة: كولومبيا وهونغ كونغ، المجر، الهند، كوريا، لاتفيا، ونيوزيلندا، وعمان، وتركيا.³

ب- تقسيم المحفظة إلى شرائح: تعمل إدارة الاحتياطي على تقسيم محفظة احتياطياتها إلى شرائح على أساس احتياجات السيولة المتوقعة خلال آفاق زمنية مختلفة، لتسمح لكيانات إدارة احتياطي تحديد الأهداف والمقاييس لكل محفظة مثل المعاملات أو محفظة رأس المال العامل، محفظة السيولة ومحفظة الاستثمار، فمحفظة المعاملات والسيولة تتكون عادة من العملات المطلوبة للمعاملات والتدخلات، وتكون الشريحة استثمار محفظة متنوعة العملة على أساس اعتبارات أخرى أو نماذج الأمثلية أما البلدان التي لا تقوم بتقسيم رسمي للمحافظ تضمن عادة متطلبات السيولة لديها مباشرة في قراراتها الاستثمارية، ولضمان السيولة من استثمارات العملات الأجنبية تدير البنوك المركزية محفظة مكونة فقط من الودائع في البنوك التجارية الدولية على المدى القصير، مع مجموعة من آجال الاستحقاق، وأدوات الدخل الثابت التي تتداول في الأسواق الثانوية ذات سيولة عالية وعميقة.

وكمثال عن إدارة خطر السيولة المرتبط باستثمار الاحتياطيات نورد تجرّبي كل من البنك المركزي البرازيلي والعراقي:

¹-José Viñals, op-cit, p26.

²-هيروكو أورا وليليانا، بنوك تحت الضغط، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2013 ص39.

³-Stefan Ingves, OP-CIT, 43.

3- إدارة خطر السيولة لدى البنك المركزي البرازيلي : للتخفيف من مخاطر السيولة يقوم مدير الاحتياطات بالبنك المركزي البرازيلي بما يلي¹ :

- وضع حدودا لوضعيات فئات الأصول في عملية توزيع الأصول بما يتوافق وخطر عدم القدرة على بيع أحد الأصول أو إغلاق وضعية دون تكبد تكاليف كبيرة.

- من أجل ضمان وجود سيولة كافية لاحتياطات الصرف، البنك المركزي البرازيلي لديه مبادئ توجيهية لحدود حجم الاستثمار و حدود لمدة الاستثمار، فبالنسبة للأوراق المالية فوق الوطنية وأوراق الوكالات، هناك حد أقصى للمبلغ الإجمالي للشراء وحد أقصى من كل إصدار في المحفظة.

- بالإضافة للضوابط التي سبق ذكرها، يعمل البنك على رصد مخاطر السيولة للمحفظة باستخدام بعض مؤشرات تكلفة السيولة، كمؤشر المدى سعري (spread) وهو الفرق بين أعلى طلب شراء و أقل عرض بيع²، وهو يحسب لكل نوع من مصدري السندات (السيادية، المؤسسات فوق القومية، الوكالات).

4- إدارة خطر السيولة بالبنك المركزي العراقي : للتخفيف من خطر السيولة يقوم قسم المخاطر بالبنك المركزي العراقي بتحليل وضع السيولة للبنك المركزي من خلال إعداد جدول للسيولة حسب مبدأ الاستحقاق، وتوثيق حطة طوارئ للسيولة وتضمين وضع لسيولة لدى البنك أي النقص والزيادات المتوقعة ضمن تقرير شهري³، ولتجنب خطر السيولة يأخذ البنك المركزي العراقي بالمعايير التالية⁴ :

- أن تكون جهة إصدار الأوراق المالية ذات تصنيف AA- أو اعلي .
- مدى قابلية الأداة المالية للتسبيل بسرعة، وبدون خسارة .
- استحقاق الودائع لا يتجاوز 6 أشهر .
- حجم الاحتياطات المستثمر في الودائع لأجل لكل بنك لا يتجاوز 10 مليار دولار .
- وبصفة عامة جميع البنوك المركزية تعمل على إدارة مخاطر السيولة عن طريق ضمان أن تشمل الأصول نسبة كبيرة من أصول عالية السيولة في العملات الاحتياطية مع أسواق عميقة وسائلة ، و في كثير من الحالات تضيف كيانات إدارة الاحتياطي القيود مثل: (ا) الحد الأقصى للحيازات من الإصدارات الفردية من سندات الدين لتجنب تركيز الإصدارات ؛ (ب) الحد الأقصى للتعرض في كل قطاع.

¹-Banco Central do Brasil, **International Reserves Management Report**, November 2013, Volume 5, P22.

² - الأوراق المالية الأكثر سيولة أو المتداولة على نطاق واسع تميل إلى أن تكون في أضيقت انتشار أي مدى سعري، طالما ليس هناك خلافا كبيرا بين العرض والطلب/إذا كان هناك خلل كبير وانخفاض للسيولة، فإن انتشار العرض والطلب يكون بتوسع كبير .

-البنك المركزي العراقي، **تقرير الاستقرار المالي**، المديرية العامة للإحصاء والبحوث، قسم بحوث السوق المالية ، 2013، ص57.

ص20، 2012، كانون الأول 31- البنك المركزي العراقي، **البيانات المالية**،⁴

ثالثاً- مخاطر السوق: تتمثل مخاطر السوق في التغيرات التي قد تنشأ في أسعار السوق مثل معدلات الفائدة، وأسعار صرف العملات الأجنبية التي قد تؤثر على إيرادات البنك أو على أدواته المالية، إنّ هدف إدارة مخاطر السوق يتمثل في إدارة وضبط أنظمة مخاطر السوق ضمن حدود مقبولة مع الحفاظ على فعالية مستوى مردود المخاطر: وتشمل خطري سعر الفائدة وسعر الصرف، وتدل مخاطر السوق على تقلبات في قيمة الأوراق المالية الناتجة عن التغيرات في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية.¹

هناك عدة مصادر لمخاطر السوق المتعلقة بإدارة الاحتياطيات، فالمصادر الرئيسية هي مخاطر التغير في أسعار الصرف وفي أسعار الفائدة، ومن أجل إدارة مخاطر السوق المرتبطة بالاحتياطيات، يتم تنويع العملات الاستثمار والصكوك وتواريخ استحقاق ومن خلال قياس ورصد حدود على التعرض لمخاطر العملة والمدة .

1- مخاطر أسعار الفائدة: يتم وضع جزء من احتياطي الصرف الأجنبي في أدوات ذات العائد الثابت تنطوي على عنصر معين من مخاطر أسعار الفائدة، فبالرغم أن هناك خطر من الخسائر في رأس المال، في تحقيق أرباح على المدى الطويل ومن الناحية التاريخية، كانت معدلات الفائدة طويلة الأجل أعلى في المتوسط من أسعار الفائدة على المدى القصير، وبعبارة أخرى، خلال فترة معينة يمكن الحصول على عائدات أعلى من الاستثمار في السندات طويلة الأجل من الودائع بأسعار فائدة متغيرة، على سبيل المثال الودائع المصرفية قصيرة الأجل.

نشأت خسائر الأصول الاحتياطية من الزيادات في عوائد السوق التي قلصت قيمة الاستثمارات المتداولة اقل من تكلفة اقتنائها، و نشأت خسائر أيضا من العمليات التي تشمل الأدوات المالية المشتقة، بما في ذلك اتخاذ مراكز كبيرة فيها، التي كانت تخضع لتأثيرات الحركات السلبية الحادة والكبيرة في عائدات السوق، و في بعض الحالات، افتقار مديري الاحتياطي إلى فهم كاف لجميع خصائص ومخاطر الأدوات المستخدمة، وأيضا المهارات التقنية اللازمة لإدارة المخاطر.²

تتم إدارة مخاطر أسعار الفائدة في معظم البنوك المركزية عن طريق تحديد المدة المستهدفة والتي تعتمد على تفضيلات العائد والمخاطرة لهيئة إدارة الاحتياطي، واستخدامه كمؤشر رئيسي لمخاطر أسعار الفائدة، فالجانب الحاسم لإدارة مخاطر أسعار الفائدة هو حماية قيمة الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن من التأثير السلبي لتحركات أسعار الفائدة، ويتم التعرف على حساسية سعر الفائدة على محفظة احتياطي من حيث المدة المرجعية والانحراف المسموح بها.³

¹-Michel Rochette, La gestion des risques du Comptedu fonds des changes, REVUE DE LA BANQUE DU CANADA ,2001-2002,p 31.

²-José Viñals, op-cit ,p26-

³-Half Yearly Report on Management of Foreign Exchange Reserves, Reserve Bank of India, March 2013 ,p12.

أما الهدف الأساسي لإدارة مخاطر سعر الفائدة هو وضع حد للتأثيرات المعاكسة المحتملة من تحركات سعر الفائدة على صافي إيرادات الفائدة والتقلبات في التدفقات النقدية المستقبلية أو القيمة العادلة للأدوات المالية بسبب التغيرات في السعر السوقي لمعدلات الفوائد ، ويتم إدارة مخاطر الفائدة أساساً من خلال رصد فجوات معدل الفائدة ومن خلال التحرك ضمن حدود موافق عليها مسبقاً عند إعادة التسعير ،ويمكن إدارة مخاطر أسعار الفائدة عن طريق وضع قواعد معيارية مقرونة بمدة محددة وتقييد الانحراف الفعلي من حيث تباين المدة ومنحنى العائد.

1-المدة duration: هي مقياس لحساسية محفظة احتياطات الصرف الأجنبي للحركات التي تحدث في عائد السوق عن طريق تحديد المتوسط المرجح بالزمن للقيم الحالية لجميع التدفقات النقدية الآجلة لورقة مالية أو محفظة ، مع تطبيق الخصم بأسعار الفائدة الجارية ¹.

فمقياس مدة يعبر عن مدى حساسية قيمة الأداة المالية لتغيرات سعر الفائدة وتستخدم المدة في إدارة الأصول والخصوم ليكون تطبيقها بشكل صحيح.

2-مخاطر سعر الصرف :مخاطر حدوث حركات غير مواتية في أسعار الصرف للعمليات المكونة للاحتياطي على نحو يخفض من قيمة محفظة احتياطات الصرف الأجنبي .

كما تعرف مخاطر أسعار الصرف بأنها مخاطر التحركات المعاكسة في أسعار العملات الأجنبية والتي تؤدي إلى خفض قيمة الاحتياطيات الأجنبية، وللتخفيف من هذه المخاطر يعتمد البنك المركزي على مبدأ التنويع في مكونات عملات الاحتياطيات وكذلك على القاعدة المعيارية المستمدة من الممارسات العالمية في هذا المجال والتي تحدد الحد الأدنى والحد الأعلى لكل عملة في الاحتياطيات، كذلك يتم تحديد الوزن الترجيحي للعملات الرئيسية في الاقتصاد العالمي.

ويقوم قسم إدارة المخاطر ولجنة الاستثمار بمراجعة هذه المكونات والوزن الترجيحي لقياس الانحرافات عن القاعدة المعيارية للعملات واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة للعودة إلى القاعدة المعيارية،

1-اختبار الإجهاد: هو أداة أخرى مهمة تستخدم لقياس مخاطر السوق من حيازات احتياطيات الصرف الأجنبي ،إنها وسيلة تحاول قياس الأثر السلبي للصدمات والأحداث التي هي غير مواتية ، لذلك يتم تصميم سيناريوهات الضغط على عوامل الخطر الرئيسية التي تتعرض إليها الاحتياطيات ² ، وبالتالي يتم حساب الخسائر المحتملة ،فمثلا بالبنك المركزي البرازيلي، يتم تنفيذ الاختبارات بالنظر في حيازات البنك من الاحتياطيات في نهاية عام 2012، و

¹-Peter Kjær Jensen, **Management of the Interest-Rate Risk on the Foreign-Exchange Reserve** ,p20.,21.

²- Banco Central do Brasil | **op -cit**,P21.

عوامل الخطر المستخدمة هي منحنيات العائد وأسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى من الاحتياطات.

رابعاً- المحفظة المرجعية وإدارة مخاطر الاحتياطات:

يحتاج جهاز إدارة الاحتياطي بالبنوك المركزية إلى تحديد المحفظة الإستراتيجية¹ والتي تمثل أفضل موازنة متاحة بين مختلف المخاطر التي تواجه جهاز إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، وتكون هذه المحفظة هي محفظة الاستثمار المعيارية للجهاز، وتدخل حيز التطبيق والتي تتضمن العملات المختارة بالأوزان الترحيحية المفضلة، وأدوات الاستثمار المقرونة بخصائص ائتمانية ملائمة ، والمدة التي تعكس المستوى المرغوب من مخاطر أسعار الفائدة، ويتعين مراجعة مدى ملائمتها بصفة منتظمة ، ويجرى إدخال التعديلات اللازمة نظراً لما تشهده هياكل الأسواق أو خصائصها من تغيرات تمس بيئة الاستثمار، ويؤدي ذلك إلى تحقيق انضباط في العملية الاستثمارية .

ويمكن معرفة حجم الانكشاف للمخاطر من خلال وضع حدود كمية على حجم أي انحراف عن القاعدة المعيارية من حيث العملة أو المدة أو الائتمان الذي يسمح به مدير الاحتياطات ، ويجب رصد مواطن الانكشاف للخطر بصورة مستمرة لتحديد ما إذا كانت قد امتدت متجاوزة الحدود المقبولة، فرصد المخاطر إجراء أساسي لتحديد وقياس أية خسائر تراكمية مرتبطة بالانحراف عن القاعدة المعيارية في استثمار الاحتياطي.²

ولذلك فالرصد مهم سواء اعتمدت الإدارة النهج السلبي في إدارة الاحتياطي ، والذي يعبر عن إستراتيجية الاكتفاء بالشراء والاحتفاظ، وهناك نظرة أوسع لهذا النهج وهي أن تكون خصائص مخاطر محفظة الاحتياطات مماثلة تماماً للخصائص المقابلة في المحفظة المعيارية، وفي هذه الحالة لا يهتم مدير الاحتياطات باتجاه السوق ، أي أن العائد الذي توفره المحفظة المعيارية يكون عائد مقبول، أما النهج النشط في إدارة الاحتياطي فينطوي على انحراف المحفظة الفعلية عن المحفظة المعيارية ، أي عندما يأخذ مدير محفظة الاحتياطات بعين الاعتبار اتجاه السوق أو بعض مكوناته.

وتعتبر القواعد المعيارية في استثمار الاحتياطات أداة مهمة في تقييم أداء مدير محفظة الاحتياطي ومسائلهم وذلك من خلال المقارنة بين أداء المحفظة الفعلية وأداء المحفظة المعيارية .

المطلب الثالث : إدارة المخاطر التشغيلية لاحتياطات الصرف الأجنبي :

لقد أصبحت المخاطر التشغيلية ميزة من ميزات الممارسات السليمة لإدارة المخاطر بالبنوك المركزية ولاسيما في جانب إدارة الأصول الاحتياطية، حيث يجب أن تأخذ بعين الاعتبار جميع المخاطر التشغيلية.

- ص ن الدولي، المرجع السابق ص 29.¹

- ص ن الدولي، نفس المرجع، ص 30.²

أولاً-تعريف المخاطر التشغيلية :

يعرف بنك التسويات الدولية المخاطر التشغيلية لمؤسسة مالية : بأنها مخاطر الخسارة الناجمة عن عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية و الأفراد و الأنظمة أو من أحداث خارجية¹، ويضيف Rudy Wytenburg² انه بالنسبة للبنوك المركزية يحتاج تعريف المخاطر التشغيلية لتوسعة التعريف السابق ليشمل الخسارة المباشرة وغير المباشرة نتيجة عن أحداث داخل النظام المالي ككل والذي يلعب دورا مهما.

أما (Bratanovic،Greuning،1999) عرفا المخاطر التشغيلية بأنها مخاطر تنشأ من أوجه القصور، والفشل أو عدم الامتثال للضوابط والإجراءات الداخلية، وتتمثل المصادر التقليدية لهذه المخاطر في الإنسان، العمليات والإجراءات والنظم والأحداث الخارجية³.

كما تتمثل في إمكانية أن الخسائر سوف تحدث بسبب العيوب، النقص أو القصور، سواء كانت هذه النتيجة من العمليات الداخلية و الأنظمة، أخطاء بشرية أو أحداث خارجية. ويشمل هذا التعريف المخاطر القانونية و يستثنى مخاطر السمعة⁴.

ثانياً-أنواع المخاطر التشغيلية التي يواجهها مدراء الاحتياطات :

تتمثل في عدم كفاية الضوابط والإجراءات الداخلية أو فشلها أو عدم مراعاتها على نحو يهدد سلامة نظم العمل وسيورها في إدارة الاحتياطي بالبنوك المركزية، فالمخاطر التشغيلية الرئيسية التي تم تحديدها في إدارة الاحتياطات تشمل ما يلي:

1- مخاطر انهيار نظام المراقبة : إن ضعف إجراءات المراقبة وانعدامها في حالات أخرى وعدم كفاية المهارات وضعف الفصل بين الوظائف والتواطؤ بين العاملين في جهاز إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية سهل من حدوث بعض الحالات من الاحتيال وغسيل الأموال وسرقة الأصول الاحتياطية .

2- خسارة الدخل المحتمل : إن عدم القيام في الوقت باستثمار أرصدة الاحتياطات المتراكمة في حسابات مقاصة لدى بنوك أجنبية يؤدي إلى خسارة إيرادات كبيرة كان يمكن تحقيقها وسبب ذلك عدم كفاية الإجراءات المتعلقة بمراقبة وإدارة التسويات والتدفقات النقدية الأخرى وكذلك عدم كفاية الإجراءات المتعلقة بمطابقة الكشف الواردة من الأطراف المقابلة مع السجلات الداخلية .

¹-**Operational Risk** , Basel Committee on Banking Supervision , January 2001,p2.

²-RudyWytenburg,**Central banks need to define clear role for operational risk**,**Central Banking Journal** ,28 Feb 2013,p88.

³-Hennie van Greuning Sonja Brajovic Bratanovic, **Analyzing Banking Risk** ,3rd Edition, World Bank,Washington ,2009,p295.

⁴-**Risk Management Report** ,Central Bank of Brazil,1stQuarter 2013,p26.

3- مخاطر الأخطاء المالية أو خطأ القيد المالي: تتمثل في إخفاق النظام المحاسبي وما يرتبط به من ضوابط في تسجيل جميع المعاملات والتعديلات المحاسبية بصورة سليمة، فالخطأ المالي في قياس مركز العملات الأجنبية يؤدي إلى تعرض جهاز إدارة الاحتياطات إلى مخاطر سعر الصرف بصورة كبيرة ويترتب عليه خسائر عند تغير سعر الصرف في الاتجاه المعاكس، وكذلك في حالات اعتماد في قياس المخاطر على مجرد الإشارة إلى تركيبة هيكل عملات الاحتياطي دون أن يشمل ذلك الخصوم، ومن أخطاء القيد المالي نجد أن بعض البنوك المركزية أدرجت في حساب احتياطياتها أصولاً تم إقراضها إلى بنوك محلية أو إلى فروع خارجية لبنوك محلية¹.

4- مخاطر الحفظ: هي مخاطر تنجم عن عدم قيام الوكيل الأجنبي أو جهة الحفظ الأجنبية بتسليم الأوراق المالية المحفوظة لديها نيابة عن جهاز إدارة الاحتياطات.

5- مخاطر التعامل: تنشأ عندما يتخطى المتعاملون صلاحياتهم في التعامل مع الأطراف المقابلة أو التعامل في الأدوات المالية أو يرتكبون خطأ في إجراء إحدى المعاملات.

6- مخاطر تكنولوجيا المعلومات: احتمال تعطل النظم ذات الأهمية الحيوية الخاصة بمعالجة البيانات الكترونياً والاتصالات والمعلومات، مما يسبب اضطراباً حاداً في وظائف إدارة الاحتياطات².

7- مخاطر التسوية: هي الخسارة المحتملة نتيجة فشل الطرف المقابل في التسوية لأي سبب عدا التخلف عن السداد.

8- المخاطر القانونية: إمكانية حدوث خسائر من العقود غير القابلة للتنفيذ من الناحية القانونية أو غير الموثقة بشكل صحيح.

9- مخاطر السمعة: قد تتعرض سمعة مدير الاحتياطات ومصادقته للشك نتيجة للقيام بأعمال غير سليمة في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أو نتيجة نشر معلومات غير مرخص بنشرها³.

ومن أهم العوامل التي يمكن استخدامها لتقييم المخاطر التشغيلية في مجال إدارة احتياطات الصرف الأجنبي نجد: حجم ودرجة تعقيد المحفظة، ودرجة الاستقلالية الممنوحة لمدير المحافظ ودرجة تركيز الخبرة والمهارات في أفراد، ودرجة الإدخال اليدوي المستخدمة⁴.

¹ - المبادئ التوجيهية لإدارة الاحتياطات النقد الأجنبي، مرجع سابق ص 28،35.

² - تستند إدارة الاحتياطات الدولية على ثمانية أنظمة تطبيقات رئيسية AXIOM, Reuters ,Datastream, ,Bloomberg, OPICS, ABACUSSWIFT,,2000DEALING.

³ - JOSHUA NGUNDI KIMORO ,**A SURVEY OF THE FOREIGN EXCHANGE RESERVES RISK MANAGEMENT STRATEGIES ADOPTED BY THE CENTRAL BANK OF KENYA**,MAY2010,

⁴ -Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, **FX reserve management: trends and challenges**, BIS Papers No 40,May 2008,12.

إن مدير إدارة الاحتياطات هو المسؤول عن تحديد وإنشاء ضوابط أو إجراءات للتخفيف من هذه المخاطر، بالإضافة إلى ذلك، إدارة الرقابة الداخلية وقسم التدقيق يقيم الإجراءات للسيطرة على هذه المخاطر¹، ويقدم التوصيات في هذا الصدد اعتماداً على تحليلات مستقلة للمخاطر وفق للمعايير الدولية للتدقيق والمراقبة مثل اللجنة الراعية للمنظمات² (COSO) ومعايير إدارة المخاطر نيوزيلندا - استراليا (AS /NZS) توزع على المستوى التشغيلي اختصاصات صنع القرار والمسؤولية عن عمليات إدارة الاحتياطات إلى أربعة مستويات³:

- المكتب الأمامي: (front office) وهو المستوى المسؤول عن بدأ معاملات الاستثمار وفقاً للتفويضات والحدود والقواعد المعيارية المعتمدة المسؤول عن القيد الفوري والدقيق للمعاملات في نظام إدارة الاستثمار.

- المكتب الأوسط: (middle office) له دور يتمثل في رصد جميع المعلومات للتأكد من إجرائها بصورة سليمة والتأكد من مراقبة المخاطر ومراعاة الحدود والتأكد من إتاحة المعلومات ذات الصلة للإدارة أي تقديم التقارير.

- المكتب الخلفي: (back office) يقوم بترتيبات تسوية العمليات .

- إدارة المحاسبة: تتولى إمساك سجلات المحاسبة المالية التي تشكل أساس عمليات الإفصاح عن معلومات الاحتياطات.

ثانياً- قياس المخاطر التشغيلية: تتمثل مشكلة قياس المخاطر التشغيلية في أنه مقارنة بالمخاطر المالية هناك ندرة في البيانات المتاحة لتقدير توزيعات الخسارة، في الواقع عملية تكميم وتقييم المخاطر التشغيلية هي أحد التحديات التي تواجه البنوك المركزية .

1-المنهج النوعي: تستخدم العديد من البنوك المركزية إجابات المديرين والموظفين لتحليل وتقييم المخاطر للمساعدة في زيادة الوعي والمسؤولية وبالتالي تحسين ثقافة إدارة الخطر، كما استخدمت عدة أساليب في إجراء عمليات التقييم الذاتي النوعي كالمقابلات وقوائم المراجعة والاستبيانات وبطاقات الأداء المتوازن .

2-المنهج الكمي: يتمثل في استخدام البيانات من سجلات الأحداث إلى نموذج المخاطر التشغيلية .

أ-سجلات الأحداث: إن الإبلاغ عن أحداث الخسارة هو عنصر مهم في إدارة المخاطر، ففي عدة بنوك مركزية يوجد نظام تسجيل فعال لتدوين الأحداث وحوادث الخسارة، فهو عمل ذو قيمة.

ب-مؤشرات المخاطر الرئيسية: لقد صممت لقياس مخاطر الأحداث السلبية الرئيسية، فعدد قليل من البنوك المركزية التي سعت لتطوير مؤشرات كإجراء رسمي لإدارة المخاطر، والعديد لديها عمليات غير رسمية لتسجيل ورصد بعض

¹- Stefan Ingves, Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document Monetary and Exchange Affairs Department INTERNATIONAL MONETARY FUND March, 2003 p63.

²- The Committee of Sponsoring Organizations.

³- المبادئ التوجيهية لإدارة الاحتياطات النقد الأجنبي، مرجع سابق، ص 22.

المؤشرات الرئيسية مثل حركة الموظفين، تدريب الموظفين، حوادث الصحة والسلامة التشغيلية، فيروسات الكمبيوتر وتكنولوجيا المعلومات وإحصاءات أخرى، وكمثال عن إدارة خطر التشغيل المرتبط باستثمار الاحتياطات نورد تجرّبي كل من البنك المركزي الشيلي والايّرلندي.

ثالثاً- بعض التجارب لإدارة الخطر التشغيلي بالبنوك المركزية :

1- إدارة الخطر التشغيلي بالبنك المركزي الشيلي: يتم التحكم في المخاطر التشغيلية المرتبطة بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي من خلال فصل المهام والمسؤوليات وتطبيق الضوابط الداخلية والخارجية، فمكتب التجارة الدولية ينفذ الإجراءات الإدارية الإلزامية التي تنص على مراحل مختلفة من العمليات المرتبطة بإدارة الاحتياطات، من أجل تقليل المخاطر التشغيلية الكامنة، كما أن لديها أنظمة كمبيوتر تحقق من المعاملات قبل تنفيذها، بالمثل فإن إدارة الخدمات المالية (GSF) تستخدم البرنامج والإجراءات الإدارية عبر تدقيق في عمليات تسجيل المعاملات و لا يمكن أن تكتمل العملية دون الحصول على موافقة كل من وكيل مكتب التداول وثلاثة مهنيين في وحدة إدارة وتقييم المخاطر المالية، إن إدارة الخدمات المالية هي المسؤولة عن مراقبة المخاطر المالية من خلال التقييم المستمر للامتثال للمبادئ التوجيهية للاستثمار التي وضعها مجلس إدارة البنك، بما في ذلك الامتثال للقيود على التعرض للمؤسسات و الهوامش، وكذلك الإجراءات الإدارية الداخلية المقررة للعمليات المالية المرتبطة بإدارة الاحتياطات¹.

2- إدارة المخاطر التشغيلية بالبنك المركزي الايرلندي: يعرف بأنها إمكانية الخسائر المباشرة أو غير المباشرة، أو الضرر بالسمعة، الناجمة عن عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والأنظمة أو من أحداث خارجية، تتم إدارة هذه المخاطر من خلال الفصل بين وظائف التداول والتسوية وإدارة المخاطر؛ بواسطة تقييد الوصول الفعلي إلى مناطق التعامل والتسوية؛ ومجموعة شاملة من الضوابط والإجراءات التي تهدف إلى الحد من مخاطر التداول غير المصرح به، فلجنة المخاطر برئاسة نائب المحافظ يشرف على إدارة المخاطر التشغيلية في البنك، وتتم مراجعة عمليات كل وظيفة بشكل منتظم لضمان تحديد التعرض المحتمل والتي تنفذ الضوابط المناسبة، ويتم تزويد اللجنة بتقرير كامل للمخاطر التشغيلية على أساس سنوي².

إن زيادة التركيز على تعزيز إدارة المخاطر التشغيلية انعكس على تطورات عدة³، فعلى المستوى الاستراتيجي العديد من البنوك المركزية تفصل بين الأنشطة وتنظيم الترتيبات الإدارية لمعالجة تضارب المصالح، بالإضافة إلى ذلك لمعظم البنوك المركزية خطط استمرارية العمل والتي يتم مراجعتها بشكل منتظم .

¹- CENTRAL BANK OF CHILE ,**Management of Foreign Exchange Reserves at the Central Bank of Chile 2012** ,March 2013, p19.

²-<http://www.centralbank.ie/mpolbo/assetman/Pages/riskmanagement.aspx>,accessed:10-5-2014.

³-Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath ,**FX reserve management: trends and challenges** BIS Papers No 40, Switzerland ,May 2008,p12.

أما على المستوى العملي اليومي العديد من البنوك المركزية تحسن من تدريب موظفيها وكذلك السياسات والإجراءات الرسمية المكتوبة كوسيلة لتعزيز ثقافة الإدارة السليمة ،وقد استثمرت العديد من المؤسسات المصرفية المركزية الكثير من الموارد لزيادة درجة التشغيل الآلي لعملياتها كوسيلة لتخفيف المخاطر من الأخطاء البشرية .

خلاصة:

ينبغي أن تسعى الإدارة الكفؤة لاحتياطات الصرف الأجنبي إلى التأكد من الاحتفاظ بالمستوى الكافي من احتياطات الصرف الأجنبي لتلبية مجموعة من الأهداف، ونظر لان ذلك لا يخلوا من تكلفة، لذا يعتبر تحديد الحجم الملائم لاحتياطات البلد من الصرف الأجنبي من الشواغل المهمة لواضعي السياسات، إذ يعتبر متطلبا مهما للحكم على كفاءة إدارة البنك المركزي لاحتياطاته من الصرف الأجنبي، و لا يوجد مقياس مرجعي يطبق على كل البلدان؛ ويمكن لكل بلد قياس المستوى الكافي من الاحتياطات حسب خصائص اقتصاده.

كما تسعى الإدارة الكفؤة للاحتياطات إلى توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأموال المستثمرة، مع أخذ قيود السيولة و المخاطر الأخرى في الاعتبار، حيث تستند فلسفة استثمارا احتياطي الصرف على كل من هدف السيولة والأمان والعائد، لذا يجب عند تخصيص الأصول من حيث الأدوات أو هيكل العملات مراعاة ذلك، وللمحافظة على قيمة احتياطات الصرف الأجنبي، لذا يجب أن يكون هناك إطار يحدد ويقدر مخاطر عمليات إدارة الاحتياطات ويسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات ومستويات مقبولة والعمل على السيطرة على المخاطر المالية و التشغيلية بأسلوب حكيم.

الفصل الثالث:

آليات إدارة فوائض احتياطات الصرف الأجنبي

تمهيد:

مع استمرار تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية وبلوغها مستويات أكثر من الكافي ، وعلى الرغم من أن المستوى الاعلى من الاحتياطات الأجنبية يقلل احتمال حدوث الصدمات ، إلا أن الاحتفاظ بكميات كبيرة من السيولة مرتفعة أمر مكلف ، ويرجع ذلك إلى حقيقة أن البنوك المركزية تفضل استثمار احتياطاتها من الصرف الأجنبي في الأصول الأجنبية التي تكون سائلة جدا وآمنة، وبالتالي العائد النسبي المنخفض، لهذا السبب فإن المعدلات العالية لتراكم الاحتياطات الأجنبية أثارت العديد من الأسئلة بخصوص الطريقة الصحيحة لإدارة هذه الاحتياطات، والغرض من هذا الفصل هو معرفة البدائل لإدارة الفائض من الاحتياطات الأجنبية. من أجل خفض هذا تكلفة الفرصة البديلة، ومما يسمح للبنك المركزي باستثمار جزء من احتياطاته بكفاءة، ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بمختلف الآليات لإدارة فوائض احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية ، وهذا من خلال ثلاثة مباحث :

المبحث الأول: زيادة التركيز على العائد و التسديد المسبق للدين الخارجي.

المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة فائض الاحتياطات.

المبحث الثالث تجارب دولية في إنشاء شركات استثمار احتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الأول : التركيز على العائد من الاحتياطات و التسديد المسبق للدين الخارجي :

تعتبر السلامة (المحافظة على رأس المال) والسيولة من الأهداف الأولية المتفق عليها عالميا لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي، في حين أن كل البنوك المركزية تضع بعض الوزن لهدف العائد عند صياغتها لقرار إدارة احتياطاتها.

المطلب الأول: مظاهر التركيز على العائد من احتياطات الصرف الأجنبي

مع استمرار تراكم الاحتياطات زاد وزن هدف العائد على احتياطات الصرف الأجنبي، وتجلي ذلك في خمسة سلوكيات استثمارية تتبعها البنوك المركزية في إدارتها لاحتياطاتها¹:

اولا-توسيع محفظة احتياطات الصرف إلى تخصيص أعلى مخاطرة:وسعت البنوك المركزية مجموعة فئات الأصول التي يمكن الاستثمار فيها، وتحويل تكوين المحفظة إلى أصول أعلى مخاطرة، فتقليديا يتم استثمار الاحتياطات في أصول آمنة وسائله مثل الودائع المصرفية واذونات الخزانة والسندات الحكومية وسندات فوق الوطنية ذات درجة عالية من الأمان، والتي تشكل جزءا كبيرا من استثمارات الاحتياطات، لكن مع الوقت ازداد شهية المصارف المركزية لمخاطر السوق والائتمان والى حد اقل مخاطر السيولة، ويعود هذا التغيير في السلوك الاستثماري للبنوك المركزية إلى أواخر 1980 وبداية 1990، حيث بدأت البنوك المركزية في زيادة استثماراتها في الآجال الطويلة ومن ابرز الأدوات المستثمر فيها نجد (انظر الجدول 1-3):

1-سندات الوكالات **agency paper**: هي أدوات الدين الصادرة عن المؤسسات التي ترعاها حكومة الولايات المتحدة، والوكالات الحكومية الاتحادية والمنظمات فوق الوطنية لتمويل عملياتها، فالوكالات الحكومية الاتحادية مثل سلطة وادي تينيسي Tennessee Valley Authority، ووكالات الحكومية المستأجرة مثل الجمعية الاتحادية الوطنية للرهن العقاري، تصدر الوكالات الديون بأوراق مالية لتمويل الأنشطة التي تدعمها السياسات العامة²، في حين أن معظم الأوراق المالية للوكالات لديها علاقات مع الحكومة الاتحادية، فهي ليست التزامات مباشرة من الولايات المتحدة. ونتيجة لذلك، لديهم مخاطر الائتمان أعلى وعوائد اسمية أعلى قليلا من سندات الخزانة ذات آجال استحقاق مماثلة، ومن أهم الجهات الرئيسية المصدرة هي:

- الجمعية الاتحادية الوطنية للرهن العقاري (Federal National Mortgage Association (FNMA "فاني ماي") .
- مؤسسة رهن المنازل العقارية الفدرالية (Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC "فريدي ماك") .
- بنك القروض المنزلية الفدرالية (Federal Home Loan Bank (FHLB) .

¹ -Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, **op-cit**, p4.

² - Frank J. Fabozzi, **U.S. Treasury and Agency Securities**, The Handbook of Fixed Income Securities, seventh edition, Yale University, April 2004, p10.

- سلطة وادي تينيسي (Tennessee Valley Authority (TVA)).
- بنوك الائتمان الزراعي الفدرالية (Federal Farm Credit Banks (FFCB)).
- البنك الدولي للإنشاء والتعمير (International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)).

ولقد قامت الحكومة الفدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء وكالات فدرالية متنوعة¹، تختص بمساعدة القطاعات الاقتصادية، من خلال منحهم القروض المباشرة بضمانات خاصة، ووكالات الائتمان هذه تتنافس على الأموال في السوق من خلال بيع سندات الوكالات ويوجد نوعان من الوكالات الفدرالية وهي²:

أ- **الوكالات المضمونة فدراليا**: هي مؤسسات مملوكة للقطاع الخاص وتقوم هذه الوكالات ببيع السندات في السوق لغرض الحصول على أموال لتغطية احتياجاتها المالية الخاصة، وهي الكيانات التي ترعاها الحكومة "GSEs"³ في معظمها مستأجرة اتحاديا، والشركات المملوكة للقطاع الخاص، والتي تركز على تمويل القروض للمقترضين المستهدفين (مثل أصحاب المنازل أو المزارعين)، والديون الصادرة عن GSEs لها ضمان "ضميني"، وهو ما يعني أن الديون لا تدعمها على وجه التحديد، ولكن حكومة الولايات المتحدة لديها نظريا التزام أخلاقي.

ب- **الوكالات الفدرالية**: هي جزء من الحكومة الفدرالية وسنداتها مضمونة كليا من الخزينة.

تصدر الكثير من الوكالات الحكومية المختلفة أوراقا مالية، ويمكن أن تتفاوت خصائص هذه الأوراق، ومع ذلك فإن لها ميزات مشتركة ومن أهم مميزات سندات الوكالات بالإضافة إلى سيولتها والتي تجعل من المستثمرين يتوقعون عائد أعلى من سندات الخزنة نجد ما يلي⁴:

- مخاطر الائتمان: هناك بعض المخاطر الإضافية الناجمة عن المخاطر السياسية حيث ضمان الحكومة لديون الوكالة يمكن تعديله أو إلغائه في المستقبل، لأن الديون الصادرة عن GSEs لا تدعمها حكومة الولايات المتحدة بالكامل، وإنما يكون مجرد ضمان ضمني، فإنه يتم التداول على عائدات أعلى قليلا من سندات الخزنة ويمثل تاريخ استحقاق، فعلاوة العائد هذه هي نتيجة لمخاطر الائتمان.

- الضرائب: إن الفائدة من سندات الوكالات الأمريكية تخضع لضريبة الدخل الاتحادية، ولكن في بعض الحالات هي معفاة من ضرائب الدخل لحكومات الولايات والمحليات .

¹ - من أهم هذه الوكالات: "FHLB" "Ginnie Mae"، "Farmer Mac"، FFCB.

² - إبراهيم الجزراوي، عماد القره لوسي، تقييم بدائل الاستثمار باستخدام نماذج رياضية حديثة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية بغداد، العراق، المجلد 13/ع 48، 2007، ص 193.

³ - government-sponsored entities.

⁴ - JANNEY MONTGOMERY, **Agency Bonds**, Philadelphia, usa, 2014, p1.

- يمكن القول أن سندات الخزنة من الأدوات المالية الأكثر سيولة في العالم، وتستخدم من قبل البنوك المركزية وغيرها من المؤسسات الكبيرة جدا التي تتطلب القدرة على شراء أو بيع الأوراق المالية في كميات كبيرة جدا قابلة للتسويق بسرعة وكفاءة، من ناحية أخرى، سندات الوكالات ليست مماثلة لها من حيث السيولة ولا كفاءة التجارة.
- تعتبر أسواق الوكالات احد الأسواق أكثر سيولة عالميا، في حين انخفضت اصدارتها في السنوات الأخيرة لكن تبقى سوقها الثانوية نشطة وجذابة للمستثمرين، وطالما اعتبرت هذه من بين اعلي مستويات الجودة في استثمارات الدخل الثابت، فكانت الدعامة الأساسية لمحافظ الدخل الثابت للمؤسسات والأفراد لسنوات عديدة ، في حين لا يتم دعم معظم ديون الوكالات من قبل الحكومة الأمريكية.
- بالنسبة إلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تعتبر سندات الوكالات احد الاستثمارات الأكثر أمانا، وغالبا ما يتم مقارنتها مع سندات الخزنة لانخفاض المخاطر والسيولة العالية.
- تكون أوراق الوكالات معفاة من التسجيل في هيئة سوق الأوراق المالية.
- يكون لأوراق الوكالات دعم فعلي، أو حق يوجب الدعم من قبل الحكومة الفيدرالية، وهو ما يجعلها أكثر أمانا من سندات الشركات.
- تدر أوراق الوكالات عائداً أعلى من أوراق الخزنة الحكومية التي لها نفس تواريخ الاستحقاق، ولكن يكون عائدها أقل من معظم سندات الشركات من الفئة (Aaa).
- تلقى مختلف أنواع أوراق الوكالات رواجاً لدى المستثمرين الذين يجذبون عائدا أعلى قليلاً من عائد أوراق الخزنة الحكومية دون التعرض لقدر كبير من مخاطر الائتمان.
- لا تضمن الحكومة الفيدرالية سندات الوكالات، لكن من غير المحتمل أن تسمح لأي من وكالاتها بعدم الوفاء بالتزاماتها الخاصة بمدفوعات الفائدة وأصل الدين.
- ولا يزال سوق الوكالات احد الأسواق أدوات الدخل الثابت الأكثر سيولة عالمياً¹، ولقد أصبحت سندات الوكالات أكثر تفضيلاً من طرف البنوك المركزية، فعندما تم تنويع الأوراق المالية الحكومية ووفقاً لبيانات بلغت الحيازات الرسمية من سندات الوكالات في و.م الأمريكية عشرة أضعاف في الفترة مارس 2000 إلى 2008 مقارنة مع زيادة في الاحتياطات بأربعة أضعاف، وبلغت ذروة هذه الزيادة في يونيو 2008 ب 966 مليار دولار²، وبعد ذلك بدأت البنوك المركزية في تصفية هذه السندات وسط مخاوف من جودتها الائتمانية، ففي الفترة مارس 2008-2009 خفض القطاع الرسمي حيازاته من هذه الأوراق بأكثر من 93 مليار دولار وذلك رغم تدابير الدعم الواسعة

¹ - JANNEY MONTGOMERY,op-cit ,p1.

²-Jukka Pihlman and Han van der Hoorn,**Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis**,IMF Working Paper,WP/10/150,p16.17.

التي أجرتها الحكومة الأمريكية لوكالتي فريدي ماك FMCC؛ "Freddie Mac؛ وفاني ماي Fannie Mae FNMA"،¹ انظر الجدول 1-3.

الجدول 1-3-: أنواع الأصول المستثمر فيها لتعزيز العائد على الاحتياطات (إلى عدد المجيبين)

الاختيار	إجمالي	الدول المتقدمة	الدول المرتفعة والمتوسطة الدخل	الدول المنخفضة الدخل
سندات حكومية طويلة الأجل	73.4	72.7	73.9	73.7
سندات الوكالات و الشركات	60.9	68.2	69.6	42.1
الأوراق المالية المدعومة بالأصول	18.8	13.6	26.1	15.8
صناديق الاستثمار العقاري	3.1	9.17	0	0
الأسهم	14.1	31.8	8.7	0
أخرى	32.8	22.7	30.4	47.4
عدد المجيبين	64	22	23	19

Sources : Aideen Morahan and Christian Mulder, **SURVEY OF RESERVE MANAGERS: LESSONS FROM THE CRISIS**, IMF Working Paper, May 2013, p23.

2- الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS)² وسندات واسهم الشركات: في أواخر 1990 كشفت تفضيلات البنوك المركزية عن أشكال من الأوراق المالية المدعومة بأصول وخاصة الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية وكذلك بشكل أقل سندات واسهم الشركات، ومن المرجح أن يتم الاستمرار في هذا الاتجاه في المستقبل القريب، فالعديد من البنوك المركزية قد أعلنت مؤخرا أنها تفكر في استثمار احتياطياتها في سندات واسهم الشركات.

1- الأوراق المالية المدعومة بأصول: هذه الأوراق تكون ناتجة عن القروض الممنوحة في إطار الاستهلاك، بطاقات الائتمان، قروض أخرى³، فقبل 2007 كانت العائدات على الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري (MBS) هي مشابهة لسندات الخزنة 1-30 سنة، و خطر أقل، فالرهون العقارية أصبحت ذات شعبية كبيرة جدا بين البنوك المركزية نظرا للتصنيف AAA، فالبنوك المركزية تضيف على نحو متزايد MBS إلى المحفظة إما بإدراجها في المبادئ التوجيهية للاستثمار القائمة أو من خلال وجود محافظ مستقلة بها⁴.

ب- سندات واسهم الشركات: عملت البنوك المركزية أيضا على توسيع استثماراتها لتشمل أيضا الاستثمار في سندات واسهم الشركات (ذات درجة تصنيف عالية)، وهي فئات أصول لا ترتبط تقليديا مع محافظ الاحتياطي

¹ - السندات المدعومة بالرهن العقاري الصادرة عن فاني ماي وفريدي ماك ليست الأوراق المالية للوكالات.

² - Asset-backed securities.

³ - بلطاس عبد القادر، تداعيات الأزمة المالية العالمية، Le gende، 2009، ص40.

⁴ - Carine abdelnour، Managing the Growth in International Reserves-Establishing Investment Objectives, Asset Allocation and Benchmark Selection، DIC 2007، p312

وتتميز بعلاوة مخاطر عالية جدا مقارنة مع السندات الحكومية ، فالعديد من البنوك المركزية قد أعلنت مؤخرا أنها تستثمر أو تفكر في الاستثمار في ديون واسهم الشركات لتكون ضمن فئات الأصول المؤهلة ، فمن ضمن 22 بلدا متقدما التي أجابت عن المسح 31.8% أجابت أنها تستثمر في الأسهم ، ومن ضمن 23 بلدا متوسط ومرتفع الدخل % 8.7 تستثمر في الأسهم ، ومن ضمن 19 بلد منخفض الدخل لا يوجد لها أي استثمار في الأسهم ، ومن أهم الحالات الملاحظة البنك المركزي السويسري وبنك كوريا الجنوبية ، بنك اليابان ، البنك المركزي الشيلي والتي عززت ملكيتها من الأسهم إلى 10% على الأقل ، وحتى بداية 1990 كانت استثمارات احتياطات البنك المركزي السويسري تقتصر فقط على الأوراق الحكومية القصيرة الأجل ، ومع مرور الوقت تعزز الاستثمار إلى فئات السندات واسهم الشركات بحثا عن تعظيم العائد ، فما بين 2005-2010 كانت حصة الأسهم حوالي 10 % ، ومنذ 2011 زادت تدريجيا لتصل في سنة 2013 إلى أكثر من 16% من إجمالي المحفظة (سندات حكومية 76% ، سندات أخرى 8% ، أسهم 16%)¹.

3: التوسع في استعمال المشتقات المالية : عقد المشتقات المالية هو أداة مالية مرتبطة بأداة مالية معينة أخرى أو مؤشر أو سلع أساسية والتي من خلالها المخاطر المالية (مثل مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الصرف الأجنبي والأسهم ومخاطر أسعار السلع الأساسية، مخاطر الائتمان،) يمكن تداولها في حد ذاتها في الأسواق المالية². يمكن أن تستخدم المشتقات كجزء من عمليات إدارة الاحتياطي، ولا سيما في الحد من مخاطر التعرض، مما يتطلب إدارة فعالة للمخاطر، فعلى هيئة إدارة الاحتياطي أن تدرك مخاطر وفوائد هذه الأدوات، وأن الموظفين لديهم معرفة سليمة للمخاطر الكامنة للأدوات المستخدمة³، ومن أهم الأدوات المستخدمة العقود الآجلة و مبادلة أسعار الفائدة، وبصفة عامة تستخدم المشتقات لتحوط من المخاطر في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من أجل خفض تكاليف الاستثمار.

يختلف استخدام المشتقات عبر البنوك المركزية، في حين تستخدم بعض البنوك مجموعة كاملة من مشتقات العملة وأسعار الفائدة، وتستخدم مبادلات العملة من قبل معظم البنوك المركزية، في حين أن العقود الآجلة ومبادلات أسعار الفائدة هي أقل شيوعا والخيارات نادرة نسبيا⁴.

4-زيادة استعمال مدراء خارجيين لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي : تقليديا هناك عدد محدود من البنوك المركزية التي استخدمت مدير أصول خارجي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي ،ولكن في بداية 1990 تعهد عدد من البنوك

¹-Fritz Zurbrugg, **The Swiss**, BIS central bankers' speeches –p4. **National Bank's investment policy – options and limitations**, BIS central bankers' speeches –p4.

²- Eduardo Valdivia-Velarde, **The treatment of financial derivatives in BPM6**, IFC Bulletin No 35, p32.

³- **INTERNATIONAL MONETARY FUND, Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management**, February 1, 2013, p32.

⁴- Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, **op-cit**, p10.

المركزية مبالغ ضئيلة من الاحتياطات إلى إدارة خارجية، لكن في الآونة الأخيرة بدء هذا الموقف في التغير، فمواجهة البنوك المركزية لصعوبات في الحفاظ على أنظمة تكنولوجيا المعلومات في تناسق مع الأسواق المتطورة والصعوبة المتزايدة في الاحتفاظ بموظفين ذو كفاءة لإدارة محافظ الاحتياطات¹، وفي تطور يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع توسيع الاستثمار، بدأت البنوك المركزية في الاستخدام المتزايد للمديرين خارجيين، فالردود على المسح الذي أجره BIS أشار إلى أن أكثر من ثلثي البنوك المركزية استخدمت لمديرين خارجيين، على الرغم من تباين الاستخدام إلى حد كبير، في معظم الحالات، جزء صغير من الاحتياطات لا يتجاوز 5% تم إدارته خارجياً. وهناك عدد قليل من البنوك المركزية التي تستعين بإدارة خارجية لحصة أكبر من 15%²، وتشمل فوائد التركيز على مدير خارجي للأصول ما يلي³ (انظر الجدول 3-2):

-تنوع أساليب الاستثمار المرتبطة بتسيير الاحتياطات.

-القدرة على الاستفادة من الخبرات التي ليست لدى البنك المركزي، فتلك البنوك المركزية التي تستثمر جزء من احتياطاتها في محفظة الأسهم في كثير من الأحيان تتعهد بها إلى مدير أصول خارجي، نظراً لنقص خبرتها في هذا المجال الاستثماري .

-تمكين مدراء الاحتياطات من الاستفادة من المعرفة والتجربة المتنوعة للمدراء الخارجيين، أي توفر مصدراً قيماً ومهماً من معلومات السوق .

- عدم الكشف عن هوية المستثمر (البنك المركزي) مهم جداً في الأسواق وخاصة في أسواق العملات الأجنبية .
- فهم أكبر لكيفية تقييم القطاع الخاص والمخاطر والعوائد من الاستثمارات المختلفة و أساليب الاستثمار .
كما أشار المسح السابق انه في أغلب الأحيان الدوافع لاستخدام مدير خارجي شملت تطوير الخبرات والوصول إلى فئات الأصول التي تفتقر الإدارة الذاتية إلى الدراية بها مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري.

الجدول 3-2 استخدام مدير خارجي (نسبة استجابة البنوك المركزية لاستخدام مدير خارجي)

دوافع استعمال مدير خارجي	%	فئات الأصول المغطاة	%
نقل المعرفة	59	السندات الحكومية	48
خبرات محددة	56	السندات المدعومة بالرهن العقاري	54
عوائد / تنوع	41	العملات	42
القياس الداخلي	37	سندات الشركات	35

Source: BIS survey

¹ - John Nugée **Foreign Exchange Reserves Management**, Handbooks in Central Banking, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, no.19, p50

² - Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, BIS Papers No 40, op-cit, p5.

³ - John Nugée, op-cit, p51.p52.

5- تقسيم محفظة الاحتياطي إلى شرائح RESERVES TRANCHING : هناك اتجاه متزايد لفصل محفظة الاحتياطي إلى شرائح مع أهداف مختلفة، فنحو 64 من البنوك المركزية التي استجابت للمسح الذي أعده صندوق النقد الدولي 2013 أن أكثر من 80% من المجهين أقاموا شريحتين أو أكثر¹، كما تمت الملاحظة من المسح أن استفادة الدول المتقدمة أقل من trenching من البلدان المرتفعة والمتوسطة الدخل أو البلدان منخفضة الدخل، وقد يعكس هذا حقيقة أنها قد لا تحتاج إلى الاحتياطات لأغراض التدخل المتكرر، و التركيز على المعايير الشاملة لمحافظهم الاستثمارية.

ويشار إلى هذه عادة باسم شرائح السيولة والاستثمار، ولكل شريحة لديها مبادئ استثمار توجيهية منفصلة، فشريحة استثمار احتياطات يمكن أن تدار مع التركيز بشكل أكبر على العائد دون المساومة على الأهداف الأساسية للسلامة والسيولة المتجسدة في شريحة السيولة، مع معايير محددة لكل شريحة تختلف إلى حد ما عبر البنوك المركزية، وبالتالي هناك اختلافات كبيرة في الاحجام النسبية لكل شريحة، ففي بعض الحالات، يتم تخصيص أقل من 10% من الاحتياطي إلى شريحة السيولة، بينما في حالات أخرى أكثر من نصف الاحتياطات.

6- تنوع الإطار المؤسسي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي : تقليدياً يتم تجميع احتياطات البلد من الصرف الأجنبي في محفظة عملات والتي تمتلك من طرف البنك المركزي لهدف التدخل في سوق الصرف الأجنبي، الذي يؤدي إلى التركيز على السيولة والأمان، ومع ذلك بالنسبة إلى البلدان التي يتجاوز فيها الاحتياطي بكثير حجم السيولة اللازم للتدخل ليس من الضروري أن توضع جميع الاحتياطات في ديون سيادية سائلة وآمنة، وبالتالي يمكن وضع جزء منها في هيئات منفصلة عن البنك المركزي²، كان هناك عدد من الحالات التي كانت تستخدم فائض احتياطات الصرف الأجنبي لإنشاء صندوق مستقل عن الميزانية العمومية للبنك المركزي مع تفويض mandate قوي للتركيز على العوائد والمعروفة الآن بصناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Funds (SWFs) وتشمل الأمثلة الحديثة مثل شركة استثمار الاحتياطات الصينية والتي بدأت عملاتها في نهاية عام 2007، وشركة استثمار الاحتياطات الكورية التي أطلقت في عام 2005، بالإضافة إلى ذلك، أدت المستويات المرتفعة لأسعار السلع وخاصة النفط، إلى نمو كبير في عدد من صناديق الثروة السيادية الأخرى التي تم إنشاؤها لتحقيق الاستقرار أو للحفاظ على الثروة للأجيال القادمة.

¹-السؤال الذي طرح في المسح: هل تقوم بتقسيم محفظة الاحتياطات إلى شرائح مع أهداف مختلفة؟

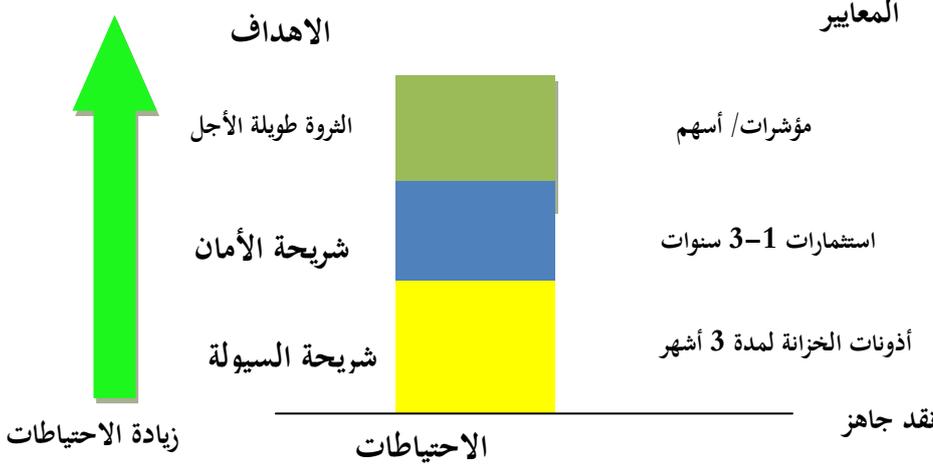
²- Angelika LAGERBLOM, **La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés**, Bulletin de la Banque de France ,N° 148, Avril 2006,p44

المطلب الثاني: شرائح الاحتياطات RESERVES TRANCHING

إن الخيار الثاني أمام البنوك المركزية في إدارتها لفوائض احتياطات الصرف الأجنبي هو إدارة الاحتياطي على أساس الآجال الطويلة أي أن تدار الاحتياطات في الميزانية العمومية للبنك المركزي على المدى الطويل¹، وغالبا ما يتم تقسيم الاحتياطي إلى شرائح ، فإدارة نمو احتياطات الصرف الأجنبي يستلزم وضع أهداف استثمارية لتحقيق عوائد إضافية، وأحد التحديات التي تواجه البنوك المركزية هو كيفية اتخاذ قرار بشأن هذه الأهداف ومن ثم اختيار المؤشر المناسب، الأمر الذي سيبيح التوزيع الأمثل للأصول لتوليد عوائد إضافية.

أولاً- تعريف شرائح الاحتياطات: تشير إلى عملية فصل احتياطات الصرف الأجنبي إلى محافظ متعددة (شرائح)، ويعكس كل منها أهداف محددة، وتتكون الشرائح المشتركة بين البنوك المركزية من ثلاثة محافظ: محفظة رأس المال العامل، محفظة السيولة، المحفظة الطويلة الأجل، وكل من هذه المحافظ قد تكون إما وحيدة أو متعدد العملات وفقا لتركيبية احتياطات البنك المركزي²، حيث نجد لكل شريحة محفظة مرجعية، وينبغي أن يستند تقسيم الاحتياطات (شرائح) إلى تحديد احتياجات المعاملات ومقابلة الالتزامات وكذا توفير الثقة في الأسواق، وتوليد دخل لتعويض تكلفة حيازة الاحتياطات، و تتمثل الاعتبارات التي تدخل في تقسيم الاحتياطات إلى شرائح في: الأفق الاستثماري، متطلبات السيولة، التسامح مع المخاطر *risk tolerance*، اعتبارات العائد، ومن بين الخطوات الرئيسية في فصل الاحتياطات إلى شرائح يجب تحديد الالتزامات المتوقعة، وتقديرات الالتزامات غير المعروفة المبينة على الاتجاهات التاريخية المرصودة، أما القضية الرئيسية هي الموازنة بين أهداف متضاربة هي السيولة و العائد (انظر الشكل 3-1) .

الشكل 3-1: الموازنة بين هدف العائد وهدف السيولة، تجزئة محفظة احتياطات الصرف الأجنبي



Source: UBS Global Asset Management, Newsletter for sovereign investors June 2012, Issue 3p4 .

¹ - يقتصر هذا البديل فقط على إدارة الاحتياطات داخل ميزانية البنك المركزي .

² - Lamido A. Yuguda, op-cit, p7.

حيث يمثل المربع الأصفر البنوك المركزية التي لديها كمية قليلة من احتياطات الصرف الأجنبي تبدأ في استثمار احتياطياتها، ومن هنا تركز عادة على الحفاظ على السيولة للتدخل في سوق الصرف، والهدف الاستثماري في هذا المستوى هو الحفاظ على رأس المال على مدى فترة زمنية قصيرة، وبالتالي فإن المؤشر المختار هو غالبا ما يكون اذونات الخزينة لمدة ثلاثة أشهر، النقدية، لیبور، وبنمو الاحتياطات لديها يزيد التركيز على كيفية تعظيم العوائد بدلا من مجرد التركيز على المحافظة على رأس المال¹، وكيفية الحصول على المزيد من العائدات من مجرد الاستثمار في اذونات الخزينة لثلاثة أشهر أو نقدا مع الحفاظ على رأس المال لا يزال ذا أهمية، لذلك تركز البنوك المركزية على استخدام مؤشر من سنة إلى ثلاث سنوات لشريحة من الاحتياطي (المربع الأزرق) مع الحفاظ أيضا على جزء أصغر في شريحة السيولة، وأخيرا مع استمرار الاحتياطي في النمو، تبدأ البنوك المركزية في التركيز على المدى الطويل (أي تعظيم الثروة الوطنية-المربع الأخضر)، فعند هذه النقطة البنوك المركزية تبدأ في الاستثمار في الأوراق المالية ذات الآجال الأطول، وفي فئات الأصول المختلفة المتضمنة أدوات الدخل الثابت، وحتى البدء في النظر خارج أدوات الدخل الثابت كالأسهم، والبدائل، والعملية، والعقارات، وصناديق التحوط.

وبمجرد تحديد الأهداف والقيود والحساسية إلى الالتزامات الضمنية، يمكن للبنك المركزي بناء الحدود الكفؤة لكل شريحة واختيار المفاضلات بين المخاطر والعوائد، فسيكون لكل شريحة حدود كفاءة مختلفة ولأن كل شريحة مختلفة عن الأخرى بسبب القيود الضمنية أو الالتزامات واضحة، هناك حاجة إلى أصول مختلفة لتناسب و الالتزامات المختلفة لكل شريحة.

ثانيا- التقسيم الذي اقترحه Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli 2012

يمكن فصل احتياطات الصرف الأجنبي إلى ثلاث شرائح رئيسية مختلفة²:

1- شريحة الاحتياطي: هي المحفظة التقليدية لاحتياطات البنوك المركزية في الأوقات العادية، و الهدف الرئيسي من محفظة البنك المركزي أو شريحة الاحتياطي التقليدية هي المحافظة على رأس المال، وضمان السيولة والحفاظ على سلة العملات المناسبة، وتنفيذ عمليات السوق و الحفاظ على ربط العملة، وغالبا ما اقترح حجم شريحة الاحتياطي لتكون على الأقل مساوية لمبلغ الدين الخارجي القصير الأجل و احتياطات تتجاوز ثلاثة إلى ستة أشهر للواردات من السلع والخدمات، فالمحافظة على رأس المال والسيولة هي أهداف أولية، في حين تعظيم العوائد هو هدف ثانوي .

¹ - Carine abdelnour, **Managing the Growth in International Reserves-Establishing Investment Objectives, Asset Allocation and Benchmark Selection**, **MANAGING THE GROWTH, PAPERS AND PROCEEDINGS**, DIC 2007, p307.

² - UBS Global Asset Management, **Newsletter for sovereign investors** June 2012, Issue 3p4 .

ويمكن القول أن الشريحة الاحتياطية لديها تخصيص بسيط للأصول، والذي يظهر في أهدافها الغالبة المتمثلة في السيولة والمحافظة على رأس المال، وبالتالي فإن مخصصات الرئيسية تتمثل في النقد والسندات الحكومية القصيرة الأجل انظر الجدول 3-3، ومع ذلك هناك ميزتين إضافيتين تستحقان التركيز، أولاً- إذا كان الهدف هو المحافظة على رأس المال من حيث القيمة الحقيقية، ينبغي النظر في استراتيجيات الحماية ضد التضخم ولعل أهمها السندات المرهونة بالتضخم Inflation linked bonds¹، ثانياً- الاحتياطيات التي تشمل عدة العملات بحاجة إلى إستراتيجية التغطية ضد خطر الصرف، فيمكن استخدام تحوط متحفظ في محاولة للحد من مخاطر العملة، بدلا من ذلك فإنه يمكن استخدام تحوط انتقائي من أجل الحفاظ على التعرض للعملات المقومة بأقل من قيمتها .

الجدول 3-3: أوزان مقترحة لفئات أصول شريحة الاحتياطي (%)

فئات الأصول	الوزن
السندات السيادية القصيرة الأجل	32
السندات السيادية اسمية/ حقيقية	11
قروض الدخل الثابت	7
النقد	50
المجموع	100

Source: Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, UBS Global Asset Management Asset Allocation for sovereign, June 2012, Issue 3,p6

2-شريحة الاستقرار: عبارة عن مجموعة من الأصول لتعويض التغيرات السلبية في الأسعار المتعلقة بالمصادر الأساسية للثروة واحتياطيات الصرف الأجنبي،و يجب أن تكون هذه الشريحة تحت الطلب ، وخصوصا في أوقات الحاجة لدعم شريحة الاحتياطي،ويمكن اعتبار محفظة الاستقرار كأصول إضافية يتم استدعائها في حالات البيئات السلبية مثل انخفاض أسعار السلع بالنسبة للبلدان المصدرة للموارد أو تقلص الفوائض نتيجة للتطورات الاقتصادية الكلية السلبية مثل الركود الاقتصادي في أسواق التصدير الرئيسية،وتراجع فائض الحساب الجاري،حيث لا يزال الحفاظ على رأس المال والسيولة من الأهداف الرئيسية، ولكن تعظيم عوائد إضافية هو هدف ثانوي،أما تكوين الأصول يجب أن يكون متلائما مع المخاطر التي تم تصميم شريحة الاستقرار من اجل التخفيف منها ،وكمثال بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط يجب أن يكون مزيج الأصول والعملية المثالي يرتبط سلبا مع انخفاض أسعار النفط .

1- تخصيص أصول شريحة الاستقرار: يجب أن تكون محفظة الاستقرار سائلة بما فيه الكفاية، كي تساعد في توفير بعض العائد،ومقارنة مع محفظة الاحتياطي يتم تخفيض مخصصات النقدية، ويقابل ذلك أساسا عن طريق زيادة في

¹ -السندات المرتبطة بالتضخم هي الأوراق التي تحمي القوة الشرائية للاستثمار للمزيد حول هذه الأداة انظر :

- Werner Krämer, **An Introduction to Inflation-Linked Bonds**, Lazard Asset Management ,Australia,22 March 2013.

مخصصات السندات الحكومية عالية الدرجة، هذا هو الاعتبار الأول المشترك لكلا المصدرين للسلع وغير السلع، في حين قد توفر الأسهم العالمية بعض الحماية للدول المصدرة للنفط عندما تنخفض أسعار النفط (انظر الجدول 3-4).

الجدول 3-4: أوزان مقترحة لفئات أصول شريحة الاستقرار (%)

فئات الأصول	الوزن - دول مصدرة للنفط -	الوزن - دول غ مصدرة للنفط -
السلع الأساسية باستثناء النفط	10	2
سندات عالمية حقيقية - اسمية	65	80
قروض الدخل الثابت	10	10
الأسهم الأمريكية	5	2
الأسهم العالمية	5	1
النقد	5	5
المجموع	100	100

Source: Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, UBS Global Asset Management Asset Allocation for sovereign, June 2012, Issue 3,p6

3-شريحة الادخار: يمكن لمحفظة الادخار ان تستثمر عادة على مدى فترة زمنية طويلة وتعطيما للعوائد (المعدلة حسب المخاطر)¹، وإلى جانب تعظيم العوائد هناك أهداف إضافية لشريحة الادخار يمكن اعتبار على سبيل المثال ضمان التزامات المعاشات التقاعدية للأجيال القادمة، وتعزيز تنمية الصناعات المحلية الطويل المدى، تنمية محددة، وتوزيع الثروة بين الأجيال .

1-تخصيص أصول شريحة الادخار:شريحة الادخار لديها عادة أهداف مختلفة تتراوح بين المحافظة على رأس المال و تنمية الثروة لأجيال المستقبل، ولها متطلبات سيولة أقل ، وبالتالي يمكن لهذه المحفظة الموجهة للنمو الاستثمار في فئات الأصول التي لم تكن مناسبة لمحافظة الاحتياطي و الاستقرار، وتنوع استثماراتها عبر مختلف فئات الأصول يساعد على زيادة توقعات العائد المعدل حسب المخاطر لهذه المحفظة ،حيث تشكل الأسهم و الاستثمارات البديلة الاغلبية نظرا لتحمل المخاطر العالية و الأفق الاستثماري الطويل الأجل (انظر الجدول 3-5).

¹- stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, **Asset Allocation for sovereign Institution** , UBS Global Asset Management,Newsletter for sovereign investors, Issue 3,June 2012, p4.

الجدول 3-5: أوزان مقترحة لفئات أصول شريحة الادخار (%)

الوزن	فئات الأصول
10	نقد /سندات
10	قروض الدخل الثابت
10	الأسهم العالمية
20	أسهم اقتصاديات الناشئة
12	صناديق التحوط
4	العقارات
2	البنية التحتية
30	الاسهم الخاصة
2	السلع
100	المجموع

Source: Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, UBS Global Asset Management Asset Allocation for sovereign, June 2012, Issue 3,p7

ثالثاً- التقسيم الذي اقترحه¹ Standard Chartered Bank 2014:

لتسهيل عملية فصل الاحتياطات إلى شرائح اقترح البنك إطاراً يتناسب مع احتياجات وتفويضات البنك المركزي ، ويركز هذا الإطار بشكل منهجي على ثلاثة شرائح السيولة /الواردات /الاستثمار ،فهو إطار يحاكي حاجات البنك المركزي لمطابقة الأصول بالخصوم ويوفر نموذج لتوزيع الأصول على المدى الطويل، فخلال الأزمة المالية العالمية تم مشاهدة أن هناك مستويات أكثر من الكافي من السيولة الوقائية تتجاوز احتياجات السيولة القصيرة الأجل ،فالتركيز على اعتبارات أكثر إستراتيجية مثل الواردات والاستثمار أصبح أكثر وضوحاً، فشريحة الاستيراد يجب أن تعمل كصمام أمان لشريحة السيولة ومطابقة للالتزامات الواردات الطويلة الأجل ،أما شريحة الاستثمار تعتبر كوقف endowment لأجيال المستقبل² .

1-شريحة السيولة:

تعمل على تغطية الالتزامات : 0-6 أشهر، وتعريف الالتزامات يعتمد على مضمون الخصوم والغرض من كل شريحة ضمن محفظة الاحتياطي، و هنا يتم التركيز على احتياجات الاستيراد والديون قصيرة الأجل. هدف الاستثمار: مطابقة الأصول والخصوم.

لقد كان التركيز الرئيسي لمديري الاحتياطات هو تلبية احتياجات السيولة على المدى القصير، والذي يعرف عادة باسم المعايير التقليدية لكفاية الاحتياطات، فمعظم البنوك المركزية الآسيوية وبعض البنوك المركزية

¹ - تشكل بنك ستاندرد تشارترد في 1969 من خلال اندماج بنكين منفصلين، بنك ستاندرد البريطاني جنوب أفريقيا، وتشارترد بنك في الهند وأستراليا والصين.

² - Callum Henderson and others, **Reserve management: A new strategic framework** ,Global Research ,Standard Chartered Bank, 30 April 2014,p4,5.

للاقتصاديات الناشئة خارج آسيا احتفظت باحتياطات أكبر بكثير من هذه المقاييس التقليدية، وأظهرت تجربة الأزمة المالية العالمية القيود العملية لهذه المقاييس، و أخذنا لهذا بعين الاعتبار، يوصي Standard Chartered Bank بمقاييس جديدة ومحسنة لتقييم كفاية الاحتياطي لشريحة السيولة: ' بقيمة غطاء الاستيراد لستة أشهر، غطاء قيمة الصادرات ستة أشهر، وغطاء 100٪ من الديون قصيرة الأجل لمدة 12 شهرا، و 100٪ غطاء محفظة للتدفقات الإجمالية لمدة 12 شهرا'.

2-شريحة الواردات:

تعمل على تغطية الالتزامات: 6-12 أشهر.

هدف الاستثمار: مطابقة الأصول والخصوم.

يوصي الإطار بأن تخصص البنوك المركزية احتياطات العملات الأجنبية لاستيراد الاحتياجات على المدى الطويل، أي التركيز على أفق 6 إلى 12 شهرا، ولا يشمل فقط أفق زمني أطول لتغطية الواردات، ولكن يأخذ في الاعتبار أيضا تغير اتجاه التجارة، ويجب تخصيص احتياطات البنوك المركزية في هذه الشريحة وفقا لمتطلبات الواردات الحالية مع توقعات الشركاء التجاريين الرئيسيين، ويتم استثمار الاحتياطات في شريحة الاستيراد في الأصول السائلة، هذا ما من شأنه أن يسمح للأصول أن تكون مطابقة لتغيير الخصوم .

3-شريحة الاستثمار: الهدف منها هو توليد مستوى مقبول من العائد، و المساهمة أكثر في إجمالي العائد لتحقيق أهداف محفظة الاحتياطات بأكملها، و يكون معيار المدة(الأفق الاستثماري) أطول من المحافظ الأخرى. ويمكن استثمارها في أي من الأدوات التي تناسب هدف المحفظة بما في ذلك الودائع لدى بنك التسويات الدولية اتفاقيات إعادة الشراء، سندات الخزانة والسندات عالية الجودة الائتمانية، والأوراق المالية للوكالات، والخيارات. ومع ذلك، فإن هذه الشرائح الاستثمارية لا تزال صغيرة، وتبقى السندات الحكومية المهيمن في فئة أصول الاحتياطات¹.

ويكون لشريحة الاستثمار أفق استثماري: < 12 أشهر وهدف استثماري: توليد عوائد مطلقة طويلة الأجل وأخيرا، يتعين على البنوك المركزية بتخصيص احتياطي العملات الأجنبية المتبقية لهم بعد حساب شريحة السيولة وشريحة الواردات على المدى الطويل لغرض توفير عوائد مطلقة طويلة الأمد للأجيال المقبلة، وينبغي النظر في الشريحة الاستثمارية للاحتياطات بشكل منفصل عن شرائح السيولة والاستيراد، ليس فقط من حيث الأفق الاستثماري، ولكن أيضا من حيث الأصول القابلة للاستثمار والسيولة المطلوبة، و بحكم التعريف، فإن التركيز على أعلى العوائد قد ينطوي على الاستثمار في الأصول ذات العوائد المرتفعة كأدوات الدخل الثابت والأسهم

¹ - International Monetary Fund, **Long-Term Investors and Their asset allocation: Where are They now?**, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, September 2011, ,p7.

والعملات و البدائل، كما أنه قد تنطوي على استخدام المديرين الخارجيين والتي لن تكون مناسبة لشرائح السيولة أو الاستيراد، حيث خبرة البنك المركزي نفسه ذات أهمية قصوى.

رابعاً-التقسيم الذي اقترحه صندوق النقد الدولي 2013 : يمكن أيضا أن تقسم هيئات إدارة الاحتياطي محفظة احتياطياتها إلى "شرائح" وفقا أهداف السيولة /الاستثمار/ ومتطلبات السياسة، ثم يتم تخصيص الأصول لكل شريحة¹:

1- "شريحة السيولة" تعكس احتياجات المعاملات و/ أو التدخل على أساس تقييم الحاجة المحتملة للطلب على السيولة، وهذه المحافظ عادة ما تكون استثماراتها في الأدوات الأكثر سيولة ونفورا من المخاطر، وذلك بهدف أن يكون هذا الجزء من الاحتياطيات متاحا.

وفي بعض الحالات يتم تقسيم شريحة السيولة إلى شريحة المعاملات وشريحة السيولة، حيث تعكس شريحة المعاملات الاحتياجات اليومية للمعاملات (يوما بعد يوم)، ومثل هذه المعاملات تكثر في بعض البلدان حيث يلعب البنك المركزي دورا هاما في تحديد سعر الصرف من خلال التدخل، أو عندما تتطلب الديون الحكومية بالعملة الأجنبية كثرة النفقات بالعملة الأجنبية.

2 - شريحة الاستثمار : الاحتياطيات التي يتم الاحتفاظ بها لتوفير مبلغ إضافي، ولكن هي أقل عرضة للاعتماد عليها، حيث يتم زيادة التركيز على العائد، وكذلك السلامة والسيولة.

و يمكن تحديد الحجم النسبي لكل شريحة كجزء من تقييم كفاية احتياطيات الصرف الأجنبي، ولكل شريحة معيارا منفصل يعكس أهداف مختلفة، وفي بعض البلدان، يستخدم tranching أيضا لتحسين رصيد الاحتياطي من مخاطر الصرف الأجنبي ومخاطر السوق، من خلال إنشاء محفظة أصول معينة لها خصائص تتطابق مع الخصوم الأجنبية المقابلة².

بصفة عامة يتكون الهيكل مشترك بين البنوك المركزية لعملية فصل الاحتياطيات إلى شرائح من ثلاث محافظ:

- محفظة أو شريحة السيولة أو شريحة الاحتياطي.
- المحفظة القصيرة الأجل أو صمام السيولة أو شريحة الاستيراد أو شريحة الاستقرار.
- المحفظة الطويلة الأجل أو شريحة الاستثمار أو شريحة الادخار.

¹- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، سبتمبر 2001، ص26.

²- José Viñals, **Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management**, INTERNATIONAL MONETARY FUND, February 1, 2013, 27

خامسا- نماذج بعض مديري الاحتياطات في إنشاء شريحة الاستثمار :

1- تجربة البنك المركزي الشيلي:

لأغراض إدارة احتياطات الصرف الأجنبي يتم تجميع الموجودات التي يتم استثمارها في محفظتين رئيسيتين: المحفظة الاستثمارية والمحفظة النقدية، وتشمل المحفظة الاستثمارية، والتي تعد الأكبر المحافظ، موجودات مالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل بالعملات الأجنبية، وتنقسم إلى محفظة السيولة على المدى القصير، ومحفظة السيولة على المدى المتوسط و محفظة التنويع، والهدف الرئيسي من محفظة السيولة على المدى القصير هو ضمان تغطية حصة المتبقي من الديون المصرفية قصيرة الأجل، وهو ما يعبر عنه إلى حد كبير بالدولار الأمريكي، وبالتالي فإن مدة محفظة أقل من سنة، ويقتصر الاستثمار على أدوات الدولارية عالية السيولة، ويستند حجم محفظة على احتياجات السيولة المتوقعة في حالة حدوث خلل في السوق (التوقف المفاجئ)، وإذا لزم الأمر يمكن زيادة حجمها عن طريق نقل الموارد من المحافظ الأخرى، وتهدف المحفظة السيولة المتوسطة الأجل لتغطية الميزانية العمومية للبنك المركزي، وحجمها أكبر وتفسير ذلك الحاجة إلى تغطية التزامات البنك، وترتبط مدتها بفترة الاستحقاق المتبقية لهذه الالتزامات، أما الغرض من محفظة التنويع هو زيادة العائد على احتياطي العملات الأجنبية، ويتضمن التكوين المرجعي لعملاتها من سبعة عملات ومدتها أطول.

- محفظة التنويع: هدفها هو تنويع المخاطر وزيادة العوائد وذلك لتقليل الفجوة القائمة بين تكلفة مطلوبات البنك المركزي والعوائد على استثماراتها، وتمثل هذه المحفظة 15% من المحفظة الاستثمارية، ويتكون مؤشرها مرجعي من 20% الين، 16% الفرنك السويسري، 15% جنيه إسترليني، 15% وون كوريا الجنوبية، 15% الرميني الصيني، 12% دولار نيوزيلندا، 7% دولار سنغافوري¹، وشمل هذا المعيار الأوراق المالية التي تصدرها اليابان وسويسرا والمملكة المتحدة وكوريا الجنوبية ونيوزيلندا و سنغافورة، مع استحقاق متبقي من خمس إلى عشر سنوات، وفي حالة الرميني المعيار هو الودائع المصرفية المقومة بالرميني لمدة ثلاثة أشهر المتداولة في الخارج و المدة المستهدفة من المحفظة حوالي 57 شهرا، بالإضافة إلى الصكوك المدرجة في المؤشر، يمكن إجراء الاستثمارات في أي أدوات وتشمل الودائع وشهادات الإيداع، والسحوبات المصرفية والكمبيالات والسندات الخصم، أوراق تجارية بمعدلات عائمة، أوراق التجارية اليورو والسندات والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري.

¹ - Central Bank of Chile, Management of Foreign Exchange Reserves at the Central Bank of Chile, 2012, P16.

2- تجربة البنك المركزي لجنوب أفريقيا: إن احتياطات الصرف للبنك المركزي لجنوب أفريقيا هي مقسمة عمليا إلى محافظ فرعية، والمعروفة باسم الشرائح لأغراض إدارة استثمار الاحتياطات¹:

أ- شريحة السيولة: الهدف الرئيسي لها هو الحفاظ على رأس المال، للوفاء بالتزامات السداد التشغيلية والمحتملة على المدى القصير بما في ذلك عمليات السحب غير المتوقعة.

ب- شريحة المخزن المؤقت Buffer: الهدف منها تسديد النقص في رأس المال العامل عند اللزوم.

ج- شريحة الاستثمار: الهدف منها تعزيز العائد على محفظة احتياطات الصرف وكذلك لتغطية الحالات الطارئة على المدى الطويل بما يتفق مع استقرار الاقتصاد الكلي والمالية العامة، مقسمة إلى جزء يتم إدارته من قبل عدد من مديري صناديق الاستثمار الخارجيين وجزء آخر يتم إدارته داخليا من قبل موظفي وحدة إدارة الاحتياطي، و من أجل تلبية الأهداف الثلاثة المتمثلة في المحافظة على رأس المال، السيولة والعائد، شهد بدء تنفيذ إستراتيجية تخصيص أصول جديدة، حيث تم خفض الشرائح إلى اثنين بدلا من ثلاثة، شريحتي السيولة و الاستثمار وكان هذا التغيير في الحقيقة مجرد تبسيط للهيكل والذي تقتضيه مختلف السيناريوهات باستخدام افتراضات نموذج Jean-Rancierre model² في تحديد الحجم المناسب لكل شريحة³.

في الواقع ومن الاعتبارات الرئيسية التي تدخل في تحديد الحجم النسبي لهذه الشرائح نجد الاحتياجات التاريخية مثل التدخلات فهي العامل الرئيسي لتحديد الحجم النسبي، بالإضافة إلى الالتزامات الصريحة للبنك المركزي بوصفها عاملا هاما في تحديد الحجم النسبي للشرائح، مما يدل على أهمية التحصين في استراتيجيات إدارة الاحتياطي، كما أن هدف العائد الإجمالي يشكل جزءا من القرار. وتماشيا مع هذا، فالبلدان المتوسطة الدخل والبلدان منخفضة الدخل تضع التركيز أكثر من الدول المتقدمة على الالتزامات الصريحة للبنك المركزي في تحديد الحجم النسبي لمخازنهم.

المطلب الثالث : التسديد المسبق للدين الخارجي كآلية لإدارة فوائض الاحتياطات

قد يبدو انه كلما ارتفعت احتياطات الصرف الأجنبي للبلد زاد الوضع استقرارا، لكن الاحتياطات لا تخلوا من تكلفة فهي عبارة عن أصول مالية وكثيرا ما تكون نادرة ويمكن استخدامها لأغراض أخرى وإحدى البدائل المتاحة، أن الحكومة تنظر إلى سداد الدين الخارجي باعتباره البديل المناسب أي التكلفة البديلة الصحيحة للاحتفاظ بالعملة الأجنبية كاحتياطي صرف، وذلك لان البلد يعطي الأولوية لسداد الدين.

¹ - **Reserves tranches** <https://www.resbank.co.za/Markets/ForeignReserves/Pages/default.aspx>

² - نموذج Jean-Rancierre model : افتراضات مختلفة بشأن احتمال توقف مفاجئ في تدفقات رأس المال لقياس كفاية الاحتياطات.

³ - Daniel Mminele, **the Standard Bank 5th African Central Bank Reserves Management Conference**, Sandton Sun Hotel, 05 November 2013,p5.

أولاً- السداد المبكر للدين الخارجي: تتمثل عملية السداد المبكر للدين الخارجي للبلد في عملية إعادة شراء الدين أو الدفع النقدي بشروط جديدة متفق عليها بين الدائن والمدين¹.

وعندما يتم شراء القيمة الاسمية للدين بخصم فإن الدفع المسبق يسمى إعادة شراء ويمكن للمدين أن يدخل السوق الثانوية ويشتري بسعر خصم².

فإعادة الشراء هي عملية تنطوي على شراء نقدي للديون القائمة في السوق الثانوية، وعادة تأتي موارد إعادة الشراء من احتياطات الصرف الأجنبي ولكن يمكنها أن تأتي من مصادر خارجية أخرى، ولهذا الغرض بالتحديد ومن أجل أن يكون المدين قادراً على استخدام احتياطاته من الصرف الأجنبي لتمويل إعادة الشراء فإنه يحتاج إلى موافقة كل دائنيه و من الأسباب الوجيهة لذلك هي:

- استخدام احتياطات الصرف الأجنبي في تمويل إعادة شراء الدين يمكن أن يضعف قدرة المدين في خدمة ديونه المتبقية .

- هناك مشكلة الخطر الأخلاقي يمكن للبلدان اتخاذ إجراء لخفض السعر الذي يتم تداول ديونها مما يسمح لهم بشراء ديونهم بسعر منخفض والتي تعتبر علاوة تشجع هذا السلوك.

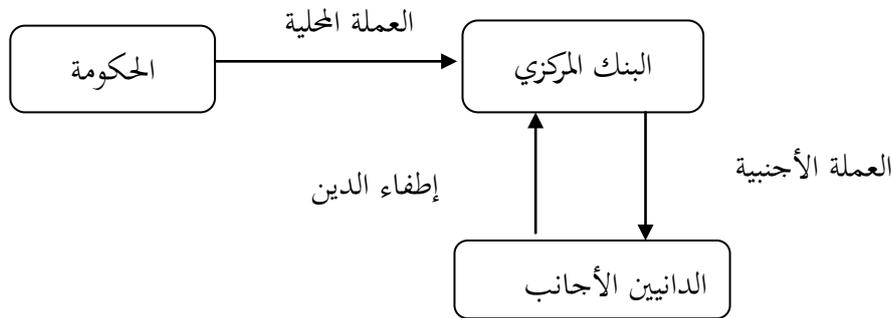
يتلخص أسلوب السداد المبكر في سداد المديونية الخارجية في قيام البلد المدين بشراء دينه من المصارف أو جهات دائنة أخرى، وعلى الرغم من أن هذا الدين القائم لم يستحق بعد، إلا أن البلد المدين يرغب في تخفيض رصيده من الدين الخارجي والأعباء المترتبة عليه عن طريق إعادة شراء هذا الدين وبالقيمة الاسمية له، والجدير بالذكر أن بعض الدول قد قامت باستخدام جزء من احتياطاتها من الصرف الأجنبي في إعادة شراء الديون الخارجية، وتتم العملية من خلال شراء الحكومة العملات الأجنبية من البنك المركزي مقابل العملات المحلية³. وفي إطار التفويضات الممنوحة للبنك المركزي من طرف الحكومة باعتباره وكيل مالي للحكومة ويدير دينها الخارجي، يقوم بتحويل هذه الأرصدة من العملات الأجنبية إلى الهيئات الدائنة، وبالتالي تمت عملية إطفاء هذا الرصيد من الدين الخارجي (انظر المخطط 3-1).

¹ - لهذه العملية عدة تسميات الدفع المسبق، الدفع المبكر، إعادة شراء الديون .

² - هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، سوريا، 2007، ص437.

³ - **Public Debt Strategy in Mexico**, 3rd OECD-China Forum on Public Debt Management and Government Securities Markets, September 2006, Beijing, China.p18.

المخطط 3-1: عملية السداد المسبق للدين الخارجي من خلال احتياطات الصرف الأجنبي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المراجع.

تتألف عمليات السداد المبكر للدين الخارجي من إعادة شراء الدين أو السداد المسبق له بشروط متفق عليها بين المدين والدائن، أي إطفاء الدين مقابل سداد مبلغ نقدي متفق علي بين المدين والدائن، وعندما تنطوي العملية على خصم كنسبة من القيمة الاسمية للدين يشار إلى عمليات السداد المبكر للدين باعتبارها إعادة شراء الدين¹ ويمكن أن يكون السداد المبكر للدين مدفوعاً بحاجة المدين إلى تخفيض تكاليف حافظة الديون من خلال الاستفادة من الأداء الاقتصادي أو أوضاع السوق الموازية في إعادة شراء الدين أو لأغراض ميزان المدفوعات .

ثانياً-عمليات الدفع المسبق²: يمكن إجراء الدفع المسبق بطريقتين³ :

-بالقيمة الاسمية: ويقترح البلد المدين تنفيذ سداد دينه بالقيمة الاسمية، والقيمة الاسمية للدين هي المبلغ المقترض ناقص أقساط أصل الدين التي تتحقق بالفعل، وبعبارة أخرى رأس المال المتبقي، وهذا المبلغ يعتمد على سداد أصل الدين ولكن لا يعتمد على سعر الفائدة للعقد أو الفائدة الحالية.

- السداد المبكر بالقيمة السوقية: يقترح البلد تنفيذ سداد دينه بالقيمة السوقية ويتم تعريف القيمة السوقية بصافي القيمة الحالية (NVP) *valeur actualisee net*، ويتم احتساب صافي القيمة الحالية عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية من خلال تطبيق معدل خصم يساوي مجموع معدل الخصم الخالي من الخطر وعلاوة الخطر السيادي، والقيمة السوقية للديون قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحالية (دولار اليوم ليس كدولار الغد)، وتعرف كتالي⁴ :

¹ - صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الملحق الثاني، إعادة تنظيم الدين والمعاملات المرتبطة بها، الطبعة السادسة، 2009، ص 205 .

²- **Early repayment operations. Operation de remboursement anticipé.**

³ - CLUB DE PARIS, **RAPPORT ANNUEL**, France, 2006, p17.

⁴ - Laurent DANIEL Arnaud MANAS, **Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement**, Bulletin de la Banque de France • N° 152 • Août 2006, p46.

$$S_T = \underbrace{\sum_{j=1}^d \frac{qK}{(1+r)^j}}_{\text{Paiement des intérêts}} + \underbrace{\frac{K}{(1+r)^d}}_{\text{Remboursement du capital}}$$

$$S_T \approx K + K(q - r)d$$

حيث : q معدل الفائدة العقد / r معدل فائدة السوق / d المدة المتبقية K / راس المال

1-عمليات السداد المسبق في إطار نادي باريس:

بعد اتفاقات إعادة الجدولة التقليدية وإلغاء الديون، ونظرا للتطورات الموازية لبعض البلدان المدينة، قاد نادي باريس¹ في أواخر التسعينات 1990 إلى إبرام اتفاقات الدفع المسبق، وبمجرد التغلب على الصعوبات المالية ببعض البلدان المدينة، أرادت سداد هذه الديون الطويلة الأجل مقدما، ويتطلب هذا إجماع من قبل دائني نادي باريس²، أي احترام التضامن بين الدائنين من قبل نادي باريس، ولهم الخيار في المشاركة في العملية ومن أهم هذه العروض³:

- تم قبول العرض المقدم من جمهورية مقدونيا المتعلق بالدفع المسبق وإعادة جدولة الدين بموجب الاتفاق 24 يناير 1995 وبلغت الديون المستحقة في عملية الدفع المسبق 10 مليون دولار وقد قرر جميع الدائنين لمقدونيا المشاركة في العملية .

- قدمت البيرو أيضا عرضا وكانت أول عملية دفع مسبق في 23 ماي 2005 وبلغ الدين المستحق 2.5 مليار دولار واختار جميع الدائنين بنادي باريس المشاركة في العملية .

- قامت الأردن بعملية دفع مسبق في 18 أكتوبر 2007 لديونها بالقيمة السوقية وبلغت قيمة الدفع 2.5 مليار دولار وشارك فيها جميع الدائنين. وتم احتساب القيمة السوقية على أساس صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ومولت هذه العملية من إيرادات العملة الصعبة المتأتية من الخصخصة .

- العرض المقدم من طرف الغابون لدفع مسبق لديونها بالقيمة السوقية وقبل الدائنون بنادي باريس في 18 جويلية 2004 المشاركة في العملية وبلغت قيمتها 2.5 مليار دولار .

¹ - الأعضاء الدائمين في نادي باريس هم 19 بلدا: ألمانيا، أستراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، الدانمارك، إسبانيا، الولايات المتحدة الأمريكية فنلندا، فرنسا، إيرلندا، إيطاليا، اليابان، النرويج، هولندا، المملكة المتحدة، الاتحاد الروسي، السويد، سويسرا .

² - على العكس من نادي لندن تنعدم السيولة الخاصة بنادي باريس، وليس هناك سوق للتفاوض.

³ - CLUB DE PARIS, RAPPORT ANNUEL, France, 2007, p.18

ثانيا-العوامل المفسرة لتطور عمليات السداد المبكر للديون الخارجية :

شهدت السنوات الأخيرة عمليات سداد مبكر لديون لنادي باريس ،ومن العوامل المفسرة للاهتمام المتزايد بهذه العمليات نجد:

- قد مكن التنفيذ الناجح للإصلاحات الاقتصادية لبعض الدول لمغادرة الوضع الاقتصادي الصعب الذي أدى إلى إعادة جدولة ديونها من قبل نادي باريس .
- انخفاض أسعار الفائدة في أمريكا وألمانيا إلى اقل من 5% ابتداء من سنة 2003.
- في بعض البلدان الزيادة الكبيرة في أسعار السلع الأساسية وخاصة النفط أدى إلى تراكم كبير في احتياطات الصرف الأجنبي ،ولتخفيض تكلفة الفرصة البديلة لهذه الاحتياطات قررت هذه الدول إجراء عمليات الدفع المسبق .
- الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية ووضع السوق الوطنية الموازية نسبيا أدى ببعض الدول لإعادة تمويل ديونها لدى نادي باريس .

ثالثا- مردودية الدفع المسبق للدين الخارجي : استخدمت عدة بلدان نفطية التحسن المالي لدفع ديونها الخارجية باعتبار أن الثروة النفطية هي فرصة للخروج من دورة الديون الخارجية¹ ، وللحكم على مردودية هذا القرار من قبل الحكومات يجب حساب التكلفة البديلة والتي تتحدد بأنها تكلفة الوحدة الواحدة من الاقتراض الأجنبي للبلد ناقص ما يكسبه من استثمار الاحتياطات في أصول سائلة قصيرة الأجل مثل سندات الخزنة الأمريكية لمدة 3 اشهر،ومن أهم هذه الحالات المبررة اقتصاديا حالة سلطنة عمان ،التي قررت السداد المبكر لديونها الخارجية،حيث كان معدل الفائدة على الديون الخارجية بحوالي 5.5٪، وهو معدل أعلى بكثير من أن العائد على الأصول المالية الموظفة في اذونات خزنة أمريكية ،انظر الجدول-3-6 أدناه.

الجدول 3-6-: المقارنة بين معدلات الفائدة:(%)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004
معدل الفائدة اذونات الخزينة الأمريكية	6	5	4.6	4.2	4.3
معدل الفائدة للدين الخارجي	5.2	5.4	4.7	4.8	5

Source : Abdelkader Derbal **Le management des revenus provenant de ressources naturelles et les fonds de souveraineté**,2008. P4.

¹ - Paul Toungui.,**Dépenser ou épargner?** Finances & Développement ,Décembre 2006,p40.

المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة فائض الاحتياطات

نتيجة للفوائض المالية المستمرة والكبيرة في موازين مدفوعات العديد من الاقتصاديات الآسيوية والبلدان المصدرة للنفط، تراكمت لدى البنوك المركزية لهذه الاقتصاديات أصول مالية أجنبية وبلغت مستوى يوفر مقدار كافياً من هامش الأمان في مواجهة الصدمات الخارجية (احتياطي كافي)، ونظراً لمحدودية الطاقة الاستيعابية لهذه الدول والتسديد المسبق لديونها الخارجي، وبدلاً من مواصلة الاستثمار المتحفظ من خلال تراكم احتياطات الصرف الأجنبي قامت الكثير منها بتحويل تلك الأصول إلى صناديق ثروة سيادية، وسنقوم بدراسة هذه الآلية من خلال التطرق إلى النقاط التالية: ماهية صناديق الثروة السيادية وأنواعها وأهدافها، الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، ودراسة بعض التجارب حول شركات استثمار الاحتياطات.

المطلب الأول: أدبيات صناديق الثروة السيادية

بدأت صناديق الثروة السيادية في الظهور بعد طفرة في أسعار السلع مثل النفط وكذلك الطفرة الواسعة في الصادرات كالصين، والتي تلتها تراكمات مرتفعة في الاحتياطات الدولية، وتركت هذه الفوائض المرتفعة في موازين المدفوعات جدلاً واسعاً حول السياسات الأساسية السليمة التي ينبغي اعتمادها للتعامل مع تلك التراكمات المالية السيادية والتي منها إدارة سعر الصرف أي المستوى المطلوب من المرونة في سعر الصرف والمستوى الأمثل من احتياطات الصرف الأجنبي الذي يجب امتلاكه¹، ومن ثم بدأت تتضح لصناع السياسات الاقتصادية بعض الأهداف والتي يعتقد بأنها مثلى (optimal) مثل سعيهم إلى تعزيز العائد على احتياطات الصرف الأجنبي ومواجهة التزامات التقاعد واستقرار الإيرادات العامة واستثمار الأصول لتلبية الأهداف المحلية .

اولاً- تعريف صناديق الثروة السيادية: لقد تعددت وتباينت التعاريف المقدمة لصناديق الثروة السيادية، إنمضطلع صناديق الثروة السيادية لم يكن قد ابتكر بعد إلا في سنة 2005 من قبل Andrew Rozanov حينما طرح فكرة: 'من الذي يملك ثروة الأمم؟'².

1- يلخص تقرير خاص أعده دويتشه بنك السمات المميزة لصناديق الثروة السيادية على النحو التالي³:

¹ - مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية تقيّم أولي لتجربة صندوق التنمية العراقي،: المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 16، 2008، ص1، 2.

²- Andrew Rozanov, "Who Holds the Wealth of Nations," Central Banking Journal, VolNo.4, 2005pp. 52-57.

³ - جون فرانسوا سيزنيك، صناديق الثروة السيادية لدول الخليج، الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج، تقرير موجز رقم 3، مركز الدراسات الدولية والإقليمية قطر 2012، ص7.

- السيادية ، إدارة منفصلة بعيدا عن احتياطات الصرف الأجنبي للبنك المركزي ،التعامل بقدر كبير مع العملات الأجنبية ، عدم وجود مسؤولية قانونية واضحة ، قدرة أكبر على تحمل المخاطر ،أفق استثماري طويل الأجل ، احتمالية التعامل في استثمارات استراتيجية لتعزيز مردود ذلك على الدولة.

2- يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنها: صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول وتتولى توظيفها وإدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات ،أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية ، أو عائد الخصخصة ، أو فوائض المالية العامة ،أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية ،أو كل هذه الموارد مجتمعة¹.

ويستبعد من هذه الصناديق الأصول التي تحتفظ بها البنوك المركزية لغرض تمويل العجز المؤقت في ميزان المدفوعات (الاحتياطات الوقائية)، وأصول المؤسسات المملوكة للدولة بالمفهوم التقليدي ،وصناديق التقاعد الحكومي ،والأصول التي تدار لصالح الأفراد.

3- وتعرفها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على أنها "مجمع أصول مملوك ومدار بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية وتمول هذه الصناديق من احتياطات الصرف الأجنبي ،إيرادات الموارد الناضبة كالنفط مثلا ،ومن الضرائب و المداخل الأخرى ،ولها أهداف عدة منها تنويع الأصول لتحقيق عائد أعلى على احتياطات الصرف الأجنبي، والاحتياط للتقاعد مستقبلا، والاحتياط للأجيال القادمة عند نضوب الموارد، ترتيبات لاستقرار الأسعار، ترقية التصنيع، ترقية الأهداف الاستراتيجية والسياسية"².

4- وتعرفها الخزانة الأمريكية بأنها وسائل استثمار مملوكة للحكومات يتم تمويلها من النقد الأجنبي ،وتدار بشكل مستقل عن احتياطات الصرف الأجنبي المملوكة للسلطات النقدية³.

5- ويعرفها الاقتصادي Truman من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي بأنها :مجمع مستقل من الأصول المالية المملوكة وتحت تصرف الحكومات والمتضمنة الأصول الدولية لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة⁴.

¹- **Sovereign wealth funds -Generally Accepted Principles and Practices**, The International Working Group of Sovereign Wealth Funds, International Monetary Fund, October 2008, p27.

²-Blundell-Wignall,A.,Y.HuandJ.Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, Working Papers No.14,OECD Publishing, France, 2008, p 4.

³- Lowery, Clay. **Sovereign Wealth Funds and the International Financial System**. Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco's Conference on the Asian Financial Crisis Revisited. Washington:US Treasury. June 21 2007.

⁴-Edwin.M.Truman, **A Blueprint For Sovereign Wealth Fund Best Practices Policy**, Peterson Institute, .Number 03,2008,P:01

6- ويعرفها **Steffen Kern** : على أنها كيانات عامة تملك وتدير صناديق مالية عامة وتستثمر في العديد من الأصول ومصدر أموالها إما فوائض الموازنة العامة أو فائض احتياطات الصرف الأجنبي¹ .

7-أوردت مؤسسة **Morgan stanly** أن تعريف صندوق الثروة السيادي يحتاج إلى خمسة مقومات أساسية: السيادة، عملة دولية، التزامات محدودة أو ليس لها التزامات، مخاطر عالية، استراتيجية استثمارية طويلة الأجل² . فمن الصعب العثور على تعريف واحد يناسب جميع الصناديق السيادية³، وتشارك العديد من التعاريف في شرط السيطرة الفعلية للحكومة على الصناديق فهي أنواع مختلفة من الترتيبات يمكن استيعاب مفهومها في ما يلي: "صناديق الثروة السيادية هي صناديق الاستثمار المملوكة للحكومة و التي أنشئت من أجل مجموعة متنوعة من أغراض الاقتصاد الكلي، و تمول عادة من قبل نقل أصول النقد الأجنبي من البنك المركزي و التي يتم استثمارها في المدى الطويل في الخارج " .

هناك ثلاثة عناصر مفتاحية لتعريف صناديق الثروة السيادية: الملكية تكون مملوكة للحكومات السيادية، الاستثمارات طويلة الأجل إدارة صناديق الثروة السيادية تدار بخلاف إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، الأهداف والغايات هي تعظيم العائد وأهداف أخرى ،

ثانياً- تصنيف صناديق الثروة السيادية: إن صناديق الثروة السيادية هي كيانات ذات غرض خاص تمتلك من طرف الحكومات للاحتفاظ بالموجودات الأجنبية لأغراض الآجال الطويلة وهذا التعريف يقودنا إلى طرح مسألتين مهمتين⁴ :

- الأولى: تتعلق بمصادر أموال صناديق الثروة السيادية.

- الثانية تتعلق بفهم السياسات المعتمدة من طرف هذه الصناديق.

ومن خلال ما سبق يمكننا تقسيم صناديق الثروة السيادية حسب الغرض من إنشائها وحسب مصدر أصولها :

¹-Gilles MORISSON, **LES FONDS SOUVERAINS PROBLÉMATIQUE ET ENJEUX PERSPECTIVES POUR L'AFRIQUE SUB-SAHARIENNE**, DOCUMENT PÉDAGOGIQUE INSTITUT BANCAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL ,BANQUE DE FRANCE, N° 1 – Octobre 2008,p3.

²-Stephen Jen, "**Currencies: How Big Can Sovereign Wealth Funds Be by 2015.**" Morgan Stanley Research Global, May 3, 2007. p2.

³- نجد في بعض الدراسات ادراج أصول مؤسسة النقد السعودية كصندوق سيادي ،وصندوق ضبط الإيرادات كصندوق سيادي .

⁴- مظهر محمد صالح، مرجع سبق ذكره ،ص،3.

1- حسب الغرض من إنشائها: يشير تقرير الاستقرار المالي العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي إلى انه يمكن التمييز بين صناديق الثروة السيادية حسب الغرض من إنشائها إلى ما يلي¹:

أ- **صناديق الاستقرار (Stabilization Funds)** والتي تهدف إلى حماية ميزانية واقتصاد البلد من تدبذبات الأسعار في السلع الأساسية مثل النفط، ومثال ذلك صندوق الاستقرار الروسي.
 ب- **صناديق الادخار للأجيال القادمة (Saving Funds for future génération)** والتي تهدف إلى تحقيق العدالة التوزيعية بين الأجيال، حيث يتم تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً، ومثال ذلك صندوق الكويت للأجيال القادمة .

ج- **شركات استثمار الاحتياطات (Reserve investment corporations)** يتم إنشائها لزيادة العائد على الاحتياطات، أي تخفيض تكلفة حيازة أصول مالية أجنبية تزيد عن المستوى الكافي، ولا تزال أصول هذه الشركات تحسب ضمن احتياطات الصرف الأجنبي لتوفر شرط ملكيتها من طرف البنوك المركزية، ومثال ذلك شركة استثمار الاحتياطات الصينية .

تعد هذه الشركات بمثابة كيان منفصل، ووظيفته الأساسية خفض التكاليف الناجمة عن الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي عن طريق مواصلة سياسات الاستثمار في الآجال الطويلة ذات العوائد العالية، وتعد هذه الترتيبات ضمن احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية على الرغم من انخفاض سيولتها وارتفاع درجة مخاطرتها بسبب تفضيل هذه الصناديق للعائد المرتفع على السيولة².

د- **صناديق التنمية (Development funds)** تساعد هذه الصناديق على تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاع نشاط ما، والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني .

هـ- **صناديق احتياطات طوارئ التقاعد (Pension reserve funds)** بحيث تغطي هذه الصناديق الالتزامات الطارئة غير المحددة في موازنة الدولة، ويكون مصدرها من غير اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد. رغم أهمية هذا التصنيف إلا انه يجب توخي المرونة في استخدام هذا النظام الفئوي نظراً لان أهداف الصناديق السيادية قد تكون متعددة ومتداخلة أو قد تتغير بمرور الوقت ومثال ذلك أن بعض صناديق استقرار المالية العامة قد تطورت لكي تصبح صناديق ذات أهداف ادخارية، لان الاحتياطات المتراكمة تجاوزت على نحو متزايد المبالغ المالية اللازمة لتحقيق الاستقرار على المدى القصير في المالية العامة أو الحد من تأثير التدفقات العملات الأجنبية الداخلة .

¹ - International Monetary Fund, **Global financial stability report " s w F " , October 2007,P227.**

² - مظهر محمد صالح قاسم، **السياسة النقدية للعراق بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم، البنك المركزي العراقي**، بغداد، نيسان 2012، ص167.

إن تنوع أهداف الصناديق إنما يعني اختلاف أفاق الاستثمار والموازنة بين العائد والمخاطر، وهو ما أدى إلى إتباع مناهج متباينة في إدارة هذه الصناديق التي تتوخى أهداف استقرار المالية العامة وتؤكد بدرجة أكبر على السيولة وتكون أفاقها الاستثمارية قصيرة الأجل بالمقارنة مع صناديق الادخار، وتكون احتياجاتها من السيولة أقل نسبياً، وقد أعادت الكثير من البلدان النظر في أهداف الصناديق السيادية التي تمتلكها وأعدت تصميم هياكلها لتوسيع نطاق السياسات والأهداف الاستثمارية الخاصة بها¹.

2 - حسب مصدر أصولها: أما حسب مصدر أصولها أو دخلها فتصنف إلى²:

أ- صناديق سلعية (Commodity funds): تنشأ في العادة من خلال الصادرات السلعية التي تملكها الحكومة أو ضرائب تفرضها الحكومة، وتخدم أغراض مختلفة كتحقيق الاستقرار في الإيرادات المالية والادخار للأجيال القادمة، تعقيم ميزان المدفوعات، تنويع احتياطات الصرف كروسيا، التنويع الاقتصادي كالإمارات، الإنصاف بين الأجيال كالكويت و النرويج، ونظراً للارتفاع الحاد في أسعار السلع الأساسية العديد من الصناديق لأغراض الاستقرار تحولت إلى صناديق ادخار .

ب- صناديق غير سلعية (Non-commodity funds): تنشأ في العادة من خلال نقل الأصول من احتياطات الصرف الأجنبي وذلك لخفض تكلفة حيازة احتياطات الصرف الأجنبي أو قد يكون مصدرها عائدات الخصخصة أو تحويلات أخرى³، وتخدم أغراض مختلفة تنويع احتياطات الصرف الأجنبي كالصين، التنويع الاقتصادي سنغافورة، الكفاءة الاقتصادية الصين، سنغافورة.

وهناك ثلاثة فروقات أساسية بين هذين النوعين من الصناديق انظر الجدول 3:

- هيكل الأصول والخصوم: تعتمد الصناديق السلعية غالباً على العملات الأجنبية التي تعود مباشرة إلى الحكومة بحيث لا يتم تحويل العملات الأجنبية إلى عملة محلية وليس من الضروري تنقيدها، أما الصناديق غير السلعية تنشأ أصولها من التدخل في سوق الصرف الأجنبي ويتم تعقيم الكثير منها عادة، وصافي العائد على هذه الأصول يعتمد على الفرق بين ما يدره استثمار هذه الاحتياطات وتكلفة التعقيم .

- الفرق الثاني يكمن في كيفية تخصيص الأصول الاحتياطية وأصول صناديق الثروة السيادية : اختار مصدري السلع عادة صناديق الثروة السيادية في حين أن البلدان الآسيوية اختاروا احتياطات الصرف الأجنبي إلا أن

¹-S. Das, Adnan Mazarei, and Han van der Hoorn, **Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymaker**, International Monetary Fund, IMF Publication, Washingtons, 2010, p60-61.

²- Helmut reisen, **How to spend it commodity and non-commodity sovereign wealth funds**, policy brife n° 38, OECD, France, 2008, P10.

³- **SOVEREIGN WEALTH FUNDS**, MARCH 2013, THE CITY UK RESEARCH CENTRE

هناك استثناءات: فسنغافورة أنشئت شركة استثمار حكومية في 1981 وروسيا قامت بإنشاء صندوق استقرار النفط في 2003.

- الفرق الثالث يكمن في خطوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي: الدول المصدرة للنفط تقوم أساساً بتحويل أصول حقيقية في باطن الأرض إلى الأصول المالية وإذا بقيت أسعار النفط مرتفعة من المرجح للحكومات أن تراكم أصول احتياطية بعد تنفيذ الخطط الاستثمارية، أما تراكم الأصول في الصناديق غير السلعية يعتمد بشكل كبير على مدى نجاح الأسواق الناشئة في التحول إلى زيادة مرونة أسعار الصرف، انظر الجدول 3-7.

الجدول 3-7:- الفرق بين الاستثمارات السيادية

الاحتياطات الدولية للسيادية	صناديق الثروة السيادية	الاحتياطات الدولية للبنوك المركزية	صناديق الثروة السيادية من الاحتياطات الدولية
الأهداف	- الوقاية - كتيبة لإدارة أسعار الصرف.	تسوية اثر أسعار السلع عبر الدورة المالية أو الاحتفاظ بها للأجيال القادمة	تخفيض تكلفة حيازة الاحتياطات .
الاستثمار	السيولة	مدة طويلة وتحفظية وخطر منخفض والتنوع .	مدة طويلة وتحفظية وخطر منخفض والتنوع
الميزانية	الأصول: أدوات الدخل الثابت . الخصوم: نقديات وسندات التعقيم.	الأصول: أدوات الدخل الثابت ، الأسهم الخاصة ، الودائع ، الأسهم . الخصوم: رأس المال .	الأصول: الأسهم وأدوات الدخل الثابت . الخصوم : ديون بالبنك المركزي.

sours: Enrique alberolo and José Maria serena, **sovereign external assets and the resilience of global imbalances**, documentos de trabajo 2008 bankode espnia, n:0834 p17 .

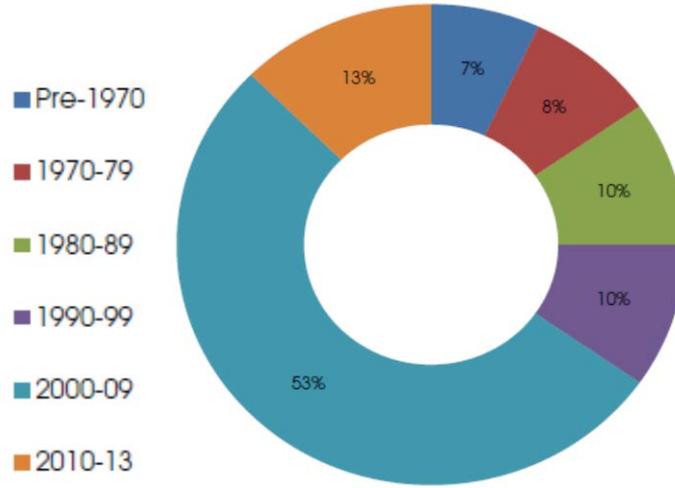
ثالثاً- نشأة صناديق الثروة السيادية: إن صناديق الثروة السيادية قائمة منذ عدة سنوات وترجع نشأتها إلى عقد الخمسينات من القرن الماضي، وأول صندوق سيادي هو هيئة الاستثمار الكويتية¹، والمعروف سابقاً بصندوق الأجيال القادمة، المنشأ في 1953 لاستثمار مداخيل النفط، وتخفيض نسبة الارتباط به²، وقد شهدت هذه الصناديق نمواً مزدهراً خلال السنوات العشرين الماضية، إذ حدث ارتفاع كبير في عدد هذه الصناديق ابتداءً

¹-**The Brave New World of Sovereign Wealth Funds**, Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania, 2010, P14.

² بعض الدراسات لترومان تبين أن أقدم صندوق سيادي هو: صندوق التقاعد لولاية كاليفورنيا California Public Employees' Retirement System (CalPERS)، لكن هذا الصندوق ليس سيادياً لأنه: لا يتم التحكم فيه مباشرة من طرف الحكومة، لا يتم فيه إدارة الأصول المملوكة من طرف الحكومة، المستفيدين من الصندوق هم عمال القطاع العام وليس ولاية كاليفورنيا، للمزيد حول هذا الموضوع انظر: December 2008, Number 8-21A shby H.B. Monk **IS CalPERSA SOVEREIGN WEALTH FUND?**

من سنة 2000 انظر الشكل 3-2، وجاء تنامي هذه الصناديق نتيجة للفوائض في الحساب الجاري التي سجلتها الدول المالكة للصناديق الثروة السيادية، وترجمت هذه الفوائض إلى فوائض في الإيرادات العامة نتيجة انخفاض الطاقة الاستيعابية وإلى تراكم سريع في احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية، انظر الجدول 3-8.

الشكل 3-2: توزيع صناديق الثروة السيادية حسب سنوات التأسيس.



.Source: 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review

يبين الشكل 3-2 أن هناك زيادة كبيرة في عدد صناديق الثروة السيادية منذ سنة 2000، حيث تم إنشاء 53% من صناديق الثروة السيادية بين سنتي 2000 و 2009، وهي نسبة أعلى بكثير مما كانت عليه في كل العقود السابقة، وكان هناك بالفعل إنشاء لعدد جديد من صناديق الثروة السيادية منذ سنة 2010 كالصندوق السيادي لأنغولا في سنة 2012، ومن المتوقع أن يكون هناك المزيد من صناديق الثروة السيادية ستطلق على مدى السنوات القليلة المقبلة، كبوليفيا والهند.

الجدول 3-8: بعض صناديق ثروة سيادية مختارة ديسمبر 2014

البلد	الصندوق	الأصول	سنة التأسيس	المصدر	نوع الصندوق
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي العالمي	893	1990	سلي	ادخار + استقرار + احتياطي تقاعد
الإمارات العربية م	هيئة الاستثمار أبو ظبي	773	1976	سلي	ادخار
الصين	شركة الاستثمار الصينية	652.7	2007	غ سلمي	شركة استثمار الاحتياطات
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	548	1953	سلي	ادخار + استقرار
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية	320	1981	غ سلمي	ادخار + شركة استثمار الاحتياطات

ليبي	هيئة الاستثمار الليبية	66	2006	سلي	ادخار
نيجيريا	هيئة الاستثمارات السيادية النيجيرية	1.4	2012	سلي	استقرار + ادخار
كوريا ج	شركة الاستثمار الكورية	84.7	2005	غيرسلي	شركة استثمار الاحتياطات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير معهد صناديق الثروة السيادية .

المطلب الثاني: الإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية

إن أول القضايا التي تواجه صناع السياسات الاقتصادية في البلد هي تحديد ما إذا كان ينبغي إنشاء صندوق ثروة سيادي أم لا لتلبية أهداف سياساتها، فإن هناك عدة تساؤلات يمكن أن تطرح وهي: تحديد ما إذا كان للبلد مستوى كافي من احتياطات الصرف الأجنبي، كذلك إقرار مسألة ما إذا كانت تستخدم أصول الصندوق السيادي لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات، وكذلك ثمة مسألة مهمة ذات صلة وهي البدائل الأفضل لإنشاء صندوق سيادي، بالإضافة إلى المسألة التي تتعلق بالترتيبات المؤسسية والتي غالباً ما يتم تجاهلها¹، فإطار حوكمة يعطي مؤشرات لتحديد الهيئات التي تحدد الأهداف والتسامح مع المخاطر والأهداف التشغيلية والمبادئ التوجيهية للاستثمار.

اولاً- إنشاء صندوق ثروة سيادي: كما ذكرنا سابقاً فإن بعض صناديق الصادرات السلعية موجودة منذ عدة عقود، والهدف منها هو إدارة جزء من عائدات النقد الأجنبي للبلد، وفي الآونة الأخيرة أنشئت عدة دول العديد من الصناديق السيادية باستخدام الفوائض المالية المتراكمة و احتياطات الصرف الأجنبي الفائضة، وبالرغم من هذه التجارب فلا توجد لحد الآن نماذج نظرية لاتخاذ قرار إنشاء صندوق سيادي من عدمه، إلا انه يمكن التطرق إلى وجهات النظر التالية²:

1- من وجهة نظر إدارة الأصول والخصوم وإدارة الدين العام: من الناحية المثالية يجب على الحكومة أن تتناول الميزانية العامة بشكل كامل، وتحديد جميع الموجودات والمطلوبات المالية بما في ذلك القيم السلعية في باطن الأرض والمداحيل الضريبية المستقبلية ومن ثم يمكن تحسين هذه الخيارات وتخصيص الأصول على هذا النهج .

2- من وجهة الممارسات العملية للحكومات: الكثير من الحكومات أنشئت صناديق ثروة سيادية على أكثر من أساس، فمتى نصل إلى المستوى الحرج لميزان المدفوعات أو فوائض مالية، وهذا ما يفسر في جزء كبير منه في بروز صناديق الثروة السيادية بعد حدوث طفرات في أسعار السلع الأساسية مثلاً خلال السبعينات ومرة أخرى في السنوات القليلة الماضية .

¹ بعد نشر مبادئ سانتياغو لحوكمة صناديق الثروة السيادية تم تدارك الإطار المؤسسي للصندوق.

²-Udaibir S. Das, **Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations**, IMF Working Paper 179, August 2009, p.6

3- من وجهة نظر علمية: هذا النهج الذي اتخذته الدول يمكن تفسيره من خلال المحاسبة العقلية Mental Accounting، وهي إحدى الافتراضات التي يقوم عليها التمويل السلوكي مقارنة مع المنهج التقليدي للاستثمار والذي يفترض أن المستثمرين يدركون أن أصولهم كمنقولات، يفترض التمويل السلوكي أن المستثمرين يميلون إلى تجميع الأصول في عدد من الحسابات غير المنقولة واتخاذ القرارات تبعاً للغرض من إعداد الحسابات ويمكن تطبيق هذا المفهوم لفهم كيف يتم تقسيم الأصول السيادية فعندما يكتشف بلد ثروة نفطية مثلاً فإنه يؤدي إلى النظر في الآثار المترتبة على مثل هذه الثروة الجديدة¹.

فيحدد المستوى الكافي من الإيرادات ويوضع الفائض على جانب، وبالمثل إذا كانت للبلد احتياطات أجنبية فيحدد الكافي الذي يراعي احتياجات السيولة ويوضع الاحتياطي الفائض في حساب مختلف، مع ارتفاع في درجات تحمل المخاطر.

ثانياً- نماذج الإطار المؤسسي لصندوق الثروة السيادي: من أهم التصنيفات للأطر المؤسسية لصناديق الثروة السيادية، نجد هناك نوعان من الأشكال السائدة في الإعدادات المؤسسية لصناديق الثروة السيادية هما انظر المخطط 2-3: نموذج المدير The manager model، ونموذج شركة الاستثمار investment company model، انظر المخطط 2-3.

1- نموذج المدير The manager model : في هذا النموذج المالك القانوني لمجموعة الأصول التي تشكل الصندوق السيادي (عادة هي وزارة المالية)، وتعتطي تفويضات الاستثمار لمدير الأصول، ويندرج تحت هذا النموذج ثلاث فئات فرعية رئيسية²:

1- البنك المركزي يدير أصولاً في إطار التفويضات الممنوحة له من قبل وزارة المالية central bank manager model كحالة صندوق الثروة السيادية في الشيلي³، أين تم تأسيس إطار مؤسسي للصناديق في قانون المسؤولية المالية⁴، حيث تنظم المادة 12 من استثمار الموارد المالية المرسوم التنفيذي 1 N° 383، الصادرة عن وزارة المالية في عام 2006⁴ يعين

¹ - المحاسبة الذهنية ابتكرها ريتشارد ثالر (1980)، واحدة من الافتراضات التمويل السلوكي.

² - Abdullah Al-Hassan, **Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management**, IMF Working Paper 231, November 2013, p10.

³ - يوفر الإطار المؤسسي لصندوقين في الشيلي بيئة ملائمة لإدارة هذه الصناديق، وعملاً بما هو مسموح به بموجب القانون، فوض وزير المالية إدارته للبنك المركزي الشيلي، نظراً لخبرة البنك وسمعته في إدارة الاحتياطات الدولية. وعلاوة على ذلك، تم تشكيل لجنة المالية من قبل مجلس الوزراء لغرض تقديم المشورة لها على تصميم سياسة الاستثمار للصناديق.

⁴ - **ANNUAL REPORT SOVEREIGN WEALTH FUNDS**, MINISTRY OF FINANCE, Santiago, Chile, 2012, p15.

البنك المركزي شيلي (CBC) للإشراف على إدارة الصناديق والتصرف كوكيل مالي " ، وبالإضافة إلى ذلك، فإن المرسوم التنفيذي N° 621، الصادر عن وزارة المالية في عام 2007، أنشأ اللجنة المالية التي تقدم المشورة لوزير المالية بشأن المسائل المتعلقة باستثمار موارد كل من صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي (ESSF) و صندوق احتياطي التقاعد (PRF)، وفقا للمادة 13 من قانون المسؤولية المالية في هذا النموذج، يجوز للبنك المركزي أن يختار استخدام مدير خارجي واحد أو أكثر لشرائح المحفظة.

ب- إدارة الصندوق ككيان منفصل: مملوك من قبل الحكومة، وحتى إدارة الأصول تكون بموجب التفويض الممنوح من قبل وزارة المالية، مثل شركة الاستثمار الحكومية (GIC) في سنغافورة، في هذه الحالة، قد يكون لمدير الأصول أيضا تفويضات أخرى لإدارة الأصول من القطاع العام، على سبيل المثال، GIC السنغافورية تدير أجزاء من احتياطات هيئة النقد (البنك المركزي) في سنغافورة، ففي صناديق الثروة السيادية التي أنشئت ككيانات قانونية مستقلة هناك تمييز واضح بين المالك والهيئة الإدارية، وهذه الأخيرة عادة ما تأخذ شكل مجلس مثل ألاسكا، أستراليا، أذربيجان، إيران، كوريا، الكويت، ونيوزيلندا، وسنغافورة، وهي المسؤولة عن وضع السياسات التي من شأنها أن توجه الصندوق لتحقيق أهدافه، حيث المجلس هو السلطة النهائية على السياسة و الإستراتيجية ، في حين يتم تفويض الإدارة التنفيذية المدير التنفيذي/المدير العام والذي يقدم التقارير إلى مجلس الإدارة¹.

أ- وزارة المالية تمنح تفويضات مباشرة إلى مدير خارجي واحد أو أكثر Ministry of Finance Direct Model: بشكل عام لا ينصح بهذا النموذج، فممنح العقود لمديري الصناديق خارجيين هو في حد ذاته قرار استثمار ينبغي القيام به بعيدا عن أية هيئة سياسية.

فتقييم ورصد وإنهاء عقود الإدارة يتطلب مهارات متخصصة، والتي يمكن العثور عليها في هيئة استثمار متخصصة، ومع ذلك بالنسبة للبلدان التي تغيب فيها خبرة إدارة الأصول، يمكن أن يكون ذلك الحل الوحيد الممكن.

ب- نموذج شركة استثمار investment company model: في هذا النموذج الحكومة كمالك للأصول تؤسس إحدى الشركات الاستثمارية التي بدورها تمتلك أصول الصندوق، وعادة ما يستخدم هذا النموذج عند ما تنطوي إستراتيجية الاستثمار على استثمارات أكثر تركيزا والملكية النشطة في الشركات الفردية كشركة تيماسيك القابضة في سنغافورة، أو صندوق لديه هدف إنمائي بالإضافة إلى هدف العائد المالي.

¹-International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles: 15 Case Studies, Published At the IFSWF's 6th Annual Meeting in, Doha, November 2014, p16.

المخطط 3-2: نماذج الأطر المؤسسية لصناديق الثروة السيادية



Source: Abdullah Al-Hassan ,Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management ,IMF Working Paper231,November 2013,p11.

أظهر المسح، الذي تم على 62 من صناديق الثروة السيادية ثلاثة عشر من بين 21 الأعضاء التي استجابت للمسح هي كيانات قانونية مستقلة، وقد أنشئت 8 الأعضاء المتبقية (ألبرتا، بوتسوانا، شيلي، المكسيك، النرويج، روسيا، تيمورليشتي، و ترينيداد و توباغو) مجموعة أصول دون وضع قانوني منفصل.¹

ثالثاً- بعض الاعتبارات المحددة للإطار المؤسسي لصندوق الثروة السيادي:

يمكن إنشاء صندوق ثروة سيادي باعتباره كيان قانوني منفصل أو وحدة بالبنك المركزي أو وحدة بوزارة المالية، ومن أهم الأمور الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ نوع الإطار المؤسسي المناسب نجد:

1- اعتبار الاستقلالية التشغيلية للصندوق:

بالنسبة لصناديق الثروة السيادية المنشأة ككيان قانوني منفصل عادة ما يكون هيكل الحكم يفرق بين المالك والهيئة الحاكمة والإدارة التشغيلية للصندوق السيادي²، فلاستقلال التشغيلي يمكن أن يكون جزءاً لا يتجزأ من قواعد وإجراءات التعيين وعزل أعضاء الهيئة الإدارية، أما بالنسبة لصندوق ثروة سيادي كوحدة بالبنك المركزي فالاستقلال التشغيلي يجب أن يكون جزءاً لا يتجزأ في أساس قانوني وهيكل حوكمة داخلي واضح،

¹-**IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles**,Report prepared by IFSWF Sub-Committee 1 and the Secretariat in collaboration with the Members of the IFSWF July 7, 2011,p18.

²- هناك اقتراح قدمه **Hildebrand** مفاده أن تكون صناديق الثروة السيادية مستقلة عن الحكومات على غرار البنك المركزي لكي يتسنى الحد من التدخل السياسي، كما انه نل اقتراح آخر هو أن تستثمر swf عن طريق مدراء أصول يقومون بدور الوسيط، كما ترى بعض الصناديق أن استخدام وكلاء ومدراء خارجيين سيكون كافياً لتحاشي تضارب المصالح.

حيث صنع القرار ووظائف الإشراف واضحة والعلاقة بين الموكل (المالك) والوكيل راسخة، وبالنسبة لصندوق ثروة سيادي كوحدة بوزارة المالية ففي كثير من الأحيان يكون اقل استقلالية تشغيلية¹.

تحرص مبادئ سانتياغو على التفريق بين المالك والإدارة التشغيلية، ويقتصر دور المالك على تحديد أهداف الصندوق، وتعيين أعضاء الهيئة الإدارية، وممارسة الإشراف على عمليات الصندوق، أما الهيئة الإدارية لصندوق الثروة السيادي فتحدّد الاستراتيجية والسياسات التي ترمي إلى تحقيق تلك الأهداف، وهي مسؤولة في النهاية عن أداء الصندوق.

فينبغي إذن أن تكون الترتيبات المؤسسية لصناديق الثروة السيادية مناسبة لأهدافها وطبيعة استثماراتها.

2- اعتبار التكلفة: ومن الاعتبارات المهمة في اعتماد مقارنة ما هو معيار التكلفة، فإنشاء صندوق ككيان قانوني مستقل له تكاليف، في حين أن الصندوق كوحدة في البنك المركزي أو كوحدة بوزارة المالية، يمكن استخدام الموارد المتاحة كاستخدام البنية التحتية القائمة والموارد البشرية، بما في ذلك القدرة على إدارة المحفظة (البنك المركزي) أو إدارة الديون (الحكومة) يحمل تكاليف اقل، لذلك فإنه يمكن أن يكون أكثر فعالية من حيث التكلفة في حالة إذا كان الصندوق صغير الحجم لتتم إدارته داخل مؤسسة قائمة.

ومع ذلك، فتفويضات (mandates)² الاستثمار هي أكثر تطورا، فمن الأفضل أن يكون هناك فصلا واضحا، خاصة أن الثقافة وهيكل الدفع داخل المؤسسات القائمة قد يعيق الكفاءة، وبالإضافة إلى ذلك، ينبغي للأنشطة كوحدة في البنك المركزي أن لا تؤثر على بيان الدخل للبنك المركزي وميزانيته العمومية في حالة مالكتها هو الحكومة، الذي يأخذ العائد، ويتحمل التقلب المرتبط به.

¹-Udaibir S. Das, **Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations**, IMF Working Paper 179, August 2009, p13.

²- يعرف قاموس الأعمال التفويض بأنه إذن كتابي و/ أو أمر من قبل شخص أو جماعة أو منظمة التي تمثل هنا المكلّف إلى آخر يسمى المفوض¹ لاتباع مسار معين للعمل.

رابعاً- الهيئات الإدارية و مسؤولياتها اللازمة لتشغيل صناديق الثروة السيادية :

بشكل عام في إطار إنشاء صندوق ثروة سيادي ، يمكننا أن نميز بين خمسة هيئات إدارية على مختلف المستويات مع أدوار ومسؤوليات محددة¹ :

1-مالك الصندوق السيادي: وهو عادة الحكومة المركزية (في حالة شركة استثمار الاحتياطات يكون البنك المركزي)، حيث يوافق البرلمان على القوانين التي تحدد الهيكل القانوني للصندوق السيادي، وبالتالي الأساس القانوني لعملياتها.

2-الحكومة: في معظم الحالات الحكومة أو وزير المالية هو من ينفذ مهام مالك الصندوق السيادي، و من الأمور المهمة تحديد تفويضات لتنظيم الاستثمار، وذلك في إطار العام الذي ينص عليه البرلمان.

3-المجلس التنفيذي: هو أعلى هيئة إدارية داخل الهيكل القانوني لإدارة الصندوق، ويحدد النظام الداخلي واللوائح كالمبادئ التوجيهية الاستثمار، ضمن التفويض والقيود القانونية المنصوص عليها من قبل المالك ، كما يعين أيضا الرئيس التنفيذي للصندوق.

4-الرئيس التنفيذي: هو الرئيس الإداري للصندوق و المسؤول عن العمليات اليومية في إطار المبادئ التوجيهية التي وضعها المجلس التنفيذي.

5-مدير الداخلي والخارجي: تعمل ضمن حدود المخاطر التي حددها الرئيس التنفيذي و الموظفين التابعين له، عادة يفوض الرئيس التنفيذي لشركة تسيير قسم الاستثمار إلى رئيس تنفيذي للاستثمار(CIO)، الذي يعمل في إطار المبادئ التوجيهية للاستثمار.

6-المراجع العام: يعينه البرلمان لتدقيق ومراقبة أنشطة الصندوق، واحد أدواره هو التحقق من أن (أو المالك يعمل ضمن القوانين واللوائح المنصوص عليها من قبل البرلمان، وتميز هنا بين نوعين :

7-المدقق الخارجي: يعين من قبل الهيئة التي تمثل المالك (غالباً ما تكون وزارة المالية)، ويعمل على مراجعة حسابات الصندوق ويتحقق من أن الصندوق يدار في إطار القواعد واللوائح التي وضعها المالك.

8-المدقق الداخلي: يعين من قبل المجلس التنفيذي ، المدقق الداخلي يدعم المجلس في الإشراف على إدارة الصندوق والتحقق من أن اللوائح الداخلية ملتزم بها.

9-وحدة الامتثال: يتم تأسيسها من طرف الرئيس التنفيذي وتعمل كأداة بيد المدير التنفيذي للتحقق من أن جميع الأنشطة تتمثل للقواعد واللوائح التي تنظم عمليات الصندوق السيادي.

¹-p12, op-cit ,Abdullah Al-Hassan

المطلب الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

تختلف الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية عن الاستراتيجية الاستثمارية التقليدية للبنك المركزي، ويحدد صناع السياسات أين تستثمر أصول الصندوق (استراتيجية تخصيص الأصول) بدءاً بوضع السياسة الاستثمارية والتي ينبغي أن تكون متسقة مع أهداف السياسة العامة والأهداف التشغيلية التي تقود الأفق الاستثماري، بالتسامح مع الخطر، البيئة الاستثمارية متضمنة فئات الأصول وارتباطها بإدارة الأصول والخصوم، بالإضافة إلى قضية استثمار الصندوق محلياً فعلى سبيل المثال تجنب المرض الهولندي¹ قد يؤدي إلى قرار عدم استثمار أصول الصندوق محلياً، وقضية إن صناع القرار سيتحملون مسؤولية أداء الصندوق سوف يضطرهم إلى اتخاذ موقف بشأن استخدام المديرين الخارجيين للأصول.

إن تصميم إستراتيجية تخصيص الأصول SAA² هي نتيجة لعملية ديناميكية، فهي عنصر يندمج في مرحلة التخطيط لتسير المحفظة الاستثمارية، ففي استراتيجية تخصيص الأصول الأهداف التشغيلية للمستثمر مرتبطة مع التوقعات المتعلقة بخصائص الخطر والعائد من مختلف فئات الأصول، بما في ذلك العلاقة بين أصول وخصوم الصندوق، فتوقعات فئات الأصول يجب أن تكون بما يتفق مع توقعات الاقتصاد الكلي والقيود (على سبيل المثال نمو الأرباح في المدى الطويل يحدها نمو الناتج المحلي الإجمالي) ومن خلال الجمع بين فئات الأصول مع ارتباط سلبي أو منخفض يمكن للمستثمر تحقيق التنوع.

ومن منظور الاستثمار السيادي سيكون لزاماً النظر في تخصيص الأصول ذات خصائص موازية لبيان المخاطر الاقتصادية للبلد، والنتيجة هي مجموعة من أوزان المحفظة لمختلف فئات الأصول المؤهلة والتي تعكس أهداف المستثمر وتحمل المخاطر risk tolerance، وعادة ما يتم استعراض إستراتيجية تخصيص الأصول دورياً وتتغير بتغير أهداف المستثمر.

أولاً-: الاعتبارات العامة التي تدخل في تصميم استراتيجية تخصيص الأصول لصناديق الثروة السيادية

وبناء على ما سبق يمكن تناول الاعتبارات التالية³:

1- الأفق الاستثماري: إن الصناديق السيادية هي كيانات استثمارية طويلة الأجل ولا تعتمد على الرفع المالي، ويعتبر أفق الاستثمار عنصراً حاسماً في تحديد الاستراتيجية الاستثمارية لها، ويرتبط الاستثمار الطويل الأجل

¹ - الآثار المتعلقة بالتضخم وأسعار الصرف.

² -strategic asset allocation

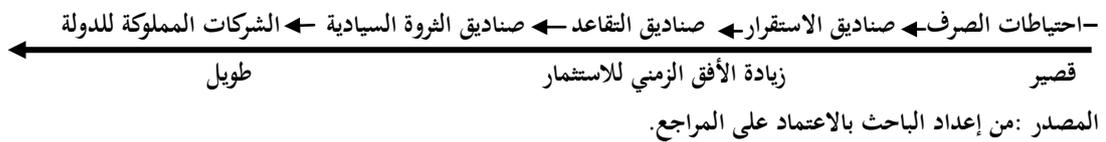
³-Udaibir S. Das, Yinqiu Lu, Christian Mulder, and Amadou Sy, **Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations**, IMF Working Paper 179, International Monetary Fund August 2009, p.14.

تقليدياً مع القدرة على اتخاذ المزيد من المخاطر وتعرف المخاطر على أنها احتمالية فقدان أو ضعف الأداء نسبة إلى الأصول المرجعية reference assets مثل اذونات الخزانة أو السندات الحكومية، ويعرف المنتدى الاقتصادي العالمي الاستثمار الطويل الأجل¹: بأنه استثمار مع توقع تملكه لأجل غير مسمى ولديه القدرة على ذلك وعادة لا تقل هذه المدة عن 10 سنوات وخلال دورة أعمال كاملة، كما يمكن أن يتم استخدام الأصول السائلة فضلاً عن الأصول غير السائلة².

ويعرف³ Michael G. Papaioannou المستثمرين على المدى الطويل بأنهم أولئك المستثمرون الذين لديهم نية لعقد الأصول لعدة سنوات وليس من المتوقع أن تتم تصفية مراكزهم في المدى القصير، كما لا يتم استبعاد بيع الأصول قبل تاريخ الاستحقاق، فقد يحتاج المستثمرون على المدى الطويل للتخلص من جزء من أصولهم في ظل ظروف معينة (كإعادة توازن المحفظة، أحداث غير متوقعة،...)

وتشير الأدبيات التقليدية لإستراتيجية تخصيص الأصول في الأفاق الاستثمارية الطويلة الأجل أن الأسهم اقل تقلباً من الصكوك القصيرة الأجل بسبب أن مخاطر إعادة الاستثمار re-investment risks تقترن بالاستثمارات القصيرة الأجل وتشير البيانات التاريخية أن علاوة العائد على الأسهم ثابتة نسبياً على المدى الطويل وبالتالي حصة كبيرة من الأسهم للمستثمرين في الآجال الطويلة هي مناسبة، وهناك عامل آخر يرتبط بالمستثمرين في الآجال الطويلة وهي القدرة على الاستثمار في الأصول غير السائلة لقبض علاوة السيولة⁴، فبالنسبة للعديد من الأصول مثل البنية التحتية، العقارات، الأسهم الخاصة فإنه قد تستغرق وقتاً طويلاً وكثيراً من التخطيط للخروج من الاستثمار دون أن يؤثر ذلك على نحو غير ملائم على سعر الأصل، وصناديق الثروة السيادية مع الأفاق الطويلة من غير المحتمل أن تكون في حاجة طارئة للسيولة، على العكس من ذلك المستثمرين في الآجال القصيرة مثل صناديق الاستقرار من المتوقع أن يكون النصيب الأكبر من المحفظة الاستثمارية في النقد والسندات السائلة نسبياً لتكون قادرة على تلبية الحاجة لاستعمال هذه الأصول انظر المخطط 3-3.

المخطط 3-3: الأفق الاستثماري للاستثمارات السيادية



¹-The World Economic Forum (WEF), The Future of Long-term Investing, usa, p13.

²- هذا التعريف يركز على نية المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري وقدرته على متابعة القرار عن طريق هذه النية في وجه ضغوط السوق.

³-Michael G. Papaioannou, **Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges**, IMF Working Paper, September 2013, p7.

⁴ Peter Kunzel, Yinqiu Lu, Iva Petrova, and Jukka Pihlman, **Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm**, IMF Working Paper 19, January 2011 p5.

ويعكس الأفق الاستثماري الوقت الذي يتوقع فيه استعمال أصول الصناديق السيادية والفترة التي يكون فيه العائد في حده الأقصى ، فكل هدف من الأهداف التشغيلية لصناديق الثروة السيادية يتضمن أفقا استثماريا بالنسبة لصناديق الأجيال القادمة وصناديق التقاعد الأفق الاستثماري طويل الأجل عادة ، أما بالنسبة إلى لصناديق الاستقرار فالأفق الاستثماري قصير الأجل نسبيا تبعا لمتوسط دورة أسعار السلع الأساسية.

ففي الممارسات العملية هناك عدم اليقين الذي يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار في تصميم الأفق الاستثماري، فحجم الاحتياطات من الموارد الطبيعية قد يكون غير مؤكد أو قد تكون هناك مطالب غير مؤكدة على الأموال دون تحمل خسائر كبيرة في هذه العملية ،يعني ذلك أن تكون إستراتيجية صناديق الاستقرار الاستثمارية مشابهة لإستراتيجية الاستثمار لدى مدراء احتياطات صرف البنوك المركزية (المحفظة التقليدية)¹.

2 - قيد المخاطر/المحافظة على رأس المال

يواجه المستثمرون على المدى الطويل مشكلة مشتركة: تتمثل في كيفية الحفاظ على القوة الشرائية للأصول مع مرور الوقت وتحقيق مستوى من العوائد الحقيقية تتفق مع أهداف استثماراتهم²، إن تحمل المخاطر هو مفتاح تعظيم العائد المتوقع على مدى الأفق الاستثماري ويستند قيد المخاطر على الاستعداد والقدرة على المخاطرة، ويركز تفضيل المخاطر في الأفق كله ويمكن أن تأخذ شكل أقصى انحراف مقبول والمفاضلة بين العائد والمخاطر، وفي الممارسات العملية المستثمرون قد يكون لديهم بعض المخاطر بشأن التقلبات على المدى القصير وبالتالي فان القيد في صناديق الثروة السيادية الجديدة (أي التي في بداية الإنشاء) هو رغبة الكفيل (المالك للصندوق) في المحافظة على رأس المال ،ما يعادل عدم التسامح المطلق مع العوائد السلبية إما بالقيمة الاسمية أو الحقيقية ومع مرور الوقت يتم بناء استثمارات تصل إلى السماح للمزيد من المخاطر.

3-فئات الأصول وتربطها: العائد من خلال الأفق الاستثماري لا يتم تعظيمه من خلال تحمل المخاطر فقط وإنما أيضا من العوائد المتوقعة من فئات الأصول ،ففي أفق الاستثمار القصير الأجل النتائج هي تخصيص عالي في الأصول ذات الدخل الثابت مع عوائد يمكن التنبؤ بها، ولاعتبارات إدارة الأصول والخصوم يتم استخدام الباقي في أصول طويلة الأجل أسهم وسندات مع ارتباط منخفض أو سلبي إلى التعرض (كالسندات والأسهم التي ترتبط سلبيا مع أسعار النفط).

¹- بعض مدراء احتياطات الصرف الأجنبي يستثمرون كذلك في الأسهم مثل أيرلندا ،سويسرا ،سلطة النقد هونكونغ والتي قد تكون انعكاسا للأهداف المحددة ،وباستعمال تقسيم محفظة الاحتياطي إلى شرائح استثمار.

²-Alexander P. Attié and Shaun K. Roache, **Inflation Hedging for Long-Term Investors**, IMF Working Paper, April 2009, p3.

4- هيكل العملات: إن اختيار العملات المكونة لصندوق سيادي يعتمد على هدف الصندوق وهيكل الالتزامات، ففي حالة إدارة الثروة السيادية مع هدف الاستقرار، فكل انخفاض حاد في أسعار تصدير السلع يؤدي إلى إيرادات أقل وقد يتطلب السحب من الصندوق ونتيجة لذلك، يجب اختيار تكوين العملة الذي يرتبط سلباً مع أسعار السلع الأساسية، أي هناك تحتاج إلى النظر في العلاقة بين الخصوم مع العملات الأجنبية، أما صناديق الادخار لدعم الواردات في المستقبل، فإنها يمكن أن تستثمر في عملات الدول الحصول على وارداتها، ومع ذلك، على مدى فترة زمنية طويلة، وعندما تتغير أنماط الاستيراد، قد تصبح حجج تنويع أكثر أهمية.

5- مصدر أموال الصندوق السيادي: ويعتمد هذا التأثير إلى حد ما على نوع الصندوق السيادي، ففي حالة صناديق الاستقرار والادخار التي تستمد أصولها من سلعة و دخل البلد يعتمد عليه، سيكون من الطبيعي وفقاً لنظرية تنويع المحفظة المالية، الاستثمار في الأصول المالية التي لها ارتباط سلبي¹ أو منخفض مع هذه السلعة أي الأصل الحقيقي²، أما في حالة شركات استثمار الاحتياطات يمكن أن تتأثر من خلال ديناميكية تدفقات رأس المال الخاص، وهيكل عملات الدين الخارجي.

6- متطلبات السيولة: إذا يتم تحديد التدفقات الخارجة (السحب من الصندوق) من حيث التوقيت والمبلغ، ثم يت موضع هذه الأصول جانباً وتستثمر في الأصول السائلة.

7- القيود القانونية والتنظيمية: عادة ما يحدد التشريع فئات الأصول المسموح بها، كأن لا يسمح بالاستثمار محلياً، نظراً للتأثير المحتمل على معدل التضخم وأسعار الصرف، وعدم السماح للاستثمار في بعض الأصول كالأسهم الخاصة، والعقارات، أو صناديق التحوط، وهناك أيضاً، تشريعات لا تسمح باستخدام المشتقات، وتزداد القيود المفروضة على إمكانية المخاطرة إذا تم وضع هدف الحفاظ على رأس المال في التشريعات³.

ثانياً- تخصيص أصول محافظ صناديق الثروة السيادية (Asset Allocations):

نظراً لتنوع الأهداف الاستثمارية تختلف تخصيصات الأصول حسب طبيعة كل صندوق، انظر الجدول 3-9.

¹-Aaron Brown, Macrofinancial Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Funds, IMF Working Paper, January 2010 ,p17.

²-في حالة صناديق الثروة السيادية الممولة من الموارد النفطية ستكون بحاجة لاتخاذ مخاطر دورات أسعار النفط، ، والأصول في باطن الأرض بعين الاعتبار عند تحديد الإستراتيجية الاستثمارية.

³-إن التشريع المثالي هو الذي يركز على الأهداف العامة، و يسمح بتخصيص الأصول المناسبة من قبل الهيئات المؤهلة والمعتمدة.

1- تخصيص الأصول حسب نوع الصندوق:

أ- تخصيص أصول محفظة صندوق الاستقرار: نظراً لأنها تهدف إلى عزل آثار تقلبات أسعار السلع الأساسية والصدمات الخارجية على الاقتصاد والميزانية كصندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي الشيلي، صندوق السيادي لإيران، صندوق الاستقرار النفطي لروسيا، نجد أن الأفق و الهدف الاستثماري و سيولة يشبه سلوك مديري الاحتياطي بالبنوك المركزية ، نظراً لدورها السابق الذكر فإنها تميل إلى الاستثمار إلى حد كبير في محفظة من الأصول عالية السيولة وأصول لها ارتباط سلبي مع مصدر خطر من خلال تخصيص أكثر من 80% من أصولها إلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، والأوراق المالية الحكومية.

ب- تخصيص أصول محفظة صندوق الادخار: تعمل صناديق الادخار¹ على توزيع الثروة عبر الأجيال عن طريق تحويل الأصول غير المتجددة إلى أصول مالية متنوعة (هيئة أبو ظبي للاستثمار، هيئة الاستثمار ليبيا، صندوق الثروة الوطنية الروسي، وبالتالي تستثمر في أصول أكثر مخاطرة لتعظيم العائد على مدخراتها، وتخصيص أسهم محفظة بشكل أكبر في الأسهم والاستثمارات الأخرى (أكثر من 70 %).

ج- تخصيص أصول محفظة صندوق احتياطي التقاعد: يتم تعيين الأموال الاحتياطية للتقاعد لمواجهة التدفقات التي تم تحديدها في المستقبل، والتي تتعلق بالالتزامات التي تقع على عاتق الميزانية العمومية للحكومة (أستراليا، وإيرلندا، ونيوزيلندا)، ولتعويض ارتفاع تكاليف التقاعد يتم الاستثمار في أسهم.

د- تخصيص أصول محفظة شركة استثمار الاحتياطات: شركات الاستثمار احتياطي تهدف إلى خفض تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطات أو لكسب عائد على احتياطات الفائضة، في الصناديق لا كالصين، وكوريا الجنوبية، وسنغافورة، ولتحقيق هذا الهدف و متابعة للعوائد الأعلى فهي تخصص حصص عالية في الأسهم والاستثمارات البديلة.²

هـ- تخصيص أصول محفظة صناديق التنمية: يتم تأسيس صناديق التنمية إلى تخصيص موارد لأولوية اجتماعية واقتصادية ، عادة البنية التحتية كشركة مبادلة في الإمارات العربية المتحدة.

¹ هي في الغالب صناديق استقرار مع استمرار طفرة العوائد تحولت إلى صناديق ادخار.

² -IMF, Global Financial Stability Report2011,P8.

الجدول 3-9: تخصيص أصول الصناديق السيادية، حسب نوع الصندوق ديسمبر 2012.

نقد	أدوات الدخل الثابت السيادية	أدوات دخل ثابت أخرى	الأسهم	أخرى	
5%	69%	22%	4%	5%	صندوق استقرار
4%	16%	6%	58%	16%	صندوق ادخار
8%	1%	16%	/	8%	صندوق تقاعد
3%	19%	6%	66%	6%	شركة استثمار الاحتياطي

Source: IMF, **Global Financial Stability Report**, (April 2012), P. 94

ثالثاً- الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية: أخذت صناديق الثروة السيادية تتجه نحو الاستثمار المباشر بالتملك الجزئي أو الكلي في الشركات الأجنبية ومشاريعها، والابتعاد عن الاستثمار في اذونات الخزينة وسندات والأسهم في البورصات العالمية، وهذا السلوك بدا بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، وقد بلغت نسبة الاستثمار المباشر في 2007 0.2% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية¹، وأصبحت الأصول البديلة جزء مهم في محفظة الكثير من صناديق الثروة السيادية خلال السنوات الأخيرة، انظر الجدول 3-10.

- في سنة 2013، 51% من صناديق الثروة السيادية تستثمر في الأسهم²، فهو يوفر عدداً من المزايا، بما في ذلك تكلفة إجمالية أقل، هيكل سيطرة أكبر على الاستثمارات، ويتم ذلك من الاستثمار المباشر 7% أو من خلال الصناديق 44%.

- وهناك نسبة كبيرة من صناديق الثروة السيادية تستثمر في العقارات، 54% من جميع هذه الكيانات السيادية تستثمر حالياً في هذه الفئة من الأصول سواء بصورة مباشرة أو بشكل غير مباشر، مع 87% من الأصول المخصصة للاستثمار العقاري تتم بشكل مباشر.

- تنجذب صناديق الثروة السيادية إلى الاستثمار أيضاً في فئة أصول البنية التحتية من أجل الاستفادة من عوائد مستقرة نسبياً في الأجل الطويل، وظلت نسبة صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في البنية التحتية ثابتة نسبياً 57% بين سنتي 2012-2013. وبالأخص البنية التحتية التي تستهدف قطاع الطاقة، النقل، والمرافق العامة، وصناعة الاتصالات.

- أصبحت الكيانات السيادية هدفاً هاماً لمديري صناديق التحوط للبحث عن مصادر رأس المال على المدى الطويل، وعلى الرغم من هذا، فتستخدم صناديق التحوط من قبل عدد قليل من صناديق الثروة السيادية حيث في سنة 2013 31% من هؤلاء المستثمرين لديهم تخصيص لهذه الفئة من الأصول.

¹-Preqin Special Report: Sovereign Wealth Funds, Preqin's Research Center Premium, 2014, p.2.

²- 40% من الصناديق السيادية لا تستثمر في الأسهم الخاصة بسبب المخاطر الكامنة والسيولة، فمتطلبات السيولة هي أيضاً مصدر قلق مع العديد من صناديق الثروة السيادية خاصة في أوقات الإجهاد الاقتصادي و احتمال الطلب على السيولة.

الجدول 3-10: نسبة صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في كل فئة من فئات الأصول 2010-2013 (%)

صناديق التحوط	البنى التحتية	العقار	الأسهم الخاصة	أدوات الدين	الأسهم العامة	
37	47	47	55	79	79	2010
36	61	61	59	76	85	2011
38	56	54	57	82	83	2012
31	57	54	51	86	88	2013

المصدر: من إعداد الباحث الاعتماد على تقارير شركة الأبحاث Preqin لسنوات 2012-2013-2014.

رابعاً- استعمال الأساليب المتنوعة للاستثمار المشترك: يشكل الاستثمار المشترك الأسلوب الأكثر استخداماً من طرف صناديق الثروة السيادية في عمليات الاستثمار المباشر، وخاصة فيما يتعلق بالأسهم الخاصة.¹ (انظر الجدول 3-11).

1- المشاريع المشتركة **Joint ventures**: هي شركات قانونية دائمة قائمة حول الهيئة التي شكلها أصحاب الأصول مع مديري الأصول أو مالكي الأصول الأخرين لغرض الاستثمار في صفقات على أساس مستمر. فاستخدام كيان قانوني منفصل له مزايا كبيرة تتمثل في التغلب على بعض القيود المؤسسية، فالمؤسسات السيادية غالباً ما تكون قادرة على استثمار مبالغ أكبر من ذلك بكثير من خلال مشروع مشترك، وهذا يكون ممكناً من خلال صندوق الاستثمار، وهذا الهيكل مهم للمستثمرين بين 10 مليار دولار-50 مليار دولار، وكمثال على ذلك صندوق الاستثمار بين روسيا والصين (RCIF)² هو صندوق الأسهم الخاصة التي تهدف إلى تحقيق عوائد تنافسية من خلال الاستثمار في المشاريع التي تدفع التعاون الاقتصادي الثنائي بين روسيا والصين وتم تأسيس صندوق في 2012 من قبل صندوق الاستثمار المباشر الروسي ومؤسسة الاستثمار الصينية (CIC)، تلقى الصندوق 2 مليار دولار من RDIF وCIC في حصة متساوية، مع ما يصل إلى مبلغ إضافي قدره 2 مليار دولار، ويتركز RCIF على المشاريع التي تعزز التعاون الاقتصادي بين البلدين مع استثمار 70٪ على الأقل من رأس مالها في روسيا وبلدان رابطة الدول المستقلة و30٪ في الصين.

2- المنصات **Platforms**: ويمكن اعتبار المنصة كشراكة أطول أجلاً أو أقل هيكلية من المشروع المشترك، حيث المستثمرين متعددون ينشئون "نادي الاستثمار"، ومن ثم تنفيذ إدارة الاستثمارات، وتشمل فوائدها تدفق معلومات أكبر للمشاركين، الوصول إلى مجموعة واسعة من الفرص والقدرة على المنافسة للصفقات الكبيرة

¹ - World Economic Forum, **Direct Investing by Institutional Investors: Implications for Investors and Policy-Makers**, 2014p28.

² -/The Russia-China Investment Fund <http://www.rcif.com>

،وكمثال على ذلك تم التوصل إلى اتفاق بين صندوق الاستثمار المباشر الروسي (RDIF) ومؤسسة الاستثمار كوريا (KIC)، ويعتزم الطرفان على الاستثمار في الشركات والمشاريع التي تسهل التجارة وتشجيع التعاون الاستثماري بين البلدين، وستركز المنصة على الاستثمارات عبر الحدود التي تلي المصالح الاستراتيجية الروسية-الكورية.

3- استثمار مالكي الأصول نيابة عن مالكي الأصول الأخرى.

الجدول 3-11: الاستثمار المشترك من قبل صناديق الثروة السيادية (% من القيمة الإجمالية بالدولار الأمريكي)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
43.5	17.9	32	30.1	25.2	6.26	استثمار فردي
56.5	82.1	58	69.9	74.8	93.6	استثمار مشترك

Source: **Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012**, Sovereign Investment Lab, Università Bocconi Milan, p25.

المبحث الثالث : تجارب دولية في إنشاء شركات استثمار احتياطات الصرف الأجنبي

تعتمد الكثير من البنوك المركزية إلى تحويل المزيد من احتياطياتها النقدية الهائلة إلى صناديق استثمار سيادية لإدارة الثروة الوطنية بنشاط أكبر، واستخدمت دول مثل الصين وكوريا وكازاخستان¹ لسنوات مثل هذه الصناديق لتنويع استثمارات هذه السيولة الوفيرة بعيدا عن الأصول التقليدية عديمة المخاطر لكن منخفضة العائد مثل سندات الخزانة الأمريكية، وبسبب الحاجة المتنامية إلى تعزيز العائدات حولت تلك البنوك المركزية المزيد من احتياطياتها إلى صناديق لإدارة الثروات.

المطلب الأول: عرض تجربة شركة الاستثمار الصينية

يعتبر البنك المركزي الصيني من أكبر مالكي احتياطات الصرف الأجنبي عالميا، إذ تقدر قيمة احتياطياته بـ3.8 تريليون دولار في ديسمبر 2014، وتوظف نسبة كبيرة من احتياطيات العملات الأجنبية للصين في شكل سندات حكومية وغيرها من المنتجات ذات الدخل الثابت، وهو ما يعكس الإدارة التقليدية للاحتياطيات من طرف The State Administration of Foreign Exchange (SAFE)، ومع التراكم السريع لفائض احتياطيات العملات الأجنبية، قررت الصين إنشاء صندوق ثروة سيادي لإجراء استثمارات في الأصول ذات المخاطر العالية والعوائد العالية لتخفيض تكلفة حيازة هذه الاحتياطيات .

أولا- التعريف بشركة الاستثمار الصينية:

1-نشأة الشركة: تم إنشاء شركة الاستثمار الصينية (China Investment Corporation CIC) بتاريخ 29 سبتمبر 2007 كشركة مملوكة بالكامل لمجلس الدولة²، ورأس المال 200 مليار دولار أي ما يعادل 15٪ من احتياطيات الصرف الأجنبي، ثم تم إضافة 30 مليار دولار في ديسمبر 2011³، وتأسست الشركة باعتبارها وسيلة لتنويع إدارة احتياطيات الصين من الصرف الأجنبي وسعيها لتعظيم العائد .

¹- إن مبررات اختيار هذه الصناديق تتمثل في أن كل من صندوقي كوريا والصين يعتبران من الصناديق ذات الأداء الجيد، ودراسة صندوق كازاخستان لأنها دولة نفطية لغرض المحاكاة.

²- مع زيادة تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي في الصين، ظهر الخلاف بين وزارة المالية وبنك الشعب الصيني في إدارة فوائض الاحتياطيات جعل وزارة المالية تكثف الجهود لانتزاع السيطرة من SAFE، وتعود ذروة هذا النزاع خلال مؤتمر العمل المالي المركزي في يناير 2007، عندما اقترحت وزارة المالية حلين لإدارة هذا الفائض والمتمثل في : إنشاء صندوق سيادي لتنويع الصين حيازات النقد الأجنبي، أو إنشاء لجنة الأصول المالية التي من شأنها إدارة أصول في الصين المملوكة للدولة المؤسسات المالية، وكان كلا الاقتراحين إساءة مباشرة لبنك الشعب الصيني، فالقرارات التي اتخذت في مؤتمر العمل المالي في يناير 2007 ظهرت لصالح وزارة المالية ووافقت القيادة الصينية لإنشاء CIC وسلمت الرقابة الإدارية إلى وزارة المالية، و نجحت ليس فقط في تحديد وضبط CIC بل واضطر أيضا بنك الشعب الصيني في عام 2007 على التخلي عن السيطرة على Central Huijin

³-China Investment Corporation, Annual Report 2011(Beijing, China: July 2012.p4.

وتشتمل هذه الشركة على مؤسستين استثماريتين:

أ- شركة الاستثمار الصينية الدولية China Investment Corporation International: وهي شركة تابعة و مملوكة بالكامل لشركة CIC تأسست في سبتمبر 2011 ، بتفويض للاستثمار وإدارة الأصول في الخارج .

ب- شركة هويجين المركزية المحدودة للاستثمار Central Huijin: وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل لشركة CIC، تعمل على الاستثمار في أسهم المؤسسات المالية الكبرى المملوكة للصين، وهي شركة استثمارية مملوكة للدولة أدرجت وفقا للقانون الشركات الصينية، يقع مقرها الرئيسي في بكين، تأسست في ديسمبر 2003 وكلفت بممارسة الحقوق والالتزامات كمستثمر في الشركات المالية الكبرى المملوكة للدولة نيابة عن الدولة، ولتحقيق هدف الحفاظ وتعزيز قيمة الأصول المالية المملوكة للدولة، فالشركة لا تجري أي أنشطة تجارية أخرى، وفي سبتمبر 2007 أصبحت شركة تابعة مملوكة بالكامل لمؤسسة الصين للاستثمار (CIC)¹، وأصدرت وزارة المالية سندات خزانة خاصة وحصلت على جميع أسهم Central Huijin من بنك الشعب الصيني، تم حقن أسهم المكتسبة في مؤسسة الصين للاستثمار ("CIC") كجزء من مساهمتها في رؤوس الأموال الأولية، 2013، تمتلك Central Huijin حصصا في 6 بنوك تجارية²، و 7 شركات الأوراق المالية، 1 مجموعة المالية القابضة و (2) شركة التأمين، وشركة إعادة التأمين واحدة و 1 شركة الأصول. (كما هو موضح في الجدول رقم 3-12).

الجدول 3-12- مساهمات Central Huijin في الشركات المالية الصينية 2013 (%).

الرقم	اسم المؤسسة	الموقع	القطاع	نسبة المساهمة
1	بنك التنمية الصيني	بيكين	البنوك	47.63%
2	البنك الصناعي والتجاري الصيني	بيكين	البنوك	35.33%
3	البنك الزراعي الصيني	بيكين	البنوك	40.28%
4	بنك الصين	بيكين	البنوك	67.72%
5	بنك التعمير الصيني	بيكين	البنوك	57.26%
6	البنك ايفربرايتاالصين	بيكين	البنوك	41.66%

¹ - Central Huijin Ltd. website, <http://www.huijin-inv.cn/wps/portal!/ut/2013/12/31> .

² - تعتبر هذه البنوك اذراعا استثمارية للصندوق السيادي الصيني بحيث لها استثمارات خارجية كبيرة في عدة قطاعات .

7	شركة الصين لتأمين وائتمان التصدير	بيكين	التأمين	73.63%
8	الشركة الصينية لإعادة التأمين	بيكين	التأمين	84.91%
9	الصين الجديدة لتأمين الحياة	بيكين	التأمين	31.34%
10	Jianyin الاستثمار الصينية	بيكين	الاستثمارات	100.00%
11	الصين غالاكسي المالية القابضة	بيكين	الاستثمارات	78.57%
12	شركة ShenyinWanguo للأوراق المالية	شنغهاي	الأوراق المالية	55.38%
13	شركة كايتال الدولية الصين المحدودة	بيكين	الأوراق المالية	43.35%
14	الصين للأوراق المالية المحدودة	بيكين	الأوراق المالية	40.00%
15	شركة الصين للاستثمار الأوراق المالية لمحدودة	شنغهاي	الأوراق المالية	100.00%
16	الصين ايفربرايت الصناعة	بيكين	الاستثمارات	100.00%
17	JiantouZhongxin لإدارة الأصول	بيكين	إدارة الأصول	70.00%
18	GuotaiJunan للأوراق المالية	شنغهاي	الأصول	14.54%

Source: "investments," CentralHuijinLtd. website, <http://www.huijin-nv.cn/hjen/investments/popup.htm2013/12/31i>

ثانيا- حوكمة شركة الاستثمار الصينية: لدعم عملياتها وتحقيق أهدافها، أنشأت CIC ثلاثة مجالس، مجلس إدارة ومجلس الرقابة واللجنة التنفيذية، ويمارس مجلس الدولة حقوق المساهمين نيابة عن الدولة.

1- مجلس الإدارة: مخول للإشراف على عمليات الشركة وتقييم أدائها العام واتخاذ القرارات في المسائل الهامة بما يتفق مع ميثاق الشركة، وبناء على أهداف الاستثمار واستراتيجيات التنمية التي وضعها المساهمون، ويستعرض المجلس ويوافق على الاستراتيجيات الاستثمارية للشركة والمبادئ التوجيهية التشغيلية ويقرر أيضا طرق تنفيذ هذه

الاستراتيجيات، ويقدم تقرير إلى المساهمين، ويعين ويزيل كبار المديرين التنفيذيين و المندوبين ويؤسس هيئات الإدارة عند الضرورة، ويدعم مجلس الإدارة من قبل اللجنة التنفيذية ولجنة المكافآت، يصوغ المكافآت ويراجع سياسات التعويضات لكبار التنفيذيين ويشرف على تنفيذها، ويعهد للجنة التنفيذية الإشراف على العمليات اليومية للشركة.

2-مجلس المشرفين (الرقابة):مسؤول عن مراقبة السلوك الأخلاقي لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وكذلك فعالية الإجراءات الرقابية داخل الشركة، ويقدم تقاريره مباشرة إلى المساهمين، أيضا مسؤول عن قسم التدقيق الداخلي، كما يختار مدققي الحسابات الخارجيين ويراقب المحاسبة والوظائف المالية CIC ، رئيس مجلس الرقابة هو عضو في اللجنة التنفيذية ويجلس بصفة مراقب في اجتماعات مجلس الإدارة، ويدعم مجلس الرقابة من قبل لجنة الإشراف ولجنة التدقيق، وتشرف لجنة الإشراف على السلوك المهني والأخلاقي لأعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين ،أما لجنة التدقيق تراقب وتستعرض الوظائف المالية والمحاسبية الشركة.

3- اللجنة التنفيذية: بتكليف من مجلس الإدارة تترجم اللجنة التنفيذية توجيهات مجلس الإدارة إلى استراتيجيات مفصلة وتشرف على العمليات يوما بيوم ،و لديها سلطة اتخاذ قرارات التشغيل المطلوبة، بما فيها تلك المتعلقة بالقواعد الأساسية، والتكيف المؤسسي، وآليات التشغيل، وتقييم الأداء والأجور.

4-المجلس الاستشاري الدولي: يضم 15 خبيرا دوليا بارزا يقدمون توجيهات معمقة من منظور دولي لقضايا الاقتصاد والاستثمار العالمي و القضايا التنظيمية ،توقعات السوق الاقتصادي والمالي العالمي، استراتيجيات الاستثمار لإدارة التحديات المستمرة وتقلبات السوق، وكذلك توزيع الأصول وإدارة المخاطر، كما وفر مقترحات قيمة لتنمية الشركة على المدى الطويل.

5- لجنة الاستثمار: تعمل على تحديد السياسات الاستثمارية تماشيا مع المبادئ التوجيهية للاستثمار التي يحددها مجلس الإدارة واللجنة التنفيذية للشركة، حيث تقدم إدارات الاستثمار مقترحات استثمارية، ومن ثم تتم مراجعة هذه المقترحات في اجتماع لجنة ما قبل الاستثمار برئاسة الرئيس التنفيذي للاستثمار، وبعدها يتم تقييم المقترحات من طرف لجنة الاستثمار والموافقة عليها، ووفق الاستثمار هي المسؤولة عن تنفيذ قرارات لجنة الاستثمار، ويتم تنظيم إدارات الاستثمار في CIC على النحو التالي¹:

1-قسم توزيع الأصول والبحوث الاستراتيجية: مسؤول عن وضع سياسات الاستثمار، واقتراح خطط توزيع الأصول وحفاظ السياسات وخطط التوزيع التكتيكي ، وإدارة المحفظة الإجمالية وتطوير المحفظة الاستثمارية البديلة

¹-China Investment Corporation, Annual Report2013(Beijing, China:.p.28,29

واستراتيجيات الاستثمار السلبية، وهي بمثابة أمانة للجنة الاستثمار ولجنة ما قبل الاستثمار، وتقديم الدعم لعملية صنع القرار وتضمن الامتثال الداخلي والإشراف والرصد.

ب- قسم الأسهم العامة: هو المسؤول عن إدارة النشطة للاستثمارات في الأسهم العامة على الصعيد العالمي وتتم إدارة الأصول من خلال عدة استراتيجيات، والتي تنقسم إلى مزيد من الاستراتيجيات الفرعية، والاستراتيجيات المعمول بها تقوم على مناطق مختلفة، سعياً للحصول على التغطية الكاملة للأسواق العالمية مع التركيز على بعض المناطق الرئيسية.

د- قسم الدخل الثابت والعوائد المطلقة: مسؤول عن الأساليب النشطة¹ للمنتجات الدخل الثابت، والاستثمارات الخارجية والداخلية من استثمارات العوائد المطلقة، وتشمل الأساليب النشطة للمنتجات الدخل الثابت الاستثمار في سندات الخزينة من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة؛ وتشمل استثمارات العوائد المطلقة الاستثمار في صناديق التحوط، وتكافؤ المخاطر² وأساليب متعددة الأصول.

هـ- قسم الملكية الخاصة: هو المسؤول عن الملكية الخاصة والاستثمارات العقارية من خلال صناديق الأسهم الخاصة والاستثمارات المباشرة والاستثمارات المشتركة.

د- قسم الاستثمار الخاص: هو المسؤول عن استثمارات الأصول في قطاعات مثل الطاقة والتعدين والبنية التحتية والزراعة.

6- لجنة إدارة المخاطر: تشرف لجنة إدارة المخاطر على استراتيجيات إدارة المخاطر ومناهجها وتشمل المسؤوليات الرئيسية ما يلي: مراجعة استراتيجيات إدارة المخاطر، السياسات والإجراءات. تحديد ميزانية المخاطر وخطة التخصيص، مراجعة إدارة المخاطر، تقارير التقييم، وتضم لجنة إدارة المخاطر رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، الرئيس ونواب الرئيس التنفيذي، المدير التنفيذي للإستراتيجية، رئيس إدارة المخاطر، ورؤساء قسم إدارة المخاطر.

¹ - الاستراتيجية الشاملة النشطة هي التي تكون فيها معايير القياس المحددة - المحفظة المرجعية - ذات أهمية منخفضة للغاية.

² - تعادل المخاطر (أو علاوة تكافؤ المخاطر) هو نصح لإدارة محفظة الاستثمار الذي يركز على توزيع المخاطر، ويعرف عادة باسم التقلب، بدلا من تخصيص رأس المال، يؤكد نصح التكافؤ الخطر أنه عندما يتم تعديل مخصصات الأصول (الاستدانة أو غير الاستدانة) إلى مستوى الخطر نفسه، محفظة التكافؤ المخاطر يمكن أن تحقق أعلى نسبة شارب ويمكن أن تكون أكثر مقاومة لانكماش السوق من المحفظة التقليدية.

ثالثا- الإستراتيجية الاستثمارية لشركة الاستثمارات الصينية :

1-الفلسفة الاستثمارية للشركة :

إن الأنشطة الاستثمارية للشركة تعمل وفق خمسة مبادئ: الهدف الأساسي هو الاستثمار على المدى الطويل، الاستدامة، **العوائد المعدلة** وفق المخاطر لمساهميها، بحيث تستثمر على أساس تجاري أي هدفها هو السعي لتحقيق العوائد القصوى لمساهميها مع تحمل مخاطر مقبولة ، كما أنها مستثمر مالي لا يسعى للسيطرة على الشركات في محافظتها الاستثمارية ، كما تعتبر مستثمرا مسؤولا ملتزم بالقوانين واللوائح الصينية ولوائح البلدان المتلقية للاستثمارات ،وتفي بمسؤولياتها الاجتماعية ، كما يتم تجسيد استثماراتها بناء على أبحاث معمقة ضمن إطار توزيع الأصول لضمان عملية اتخاذ قرارات حكيمة ومنضبطة.

إن الفلسفة الاستثمارية لـCIC تستند بقوة على خصائصها المؤسسية كمستثمر على المدى الطويل الأفق الاستثماري امتد إلى 10 سنوات في عام 2011، فهي في وضع جيد لتحمل تقلبات السوق على المدى القصير وكسب علاوة السيولة، ويعتبر تنويع المخاطر كوسيلة فعالة للسيطرة على تقلب المحفظة ومخاطر التراجع والانخفاض، وهو أمر أساسي لبناء محفظة CIC.

أما الأهداف الاستثمارية للشركة هي¹ بناء محفظة عالمية، واستثمار وإدارة جزء من احتياطات الصرف الأجنبي للبنك المركزي الصيني ، وكسب العوائد المعدلة وفق المخاطر المناسبة على المدى الطويل.

2-هيكل محفظة الاستثمار العالمية لشركة الاستثمار الصينية: تستثمر CIC في مجموعة واسعة من المنتجات المالية على المستوى العالمي، بما في ذلك الأسهم في الأسواق العامة، وأدوات الدخل الثابت، والعوائد المطلقة والاستثمارات طويلة الأجل والنقدية وغيرها.

1-الأسهم العامة: تتمثل في استثمارات الأسهم في الشركات العامة المدرجة علنا، وتمثل أكبر نسبة في محفظة الشركة باستثناء سنة 2008 والتي كانت سنة بداية النشاط، وتعمل الشركة على تنويع استثماراتها السهمية تنوعا يشمل عدة قطاعات(انظر الجدول 3-13)و على مناطق مختلفة حيث تبلغ نسبة استثماراتها سنة 2013 في و م الأمريكية 46.6%، أسهم الدول المتقدمة باستثناء و م الأمريكية 36.8%، أسهم الاقتصاديات الناشئة 17.1%.

¹--China Investment Corporation, **Annual Report2008**(Beijing, China:p.28

الجدول 3-13: توزيع الأسهم العامة حسب القطاعات الاقتصادية 2010-2013. %

العقار	أخرى	الخدمات	خدمات الاتصالات	المواد	الصحة	الصناعة	الطاقة	السلع الاستهلاكية	السلع الكمالية	تكنولوجيا المعلومات	المالي	
5	/	3	4	10	10	10	13	9	10	10	17	2010
5	/	3	4	9	7	9	14	10	10	10	19	2011
/	4.4	2.7	3.9	6.5	8.2	9.1	10.2	10.4	10.7	11.6	22.3	2012
/	2.0	2.6	3.6	5.5	9.9	10.2	8.5	10.2	12.5	12.1	22.9	2013

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الشركة لسنوات 2010-2013

ب- أدوات الدخل الثابت: تشير إلى السندات مثل سندات الخزنة وسندات الشركات، كانت الشركة تستثمر في السندات الحكومية وسندات الوكالات، والأوراق المدعمة بأصول وسندات الشركات، لكن بعد 2011 غيرت السندات المستثمر فيها حسب الجدول 3-14.

الجدول 3-14: تنوع أدوات الدخل الثابت 2012-2013. %

سندات سيادية ذات درجة استثمارية	سندات سيادية لاقصاديات ناشئة	سندات سيادية لدول متقدمة	سندات مؤشرة بالتصخم	
25.1	17.5	54.7	2.7	2012
26.5	26.8	44.1	2.6	2013

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الشركة لسنتي 2012، 2013.

ج- استثمارات العوائد المطلقة¹: وتشمل صناديق التحوط، وتكافؤ الخطر وأساليب أخرى، وبدأت الشركة الاستثمار في هذه الأدوات سنة 2011 بنسبة 12%.

¹ نوع من الاستثمارات في الشركات، ويسعى إلى كسب المال من ارتفاع وانخفاض قيمة الأصول المالية، عندما تكون الأسواق متقلبة يمكن إستخدام هذا النوع من ففة الأصول، يمكن إما أن يستخدم لتعزيز العوائد عن طريق شراء أصول الشركات عندما ترتفع وعن طريق الاقتراض، أو لبيع أصول أخرى بهدف شرائها مرة أخرى بسعر أقل في وقت لاحق عادة، يتم توظيف هاتين الاستراتيجيتين في نفس الوقت مع وجود أبقاء حيز صافي صغير بسبب توقع إرتفاع أو إنخفاض الأسعار. يمثل صافي النتائج مخاطرة سلبية أقل، ولكن تبقى القدرة على تحقيق عائدات أعلى من إستراتيجية تلك الأموال التي تشتري فقط الأصول في توقع لإرتفاع السعر.

د-النقدية وغيرها: وتشمل ودائع ليلة واحدة وأذون الخزانة الأمريكية، وشكلت في بداية نشاط الشركة 87.4 ٪ لتتخفص في 2013 إلى 2.6٪.

هـ-الاستثمارات طويلة الأجل: من حيث الأهمية تأتي في المرتبة الثانية بنسبة 28.2 ٪ سنة 2013، وتشمل استثمارات الأسهم الخاصة، والطاقة والتعدين والعقارات والبنية التحتية وغيرها، وتعلق **CIC** أهمية كبيرة على الاستثمارات طويلة الأجل، لتحقيق عوائد ثابتة على المدى الطويل، وعند اختيار المناطق الاستثمارية تركز على البلدان التي لديها بيئة مستقرة سياسي وتنظيم قوي ، وفي الوقت نفسه للشركة وجهة نظر ايجابية على مستقبل طويل الأجل للأسواق الناشئة، وجعل هذه الدول جزءا من المناطق التي تستثمر فيها.

الجدول 3-15: توزيع محفظة الاستثمار العالمي 2013/12/31

الأدوات الاستثمارية نسبة إلى إجمالي المحفظة ٪	السهم العامة	استثمارات ط الأجل	أدوات الدخل الثابت	استثمارات العوائد المطلقة	النقدية وغيرها
2013	40.44	28.2	17	11.8	2.6
2012	32	32.4	19.1	12.7	3.8
2011	25	31	21	12	11
2010	48		27		4
2009	36		26		32
2008	3.2		9		87.4

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الصندوق 2008،2009،2010،2011،2012،2013.

3-استعمال مديري أصول خارجين: كصندوق سيادي جديد، كان إيجاد فريق استثمار ذا جودة عالية من بين أهم أولويات **CIC**، فمنذ أن بدأ الصندوق يستثمر عالميا، ركز على توظيف مديري الاستثمار ذوي الخبرة المهنية في الأسواق المالية الكبرى في جميع أنحاء العالم، وتعمل **CIC** على استخدام مكثف لمديري الاستثمار خارجيين ذوو جودة في جميع فئات الأصول (انظر الجدول 3-16)، ويتم اختيارهم على أساس المؤهلات الصارمة وتشمل معايير الاختيار ما يلي¹:

-الاستقرار المالي والسمعة المتميزة، هيكل إدارة قوي وإدارة خطر قوية وقواعد الامتثال قوية.

¹-China Investment Corporation, Annual Report 2013(Beijing, China: .p.32

- العمليات التي تتفق مع القوانين والأنظمة المعمول بها في البلد الأصلي لمدير الأصول.

- سنوات الخبرة المناسبة في فئة الأصول المعمول بها مع ظهور للأداء السليم.

- عدم تعرض المديرين الخارجيين إلى عقوبات صارمة من قبل الهيئات التنظيمية على مدى السنوات الثلاث الماضية قبل التفويض.

الجدول 3-16: توزيع الأصول بإدارة داخلية مقابل الأصول بإدارة خارجية 2009-2013 (%)

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013
طبيعة الإدارة					
إدارة خارجية	59	59	57	63.8	67.2
إدارة داخلية	41	41	43	36.2	32.8

المصدر: من إعداد الباحث لاعتماد على تقارير CIC 2009-2013.

4 -تقييم الأداء الاستثماري لشركة CIC 2008-2013: بدأت CIC عملياتها الاستثمارية في 29 سبتمبر 2007، برأس مال مبدئي قدره 200 مليار دولار أمريكي، وبحلول نهاية عام 2007 استثمرت 3 مليار دولار أمريكي في مجموعة بلاكستون¹ و 5.6 مليار دولار في مورغان ستانلي²، وكذلك حوالي 120 مليون دولار في الاستثمارات الصغيرة المختلفة، وبتزامن هذه الفترة مع ضغوطات الأزمة المالية العالمية وكما كان الحال بالنسبة لجميع المستثمرين العالميين، كانت سنة 2008 صعبة للغاية لإدارة المحفظة العالمية للشركة والدليل ذلك انخفاض عوائدها، بالإضافة إلى أن الشركة كانت مهمة بتنظيم بنيتها التحتية وقدراتها فلم يتم نشر أسماؤها في 2008 وكان أكثر استثمارات محفظتها في النقد والمنتجات النقدية، وتم الحصول على عائد سنوي يقدر ب 0.2% في 2007، وخلال عام 2008 تم نشر مبلغ إضافي قدره 4.8 مليار دولار في السوق؛ مع استمرار CIC الاستثمار في النقد والمنتجات النقدية (87.4%)، وقدر العائد على المحفظة في عام 2008 ب: -2.1%، الأداء التي يمكن النظر فيها انه تأثر بالأزمة، واصلت الشركة في نهاية عام 2008، نشر حوالي 21 مليار دولار في السوق ومع بداية ظهور علامات على الانتعاش العالمي، تم القيام باستثمارات جديدة بحوالي 58 مليار دولار في عام 2009. وبلغ العائد على محفظة 11.7%. في عام 2010، حافظت CIC على نهجها الاستثماري وصلت إلى نشر كامل رأس المال الاستثماري لها، وبلغ العائد السنوي

¹Blackstone Group هي شركة الاستثمار والاستشارات العالمية الرائدة. تأسست الشركة في نيويورك عام 1985.

²Morgan Stanley هي واحدة من أشهر المؤسسات المصرفية وأكبرها في الولايات المتحدة والعالم وهو واحد من الخمس البنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة يقع مقره بمدينة نيويورك تأسس سنة 1935.

على محفظة استثمارية عالمية ل CIC 11.7% و حققت خسائر بنسبة 4.3% في 2011 وهو العام الأسوأ للصندوق، وفي عام 2012، سجلت محفظة CIC في الخارج عوائد صافية قدرها 10.60%. وفي عام 2013، سجلت محفظة CIC في الخارج عائد صافي قدره 9.33%. خلالنهاية عام 2013، انظر الجدول 3-17.

الجدول 3-17: العائد السنوي على محفظة الشركة الصينية للاستثمار %.

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(%)العائد السنوي	-2.1%	11.7%	11.7%	-4.3%	10.60%	9.33%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة 2008-2013.

ولذلك فإن الشركة حافظت و عززت قيمة احتياطات الصين من الصرف الأجنبي التي تحت إدارتها.

المطلب الثاني: عرض تجرّبي شركة الاستثمار الكورية:

أولاً-التعريف بشركة الاستثمار الكورية :

1-نشأة الشركة: تأسست شركة الاستثمار الكورية (Korea Investment Corporation KIC) في جويلية 2005 بموجب قانون شركة الاستثمار الكورية ، وقد تم إطلاقها بهدف تعزيز والحفاظ على الثروة السيادية لأجيال كوريا الحاضرة والمستقبلية والمساهمة في تطوير الصناعة المالية المحلية ، وتم تكليف الشركة بإدارة الأصول التي عهدت إليها من قبل الحكومة وبنك كوريا المركزي ، وتمثل مهامها الأساسية في¹:

- استثمارية زيادة الثروة الوطنية وبشكل فعال: وذلك من خلال توليد عوائد تتجاوز باستمرار التضخم للحفاظ على الأصول السيادية وتعزيز القوة الشرائية الدولية والمحلية لها.

-المساهمة في تطوير الصناعة المالية: وذلك من خلال رعاية وتنشئة متخصصين في إدارة الأصول، وإدخال المعرفة الاستثمارية العالمية لمديري الأصول المحليين، ومشاركتها مع الجمهور معلومات السوق التي تم الحصول عليها عن طريق الاستثمار في الخارج، وتعزيز خبراء الاستثمار ، و جذب شركات إدارة الأصول العالمية إلى كوريا، والقيام بالمسوح والبحوث المتعلقة بالأسواق المالية الدولية، والتعاون والتبادل مع المؤسسات المالية المحلية والدولية.

إن KIC تدير أصولاً موكلة لها من قبل الحكومة وبنك كوريا، وغيرها من الأموال العامة ومحددة بموجب قانون المالية الوطني، وتستثمر مباشرة أصولها من قبل فريق استثمارها أو تعهدتها إلى مديري الأصول الخارجيين، ومن

¹-KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT , ARTICLE 1, March 24, 2005, (Act No. 7393), p1.

المصادر الرئيسية للدخل هي أتعاب إدارة الأصول المعهودة إليها و أرباح الأداء الناتج عن تجاوز العوائد للمستويات المستهدفة.

و يمكن إيجاز جذور نشأة KIC في المراحل الثلاث التالية¹:

1- الخلفية والمناقشات المبكرة (1999-2001):

ناقش صناع السياسة الاقتصادية في كوريا لأول مرة فكرة إنشاء صندوق للثروة السيادية في نوفمبر 1999 وكانت كوريا قبل ذلك قلقة بشأن حالة وضعية احتياطياتها، حين بلغ مستوى احتياطات الصرف الأجنبي 4 مليار أمريكي في 18 ديسمبر عام 1997، ومع عودة موجات تدفقات رأس المال ارتفعت لتصل 70 مليار دولار أمريكي بحلول نوفمبر 1999، و في أواخر 1999 قام مسؤولون من وزارة المالية برحلة عمل إلى سنغافورة وهونج كونج، وكان الغرض معرفة كيف تتم إدارة احتياطات البنوك المركزية في سنغافورة وهونج كونج، وأدركوا أن تشكيل صندوق ثروة سيادي مماثل قد يحل المعضلة التي تواجهها كوريا²، وبحلول ديسمبر، كانت مزايا إنشاء صندوق الثروة السيادية مفهومة جيدا داخل وزارة المالية ولخصت وثيقة وزعت داخليا مزايا والدروس المستفادة من التجربة في أربعة مجالات:

- من شأن هذا الصندوق أن يسمح لكوريا الحفاظ على فائض الحساب الجاري وحتى في خضم استمرار تدفقات رأس المال، فإذا تم نقل جزء كبير من احتياطي العملات الأجنبية إلى الصندوق السيادي فإن الاحتياطي يتراكم ببطء، وبالتالي يولد جدلا أقل حول التدخل في السوق الصرف الأجنبي في كوريا.

- فإنه يسمح كوريا للاستفادة من وفورات الحجم، كما أن مسؤولي وزارة المالية فكروا في صندوق ثروة سيادي ليس فقط إدارة احتياطات العملات الأجنبية الفائضة، ولكن أيضا الأصول الخارجية التي يملكها الصندوق الوطني للتقاعد والشركات المملوكة للدولة.

- من شأنه تمكين الحكومة الكورية للحصول على أفضل معلومات السوق وذات جودة عالية، يعتقد أن و مثل هذا الوصول هو حاسم في منع الأزمات العملات.

- يمكن أن تكون بمثابة محفز في تطوير صناعة إدارة الأصول في كوريا.

ومع تدهور الميزانية العمومية لبنك كوريا المركزي في عامي 2000 و 2001، طرحت وزارة المالية والاقتصاد بشكل غير رسمي فكرة إنشاء صندوق سيادي، وفي أغسطس 2001، أكدت الوزارة على أهمية تحسين العائد على

¹-Woochan Kim, **Korea investment corporation: its originand evolution**, MPRA Paper No. 44028, August 2011, p4.

²-في سنغافورة يتم التدخل بشكل كبير في سوق الصرف الأجنبي وينقل جزء كبير من احتياطي الصرف الأجنبي إلى شركة الاستثمار السنغافورية.

احتياطات البنك المركزي. حيث كانت العوائد على احتياطات أقل بكثير من الفائدة المدفوعة على السندات الاستقرار النقدي لبنك كوريا المركزي¹ وحجم احتياطي 98مليار دولار أمريكي، ورد البنك المركزي بأن حجم الاحتياطي غير كاف، وأن تأمين السيولة ينبغي أن يكون له الأولوية على تحسين العائدات الاستثمارية، كما انتقدت وزارة المالية لتأسيس صندوق سيادي من أجل الحصول على وظائف جديدة للمتقاعدين البيروقراطيين من الوزارة.

ب- الرئيس روه- مو- هيون والمركز المالي شمال شرق آسيا (ديسمبر 2002 - مارس 2004)²:

في انتخابات ديسمبر 2002 تعهد الرئيس روه بمناقشة تأسيس صندوق سيادي، والعمل على جعل سيول مركزاً مالياً متقدماً في شمال شرق آسيا، وفي أبريل 2003، وبعد وقت قصير من تنصيب الرئيس روه، أنشأت الحكومة الكورية للجنة الرئاسية لمركز الأعمال شمال شرق آسيا وتقرر أن خارطة الطريق لهذا المشروع ستكون مشتركة من قبل اللجنة الرئاسية ووزارة المالية، وتم الإفراج عن خارطة الطريق رسمياً في 11 ديسمبر 2003³، ولكن هذا أثار مقاومة قوية من البنك المركزي وتمثل ذلك في :

- فكرة أن مستوى احتياطي الصرف الأجنبي في كوريا كان مبالغاً فيه، قال البنك المركزي الكوري أنه ينبغي أن يكون المستوى المناسب من احتياطي بحوالي 300مليار دولار أمريكي مقارنة ببلوغه سوى 150 مليار دولار أمريكي حتى نوفمبر 2003.

- كره البنك المركزي الحجة السابقة أن تأمين السلامة والسيولة ينبغي أن يكون الأولوية على تحسين عوائد الاستثمار عند إدارة احتياطات العملات الأجنبية، كما شدد على أن العائد على الاستثمار تجاوز العائد على سندات الاستقرار النقدي خلال 2000-2002.

- كره البنك المركزي الانتقادات الموجهة لوزارة المالية أن محاولة تأسيس صندوق سيادي هدفه تأمين مواقع جديدة للبيروقراطيين من المتقاعدين خارج الوزارة، كما انتقد البنك المركزي خطة نقل الأصول الاحتياطية إلى الصندوق السيادي و منفصل عن دينها، وأنه ينبغي أيضاً تحمل الديون في البنك المركزي، مع ذلك رد المسؤولون الحكوميون

¹- من أهم أدوات تقييم السيولة الفائضة الناتجة عن ارتفاع مستوى الاحتياطي المستخدمة من طرف بنك كوريا المركزي .

²-Woochan Kim, OP-CIT, P6.

³-واقترحت لذلك إنشاء صندوق سيادي ومن خلال منح وكالات إلى شركات إدارة الأصول الأجنبية، وبالتالي دفعهم إلى الانتقال إلى كوريا، وهذا نفس الإجراء الذي اتخذت سنغافورة في عام 1998، وأن الصندوق من شأنه أن يسمح لكوريا الحصول على أفضل معلومات السوق ذات الجودة العالية ، كما حدد رأس مال الصندوق 20 مليار دولار أمريكي (13٪ من إجمالي احتياطات العملات الأجنبية) ، وتكون ملكيته بالكامل من قبل الحكومة ، كما تقرر أن استثماره في البداية، يجب أن يكون فقط في أصول في الخارج. وتقرر أيضاً إدارة الصندوق في مرحلته الأولى من خلال مديري الأصول الخارجيين.

وأوضحوا أنه لن يكون هناك أي تغيير في ملكية الأصول الاحتياطية. وان الصندوق من شأنه أن يكون واحدا من مديريين خارجيين البنك المركزي، وفي 5 ديسمبر 2003 سلم البنك المركزي إلى اللجنة الرئاسية بيان رسمي بمعارضة إنشاء صندوق سيادي. وتزامن هذا الرد مع خطة الصين لتأسيس صندوق سيادي، وفي 24 جانفي - 10 مارس 2004 قررت اللجنة الرئاسية تكليف مشروع الاستشارة على هيكل إدارة شركة الاستثمار الكورية إلى خبراء خارجيين، وقام الاستشاريون بزيارة شركة الاستثمار السنغافورية، وصناديق الثروة سيادية أخرى، وجاء التقرير النهائي بتاريخ 25 مارس 2004.

ج-القضايا الرئيسية والعملية التشريعية (أبريل 2004 - مارس 2005):

قبل انتهاء اللجنة الرئاسية من اقتراحها بشأن هيكل إدارة شركة الاستثمار الكورية، قدمت وزارة المالية مشروع قانون مؤسسة الاستثمار الكورية. ومنذ 17 افريل، مرت سبعة تنقيحات قبل أن تقدم الحكومة أخيرا مشروع القانون إلى الجمعية الوطنية في 20 سبتمبر عام 2004، خلال هذه الفترة ولمدة خمسة أشهر اللجنة الرئاسية ووزارة المالية دارت مناقشة ساخنة حول أحكام مشروع القانون.

وكان مشروع قانون الحكومة قد تغلب على عدد من العقبات قبل أن يمر على الجمعية الوطنية في مارس 2005، ومنذ إشعار الجمهور بمشروع القانون في 18 يونيو عام 2004، اضطرت الحكومة إلى مواجهة معارضة قوية من التضامن الشعبي من أجل الديمقراطية التشاركية (PSPD) والحزب الوطني الكبير¹، كما عارض بنك كوريا المركزي بشدة ذلك.

قدم مشروع القانون إلى الجمعية الوطنية في 17 سبتمبر 2004، وبدأت مناقشة مشروع القانون من طرف الجمعية الوطنية بين 26 نوفمبر/ديسمبر 2004 و فيفري 2005، مع الأخذ في الاعتبار الانتقادات التي أثيرت في جلسة علنية، وتم تمرير مشروع القانون في الجلسة العامة في 24 مارس عام 2005، ودخلت حيز التنفيذ اعتبارا من 1 جويلية 2005.

ثانيا: حوكمة شركة الاستثمار الكورية :

لقد اعتمدت KIC هيكل حكم وفقا لأفضل الممارسات لحوكمة الشركات، ويشمل الهيكل الإداري مستويين، ويضم اللجنة التوجيهية ومجلس الإدارة لضمان الاستقلالية الاستثمارية والتشغيلية بين الحكومة والبنك المركزي الكوري².

¹-أكبر مجموعة مدنية ناشطة في كوريا، من أكبر الأحزاب المعارضة في فترة رئاسة روه.

²-KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT, March 24, 2005, (Act No. 7393), p8.

1- اللجنة التوجيهية: تتكون اللجنة من ستة مهنيين من القطاع الخاص ويعينهم رئيس جمهورية كوريا، ولمدة سنتين و ثلاثة أعضاء رسميين من ممثلي المؤسسات التي تتعهد بأصول تتجاوز مبلغ محدد، وهما وزير المالية ومحافظ بنك كوريا المركزي والرئيس التنفيذي KIC، وتعمل على حل المسائل التالية: السياسات الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأجل؛ تعديل الوضع المالي مثل الزيادة أو الخفض من رأس المال؛ التكاليف بإدارة الأصول من الجهات الداعمة إلى KIC، تعيين وإقالة المسؤولين التنفيذيين، الموافقة على الميزانية وحساب التسوية؛ تقييم أداء إدارة KIC، والتفتيش على الأعمال التجارية.

2- مجلس الإدارة: تملك KIC مجلس إدارة ويشمل الرئيس التنفيذي والمديرين، ويقوم بحل المسائل المتعلقة بما يلي: إدارة الأصول التي تتعهد بها الحكومة والمستثمرين المؤسسيين، والقيام بالبحوث والدراسات لتحسين كفاءة إدارة الأصول، والتبادل والتعاون مع المؤسسات والسلطات ذات الصلة.

3- الرئيس التنفيذي: يتم تعيين الرئيس التنفيذي لشركة KIC من طرف رئيس جمهورية كوريا وبتوصية من وزير الاستراتيجية والمالية ومن خلال الرئيس للجنة التوصيات والمداولة من قبل اللجنة التوجيهية، ويعمل على تمثيل KIC ويرأس أعمالها، ويعقد اجتماعات مجلس الإدارة و كرئيس لهذه الاجتماعات.

ثالثا - الاستراتيجية الاستثمارية لشركة الاستثمار الكورية :

1- الفلسفة الاستثمارية للشركة: إن الهدف الاستثماري KIC هو توليد عوائد ثابتة ومستدامة ضمن مستوى مناسب من المخاطر، وفقا لمبدأ الاستثمار الحكيم والمسؤول، وتسعى الشركة لزيادة العائدات من خلال¹ (1) التقليل من المخاطر في الأسواق الفردية والأصول من خلال تنويع محفظة، (2) و ممارسة المرونة المناسبة بنشاط لاغتنام الفرص الاستثمارية.

فالقرارات المتعلقة بتخصيص الأصول تخضع للمداولة من قبل اللجنة التوجيهية، وهي أعلى هيئة اتخاذ القرار في الشركة، فتعمل على إدارة الاتفاقات الموقعة الاستثمار بين الشركة والجهات الراعية وتحدد فئات الأصول المؤهلة والمحفظة المرجعية، وتسعى الشركة إلى تحقيق العوائد القياسية من خلال تنويع الاستثمارات في مجموعة من العملات والدول وفقا للمبادئ التوجيهية لإدارة الاستثمار.

2- هيكل المحفظة الاستثمار لشركة الاستثمار الكورية:

في البداية، بدأت الشركة الاستثمار في فئات الأصول التقليدية مثل الأسهم والسندات و تم توسيع نطاق الاستثمار في الشركة ليشمل السندات المرتبطة بالتضخم والسلع وكذلك الأسهم الخاصة، والعقارات، وصناديق

¹ - تعبر عن المبادئ الاستثمارية للشركة .

التحوط والاستثمارات الخاصة، وبالإضافة إلى ذلك، وكجزء من تنويع المحفظة، تم زيادة استثمارات الشركة في الأسواق الناشئة بداية من 2010، واعتباراً من نهاية 2013 بلغ إجمالي الأصول للشركة: 60 مليار دولار، وصافي قيمة الأصول 72 مليار دولار، وتوزع هذه الأصول على ثلاث فئات: الأصول التقليدية 65.1 مليار دولار، والأصول البديلة: 5.7 مليار دولار، والأصول الخاصة 1.2 مليار دولار¹ (الجدول 3-18).

الجدول 3-18: هيكل المحفظة الاستثمارية للشركة %

2013	2012	2011	2010	طبيعة المحفظة
90.03	90.6	91.1	90.8	محفظة الأصول التقليدية
8	7.8	5.5	5.5	محفظة الأصول البديلة
1.6	1.6	3.4	3.7	محفظة الاستثمار الخاصة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير KIC 2009-2013.

1- محفظة الأصول التقليدية: إن الهدف من محفظة الأصول التقليدية، هو تعظيم عوائد الاستثمار ضمن المستوى المسموح به من المخاطر من خلال الاستثمار في الأوراق المالية القابلة للتسويق، وتمثل فئات أصولها من (انظر الجدول 3-19):

- الأسهم: عملاً بمبدأ التنويع الدولي، توزعت تشكيلة الشركة اعتباراً من نهاية عام 2007 على 13 عملة و 24 بلداً²، وتوسعت إلى 69 بلداً في سنة 2013، وتدير الشركة محفظة الأسهم من خلال التقيد الصارم بالمبادئ التوجيهية الاستثمارية التي تأخذ بعين الاعتبار عوامل الخطر المختلفة بهدف تعظيم العوائد .

- الدخل الثابت : من أجل توليد عوائد إضافية تعمل الشركة على تنويع الاستثمارات ذات الدخل الثابت متضمنة سندات الحكومات وسندات الوكالات الحكومية وسندات الشركات عبر 11 عملة من 23 دولة في نهاية 2007، و 22 عملة و 58 بلد في 2013، تراجعت المحافظ المالية ذات الدخل الثابت أقل من التوقعات في عام 2013 سببها بيئة أسعار الفائدة المنخفضة .

- السلع: تعتمد كوريا الجنوبية على الموارد الطبيعية المستوردة وللتعامل مع ذلك تستثمر الشركة في مؤشرات السلع و التي تتألف من الطاقة والمعادن والمنتجات الزراعية.

¹-Korea Investment Corporation (KIC)2013 Annual Report ,p8

²-Korea Investment Corporation (KIC)2007 Annual Report ,p23.

الجدول 3-19: فئات أصول محفظة الأصول التقليدية%

2013	2012	2010	2009	محفظة الأصول التقليدية
48,4	45,2	47	47	الأسهم
34,3	38,8	47,6	53	أدوات الدخل الثابت
7,6	6,6	5,4	/	أخرى*

* تتضمن السندات المؤشرة بالتضخم، السلع، النقد.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير KIC 2009-2013.

ب-محفظة الأصول البديلة: مقارنة مع فئات الأصول التقليدية الأصول البديلة لها عوائد ومخاطر مختلفة، تستثمر شركة الاستثمار الكورية في الأصول البديلة كوسيلة لتكملة الاستثمار في الأصول التقليدية، وتشمل الاستثمارات البديلة عادة الأصول التي لديها سيولة منخفضة وتستند على العقود الخاصة، بدأت الشركة الاستثمار في الأسهم الخاصة والعقارات في 2009 و صناديق التحوط في بداية 2010 وفي 2013 واصلت توسيع وتنويع محفظة الأصول البديلة، وشملت فئات الأصول التالية:

-الأسهم الخاصة: تعتبر الأسهم الخاصة أصلاً غير سائل، ويوفر فرصاً لاكتساب علاوات المخاطر المرتفعة المرتبطة بالاستثمارات غير السائلة، كالاستثمار في صناديق الأسهم الخاصة العالمية والاستثمار المشترك مع الشركاء الخارجيين وفي 2008 قدمت الاضطرابات في الأسواق المالية العالمية فرصة لتملك أصول مقومة بأقل من قيمتها، وفي سنة 2011، نوعت الشركة الاستثمار في الأسهم الخاصة إلى الأسواق الناشئة وأوروبا، وتقود عوائد الأسهم الخاصة النمو في محفظة الشركة.

-العقارات والبنية التحتية: تتمتع بخصائص كل من الأسهم و أدوات الدخل الثابت، فتوفر وسيلة تحوط ضد التضخم و لأنها تنطوي على الاستثمار على نطاق واسع وسيولة منخفضة، وهذه الأصول هي مناسبة لاستثمار طويل الأجل.

-صناديق التحوط: صناديق التحوط لها ارتباط منخفض نسبياً مع الدورة الاقتصادية والأسواق المالية، وتعظم كفاءة رأس المال لتحقيق عوائد مطلقة، وتعمل الشركة على تنويع الاستثمار عبر استراتيجيات متعددة.

ج-محفظة الاستثمارات الخاصة: في سنة 2010، شرعت الشركة باستثمارات خاصة مصممة لبناء محفظة متنوعة، أي اخذ حصص مباشرة في شركات عالمية رائدة والعمل في شراكة مع صناديق الثروة السيادية الأخرى وصناديق

المعاشات العالمية البارزة¹، وفي عام 2011²، وسعت الشركة نطاق محفظتها الاستثمارية الخاصة لمجموعة واسعة من القطاعات بما في ذلك الطاقة، الموارد، والمعادن والسلع وخدمات الطاقة، وتتطلب الاستثمارات الخاصة خبراء الاستثمار وشبكة عالمية³، جنبا إلى جنب مع إدارة المخاطر ونظم الرصد، وتعمل KIC على التوسع التدريجي لهذه الاستثمارات وبناء محفظة متنوعة بشكل جيد وعبر مختلف القطاعات بهدف تحقيق عوائد مستقرة و المساهمة في دفع عجلة الصناعات الاستراتيجية في كوريا، انظر الجدول 3-20.

الجدول 3-20: هيكل محفظة الاستثمارات الخاصة (نهاية ديسمبر 2011)

القطاع	المناجم	الطاقة	تجارة المواد الأولية	الخدمات ذات الصلة بالموارد	النفط	المالي	غاز طبيعي	أخرى
الوزن(%)	1,7	17,4	3,6	6,9	13,7	32,3	17,8	1,2

source: Korea Investment Corporation (KIC)2011 Annual Report ,p6

رابعاً - تقييم الأداء الاستثماري لشركة KIC 2005-2013 :

حققت KIC عوائد استثمار سنوية سليمة من خلال مواصلتها لجهود الاستثمار المتنوع على المدى الطويل، على الرغم من اثنين من الأزمات المالية الكبرى (الأزمة المالية العالمية، أزمة الديون السيادية الأوروبية)، حيث بلغ العائد على إجمالي الأصول المدارة 7.40٪ في 2007 و 17.55٪ في 2009 ليتراجع إلى 9.09٪ سنة 2013 .

الجدول 3-21: العائد السنوي على إجمالي الأصول المدارة(٪)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
العائد	7.40	17.53	17.55	8.17	3.98	11.71	9.09

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الشركة 2007-2013.

خامساً: إدارة المخاطر :

إن الهدف الرئيسي لإدارة المخاطر في الشركة الكورية للاستثمار هو الإبقاء على المخاطر التي تنشأ من عملية إدارة الأصول ضمن نطاق معين، وتقع مسؤولية صياغة التدابير المفصلة على عاتق اللجنة الفرعية لإدارة المخاطر في

¹ - تم إنشاء صناديق سيادية مشتركة مع الصندوق السيادي القطري و صندوق الاستثمار الروسي المباشر.

² -Korea Investment Corporation (KIC)2011 Annual Report ,p6

³ - الفرق بينها وبين الاستثمارات البديلة، أن الاستثمارات الخاصة تدار داخليا بدلا من الاستعانة بمصادر خارجية، والعمل في شراكة مع شركات عالمية في قطاعات محددة.

إطار اللجنة التوجيهية واللجنة المعنية بإدارة المخاطر في مجلس الإدارة، وتصنف المخاطر بالشركة في خمس فئات، ولكل فئة من فئات المخاطر، يتم تحديد المؤشرات الكمية لقياس المخاطر ويتم تعيين الحدود المناسبة.

1-مخاطر السوق: تدير KIC أصولاً تقليدية وفقاً للمعايير المحددة من قبل البنك المركزي والحكومة، مخاطر السوق للأصول التقليدية تعرف بعدم ثبات العائد الزائد عن المعيار (المؤشر المرجعي)، وتستخدم لقياس مخاطر السوق خطأً التتبع المسبق (ex-ante tracking error)¹، كما تستخدم غيرها من الأدوات بما في ذلك القيمة المعرضة للخطر، اختبارات الضغط وإدارة مخاطر الذيل²، جنباً إلى جنب مع تعيين الاستثمارات المؤهلة، ووضع حدود للأوزان لكل فئة من فئات الأصول، والعملية والقطاع / الصناعة فضلاً عن الفترات.

2-مخاطر الائتمان: KIC تصنف مخاطر الائتمان إلى مخاطر الائتمان الناشئة عن حيازات أدوات الدخل الثابت في المحفظة ومخاطر الطرف المقابل، بتعيين أدنى درجة مؤهلة للاستثمار بناءً على التصنيفات الائتمانية المقدمة من وكالة موديز، S&P، ومؤسسة فيتش، ووضع سقف للاستثمار لكل مصدري أدوات الدخل الثابت للشركات. ، وضع أدنى تصنيف ائتماني مسموح للطرف المقابل، وتعين الأطراف المقابلة المؤهلة، ووضع حد للتعرض وفقاً للطرف المقابل، وبالإضافة إلى ذلك، تستخدم مبادلة مخاطر الائتمان CDS، ومؤشر الإجهاد المالي.

3-مخاطر المشتقات: تستثمر الشركة في المنتجات المشتقة لإدارة فعالة للمخاطر ولأغراض الاستثمار، لإدارة المخاطر المرتبطة بها، تحدد المنتجات المشتقة مؤهلة للاستثمار، والاستثمار في حدود موقف معين، وتضع قيوداً على المعاملات التي تنطوي على الإفراط في الاستدانة.

4-المخاطر التشغيلية:

كمدير لصندوق عام، أنشأت الشركة عمليات ونظم لإدارة أنواع مختلفة من المخاطر التشغيلية، وتصنف المخاطر التشغيلية في خطر شخصي، والمخاطر العملية المرتبطة بخطأ المعاملات وعدم كفاية الرقابة الداخلية، والمخاطر التقنية المتعلقة بالنمذجة ونظم الخطأ³، وتبذل جهوداً مستمرة للتشغيل الآلي لسير العمل، وتحسين العملية وتعزيز القدرة من أجل تقليل احتمال الخطأ البشري والاحتيايل.

¹ - منهجية خطأ تتبع هي واحدة من مقاييس المخاطر شعبية في محفظة وإدارة المخاطر، ومع ذلك، لا يوجد تعريف وحيد والتعريف الأكثر استخداماً بين الممارسين هو من رول (1992) وفابوزي (2004)، حيث يتم تعريفه الانحراف المعياري للفارق بين عوائد الصندوق وعوائد المؤشر، لمزيد من التفصيل حول خطأ التتبع المسبق انظر [Frantisek Stulajter, Correct use of ex-ante tracking error in portfolio management](#).

² - خطر الذيل أي حدث من غير المرجح أن يحدث إذا حدث يسكون له تأثير كبير .

³ -Korea Investment Corporation (KIC)2011 Annual Report **Risk Management**,p19:.

المطلب الثالث: الشركة الوطنية للاستثمار للبنك الوطني الكازاخستاني¹ (NIC)

على الرغم من ارتفاع مستوى احتياطات النقد الأجنبي حيث بلغ 25.5 مليار دولار سنة 2013 ومؤشرات الاقتصاد الكلي الصلبة للاقتصاد الكازاخستاني، إلا أن هناك إفراط في الاعتماد على صناعات النفط والتعدين، ونتيجة لذلك شرعت كازاخستان في برنامج التنويع الاقتصادي في تطوير عدة قطاعات، مثل النقل، المستحضرات الصيدلانية والاتصالات والبتروكيماويات والصناعات الغذائية، وعملت على استخدام بدائل أخرى من خلال إنشاء صندوق سيادي لتحقيق عوائد أعلى وتحسين تنويع الاحتياطات الخارجية، وتم إنشاء الصندوق الوطني بموجب مرسوم رئاسي في أغسطس 2000.

أولاً-التعريف بالشركة الوطنية للاستثمار:

تأسست الشركة الوطنية للاستثمار (NIC) National Investment Corporation في إطار مبادرة من محافظ البنك الوطني الكازاخستاني وبموجب الاتفاق مع رئيس جمهورية كازاخستان²، حيث أنشأ مجلس إدارة البنك الوطني لكازاخستان NIC كشركة تابعة في 1 أكتوبر عام 2012 لتولي الإشراف على محفظة الاستثمارات البديلة، هدفها هو تعزيز و تنويع احتياطات الصرف الأجنبي على المدى الطويل، وكخطوة أولى تم التخطيط لحجم الاستثمارات في 2012-2013 لتصل إلى 2 مليار دولار، وهي شركة مالية متخصصة في إدارة جزء من احتياطات الصرف الأجنبي للبنك الوطني لجمهورية كازاخستان³ ومستقلة عن ميزانيته والصندوق الوطني لجمهورية كازاخستان⁴ (انظر الشكل 3)، فضلاً عن غيرها من الأصول التي يحددها التشريع في جمهورية كازاخستان، والمساهم الوحيد للشركة هو البنك الوطني لجمهورية كازاخستان، وتشمل الأنشطة الرئيسية للشركة تحسين كفاءة إدارة الأصول و زيادة العائد في المدى الطويل وتعزيز و زيادة تنويع الأصول الدولية، ومن أجل تحقيق أهدافها تستثمر الشركة في الأصول التقليدية والبديلة في الأسواق المالية الدولية مع الأفق الاستثماري من 10-20 سنة⁵.

1-NATIONAL INVESTMENT CORPORATION OF NATIONAL BANK OF KAZAKHSTAN.

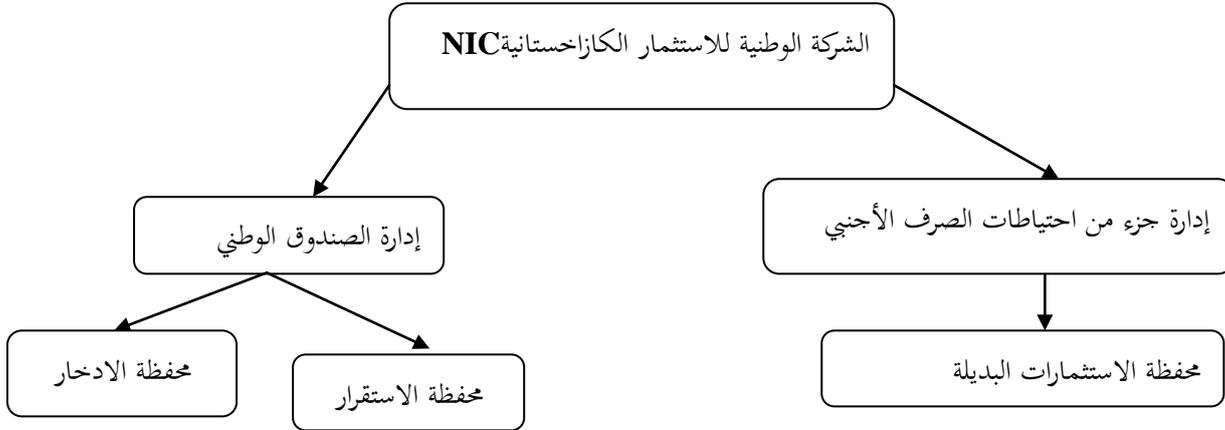
2- كازاخستان دولة نفطية و هي أكبر تاسع دولة في العالم من حيث المساحة وأكبر اقتصاد في آسيا الوسطى وعدد سكانها 17 مليون نسمة.

3- شركة استثمار احتياطات البنك المركزي الكازاخستاني.

4- صندوق سيادي مملوك للحكومة يديره البنك المركزي.

5-[http://www.nicnbk.kz/About National investment corporation of National Bank of Kazakhstan NIC](http://www.nicnbk.kz/About%20National%20investment%20corporation%20of%20National%20Bank%20of%20Kazakhstan%20NIC) JSC, 2013.

المخطط 3-4: وظيفة الشركة الوطنية للاستثمار



المصدر: من إعداد الباحث على المراجع .

1- مهام الشركة الوطنية للاستثمار: وتتمثل مهام الشركة فيما يلي¹:

- تسيير أصول الصندوق الوطني ، وجزء من احتياطي الصرف الأجنبي وصناديق التقاعد و أي أصول أخرى يدرجها القانون .
- المساهمة في التحسين المستدام لرفاهية الأجيال القادمة من خلال الحفاظ على وزيادة الربحية من احتياطات الصرف الأجنبي في كازاخستان .
- تحسين كفاءة الأصول وإدارتها.
- تطبيق أفضل الممارسات العالمية للاستثمارات البديلة .

2-إدارة الصندوق الوطني: The National Fund

1-التعريف بالصندوق:

الصندوق الوطني لكازاخستان هو صندوق أنشئ بمرسوم صادر عن رئيس جمهورية كازاخستان في 23 أوت 2000، مملوك أساسا من قبل وزارة المالية، يشرف عليه مجلس الإدارة، ويدار من قبل البنك الوطني لكازاخستان (NBK)²، أعضاء المجلس يعينهم رئيس جمهورية كازاخستان، ويتكون من الرئيس ورئيس مجلس الوزراء، ورئيس مجلس الشيوخ، ورئيس التابع للبرلمان (مجلس النواب)، ورئيس مجلس إدارة البنك الوطني، ونائب

¹-The approval of creation of «**National Investment Corporation of National Bank of Kazakhstan**».The resolution of the Board of National Bank of the Republic of Kazakhstan №180 from May 25, 2012 “P.4

²- يشغل منصب أمين الصندوق: يستثمر أصول الصندوق بإدارته، بما في ذلك تكليف جزء من أصول الصندوق للمديرين خارجيين مختارين من خلال عطاءات تنافسي،. يطور ويوافق على لوائح المعاملات الاستثمارية؛ يوفر للحكومة التقرير المتعلق بنتائج إدارة الصندوق.

رئيس مجلس الوزراء، وزير المالية، ورئيس لجنة المحاسبة لمراقبة تنفيذ الميزانية العامة للدولة¹، و للصندوق الوطني (مهمتين رئيسيتين) لتوفير الاستقرار الاقتصادي و(2) لتجميع المدخرات للأجيال القادمة.

واعتباراً من نهاية 2001 بلغت القيمة السوقية للصندوق 1,240,372,900 دولار أمريكي، ولقد نمت أصول الصندوق بشكل مطرد ابتداء من سنة 2005 حيث بلغت 8 مليارات دولار أمريكي لترتفع إلى 70 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2013 (انظر الجدول 3-22).

الجدول 3-22: أصول الصندوق في نهاية كل فترة بالمليار دولار أمريكي.

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
70.8	57.9	41.67	38.62	30.78	27.11	22.80	14.19	8.06

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك المركزي الكازاخستاني لسنوات 2013-2005

ثانياً- أداء المحفظة الاستثمارية للصندوق:

يتكون الصندوق الوطني من محفطتين: محفظة الادخار ومحفظة الاستقرار.

1- محفظة الاستقرار: الهدف من محفظة الاستقرار هو الحفاظ على مستوى كاف من السيولة، وتتكون من أدوات سوق النقدي، في سنة 2013 تم استثمار الأصول المحفظة الاستقرار تحت الإدارة الداخلية في أدوات سوق النقدي، وعلى رأسها سندات الخزنة الأمريكية، وكان العائد على محفظة الاستقرار 0.15٪، ومقارنة بالعائد المرجعي خلال نفس الفترة من العائد (ميريل لينش 6 أشهر مؤشر سندات الخزنة الأمريكية) كان 0.18٪، لذلك حققت اداء سلبيا وبلغت العوائد الزائدة السلبية 0.03٪ (-).

2- محفظة الادخار: تساعد في الحفاظ على مستوى عال نسبياً من العائد في المدى الطويل، وتتكون من أدوات الدخل الثابت والأسهم، تتم إدارة الأصول في المحفظة الادخار من طرف البنك الوطني نفسه، ومدراء الاستثمار الدولي مديرين خارجيين، وفي سنة 2013 كان العائد على محفظة الادخار 5.43٪، ومقارنة بالعائد المرجعي خلال نفس الفترة من العائد كان 4.81٪، لذلك حققت عوائد زائدة إيجابية 0.62٪.

أما العائد على استثمارات أصول الصندوق الوطني خلال 2013 3.36٪. مقارنة 2008 بسنة الأزمة العالمية كان العائد سلبيا (-) 2.28٪. انظر الجدول 3-23.

¹-David Kemme **Sovereign Wealth Fund Issues and The National Fund(s) of Kazakhstan**, THE UNIVERSITY OF MICHIGAN, Working Paper Number 1036, August, 2012, p20.

الجدول -3-23- عوائد الصندوق 2001-2013 (%)

سنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
العائد	2.86	-0.43	8.69	7.61	3.29	8.67	9.92	-2.88	7.31	3.02	1.37	3.33	3.36

المصدر: التقارير السنوية للبنك المركزي الكازاخستاني 2001-2013.

ثالثاً- إدارة جزء من احتياطات الصرف الأجنبي (محفظة الاستثمارات البديلة):

تتمثل الأهداف الرئيسية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنك الوطني الكازاخستاني في ¹:

- المحافظة على استقرار العملة الوطنية؛
 - المحافظة على سيولة الأصول؛ والمحافظة على قوتها الشرائية.
 - توفير عوائد كافية على الأصول في المدى المتوسط والطويل.
- يتم توزيع احتياطات الصرف الأجنبي على المحافظ التالية: محفظة السيولة ومحفظة الاستثمار ومحفظة الاستراتيجية ومحفظة الذهب، ومحفظة الاستثمارات البديلة .

1- المحفظة التقليدية للاحتياطات : تشمل المحافظ التالية ²:

أ- محفظة السيولة: تم تصميمها لتنفيذ السياسة النقدية والحفاظ على مستوى عال من السيولة والسلامة للأصول، وتلبية الطلب على السيولة على المدى القصير وخدمة الدين الحكومي الخارجي، أما تحقيق الأرباح غير العادية ليست الهدف الرئيسي لإدارة الأصول لمحفظة السيولة.

ب- محفظة الاستثمار: ويتمثل الهدف الرئيسي في توفير مستوى كاف من العائد على المدى القصير و المتوسط، وتتكون محفظة السندات الحكومية من سندات البلدان المتقدمة.

ج- المحفظة الاستراتيجية: الهدف الرئيسي هو زيادة عوائد الأصول على المدى المتوسط و الطويل، وكذلك المزيد من التنوع في احتياطات الصرف الأجنبي من خلال الاستثمار في الأسهم العالمية، وديون الأسواق الناشئة، والشركات العالمية ذات درجة استثمار.

د- محفظة الذهب: الهدف منها توفير الحماية من الانخفاض الممكن في جاذبية الأصول في الأسواق المالية المضطربة.

¹- Yeszhan Birtanov, **Kazakhstan's integration of alternatives**, Central Banking the forthcoming Reserve Management Trends 2014, published by Central Banking Publications ,p.75.

²- **ANNUAL REPORT** of the National Bank of the Republic of Kazakhstan For the Year 2013, 2014, p.18.

2- محفظة الاستثمارات البديلة: إن أزمة الديون السيادية والقلق بشأن خطر الركود التضخمي المحتملين في الاقتصاد العالمي في أعقاب الأزمة الاقتصادية العالمية، يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع كبير في أسعار الفائدة، ومن ثم انخفاض في أسعار الأصول التقليدية، والأصول الاحتياطية وأصول الصندوق الوطني أصول معظمها تقليدية سوف تتأثر سلباً، وعلاوة على ذلك، نظراً للارتباط الإيجابي بين الأسواق المالية التقليدية في بلدان مختلفة، تنويع الاستثمارات جغرافياً مهم، لكنها غير كافية لتوفير مستوى مرغوب فيه من التنويع ومع ذلك، هناك فئة من الأصول المالية التي يمكن أن تقلل من حساسية الاستثمارات للتغيرات في سوق الأصول التقليدية والارتباطات بينها، وتوسيع إمكانيات التنويع إلى الأدوات المالية البديلة¹، ونتيجة لما سبق، ولغرض زيادة عوائد الأصول وتنويعها، تم استثمار جزء من احتياطات النقد الأجنبي في الأصول البديلة بالأسواق الدولية.

مما يدل على أن التحول من الأدوات التقليدية إلى استراتيجية أكثر عدوانية (مخاطرة)، يمكن تفسيره من خلال اعتقاد NIC في أنه على مدى فترة أطول العوائد على فئات هذه الأصول عالية بسبب المخاطر الإضافية المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات كنقص السيولة والشفافية، وحماية قانونية أقل ولها ارتباط منخفض بفئات الأصول التقليدية حيث يحاول مديري الصناديق توفير عوائد عالية مستقلة عن الدورات الاقتصادية.

وتم دمج الأدوات البديلة في السياسات الداخلية، و "المبادئ الأساسية لإدارة الأصول في العملات الأجنبية والمعادن الثمينة"² التي أقرها قرار مجلس إدارة البنك الوطني في 21 سبتمبر 2012 رقم القرار 292³، وتم نقل 2 مليار دولار من محفظة الاستثمار من الأصول الدولية للبنك الوطني في المحفظة الاستراتيجية لغرض الاستثمار في الأسهم العالمية والاستثمار في سندات الشركات ذات الدرجة، وسوق الديون السيادية الناشئة والسندات القابلة للتحويل، ومن أجل دعم السيولة تم نقل حوالي 3.5 مليار دولار أمريكي من محفظة الاستثمار الأصول الدولية للبنك الوطني إلى محفظة السيولة للأصول الدولية من البنك الوطني. بهدف تنويع أساليب إدارة الأصول الدولية للبنك الوطني.

وفقاً لقرار مجلس إدارة البنك الوطني أنشأ البنك الوطني - الشركة الوطنية للاستثمار، لإدارة جزء من موجودات البنك الوطني باستثمارها في أدوات بديلة هدفها الرئيسي هو زيادة العوائد في المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأدوات المالية البديلة باستخدام مديريين خارجيين، وبالتالي زيادة تعزيز تنويع احتياطات الصرف الأجنبي.

فهي استثمارات ليست من أنواع الأصول التقليدية الثلاثة (الأسهم والسندات والنقد)، وتحتفظ معظم الأصول الاستثمارية البديلة من قبل المستثمرين المؤسساتيين أو الأفراد ذو الملاءة المالية العالية، بسبب طبيعتها المعقدة

¹-Yezhan Birtanov, *op-cit*- p75, 76.

²- سابقاً كانت تتألف بالكامل من الأسهم العامة والسندات والنقد والذهب.

³- **ANNUAL REPORT** of the National Bank of the Republic of Kazakhstan For the Year 2012,,2013, p20.

واللوائح المحدودة والنقص النسبي في السيولة، وتشمل الاستثمارات البديلة صناديق التحوط، والعقود الآجلة المدارة، العقارات والسلع وعقود المشتقات.

ونظرياً يتم تصنيف الاستثمارات البديلة إلى خمسة أنواع¹:

- الأصول الحقيقية (بما في ذلك العقارات وصناديق الاستثمار العقاري، والأراضي، والبنية التحتية).
 - صناديق التحوط.
 - السلع
 - الملكية الخاصة (بما في ذلك الميزانين² والديون المتعثرة).
 - المنتجات المهيكلة (بما في ذلك مشتقات الائتمان).
- 1- فئات الأصول البديلة: بلغت القيمة السوقية لمحفظة الأصول البديلة من الاحتياطات 2مليار دولار في نهاية عام 2013، وبلغ العائد على المحفظة منذ النشأة 0.042%³.
- وتشمل ما يلي:

- ب- الأسهم الخاصة: تشمل استثمارات الأسهم الخاصة في الصناديق التي توجه فيها الاستثمارات مباشرة إلى شركات خاصة أو الاستحواذ في الشركات العامة، ومن الاستراتيجيات الرئيسية المستخدمة من قبل صناديق الأسهم الخاصة هي ما يلي: الاستحواذ، نمو رأس المال، رأسمال الميزانين.
- ج- صناديق التحوط: باستخدام استراتيجيات استثمارية متطورة مثل الاستدانة الطويلة والقصيرة والمشتقات في كل من الأسواق المحلية والدولية.
- د- العقارات المخصصة لأغراض الاستثمار: ويأتي الدخل إما من إيرادات الإيجار أو الأرباح من خلال ارتفاع الأسعار.

¹-CAIA Level I, **What is an Alternative Investment.**: An Introduction to Core Topics in Alternative Investments, Wiley. 2012,p3.

²-mezzanine يعرف على أنه استثمار في رأس المال يسد الفجوة في هيكل رأس المال بين الدين وملكية المساهمين، يناسب الشركات التي لديها مستوى ديون مرتفع، وتود إعادة هيكلة ميزانيتها العمومية، كما أنه يتيح تمويلياً لتوسع الشركات ذات النمو السريع، التي لديها تدفق نقدي جيد، حتى إن لم يكن لديها قاعدة أصول كبيرة، إذ يتم التركيز أكثر على التدفقات النقدية للشركة، بدلاً من الضمانات التقليدية. وله عدة مزايا رئيسة للشركات، أولها أنه تمويل لا يتضمن خفضاً للملكية، إذ يحافظ على سيطرة العائلة على الأعمال، ويجد من مفاوضات التقييم بين المستثمرين والشركة، كما أنه يخفف الضغط على التدفق النقدي، لأن طبيعة «الميزانين» غير الخاضعة للإطفاء (السداد أو الإلغاء)، واستخدام الدفع العيني للفائدة، يتيح استثمار النقد في الأعمال لفترات أطول، كما يتيح للشركات ذات المديونية العالية، الحصول على رأس المال، بمعنى أنه يتيح للشركات التي لا تستطيع اقتراض دين أعلى، أن تقترض (الميزانين) لتمويل النمو.

³-. ANNUAL REPORT 2012, op-cit p 19.

هـ- البنية التحتية: كالتنقل والاتصالات والصرف الصحي والمياه والمرافق وأنظمة الكهرباء، هذه النظم تميل إلى أن تكون استثمارات ذات تكلفة عالية، ومع ذلك فهي حيوية للتنمية الاقتصادية للبلد.

وتتضمن جغرافيا الاستثمار كل من أمريكا الشمالية وأوروبا ومنطقة آسيا والمحيط الهادئ، وبلدان الأسواق الناشئة.

3- استخدام مديري أصول خارجيين: نظرا لنقص الخبرة والمعرفة في البلاد بالاستثمارات البديلة، كان ينظر إلى الاستثمارات البديلة كالصناديق الطريقة الطبيعية و الأكثر منطقية لبدأ برنامج البدائل وتحقيق فوائد التنوع،

وبعد أن اتخذ قرار البدء بهذه الإستراتيجية، أعلن فريق NIC عن عملية اختيار مدراء خارجيين لصناديق الأسهم الخاصة وصناديق التحوط على موقعها الإلكتروني الرسمي¹:

1-المبادئ التوجيهية للاستثمار المحتملة والموجزة للمديرين الخارجيين:

-صندوق الأسهم الخاصة :

* الأصول يمكن استثمارها في صناديق الميزانين وصناديق الأسهم الخاصة الأولية والثانوية في جميع أنحاء أمريكا الشمالية وأوروبا وآسيا وبقية العالم (باستثناء بلدان كومنولث الدول المستقلة) والقطاعات / الصناعات، أما الاستراتيجيات تقتصر على نمو رأس المال.

* الحجم التقريبي للوكالة هو من 50-150 مليون دولار أمريكي لكل مدير.

- صناديق التحوط:

* الاستثمار في الاستراتيجيات التالية: جلوبل ماكرو، إستراتيجية متعددة، المراجعة ذات الدخل الثابت والعقود الآجلة.

* حجم التقريبي للوكالة هو 50-150 مليون دولار أمريكي لكل مدير.

ب- الحد الأدنى من المتطلبات للمديرين الخارجيين المحتملين:

* ما لا يقل عن 10 سنوات من الخبرة في إدارة صندوق الأسهم الخاصة، وما لا يقل عن 5 مليار دولار أمريكي من إجمالي أصول الأسهم الخاصة تحت الإدارة .

* ما لا يقل عن 5 سنوات من الخبرة في الاستثمار في صناديق التحوط في استراتيجيات المدرجة سابقا، وما لا يقل عن 5 مليار دولار من إجمالي الأصول المدارة تحت ولاية صندوق التحوط.

¹-<http://www.nicnbk.kz/en/content/jsc-national-investment-corporation-national-bank-kazakhstan-nic-announces-external.02> September 2013, 11:08.

الأفق الزمني للاستثمارات البديلة : بالمقارنة مع الأصول التقليدية الأفق الزمني للاستثمار في الأصول البديلة أطول، ومتوسط مدة استثمار من 7 إلى 10 سنوات في صناديق الأسهم الخاصة، في حين البنية التحتية وصناديق العقارات من 10 إلى 12 سنة، وصناديق التحوط فالمدة تتفاوت بشكل ملحوظ تبعاً لنوعها.

خلاصة:

مع استمرار تراكم الاحتياطات وفي إطار إدارة احتياطا الصرف الأجنبي الفائضة، عملت البنوك المركزية إلى الاهتمام بهدف العائد على احتياطات الصرف الأجنبي، وتجلى ذلك في توسيع البنوك المركزية في مجموعة فئات الأصول التي يمكن الاستثمار فيها، وتحويل تكوين المحفظة إلى أصول أعلى مخاطرة كالأسهام وسندات الشركات وأوراق الوكالات، بالإضافة إلى اعتبار سداد الدين الخارجي البديل المناسب أي التكلفة البديلة الصحيحة للاحتفاظ بالعملات الأجنبية كاحتياطي صرف .

كما عمدت الكثير من البنوك المركزية إلى تحويل جزء من احتياطاتها الأجنبية إلى صناديق استثمار سيادية لتنوع استثمارات هذه السيولة الوفيرة بعيدا عن الأصول التقليدية عديمة المخاطر لكن منخفضة العائد مثل سندات الخزانة الأمريكية تعتبر تجربة كوريا رائدة ومن النجاح التجارب الدولية في إدارة الثروات السيادية وهذا بسبب توفر قدر عال من الكفاءة والخبرة في الإدارة التقليدية للاحتياطات والشفافية في إدارة الأصول ، أما تجربة الصين هي تجربة متميزة حيث حافظت الشركة على قيمة الاحتياطات وعززتها وذلك من خلال معدلات العائد المحققة والتي فاقت العائد على المحفظة التقليدية ، أما تجريه كازاخستان فهي تجربة رائدة لدولة نفطية عملت على إنشاء صندوق لتحقيق عوائد اعلي وتنوع احتياطاتها ، حيث عززت الشركة استثماراتها البديلة التي توافق طبيعته اقتصادها النفطي وهي تجربة مهمة يمكن للبلدان النفطية التعلم منها .

الفصل الرابع:

متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف

الأجنبي بنك الجزائر

تمهيد:

واصلت احتياطات الصرف الأجنبي لبنك الجزائر نموها مدعومة خلال الفترة 2000-2014 بالتطورات الإيجابية لميزان المدفوعات والحساب الجاري بالتحديد، فقد ارتفع إجمالي احتياطي الصرف الجزائري إلى أكثر من 194 مليار دولار في ديسمبر 2013، ونظرا لهشاشة ميزان المدفوعات الجزائري المرتبط بأسعار المحروقات وارتفاع قياسي للواردات، كثر النقاش عن هذا المستوى من الاحتياطات التي يحوزها بنك الجزائر وما مدى أهميته وتكلفته وكذلك التوظيف المنخفض المردودية لهذه الأصول واقتصراره فقط على السندات الاجنبية، والمخاطر المرتبطة بها بالأخص في ظل الازمة المالية والاقتصادية العالمية وازمة الديون السيادية الاوروبية .

استنادا للتحليل النظري السابق، سنحاول عرض بعض الجوانب المتعلقة بمصادر وقنوات تراكم الاحتياطات ببنك الجزائر، وكذا تجديد المستوى الكافي من الاحتياطي وتقييم عمليات التوظيف وإدارة مخاطر الاحتياطات، واقترح البدائل المرتبطة بتوظيف الفائض من احتياطي الصرف .

ولتوضيح ذلك قسمنا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول: مصادر واليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

المبحث الثاني: كفاءة إدارة الاحتياطات بنك الجزائر.

المبحث الثالث: إدارة فائض احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر.

المبحث الأول: مصادر واليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

تعتبر عملية تراكم احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر انعكاسا لوضعية ميزان المدفوعات وتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف ما بين البنوك لبناء هذه الاحتياطات .

المطلب الأول: فوائض ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

إن فوائض ميزان المدفوعات المحققة خلال فترة 2000-2014 ساهمت في مراكمة مخزون كبير من احتياطات الصرف لبنك الجزائر، فبعد استعادة سلامة ميزان المدفوعات الجزائري¹ منذ عام 2000، وذلك لأول مرة بعد الصدمة الخارجية عام 1986 عندما انهارت أسعار النفط أين بلغت ذروة الانخفاض 46% من الأسعار، ويؤكد تطور الميزان المدفوعات من سنة 2000-2014 هشاشة ميزان المدفوعات الجزائري والتي يمكن تحليلها فيما يلي :

أولاً- تحليل الحساب الجاري 2001-2014: يعتبر العنصر المحوري لوضعية ميزان المدفوعات الجزائري، حيث سجل الحساب الجاري فائضا معتبرا حيث انتقل من حوالي 8مليار دولار في 2003 الى أن بلغ ذروته في 2008 بأكثر من 34مليار دولار، ثم انخفض متأثرا بصدمة سلبية لسنة 2009 إلى اقل من نصف مليار دولار، ليعاود الارتفاع بعد سنة 2010 إلى 12 مليار دولار ثم ينخفض إلى مستوى خطير جدا بفعل انخفاض شديد لأسعار المحروقات إلى أن وصل إلى عجز ب9مليار دولار في نهاية سنة 2014 (انظر الجدول 1-4)²، فالضعف الهيكلي الذي تتميز به الصادرات خارج المحروقات ينتج عنه أن الصادرات ذات الطبيعة المتقلبة أي المحروقات تحدد ضمنا نوعية الحساب الجاري بميزان المدفوعات.

الجدول 1-4 : فوائض الحساب الجاري بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
فائض ح ج	8.93	7.06	4.37	8.84	11.12	21.18	17.73	30.54
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
فائض ح ج	34.45	0.402	12.149	17.77	12.42	0.83	-9.11	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

¹-المادة 36 مكرر من الأمر رقم 10-04 المؤرخ في أوت 2010 المتعلق بالنقد والقرض : يعد بنك الجزائر ميزان المدفوعات ويعرض الوضعية المالية الخارجية للجزائر.

²-La Banque d'Algérie, **EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE RAPPORT 2014**

,Juillet 2015,p49.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

1-الصادرات من المحروقات :لاتزال صادرات من المحروقات تشكل أهم المبيعات نحو الخارج وذلك بنسبة تصل إلى أكثر من 97% من سنة 2000 الى سنة 2014¹، ففي ظل ارتفاع متواصل لأسعار النفط الذي بلغت ذروته 145 دولار للبرميل في الأسبوع الثاني من جويلية 2008، انتقلت قيمة صادرات المحروقات من 21.6 مليار دولار في سنة 2000 لتصل إلى حوالي 80 مليار دولار في 2008 ،مساهمة في مراكمة مخزون احتياطي كبير (انظر الشكل 4-2).

الجدول 4-2: صادرات المحروقات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صادرات المحروقات	21.6	18.53	18.11	23.94	31.55	45.59	53.61	59.61
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
صادرات المحروقات	77.19	44.41	56.12	71.66	70.58	63.32	58.38	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

إن اعتماد الجزائر الكبير على قطاع النفط والغاز غير قابل للاستمرار، سوف يؤدي إلى تدهور رئيسي في الوضع المالي الخارجي للبلاد في ظل غياب استراتيجية شاملة لتنويع الصادرات وهو ما أثبتته الصدمات التالية :

-صدمة 2009: انخفاض سعر النفط إلى 62.25 دولار للبرميل وارتبط هذا التذبذب في الأسعار بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية²، أي بعد بلوغه ذروة تاريخية في الأسبوع الثاني من شهر جويلية 2008.

-صدمة 2013: اثر التراجع القوي للكميات المصدرة من المحروقات حيث تأثرت الصادرات من المحروقات بأثر الحجم أكثر من اثر السعر حيث تقلصت كمية المحروقات المصدرة ب17.2% خلال الثلاثي الثاني من سنة 2013 إي من 17.66 مليار دولار في الثلاثي الأول الى 14.61 مليار دولار في الثلاثي الثاني³.

-صدمة 2014: تراجع أسعار النفط في منتصف شهر سبتمبر 2014 إلى اقل من 94 دولار للبرميل و57.9 دولار للبرميل في ديسمبر⁴ 2014.

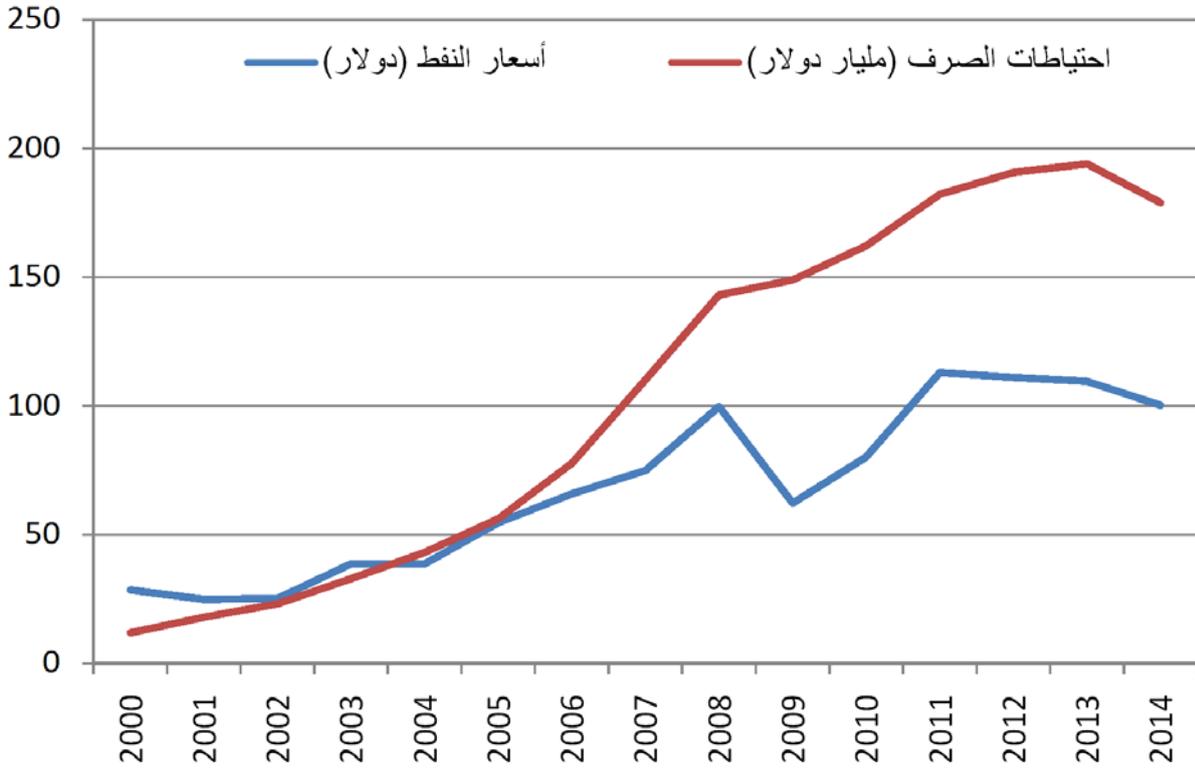
¹ - O.N.S, Collections Statistiques, N° 188/ 2014 Série E : Economie N° 79, **Evolution des Echanges de Marchandises de 2003 à 2013**, p93.

² - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2009، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية 2010، ص66.

³ - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، نوفمبر 2014، ص59.

⁴ - La Banque d'Algérie, **TENDANCES FINANCIERES ET MONETAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2015, SOUS L'EFFET DU CHOC EXTERNE**, Juin 2015, p1.

الشكل 4-1: العلاقة بين أسعار النفط بالدولار الأمريكي للبرميل واحتياطات بنك الجزائر بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر¹.

2- الصادرات خارج المحروقات: لا تزال مساهمة الصادرات خارج المحروقات تسجل أداء ضعيفا حيث سجلت استقرار خلال سنوات 2000-2005 بأقل من مليار دولار لترتفع إلى 1.6 مليار دولار في نهاية سنة 2014 (انظر الجدول 3-4)، مما يجعل من مساهمتها ضعيفة جدا في قابلية استمرارية ميزان المدفوعات ودعم احتياطات الصرف الأجنبي، إن ضعف وتدني الصادرات خارج المحروقات هو مؤشر يدل على عدم الاستفادة من الطفرة في العوائد النفطية والإدارة غير جيدة لها مما وسع من عدم تنويع الاقتصاد الوطني، ويشير إلى حتمية الاهتمام بالقدرة التنافسية الخارجية².

¹- أنظر الملحق رقم 01.

²- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أكتوبر 2012، ص 70.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

الجدول 4-3: صادرات الجزائر خارج المحروقات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014 .

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ص.خ المحروقات	0.59	0.56	0.60	0.47	0.67	0.74	1.13	0.98
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
ض خ المحروقات	1.395	0.771	0.969	1.227	1.153	1.050	1.692	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

3- الواردات: شهدت الواردات منحنى تصاعدي من 9.35 مليار دولار سنة 2000 لتبلغ أقصى حد لها 60 مليار دولار في نهاية سنة 2014، حيث شهدت سنوات 2008-2014 قفزة في الواردات بعد الارتفاع الكبير المسجل في سنة 2007 والبالغ 27 مليار دولار (انظر الجدول 4-4)¹، ومن العوامل المساهمة في ذلك ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية في الأسواق الدولية، وكذلك الارتفاع في واردات التجهيز والمنتجات النصف مصنعة والمفسرة بقوة طلب الأعوان الاقتصادية، حيث أدى ارتفاع برامج الاستثمارات العمومية إلى تغذية الواردات والإضرار بميزان المدفوعات في المدى المتوسط، لاي بالإضافة إلى عامل آخر يتمثل في ارتفاع الخدمات من غير العوامل المستوردة كالنقل البحري والجوي، خدمات البنية التحتية والأشغال العمومية، خدمات فنية والذي ارتفع من 4.8 مليار دولار ليصل إلى 11.7 مليار دولار نهاية 2014، إن هذا المستوى من الواردات غير قابل للاستمرار وذلك بالنظر إلى طابع الصادرات من المحروقات سواء من حيث الكمية أو القيمة والضعف الهيكلي للصادرات خارج المحروقات .

الجدول 4-4: واردات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الواردات	9.35	9.48	12.01	13.32	17.95	19.86	20.68	26.35
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
الواردات	37.99	37.402	38.885	46.927	51.569	54.993	59.44	

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

ثانيا- تحليل حساب رأس المال 2000-2014: سجل حساب رأس المال فائضا في سنة 2008، بحيث لم يتم تسجيل رصيد موجب في هذا الحساب منذ 1990، مساهما بذلك في قابلية استمرار ميزان المدفوعات، والنتائج ذلك عن تقليص المديونية الخارجية في الفترة 2004-2006 بفضل التسديد المسبق لها²، وتحت تأثير الارتفاع في الاستثمارات الأجنبية المباشرة في 2008 إلى 2.33 مليار دولار، شهد حساب رأس المال في 2010 فائض اقدره

¹-La Banque d'Algérie, **EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE RAPPORT 2007**, Juillet 2008, p68.

²- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2008، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2009، ص84.

3.177 مليار دولار واقتصر فقط على بند الاستثمارات الأجنبية المباشرة، أما في 2011 شهد تقلصا ليبلغ 2.376 مليار دولار ويعود ذلك إلى تسديد معتبر للدين القصير الأجل في الثلاثي الأول من سنة 2011 بالإضافة إلى استثمارات المقيمين في الخارج، تغير سلوك حساب رأس المال في 2012 ليتحول من فائض لعجز -0.361 مليار دولار بعد أربع سنوات من الفائض، وواصل تحقيق عجز في 2013 ليبلغ -0.967 مليار دولار بسبب انخفاض تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (انظر الجدول 4-5).

الجدول 4-5: رصيد حساب رأس المال بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
رصيد حساب رأس المال	-1.36	-0.87	-0.71	-1.37	-1.87	-4.24	-11.22	-0.99
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
رصيد حساب رأس المال	<u>2.54</u>	3.457	3.177	2.376	-0.361	-0.967	3.55	

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

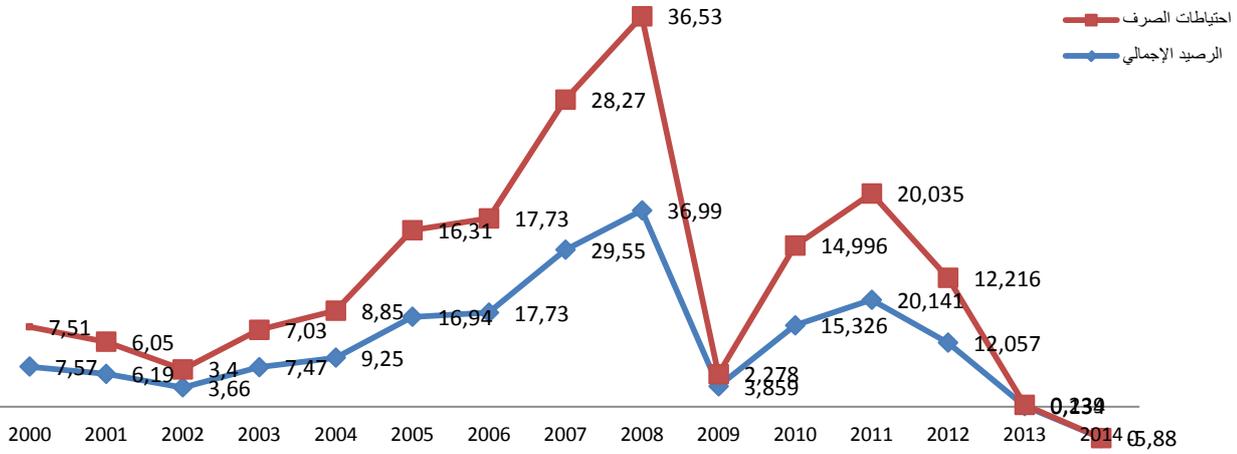
ثالثا: تحليل الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات وتغير الاحتياطات 2000-2014: إن تراكم احتياطات الصرف الأجنبي ناجم عن الفائض في ميزان المدفوعات والذي أدى إلى متانة الوضع المالي الخارجي الصافي للجزائر¹، فالتعزيز المتواصل لقابلية استمرارية ميزان المدفوعات خلال 8 سنوات متتالية 2000-2008؛ حيث شهدت سنتي 2007 تحسن قوي في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات مقارنة بسنتي 2005-2006 حيث سجل الضعف تقريبا، كما تميزت سنتي 2006-2007 ب بروز ظاهرة تساوي الفائض في ميزان المدفوعات الإجمالي للفائض في الحساب الجاري²، مما دعم الاستقرار المالي الخارجي للجزائر على مقاومة الصدمات الخارجية السلبية كصدمة 2009 المرتبطة بالأزمة الاقتصادية العالمية، حيث بلغ الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات 3.859 مليار دولار، وفي 2013 بفائض إجمالي يقدر 0.134 مليار دولار وهو اضعف أداء لميزان المدفوعات منذ عام 2000³، ثم تلتها صدمة انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية في سنة 2014.

¹ - تمثل الوضعية المالية الخارجية الصافية : احتياطات الصرف الأجنبي مطروحا منها الديون الخارجية .

² - بنك الجزائر، تطورات الوضعية المالية و النقدية في الجزائر، تدخل المحافظ أمام المجلس الشعبي الوطني، أكتوبر 2008، ص3.

³ - تمثل سنة 2000 سنة إعادة تشكيل احتياطات الصرف لبنك الجزائر .

الشكل 4-2: الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات وتغير الاحتياطات خلال الفترة 2000-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

أدى بروز العجز في ميزان المدفوعات المدفوع بالهبوط الحاد في أسعار النفط في عام 2014 إلى انخفاض كبير في احتياطات الصرف، ويأتي هذا التراجع في الاحتياطات بعد الاستقرار الذي عرفته في السداسي الأول من عام 2014 بـ 193.269 مليار دولار مقابل 194.012 مليار دولار في نهاية عام 2013، حيث بلغ هذا الانخفاض الحاد في نهاية سبتمبر 2014 ما مقداره -8.739 مليار دولار، ليتمثل -15.074 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2014¹ (أنظر الشكل 4-2).

في الأخير تحتاج الجزائر إلى تكثيف جهود تنويع الاقتصاد بغية الحد من الاعتماد على النفط، كما تحتاج إلى تحسين مناخ الأعمال عن طريق إزالة العوائق التي تحول دون ممارسة الأعمال في الجزائر²، وثمة حاجة إلى استراتيجية موجهة للتصدير لضمان الاستدامة الخارجية. وتنويع التصدير أمر لا بد منه لضمان الاستدامة الخارجية والحد من التعرض للتذبذب أسعار النفط. وينبغي أن تركز سياسات التنويع الاقتصادي على الحفاظ على الاستقرار وتحسين القدرة التنافسية، وزيادة الانفتاح على التجارة وتدفقات رأس المال، ولاسيما الاستثمارات الأجنبية، وهناك حاجة إلى إصلاحات لزيادة صادرات النفط والغاز، بما في ذلك الإصلاحات لزيادة الإنتاج.

¹-La Banque d'Algérie RAPPORT 2014 op-cit., p50.

² - Arabic.doing business.org/data/explore economies/Algeria/

المطلب الثاني: إدارة موارد العملات الصعبة في الجزائر

لفهم عملية إدارة موارد الاقتصاد الوطني بالعملات الصعبة وعملية تراكم الاحتياطات لدى بنك الجزائر، يتعين علينا فهم تركيبة الاقتصاد الوطني عبر عمليات مع العالم الخارجي وذلك من زاوية تحليل نواتج ومدفوعات أربعة أعوان اقتصادية، وكذا القيود المفروضة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة .

أولا- تحليل نواتج ومدفوعات الأعوان الاقتصادية بالعملات الصعبة: يشمل تحلياً أربعة أعوان اقتصادية:

1- العون الاقتصادي شركة سوناطراك: تقوم الشركة باستلام العملة المحلية في مقابل العملات الصعبة المتنازل عنها لبنك الجزائر، في المقابل تقوم بالمدفوعات التالية: تحول حصة الشركاء إلى الخارج، تسديد ضريبة المحروقات والإتاوات السنوية إلى الخزينة، تسديد وارداتها من السلع والخدمات، تسديد أصل وفوائد دينها الخارجي، تسديد الفرق بين نفقاتها بالعملة الوطنية على المستوى المحلي وإيراداته في السوق الداخلي، تودع جزء من إيراداتها المرحلة وإيراداتها الداخلية التي لم تنفق في حساباتها المفتوحة لدى البنوك وتشكل هذه الودائع جزءاً من الكتلة النقدية .

2- العون الاقتصادي الدولة : تستلم الدولة الضريبة البترولية والإتاوة السنوية من شركة سوناطراك، وجزء من النتيجة السنوية التي يحققها بنك الجزائر، والضريبة العامة التي يدفعها بقية الاقتصاد الوطني بالإضافة إلى نواتج أخرى غير ضريبية، وتقوم بالمدفوعات التالية : تغطية نفقات الميزانية، تسديد قيمة الدين الداخلي، تسديد خدمة الدين الخارجي بعد طرح القروض الخارجية المحتملة تعبئتها، و إذا لم تنفق الدولة الجباية البترولية سوف توضع في حساب الخزينة المفتوح لدى بنك الجزائر، وبهذا الشكل تكون الضريبة قد عمقت وبالتالي لا تعد ضمن الكتلة النقدية.

3- العون الاقتصادي بنك الجزائر : يستلم بنك الجزائر العملة الصعبة من شركة سوناطراك وبقية الاقتصاد الوطني (صادرات خارج المحروقات) والتي تمثل حقوقاً على باقي العالم، كما يستلم العملات الصعبة المقابلة لتوظيف احتياطات الصرف الأجنبي وتمثل مصدر الناتج الرئيسي لغياب إعادة التمويل، ويقوم بالمدفوعات التالية : استيراد السلع والخدمات، مصاريف الاستغلال بالعملة الوطنية والتي تعتبر إيرادات بقية الاقتصاد الوطني، يدفع بنك الجزائر لحائزي الحسابات العملة الصعبة فوائد على الودائع والتي تسير لصالحه من قبل البنوك، يدفع جزء من نتائجه للدولة، و يسير ادخار الدولة المسجل في حسابات الخزينة المفتوح لديه.

4- العون الاقتصادي بقية الاقتصاد الوطني : يستلم نفقات كل من ش سوناطراك و الدولة و بنك الجزائر، كما يستلم العملات الصعبة المقابلة للصادرات خارج المحروقات 50% بالدينار والباقي 50 % بالعملة الصعبة تسير في حساباته بالعملة الصعبة من طرف البنوك، بالإضافة إلى تحويلات الأجور والمعاشات ونواتج أخرى من الخارج، في

مقابل يدفع الرصيد الصربي للخدمات المستوردة أي الفرق بين الخدمات المصدرة والمستوردة ،ويدفع كذلك قيمة وارداته من السلع وخدمة الدين الخارجي الخاص به.

ثانيا- الاستعمالات والموارد بالعملة الصعبة لصالح بنك الجزائر :حسب التحليل الوارد سابقا لتدفقات العملة الصعبة لبنك الجزائر، فان موارده بالنقد الأجنبي والتي تغذي احتياطات الصرف الأجنبي واستعمالات بالنقد الأجنبي تستنزف احتياطي الصرف لبنك الجزائر.

1- الموارد بالعملة الصعبة: وفقا لأحكام المادة 9 من النظام المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة يجب التنازل وبصفة إلزامية لصالح بنك الجزائر على جميع الموارد بالعملة الصعبة المرحلة والناجمة عن الصادرات من المحروقات والمنتجات المنجمية وكذلك الموارد الناجمة عن القروض الثنائية أو المتعددة الأطراف أو الحرة المخصصة لتمويل ميزان المدفوعات¹، تتمثل في:

أ - في مجال تصدير السلع والخدمات: يتم ترحيل العائدات المستلمة عبر البنوك والتنازل عنها لصالح بنك الجزائر مقابل العملة الوطنية كما يلي:

- 100% بالنسبة لصادرات المحروقات : تلزم كل شركة مصدرة أو حائزة على امتياز في الأملاك الوطنية المنجمية منها أو الطاقوية باسترداد نواتج صادراتها إلى الوطن والتنازل عنها لبنك الجزائر².

- 50% بالنسبة لصادرات السلعية خارج المحروقات.

- 50% بالنسبة لصادرات الخدمات .

ب- العملات الصعبة المراقبة لتوظيف احتياطات الصرف الأجنبي.

ج- القروض الثنائية أو المتعددة الأطراف أو الحرة المخصصة لتمويل ميزان المدفوعات.

2- الاستعمالات بالعملة الصعبة :

أ- في مجال واردات السلع والخدمات :تدرس البنوك الملفات وتقوم بالمدفوعات المرتبطة بها، بعد شرائها بناء على طلب زبائنها للعملة الصعبة الضرورية في سوق الصرف ما بين البنوك، الذي يمثل بنك الجزائر العارض الرئيسي فيه.

ب- الفوائد على الودائع بالعملة الصعبة بالبنوك والمسيرة لصالحه.

ج- التسديد المسبق للمديونية الخارجية .

¹-نظام رقم 07-01 المؤرخ في 3فبراير 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة ،ص3.

²- الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 اوت 2010 المعدل والمتمم للأمر 3-11 المتعلق بالنقد والقروض ،المادة 130 ،ص5.

ثالثا- سوق الصرف ما بين البنوك: أصبح سعر الصرف مرنا منذ أكتوبر 1994، من خلال عقد جلسات يومية لتحديد السعر تحت إدارة بنك الجزائر لجميع المعاملات، بناء على العروض المقدمة من طرف البنوك التجارية والمؤسسات المالية، وأيضا على ضوء توفر العملات الأجنبية، ومن بين الخطوات المهمة التي اتخذت في جانفي 1996 استحداث سوق صرف أجنبي ما بين البنوك، والذي سمح فيه للبنوك التجارية والمؤسسات المالية الاحتفاظ بمراكز بالعملات الأجنبية والتجارة فيما بينها وتم تخفيض القيود على تسليم النقد الأجنبي المتأتي من التصدير خارج المحروقات إلى 50%، ويمكن إعادة توطين حصيلة الصادرات مباشرة من خلال سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، وقد مثلت مجمل الموارد المتاحة للبنوك والمؤسسات المالية، ومع انتقال حصيلة الصادرات النفطية من سوناطراك إلى بنك الجزائر، أصبح بنك الجزائر أكبر مورد للنقد الأجنبي.¹

أنشأ بنك الجزائر سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، من خلال نظام رقم 95-08 المؤرخ 23 كانون الأول سنة 1995، وهو سوق بين البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين ويتألف من جميع معاملات الصرف الأجنبي (مبيعات و مشتريات) الفورية والآجلة² بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل³، وهو سوق غير محددة في إطار مكاني، حيث تتم معالجة المعاملات عن طريق الهاتف والتلكس والأنظمة الإلكترونية الأخرى، و يعمل السوق بشكل مستمر.

أولا-المتدخلون في سوق الصرف ما بين البنوك: يتمثل المتدخلون في سوق الصرف ما بين البنوك في :

أ- بنك الجزائر: من جانب العرض، يبقى بنك الجزائر المتدخل الرئيسي في سوق الصرف ما بين البنوك، باعتبار أن جزءا كبيرا من إيرادات صادرات المحروقات يغذي الاحتياطيات الرسمية للصرف التي يسيرها بنك الجزائر في وضع يتميز بضعف هيكلية للصادرات خارج المحروقات، لذا يبقى بنك الجزائر عبر تدخلاته المورد الرئيسي للعملة الصعبة المعروضة في سوق الصرف ما بين البنوك⁴، وكجزء من إدارة الاحتياطيات، يشارك بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك الفوري، وذلك باستخدام عائدات تصدير النفط ومنتجات التعدين .

ب-البنوك والمؤسسات المالية العاملة في سوق الصرف ما بين البنوك: تتمثل الموارد بالعملات الصعبة المتاحة للبنوك والمؤسسات المالية العاملة في السوق الصرف ما بين البنوك في:

¹- كريم الناشبي وآخرون، الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، دراسة خاصة 165، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998، ص116.

²- من 3 أيام إلى 1 سنة.

³- instruction N° 79/95 du 27 Décembre 1995 Portant Organisation et Fonctionnement du Marché Interbancaire des Changes.

⁴- بنك الجزائر، التقرير السنوي، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، 2011، ص82، 81.

- الإيرادات من الصادرات غير النفطية ومنتجات التعدين، باستثناء الجزء الذي يعزى إلى المصدر.
- حصيلة أي اقتراض مالي أو اقتراض العملة من البنوك والمؤسسات المالية لاستخدامها الخاص أو لعملائها.
- المشتريات التي تمت في سوق الصرف الأجنبي.
- أي موارد أخرى التي تحدد حسب الاقتضاء من طرف بنك الجزائر¹.

المطلب الثالث : أدوات تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي :

شكلت عمليات تنقيح احتياطات الصرف الأجنبي تحديا بالنسبة لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، ففي ظل هذه التحديات عمل بنك الجزائر على تعقيم هذا التراكم في الأصول الأجنبية ابتداء من خلال أدوات السياسة المالية المتمثلة أساسا ودائع الحكومة لدى بنك الجزائر، ثم بعد بروز المؤشرات الدالة على فائض في السيولة في السوق النقدي ما بين البنوك في بداية السداسي الثاني 2001، قام بنك الجزائر اعتبارا من ابريل 2002 بوضع وسائل لامتناس فائض السيولة في السوق النقدية باستعمال أدوات السياسة النقدية .

أولا -صندوق ضبط الإيرادات كصندوق تعقيم: و يمثل الشكل الأهم لودائع الخزينة لدى البنك المركزي²، وتكمن هذه الأداة في نقل ودائع الحكومة من البنوك التجارية إلى حساب الخزينة لدى بنك الجزائر لغرض السيطرة عليها، حيث إذا لم تنفق الحكومة إيراداتها من الجباية البترولية فان الفائض يحمل إلى حسابها المفتوح في بنك الجزائر باعتباره المؤسسة المالية للدولة بالنسبة لجميع عمليات الصندوق وعملياتها المصرفية و القرضية ويتولى مسك حسابها الجاري بدون مصاريف، ويقوم مجانا بجميع العمليات المدينة والدائنة التي تجرى على هذا الحساب ، كما ينتج الرصيد الدائن للحساب الجاري فوائد بنسبة تقل ب 1% عن نسبة الرصيد المدين وتحدد هذه النسبة طرف مجلس النقد والقرض³، ومن ثم نقول بان الفائض قد تم تعقيمه، أي لا يظهر ضمن الكتلة النقدية بمجرد إيداعه لدى بنك الجزائر (انظر الجدول 4-6)، حيث شهد العقد الذي سبق الأزمة المالية العالمية، تسجيل الجزائر لفوائض مالية متتالية كبيرة، من سنة 1998 إلى سنة 2008⁴، يعتبر صندوق ضبط الإيرادات حساب خاص لدى بنك

¹-اقترح Imf في تقريره 2014 على بنك الجزائر تنويع العرض للعملاء الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي عن طريق تخفيف القيود على عائدات التصدير.

²-تشمل الحساب الجاري وصندوق ضبط الإيرادات.

³- المادة 49، الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26-أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد والقرض ص15.

⁴-في الفترة 1977-1990- والفترة 1992-1996 كان مبلغ ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر مساويا للصفر.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

الجزائر بالدينار ينتمي لفئة الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط لحساب التخصيص الخاص رقم 302/103¹، ولقد ساهم التراكم المتواصل لموارد صندوق ضبط الإيرادات في تخفيف توسع السيولة في الاقتصاد الوطني.

الجدول 4-6: ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر بملايير الدينارات خلال الفترة 2000-2013

السنوات	ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر	السنوات	ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر
2000	317.38	2007	3295.242
2001	414.08	2008	4359.783
2002	430.61	2009	4396.176
2003	591.51	2010	4922.5
2004	1029.28	2011	5461.4
2005	2028.24	2012	5713.5
2006	3222.6	2013	5643.2

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرة الإحصائية لبنك الجزائر، رقم 6، مارس 2009، و رقم 28 ديسمبر 2014.

ثانيا - أدوات السياسة النقدية: ترتبط السيولة البنكية بتطور الأصول الأجنبية الصافية بينك الجزائر والتي بدورها تغذي التوسع النقدي، رغم أن جزءا من تنقيد احتياطات الصرف الأجنبي يغذي صندوق ضبط الإيرادات، أدى هذا بلجوء بنك الجزائر إلى أدوات جديد لامتناس السيولة الفائضة اعتبارا من سنة 2000، وتمثلت هذه الأدوات في :

1- تسهيلة الودائع المغلة لفائدة: هي تسهيلة دائمة يتم القيام بها على بياض خصصها بنك الجزائر حصريا للبنوك إذ يمكن لها اللجوء لهذه التسهيلة عن طريق تشكيل ودائع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر في كل يوم بناء على طلبها لدى بنك الجزائر، وتكافئ هذه الودائع بنسبة فائدة ثابتة يحددها بنك الجزائر ويمكن تغييرها حسب تقلبات السوق وتطور هيكل المعدلات²، فهي أداة نشطة في إدارة السيولة الفائضة حيث شهدت نسبة امتصاصها للسيولة ارتفاعا إلى غاية 2013 والتي شهدت ظهور أداة استرجاع السيولة لمدة 6 أشهر (انظر الجدول 4-7).

الجدول 4-7: تسهيلة الودائع المغلة لفائدة (المبالغ بالمليار دينار / المعدل %):

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
49.7	456.7	483.11	1400.4	1022.12	1016.68	1258.04	838.08	479.90	468.6	المبالغ
7.41	40.94	24.14	49.21	41.8	39.9	44.2	53.3	26.23	25.77	نسب الامتناس
0.30	0.30	0.75	0.75	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	معدل الفائدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: تقارير بنك الجزائر 2000-2014 النشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر: رقم 29- مارس 2014/ رقم 5- ديسمبر 2008.

¹ - المادة 10 من القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 27/07/2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.

² - Instruction Banque d'Algérie, no. 04-05 -14 juin 2005, RELATIVE A LA FACILITE DE DÉPÔT REMUNERE.

2- تسهيلة استرجاع السيولة: تم استعمالها في افريل 2002 وفقا للتعليمية المصدرة من طرف بنك الجزائر رقم 2 في 11 افريل 2002 بشأن استرجاع السيولة في السوق النقدية حيث يتم تنفيذ نداءات العرض في غضون ساعتين من إعلان المناقصة ويدعوا بنك الجزائر البنوك اعرض السيولة في شكل ودیعة لمدة 24 ساعة بمعدل فائدة ثابت وتشمل استرجاع السيولة لمدة سبعة أيام واسترجاع السيولة لمدة ثلاثة أشهر و استرجاع السيولة لمدة ستة أشهر التي ادخلها بنك الجزائر ابتداء من منتصف جانفي 2013 كأداة جديدة لامتنصاص فائض السيولة لدى المصارف¹، فهي تسمح بامتصاص الأموال القابلة للإقراض في السوق النقدية ما بين البنوك بمعدل فائدة 1.5%، وبعتبة استرجاع قدرت ب175 مليار دينار².

3-الاحتياطات الإجبارية ::تعد الاحتياطات الإجبارية أداة مؤسساتية للسياسة النقدية لعدم تدخل بنك الجزائر، ولكن بإلزام البنوك بتشكيل ودائع لدى بنك الجزائر على أساس معدل شهري ويتمثل وعاءؤها في الودائع بالدينار³، ولقد قامت البنوك برفع موجوداتها في حساباتها لدى بنك الجزائر خاصة بعد تعديل معدلات الاحتياطات الإجبارية في 2007 ليرتفع إلى 8% ثم 2010 ليرتفع إلى 9% ليبلغ في 2013 12% بعد تعديله بنقطتين مئويتين في 2012، حيث شكلت من 26.2% إلى 33.5% من السيولة المصرفية لدى بنك الجزائر مساهمة بصفة فعالية في امتصاص السيولة الفائضة (انظر الجدول 4-8).

الجدول 4-8:الاحتياطات الإجبارية (المبالغ بالمليار دينار /المعدل %)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المبالغ	157.3	171.5	186.1	272.13	394.7	394.75	494.13	569.8	754.10	891.39	1023.96
المعدل	6.5	6.5	6.5	6.5	8	8	9	9	11	12	12
م الفائدة	1.75	1	1	1	0.75	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:تقارير بنك الجزائر 2000-2014النشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر:رقم 29- مارس/2014/رقم 5-ديسمبر 2008

¹ -INSTRUCTION Banque d'Algérie N ° 01-2013 DU 15 JANVIER, **2013** RELATIVE AUX REPRISES DE LIQUIDITE.

² - اقترح صندوق النقد الدولي في تقرير 2014 المتعلق بالجزائر استحداث سندات لبنك الجزائر لتعقيم السيولة الفائضة.

³ - 15 من الشهر الجاري إلى 14 من الشهر الموالي.

المبحث الثاني: كفاءة بنك الجزائر في إدارة الاحتياطات

يعتبر بنك الجزائر المالك والمسئول عن تسيير احتياطات الصرف الأجنبي ، لذا يجب السعي إلى إدارتها بكفاءة من خلال تحديد المستوى الكافي لها وتوظيفها أحسن توظيف وإدارة المخاطر المرتبطة بها.

المطلب الأول: الإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطات ببنك الجزائر

أولاً-تنظيم بنك الجزائر ووظيفة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي¹: تم إنشاء بنك الجزائر ووضع النظام الأساسي للبنك المركزي بموجب القانون رقم 62-144 المعتمد من طرف الجمعية التأسيسية في 13 ديسمبر 1962 ، ثم أجريت تعديلات في 70 و 80s، ثم جاء القانون رقم 86-12 في 19 أوت 1986 وبموجب هذا القانون استعاد البنك المركزي وظيفته كبنك البنوك، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية، ثم القانون رقم 90-10 بتاريخ 14 افريل 1990، ليمنح الاستقلالية العضوية والوظيفية لبنك الجزائر، ثم جاء الأمر رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض يلغي القانون رقم 90-10 بتاريخ 14 افريل 1990، ثم الأمر رقم 10-04 بتاريخ 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، وفقا لهذا الأمر تتم إدارة وتنظيم بنك الجزائر من قبل المحافظ، ومجلس الإدارة، برئاسة المحافظ واثنين من المراقبين، يضم المجلس ثلاثة نواب للمحافظين وثلاثة من كبار المسؤولين يشهد لهم بالكفاءة في المسائل الاقتصادية والمالية²، وبتفحص قوانين النقد والقرض السابقة نجد أن وظيفة إدارة الاحتياطات هي من وظائف بنك الجزائر وفقا للمواد التالية :

- يسلم المحافظ دوريا لرئيس الجمهورية مع الإبلاغ لرئيس الحكومة ومجلس النقد والقرض تقريرا حول إدارة احتياطات الصرف الأجنبي³.

- يدير بنك الجزائر احتياطات الصرف الأجنبي ويوظفها⁴.

- يحدد مجلس النقد والقرض كفاءات تسيير احتياطات الصرف الأجنبي⁵.

¹-انظر الملحق 1.

²- بنك الجزائر ،أمر رقم 03-11 مؤرخ 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد و القرض ،المادة 18، ص3.

³-بنك الجزائر ، المرجع السابق، المادة 29، ص4.

⁴- بنك الجزائر ، المرجع السابق، المادة 40، ص6.

⁵-بنك الجزائر ،أمر رقم 10-04 مؤرخ 16 رمضان عام 1431 الموافق 26 غشت سنة 2010، يعدل و يتمم الأمر رقم 03-11 مؤرخ 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، والمتعلق بالنقد و القرض،المادة 62، ص3.

وللقيام بالمهام الموكلة إليه يتم تنظيم بنك الجزائر على المستوى المركزي إلى ¹ (انظر الملحق رقم 1):

1 - سبعة (7) مديريات عامة و المعنية بالدراسات والتفتيش والنشاطات البنكية وتشمل ما يلي:

- المديرية العامة للدراسات .
- المديرية العامة للمفتشية العامة .
- المديرية العامة للقرض وتنظيم العمل المصرفي.
- المديرية العامة للصرف.
- المديرية العامة للصندوق العام.
- المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية .
- المديرية العامة للشبكة ونظم المدفوعات.

2- اثنين من المديريات العامة تتعلق بمسألة الإصدار الورقي والتدريب المصرفي: المديرية العامة لفندق النقود (الطباعة والسك)، المديرية العامة للمدرسة العليا للبنوك: التي تدعم وظيفة التدريب وإعادة التدريب لموظفي القطاع المصرفي بأكمله.

3- اثنان من المديريات العامة و المسؤولة عن الشؤون الإدارية ووسائل البنك: المديرية العامة للموارد البشرية، المديرية العامة لإدارة الوسائل .

ثانيا- عرض المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية DGRFE²: سوف نعرض مهامها وتنظيمها، ثم نقدم قسم إدارة الأصول الخارجية، و مهام الإدارات الأخرى المعنية بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي (انظر المخطط 1-4).

1- وظيفتها: تتمثل المهام الموكلة لها في:

□ - تنفيذ إطار السياسة والإطار العملي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي.

-التدخل في سوق الذهب ورأس المال لحساب بنك الجزائر.

-اقتراح استراتيجيات لإدارة الديون الخارجية.

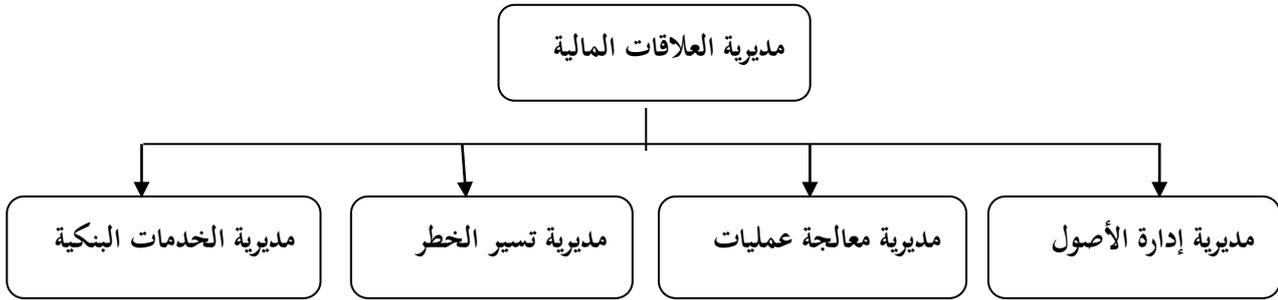
-لتنظيم وضمان سيولة في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك.

¹ - **Présentation de la Banque d'Algérie**, <http://www.bank-of-algeria.dz/html/present.htm>.

² - Direction Générale des Relations Financières Extérieures.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

المخطط رقم 4-1: الهيكل التنظيمي لمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر

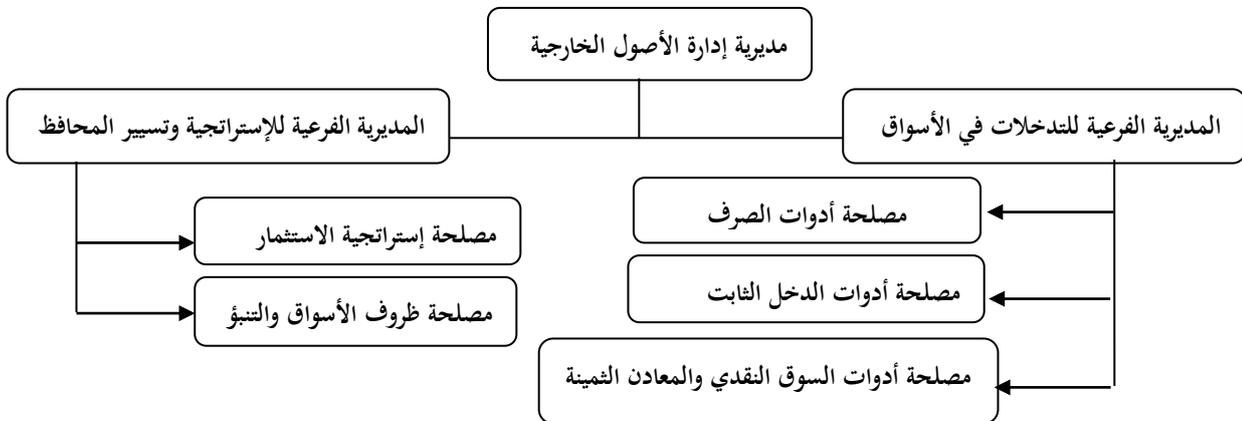


المصدر: وثائق داخلية بنك الجزائر.

2- مديرية تسير الأصول الخارجية DGAE¹: وهي الهيئة المكلفة بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي، والمسئولة عن (انظر الشكل 4-3):

- المشاركة في تطوير سياسات الاستثمار والمبادئ التوجيهية التشغيلية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي بما في ذلك الذهب، وإدارتها عن طريق ضمان احترام سياسة الاستثمار والمبادئ التوجيهية التشغيلية.
- معالجة جميع المنتجات المالية المعتمدة.
- تنظيم وضمان السيولة في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، تنفيذ سياسة سعر الصرف.
- ضمان الامتثال الصارم للمعايير التي وضعها مجلس النقد والقرض ولجنة الاستثمار لإدارة المخاطر المختلفة الكامنة في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، اقتراح استراتيجيات الاستثمار، اختيار الأدوات والأطراف المقابلة، وفقا للإطار الذي وضعته لجنة الاستثمار.
- إعداد تقارير دورية عن تنفيذ إدارة احتياطات النقد الأجنبي.

المخطط رقم 4-2: الهيكل التنظيمي لمديرية تسير الأصول الخارجية ببنك الجزائر



المصدر: وثائق داخلية بنك الجزائر .

¹ - Direction de la Gestion des Avoirs Extérieures.

1-المديريات الفرعية: وتشمل ما يلي¹:

-المديرية الفرعية للتدخلات في الأسواق: وتمثل المكتب الأممي وهي المسؤولة عن :

-إجراء معاملات صرف العملات الأجنبية في السوق المحلية والسوق الدولية.

- تنفيذ عمليات الإيداع في السوق النقدية.

- شراء وبيع الأدوات المالية في السوق الدولية.

- إجراء مبادلة الذهب والعملات الأجنبية

يعمل المكتب الأممي على التحقق من توقعات وضعية الخزينة في الفترة القصيرة و / أو الطويلة وتتفرع إلى ثلاثة مصالح:

*مصلحة أدوات الصرف :لإجراء معاملات الصرف في سوق الصرف مابين البنوك وتلخص في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل الدينار وكذلك في السوق الدولية من خلال عمليات الشراء بعملة مختلفة إما لتلبية احتياجات البنوك التجارية أو للتحوط ضد مخاطر الصرف.

* مصلحة أدوات سوق النقدي والمعادن الثمينة :و المسؤولة عن تنفيذ العمليات التالية:

- الودائع بأسعار فائدة ثابتة وذلك لمدة لا تتجاوز 21 يوما.

- الاستثمارات ثنائية العملة أو خيارات الإيداع بالعملة المزدوجة.

- معاملات الذهب (مبادلة الذهب).

*مصلحة أدوات الدخل الثابت:المسؤولة عن التدخل في سوق السندات الدولي، من خلال الحصول على وضعيات القصيرة و / أو الطويلة الأجل.

-المديرية الفرعية للاستراتيجيات وتسيير المحافظ: بناء على توقعات المكتب الأممي لوضع الخزينة في الأسبوع، تقرر حجم الأموال الموظفة، والمواعيد النهائية للعملية، معاملات الشراء والبيع في أسواق الصرف الأجنبي، و لضمان الإدارة المثلى للاحتياطيات الأجنبية الأخرى تعمل مع هيكل أخرى وهي²:

¹-DJANE-AHMED Narimane **Gestion des réserves de change**, DSEB ,Banque d'Algérie, Ecole Supérieure de Banque, Décembre 2014,p62,63,64.

²-Bandoui, Mohamed Mehdi· **La gestion des réserves de change**, DSEB ,Banque d'Algérie, Ecole Supérieure de Banque, 2013,p68.

* مديرية إدارة المخاطر والأداء : وتمثل المكتب الأوسط وهي المسؤولة عن: إدارة مخاطر الاحتياطات و قياس أداء إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بانتظام.

*مديرية معالجة عمليات الأسواق : وتمثل المكتب الخلفي وهي المسؤولة عن:

- المساعدة في تطوير سياسات الاستثمار والمبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات الصرف بما في ذلك الذهب .
- إعداد تقارير دورية عن تطور الاحتياطات والنتائج المحاسبية المتعلقة بإدارتها
- التحقق من الاتساق بين معاملات السوق وضبطها من قبل DGAE.
- إنشاء أوامر الدفع المتعلقة بعمليات الأسواق .
- وضع وتبادل الآراء مع الأطراف المقابلة .

المطلب الثاني: سياسة إدارة احتياطات بنك الجزائر

أولاً :تحديد المستوى الكافي لاحتياطات بنك الجزائر: تراكمت للجزائر احتياطات صرف أجنبي ضخمة خلال الفترة 2000-2014، وبلغت ذروتها في سنة 2013 بنحو 194.012 مليار دولار ،وقد تراكم هذا المخزون من الاحتياطات نتيجة الإدارة الحكيمة للاقتصاد الكلي في سياق أسعار النفط المرتفعة، ورغم أن الأزمة الاقتصادية العالمية من 2008-2009 أظهرت أهمية امتلاك مستوى كاف من الاحتياطات، فقد أثرت أيضا تساؤلات حول مدى كفاية مستوى الاحتياطي لبنك الجزائر. ومع ذلك، هناك إجماع بين واضعي السياسات أن احتياطات بنك الجزائر تشكل مستوى كاف من منظور وقائي.

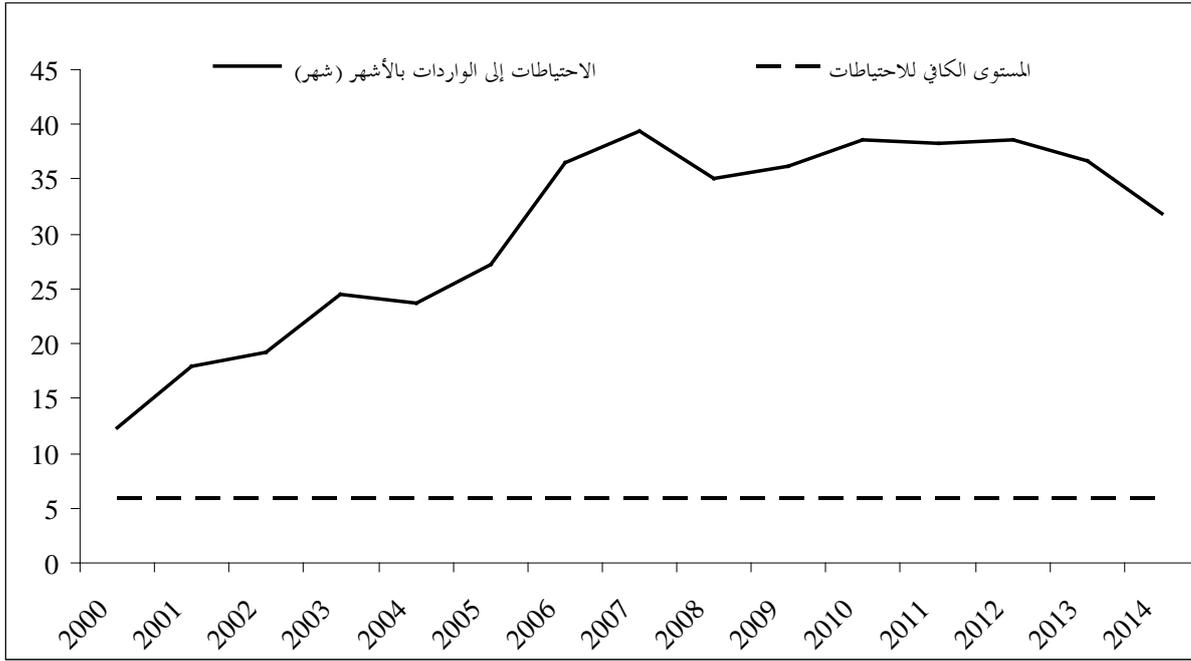
1- المقاييس التقليدية:

1- نسبة الاحتياطات إلى الواردات بالأشهر من واردات السلع والخدمات :تقيس هذه النسبة عدد من أشهر التي يمكن فيها لبنك الجزائر أن يستمر في دفع ثمن كل واردات السلع والخدمات إذا توقفت تدفقات الصرف الأجنبي، و يوفر هذا المعيار قياس الوقت الذي يمكن فيه لأي بلد أن يواجه صدمة سلبية مثل التغير المفاجئ في معدلات التبادل التجاري أو حوادث غير متوقع مثل الكوارث الطبيعية، ومن المسلم به عموماً أن ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر من الاحتياطات هي الحد الأدنى للمستوى المقبول، و في حالة الجزائر، نسبة الاحتياطات إلى الواردات قد تحسنت بشكل كبير خلال العقد الماضي حيث كانت النسبة أقل بكثير من المستويات المقبولة في وقت مبكر من 1990s، وكانت حوالي 2 شهر من الواردات، ثم وصلت إلى أكثر من 12 شهر في 2000 ، وبدأت في التحسن لتبلغ ذروتها في سنة 2007 بحوالي 40 شهراً، لتصل في 2014 مستوى تغطية 30 شهراً بسبب صدمة انخفاض

أسعار النفط¹.

و الشكل رقم 3-4 يبين تطور نسبة الاحتياطات الدولية إلى الواردات في 2000-2014 يدل على أن الجزائر لديها واحد من أكبر النسب التغطية، مما يعكس تحسن كبير في الحساب الجاري خلال الجزء الثاني من العقد بسبب أسعار النفط المرتفعة، لكن بدا هذا المستوى في الانخفاض منذ سنة 2013 بسبب الانخفاض المستمر في الحساب الجاري وتحوله إلى عجز.

الشكل 3-4 نسبة الاحتياطات إلى الواردات (أشهر من واردات السلع والخدمات). 2014-2000



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي .

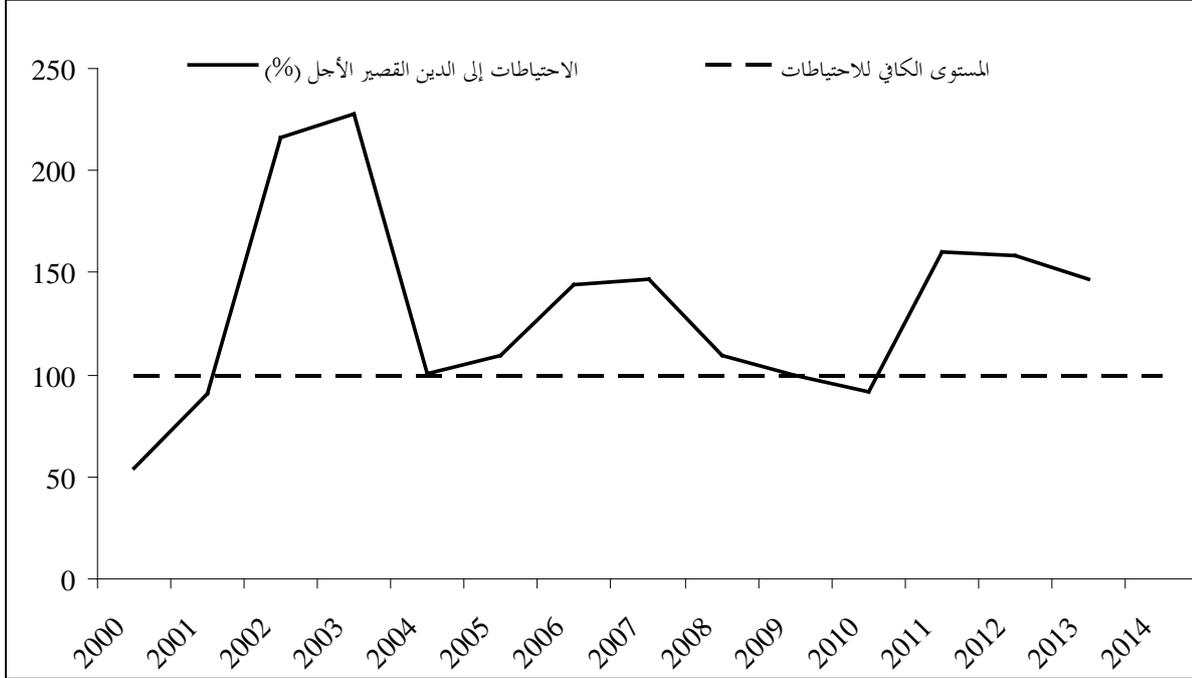
ب- الاحتياطات إلى الدين القصير الأجل: تمثل نسبة التقليديّة الثانية لتقييم كفاية الاحتياطي الاحتياطات إلى الدين الخارجي على المدى القصير (على أساس الاستحقاق المتبقية)²، والتي تقيس قدرة بنك الجزائر على مواجهة المدفوعات الدولية على المدى القصير في حال حدوث انقطاع مفاجئ للتمويل الدولي *sudden stop*، وتعتبر هذه النسبة الأكثر ملائمة لقياس كفاية الاحتياطي في الأسواق الناشئة، و عادة المستوى المقبول ينبغي أن يكون حوالي 1، مما يعني أنه يجب أن يكون بنك الجزائر قادر على تغطية سداد الدين الخارجي لمدة سنة على الأقل. ، ويعرض الشكل 4-4 نسبة الاحتياطات إلى الدين القصير الأجل للجزائر خلال الفترة 2000-2014 فإنه يدل على أن الجزائر لديها حتى الآن أعلى نسبة الاحتياطي إلى الدين القصير الأجل وهي نسبة أعلى بكثير من غيرها من

¹ - I ALGERIA, MF Country Report No. 14/32 ,February 2014,p18.

الدين المستحق في اقل من سنة .² -

الدول المصدرة للنفط والغاز بسبب التسديد المسبق لديونها الخارجية والقرار المتخذ بتجميد عمليات التمويل الخارجي.

الشكل 4-4 نسبة الاحتياطات إلى الدين القصير الأجل (% من الدين قصيرة الأجل). 2000-2014

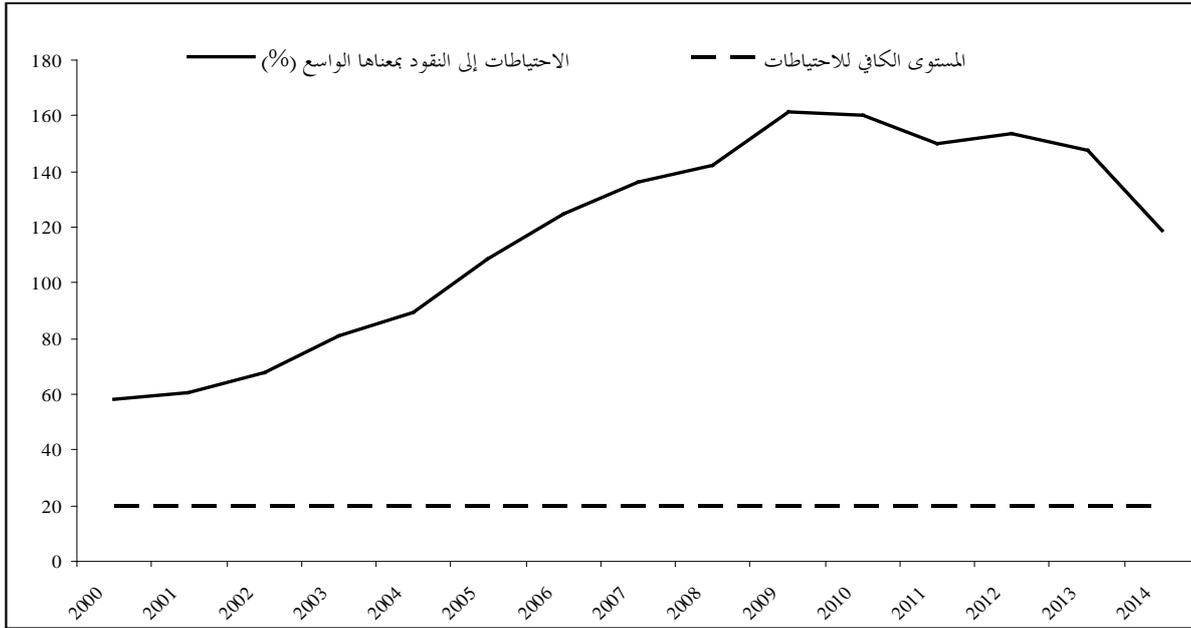


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي .

ج- الاحتياطات إلى النقود بمعناها الواسع: يركز المعيار التقليدي الثالث على الروابط بين الاحتياطات الدولية والقطاع المالي، و المؤشر الأكثر شيوعا هو مقارنة الاحتياطات إلى الجاميع النقدية مثل النقود بمعناها الواسع، هذه النسبة هي تقييم لقدرة بنك الجزائر لدعم خصومه ومصدقية دفاعه عن سعر الصرف، وخاصة إذا كان سعر الصرف مربوطا أو مدارا، فالافتراض الأساسي هو أنه في حال وقوع الأزمة المالية وفقدان الثقة في النظام المالي المحلي، يقوم المقيمون بتحويل العملة المحلية إلى العملات الأجنبية وتهرب رؤوس الأموال إلى خارج الاقتصاد يعرض الشكل 4-5 نسبة الاحتياطات إلى عرض النقدي بمعناه الواسع¹ (M2)، ويدل على أن الجزائر لديها نسبة تغطية كبيرة .

¹ - النقود وأشبه النقود.

الشكل 4-5 نسبة الاحتياطات إلى النقد بمعناه الواسع (% إلى M2). 2000-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي .

2 - المقياس المركب لصندوق النقد الدولي 2011 : اقترح هذا المنهج من قبل صندوق النقد الدولي (2011) لتقييم كفاية الاحتياطي، ويتكون من مرحلتين، المرحلة الأولى تقدير الخطر النسبي الذي تشكله أربعة مؤشرات رئيسية تتمثل في الصادرات، النقود بمعناها الواسع، الديون قصيرة الأجل، محفظة الالتزامات أخرى) على مستوى الاحتياطات ويستند هذا الخطر على توزيعات ملاحظة من التدفقات الخارجة من كل مصدر أثناء فترات ضغوطات سوق الصرف، انطلاقا من هذه المعلومات، يتم إنشاء المخاطر المرجحة للالتزامات على أساس الالتزامات التاريخية المشاهدة في المئين العاشر في كل من التوزيعات واعتمادا على نظام سعر الصرف، المقياس المركب الناتج هو¹:

Fixed: $0.3 \text{ STD} + 0.15 \text{ OPL} + 0.1 \text{ of M2} + 0.1 \text{ X}$

Floating: $0.3 \text{ STD} + 0.1 \text{ OPL} + 0.05 \text{ M2} + 0.05 \text{ X}$

حيث:

STD = الدين القصير الأجل.

OPL = استثمارات المحفظة، بالنسبة للجزائر قيمتها صفر نظرا لانعدام استثمارات غير المقيمين في الأسهم والسندات.²

¹ - Algeria: Selected Issues Paper ,**OPTIMAL INTERNATIONAL RESERVES IN ALGERIA** ,IMF Country Report No. 12/22 January 2012, P30.

² - بالنسبة للجزائر قيمتها صفر نظرا لانعدام استثمارات غير المقيمين في الأسهم والسندات.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

M2 = النقود بمعناها الواسع.

X = صادرات السلع والخدمات.

وفي المرحلة الثانية، يشتمل المقياس المركب على المستوى الأمثل من الاحتياطيات، والتقييم يكون على أساس الخبرة من الأزمة الماضية، لهذا الغرض تم اختبار القياس المقترح ضد ثلاث معلمات: تقليل احتمال أزمة، تجنب انخفاض مفاجئ في الاستهلاك خلال الأزمة، و العلاقة مع خسائر الاحتياطي خلال الأزمة، ويظهر التحليل أن المقياس المقترح يفوق المقاييس الأخرى في جميع المعلمات الثلاث، وتم اقتراح أن مستوى التغطية بين 100 و 150 في المئة من القياس المقترح ينبغي أن تعتبر كافية بالنسبة لبلد نموذجي.

من خلال الجدول 4-9 تبين أن لبنك الجزائر مستوى احتياطيات أضعاف المستوى الذي اقترحه المقياس، اعتمادا على نظام سعر الصرف، لاعتبار الجزائر تنتهج سعر صرف مدار¹.

الجدول 4-9 كفاية احتياطات بنك الجزائر 2000-2014

السنوات	في ظل نظام الصرف الثابت	في ظل نظام الصرف المعوم
2000	36,56	18,55
2001	27,89	14,11
2002	23,54	11,84
2003	20,33	10,23
2004	19,39	9,84
2005	18,12	9,20
2006	15,55	7,88
2007	13,31	6,76
2008	13,02	6,65
2009	9,76	5,03
2010	10,38	5,35
2011	11,10	5,64
2012	10,74	5,46
2013	10,55	5,38
2014	11,98	5,99

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي .

وفي الأخير استنادا إلى المقاييس التقليدية المستخدمة ، المستوى الحالي من الاحتياطيات لدى بنك الجزائر يتجاوز المعايير التقليدية، ولا يزال مرتفع، وتراكم الاحتياطي في الجزائر كان بفضل فترة من ارتفاع أسعار النفط وسياسة

¹ - Algeria, **IMF Country Report No47**. 13/ February 2013, P18.

مالية حكيمة عموماً، أن المستوى الحالي من تراكم الاحتياطي يدعو لإجراء تقييم حول كيفية إدارته لضمان الحفاظ على قيمته مع مرور الوقت، فهذا مهم بشكل خاص إذا اعتبر أداة للحفاظ على جزء من هذه الأصول للأجيال القادمة، كما يمكن لبنك الجزائر أن ينظر في وضع استراتيجيات احتياطية بديلة لضمان عائد أكبر من الثروة المتراكمة للأجيال القادمة.

ثانياً - توظيف احتياطات بنك الجزائر

1- أهداف تسيير احتياطات الصرف الأجنبي : يندرج التسيير الحذر للاحتياطات الرسمية للصرف المتبع من طرف بنك الجزائر في الهدف الاستراتيجي المتمثل في تعزيز الوضعية المالية الخارجية للجزائر، ويعتبر مستوى احتياطات الصرف الرسمية ذا أهمية خاصة إذ يمثل صمام أمان ضد صدمات خارجية محتملة، و عليه يتركز الاستقرار المالي الخارجي على المدى المتوسط و الطويل على مواصلة التسيير الحذر للاحتياطات الرسمية من طرف بنك الجزائر، و تتمثل الأهداف المتبعة في هذا المجال في¹:

أ- الحفاظ على قيمة رأس المال: التقليل من خطر خسارة القيمة السوقية للأصول، بالاحتفاظ على محفظة متنوعة للأصول ذات النوعية الرفيعة (فيما يخص تنقيط القرض و نوع المصدر) و بتطبيق ممارسات ملائمة لتخفيف المخاطر،

ب- الاحتفاظ على مستوى عال من السيولة: توظيف الاحتياطات في أصول بتاريخ استحقاق قريب أو التي يمكن إعادة بيعها بسرعة دون فقدان القيمة؛

ج- الحصول على المردود الأمثل: الحصول على أفضل مردود ممكن مع احترام الأهداف المتعلقة بالأمن و السيولة.

2- شرائح احتياطات الصرف لبنك الجزائر: لتحقيق الأهداف السابقة الذكر قامت مديرية تسيير الأصول الخارجية لبنك الجزائر DGAE بتجزئة محفظة احتياطات الصرف الأجنبي إلى ثلاثة شرائح وفقاً لمعيار العوائد / المخاطر²:

أ- شريحة رأس المال العامل : بهدف التعامل اليومي مع احتياجات البنوك تجارية من العملات الصعبة؛ و تتألف هذه الشريحة بشكل أساسي من الأوراق المالية السيادية والودائع العادية والودائع المهيكلة³.

¹ - محمد لكصاسي ، عرض التقرير السنوي التطورات الاقتصادية و النقدية في 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر ، في 25 أوت 2010 ص2.

² - DJANE-AHMED Narimane op-cit,p70.

³ - الودائع المهيكلة هي ودائع تسمح بالحصول على عائد أعلى من الودائع العادية وفقاً لأداء السوق الأساسي .

ب- شريحة السيولة : تمثل حوالي 10% من إجمالي محفظة الاحتياطات لبنك الجزائر، ومشكلة أساسا من الأدوات النقدية و أدوات الدخل الثابت لدافع وقائي احترازي على المدى القصير يتمثل في تغطية الواردات والدين الخارجي.

ج- شريحة الاستثمار :تمثل الجزء الأكبر في محفظة الاحتياطات وتستثمر أساسا في أدوات دخل الثابت وبمعدلات متغيرة ،القصيرة بأقل من 52 أسبوع ،والطويلة بأكثر من سنتين، وفقا لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ والفائدة من هذه الاستراتيجية هو أنها تقلل من التعرض لمخاطر السوق، وبالتالي تقلل بشكل كبير من مخاطر الخسائر الناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة، وتهدف هذه الشريحة إلى تلبية احتياجات السيولة في المدى المتوسط وتعظيم العائد وفقا لأهداف وقيود الإدارة .

3- أدوات توظيف الاحتياطات: إن قرار تحديد الأصول القابلة للاستثمار هو إستراتيجية أساسية مهمة ولذلك يتخذ هذا القرار عادة من قبل مجلس النقد والقرض و أهم الأدوات المرخص بها:

1-الأوراق المالية :وتشمل كل من السندات السيادية أوراق الوكالات الحكومية والجهات الرسمية الأخرى والمنظمات المتعددة الأطراف، والتي تحضي بأفضل تنقيط لدى الوكالات الدولية AAA.

- السندات السيادية :لبنك الجزائر إمكانية الاستثمار في الأوراق المالية السائلة والتي تصدرها دولة أخرى.
- أوراق الوكالات الحكومية والجهات الرسمية الأخرى والمنظمات المتعددة الأطراف:لمديرية العلاقات المالية الخارجية DGRFE خيار الاستثمار في سندات مضمونة من قبل الدولة أو المنظمات متعددة الأطراف.

لقد تزايدت حصة الأوراق المالية منذ 2007 لتبلغ 98% من إجمالي الاحتياطيات؛ وتشكل من أدوات تستفيد من أفضل تنقيط وبالتالي تتعرض لأقل مخاطر، تتمثل أساسا في السندات السيادية¹، وبعد بروز أزمة الدين السيادي في 2010 شهدت محفظة الاوراق المالية تراجعاً لتصل إلى 94% في ديسمبر 2012، تتوزع حصة الأوراق المالية إلى :65% سندات سيادية ،12.9% مؤسسات حكومية ،14.2% وكالات فوق قومية الحكومية والدولية ،6% الأدوات المالية لبنك التسويات الدولية، وتتوزع هذه المحفظة على سلة من العملات: 52% دولار الأمريكي، 37% للارو ،9.6% جنيهه الإسترليني، وتتوزع على كل من 20.7% للولايات م ا، 15.2% ألمانيا، 12.4% فرنسا، 9.6% هولندا ،8.2% بريطانيا .

ب- الودائع: لبنك الجزائر إمكانية أن يضع احتياطياته في شكل ودائع عادية أو الودائع المهيكلة وفي "أي مؤسسة بشرط أنه لا يقل تصنيفها عن A بواسطة S & P، موديز، فيتش أو وكالات التصنيف المؤهلة من طرف لجنة

¹- لكصاسي ،التطورات النقدية والاقتصادية في 2010، عرض التقرير السنوي 2010، بنك الجزائر ،25 أوت 2010 ص2.

"الاستثمار وتوضع الودائع خصوصا لدى البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية كبنك التسويات الدولية وبنوك تجارية تتمتع بأعلى تنقيط في مجال القرض، فبعد الأزمة المالية العالمية وأزمة الدين السيادي الأوروبي تم توجيه الاستثمارات على شكل ودائع من البنوك التجارية نحو البنوك المركزية، حيث انخفضت نسبة الأموال المودعة في البنوك التجارية الدولية إلى إجمالي الاحتياطات من 2٪ إلى 1.75٪ في سنة 2010 أي تم توجيه 0.25٪ من الاحتياطات في البنوك التجارية إلى البنوك المركزية لتصل في نهاية ديسمبر 2012 الودائع بالبنوك المركزية إلى 6٪ إلى إجمالي الاحتياطات وتمثل الشكل الوحيد للودائع المستثمر فيها الاحتياطي، وتوزع حصة الأموال المودعة لدى البنوك المركزية عبر سلة من العملات 61٪ دولار أمريكي 28٪ يورو في حين تستحوذ مجموعة من العملات الأخرى في مقدمتها الدولار الكندي والدولار الاسترالي على النسبة المتبقية .

4- مردودية احتياطات الصرف الأجنبي : إن توظيف احتياطات الصرف أدر لبنك الجزائر عائدا¹ قيمته 3.17 مليار دولار في سنة 2014 و هي قيمة منخفضة بعض الشيء مقارنة بالمردودية المسجلة في سنة 2013 ،وعليه فقد أدت هذه الاحتياطات المقدر ب 178.938 مليار دولار عند نهاية ديسمبر 2014 لبنك الجزائر و 3.54 مليار دولار في سنة 2013 عندما كانت تبلغ هذه الاحتياطات 194.012 مليار دولار مقابل مردودية قدرت نسبتها ب 4.74 مليار دولار في 2009. " 5.13 مليار دولار في سنة 2008 و 3.81 مليار دولار في سنة 2007 و 2.42 مليار دولار في سنة 2006 (انظر الجدول رقم 4-10).

إن مردودية الاستثمارات المحققة من طرف بنك الجزائر في محافظ الأوراق المالية خلال السنوات التي كان معدل الفائدة فيها عاليا بقيت مرتفعة نسبيا، أي تقريبا 3٪ في 2010 و أعلى من 3٪ في 2008 و 2009، و يعد هذه الأداء معتبر خاصة و أنه حقق في ظرف يتميز بمعدل فائدة جد منخفض في البلدان المتقدمة و معدلات توجيهية قريبة من الصفر بالخصوص في الولايات المتحدة، وقد ساهم في هذا الأداء التنوع الذي ادخل منذ 2004، سواء كان في اختيار العملات التي تدخل في تكوين تشكيلة الاحتياطات و توزيعها على مستوى المحافظ، أو من زاوية الأوراق المالية، وحسب صنف الخطر.

واصل بنك الجزائر ادارة الاحتياطات الرسمية الصرف محققا مستوى مقبول من الأداء نظرا لاستمرار بيئة انخفاض أسعار الفائدة العالمية، ففي ديسمبر عام 2013، أظهرت السندات الحكومية لمدة 10 في الولايات المتحدة العائد من 3.03٪ مقابل 1.9٪ لسندات الحكومة الألمانية لفترة استحقاق مماثلة²، وفي نهاية ديسمبر 2014 بلغ العائد على الأوراق المالية الأمريكية باستحقاق 10 سنوات 2.17٪ وسندات الحكومة الألمانية لنفس فترة الاستحقاق 0.54٪³.

¹ - تعرف المردودية باسم " مداخيل العوامل الصافية: قروض " بميزان المدفوعات.

² - التقرير السنوي لبنك الجزائر، 2013، ص 66.

³ - Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2014, P50.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

الجدول 4-10: عوائد احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2014 العائد بالمليار دولار

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
العائد	0.38	0.85	0.68	0.82	0.99	1.43	2.42	3.81
احتياطات الصرف	11.9	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
العائد	5.13	4.74	4.60	4.45	3.73	3.54	3.17	
احتياطات الصرف	143.10	148.910	162.221	182.224	190.661	194.012	178.938	

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

5- هيكل العملات المكونة لاحتياطي الصرف لبنك الجزائر: إن تكوين عملات احتياطات الصرف الأجنبي لبنك الجزائر¹ يتوافق مع العملة المستخدمة في المعاملات المالية وبالخصوص تركيبة عملات الدين الخارجي التي توزعت في سنة 2013 إلى 38% دولار، 53% أورو، 0.61% البين، 8.39% عملات أخرى انظر (الجدول 4-4) والتجارية مع العالم الخارجي وبالخصوص الواردات التي توزعت على 41% أورو و59% دولار في سنة 2013، وحاليا توزع محفظة الأوراق المالية المستثمر فيها احتياطات الصرف الأجنبي على ثلاث عملات والمتمثلة في 52% دولار الأمريكي، 37% للآورو، 9.6% جنيهه الإسترليني، أما محفظة الودائع فتتوزع عبر سلة من العملات 61% دولار امريكي 28%، أورو، 11% عملات أخرى²، انظر كمثال هيكل عملات الدين الخارجي (الجدول 4-11).

الجدول 4-11: هيكل العملات المكونة للدين الخارجي خلال الفترة 2002-2013(%)

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الدولار	42	39	39	44	43	40	43	40	44	46	42	38
اليورو	30	35	39.9	40	47	49	49	51	47	47	50	53
البين	12	12	10.6	8	5	4	4	3	3	0.6	0.66	0.61
ع أخرى	16	14	10.5	8	5	7	4	6	6	6.4	7.34	8.39

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

6- تقييم التوظيف في سندات صندوق النقد الدولي: تعتبر سندات صندوق النقد الدولي التي تم توظيف بها نحو 5ملايير دولار من احتياطات الصرف لبنك الجزائر³ أداة تمويلية (أداة مديونية) جديدة تهدف إلى تأمين الموارد

¹- يتم السماح فقط. بتغير زائد أو ناقص 5%.

²- في مقدمتها الدولار الكندي والدولار الاسترالي .

³- البيان المشترك بين بنك الجزائر ووزارة المالية .

المالية لكي يظل الصندوق فعالا في تلبية الاحتياجات التمويلية للبلدان الأعضاء في الفترات التي تسودها التحديات وعدم اليقين وفي نفس الوقت تشجيع الاستثمار الأمن للبلدان الأعضاء¹،

1- الخصائص المميزة لهذه الأداة²:

- أن الغرض منها أن تكون عنصرا مكملا لقدرة الصندوق على مساعدة البلدان الأعضاء في الوقت المناسب.
- يمكن البدء بإصدار هذه السندات مع أي بلد عضو وسوف يصدر الصندوق هذه السندات عند صرف القروض للبلدان التي تتلقى المساعدات المالية من الصندوق على أن يرسل الصندوق إخطارا للبلد العضو قبل موعد الإصدار بخمسة أيام على الأقل.
- يمكن للدول الأعضاء في الصندوق شراء السندات مباشرة من الصندوق متى أبرمت اتفاقية الشراء وتنص الاتفاقية على الحد الأقصى لمجموع عمليات الشراء المتفق عليها مع البلدان الأعضاء خلال فترة لا تقل عن سنة واحدة قابلة للتمديد من طرف الصندوق لسنة ثانية،/ويمكن الاتفاق مع البلد العضو على التمديد لفترات أخرى كحد أقصى خمسة سنوات .
- تقتصر عمليات الشراء فقط على البلدان الأعضاء في الصندوق ذات مراكز خارجية قوية، ويمكن أن يدخل في هذه الاتفاقيات أيضا البنوك المركزية أو الوكيل المالي لحكومة البلد العضو.
- إن أقصى اجل استحقاق لسندات الصندوق هي خمسة سنوات مع أجال استحقاق أخرى مدتها ثلاثة أشهر قابلة للتمديد لفترات إضافية مدة كل منها ثلاثة أشهر.
- يتم إصدار هذه السندات ب100٪ من القيمة الاسمية وتحسب القيمة الاسمية بحقوق السحب الخاصة .
- تستحق عوائد السندات على أساس ربع سنوي كل(ثلاثة أشهر) حسب متوسط سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة في ربع السنة السابق.
- قابلة للتداول أي النقل بحرية إلى ملكية حائزين مؤهلين آخرين في القطاع الرسمي ولا تنقل ملكيتها للقطاع الخاص، ولا يمكن استخدامها في معاملات المشتقات المالية .

¹- تم إبرام ثلاثة اتفاقيات شراء لسندات الصندوق في سنة 2010 فعليه مع كل من البنك المركزي الصيني 49.9مليار دولار والبرازيل 10مليار دولار والبنك المركزي الهندي 10مليار دولار، للمزيد انظر التقرير السنوي للصندوق لسنة 2010 ص45.

² - Sean Hagan and Andrew Tweedie, **A Framework for the Fund's Issuance of Notes to the Official Sector**,imf ,June 17, 2009,p7.

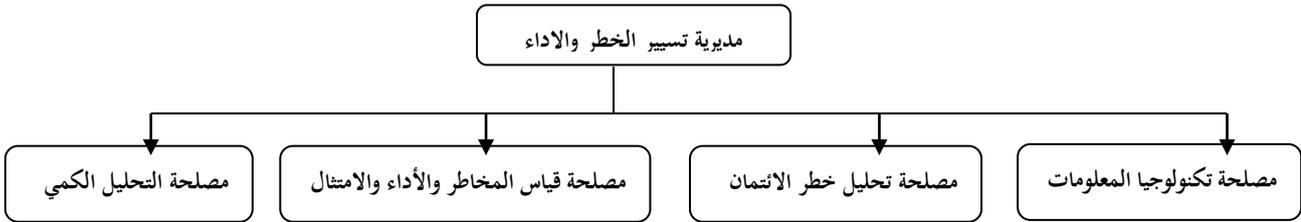
- يمكن للصندوق أن يسدد مبكرا قيمة السندات القائمة بالكامل أو أن يسدد جزءا منها .
- يمكن للأعضاء المشترين الحصول على مدفوعات سداد مبكرة لجزء من المبلغ المستحق أو الكامل إما على الفور سندات السلسلة A أو في غضون 12 شهرا سندات السلسلة B.
- ب-تقييم عملية التوظيف: إن التسيير السليم لاحتياطات الصرف يتركز على ثلاثة معايير، وهي الحفاظ على قيمة الاحتياطات والتغطية ضد مخاطر الصرف من خلال الحفاظ لاسيما على محفظة مالية متنوعة وسائله، بمعنى أنه يمكن سحبها في أي وقت، ولغرض التقييم نحاول المقارنة بين سندات الصندوق المسعرة بوحدة حقوق السحب الخاصة و اذونات الخزانة الأمريكية لمدة 3 اشهر.
- تعتبر سندات صندوق النقد الدولي أداة لتنويع توظيف احتياطات الصرف لبنك الجزائر، وهي أداة ليست الأولى التي تصدر من هيئة مالية دولية بل سبقها البنك الدولي في إصدار السندات، مع استحقاق يصل إلى سنة واحدة، يمكن تداولها بين الجهات الرسمية وكذلك المستثمرين من القطاع الخاص وتحمل نسبة فائدة التي تحددها السوق ومقومة بعملات قابلة للتحويل.
- من حيث العائد: المقارنة بين أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة و اذونات الخزانة الأمريكية لمدة 3 اشهر: أن أسعار الفائدة لحقوق السحب الخاصة في آجال استحقاق قصيرة تعدت أسعار الفائدة على اذونات الخزانة الأمريكية لمدة 3 أشهر ابتداء من سنة 2008، و في 2014، وسعر الفائدة SDR على أعلى من اذونات الخزانة الأمريكية 3 أشهر بنحو 30 نقطة (0.42% مقابل 0.15%)¹.
- من حيث مخاطر الصرف: إن سعر الصرف بين حقوق السحب الخاصة والدولار الأمريكي تقلب كثيرا على مدى العقدين الماضيين، والتي تعكس تقلبات الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية الأخرى، ومن الواضح أن السندات المقومة بحقوق السحب تسمح للبنك الجزائر بتنويع تركيبة عملة احتياطات الصرف الأجنبي، كما أن عملة توظيف الاحتياطي هي وحدة حساب لصندوق النقد الدولي و محددة على أساس سلة من العملات الصعبة تستعمل على مستوى الأسواق المالية مما يوسع تشكيلة احتياطات الصرف للجزائر بالعملات الصعبة و يقلص بالتالي أخطار الصرف .
- و نظرا لانخفاض الخطر السيادي وخطر الصرف و السيولة العالية و مردودية تفوق تلك التي تضمنها قيم الدولة (سندات الخزانة) فان توظيف بنك الجزائر لاحتياطي الصرف في سندات صندوق الدولي تميز بالكفاءة .

¹ -IMF, Financial Operations, 2014,p85.

المطلب الثالث: إدارة مخاطر الاحتياطات ببنك الجزائر

أولاً- جهاز إدارة مخاطر احتياطات الصرف ببنك الجزائر: يتمثل في مديرية الفرعية لتسيير الخطر والأداء (انظر المخطط 4-3) وهي الجهة المسؤولة عن¹:

- التحليل الكمي المرتبط بتنفيذ المعايير وسياسة الاستثمار و التوجيهات التشغيلية.
 - مقترحات لتطوير سياسة الاستثمار والمبادئ التوجيهية التشغيلية.
 - تقييم المخاطر المختلفة التي اتخذتها DGAE، وامثالها لسياسة الاستثمار، والمعايير والقواعد والإجراءات المتعلقة بالمهام الموكلة إليها.
 - قياس بانتظام أداء إدارة احتياطات الصرف الأجنبي.
- المخطط رقم 4-3: هيكل مديرية تسيير الخطر والأداء ببنك الجزائر



المصدر: وثائق داخلية بنك الجزائر .

وتتفرع إلى أربعة مصالح على النحو التالي:

- 1-مديرية التحليلات الكمية: تهدف إلى استحداث نشرة يومية عن طريق رفع أهم المعلومات في الأسواق من خلال رويترز .
- 2- مصلحة قياس المخاطر والأداء والمطابقة: مكلفة بتحليل مخاطر السوق (أسعار الفائدة وأسعار الصرف) لتدنيه من تأثير تغيرات هذه المعدلات على قيمة الأدوات المالية المختارة وإيجاد أفضل محفظة.
- 3- مصلحة تحليل خطر القرض.
- 4-مصلحة تكنولوجيا المعلومات.

ثانيا: منهجية إدارة مخاطر احتياطات الصرف ببنك الجزائر

تتولى مديرية تسيير الخطر والأداء تسيير المخاطر التي ترتبط بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي، وقد عمل بنك الجزائر على إعداد إطار تنظيمي مناسب يضمن الامتثال ومطابقة التوظيفات لأهم أهداف إدارة هذه

¹-Bandoui, Mohamed Mehdi, **op-cit**,p65

الاحتياطات والمتمثلة في السلامة، ولهذا الغرض يقوم مجلس النقد والقرض بإصدار التوجيهات الخاصة باستثمار وتسيير وتخصيص الأصول قبل تقديمها لمجلس إدارة بنك الجزائر وتسهر مديرية تسيير الخطر والأداء على احترام هذه التوجيهات كما تدرس تطور المخاطر و الأداء، فبنك الجزائر من خلال تسيير احتياطات الصرف الأجنبي يسعى إلى الحفاظ على قيمة رأسمال المستثمر سواء كان في شكل ودائع أو أوراق مالية وكذا الحصول على معدل عائداً امثل.

فلقد أورد الأمر 3-11 المتعلق بالنقد والقرض بعض القضايا المرتبطة بمخاطر احتياطات الصرف الأجنبي وتسييرها :

- المادة 40: أن أكتتاب بنك الجزائر في السندات المالية المحررة بالعملة الأجنبية يكون في الأدوات المالية المسعرة بانتظام في الأسواق المالية الدولية و من الفئة الأولى (AAA) .¹

- المادة 62: يخول مجلس النقد والقرض تحديد مقاييس وشروط العمليات الخاصة بالعملة الأجنبية لغرض تسيير احتياطات بنك الجزائر.²

ومن جملة الأمور التي تتعلق بالمحفظة المرجعية كمنهجية لإدارة الخطر يلح مجلس النقد والقرض على³ :

- الاستثمار فقط في قائمة الأطراف المقابلة أو الأوراق المصدرة التي وافقت عليها هيئة الاستثمار.

- الاستثمار فقط في ودائع البنوك الرائدة الدولية التي لها تصنيف على الأقل A.

- احترام حدود المبلغ المسموح به (سقف) الذي من المرجح أن يعقد لكل طرف أو إصدار .

- احترام تكوين العملة أي وزن كل عملة في المحفظة.

- لضمان السيولة وتقليل مخاطر التركيز، يجب ألا يجاوز المبلغ المستثمر سقف 30% من المبلغ الإجمالي للإصدار.

- من أجل تقليل أي مخاطر الصرف يجب الالتزام بقاعدة "صفر النقدية في نهاية اليوم" فإن جميع المراكز يجب أن تكون مغلقة في فترة ما بعد الظهر.

ثالثاً- إدارة احتياطات بنك الجزائر خلال الأزمة العالمية وأزمة الديون السيادية الأوروبية.

لقد ساهمت الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية في زيادة وعي بنك الجزائر بإدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي، ولقد ساهم التنوع الذي ادخل في 2004 سواء في اختيار العملات التي تدخل في تكوين تشكيلة

¹- الأمر 3-11 المتعلق بالنقد والقرض مرجع سابق، ص6.

²- الأمر 3-11 المتعلق بالنقد والقرض مرجع سابق، ص8

³ - DJANE-AHMED Narimane op-cit, p71.

الاحتياطات وتوزيعها على مستوى المحافظ أو تنوع الأوراق المالية حسب صنف المخاطر، وفي 2006 اعتمد بنك الجزائر بنية تحتية وتنظيم يفني بالمعايير الدولية في بما يتعلق بالإطار التشغيلي لتسيير الاحتياطات ، كما اكتسب خبرة في التعامل في الأسواق المالية الدولية .

اتخذ بنك الجزائر سياسة حذرة خلال الأزمة المالية العالمية والتي بدأت سنة 2007 من اجل الحفاظ على رأسمال الاستثمارات من الخسارة ، فالمخاطر فرضت على بنك الجزائر ما يلي :

-تقليل نسبة الأموال المودعة في المصارف التجارية الدولية(والتي كانت لمدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر) إلى 1.75% بعدما كانت في حدود 20% من إجمالي احتياطات بنك الجزائر بسبب الوضعية التي تعيشها بعض البنوك التجارية الدولية .

- لإدارة أفضل لخطر الصرف قام بك الجزائر بتنوع عملات الاحتياطي .

- زاد من الأصول الخالية من المخاطر حتى ولو أن العائد دوريا منخفض.

-في سنة 2010 كانت الإيداعات تتم خصوصا في البنوك المركزية و المؤسسات المالية الدولية.

-مع استمرار مخاطر الدين السيادي الأوروبي والمخاطر المصرفية المرتبطة بها اتخذ بنك الجزائر في سنة 2012 تدابير احترازية ملائمة لحماية رأسمال الاستثمارات من الخسائر ،وهكذا تكمن الحصة من الاستثمارات بنك الجزائر المتعلقة بالسندات السيادية لدى دول المنطقة الأوروبية فقط في السندات الأقل خطورة ،في حين وقصد تقليل من خطر الجهة المقابلة يتم توجيه الودائع أكثر فأكثر نحو البنوك المركزية .

- تنوع هيكل العملات المكونة للاحتياطات المستثمرة في البنوك المركزية إلى العملات الاحتياطية غير التقليدية الدولارين الكندي والاسترالي.

هنا، تبرز أهمية مواصلة التسيير الحذر لاحتياطات الصرف الرسمية من قبل بنك الجزائر، والذي يضع كأولوية أمن الاستثمارات. أمام استمرار أزمة الدين السيادي في منطقة الأورو والمخاطر المصرفية المرتبطة بها، اتخذ بنك الجزائر تدابير احترازية ملائمة لحماية رأس المال المستثمر من أي خسارة، مع استهداف عائد معقول.

المبحث الثالث :إدارة فائض احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

نظرا لتجاوز مستوى احتياطات الصرف الأجنبي المستوى الكافي ،ليس من الضروري والكفاءة مواصلة بنك الجزائر لوضع جميع احتياطياته في ديون سيادية سائلة وآمنة والتي تدر عائدا منخفضا أو معدوما ،فبعد التسديد المسبق للدين الخارجي، يمكن وضع جزء من الاحتياطات في هيئات منفصلة عن بنك الجزائر، كما يمكن النظر في بدائل أخرى كاستثمار احتياطات الذهب لبنك الجزائر.

المطلب الأول: التسديد المسبق للدين الخارجي من الاحتياطات

أولا- هيكل الدين الخارجي الجزائري قبل عمليات السداد المسبق :تواصل الاتجاه الهبوطي لرصيد الدين الخارجي المتوسط والطويل منذ سنة 1997، حيث بلغت في سنة1996 مبلغ 33.2مليار دولار، إلى أن وصلت في نهاية سنة 2004 إلى 21.4مليار دولار، أما الديون القصيرة الأجل بلغت 0.41مليار دولار ،وساهم في هذا الانخفاض التسديد المسبق بقيمة 1.2مليار دولار سنة 2004 (انظر الجدول رقم4-12)، تمثل هيكل المديونية الخارجية على المدين المتوسط والطويل نهاية عام2004 في¹ :

- ديون (نادي باريس ونادي لندن). وتمثل هذه الاعتمادات53.1% من إجمالي الدين .

- بلغت قروض متعددة الأطراف 19.7% من إجمالي الديون. بين الدائنين، وهناك أساسا صندوق النقد الدولي (15.4%)، والبنك الدولي (24.7%)، بنك الاستثمار الأوروبي (29.5%) والبنك التنمية الأفريقي (10.7%). وهذه هي القروض التي تم الحصول عليها لجزء كبير لدعم ميزان المدفوعات بين عامي 1994 و 1998 .

- قروض ثنائية، الذي هو 24.3%، وتنقسم حصة بين القروض التجارية المضمونة (64.8%) وائتمان الحكومة (35.2%).

الجدول رقم4-12:الدين الخارجي الجزائري في 31 ديسمبر خلال الفترة 1997-2004 بالمليار دولار أمريكي.

السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الدين م ط الأجل	31.060	30.261	28.140	25.088	22.311	22.540	23.203	21.415
الدين ق الأجل	0.162	0.212	0.175	0.173	0.260	0.102	0.150	0.410
إجمالي الديون	31.222	30.433	28.315	25.261	22.571	22.642	23.353	21.812

Source : La Banque d'Algérie ,*Situation de la Dette Extérieure de l'Algérie 1994-2004* ,P1.

ثانيا- اتخاذ قرار الدفع المسبق للدين الخارجي :إن تحسن المركز المالي الخارجي للجزائر في السنوات الماضية (2000-2006) قلل من مؤشرات الديون الخارجية إلى مستويات جد مستدامة ، وخاصة منذ سنة 2004، في ظل انتعاج بنك الجزائر لممارسات الدفع المسبق للدين الخارجي تجاه كل من نادي باريس ونادي لندن وروسيا ومؤسسات

¹ -Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2004,p56-57.

الفصل الرابع : متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

مالية متعددة الأطراف والهند والسعودية واستمر التسديد المسبق خلال سنة 2005 وتسارع في 2006 ليتحقق انخفاض قوي في الدين الخارجي (انظر الجدول رقم 4-13)، مما سمح بتخفيض نسبة الدين الخارجي/النتاج المحلي الإجمالي إلى نحو 3.6٪ سنة 2007، مقارنة بنحو 5.8٪ في سنة 1999، في حين أن نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات من السلع والخدمات هي 2.26٪ فقط في سنة 2007، وهي مؤشرات على نجاح سياسة تقليص الدين الخارجي للجزائر والرفع من مستوى الأمن المالي الخارجي¹.

الجدول 4-13: إجراءات الدفع المسبق للدين الخارجي الجزائري بالمليار دولار خلال الفترة 2004-2006

سنوات الدفع المسبق	2004	2005	2006
المبالغ المدفوعة	1.2	1.94	10.930
الديون الخارجية بعد الدفع المسبق	21.821	17.192	5.612

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر 2004، 2005، 2006.

ثالثا: كفاءة قرار الدفع المسبق للدين الخارجي: لقد حذت الجزائر حذو كل من روسيا والأرجنتين والبرازيل في استخدام جزء من احتياطاتها من الصرف الأجنبي في عملية السداد المبكر لديونها الخارجية، ولقد تميز هذا القرار بالكفاءة لاسيما أنه اتخذ قبل الأزمة المالية الدولية التي تميزت بصعوبة الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، ويظهر هذا التخفيض للمديونية الخارجية كخيار ايجابي لاستخدام مخزونها من الصرف الأجنبي في ظل بيئة تميزت بانخفاض العائد على الاحتياطات، وللحكم على هذا القرار قمنا بقياس تكلفة الفرصة البديلة لاحتياطات بنك الجزائر من منظور التسديد المسبق للدين الخارجي عوض الاستمرار في استثمار الاحتياطات في الخارج (انظر الجدول رقم 4-14) من خلال الفرق بين معدلات العائد على احتياطات بنك الجزائر ومعدلات الفائدة على الدين الخارجي الجزائري، فوجدنا أنه من الكفاءة عدم المواصلة في توظيف الموارد بالعملة الصعبة في أدوات استثمارية تدر عائدا اقل (بمتوسط عائد 3.33٪) من الموارد بالعملة الصعبة المستعملة في تسديد الدين الخارجي (بمتوسط معدل فائدة 5.83٪)، فمن منظور مالي أي باعتبار العائد/التكلفة هذا القرار مبرر اقتصاديا .

الجدول 4-14: تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات ٪ خلال الفترة 2000-2003

السنوات	2000	2001	2002	2003
العوائد على الاحتياطات بالمليار دولار أمريكي	0.38	0.85	0.68	0.82
معدل العائد على الاحتياطات ٪	3.19	4.73	2.94	2.49
الفوائد على الدين الخارجي بالمليار دولار أمريكي	1.678	1.471	1.228	1.118
معدل الفائدة على الدين الخارجي ٪	6.64	6.51	5.42	4.78
تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات	-3.45	-1.78	-2.48	-1.84

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

¹- بنك الجزائر التقرير السنوي 2008، سبتمبر 2009، ص 98.

حيث أن:

- معدل العائد على احتياطات بنك الجزائر = العوائد على الاحتياطات / إجمالي الاحتياطات .
- معدل الفائدة على الدين الخارجي الجزائري = الفوائد على الدين الخارجي / إجمالي الدين الخارجي .
- تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات = معدل العائد على احتياطات بنك الجزائر معدل - الفائدة على الدين الخارجي.

المطلب الثاني : تنويع الإطار المؤسسي لتسيير احتياطات الصرف الأجنبي لبنك الجزائر.

من خلال مقترح إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري، أي العمل على تنويع الإطار المؤسسي لتسيير احتياطات الصرف الأجنبي بمحاكاة التجارب الأجنبية¹، ومن هذا المنطلق نقدم ثلاث اقتراحات تمكن بنك الجزائر من خفض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات وجعله كأداة لتنويع الاقتصاد².

إن تصميم صندوق سيادي جزائري يناسب الطبيعة الربعية للاقتصاد الجزائري أمر في غاية الأهمية، بالإضافة إلى أن تماشى أهدافه مع الإطار المالي والاقتصاد الكلي للبلد، كما ينبغي تصميم أدوات رقابية صارمة للإشراف على عمليات الإيداع والسحب واستراتيجية استثمارية تتسق مع أهداف السياسة العامة للصندوق السيادي.

أولاً: إنشاء ذراع استثمارية خارجية للصندوق الوطني للاستثمار كصندوق سيادي :

1-التعريف بالصندوق الوطني للاستثمار "NATIONAL INVESTMENT FUND": نتج هذا الصندوق عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية، والغرض منه جعله كأداة لتدخل الدولة في تمويل التنمية، ثم تم تغيير اسمه من البنك الجزائري للتنمية إلى "الصندوق الوطني للاستثمار- البنك الجزائري للتنمية"، مع الحفاظ مؤقتاً على القانون الأساسي لعام 1963 للبنك الجزائري للتنمية وتزويد المؤسسة الجديدة برأسمال قدره 150 مليار دينار³ وتنصيب مجلس إدارة جديد ولجنة استراتيجية للتوجيه. ثم تغيرت تسميته إلى الصندوق الوطني للاستثمار⁴.

فهو مؤسسة مالية عمومية مختصة، تكلف بالمساهمة في تمويل الاستثمار من أجل تحقيق أهداف التنمية الوطنية.

¹ - كي لا نجعل من بنك الجزائر شركة استثمارية وبالتالي الابتعاد عن تحقيق أهداف السياسة النقدية.

² - من أهم تحديات إنشاء صندوق سيادي جزائري مواجهة ثلاث عقبات رئيسية على المستوى الوطني والدولي والمتمثلة في: -غياب سياسة صناعية، -فقدان الموارد البشرية- عدم كفاية ثقافة الشركات و إجراءات الإدارة والإنتاج.

³ - الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية 2009، العدد 44، 26 جويلية 2009، ص13.

⁴ - الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية التكميلي 2011، العدد 40، 20 جويلية 2011، ص12.

2-تعديل أهداف الصندوق :بالإبقاء على المهام الرئيسية للصندوق حاليا إضافة إلى الهدف المقترح¹:

-تمويل عمليات القطاع الاقتصادي:يعمل على تمويل المشاريع الاستثمارية الاقتصادية؛ والشراكة مع الشركات العامة و/ أو المستثمرين الأجانب لتحقيق مشاريع التنمية؛ وتقديم الضمانات، ويأخذ التدخل شكل قروض طويلة الأجل بشروط مناسبة لنوع المشاريع الممولة أو التمويل المشترك من خلال الاستحواذ على حصص.

- التمويل العام لمشاريع التجهيز عن طريق تعبئة موارد الميزانية: يعمل كمحاسب مكلف ومراقب مالي في إطار عمليات يتم تمويلها من مساعدات نهائية (غير قابلة للتسديد) للدولة،فبالإضافة إلى حقوق المساهمين يجوز للصندوق تعبئة موارد إضافية من خلال القروض وتسيبقات الخزينة العامة الأخرى، أو اللجوء إلى سوق السندات مع أو بدون ضمانات حكومية.

-الاستثمار في الخارج : كما سبق لقد عرف على الصندوق التركيز على الاستثمار داخليا فقط باستثناء مساهمة وحيدة في رأسمال البنك الجزائري للتجارة الخارجية في سويسرا بتاريخ 1981/03/13 بنسبة 50% وبمبلغ 200000000 فرنك سويسري²، فمن المهم البدء في إنشاء محفظة استثمارية خارجية كصندوق سيادي تحت مظلة لاسيما عمليات شراء الأسهم والاستحواذ حيث يجب الذهاب إلى قطاعات تخدم السياسة الصناعية³، والقيام بذلك بدكاء من خلال تعديل القانون الأساسي للصندوق، للمساهمة في توطین الصناعات وتنويع الجزائر لمواردها .

والاستثمار في قطاعات تخدم الاستراتيجية الاقتصادية الوطنية، فانطلاق الصندوق في الاستثمار خارجيا هو خطوة مهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الجزائر، وفي نفس الوقت تتيح للصندوق الوطني للاستثمار فرصا تقدمها الدول المستقبلية، مما يساهم في نقل التكنولوجيا وتبادل الخبرات بشكل تجاري محترف.

3-شفافية مديرية استثمارات الخارجية: ينبغي أن يتصف تصميم هذه المحفظة السيادية بشفافية أكبر وان يتم إدماجها في النظام المالي الجزائري بحيث تكون منسجمة مع الاستراتيجيات الاستثمارية المعتمدة، فسوء الحوكمة وضعف المؤسسات، يجعل من موضوع الشفافية والمساءلة في صلب تصميم المحفظة السيادية الخارجية، وبإمكان الرقابة الجيدة وتقارير الأداء والتدقيق الخارجي من مجلس المحاسبة ومعايير الإفصاح أن تشجع الأداء الأفضل وتزيد ثقة الجمهور في إدارة العوائد المالية المرتبطة بالمحروقات .

-الهيكل التنظيمي المقترح للصندوق: وفقا لأهداف الصندوق يكون الهيكل المقترح للصندوق وفقا للمخطط التالي: -مديرية الاستثمارات الداخلية: وتهدف للاستثمار في المشاريع المحلية التي تلي العوائد المالية المستهدفة

¹ - نتج هذا الصندوق عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية.

² -Fonds National d'Investissement, **RAPPORT ANNUEL 2011**,p12.

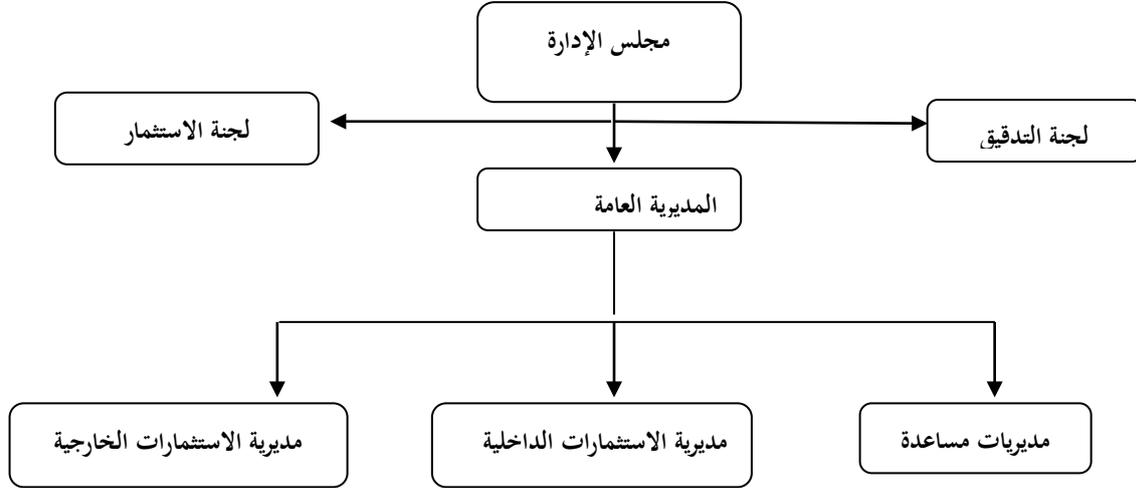
³ -MINISTERE DE L'INDUSTRIE ET DE LA PROMOTION DES INVESTISSEMENTS- **STRATEGIE ET POLITIQUES DE RELANCE ET DE DEVELOPPEMENT INDUSTRIELS**,2007 ,p15,

والمساهمة في تطوير القطاعات الاستراتيجية من أجل تحفيز النمو وتنويع الاقتصاد الجزائري جذب الاستثمارات الأجنبية وخلق فرص عمل للجزائريين، وتشمل المجالات المحتملة للاستثمارات: الصناعة والمناولة الصناعية، الفلاحة والصناعات الغذائية، البناء والأشغال العمومية، النقل والإمداد، السياحة، الإعلام والاتصال والإبداع التكنولوجي، الخدمات المالية، الطاقات المتجددة¹.

-مديرية الاستثمارات الخارجية : تتمثل مهمتها في استقبال جزء من احتياطات بنك الجزائر نيابة عن وزارة المالية باعتبارها محفظة سيادية مملوك للدولة تحت مظلة الصندوق الوطني للاستثمار، تسعى إلى تحقيق عائدات مستدامة طويلة الأجل على فوائض الإيرادات الناتجة عن المحروقات التي تزيد عن السعر المرجعي للميزانية، بحيث يقوم الصندوق نيابة عن الدولة بإدارة استثماراته لتحقيق أفضل العوائد الممكنة على المدى الطويل ضمن نطاق مقبول للمخاطر، وذلك من خلال تنويع محفظته الاستثمارية في عدة أنواع من الأصول والقطاعات الاقتصادية وعدة دول .

- مديريات مساعدة: تتمثل في مديرية إدارة المخاطر والامتثال، مديرية المحاسبة والمالية، مديرية الدراسات والتنمية، مديرية المستخدمين والوسائل، مديرية التنظيم والإعلام الآلي.

المخطط رقم 4-4 الهيكل التنظيمي المقترح للصندوق الوطني للاستثمار - صندوق سيادي-



المصدر: من إعداد الطالب .

¹- لمزيد من المعلومات حول استثمارات الصندوق الداخلية انظر: <http://www.fni.dz>

ثانيا: تحويل صندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق الادخار الوطني (NSF)¹:

إن عملية تحويل صندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق ثروة سيادي²، يعتبر أرضية تساعد بنك الجزائر على إدارة احتياطي الصرف بشكل كفي وعلى أساس سوقي من خلال رفع عائدات التوظيف، فمقارنة بالمعايير الدولية للعوائد الاسمية على الاستثمارات السيادية نجد أن متوسط العوائد السنوية لتوزيعات أرباح بنك الجزائر للحكومة³ خلال الفترة 2008-2010 اقل من 2% وهو معدل اقل بكثير من المعدل المسجل في البلدان الغنية بالموارد (النرويج 4%، اذربيجان 3.03%، الشيلي 3.63%، تيمور الشرقية 3.76%، الإمارات العربية 4.66%، سنغافورة 6.33%)، وجعل الصندوق أداة تعمل على المساهمة في المدى المتوسط أو الطويل على تنويع الاقتصاد الوطني وتقليص الارتباط بالمحروقات من خلال الاستثمار في الشركات الأجنبية، ولتفعيل هذا المقترح يمكن اتخاذ الإجراءات التالية :

1- تعديل الإطار المؤسسي للصندوق : يتم ذلك من خلال فصل صندوق ضبط الإيرادات من ميزانية بنك الجزائر والموجود في جانب الخصوم كصندوق تعقيم للجباية البترولية الفائضة، وتحويل مقابلاته بالعملة الصعبة إلى صندوق الادخار الوطني كحساب مستقل عن بنك الجزائر بعد تعديل المادة 14 من نظام الرقابة على الصرف رقم 92/04 المؤرخ في 1992/03/22 والمتضمنة "يتم إلزاما التنازل لبنك الجزائر عن كل الموارد بالعملات الصعبة الناجمة عن الصادرات من المحروقات والمواد المنجمية"، مما يترتب عنه انخفاض احتياطات الصرف التي يملكها بنك الجزائر بنفس المبلغ المكون لصندوق الادخار الوطني، وإذا أخذنا كمثال نهاية ديسمبر 2014 فان مبالغ صندوق ضبط الإيرادات بلغت 4408.465 مليار دينار أي في حدود 55 مليار دولار⁴، فإذا ما تقرر إنشاء هذا الصندوق بالمبلغ الكامل فستتخفف احتياطات بنك الجزائر من 178.938 مليار دولار إلى 123.938 مليار دولار.

2- أهداف الصندوق : بالإضافة إلى الأهداف السابقة للصندوق القديم والمتمثلة في تحقيق الاستقرار وضبط الموازنة (عجز/فائض) وتسديد المديونية العامة، يتم توسعة أهداف "NSF" لتشمل دوافع الادخار وتحقيق الاستدامة المالية على المدى المتوسط والطويل وتأمين الثروة للأجيال القادمة عند نفاذ المحروقات، من خلال استثمار موارد

¹ - National Savings Fund.

² - وهي كذلك فكرة موظفي صندوق النقد الدولي في مشاورات للمزيد انظر **IMF Country Report No. 14/34**.
³ - حسب المادة 28 من الأمر رقم 04/10 المؤرخ في 2010/08/26 والمتعلق بالنقد والقرض : تقفل حسابات بنك الجزائر في 31 ديسمبر من كل سنة وتعد أرباحا سنوية، النتائج الصافية من الاستهلاكات والأعباء والمؤونات، وتقتطع من هذه الأرباح 10 % لصالح الاحتياطي القانوني، وتوقف إلزامية هذا الاقتطاع بمجرد بلوغ الاحتياطي قيمة الرأسمال، يدفع الرصيد إلى الخزينة بعد تخصيص المبالغ التي يرى مجلس الإدارة أنها ضرورية لتكوين احتياطات عامة وخاصة، ويمكن تخصيص الأموال الاحتياطية لزيادات الرأسمال.

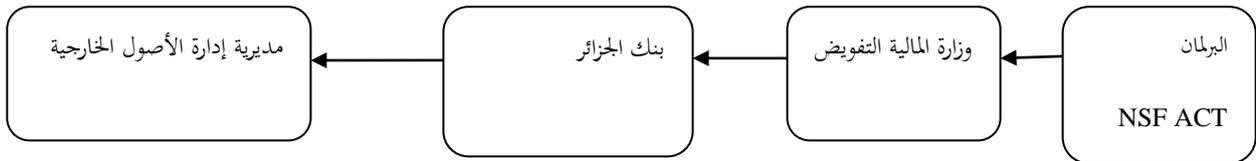
⁴ 1-دولار = 80.5606 دينار

الصندوق في الخارج تعظيما للعوائد وبما يخدم الاستراتيجية الاقتصادية للجزائر على المدى الطويل¹ وتنوع الاقتصاد الوطني، بحيث تصبح الجزائر مساهما في الشركات الأجنبية والتي من خلالها تعمل استثمارات الصندوق على تحويل التكنولوجيا وتنفيذ الاستراتيجية الصناعية المخططة رغم الخطورة المرافقة هذه التوظيفات والتي تكون مبررة اقتصاديا²، أي الهدف من الاستثمار ليس تعظيم العائد على احتياطات الصرف، وإنما المساهمة في تنوع الاقتصاد الوطني من خلال قناة الاستثمار في الخارج، والأجدر أن تكون مصادر تمويل الصندوق مباشرة من صادرات المحروقات بالعملة الصعبة دون المرور على بنك الجزائر لتفادي تكاليف تعقيم السيولة.

3- إدارة الصندوق: يتم إدارة NSF من طرف مديرية إدارة الأصول الخارجية³ ببنك الجزائر نيابة عن وزارة المالية المالكة للصندوق بفضل خبرتها في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أو بنك الجزائر الخارجي بفضل خبرته في إدارة للأصول الأجنبية والتعاملات الخارجية⁴، حيث تحدد وزارة المالية⁵ الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق من خلال إجراء مناقشات مع البرلمان وبنك الجزائر .

4- حوكمة الصندوق :وذلك من خلال تبني تفويض واضح للمسؤوليات ونظام رقابة وإشراف فعال، ويمكن إقامة هذا الإطار من خلال قانون للصندوق يضعه البرلمان (THE NATIONAL SAVINGS FUND ACT) ولوزارة المالية المسؤولية الرسمية عن الصندوق وتفوض إدارته لبنك الجزائر وبدوره بنك الجزائر يفوضها لمديرية إدارة الأصول الخارجية .

المخطط 4-5- مراحل إنشاء NSF



المصدر : من إعداد الطالب.

ويتمثل هيكل الحوكمة المقترح للصندوق في ما يلي :

¹ - وهي إستراتيجية الاستثمار في القطاع الحقيقي من منظور صناعي طويل الأجل مع الأخذ بعين الاعتبار الاحتياجات الحقيقية للاقتصاد وتحقيق الاستثمار المسؤول بيئيا واجتماعيا .

² - يتقاطع هذا المقترح مع ما ذهب إليه عبد الرحمان حاج ناصر محافظ بن الجزائر السابق، ومبادرة نبي .

³ - وهي المسؤولة عن إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري .

⁴ - نقص الخبرة في الأسواق المالية الدولية ابقى السلطات مترددة في تحويل صندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق سيادي مفضلة الحفاظ على هذا الإطار كصندوق تعقيم مدمج في الميزانية العمومية لبنك الجزائر.

⁵ - الهيئة المالكة للصندوق .

- المجلس التوجيهي للصندوق : يتكون من مجموعة من الأعضاء منهم الرئيس بالإضافة إلى ممثلين عن وزارة المالية وبنك الجزائر وزارة الصناعة والمناجم ،الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ،الصندوق الوطني للاستثمار، وممثلين عن القطاع الخاص الجزائري يعينهم رئيس الجمهورية لخبرتهم في قطاع الاستثمار وإدارة الأصول في الخارج، ومن مهامها وضع سياسات الاستثمار ،تعين وإقالة المسؤولين التنفيذيين ،المصادقة على الميزانية والحسابات الختامية للصندوق، تقييم أداء الصندوق ، ومراقبة السلوك الأخلاقي للإدارة والمديرين التنفيذيين وكذلك فعالية الإجراءات الرقابية داخل الصندوق، رئيس المجلس التوجيهي يجلس بصفته مراقب في اجتماعات مجلس الإدارة.

- مجلس الإدارة: يشمل المدير التنفيذي والمديرين، مكلف بإدارة الصندوق عن طريق تفويض من وزارة المالية والقيام بالدراسات لتحسين كفاءة إدارة الأصول والتبادل والتعاون مع المؤسسات ذات الصلة.

- المدير التنفيذي: يعين من طرف رئيس الجمهورية بناء على توصية من وزارة المالية والمجلس التوجيهي وظيفته تمثيل الصندوق ويعقد اجتماع مجلس الإدارة.

- المدقق: وظيفته التدقيق في أنشطة الصندوق ويكون مستقلا عن الإدارة ويعين من قبل وزارة المالية ويمكن أن يكون ممثلا عن مجلس المحاسبة.

-المديرين: يتم تعيينهم من قبل المدير التنفيذي من خلال مداوات المجلس التوجيهي للصندوق ويشمل ثلاث أقسام مهمة :قسم إدارة الاستثمار ،قسم إدارة المخاطر ،قسم إدارة الصندوق.

ثالثا-إنشاء صندوق سيادي مشترك بين الجزائر وبلد آخر :كمقترح ثالث وللتغلب على تحديات إنشاء صندوق سيادي جزائري والمتمثلة في غياب سياسة صناعية، فقدان الموارد البشرية المؤهلة وعدم كفاية ثقافة الشركات وإجراءات الإدارة والإنتاج¹، يمكن العمل على إنشاء صندوق سيادي مشترك² بين الجزائر وبلد آخر للاستثمار في الفرص المتاحة في الأسواق العالمية،من خلال محاولة إقناع بعض الجهات الخليجية أو الغربية ،و التي تملك خبرة عالمية في إدارة الأصول في الخارج، فضلا عن العلاقات الجيدة مع بيوت الخبرة العالمية في إدارة الأصول وتوظيفها وإدارة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في داخل والخارج ، وهو صندوق سيادي مشترك بين الصندوق الوطني للاستثمار و صندوق سيادي أجنبي بمخصص متساوية يبدأ من 2مليار دولار ،يهدف إلى تحقيق عوائد تنافسية من خلال الاستثمار في المشاريع التي تدفع التعاون الاقتصادي الثنائي بين الجزائر وبلد الصندوق الأجنبي وتخدم

¹ -ABDERRAHMANE HADJ-NACER- THE CHALLENGES OF SETTING-UP A SOVEREIGN WEALTH FUND IN ALGERIA, Revue d'économie financière (English ed.) 2009, Volume 9 , Numéro H-S pp. 115.

² يعتبر هذا النموذج الأكثر استعمالا من طرف الجهات السيادية في عمليات الاستثمار

الاقتصاد الجزائري، ويكون فريق إدارة الصندوق من كبار خبراء الاستثمار مع معرفة عميقة بأسواق الجزائر و أسواق البلد الأجنبي.

1- فوائد الصندوق المشترك للجزائر: إن إقامة صندوق سيادي مشترك يمكن أن يوفر للجزائر :

- تطوير العلاقات فضلا عن الصفقات،
- من المرجح أن تكون الصناديق المشتركة متسقة مع بعضها البعض في الأفق، ، وتحمل المخاطر / توقعات العائد،¹
- لا يوجد خطر وكالة، وفعالة من حيث التكلفة، ويوفر منتدى لتبادل المعرفة الاستثمارية بين الأعضاء،
- انخفاض الرسوم كذلك عامل جذاب عند متابعة فرص الاستثمار المشترك،
- الاستثمار المشترك جذاب بسبب "التعرض للأصول ذات جودة عالية مع انخفاض الرسوم والقدرة على تقييم المخاطر والعوائد"،
- فرصة لتوسيع القدرات الداخلية، واكتساب خبرة قيمة في الاستثمارات المباشرة،
- يوفر لها سيطرة أفضل على استثماراتها، و يساعد على تعزيز العلاقات،
- فرص الاستثمار المشترك في صناعة محددة القطاعات من أجل تعميق معرفتها في مجالات معينة،
- زيادة تنوع محافظها، وشفافية أفضل.

2- الإشكالات التي تواجه هذا المقترح:

- عدم وجود الضمانات الكافية المتعلقة بالاستثمار مع الأجانب .
- محدودية صلاحية محافظ بنك الجزائر (عدم استقلالية المحافظ).
- نقص الشفافية المالية لبنك الجزائر الصندوق الوطني للاستثمارات والمرتبطة بالتقارير والمساءلة ووضوح المسؤوليات.

المطلب الثالث : استثمار احتياطات الذهب لبنك الجزائر

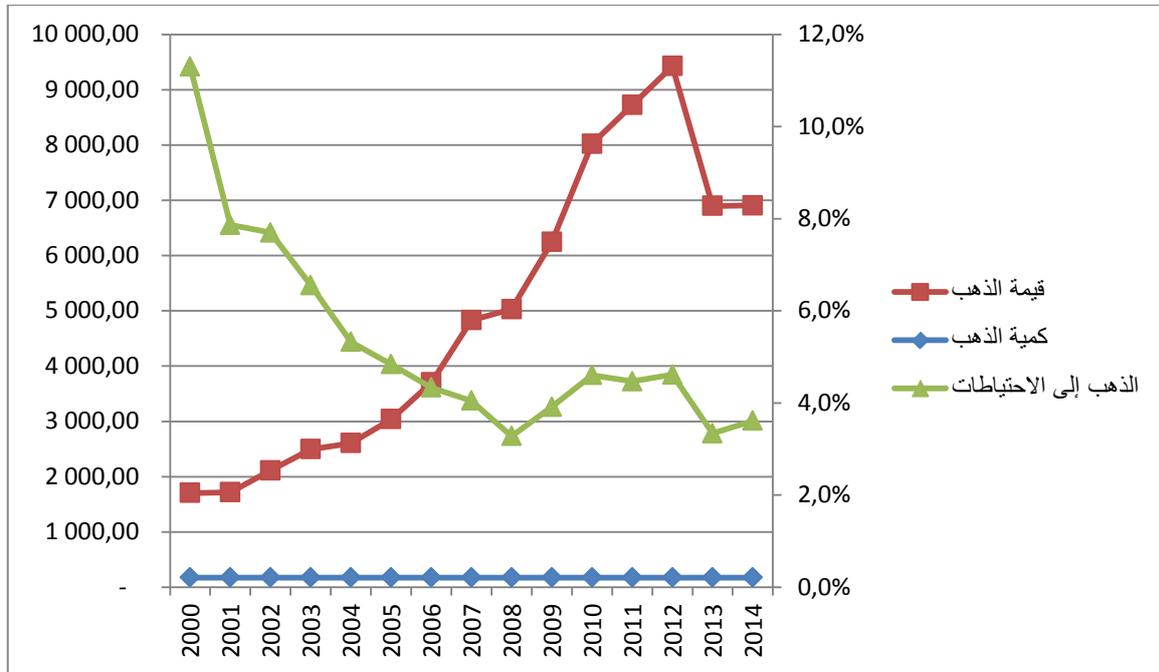
أولا- احتياطات الذهب لبنك الجزائر: لقد قام بنك الجزائر بشراء أول احتياطياته من الذهب مع نهاية الستينات من قبل أول محافظ لبنك الجزائر والمقدرة بأكثر من 50 طن²، وكان من أهم استعمالاته خلال الثمانينات ضمان الديون الخارجية والوصول إلى الأسواق المالية الدولية، ولقد ظل مخزون الذهب لبنك الجزائر يعرف استقرارا منذ

¹- كالصناديق السيادية المشتركة بين الدول النفطية .

²- محمد الصغير مصطفى 1984-1962.

سنة 2000 حيث تمتلك الجزائر وفقا لإحصائيات مجلس الذهب العالمي حوالي 173.65 طن من الذهب¹ (انظر الشكل رقم)، أي يعادل 1.5 مليار دولار في سنة 2000 لينتقل إلى 4.8 مليار دولار في نهاية 2008 وانتقل إلى 6.7 مليار في نهاية 2014 بفضل المستوى العالي الذي بلغته أسعار الذهب حيث فاق المتوسط سنوي لسنة 2014 1,266.4 دولار للأونصة ، أما وفقا لإحصائيات بنك الجزائر فقيمته ثابتة منذ سنة 2000 إلى سنة 2014 بقيمة 1.14311248.06 دج² والسبب يعود إلى انه في حالة بنك الجزائر يقيم الذهب بالسعر التاريخي، ولا يعتبره بنك الجزائر صمام أمان ضد الصدمات أي أن الذهب ليس معيارا لتقدير مقاومة الاقتصاد أمام الصدمات الخارجية بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية³، و يقدم بنك الجزائر بانتظام احتياطات الصرف الأجنبي و التي لا تتضمن احتياطاته من الذهب.

الشكل رقم 3-4: بيانات احتياطات الذهب لبنك الجزائر (كمية الذهب بالطن، قيمة الذهب بالمليون دولار، الذهب إلى إجمالي الاحتياطات %)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على [The World Gold Council Global official gold reserve data](http://www.gold.org/reserve-asset-management/statistics)

<http://www.gold.org/reserve-asset-management/statistics>

¹ - Grammes = 0.032151 troy ounces, Tonnes = 32,150,7466 troy ounces.

² - بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، ديسمبر 2008، ص 7.

³ - في تصريح محافظ بنك الجزائر لكصاسي على هامش اجتماع محافظي البنوك المركزية الإفريقية: أن احتياطي الجزائر من الذهب ليس معيارا لتقدير مقاومة الاقتصاد أمام الصدمات الخارجية بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية.

ووفقا لأحكام المادة رقم 38 من الأمر 11-3 المتعلق بالنقد والقرض¹، والتي تقضي بأنه يجب أن يقابل النقد المتداول وما لدى بنك الجزائر من ودائع تحت الطلب غطاء مكون بصفة دائمة من مجموعة من الموجودات من بينها السبائك الذهبية والنقود الذهبية، كما أن احتياطات الذهب التي يتوفر عليها بنك الجزائر هي ملك للدولة، ويمكن لبنك الجزائر أن يقوم بكل العمليات على الذهب لاسيما بالشراء والبيع والإقراض والرهن وذلك نقدا ولأجل²، ويعمل مجلس النقد والقرض على تحديد مقاييس وشروط عمليات البنك المركزي الخاصة بالمعادن الثمينة³، ومن خلاله يجب أن يسعى بنك الجزائر إلى إدارة الموجودات من الذهب و ضمان توافر السيولة المطلوبة في جميع الأوقات لمواجهة التزامات البنك مع المحافظة على القيمة الرأسمالية لتلك الموجودات وتحقيق العائد المناسب وفق معطيات السوق .

ثانيا-معايير استثمار موجودات الذهب لبنك الجزائر: لتعظيم قيمة الموجودات الذهبية لبنك الجزائر، يمكن استثمارها على شكل ودائع ذهب أي تأجير الذهب للبنوك الأجنبية مع مراعاة المعايير التالية:

1- إن احد الاعتبارات الرئيسية لعملية توظيف موجودات بنك الجزائر من الذهب هو العمل على تقليل مخاطر الاستثمار في هذا الجانب، وهو ما تتم معه مراعاة مجموعة من المخاطر على رأسها مخاطر الائتمان والمتمثلة في عدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالالتزامات عند تاريخ الاستحقاق، ويقصد بالطرف المقابل البنوك الأجنبية⁴ بغرض توظيف الموجودات الذهبية لديها و التي قد تكون من بينها ودائع الذهب ،

ولهذا يتطلب من بنك الجزائر إيجاد إطار سليم يتم الاستناد إليه عند تحديد مستوى الجدارة الائتمانية لبنوك السبائك⁵ أو المتعامل معها وفقا استراتيجية حذرة حيث يتم دراسة المركز المالي للبنوك المؤهلة ودرجات التقييم الممنوحة لها من طرف وكالات التصنيف العالمية، وفي هذا الإطار يجب أن يقوم بنك الجزائر بتصنيف البنوك الأجنبية المؤهلة للتعامل معها إلى فئات وفقا للجدارة الائتمانية الحاصلة عليها وفقا لذلك يتم وضع حدود قصوى للموجودات الممكن توظيفها معها، مع وضع شرط عدم التعامل إلا مع البنوك الحاصلة على تصنيف AAA .

2- كما يتم الاستناد إلى العائد من استثمار الذهب، وتجدد الإشارة إلى أن الاستثمار في ودائع الذهب ترتبط معها في بعض الحالات عملية نقل فعلي لسبائك الذهب من موضعها الحالي إلى موقع البنوك المستثمر فيها وفي تاريخ الاستحقاق يتم نقلها إلى موقع آخر في حالة عدم الرغبة في الاستمرار بتجديد الوديعة وعليه يتم تحمل

¹- الأمر 11-3 المتعلق بالنقد والقرض ، مرجع سابق، ص6.

²- الأمر 11-3 المتعلق بالنقد والقرض ، مرجع سابق، ص7.

³- الأمر 11-3 المتعلق بالنقد والقرض ، مرجع سابق، ص8.

⁴- تسمى بنوك السبائك من أهم هذه البنوك بحد:Barclays Bank Plc, Goldman Sachs International, HSBC Bank USA NA, JP Morgan Chase Bank, UBS AG.

⁵ - bullion banks.

تكلفة الشحن على السبائك الذهبية المنقولة وهو الأمر الذي يأخذ بعين الاعتبار عند النظر في مستوى صافي العائد (العائد الصافي = معدل إيجار الذهب - تكاليف الشحن والتأمين) .

3- كذلك تتطلب العملية الاستثمارية توافر السيولة المطلوبة للذهب لاستخدامه دون أية قيود ولذلك يجب توظيفه في ودائع ذهب قصيرة الأجل .

خلاصة :

لقد ساهم تطور مستوى احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر في تلافي الأزمة في 2009 وواصل ذلك في الأزمة المرتبطة بانخفاض أسعار المحروقات لسنتي 2013، 2014، وتؤكد ذلك من خلال متانة الوضعية المالية الخارجية للاقتصاد الوطني، ولقد واصل بنك الجزائر توظيف هذا المستوى الكبير من احتياطاته في أصول عديمة المخاطرة والمنخفضة العائد وفي بعض الأحيان معدومة العائد، مما يحمل بنك الجزائر تكاليف ضخمة ترتبط بتكلفه التعقيم وتكلفة الفرصة البديلة .

وفي إطار تخفيض هذه التكاليف عمل بنك الجزائر في سنوات 2004، 2005، 2006 على التسديد المسبق للمديونية الخارجية مما سمح بتسيير كفاء للموارد المالية، وكذلك توظيف مبالغ في سندات صندوق النقد الدولي المتميزة بالأمان والسيولة والعائد المقبول مقارنة بالأدوات الأخرى، إن رفض بنك الجزائر لإنشاء صندوق سيادي يؤدي إلى استمرارية تحمل الاقتصاد الجزائري لتكلفة الفرصة البديلة لهذا المستوى الكبير من الفائض والمتمثلة في الاستثمار في أصول مالية في الخارج عالية العائد، لذا تم دراسة بعض الاقتراحات التي يمكن أن تعظم من مخزون احتياطات الصرف الأجنبي وتمثلت في :

- إقامة ذراع استثمارية خارجية للصندوق الوطني للاستثمار .

- تحويل صندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق استثماري سيادي .

- إقامة صندوق سيادي مشترك، استثمار احتياطات الذهب النقدي في بنوك السبائك الدولية .

خاتمة عامة

خاتمة عامة

تعد احتياطات الصرف الأجنبي الكبيرة وإدارتها من أكبر التحديات التي تواجه البنوك المركزية وبالأخص في الاقتصاديات الناشئة والنفطية، وفي هذا المنحى يأتي هذا العمل ليؤكد حساسية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في ظل الاضطرابات الاقتصادية العالمية باعتبارها صمام أمان ضد الصدمات الخارجية المحتملة وكذلك كأصول نادرة لها تكلفة، لذا كان لزاما على البنوك المركزية البحث في الطرق الكفؤة لتسيير احتياطات الصرف الأجنبي فإدارة الجيدة للاحتياطات هي التي توازن بين التكاليف والمنافع .

ومن اجل تحقيق هذه الغاية اعتمدنا في دراستنا على خطة عمل مكونة من أربعة فصول، حيث تم استعراض في الفصل الأول الأدبيات النظرية المتعلقة باحتياطات الصرف، كما حاولنا في الفصل الثاني البحث في متطلبات كفاءة إدارة الاحتياطات، أما في الفصل الثالث فحولنا إبراز أهم البدائل لإدارة فوائض الاحتياطات وذكر ثلاثة تجارب دولية في إنشاء صناديق سيادية تمثلت في كوريا الصين وكازاخستان، وفي الفصل الرابع تم استعراض تجربة بنك الجزائر في إدارة الاحتياطات وتقييم عمليات توظيفها واستشراف لإنشاء صندوق سيادي جزائري واستثمار احتياطاته من الذهب.

1-نتائج الدراسة: من خلال ما سبق يمكننا استخلاص أهم النتائج المتوصل إليها:

-تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي أصول مالية أجنبية سائلة وبعملات قابلة للتحويل يمتلكها ويسيرها البنك المركزي، تعمل كتأمين ذاتي ضد الصدمات الخارجية و وسيلة إدارة أسعار الصرف والتنويع الاقتصادي.

-تتكون احتياطات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي والعملات الأجنبية التي تشكل الجزء الأكبر ضمن الاحتياطات عالميا، ويكون مصدر احتياطات الصرف الأجنبي الفائض في ميزان المدفوعات المقترضة وغير المقترضة .

- يشتمل هيكل عملات الاحتياطات عالميا من خمس عملات رئيسية هي الدولار الأمريكي، الاورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني الفرنك السويسري، بالإضافة إلى العملات غير التقليدية التي تتمثل في الدولار الكندي والدولار الاسترالي.

- إن إدارة الاحتياطات هي وظيفة البنوك المركزية والتي تسعى إلى معرفة مدى كفاية احتياطاتها وتوظيفها وإدارة المخاطر المرتبطة بها .

-هناك عدة مؤشرات لقياس الكفاية إلى أن الأكثر استعمالا هي المؤشرات التقليدية لبساطتها، كما تتمثل تكاليف حيازة الاحتياطات في تكاليف الفرصة البديلة وتكلفة التعقيم .

خاتمة عامة

- عموما تتمثل أهداف إدارة الاحتياطات في ثلاثة مبادئ هي الأمان، السيولة، العائد على مستوى كل البنوك المركزية، وتشمل أدوات التوظيف الأوراق المالية أساسا في السندات الحكومية و اذونات الخزينة وأوراق الوكالات بالإضافة إل الودائع متمثلة في ودائع البنوك التجارية الدولية والبنوك المركزية العالمية .
- يتم تحديد هيكل عملات الاحتياطات اعتمادا على هيكل عملات المدفوعات الخارجية المتمثلة في الدين الخارجي والواردات وكذلك دافع العائد والمخاطر.
- تتمثل مخاطر الاحتياطات في المخاطر المالية التي تشمل مخاطر القرض ومخاطر السيولة وخطر السوق، بالإضافة إلى المخاطر التشغيلية، وتعد المحفظة المرجعية أداة مهمة في إدارة مخاطر الاحتياطات.
- تعتبر عملية تجزئة الاحتياطات إلى شرائح أداة مهمة في تسير الاحتياطات وتعظيم العائد عليها، كما أن عمليات الدفع المسبق للدين الخارجي كانت الأداة المثلى لتخفيض تكاليف حيازة احتياطات فائضة.
- تعتبر شركات استثمار الاحتياطات كنوع من صناديق الثروة السيادية لتنويع الإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطات تعظيما للعائد وتخفيضا للتكاليف، ومن أهم التجارب في إنشاء هذا النوع من الشركات تجارب كل من كوريا والصين وكازاخستان.
- تمثل عائدات المحروقات أهم مصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 2000-2014 والتي يتم التنازل عنها لبنك الجزائر، وتعتبر الواردات أكبر مستنزف لها.
- يتم تعقيم احتياطات الصرف من خلال حساب الخزينة لدى بنك الجزائر وبالأساس في صندوق ضبط الإيرادات، والودائع المغلة لفائدة، واسترجاع السيولة.
- تعتبر مديرية إدارة العلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر المسؤولة عن إدارة الاحتياطات من العملات الأجنبية والذهب وفق توجيهات مجلس النقد والقرض .
- إن مستوى الاحتياطي في الجزائر أكثر من الكافي والذي تم بلوغه في سنة 2001، وبالتالي بنك الجزائر يحوز على احتياطات فائضة كبيرة .
- تتمثل أهداف إدارة احتياطات بنك الجزائر في الأمان والسيولة والعائد، ويتم توظيف الاحتياطات في أكثر من 98% في الأوراق المالية والباقي في ودائع بالبنوك المركزية، ويتكون هيكل العملات من الدولار و الاورو بشكل أساسي وعملات أخرى، ويستند هذا إلى دافع المعاملات .

- يتم توظيف احتياطات بنك الجزائر في أصول عديمة المخاطر مما يفوت على بنك الجزائر عائدات كبيرة، لكن في ظل بيئة منخفضة العائد حقق بنك الجزائر عوائد حقيقية، يمكن لبنك الجزائر استعمال تقسيم الاحتياطي إلى شرائح استثمارية، ترتبط بأغراض الطلب على الاحتياطات .

- إن التسديد المسبق للدين الخارجي اتسم باستغلال كفاء لاحتياطات الصرف الأجنبي نظرا للفروق السلبية بين عائد الاحتياطي والفائدة على الدين .

- أن توظيف بنك الجزائر لجزء من الاحتياطي في سندات صندوق النقد الدولي يتميز بالكفاءة نظرا لان هذه السندات تتميز بالسيولة والأمان والعائد لارتباطها بوحدة حقوق السحب الخاصة.

- لدى بنك الجزائر وعي بإدارة المخاطر من خلال مديرية إدارة الخطر والأداء.

- بنك الجزائر لا يدرج ضمن احتياطات الصرف الأجنبي الذهب بسبب أن أسعاره غير مستقرة وبالتالي لا يعتبره كمييار لمقاومة الصدمات الخارجية، فتحميمه مكلف لذا تم اقتراح استثماره في ودائع الذهب بينوك السبائك الدولية .

- إن الفائض من الاحتياطات يمكن تحويله من بنك الجزائر إلى صندوق ثروة سيادي لتعظيم العوائد والخروج تدريجيا من التبعية لقطاع النفط من خلال تحويل صندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق ادخار وطني أو من خلال إنشاء ذراع استثمار خارجية للصندوق الوطني للاستثمار أو من خلال إنشاء صناديق استثمار سيادية مشتركة.

- تتمثل متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي في تحديد المستوى الكافي الواجب الاحتفاظ به، وتوظيف ذلك في ادوات تراعي السيولة والامان والعائد، والفائض يتم استثماره في ادوات استثمارية تولي اهمية للعائد، مع ادارة مختلف المخاطر المالية والتشغيلية التي تتعرض لها هذه الاستثمارات.

2-الاقتراحات:على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكننا تقديم اقتراحات عامة واقتراحات خاصة ببنك الجزائر:

- ضرورة تعزيز علاقات التعاون بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية عن طريق إقامة صندوق سيادي مشترك مع بلد آخر، وتبادل الخبرات والمعارف حول الاستثمارات السيادية .

- إضفاء مزيد من الشفافية والإفصاح عل النشاطات الاستثمارية لبنك الجزائر، ونشر تقرير إدارة الاحتياطات وجدول حسابات النتائج لبنك الجزائر.

- البحث عن فرص استثمارية جديدة، وتوسيع مجالات استثمارات بنك الجزائر ليشمل الاستثمار في الأصول المالية كألسهم، وتنوع عملات المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات لتشمل الاستثمار في العملات غير التقليدية كالدولار الكندي والدولار الاسترالي.

- تزويد بنك الجزائر بأنظمة لإدارة المخاطر المالية وذلك عن طريق تحسين أداء وفعالية قسم إدارة المخاطر تحديد مختلف المخاطر المصاحبة الاستثمار الاحتياطيات.

- تعزيز الخروج من التبعية للمحروقات عن طريق استعمال موارد النفط لتنوع الاقتصاد والصادرات، والعمل على تحسين مناخ الأعمال في الجزائر لتحسين وضعية ميزان المدفوعات في ظل انخفاض أسعار المحروقات.

- ضرورة العمل مع البنوك التجارية العمومية وبالأخص بنك الجزائر الخارجي لتعزيز فرص الاستثمار في الخارج بفضل خبرته في المعاملات المالية الخارجية.

- إنشاء سندات بنك الجزائر لتعقيم احتياطيات الصرف لما لها من ميزات عن أدوات التعقيم الأخرى.

- العمل على تكوين إطارات مديرة العلاقات المالية الخارجية في مجال استراتيجيات إدارة المحافظ واستراتيجيات الاستثمار في العملات الأجنبية وموجودات الذهب، والاستفادة من الخبرات المحلية والمقيمة في الخارج .

3-أفاق الدراسة: ان البحوث والدراسات في مجال احتياطيات الصرف الأجنبي لاتزال مواضيع لم تستوفي حقها من البحث، وفي هذا السياق يمكن للمهتمين بهذا الموضوع دراسة جوانب متعددة لم يتم التطرق إليها في هذا البحث:

- إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي -دراسة تجارب دولية-.

- تحديات إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري .

- قياس كفاية الاحتياطيات بالبنوك المركزية دراسة قياسية.

- شفافية إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية .

- تسيير احتياطيات الذهب بالبنوك المركزية دراسة تجارب دولية .

المراجع

المراجع:

المراجع:

العربية:

الكتب:

1. برايان كويل ،السندات الحكومية ،ترجمة دار الفاروق ،مصر ،2006 .
2. بلطاس عبد القادر ،تداعيات الأزمة المالية العالمية ، le gende ،2009..
3. جون وايت ،ترجمة خالد العامري ،الاستثمار في السندات والأسهم ، دار الفاروق ،مصر.
4. الداغر محمود ،الأسواق المالية ،دار الشروق عمان 2005.
5. دي كوك ،ترجمة عبد الواحد المخزومي ،الصرافة المركزية ،دار الطليعة بيروت ،1987.
6. رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري ،دار المستقبل العربي ،القاهرة ،1994.
7. زكريا الدوري ،يسرى السامرائي ،البنوك المركزية والسياسات النقدية ،الطبعة العربية ،دار اليازوري ،2006
8. صندوق النقد الدولي ، إحصاءات وضع الاستثمار الدولي ،الطبعة العربية ،2005.
9. صندوق النقد الدولي ،دليل الإحصاءات النقدية والمالية،2000 .
10. صندوق النقد الدولي ،دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ،الطبعة السادسة ،العربية ،2009 .
11. ضياء مجيد موسوي ،الاقتصاد النقدي ،دار الفكر،الجزائر،1993.
12. ضياء مجيد موسوي ،الاقتصاد النقدي ،مؤسسة شباب الجامعة، مصر ،2002 .
13. محمود حميدات ،مدخل للتحليل النقدي ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر 1996.
14. مروان عوض ،دراسة تطبيقية وعملية في التعامل بالعملات الأجنبية ،وعمليات الاستثمار،1985..
15. مورد خايكريتاني،ترجمة إبراهيم منصور ، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات ،دار المريخ ،السعودية ، 2007.
16. هزاع مفلح ، التمويل الدولي ،منشورات جامعة حلب ،سوريا،2007.

المراجع:

17. هشام حيدر ، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية ، الأهلية للنشر و التوزيع، لبنان، 1977.
18. وسام الملاك ، الظواهر النقدية على المستوى الدولي ، دار المنهل ، لبنان ، 2001.
- أوراق العمل :**
19. إبراهيم الجزراوي، عماد القرعة لوسي ، تقييم بدائل الاستثمار باستخدام نماذج رياضية حديثة ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية بغداد، العراق ، المجلد 13/ع 48، 2007 .
20. احمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين وإدارة احتياطات الصرف الأجنبي تجارب بعض الدول العربية والأجنبية ، دراسات اقتصادية ، صندوق النقد العربي 2014.
21. احمد طلفاح ، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها ، المعهد العربي للتخطيط.
22. اسوار برساد، هل يسيطر اليوان، مجلة التمويل والتنمية، ص ن الدولي ، عدد مارس 2012 .
23. أكسل بير توش، اليورو الاكثر عالمية دائما ، مجلة التمويل والتنمية ، ص ن الدولي ، مارس 2007.
24. أن ي . كيستر ، تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية ، مجلة التمويل والتنمية، ص ن الدولي ، العدد 2، 2000.
25. جوسبينلانديل ، ميلز، التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات ، مجلة التمويل والتنمية، صندوق لنقد الدولي ، عدد ديسمبر 1989.
26. جون فرانسوا سيزنيك ، صناديق الثروة السيادية لدول الخليج ، الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج ، تقرير موجز رقم 3 ، مركز الدراسات الدولية والإقليمية قطر 2012.
27. روبادوتاغوبتا ، التحرك نحو مرونة أسعار الصرف ، كيف ومتى وبأي سرعة ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي ، 2006.
28. صبحي حسون عباس ، المضامين النقدية لسياسة التعطيل النقدي في الدول النامية دراسة حالة كوريا ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية السنة السادسة العدد 17 2008.
29. صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، 2001.
30. صندوق النقد الدولي، حقوق السحب الخاصة ، صحيفة الوقائع ، 30 سبتمبر 2014.

المراجع:

31. عمر سلمان ، مستقبل الدولار كعملة مهيمنة ، مجلة المحاسبة والادارة والتامين ، جامعة القاهرة العدد 68 ، 2007.
32. كريم النشاشي وآخرون ، الجزائر : تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق ، دراسة خاصة 165 ، صندوق النقد الدولي ، واشنطن ، 1998.
33. مظهر محمد صالح قاسم ، السياسة النقدية للعراق بناءً على استقرار الاقتصاد الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم ، البنك المركزي العراقي ، بغداد ، نيسان 2012.
34. منهجية إعداد ميزان المدفوعات ، مكتب الصرف ، المملكة المغربية ، 2011.
35. النقد العربي 2014.
36. وليد عيادي ، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي ، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث ، البنك المركزي العراقي ، بغداد ، ص 15.

التقارير :

1. تقرير أفاق الاقتصاد العالمي ، واشنطن ، وم الأمريكية ، أكتوبر 2007
2. البنك الاهلي المصري ، تطور الاحتياطات الدولية في مصر في ظل الإصلاح الاقتصادي ، النشرة الاقتصادية ، العدد 4 ، 2005.
3. بنك الجزائر ، النشرة الإحصائية الثلاثية ، ديسمبر 2008
4. بنك الجزائر ، تطورات الوضعية المالية و النقدية في الجزائر ، تدخل المحافظ أمام المجلس الشعبي الوطني ، أكتوبر 2008
5. بنك الجزائر ، التقرير السنوي 2008 ، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر ، سبتمبر 2009
6. بنك الجزائر ، التقرير السنوي 2011 ، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر ، أكتوبر 2012
7. بنك الجزائر ، التقرير السنوي 2009 ، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر ، جويلية 2010
8. بنك الجزائر ، التقرير السنوي 2013 ، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر ، نوفمبر 2014
9. البنك المركزي العراقي ، البيانات المالية ، 31 كانون الاول 2013.

المراجع:

10. البنك المركزي العراقي ، البيانات المالية ، 31 كانون الأول 2009
11. البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، المديرية العامة للإحصاء والبحوث ، قسم بحوث السوق المالية ، 2013.
12. البنك المركزي المصري ، النشرة الإحصائية صندوق النقد الدولي الشهرية العدد 98 ابريل 2005
13. صندوق النقد الدولي ، نحو نمو متكافئ ومتوازن ، التقرير السنوي ، 2011،
14. لكصاسي ، التطورات النقدية والاقتصادية في 2010 ، عرض التقرير السنوي 2010 ، بنك الجزائر ، 25 أوت 2010 .

القوانين:

1. الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية التكميلي 2011، العدد 40، 20 جويلية 2011
2. الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية 2009، العدد 44، 26 جويلية 2009.

مواقع الأنترنت:

1. بنك الجزائر/ <http://www.bank-of-algeria.dz>
2. الصندوق الوطني للاستثمار www.fni.dz
3. شركة الاستثمار الصينية / <http://www.china-inv.cn>
4. شركة الاستثمار الكورية <http://www.kic.go.kr>
5. شركة الاستثمار للبنك الوطني الكازاخستاني <http://www.nicnbk.kz>

الأجنبية:

الكتب:

1. John Nugée Foreign Exchange Reserves Management, Handbooks in Central Banking, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, no. 19.
2. Krugman , currency and crisis, Cambridge , UK, 1997 .
3. Risk Management, Central Banking Publications, UK.

1. ALGERIA,IMF Country Report No. 14/32 ,February 2014
2. Algeria: Selected Issues Paper ,OPTIMAL INTERNATIONAL RESERVES IN ALGERIA ,IMF Country Report No. 12/22 January 2012.
3. ANNUAL REPORT of the National Bank of the Republic of Kazakhstan For the Year 2012 ,2013
4. ANNUAL REPORTSOVEREIGN WEALTH FUNDS ,MINISTRY OF FINANCE ,Santiago, Chile, 2012.
5. China Investment Corporation, Annual Report2011Beijing, China: July 2012.
6. China Investment Corporation, Annual Report2008(Beijing, China.
7. China Investment Corporation, Annual Report2013(Beijing, China.
8. CLUB DE PARIS ,RAPPORT ANNUEL ,France,2006.
9. CLUB DE PARIS ,RAPPORT ANNUEL ,France,2007.
10. Fonds National d'Investissement, RAPPORT ANNUEL 2011.
11. Imf,ANNUAL REPORT , 1964.
12. IMF -GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORTSafe Assets: Financial System Cornerstone .April 2012.
13. IMF, Global Financial Stability Report.2011.
14. International Monetary Fund, Global financial stability report " s w F " , **October 2007**.
15. Korea Investment Corporation (KIC)2007 Annual Report .
16. Korea Investment Corporation (KIC)2011 Annual Report
17. Korea Investment Corporation (KIC)2013 Annual Report .
18. La Banque d'Algérie ,EVOLUTION ECONOMIQUEET MONETAIRE EN ALGERIE RAPPORT 2014 ,Juillet 2015.
19. La Banque d'Algérie,TENDANCES FINANCIERES ET MONETAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2015, SOUS L'EFFET DU CHOC EXTERNE, Juin 2015 .
20. O.N.S, Collections Statistiques,N° 188/ 2014 Série E : Economie N° 79, Evolution des Echanges de Marchandises de 2003 à 2013.

21. Preqin Special Report **Sovereign Wealth Funds** ,Preqin's Research Center Premium, 2014.
 22. Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2004
 23. **Report on Management of Foreign Exchange Reserves**, Reserve Bank of India ,*March 2013*.
 24. **Where are They now?** , GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, September 2011.
 25. Algeria, IMF Country Report No47. 13/ February 2013
 26. **International reserves** ,Imf Annual Report April 30, 2014.
- أوراق العمل :**
27. *Aaron Brown* ,**Macrofinancial Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Funds** ,IMF Working Paper,January 2010.
 28. Aaron Mehrotra, On the use of sterilisation bonds in emerging AsiaBIS Papers No 66.
 29. ABDERRAHMANE HADJ-NACER- THE CHALLENGES OF SETTING-UP A SOVEREIGN WEALTH FUND IN ALGERIA,Revue d'économie financière (English ed.) 2009,Volume 9 , Numéro H-S
 30. Abdullah Al-Hassan ,**Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management** ,IMF Working Paper231, November 2013.
 31. Adam Elhiraika and LéonceNdikumana,**Reserves Accumulation in African Countries: Sources, Motivations, and Effects**,Working Paper,UNECA and University of Massachusetts, Amherst, USA2007.
 32. Adam Elhiraika and LéonceNdikumana,**Reserves Accumulation in African Countries: Sources, Motivations, and Effects**,Working Paper,UNECA and University of Massachusetts, Amherst, USA2007.
 33. AideenMorahan and Christian Mulder, **SURVEY OF RESERVE MANAGERS: LESSONS FROM THE CRISIS** ,IMF Working Paper,May 2013.
 34. *Alexander P. Attié and Shaun K. Roache*, **Inflation Hedging for Long-Term Investors**,IMF Working Paper ,April 2009.
 35. **Algeria's Experience with Managing Hydrocarbon Wealth** Regional Economic OutlookMiddle Eastand Central Asia2008 IMF.

36. AmpornSangmanee and JarumaneeRaengkhum, A General Concept of Central Bank WideAND SDR DENOMINATED SECURITIES ,The Federalist Debate ,Year XXIII, Number 1, February 2010.
37. Andrew Crockett: “Market liquidity and fi nancial stability” Banque de France • Financial Stability Review – Special issue on liquidity • No. 11 • February 2008.
38. Andrew Rozanov, “Who Holds the Wealth of Nations,” Central Banking Journal , Vol No.4, 2005.
39. AnganaBanerji, IMF Bilateral Surveillance on Reserves, IEO Background Paper August 13, 2012.
40. Angelika LAGERBLOM, La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés ,Bulletin de la Banque de France ,N° 148, Avril 2006.
41. Anna Wong, Measurement and Inference in International Reserve DiversificationPeterson Institute for International EconomicsWorking Paper, J U L Y 2007.
42. ASSESSING RESERVE ADEQUACY – FURTHER CONSIDERATIONS IMF POLICY PAPER,November 13, 2013.
43. at the Federal Reserve Bank of San Francisco’s Conference on the Asian Financial CrisisRevisited. Washington: US Treasury. June 21 2007.
44. AttheIFSWF’s6thAnnualMeetingin,Doha,November2014.
45. Balance of payments manual , international monetary fund ,washington,USA march 2008.
46. Banco Central do Brasil| International Reserves Management Report ,November 2013,Volume 5.
47. Bandoui, Mohamed Mehdi. La gestion des réserves de change, DSEB ,Banqued'Algérie, EcoleSupérieure de Banque, 2013.
48. Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring ,Bank for International Settlements, December 2010.
49. Ben-Bassat, A. (1980), “The optimal composition of foreign exchange reserves”, Journal of International Economics, May 1980.
50. BlackRock Asset Management,In Search of a New Official Investment Paradigm Rethinking “Safety, Liquidity and Return” , june 2013.

51. Blundell-Wignall,A.,Y.HuandJ.Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, WorkingPapers No.14,OECDPublishing , France, 2008.
52. *CAIA Level I, **What is an Alternative Investment** ,: *An Introduction to Core Topics in Alternative Investments*,Wiley. 2012.*
53. Callum Hendersonandothers, **Reserve management: A new strategic framework** ,Global Research ,Standard Chartered Bank, 30 April 2014.
54. Carineabdelnour ,**Managing the Growth in International Reserves–Establishing Investment Objectives, Asset Allocation and Benchmark Selection** ,DIC 2007.
55. Carmen Broto,**THE EFFECTIVENESS OF FOREXINTERVENTIONS IN FOUR LATINAMERICAN COUNTRIES**, Documentos de Trabajo, N.º 1226,2012 ,BANCO DE ESPAÑA.
56. CENTRAL BANK OF CHILE ,**Management of Foreign Exchange Reserves at the Central Bank of Chile 2012** ,March 2013.
57. ChristianMulder, and AmadouSy ,**Setting up a Sovereign Wealth Fund** IMF Working Paper ,International Monetary Fund , August 2009 .
58. –Claudio Borio,**FX reserve management: elements of a framework**, BIS PapersNo 38 ,March 2008.
59. Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath ,**FX reserve management: trends and challenges** BIS Papers No 40, Switzerland ,May 2008.
60. DANI RODRIK ,**The Social Cost of Foreign Exchange Reserves** ,International Economic Journal,Vol. 20, No. 3, 253– 266, September 2006.
61. Daniel Mminele, **the Standard Bank 5th African Central Bank Reserves Management Conference**, Sandton Sun Hotel, 05 November 2013.
62. Dariusz Urban–**Macroeconomic Considerations andMotives of Sovereign Wealth Funds Activity**, Vol. 5 I,2011.
63. David Archer,**Foreign exchange market intervention: methods and tactics**,BIS Papers, No 24.
64. David Kemme**Sovereign Wealth Fund Issues andThe National Fund(s) of Kazakhstan** , THE UNIVERSITY OF MICHIGAN, Working Paper Number 1036,August ,2012.
65. David Williams ,**The Gold Market**, IMF ,June 30, 1999.

66. De Beaufort Wijnholds, J.A.H. and A. Kapteyn, Reserve Adequacy in Emerging Market Economies – WP/01/143 – IMF.
67. Department of the Treasury, Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities, April 2014, p14.
68. Discussion Paper on Defining Liquid Assets in the LCR under the draft CRR European Banking Authority, 21 February 2013.
69. DJANE-AHMED Narimane Gestion des réserves de change, DSEB, Banque d'Algérie, Ecole Supérieure de Banque, Décembre 2014
70. Edwin.M.Truman, A Blueprint For Sovereign Wealth Fund Best Practices Policy, Peterson Institute, Number 03,2008 .
71. Eichengreen and Donald J. Mathieson, The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves Retrospect and Prospect, IMF Working Papers, No. 181, April 2000.
72. Enrique Aliberola, monetary policy and reserve accumulation, work paper, no 0706, 2007, bank of espana.
73. Eric Swanson, 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.
74. European Central Bank, annual review of the international role of the euro, Frankfurt, JULY 2008.
75. –Features of Compilation of International Reserves and Net Foreign Assets of the Central Bank of Armenia, Manual on Compilation of Monetary and Financial Statistics in Armenia, P67.
76. Frank J. Fabozzi, U.S. Treasury and Agency Securities, The Handbook of Fixed Income Securities, seventh edition, Yale University, April 2004.
77. Fritz Zurbrugg, The Swiss, BIS central bankers' speeches. National Bank's investment policy – options and limitations, BIS central bankers' speeches.
78. Gabriele Galati, The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?, BIS Working Papers No 218, October 2006.
79. Garreth Rule, Issuing central bank securities, Handbook – No. 30, Centre for Central Banking Studies, Bank of England London, 2011.
80. Gustavo Adler, Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?, IMF Working Paper, July, 2011.

81. HELLER AND KNIGHT, RESERVE-CURRENCY PREFERENCES OF CENTRAL BANKS, ESSAYS IN INTERNATIONAL FINANCE, No. 131, December 1978.
82. Heller, H.R. , Optimal International Reserves., Economic Journal, Vol.76, June, 1966.
83. Hennie van Greuning Sonja Brajovic Bratanovic, Analyzing Banking Risk ,3rd Edition, World Bank, Washington , 2009.
84. Hidetoshi Takeda, TREATMENT OF POOLED ASSETS, IMF Statistics Department, December 2005.
85. I M F , ANNUAL REPORT 2013 , PROMOTING A MORE SECURE AND STABLE GLOBAL ECONOMY, IMF 2013, Appendix I, International reserves ,.
86. Imf, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves COFER , 2014.
87. Imf , staff survey of membership on reserves 2013.
88. IMF, International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template, 2013.
89. Instruction Banque d'Algérie, no. 04-05 - 14 juin 2005 RELATIVE A LA FACILITE DE DÉPÔT REMUNERE.
90. International and Financial Accounts Branch, THE NATURE OF LEASE PAYMENTS ON GOLD LOANS , Australian Bureau of Statistics , November 2004.
91. INTERNATIONAL MONETARY FUND, Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, February 1, 2013.
92. International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template, 2011.
93. J. Onno de Beaufort Wijnholds and Arend Kapteyn , Reserve Adequacy in Emerging Market Economies , IMF Working Paper, September 2001.
94. JANNEY MONTGOMERY, Agency Bonds, Philadelphia, usa , 2014.
95. JEREMY FOSTER , central bank risk management and international standards, central banking publications, london, 2004.
96. Jon Williamson, exchange reserves as shock absorbers , series in economic development , oxford
97. José Viñals , Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, IMF , February 2013.

-
98. José Viñals, Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, INTERNATIONAL MONETARY FUND, February 1, 2001
99. Joshua Aizenman and Hans Genberg, Research on the Demand for International Reserves: Developments in Academia, the Contribution of IMF Researchers, and Influence on IMF Surveillance, IEO Background Paper, 2012
100. Jukka Pihlman and Han van der Hoven, Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis, IMF Working Paper, WP/10/150.
101. Jürgen Odenius, Arvind Rajan, Central Bank FX Reserve Adequacy, A Historical Perspective,—September 2013.
102. Kaija-Leena Rikkinen, THE OPTIMAL CURRENCY DISTRIBUTION OF A CENTRAL BANK'S FOREIGN EXCHANGE RESERVES, Bank of Finland, 1989.
103. Kaminsky, G.L. (1999), "Currency and Banking Crises: the Early Warnings of Distress", IMF Working Paper 99/178.
104. 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.
105. Laurent DANIEL Arnaud MANAS, Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement, Bulletin de la Banque de France • N° 152 • Août 2006, p46.
106. Leslie Lipschitz, Miguel Messmacher and Alexandros Mourmouras, Reserve Adequacy: Much higher than you thought?, IMF Institute Seminar, April 2006.
107. Lorenzo Bini Smaghi, Risk Management in Central Banking, International Risk Management Conference 2011, Free University of Amsterdam, 15 June 2011.
108. Lowery, Clay. Sovereign Wealth Funds and the International Financial System. Remarks
109. M S Mohanty, Intervention: what are the domestic consequences?, BIS Papers No 24.
110. M S Mohanty, Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?, BIS Quarterly Review, September 2006.
111. Marta Ruiz-Arranz and Milan Zavadzil, Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?, IMF Working Paper, August 2008.

112. Martin redrado , **The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence**, working paper n-13 September, 2006, Banco Central de la República Argentina.
113. Matteo Maggiori , **Reserve Currencies and International Finance**. June 9, 2013.
114. *Matthew Malloy*–**Factors Influencing Emerging Market Central Banks’ Decision to Intervene in Foreign Exchange Markets**, IMF Working Paper, March 15, 2013.
- 115.–Menzie Chinn and Jeffrey A. Frankel, **Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?**, National Bureau of Economic Research 2007.
116. Michael G. Papaioannou , **Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges** , IMF Working Paper, September 2013.
117. *Michel Rochette* , **La gestion des risques du Compte du fonds des changes** , REVUE DE LA BANQUE DU CANADA , 2001–2002.
118. *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.
119. *Obert Nyawata*, **Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations**, IMF Working Paper, January 2012.
120. *Olivier Jeanne and Romain Rancière*, **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications**, IMF Working Paper October 2006.
121. *Olivier Jeanne and Romain Rancière*, **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications**, IMF Working Paper October 2006.
122. OLIVIER JEANNE, **International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?** , Brookings Papers on Economic Activity , International Monetary Fund , 2007.
123. *Paul Toungui*, **Dépenser ou épargner?** Finances & Développement , Décembre 2006.
124. *Peter Kjær Jensen* , **Management of the Interest–Rate Risk on the Foreign–Exchange Reserve**.
125. Peter Kunzel, Yinqiu Lu, Iva Petrova, and Jukka Pihlman **Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm** , IMF Working Paper 19 , January 2011.
126. Philip D Wooldridge, **The changing composition of official reserves**, BIS Quarterly Review, September 2006.
127. Pierre Cardon and Joachim Coche **Strategic asset allocation for foreign exchange reserves** European Central Bank, May 2004.

128. **Public Debt Strategy in Mexico**, 3rd OECD–China Forum on Public Debt Management and Government Securities Markets, September 2006, Beijing, China.
129. Raghuram G. Rajan, **Country Insurance: The Role of Domestic Policies**, IMF discussion paper, June 19, 2006.
130. Rama Cont: **Credit default swaps and financial stability**, Banque de France, Financial Stability Review, No. 14 – Derivatives – Financial innovation and stability, July 2010.
131. Ramon Moreno, **Motives for intervention**, BIS Papers, No 24.
132. **Raréfaction des actifs « sans risque » : estimations et perspectives**, TRÉSOR-ÉCO – n° 117, Septembre 2013.
133. **Reserve Related Liabilities: Presentation in the International Accounts Framework**, Nineteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics Frankfurt, October 23–26, 2006.
134. **Revision of BPM5: Issues on International Reserves**, Eighteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington D.C., June 27–July 1, 2005.
135. Reza Moghadam, Jonathan D. Ostry and Robert Sheehy, **Assessing Reserve Adequacy**, IMF, February 14, 2011.
136. Richhild Moessner, **Options for meeting the demand for international liquidity during financial crises**, BIS Quarterly Review, September 2010, .
137. **Risk Management Report**, Central Bank of Brazil, 1st Quarter 2013.
138. Robert Pringl, and Nick Carver, **new horizons in central bank risk management**, central banking publications, London, 2004.
139. Roberto Cardarelli, **capital inflows : Implications and policy responses**, IMF working paper, 2009.
140. Roberto Frenkel, **The Sustainability of Sterilization Policy**, Center for Economic and Policy Research Washington, September 2007.
141. Roger, Scott, **“The Management of Foreign Exchange Reserves,”** BIS Economic Paper No. 38 (Basel: Bank for International Settlements), 1993.
142. Roland Beck, **OPTIMAL RESERVE COMPOSITION IN THE PRESENCE OF SUDDEN STOPS**, WORKING PAPER SERIES, NO 916 / JULY 2008, ECB publications.

143. Rudy Wyttenburg, Central banks need to define clear role for operational risk, Central Banking Journal, 28 Feb 2013.
144. S. Das, Adnan Mazarei, and Han van der Hoorn, Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymaker, International Monetary Fund, IMF Publication, Washingtons, 2010.
145. Sean Hagan and Andrew Tweedie, A Framework for the Fund's Issuance of Notes to the Official Sector, imf, June 17, 2009
146. Sebastian Edwards, ON THE INTEREST RATE ELASTICITY OF THE DEMAND FOR INTERNATIONAL RESERVES, NBER Working Paper, No. 1532.
147. Sovereign wealth funds –Generally Accepted Principles and Practices, The International Working Group of Sovereign Wealth Funds, International Monetary Fund, October 2008.
148. Stefan Ingves, Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document, IMF, March 26, 2003.
149. Stefan Lecher, Neil Olympio and Max Castelli, Asset Allocation for sovereign Institution, UBS Global Asset Management, Newsletter for sovereign investors, Issue 3, June 2012.
150. Stéphanie Gautriaud, LE RISQUE PAYS : APPROCHE CONCEPTUELLE ET APPROCHE PRATIQUE Centre d'Economie du Développement – Université Montesquieu Bordeaux IV, DOCUMENT DE TRAVAIL, N° 72.
151. Stephen Jen, “Currencies: How Big Can Sovereign Wealth Funds Be by 2015,” Morgan Stanley Research Global, May 3, 2007.
152. The approval of creation of «National Investment Corporation of National Bank of Kazakhstan, The resolution of the Board of National Bank of the Republic of Kazakhstan №180 from May 25, 2012 .
153. The Brave New World of Sovereign Wealth Funds, Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania,, 2010.
154. Truman, the evolution of international system, Tokyo, Japan .1999
155. Udaibir S. Das, Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations, IMF Working Paper 179, August 2009.
156. Udaibir S. Das, Yinqiu Lu, Christian Mulder, and Amadou Sy, Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations, IMF Working Paper 179, International Monetary Fund August, 2009.

المراجع:

157. Violeta PREDESCU, Le niveau des réserves de change des émergents est-il adéquat en cas d'aggravation de la crise financière ? Natixis ,21 octobre 2011 – N° 788.
158. Werner Krämer, An Introduction to Inflation-Linked Bonds, Lazard Asset Management ,Australia,22 March 2013.
159. Woonchan Kim, Korea investment corporation: its origin and evolution, MPRA Paper No. 44028, August 2011.
160. World Economic Forum, Direct Investing by Institutional Investors: Implications for Investors and Policy-Makers, ,2014.
161. Yezhan Birtanov , Kazakhstan's integration of alternatives, *Central Banking the forthcoming Reserve Management Trends 2014*, published by Central Banking Publications.

مواقع الأنترنت:

1. Central Huijin Ltd. website, <http://www.huijin-inv.cn/wps/portal/tut/2013/12/31> .
2. Central Huijin Ltd. website, <http://www.huijin-inv.cn/wps/portal/tut/2013/12/31>
3. <https://www.resbank.co.za/Markets/ForeignReserves/Pages/default.aspx>
4. The Russia-China Investment Fund <http://www.rcif.com>.

قوانين

1. instruction N° 79/95 du 27 Décembre 1995 Portant Organisation et Fonctionnement du Marché Interbancaire des Changes.
2. Instruction Banque d'Algérie n ° 01-2013 du 15 janvier, 2013 relative aux reprises de liquidité.

الملاحق

الملاحق

الملحق 1: العلاقة بين أسعار النفط بالدولار الأمريكي للبرميل واحتياطيات بنك الجزائر بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
74.95	65.85	54.64	38.66	38.66	25.24	24.85	28.50	أسعار النفط
110.18	77.78	56.18	43.11	32.92	23.11	17.96	11.9	احتياطيات الصرف
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنوات
	100.23	109.550	111.045	112.943	80.15	62.250	99.74	أسعار النفط
	178.938	194.012	190.661	182.224	162.221	148.910	143.10	احتياطيات الصرف

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر.

الملاحق

الملحق رقم 2:

أ- جدول الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الرصيد الإجمالي	7.57	6.19	3.66	7.47	9.25	16.94	17.73	29.55
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
الرصيد الإجمالي	36.99	3.859	15.326	20.141	12.057	0.134	5.88-	

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر.

ب- جدول التغير في احتياطات الصرف الأجنبي بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2000-2014

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Δ في الاحتياطات	7.51	6.05	3.40	7.03	8.85	16.31	17.73	28.27
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Δ في الاحتياطات	36.53	2.278	14.996	20.035	12.216	0.239	-15.074	

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر.

الملحق رقم 3: الهيكل التنظيمي لبنك الجزائر

